

طراحی مدل‌های عملیاتی صکوک

اجاره جهت انجام عملیات بازار باز*

تاریخ دریافت: ۱۳۹۲/۷/۲۱ تاریخ تأیید: ۱۳۹۳/۵/۴

حسین میسمی**
سیدعباس موسویان***
کامران ندری****

چکیده

مقاله پیش‌رو می‌کوشد با مرور الگوهای نظری صکوک اجاره که مشروعیت فقهی داشته و از لحاظ اقتصادی نیز استفاده از آنها امکان‌پذیر است، الگوی «صکوک اجاره به شرط تملیک با هدف تأمین نقدینگی» را به‌عنوان مدل قابل استفاده جهت انجام عملیات بازار باز (OMO)، در قالب سه مدل عملیاتی طراحی کند. این مدل‌ها عبارت‌اند از: الف) مدل تهاتر بدهی‌های دولت با بانک مرکزی با دارایی‌ها سرمایه‌ای دولت؛ ب) مدل ورود دولت در انتشار صکوک اجاره و تسویه بدهی‌های بانک مرکزی؛ ج) مدل ورود مستقیم بانک مرکزی در فرایند انتشار صکوک اجاره جهت جمع‌آوری نقدینگی.

در هر مورد افزون بر تبیین مدل و شیوه بهینه اجرای آن، بر تحلیل تغییرهای پایه پولی تأکید می‌شود. یافته‌های تحقیق که به روش تحلیلی - توصیفی به‌دست آمده، نشان می‌دهد که پیش‌نیاز اصلی تقویت تولید در کشور، اجرای صحیح سیاست‌های پولی و کنترل تورم بوده و به این منظور بانک مرکزی کشور نیازمند ابزارهای مناسب و مشروع است. به‌نظر می‌رسد مدل‌های عملیاتی ارائه‌شده در پژوهش پیش‌رو ظرفیت مناسب جهت اجرای عملیات بازار باز را داشته و به لحاظ فقهی و اقتصادی می‌توانند جایگزین یا مکملی برای اوراق مشارکت بانک مرکزی مطرح شوند.

واژگان کلیدی: بانکداری اسلامی، صکوک اجاره، سیاست‌گذاری پولی، عملیات بازار باز، بانک مرکزی.
طبقه‌بندی: JEL: Z10, O16, O10, L87.

*. این تحقیق مستخرج از پایان‌نامه دکترای آقای حسین میسمی با عنوان «طراحی مدل‌های عملیاتی اوراق بهادار (صکوک) منطبق با فقه امامیه جهت انجام عملیات بازار باز (OMO) در نظام بانکی کشور» است.

** کارشناس ارشد پژوهشکده پولی و بانکی و دانشجوی دکترای اقتصاد، دانشگاه امام صادق 7 (نویسنده

مسئول) Email: meisami@isu.ac.ir.

Email: samosavian@yahoo.com.

Email: k.nadri@gmail.com.

*** دانشیار پژوهشگاه فرهنگ و اندیشه اسلامی.

**** استادیار دانشگاه امام صادق 7.

مقدمه

بانک‌های مرکزی در نظام بانکداری متعارف (Conventional Banking System) برای مداخله غیرمستقیم در بازار پول به‌طور عموم از سه ابزار نسبت سپرده قانونی، نرخ تنزیل و عملیات بازار باز استفاده می‌کنند؛ در حالی که اثرگذاری این ابزارها بر متغیرهای حجم پول و نرخ بهره بازار قطعی است؛ اما در طی زمان اهمیت آنها در سیاست‌گذاری پولی فراز و فرودهایی داشته است. در حال حاضر مهم‌ترین ابزاری که در کشورهای توسعه‌یافته و در حال توسعه جهت سیاست‌گذاری پولی استفاده می‌شود، عملیات بازار باز است. در حقیقت هرچند عملیات بازار باز در مقایسه با دو ابزار سنتی دیگر طول عمر کوتاه‌تری در ادبیات سیاست‌گذاری پولی دارد؛ اما به‌علت مزیت‌های برجسته خود کاربرد وسیعی در مداخله‌های روزانه بانک‌های مرکزی در بازارهای مالی کشورهای توسعه‌یافته و در حال توسعه دارد (مشکین، ۲۰۱۳م، ص ۱۵۶).

عملیات بازار باز در اکثر کشورهای پیشرفته که بازارهای ثانویه ساختاریافته در رابطه با «اوراق قرضه دولتی» (Government Securities) دارند، از راه ورود و خروج بانک مرکزی در این بازار صورت می‌پذیرد. زمانی که اقتصاد به جهت عرضه کم پول با نرخ بهره بالا روبه‌رو است و مؤسسه‌های تولیدی و تجاری با کمبود نقدینگی روبه‌رو هستند، بانک مرکزی اوراق بهادار را از مردم می‌خرد و پایه پولی را افزایش می‌دهد. در نتیجه، عرضه پول افزایش یافته، نرخ بهره‌ها کاهش می‌یابد و به‌دنبال آن مشکل نقدینگی حل شده و سرمایه‌گذاری و رشد اقتصادی افزایش می‌یابد. در برابر، زمانی که اقتصاد به جهت بالابودن حجم نقدینگی با تورم روبه‌رو است، بانک مرکزی با فروش اوراق بهادار، به جمع‌آوری نقدینگی و کاهش تقاضای کل و در نتیجه پایین‌آمدن سطح عمومی قیمت‌ها می‌پردازد. شایان ذکر است که در برخی از کشورهای در حال توسعه که فاقد بازارهای ثانویه کارا بر روی اوراق قرضه دولتی هستند، بانک مرکزی به انتشار مستقیم اوراق قرضه بانک مرکزی

(Central Bank Securities) اقدام کرده و عملیات بازار باز را از این راه سامان می‌دهد (هریس، ۱۹۸۰م، ص ۱۱۱).*

در میان کشورهای در حال توسعه، تجربه جمهوری اسلامی ایران در سیاست‌گذاری پولی قابل توجه است. ارزیابی تجربه ایران در سه دهه اخیر نشان‌دهنده آن است که تورم دو رقمی، پدیده‌ای است که در دهه‌های اخیر با اقتصاد ایران عجین شده و با توجه به اثرگذاری منفی این پدیده در حوزه‌های گوناگون از جمله تولید ملی و سرمایه‌گذاری‌های اقتصادی، بانک مرکزی کشور در جهت ارائه ابزارهای سیاست پولی برای مدیریت نقدینگی - به‌عنوان یکی از اصلی‌ترین عوامل اثرگذار بر تورم - کوشیده است. از طرفی با توجه به اینکه در کشور قانون عملیات بانکی بدون ربا از سال ۱۳۶۳ تصویب و به اجرا می‌رسد، بسیاری از ابزارهای متعارف سیاست‌گذاری پولی - از جمله عملیات بازار باز - از دسترس بانک مرکزی خارج شده و این بانک مجبور به ارائه ابزارهای سازگار با آموزه‌های بانکداری اسلامی است.

در حال حاضر ابزارهای سیاست پولی که بانک مرکزی در اختیار دارد، به دو دسته مستقیم (غیرمتکی بر شرایط بازار) و غیرمستقیم (متکی بر شرایط بازار) تقسیم می‌شوند. ابزارهای مستقیم شامل کنترل نرخ‌های سود بانکی و سیاست سقف اعتباری** و ابزارهای

*. شایان ذکر است که برخی از محققان فارسی درباره شرایطی که بانک مرکزی به‌طور مستقیم از اوراق بهادار خود جهت انجام عملیات بازار باز استفاده می‌کند، از اصطلاح «عملیات شبه بازار باز» (Open Market-Type Operation) استفاده کرده‌اند (نودهی، ۱۳۸۷، ص ۱۱)؛ اما بررسی منابع دست اول اقتصاد پولی نشان می‌دهد که در متن‌های علمی متعارف، اصطلاح «عملیات شبه بازار باز» به‌ندرت مورد استفاده واقع می‌شود و استفاده بانک مرکزی از اوراق بهادار خود جهت سیاست‌گذاری پولی نیز همچنان عملیات بازار باز نامیده می‌شود.

** این ابزار سیاست پولی با پدیدساختن محدودیت‌های اعتباری و اعطای اعتبارات مستقیم به همراه منظورکردن اولویت در امر اعطای اعتبارات بانکی درباره بخش‌های خاص اقتصادی، در عمل به جهت‌دهی اعتبارات به سمت بخش‌های مورد نظر اقدام می‌کند. براساس ماده ۱۴ قانون پولی و بانکی کشور، بانک مرکزی می‌تواند در امور پولی و بانکی دخالت و نظارت‌هایی داشته باشد که از جمله مفاد آن محدودکردن بانک‌ها، تعیین چگونگی مصرف وجوه سپرده‌ها و تعیین حداکثر مجموع وام‌ها و اعتبارات در بخش‌های گوناگون است.

غیرمستقیم شامل تعیین نسبت سپرده قانونی، سپرده ویژه بانک‌ها نزد بانک مرکزی* و سرانجام انتشار اوراق مشارکت است؛ بنابراین به نظر می‌رسد مهم‌ترین ابزار سیاست پولی که بانک مرکزی کشور در حال حاضر در اختیار دارد اوراق مشارکت بانک مرکزی است. این ابزار کوششی در جهت جبران خلأ عدم مشروعیت استفاده از اوراق قرضه است (کیائی، ۱۳۸۷، ص ۲۱).

اوراق مشارکت که از سال ۱۳۷۳ در کشور به وسیله نهادهای گوناگون مانند شهرداری تهران جهت تأمین مالی استفاده شده بود، از سال ۱۳۸۰ به وسیله بانک مرکزی به عنوان ابزار سیاست پولی مورد استفاده قرار گرفت و تاکنون فقط از این نوع اوراق برای جمع‌آوری نقدینگی استفاده شده است. در تارنمای رسمی بانک مرکزی این نوع اوراق مشارکت به این صورت تعریف شده است:

انتشار و عرضه اوراق مشارکت بانک مرکزی از جمله ابزارهای سیاست انقباضی جهت اجرای عملیات بازار باز است؛ به طوری که با عرضه این اوراق، از حجم نقدینگی کاسته شده و وجوه جمع‌آوری شده نزد بانک مرکزی مسدود می‌شود (<http://www.cbi.ir>).

براساس این تعریف، واضح است که این اوراق فقط برای جمع‌آوری نقدینگی مازاد و مهار افزایش سطح عمومی قیمت‌ها منتشر شده و منابع حاصل از آن در هیچ فعالیت اقتصادی مشخصی سرمایه‌گذاری نمی‌شود؛ بنابراین ماهیت فقهی این اوراق می‌تواند شبیه قرض همراه با زیاده باشد که به اتفاق نظر فقیهان شیعه و اهل سنت ربا و حرام است؛ به عبارت دیگر، این اوراق ماهیتی شبیه اوراق قرضه پیدا کرده و اگر سودی هم داشته باشد، سود حاصل از سرمایه‌گذاری نیست و به همین علت شبیه ربا پیدا می‌کند. به علت این

* یکی از مهم‌ترین اقدام‌هایی که در جهت استفاده مطلوب از ابزارهای غیرمستقیم پولی در چارچوب قانون عملیات بانکی بدون ربا صورت گرفت، اجازه افتتاح حساب سپرده ویژه بانک‌ها نزد بانک مرکزی است که در اواخر سال ۱۳۷۷ به تصویب شورای پول و اعتبار رسید. هدف اصلی از اجرای این طرح، اعمال سیاست‌های پولی مناسب جهت کنترل و مهار نقدینگی از راه جذب منابع مازاد بانک‌ها بوده است. شایان ذکر است که بانک مرکزی به سپرده ویژه بانک‌ها نزد خود براساس ضوابط خاصی سود پرداخت می‌کند؛ البته پرداخت سود به این نوع سپرده‌ها جای تأمل دارد که خود تحقیقی مستقل می‌طلبد.

مسئله و دیگر مشکل‌های فقهی و اقتصادی اوراق مشارکت بانک مرکزی،* طراحی ابزارهای اسلامی جایگزین جهت انجام عملیات بازار باز یک ضرورت غیرقابل انکار است (مقدس، ۱۳۷۳، ص ۴۳).

با توجه به آنچه مطرح شد، تحقیق پیش‌رو می‌کوشد به روش تحلیلی - توصیفی، به بررسی این فرضیه پردازد که «از دید فقهی، امکان طراحی مدل‌های عملیاتی صکوک اجاره جهت اجرایی‌سازی عملیات بازار باز به وسیله بانک مرکزی کشور، وجود دارد». فصل‌بندی این مقاله به این صورت است که پس از این مقدمه، پیشینه تحقیق مورد بررسی قرار گرفته و در بخش سوم، تعریف و ارکان صکوک اجاره برجسته می‌شود. در بخش چهارم برخی از مدل‌های نظری صکوک اجاره ارائه شده و در بخش پنجم مدل‌هایی عملیاتی جهت سیاست‌گذاری پولی طراحی می‌شود. بخش ششم به برخی از پرسش‌های مقدر درباره مدل‌های پیشنهادی پاسخ داده و در قسمت آخر از بحث‌های ارائه‌شده نتیجه‌گیری می‌کند.

پیشینه تحقیق

هرچند در دهه اخیر ایده صکوک و استفاده از آن جهت تأمین مالی طرح‌های اقتصادی مورد توجه محققان قرار گرفته و تحقیق‌های فراوانی درباره آن انجام شده است؛ اما با این

* هرچند پرداختن به موضوع آسیب‌شناسی اوراق مشارکت بانک مرکزی نیازمند تحقیقی مستقل است؛ اما به اجمال می‌توان مدعی بود که برخی از مشکل‌های فقهی اوراق مشارکت بانک مرکزی عبارت‌اند از: شبیه فقدان طرح‌های سودده اقتصادی، شبیه واقعی نبودن نرخ سود پرداختی به دارندگان اوراق، شبیه عدم قصد مشارکت به جهت عدم اطلاع‌رسانی فعالیت‌های اقتصادی مبنای انتشار اوراق، تضمین اصل و سود اوراق به وسیله بانک مرکزی و سرانجام ناسازگاری با قانون چگونگی انتشار اوراق مشارکت و قانون برنامه پنجم توسعه. از سوی دیگر برخی از چالش‌های اقتصادی و مالی این نوع اوراق عبارت‌اند از: هزینه‌بر بودن انتشار اوراق و تحمیل ضرر به ترازنامه بانک مرکزی، عدم امکان بلوکه کردن وجوه، عرضه اوراق در قطع کوچک در سطح خرده‌فروشی، نبود بازار ثانویه مسنجم و تعهد بازخرید پیش از سررسید، تعیین دستوری نرخ سود اوراق، فقدان شیوه مناسب جهت ارزش‌گذاری طرح‌های اقتصادی در پایان دوره مشارکت، تحمیل هزینه به بانک‌های عامل بابت عاملیت و بازخرید اوراق، و زمان‌بر بودن فرایند دریافت مجوز از شورای پول و اعتبار.

حال مقوله استفاده از صکوک در جهت سیاست‌گذاری مالی به‌ویژه پولی کمتر مورد توجه بوده است. با این حال در ادامه به برخی از این پژوهش‌ها اشاره می‌شود.

نظریور (۱۳۸۴) به مقوله استفاده از صکوک استصناع جهت انجام عملیات بازار باز در چارچوب اسلامی پرداخته و ظرفیت‌های این اوراق را برجسته می‌کند. یافته‌های این تحقیق نشان‌دهنده آن است که امکان جایگزینی اوراق استصناع به جای اوراق قرضه، به‌عنوان ابزار سیاستی وجود دارد.

موسویان (۱۳۸۵) به معرفی صکوک اجاره و تبیین ویژگی‌هایی که این نوع اوراق مالی دارد پرداخته و ظرفیت‌های این اوراق را از لحاظ فقهی - اقتصادی مورد توجه قرار می‌دهد. یافته‌های این تحقیق نشان‌دهنده آن است که استفاده از صکوک اجاره جهت تأمین مالی طرح‌های اقتصادی دولت و بخش خصوصی در میان‌مدت به رشد تولید و رفاه اجتماعی می‌انجامد.

نودمی (۱۳۸۷) ضمن تبیین شیوه اجرای سیاست پولی با استفاده از ابزار عملیات بازار باز، شیوه جایگزین کردن اوراق مشارکت به جای اوراق قرضه را برجسته می‌کند. در این مقاله در کنار عقد مشارکت، به چگونگی ترکیب بیع دین با مشارکت نیز اشاره می‌شود.

شعبانی و قلیچ (۱۳۹۰) قابلیت‌های ابزارهای مالی اسلامی جهت کاهش تورم را مورد بحث قرار می‌دهند. یافته‌های این تحقیق که بر روی چهار نوع صکوک؛ یعنی اوراق مشارکت، اجاره، مرابحه و استصناع تمرکز می‌کند، نشان‌دهنده آن است که اوراق پیش‌گفته به کاهش تورم پولی، تورم فشار هزینه، تورم فشار تقاضا و تا حدودی تورم وارداتی قادر هستند.

همان‌طور که ملاحظه می‌شود تاکنون تحقیق جامعی که به طراحی مدل‌های عملیاتی صکوک اجاره جهت انجام عملیات بازار باز در نظام پولی کشور پرداخته باشد، انجام نشده است و از این جهت تحقیق پیش‌رو نوآوری دارد.

صکوک اجاره: تعریف و ارکان

در اساس اوراق بهادار اسلامی یا صکوک، ابزارهایی هستند که براساس قراردادهای شرعی طراحی شده‌اند. صکوک، انواع گوناگونی دارد که برخی از آنها مانند صکوک قرض‌الحسنه غیرانتفاعی و گروه دیگر انتفاعی هستند. گروه دوم خود به دو دسته صکوک مبادله‌ای - مبتنی بر عقدهای مبادله‌ای - با بازدهی معین و صکوک مشارکتی (مبتنی بر عقدهای

مشارکتی) با بازدهی انتظاری قابل تقسیم است. صکوک اجاره یکی از انواع صکوک مبادله‌ای با بازدهی معین است که پیش از ایران در بسیاری از کشورهای اسلامی منتشر شده است. مؤسسه‌های با هدف‌هایی مانند تأمین مالی، تأمین نقدینگی، تبدیل به اوراق بهادار کردن دارایی‌های مالی، خروج دارایی‌های با کیفیت پایین از ترازنامه، از صکوک اجاره استفاده می‌کنند (سروش، ۱۳۹۰، ص ۳۳).

در ایران هم در سال ۸۹ برای نخستین بار این اوراق منتشر شده است و انتظار می‌رود در آینده به میزان قابل توجهی توسعه یابند. در حقیقت با ابلاغ دستورالعمل صکوک اجاره ریالی و ارزی بانک مرکزی در اسفند ۱۳۹۰ به شبکه بانکی، مدخلی جدید درباره توسعه ابزارهای مالی در نظام بانکی کشور پدید آمد. این دستورالعمل زمینه مساعدی برای استفاده بانک‌ها، مؤسسه‌های مالی، شهرداری‌ها، شرکت‌های دولتی و حتی خود بانک مرکزی از صکوک اجاره به‌منظور تأمین دارایی یا تأمین نقدینگی و سرمایه در گردش فراهم می‌کند. این آیین‌نامه که به نوعی بدیل آیین‌نامه صکوک اجاره سازمان بورس در بازار پول است، ظرفیت‌های خوبی برای شبکه بانکی پدید می‌آورد.

صکوک اجاره براساس تعریف‌های موجود، اوراق بهادار با نام قابل نقل و انتقالی است که نشان‌دهنده مالکیت مشاع دارنده آن در دارایی مبنای انتشار اوراق اجاره است. کمیسیون اوراق بهادار مالزی نیز در تعریف صکوک اجاره چنین می‌گوید: «صکوک اجاره گواهی‌هایی با ارزش برابر هستند که نشان‌دهنده مالکیت مشاع دارندگان آنها در دارایی‌های اجاره داده شده بوده و این افراد مالک منفعت یا خدمات پدیدآمده در اثر اجاره دارایی‌های پیش‌گفته هستند» (پهلوان و رضوی، ۱۳۸۶، ص ۵).

صکوک اجاره از جمله انواع صکوک است که به‌علت ویژگی‌های مثبتی که دارد به‌وسیله کشورهای گوناگون استفاده شده است. جدول ذیل گزیده‌ای از اطلاعات مرتبط با استفاده کشورهای گوناگون از اوراق اجاره را نشان می‌دهد.

جدول ۱: اوراق اجاره منتشره به وسیله کشورها از سال ۲۰۰۱ - ۲۰۱۰ (میلیون دلار)

تاریخ	ناشر	نوع	حجم انتشار	تعهد (ماه)
۲۰۰۱	بانک مرکزی بحرین	نخستین صکوک بین المللی دولتی	۱۰۰	۳
۲۰۰۱	شرکت برهاد مالزی	نخستین صکوک بین المللی شرکتی	۱۵۰	۶۰
۲۰۰۲	دولت مالزی	نخستین صکوک بین المللی دولتی مالزی	۶۰۰	۶۰
۲۰۰۳	دولت قطر	نخستین صکوک بین المللی دولتی قطر	۷۰۰	۸۴
۲۰۰۵	دولت پاکستان	نخستین صکوک بین المللی دولتی پاکستان	۶۰۰	۶۰
۲۰۰۶	دولت بروئی - دارالسلام	صکوک اجاره کوتاه مدت داخلی دولتی	۱۰۴	۳
۲۰۰۶	گروه نخیل امارات	بزرگترین صکوک بین المللی شرکتی	۷۵۰	۶۰
۲۰۰۷	شرکت برهاد مالزی	بزرگترین صکوک داخلی شرکتی	۵,۷۹۰	۴۸۰
۲۰۰۹	دولت اندونزی	نخستین صکوک داخلی دولتی	۴۶۴	۳۶
۲۰۰۹	وزارت مالیه اندونزی	نخستین صکوک بین المللی دولتی اندونزی	۶۵۰	۶۰
۲۰۰۹	دولت بحرین	صکوک با نرخ ثابت دولتی بین المللی	۷۵۰	۶۰
۲۰۰۹	شرکت پتروناس مالزی	بزرگترین صکوک بین المللی شرکتی	۱,۵۰۰	۶۰
۲۰۰۹	شرکت تأمین مالی بین المللی، بانک جهانی	نخستین صکوک بین المللی شرکتی - دولتی که به وسیله مؤسسه چندجانبه تأمین مالی منتشر شده	۱۰۰	۶۰
۲۰۰۹	شرکت جنرال الکتریک آمریکا	بزرگترین صکوک بین المللی شرکتی امریکایی	۵۰۰	۶۰
۲۰۱۰	هلدینگ نومورا ژاپن	نخستین صکوک بین المللی شرکتی یک شرکت ژاپنی	۱۰۰	۲۴
۲۰۱۰	شرکت برهاد مالزی	صکوک شرکتی داخلی دارای طراحی خلاق	۳۱۸	۳۶
۲۰۱۰	دولت پاکستان	صکوک بزرگ داخلی دولتی	۵۹۲	۳۶

منبع: IIFM Sukuk Issuance Database (2001 – 2010)

پیش از ورود به بحث مدل های صکوک اجاره، مناسب است ابتدا به ارکان صکوک اجاره اشاره شود. با توجه به اینکه تحقیق پیش رو بانک محور بوده و چگونگی استفاده صکوک اجاره به وسیله بانک مرکزی را برجسته می کند، ارکان صکوک اجاره با استفاده از آیین نامه مصوب بانک مرکزی - دستورالعمل اجرایی انتشار صکوک اجاره ریالی در نظام بانکی - در جدول ۲ ارائه می شود.

جدول ۲: ارکان انتشار صکوک اجاره در شبکه بانکی

ارکان	تعریف
بانک مرکزی	بانک مرکزی جمهوری اسلامی ایران.
مؤسسه اعتباری	بانک یا مؤسسه اعتباری غیربانکی که به موجب قانون یا با مجوز بانک مرکزی تأسیس و تحت نظارت بانک مرکزی است.
بانی	شرکت‌های دولتی، مؤسسه‌های اعتباری و شهرداری‌ها که برای تأمین مالی، صکوک منتشر می‌کند.
دارایی	هر نوع مال منقول یا غیرمنقول با مشخصات تعیین شده در این دستورالعمل که می‌تواند مبنای انتشار صکوک اجاره باشد.
سرمایه‌گذاران	اشخاص حقیقی یا حقوقی که جهت انتفاع به خرید صکوک اجاره اقدام می‌کنند.
عامل	مؤسسه اعتباری است که به پیشنهاد بانی و با تأیید بانک مرکزی انتخاب می‌شود.
ناشر	شخص حقوقی که به منظور انتشار صکوک موضوع این دستورالعمل به وسیله عامل انتخاب می‌شود.
فروشنده	شخص حقوقی یا حقیقی که به فروش دارایی به ناشر براساس قرارداد فروش موضوع این دستورالعمل اقدام می‌کند.
ضامن	شخص حقوقی صاحب صلاحیت و فعال در بازارهای مالی است که با تأیید بانک مرکزی انتخاب شده و پرداخت مبالغ اجاره‌بها و حسب مورد بهای خرید دارایی به وسیله بانی را تضمین می‌کند.
متعهد خرید	متعهد به خرید دارایی پایه صکوک اجاره تا زمان سررسید صکوک از ناشر که ممکن است ضامن نیز باشد.
امین	امین شخص حقوقی است که به منظور حفظ منافع سرمایه‌گذاران مسئولیت نظارت بر کل فرایند عملیاتی صکوک اجاره را بر عهده داشته و به وسیله بانک مرکزی تعیین می‌شود. شرح وظایف امین در قرارداد بین بانک مرکزی و امین مشخص می‌شود.
قرارداد فروش	قرارداد بین فروشنده و ناشر که مطابق این دستورالعمل به امضاء رسیده و از انتقال قطعی مالکیت دارایی حاکی است.
قرارداد اجاره	قرارداد بین ناشر و بانی که مطابق این دستورالعمل به امضاء رسیده و از واگذاری منافع دارایی در دوره اجاره حاکی است.
مؤسسه‌های اعتبارسنجی	مؤسسه‌های معتبری هستند که توسط مؤسسه مالی پیشنهاد و به تایید بانک مرکزی و یا سازمان بورس و اوراق بهادار می‌رسند.

منبع: دستورالعمل انتشار صکوک اجاره، تارنمای بانک مرکزی.

الگوهای نظری صکوک اجاره

صکوک اجاره انواع و مدل‌های گوناگونی دارد که شاید تاکنون ۱۵ مدل آن در کشورهای گوناگون استفاده شده باشد. به هر حال برخی از این روش‌ها به لحاظ فقه شیعی و حقوق ایران مورد تأیید نیست و برخی نیز به لحاظ اقتصادی انگیزه کافی برای بانی جهت تأمین مالی از راه صکوک اجاره فراهم نمی‌کند. در ادامه به سه مدل عملیاتی صکوک اجاره که به لحاظ شرعی مجاز است و می‌تواند کاربرد قابل توجهی داشته باشد اشاره می‌شود.

۱. صکوک اجاره به شرط تملیک به منظور تهیه دارایی

گاهی بانی که براساس دستورالعمل بانک مرکزی می‌تواند شرکت دولتی، بانک، مؤسسه اعتباری غیربانکی یا شهرداری باشد، برای تهیه دارایی سرمایه‌ای یا کالای بادوام احتیاج به تأمین مالی دارد، راه‌های گوناگونی برای تأمین مالی وجود دارد یکی از آنها استفاده از اوراق بهادار اجاره است. در این شیوه بانی با مراجعه به عامل، سفارش خود مبنی بر آمادگی برای انعقاد قرارداد اجاره به شرط تملیک دارایی خاص را اعلام می‌کند، عامل بعد از مطالعه‌های اولیه و گرفتن مجوزهای لازم به انتشار اوراق اجاره به شرط تملیک اقدام می‌کند؛ سپس با جمع‌آوری وجوه به وکالت از طرف صاحبان اوراق، کالای سرمایه‌ای یا بادوامی را خریده و به قرارداد اجاره به شرط تملیک به بانی وامی‌گذارد و در پایان مدت اجاره طبق قرارداد، کالای مورد نظر را به صورت مجانی یا در برابر عوض معین که در قرارداد اجاره تعیین شده است، به تملیک بانی در می‌آورد.

۲. صکوک اجاره به شرط تملیک به منظور تأمین نقدینگی

گاهی بانی دارایی سرمایه‌ای یا کالای بادوام را در اختیار دارد؛ اما احتیاج به نقدینگی پیدا کرده است. یکی از راه‌های تأمین نقدینگی استفاده از اوراق بهادار اجاره است. در این شیوه بانی -به طور مثال شهرداری- با مراجعه به عامل -بانک یا مؤسسه اعتباری غیربانکی که به تأیید بانک مرکزی رسیده است- آمادگی خود را برای فروش یکی از دارایی‌هایش به عامل و سپس اجاره به شرط تملیک همان دارایی از عامل را اعلام می‌کند. عامل بعد از مطالعه‌های اولیه و گرفتن مجوزهای لازم به انتشار اوراق اجاره به شرط تملیک به وسیله ناشر اقدام می‌کند؛ سپس با جمع‌آوری وجوه به وکالت از طرف صاحبان اوراق اجاره به

شرط تملیک، کالای سرمایه‌ای یا مصرفی بادوامی را از بانی خریدنده سپس به قرارداد اجاره به شرط تملیک به خود بانی وامی‌گذار و در پایان مدت اجاره طبق قرارداد، کالای مورد نظر را به صورت مجانی یا در برابر عوض معین به تملیک بانی در می‌آورد.

۳. صکوک اجاره به شرط تملیک به منظور تبدیل دارایی‌ها به اوراق بهادار

گاهی یک بانک دارایی‌های فراوانی را به قرارداد اجاره به شرط تملیک، به اشخاص حقیقی یا حقوقی واگذارده و به صورت ماهانه یا فصلی اجاره‌بهای آنها را دریافت می‌کند. با استفاده از اوراق بهادار اجاره به شرط تملیک می‌توان این دارایی‌ها را نقد کرد و دوباره به صورت تسهیلات در اختیار متقاضیان دیگر قرار داد؛ به طور مثال، می‌توان فرض کرد بانک مسکن با مشارکت در ساخت مسکن به وسیله انبوه‌سازان واحدهای مسکونی فراوانی را احداث و به صورت قرارداد اجاره به شرط تملیک در اختیار خانوارهایی گذاشته و به صورت مرتب اجاره‌بهای ماهانه آنها را دریافت می‌کند. اگر این دارایی‌های با بازده تبدیل به پول نقد شود دوباره می‌توان واحدهای مسکونی جدیدی را احداث کرده و در اختیار خانوارهای جدیدی قرار داد. برای این منظور با مراجعه به عامل از وی می‌خواهد که به اندازه دارایی‌های پیش‌گفته، اوراق بهادار اجاره به شرط تملیک منتشر کرده و از آن راه، دارایی‌ها را به مردم -خریداران اوراق- منتقل کند. عامل با مطالعه پیشنهاد و تنظیم امیدنامه و تأیید آن به وسیله مؤسسه اعتبارسنجی معتبر و تعیین مؤسسه امین و پس از گرفتن مجوزهای لازم از بانک مرکزی به انتشار اوراق بهادار اجاره به شرط تملیک اقدام کرده و به وسیله ناشر به مردم وامی‌گذار؛ سپس با وجوه جمع‌آوری شده به وکالت از طرف صاحبان اوراق دارایی‌های پیش‌گفته را از بانک می‌خرد و به وکالت از طرف صاحبان اوراق جانشین بانک در قرارداد اجاره به شرط تملیک -جانشین مؤجر- می‌شود. از آن پس اجاره‌بهاها را به وسیله ناشر جمع‌آوری کرده بین صاحبان اوراق تقسیم می‌کند.

مدل‌های عملیاتی صکوک اجاره جهت انجام عملیات بازار باز

با توجه به اینکه هدف پژوهش پیش‌رو ارائه مدل‌های عملیاتی استفاده از صکوک اجاره جهت عملیات بازار باز و سرانجام مدیریت حجم نقدینگی است، پرسشی که در این قسمت شایان توجه است اینکه از میان سه مدل نظری معرفی شده، کدام یک برای بانک

مرکزی مناسب‌تر است؟ افزون بر این، شیوه‌های عملیاتی اجرایی کردن مدل نظری منتخب در شرایط فعلی کشور چگونه است؟ اثرگذاری الگوهای عملیاتی پیشنهادی بر پایه پولی (از راه اثرگذاری بر اجزای ترازنامه بانک مرکزی) چیست؟

براساس بحث‌های پیشین، می‌توان به این نتیجه رسید که الگوی نظری اول -صکوک اجاره جهت تهیه دارایی- برای بانک مرکزی چندان مناسب نیست؛ چرا که هدف بانک مرکزی از اعمال سیاست‌های پولی، تأمین مالی نیازهای خود نیست؛ بلکه براساس تعریف، ابزارهای سیاست پولی با هدف مدیریت نقدینگی موجود در جامعه مورد استفاده واقع می‌شوند؛ بنابراین مدل نظری شماره ۱، جهت سیاست‌گذاری قابل توصیه نیست. در اینجا لازم است به این نکته توجه شود که ابزار اوراق مشارکت که تا کنون برای سیاست‌گذاری پولی به وسیله بانک مرکزی مورد استفاده قرار گرفته است در اساس ابزاری برای تأمین مالی است و با هدف سیاست‌گذاری پولی در تعارض است. این خود باعث شده برخی از محققان، اشکال‌های فقهی - حقوقی جدی بر استفاده از اوراق مشارکت جهت سیاست‌گذاری پولی وارد کنند؛ چرا که جمع‌آوری وجوه تحت عنوان عقد مشارکت و مسدودکردن آن با هدف کاهش نقدینگی با تعریف مشارکت در تعارض است (موسویان و سروش، ۱۳۹۰، ص ۱۱).

الگوی نظری سوم -صکوک اجاره به شرط تملیک به منظور تبدیل به اوراق بهادار کردن دارایی‌ها- نیز گرچه برای دولت، بانک‌های دولتی و خصوصی و شرکت‌ها بسیار مفید است؛ اما برای نهاد سیاست‌گذاری چون بانک مرکزی چندان مناسب نیست؛ چرا که در اساس بانک مرکزی چندان دارایی اجاره‌داده شده‌ای ندارد که براساس آن بخواهد وارد فرایند تبدیل به اوراق بهادارسازی شود و منابع را آزاد کند؛ اما الگوی نظری دوم -صکوک اجاره جهت تأمین نقدینگی- برای بانک مرکزی مفید بوده و می‌تواند به اعمال سیاست‌های انقباضی و انبساطی پولی کمک کند؛ با این توضیح که هدف بانک مرکزی کنترل نقدینگی است نه تأمین آن. در ادامه به برخی از مدل‌های عملیاتی قابل کاربرد از صکوک اجاره جهت تأمین نقدینگی -الگوی دوم- اشاره می‌شود. در هر مورد کوشیده می‌شود تا افزون بر تبیین مدل به تحلیل اثر احتمالی اجرای مدل بر پایه پولی -پول پر قدرت- نیز اشاره شود.

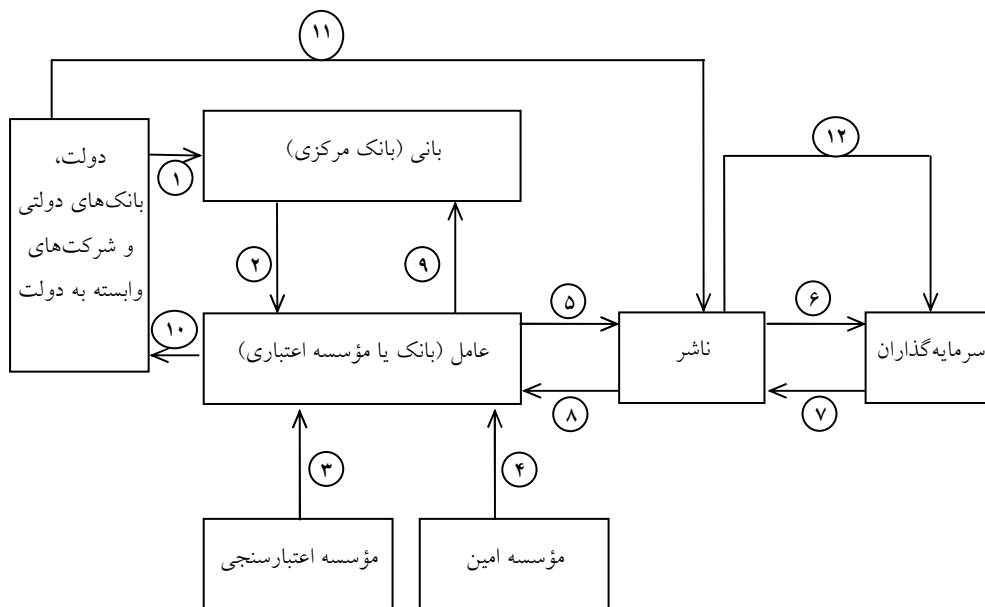
۱. انتشار صکوک اجاره بانک مرکزی بر روی دارایی‌های سرمایه‌ای دولت

در حال حاضر دولت، بانک‌های دولتی و شرکت‌های وابسته به دولت، بدهی‌های قابل توجهی به بانک مرکزی دارند. از طرفی دارایی‌های سرمایه‌ای گوناگونی در اختیار دولت است که می‌تواند با این بدهی‌ها مورد تهاتر قرار گرفته و بانک مرکزی براساس این دارایی‌ها به انتشار صکوک جهت کنترل نقدینگی اقدام کند؛ به‌طور مثال، بانک ملی در جایگاه بانکی دولتی که مالکیت آن در اختیار دولت است، ساختمان تمام شعبه‌های خود در استان تهران را ارزش‌گذاری کرده و مجموع آنها را به‌صورت یک بسته مالی (Financial Package) در می‌آورد. در ادامه تمام این بسته را به مالکیت بانک مرکزی درآورده - در تهاتر با بدهی‌هایی که دولت و یا بانک ملی به بانک مرکزی دارند - و بانک مرکزی با انجام اقدام‌های مقتضی به انتشار صکوک اجاره بر روی این مجموعه از ساختمان‌ها اقدام می‌کند. در این شرایط نقدینگی قابل توجهی از جامعه جمع‌آوری شده، بدهی بانک ملی به بانک مرکزی کم شده و ساختمان نیز همچنان در اختیار بانک ملی باقی می‌ماند.* در حقیقت در این شرایط بانک ملی به‌صورت موقت از مالکیت عین ساختمان‌ها (و نه منافع آنها) صرف‌نظر کرده و بانک مرکزی نیز از این مسئله جهت انتشار اوراق پولی بهره‌برداری می‌کند. به لحاظ تحلیل پایه پولی در شرایطی که بدهی‌های دولت با اموال منقول و غیرمنقول دولتی تهاتر شود، در مرحله اول به‌علت انتقال اموالی به ترازنامه بانک مرکزی، در ستون دارایی‌ها از جزء «وام و اعتبار دولت و شرکت‌های دولتی» کاسته شده و به همان میزان بر جزء «دارایی‌های ثابت» اضافه می‌شود. به عبارت دیگر در منابع پایه پولی از جزء خالص بدهی دولت به بانک مرکزی کسر و به جزء خالص دارایی‌های دیگر اضافه می‌شود؛ بنابراین در مرحله اول، انتقال مالکیت اموال از دولت به بانک مرکزی، اثری در پایه پولی ندارد؛ هرچند کیفیت دارایی‌های ترازنامه بانک مرکزی به میزان قابل توجهی افزایش

*. هرچند بُعدهای حقوقی این پیشنهاد به تحقیق مستقلی نیاز دارد و لازم است زمینه قانونی انتقال اموال بخشی از دولت (بانک ملی) به بخشی دیگر (بانک مرکزی) فراهم شود؛ اما یک پیشنهاد اولیه آن است که بانک ملی در قرارداد تنظیم‌شده جهت تملیک ساختمان‌ها به بانک مرکزی در غالب شرط خارج لازم، این موضوع که استفاده از منافع ساختمان باید در اختیار بانک ملی باقی بماند و فقط مالکیت به‌صورت موقت به بانک مرکزی منتقل می‌شود را مورد تأکید قرار دهد.

می‌یابد؛ اما در مرحله دوم که بانک مرکزی براساس این دارایی‌ها به انتشار صکوک اجاره جهت تأمین نقدینگی اقدام می‌کند، در عمل با فروش دارایی‌ها به عامل، این دارایی‌ها از ستون دارایی ترانزنامه بانک مرکزی خارج شده و به ستون دارایی عامل وارد می‌شود (جزء خالص دیگر دارایی‌ها در پایه پولی کم می‌شود).^{*} از این رو، خالص مجموع دارایی‌های بانک مرکزی کاسته شده و پایه پولی کاهش می‌یابد و این خود به علت وجود اثر ضریب فزاینده به میزان تقریبی پنج برابر از نقدینگی موجود در جامعه می‌کاهد.^{**}

نمودار ۱: انتشار صکوک اجاره بانک مرکزی بر روی دارایی‌های سرمایه‌ای دولت



*. شایان ذکر است که منابع پایه پولی از چهار جزء تشکیل می‌شود که عبارت‌اند از: خالص دارایی‌های خارجی، خالص بدهی دولت و مؤسسه‌های دولتی به بانک مرکزی، خالص بدهی بانک‌ها به بانک مرکزی و خالص دارایی‌های دیگر.

** . ضریب فزاینده پولی (قدرت خلق پول شبکه بانکی) در حال حاضر حدود ۴/۶ است.

توضیح نمودار: گردش مالی و روابط حقوقی

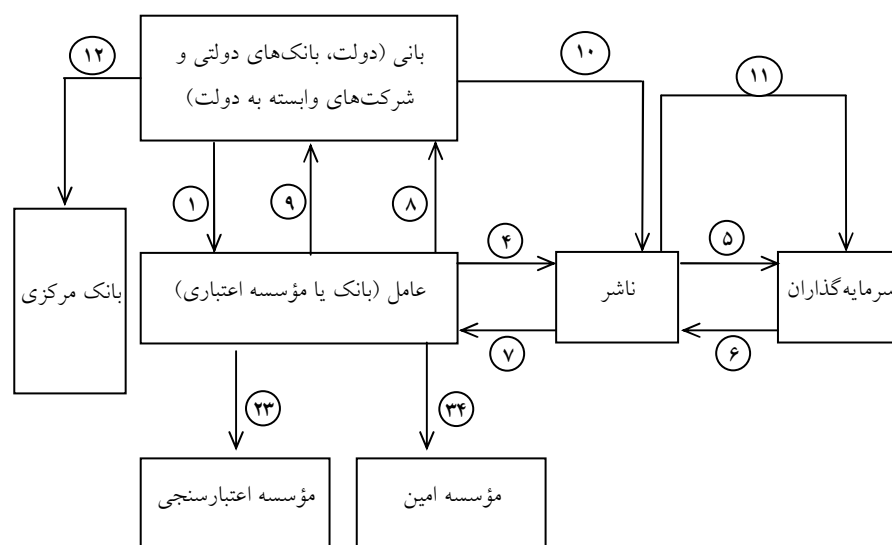
۱. دولت، بانک‌های دولتی و شرکت‌های وابسته به دولت برخی از دارایی‌های سرمایه‌ای خود را با بدهی‌های بانک مرکزی تهاتر می‌کنند؛ یعنی مالکیت دارایی از تملک دولت خارج و در اختیار بانک مرکزی قرار می‌گیرد.
۲. بانک مرکزی با مراجعه به بانک عامل، آمادگی خود را برای فروش نقدی؛ سپس اجاره به شرط تملیک دارایی خاص خود به دولت اعلام می‌کند.
۳. عامل با انجام مطالعه‌های اولیه و تهیه امیدنامه مجوز لازم از مؤسسه اعتبارسنجی دریافت می‌کند.
۴. عامل با موافقت بانک مرکزی، مؤسسه امین جهت نظارت و کنترل را انتخاب می‌کند.
۵. عامل اوراق اجاره به شرط تملیک را منتشر کرده، جهت فروش در اختیار ناشر می‌گذارد.
۶. ناشر اوراق را به سرمایه‌گذاران وامی‌گذارد.
۷. ناشر وجوه سرمایه‌گذاران را جمع‌آوری می‌کند.
۸. ناشر وجوه جمع‌آوری‌شده را در اختیار عامل قرار می‌دهد.
۹. عامل با پرداخت قیمت دارایی، آن را به وکالت از طرف صاحبان اوراق از بانی خریده و تحویل می‌گیرد.
۱۰. عامل دارایی را به وکالت از طرف صاحبان اوراق به قرارداد اجاره به شرط تملیک به دولت -مالک اولیه- وامی‌گذارد.
۱۱. دولت مطابق قرارداد اجاره به شرط تملیک، به صورت مرتب اجاره‌بهاها را در اختیار ناشر می‌گذارد.
۱۲. ناشر بعد از کسر حقالزحمه خود، مؤسسه مالی، مؤسسه اعتبارسنجی و مؤسسه امین، باقیمانده را به صاحبان اوراق می‌پردازد.

۲. انتشار صکوک اجاره دولتی بر روی دارایی‌های سرمایه‌ای دولت

اگر به هر علت امکان تهاتر بدهی‌های دولت با کالاهای سرمایه‌ای دولتی وجود نداشته باشد، دولت می‌تواند به‌طور مستقیم بر روی دارایی‌های خود به انتشار صکوک اجاره به شرط تملیک جهت تأمین نقدینگی اقدام کرده و وجوه جمع‌آوری‌شده را جهت تسویه

بدهی‌هایی که به بانک مرکزی دارد، در اختیار این بانک قرار دهد. این خود به کاهش نقدینگی کمک می‌کند. تحلیل تغییرهای پایه پولی در این شرایط به این صورت است که جزء «خالص بدهی‌های دولت به بانک مرکزی» کاسته شده و به میزان تقریبی پنج برابر از حجم نقدینگی کاسته می‌شود. الگوی مورد نظر در نمودار شماره ۲ ارائه شده است:

نمودار ۲: الگوی انتشار صکوک اجاره دولتی روی دارایی‌های سرمایه‌ای دولت



توضیح نمودار: گردش مالی و روابط حقوقی

۱. بانی (دولت، بانک‌های دولتی و شرکت‌های وابسته به دولت) با مراجعه به بانک عامل، آمادگی خود را برای فروش نقدی؛ سپس اجاره به شرط تملیک دارایی خاص خود اعلام می‌کند.
۲. عامل با انجام مطالعه‌های اولیه و تهیه امیدنامه مجوز لازم از مؤسسه اعتبارسنجی دریافت می‌کند.
۳. عامل با موافقت بانک مرکزی مؤسسه امین جهت نظارت و کنترل را انتخاب می‌کند.
۴. عامل اوراق اجاره به شرط تملیک را منتشر کرده جهت فروش در اختیار ناشر می‌گذارد.
۵. ناشر اوراق را به سرمایه‌گذاران وامی‌گذارد.
۶. ناشر وجوه سرمایه‌گذاران را جمع‌آوری می‌کند.

۷. ناشر وجوه جمع‌آوری شده را در اختیار عامل قرار می‌دهد.

۸. عامل با پرداخت قیمت دارایی، آن را به وکالت از طرف صاحبان اوراق از بانی خرید و تحویل می‌گیرد.

۹. عامل دارایی را به وکالت از طرف صاحبان اوراق به قرارداد اجاره به شرط تملیک به بانی (دولت) وامی‌گذارد.

۱۰. دولت مطابق قرارداد اجاره به شرط تملیک، به صورت مرتب اجاره‌بهاها را در اختیار ناشر می‌گذارد.

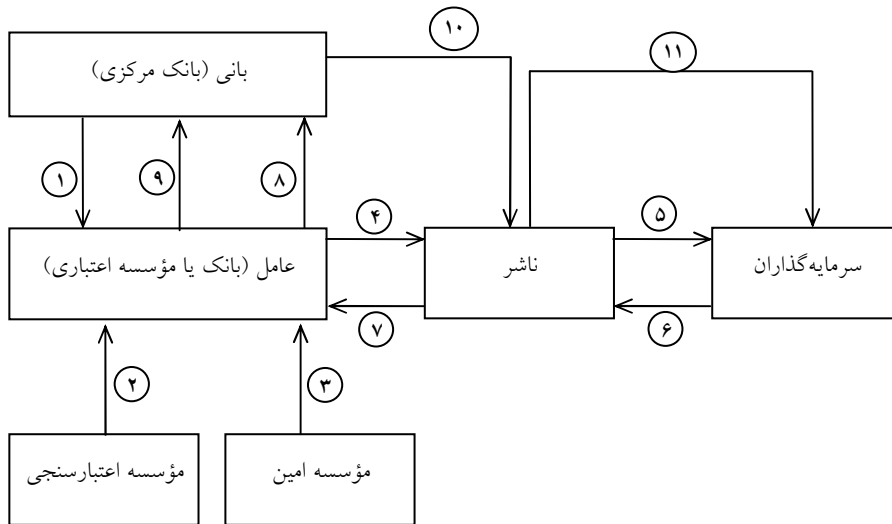
۱۱. ناشر بعد از کسر حق‌الزحمه خود، مؤسسه مالی، مؤسسه اعتبارسنجی و مؤسسه امین، باقیمانده را به صاحبان اوراق می‌پردازد.

۱۲. دولت وجوه دریافتی از فرایند صکوک اجاره را جهت تسویه بخشی از بدهی‌هایش به بانک مرکزی مورد استفاده قرار می‌دهد.

۳. انتشار صکوک اجاره به شرط تملیک بر روی دارایی‌های بانک مرکزی

الگوی پیشنهادی دیگر آن است که بانک مرکزی بر روی اموال سرمایه‌ای منقول و غیرمنقولی که در مالکیت دارد به انتشار اوراق اجاره به شرط تملیک جهت کنترل نقدینگی اقدام کند؛ به‌طور مثال، بانک مرکزی با کسب مجوزهای قانونی لازم، بسته‌ای از دارایی‌های خود که قابلیت اجاره‌شدن دارند را فراهم کرده و این بسته را به صورت یک‌جا قیمت‌گذاری می‌کند؛ سپس این مجموعه را به تملیک عامل درآورده و عامل نیز بعد از فروش آنها به سرمایه‌گذاران خرد -خریداران صکوک-، دوباره آنها را به بانک مرکزی اجاره به شرط تملیک می‌کند. در این شرایط در عمل ساختمان پیش‌گفته در اختیار بانک مرکزی باقی می‌ماند و فقط برای مدتی این اموال از مالکیت بانک مرکزی خارج و در مالکیت خریداران صکوک قرار می‌گیرد. به لحاظ ترازنامه‌ای در این شرایط در ستون دارایی‌های ترازنامه بانک مرکزی از حجم دارایی‌های ثابت کم شد و این خود به کاهش پایه پولی -کاهش خالص دیگر دارایی‌ها- و در نتیجه کاهش نقدینگی می‌انجامد.

نمودار ۳: صکوک اجاره به شرط تملیک روی دارایی‌های بانک مرکزی



توضیح نمودار: گردش مالی و روابط حقوقی

۱. بانک مرکزی با مراجعه به بانک عامل، آمادگی خود را برای فروش نقدی؛ سپس اجاره به شرط تملیک یکی از دارایی‌هایی که دارد، اعلام می‌کند.
۲. عامل با انجام مطالعه‌های اولیه و تهیه امیدنامه مجوز لازم از مؤسسه اعتبارسنجی دریافت می‌کند.
۳. عامل با موافقت بانک مرکزی مؤسسه امین جهت نظارت و کنترل را انتخاب می‌کند.
۴. عامل اوراق اجاره به شرط تملیک را منتشر کرده، جهت فروش در اختیار ناشر می‌گذارد.
۵. ناشر اوراق را به سرمایه‌گذاران وامی‌گذار.
۶. ناشر وجوه سرمایه‌گذاران را جمع‌آوری می‌کند.
۷. ناشر وجوه جمع‌آوری شده را در اختیار عامل قرار می‌دهد.
۸. عامل با پرداخت قیمت دارایی، آن را به وکالت از طرف صاحبان اوراق از بانی (بانک مرکزی) خریده و تحویل می‌گیرد.
۹. عامل دارایی را به وکالت از طرف صاحبان اوراق به قرارداد اجاره به شرط تملیک به بانی (بانک مرکزی) وامی‌گذار.

۱۰. بانک مرکزی مطابق قرارداد اجاره به شرط تملیک، به صورت مرتب اجاره‌بهاها را در اختیار ناشر می‌گذارد.

۱۱. ناشر بعد از کسر حق‌الزحمه خود، مؤسسه مالی، مؤسسه اعتبارسنجی و مؤسسه امین، مابقی را به صاحبان اوراق می‌پردازد.

چالش‌های پیش روی انتشار صکوک اجاره سیاست پولی

با توجه به جدید بودن ایده استفاده از مدل‌های عملیاتی صکوک اجاره جهت انجام عملیات بازار باز، ممکن است اشکال‌هایی درباره این اوراق مطرح باشد. در ادامه به برخی از مهم‌ترین چالش‌های احتمالی اشاره شده و پاسخ‌های مرتبط نیز ارائه می‌شود:

الف) ممکن است این اشکال مطرح شود که مدل‌های پیشنهادی با این فرض قابل تصور است که دولت و بانک مرکزی، دارایی‌های سرمایه‌ای به میزان لازم جهت انتشار اوراق داشته باشند که به نظر می‌رسد چنین دارایی‌هایی وجود نداشته باشد. در پاسخ به این اشکال باید گفت که براساس آمار رسمی بانک مرکزی، واپسین مرتبه‌ای که بانک مرکزی به انتشار اوراق مشارکت اقدام کرده، پایان سال ۹۲ است که حجم اوراق فروش رفته ۲۲۰۰ میلیارد تومان می‌باشد؛ بنابراین پرسشی که باید به آن پاسخ داده شود آن است که آیا دارایی‌های مبنای انتشار صکوک اجاره پیشنهادی به این اندازه می‌تواند باشد یا خیر؟ در پاسخ به این پرسش چند نکته قابل توجه است؛ اولاً، این اشکال درباره دو مدل عملیاتی اول که مبنای انتشار آنها دارایی‌های سرمایه‌ای دولتی است خیلی قابل توجه نیست؛ چرا که دولت انواع گوناگونی از دارایی‌ها با قابلیت اجاره دارد* که به طور حتم حجم آنها ده‌ها برابر بیش از مقدار مورد نیاز جهت انجام عملیات بازار باز است.

در ضمن سه مدل پیشنهادی در تحقیق پیش‌رو مانع‌الجمع نیستند؛ به طور مثال، می‌توان تصور کرد که ابتدا بخشی از دارایی‌های دولت به بانک مرکزی منتقل شده و صکوک اجاره بر روی آن منتشر شود (نوع اول)، همزمان دولت بر روی بخشی از دارایی‌های سرمایه‌ای

*. برخی از این دارایی‌های سرمایه‌ای که قابلیت اجاره دارند عبارت‌اند از: ساختمان‌ها و ماشین‌آلات وزارتخانه‌ها و شرکت‌های دولتی، ساختمان‌ها و تجهیزات بانک‌های دولتی، بزرگراه‌ها و جاده‌های کشور، سدها، فرودگاه‌ها، هواپیماها و کشتی‌های در اختیار دولت و

خود که به هر علت امکان انتقال آنها به بانک مرکزی وجود ندارد، نسبت به انتشار صکوک اجاره اقدام کرده و منابع حاصل را در اختیار بانک مرکزی قرار دهد (نوع دوم). سرانجام بانک مرکزی اگر همچنان احساس کرد که باز هم باید از نقدینگی کاسته شود، می‌تواند بخشی از دارایی‌های سرمایه‌ای خود را مبنای انتشار اوراق قرار دهد (نوع سوم). بر این اساس، به نظر می‌رسد مجموع دارایی‌هایی که می‌توانند در این سه مدل وارد شوند به‌طور حتم از حجم مورد نیاز بیشتر خواهد بود.

افزون بر این، بانک مرکزی دارایی‌هایی دارد که می‌تواند ارزش‌گذاری شده و مبنای انتشار اوراق نوع سوم واقع شود؛ به‌طور مثال، بانک مرکزی نرم‌افزارهای خاصی دارد که ارزش اقتصادی بالایی داشته و فقط در اختیار این بانک است. افزون بر این، بانک مرکزی افزون بر ساختمان‌های اداری و غیراداری قابل اجاره مانند: ساختمان مرکزی، مرکز آموزشی - رفاهی نوشهر و کارخانه تولید کاغذ اسناد بهادار، جواهرهای بسیار گران‌بهایی دارد که در حال حاضر به‌وسیله بانک مرکزی - خزانه جواهرات ملی - در معرض دید عموم قرار گرفته و در عمل استفاده مشروع دارد و به همین علت می‌توان اجاره‌دادن را در رابطه با آنها تصور کرد؛ به‌طور مثال، بانک مرکزی پس از کسب مجوز قانونی می‌تواند به‌طور موقت از مالکیت برخی از جواهرات صرف‌نظر کرده و آنها را به‌صورت نقد بفروشد؛ سپس اجاره به شرط تملیک کند. در این شرایط هنگام فروش نقد، نقدینگی جمع شده و در طول دوران اجاره - به‌طور مثال یک سال - بانک مرکزی به‌عنوان مستأجر جدید ملزم به پرداخت اجاره‌بها خواهد بود. سرانجام نیز مالکیت کالاهای مورد اجاره به‌صورت قطعی به بانک مرکزی باز خواهد گشت.

ب) ممکن است این اشکال مطرح شود که در این مدل‌ها - به‌طور مثال مدل سوم -، هدف بانک مرکزی از فروش اموال و اجاره دوباره آنها، در حقیقت بیع و اجاره نیست؛ بلکه هدف بلوکه‌کردن وجوه و کاهش پایه پولی است و عقدهای بیع و اجاره نیز فقط واسطه‌ای برای بانک مرکزی در جهت دستیابی به هدف‌های پیش‌گفته است؛ بنابراین بانک مرکزی در حقیقت قصد بیع و اجاره نداشته و به همین علت این معامله‌ها صوری هستند و نه واقعی.

در پاسخ به این اشکال باید گفت که باید بین قصد معامله و هدف غایی از انجام معامله تفاوت قائل شد. از دید فقهی آنچه در معامله‌ها شرط است و نبود آن در معامله اشکال پدید می‌آورد، قصد معامله است و نه هدف غایی؛ به‌طور مثال، فرض کنید فردی نیازمند نقدینگی است؛ اما نمی‌خواهد در معامله‌های ربوی وارد شود. این فرد می‌تواند کالایی را به‌صورت اقساطی از یک شرکت خودروسازی خریده و به قیمت کمتر به‌صورت نقد در بازار بفروشد. در این شرایط هرچند هدف غایی فرد از ورود در دو عقد بیع فقط دستیابی به نقدینگی است؛ اما این مشکلی در معامله‌ها پدید نمی‌آورد؛ چرا که در هر دو معامله فرد هنگام عقد قرارداد، در حقیقت نیت خرید و فروش داشته است. همین مسئله درباره معامله‌های بانک مرکزی نیز برقرار است؛ یعنی هدف غایی بانک مرکزی از انجام معامله‌های مرتبط با انتشار صکوک اجاره، سرانجام مدیریت نقدینگی است؛ اما این اشکالی در صحت فقهی معامله‌ها پدید نخواهد آورد.

ج) ممکن است این اشکال مطرح شود که در تمام مدل‌های عملیاتی پیشنهادی، شیوه انتشار اوراق به‌صورتی است که اثر اولیه انتشار در سررسید از بین رفته و بلکه برعکس می‌شود؛ به‌طور مثال بانک مرکزی با طراحی و فروش صکوک اجاره نوع سوم، به اعمال سیاست انقباضی اقدام می‌کند؛ اما در سررسید الزاماً اصل و سود اوراق به اقتصاد تزریق شده و اثر انبساطی ناخواسته‌ای بر اقتصاد تحمیل خواهد شد؛ بنابراین اوراق اجاره بانک مرکزی در مدل‌های پیشنهادی فقط نقدینگی را از یک سال به سال دیگر منتقل می‌کند و اثر ماندگاری در کنترل حجم پول ندارد؛ به عبارت دیگر، سیاست‌گذار پولی قبض حجم معینی از پایه پولی را همواره با انتشار مبالغ فزاینده‌ای از اوراق بعدی پشتیبانی می‌کند.

در پاسخ به این اشکال می‌توان گفت که ماهیت سیاست‌گذاری پولی و عملیات بازار باز، اقتضایی (Occasional) و موقتی است. به این معنا که بانک مرکزی پیش‌بینی می‌کند که به‌صورت موقت - به‌طور مثال در شش ماه آینده - حجم نقدینگی در اقتصاد بیش از میزان مورد نیاز خواهد بود. بر این اساس به انتشار صکوک اجاره و انجام عملیات انقباضی به مدت شش ماه اقدام کرده و نقدینگی را از اقتصاد جمع می‌کند. طبعاً پس از گذشت بازه زمانی مورد نظر جهت اعمال سیاست شش‌ماهه - نقدینگی به اقتصاد باز خواهد گشت و این مشکلی را پدید نمی‌آورد؛ چرا که مسئله زیادبودن نقدینگی موضوعی موقت بوده است و نه

دایمی، افزون بر اینکه صکوک اجاره به تبع خود قرارداد اجاره قابل تمدید است، در مواردی که بانک مرکزی احساس می‌کند در سررسید اوراق نیاز به استمرار وضعیت انقباض پولی هست، دوره صکوک اجاره را با نرخ‌های جدید یا با همان نرخ تمدید می‌کند.

د) اشکال دیگر اینکه در مدل‌های پیشنهادی، دولت -در دو مدل اول- یا بانک مرکزی -در مدل سوم- باید افزون بر پرداخت اجاره‌بهای ماهیانه به دارندگان اوراق، در سررسید اصل منابع را نیز به آنها بازگردانند. در حالی که ممکن است دولت یا بانک مرکزی، به هر علت در سررسید توان بازپرداخت اصل منابع را نداشته باشند و این نظام پولی در معرض آسیب قرار خواهد داد. به منظور حل این مشکل می‌توان از ایده تمدید مدت اجاره اوراق پیشین یا انتشار اوراق جدید جهت تسویه اوراق پیشین (Rollover) بهره برد؛ به طور مثال، فرض کنید که بانک مرکزی بر روی مجموعه‌ای از دارایی‌های خود به انتشار صکوک اجاره نوع سوم -با سررسید شش ماهه- اقدام کرده است؛ یعنی ابتدا دارایی‌های مشخصی را به دارندگان صکوک فروخته؛ سپس عین همان دارایی‌ها را اجاره به شرط تملیک کرده است. در این شرایط در ماه پنجم بانک مرکزی می‌داند که یک ماه دیگر باید اصل پول دارندگان اوراق را بازگرداند و از طرفی به این مسئله توجه دارد که شرایط اقتصاد همچنان به گونه‌ای است که باید سیاست انقباضی گذشته حفظ شود. در این وضعیت بانک مرکزی می‌تواند در ماه پنجم بر مبنای دارایی‌هایی که یک ماه دیگر مالک خواهد شد به انتشار اوراق و جمع‌آوری منابع اقدام خواهد کرد؛ اما اعلام می‌کند که عملیات بیع یک ماه دیگر و زمانی که بانک مرکزی مالک دارایی‌ها شد، صورت می‌پذیرد. در این شرایط بانک مرکزی از منابع جدید جمع‌آوری شده جهت پرداخت اصل پول دارندگان پیشین اوراق استفاده خواهد کرد و در حقیقت، خریداران جدید صکوک جایگزین خریداران پیشین می‌شوند؛ البته به طور حتم برخی از خریداران اوراق جدید، همان دارندگان پیشین اوراق هستند که همچنان تمایل دارند در صکوک اجاره بانک مرکزی سرمایه‌گذاری کنند.

ه) ممکن است اشکال شود که انتشار نوع سوم صکوک اجاره به معنای فروش اموال بانک مرکزی خواهد بود که این به لحاظ اجتماعی تصویر بدی در ذهن عموم مردم پدید خواهد آورد. در پاسخ به این اشکال نیز می‌توان گفت مسئولان بانک مرکزی می‌توانند با انجام تبلیغات مناسب به عموم مردم نشان دهند که مالکیت این دارایی‌ها فقط به صورت

موقت از ترازنامه بانک مرکزی خارج شده و پس از انقضای مدت زمان مورد نیاز برای اعمال سیاست پولی - سررسید اوراق -، مالکیت به طور حتم به بانک مرکزی برمی گردد.

جمع بندی و نتیجه گیری و توصیه های سیاستی

صکوک اجاره یکی از ابزارهای نظام مالی اسلامی است که توانسته است به خوبی در بازارهای اسلامی دنیا مطرح شود. صکوک اجاره در ایران نیز مدتی است به مرحله اجرا رسیده و برخی شرکتها و بانکها از محل انتشار آن توانسته اند تأمین مالی کنند. این اوراق به علت اینکه از ساختار قرارداد اجاره استفاده می کند، بر نرخ سود معین و ثابت مبتنی است. برخورداری از نرخ سود معین و ثابت، حداقل ریسک و قابلیت انتشار در کوتاه مدت، باعث شده است تا اوراق اجاره افزون بر قابلیت برای تأمین مالی برای سیاست گذاری پولی نیز مناسب باشد.

بر این اساس، تحقیق پیش رو کوشید تا الگوهای نظری صکوک اجاره که مشروعیت فقهی داشته و از لحاظ اقتصادی نیز استفاده از آنها امکان پذیر است را مورد بحث قرار داده و از این میان، الگوی قابل استفاده جهت اجرای عملیات بازار باز - الگوی صکوک اجاره به شرط تملیک با هدف تأمین نقدینگی - را برجسته کند. افزون بر این، سه مدل عملیاتی برای الگوی پیشنهادی ارائه شد که عبارت اند از: الف) تهاثر بدهی های دولت به بانک مرکزی با دارایی های سرمایه ای دولت و انتشار صکوک اجاره بر اساس آن دارایی ها؛ ب) ورود دولت در انتشار صکوک اجاره و تسویه بدهی های بانک مرکزی؛ ج) ورود مستقیم بانک مرکزی در فرایند انتشار صکوک اجاره جهت کنترل نقدینگی. در هر مورد افزون بر تبیین مدل و شیوه بهینه اجرای آن، بر تحلیل ترازنامه بانک مرکزی و پایه پولی با فرض استفاده از الگو تأکید شد. بر اساس یافته های این تحقیق می توان به نکته های ذیل اشاره کرد: الف) ابزارهای مالی اسلامی به دو دسته «ابزارهای تأمین مالی» و «ابزارهای تأمین مالی و سیاست گذاری» قابل تفکیک هستند. ابزارهای تأمین مالی فقط جهت تأمین مالی قابل استفاده هستند؛ اما ابزارهای نوع دوم، قابلیت تأمین مالی پدید می آورند و قابلیت اعمال سیاست های پولی و مالی را دارند. صکوک اجاره به شرط تملیک جهت تأمین نقدینگی در گروه دوم قرار داشته و قابلیت خوبی برای سیاست گذاری پولی دارد.

ب) یگانه اوراقی که تا کنون در کشور جهت عملیات بازار باز استفاده شده، اوراق مشارکت است. اوراق مشارکت ذاتاً ابزار تأمین مالی بوده و فاقد ظرفیت قوی جهت سیاست‌گذاری پولی است. به‌طور مشخص، جمع‌آوری وجوه براساس اوراق مشارکت و مسدودکردن آنها نزد بانک مرکزی با هدف اعمال سیاست پولی انقباضی با ماهیت عقد شرکت در تعارض بوده و به لحاظ فقهی ناصحیح است. به همین علت استفاده از مدل‌های عملیاتی صکوک اجاره به‌عنوان جایگزین اوراق مشارکت قابل پیشنهاد است.

ج) می‌توان براساس قرارداد اجاره به شرط تملیک، انواع گوناگونی از اوراق بهادار منتشر کرد که به لحاظ نظری مهم‌ترین آنها عبارت‌اند از: ۱. اوراق اجاره به شرط تملیک به‌منظور تأمین مالی؛ ۲. اوراق اجاره به شرط تملیک به‌منظور تأمین نقدینگی؛ ۳. اوراق اجاره به شرط تملیک به‌منظور تبدیل به اوراق بهادار کردن دارایی‌های فیزیکی. نوع اول و سوم جهت سیاست‌گذاری پولی بانک مرکزی مناسب نیستند؛ اما نوع دوم برای این کار ظرفیت بالایی دارد.

د) یکی از ویژگی‌های مهم الگوی پیشنهادی تحقیق پیش‌رو صکوک اجاره جهت سیاست‌گذاری پولی - آن است که حسابداری این اوراق براساس چارچوب بدهکار - بستانکار است و پیچیدگی‌های حسابداری اوراق مشارکت را ندارد. ویژگی دیگر این اوراق قطعی بودن سود پرداختی است و دیگر مانند اوراق مشارکت محاسبه و پرداخت سود علی‌الحساب مشکل اجرایی و شرعی پدید نمی‌آورد.

ه) برخلاف اوراق مشارکت، الگوی ارائه‌شده در تحقیق پیش‌رو انعطاف‌پذیری (Flexibility) بالایی داشته و این خود قدرت بانک مرکزی جهت اعمال سیاست‌های پولی اقتصادی در وضعیت گوناگون اقتصادی را افزایش می‌دهد؛ به‌طور مثال، انتشار صکوک اجاره فصلی سه ماهه - با نرخ سود قطعی و با قابلیت تمدید و تجدید، شرعی بوده و به لحاظ اقتصادی نیز در کشور مورد نیاز است. این در حالی است که انتشار اوراق مشارکت سه ماهه به‌طور معمول غیرممکن است؛ چرا که مشارکت در طرح‌های اقتصادی زمان‌بر است.

و) عملیاتی‌شدن ایده مطرح در تحقیق پیش‌رو درباره سیاست‌گذاری پولی با استفاده از صکوک اجاره، نیازمند زمینه‌سازی کافی است. به‌طور مشخص لازم است نهادهای مسئول اعم از بانک مرکزی، سازمان بورس و اوراق بهادار، مجلس شورای اسلامی و نیز دانشگاه‌ها

و نهادهای پژوهشی با مطالعه بُعدهای گوناگون فقهی، حقوقی، اقتصادی، حسابداری، بانکی و مالیاتی آن، زمینه‌های مناسب را برای اجرا فراهم کنند؛ به‌طور مثال، مدل‌های عملیاتی مطرح در تحقیق پیش‌رو گاهی براساس انتقال مالکیت از بخش‌هایی از دولت به بانک مرکزی یا از بانک مرکزی به بخش خصوصی است که این خود نیازمند بررسی حقوقی و به احتمال تدوین دستورالعمل مورد نیاز است. مقوله معافیت مالیاتی این اوراق نیز نیاز به بررسی حقوقی دارد. تحقیق‌های آینده می‌توانند این موضوعات را مورد بررسی قرار دهند.

منابع و مأخذ

۱. اسماعیلی، اسماعیل؛ «اکل مال به باطل در بینش فقهی شیخ‌انصاری»؛ مجله فقه، ش ۱، ۱۳۷۳.
۲. بهاروندی، احمد؛ «بیان و اثبات تفاوت ماهوی معاملات مبتنی بر غرر و قراردادهای پوشش ریسک از منظر فقه امامیه»؛ نشریه راهبر یاس، ش ۱۸، ۱۳۸۸.
۳. پهلوان، حمید و سیدروح‌الله رضوی؛ صکوک: تعریف، انواع و ساختار؛ تهران: مدیریت پژوهش، توسعه و مطالعات اسلامی سازمان بورس و اوراق بهادار، ۱۳۸۶.
۴. تسخیری، محمدعلی؛ «مبانی شرعی اوراق بهادار اسلامی (صکوک)»؛ مجله علمی پژوهشی اقتصاد اسلامی، س ۷، ش ۲۷، ۱۳۸۶.
۵. حرّعاملی، محمدبن‌حسن؛ وسائل الشیعه الی تحصیل مسائل الشریعه؛ بیروت: داراحیاء التراث العربی، ۱۳۴۷.
۶. دهخدا، علی‌اکبر؛ لغت‌نامه دهخدا؛ تهران: انتشارات دانشگاه تهران، ۱۳۷۳.
۷. سازمان بورس و اوراق بهادار؛ دستورالعمل انتشار اوراق اجاره؛ ۱۳۸۶، <http://reg.seo.ir>.
۸. سروش، ابودر؛ مروری بر ابزارهای مالی اسلامی با تاکید بر صکوک اجاره و استصناع در ایران؛ ۱۳۹۰، <http://reg.seo.ir/Download/sokook3.pdf>.
۹. شعبانی، احمد و وهاب قلیچ؛ «قابلیت اوراق بهادار اسلامی در مهار تورم به‌عنوان ابزار سیاستی»؛ مجله علمی پژوهشی اقتصاد اسلامی، س ۱۱، ش ۴۳، ۱۳۹۰.
۱۰. صدیقی، محمدنجات‌الله؛ ربا، بهره بانکی و حکمت تحریم آن در اسلام؛ ترجمه حسین میسمی، چ ۱، تهران: انتشارات دانشگاه امام صادق ۷، ۱۳۸۷.

۱۱. علیزاده؛ اخلاق اسلامی: مبانی و مفاهیم؛ قم: نهاد نمایندگی مقام معظم رهبری در دانشگاه‌ها، ۱۳۸۹.
۱۲. عیوضلو، حسین؛ «اصول و مبانی نظام پولی در اقتصاد اسلامی»؛ فصلنامه علمی پژوهشی اقتصاد اسلامی، س ۸، ش ۲۹، ۱۳۸۷.
۱۳. _____؛ عدالت و کارایی در تطبیق با نظام اقتصادی اسلام؛ تهران: دانشگاه امام صادق ۷، ۱۳۸۴.
۱۴. قلیچ، وهاب؛ «بانکداری اخلاقی در جهان»؛ نشریه تازه‌های اقتصاد، ش ۱۳۲، ۱۳۹۰.
۱۵. کیایی، حسن؛ مقایسه ابزارهای سیاست پولی پیشنهادی اهل سنت با فقه امامیه و نحوه عملیاتی کردن آن؛ پایان‌نامه دوره کارشناسی ارشد، تهران: دانشگاه امام صادق ۷، ۱۳۸۷.
۱۶. محمدی، ابوالحسن؛ قواعد فقه؛ تهران: نشر یلدا، ۱۳۷۳.
۱۷. مطهری، مرتضی؛ بررسی اجمالی مبانی اقتصاد اسلامی؛ تهران: انتشارات صدرا، ۱۳۸۱.
۱۸. _____؛ مسئله ربا؛ تهران: انتشارات صدرا، ۱۳۷۶.
۱۹. مقدسی، محمدرضا؛ سیاست‌های پولی؛ تهران: وزارت امور اقتصادی و دارایی، ۱۳۷۳.
۲۰. مکارم شیرازی، ناصر؛ ربا و بانکداری اسلامی؛ تهیه و تنظیم: ابوالقاسم علیان‌نژادی؛ قم: مؤسسه امام علی ۷، ۱۳۷۶.
۲۱. موسویان، سیدعباس و ابوذر سروش؛ «آسیب‌شناسی فقهی، اقتصادی و مالی انتشار اوراق مشارکت در ایران»؛ فصلنامه بورس اوراق بهادار، ش ۱۴، ۱۳۹۰.
۲۲. _____؛ «اوراق بهادار اجاره»؛ مجله علمی پژوهشی اقتصاد اسلامی، س ۶، ش ۲۴، ۱۳۸۵.
۲۳. _____؛ ابزارهای مالی اسلامی؛ قم: پژوهشگاه فرهنگ و اندیشه اسلامی، ۱۳۸۶.
۲۴. _____؛ جرمه تأخیر تأدیه؛ تهران: پژوهشکده پولی و بانکی، ۱۳۸۹.
۲۵. موسوی خمینی، سیدروح‌الله؛ تحریر الوسیله؛ ج ۳، بیروت: دارالانوار، ۱۴۰۳ق.

۲۶. نجفی، محمدحسن؛ جواهرالکلام؛ ج ۶، تهران: انتشارات دارالکتب الاسلامیه، ۱۳۹۷ق.

۲۷. نظریور، محمدنقی؛ «عملیات باز باز از طریق اوراق استصناع»؛ مجله علمی پژوهشی اقتصاد اسلامی، س ۶، ش ۲۲، ۱۳۸۵.

۲۸. نودهی، محسن؛ «بررسی امکان طراحی اوراق مناسب عملیات شبه بازار باز»؛ مجله علمی پژوهشی اقتصاد اسلامی، ش ۳۰، ۱۳۸۷.

29. Mishkin, Frederic; “the Economics of Money, Banking, and Financial Markets”; 10th Edition, Princeton: Prentice Hall, 2013.

30. Harris, Laurence; “Monetary Theory”; New York: McGraw-Hill, 1980.