

اوراق خزانه بدون ربا (ریالی و ارزی)

بیژن بیدآباد^۱

چکیده

ربوی بودن اوراق قرضه به عنوان مهمترین ابزار سیاست‌های مالی و پولی در نظام بانکی شرعاً اجازه نمی‌دهد تا این اوراق در بانکداری بدون ربا استفاده شود. این موضوع به این معنی است که این نظام فاقد قابلیت‌های تنظیمات پولی و مالی دولت برای اقتصاد است. این مقاله با معرفی «اوراق خزانه بدون ربا» در دو نوع ریالی و ارزی به عنوان جایگزین اوراق خزانه متعارف، سازوکار و چرخه ابزارهای مالی اسلامی را تکمیل می‌نماید.

اوراق خزانه بدون ربا اوراق بهاداری است که براساس قرارداد معاوضه توسط خزانه‌داری دولت منتشر و به بانک مرکزی یا بانکها فروخته می‌شود و بموجب آن، ناشر اوراق بمیزان ارزش اسمی آن به دارنده آن بدهکار است و باید در سررسید به دارنده اوراق بپردازد. مضافاً ناشر متعهد می‌شود تا به همان میزان و برای همان مدت که از خریدار اوراق، قرض گرفته است به دارنده اوراق قرض بدهد. جواز شرعی و حقوقی اوراق خزانه بدون ربا ارائه و «عقد معاوضه زمانی» و «عقد قرض زمانی» برای آن تعریف می‌گردد.

اوراق خزانه بدون ربا مبتنی بر دارایی و فاقد هرگونه کوپن جهت پرداخت سود از پیش تعیین شده بوده و بر پایه «قرض معادل وام آتی» و یا «وام معادل قرض آتی» با «حق برداشت زمانی» است که در اختیار طرف مقابل قرار داده می‌شود و بازار اولیه آن را شکل می‌دهد. بازار ثانویه مبتنی بر فناوری اطلاعات بر بستر NSSSS طراحی شده که خریدار با بالاترین قیمت رقابتی پیشنهادی مالک این اوراق خواهد بود. عدم تعیین قیمت پایه کمتر از قیمت اسمی و جایگزینی اوراق قرضه متعارف و تثبیت بازارهای پولی و ارزی از جمله خصوصیات بارز این ابداع مالی می‌باشد. کلیه دولت‌ها و بانک‌های مرکزی که الزامی به حذف ربا ندارند به راحتی می‌توانند از اوراق خزانه بدون ربا استفاده نمایند.

کلیدواژه: اوراق قرضه، ارز، سیاست پولی، سیاست مالی، بانکداری بدون ربا، بانکداری مرکزی اسلامی، ابزار مالی

مقدمه

به رغم نیازهای مالی و اقتصادی به انواع اوراق مبتنی بر بدهی، معاملات این اوراق در فقه سنتی کمتر مورد توجه بوده و به تبع این ابرازهای مالی در بازارهای مالی اسلامی کمتر استفاده شده است.^۲ بطور کلی اختلاف آراء و فتاوی فقهی در معاملات اوراق مانع از گسترش و توسعه این نوع ابزارهای مالی در بازار سرمایه بوده است.^۳ این امر در سالهای

^۱ دکتر بیژن بیدآباد، مشاور ارشد بانکداری اسلامی، بانک ملی ایران <http://www.bidabad.com/> bijan@bidabad.com

^۲ Muhammad Arham, Islamic perspectives on marketing, Journal of Islamic Marketing Volume: 1 Issue: 2, 2010.

^۳ Azizi bin Che Seman, "Bay' al-Dayn, Bay' al-'Inah and IPDS in the Malaysian Islamic Capital Market", [http://myais.fsktm.um.edu.my/7491/1/Bay' al-Dayn, al-'Inah and IPDS in the Malaysian Islamic Capital Market.pdf](http://myais.fsktm.um.edu.my/7491/1/Bay%20al-Dayn,%20al-'Inah%20and%20IPDS%20in%20the%20Malaysian%20Islamic%20Capital%20Market.pdf)

اخیر بیشتر مورد توجه اقتصاددانان اسلامی و فقها قرار گرفته، اما با این حال هنوز در بین فقها اعم از عامه و خاصه اجماع رادعی بر معاملات اوراق مبتنی بر بدهی وجود ندارد.

تنظیم سیاست‌های مالی دولت در شرایط بانکداری بدون ربا به دلیل ماهیت ربوی اوراق قرضه خزانه دچار اشکال اساسی است. لذا لازم است تا با طرح اوراق قرضه خزانه غیرربوی ابزار جایگزینی برای دولت فراهم نمود تا بتواند کسری یا مازاد بودجه خود را طی سالهای مختلف مدیریت کند.^۴

انواع اوراق قرضه^۵ در اصل نوعی اسناد بدهی می‌باشند که فرد منابع خود را با خرید این اوراق به ناشر آن قرض می‌دهد و در ازای آن ناشر اوراق متعهد می‌شود تا در سررسید اصل و بهره اوراق را به دارنده آن پرداخت نماید. معمولاً انتشار اوراق قرضه برای تأمین مالی کسری بودجه صورت می‌گیرد. بازپرداخت اوراق قرضه معمولاً توسط دولت یا ناشر آن یا مؤسسات وابسته به دولت تضمین می‌شوند یا از نوع اوراق قرضه با پشتوانه دارایی^۶ هستند بدین ترتیب که دارایی‌های نظیر کارت اعتباری و یا انواع وام‌های پرداختنی پشتوانه این اوراق می‌باشند.^۷ اوراق با پشتوانه رهنی^۸، اوراق با التزام رهنی وثیقه‌ای^۹، و التزام بدهی وثیقه‌ای^{۱۰} از انواع این اوراق هستند. انواع اوراق قرضه متداول شامل اوراق قرضه دولتی، اوراق قرضه شهرداریها^{۱۱}، اوراق قرضه شرکتها^{۱۲}، اوراق قرضه با پشتوانه دارایی یا رهن^{۱۳}، اوراق قرضه مؤسسات وابسته به دولت و اوراق قرضه دول خارجی، اوراق قرضه سازمان‌ها یا مؤسسات بین‌المللی^{۱۴} می‌شود. انواع اوراق منتشره توسط دولتها تحت عناوین اوراق خزانه^{۱۵} اسناد خزانه^{۱۶} و اوراق قرضه خزانه^{۱۷} بوده که ماهیت یکسان دارند و فقط در سررسید و کسر قیمت هنگام فروش (که مبین نرخ بهره اوراق می‌باشد) متفاوتند. سررسید این اوراق از چند روز تا ۳۰ سال و حتی عمری^{۱۸} و یا تا چند قرن می‌باشند. بروات بانکی^{۱۹} و اوراق تجاری^{۲۰} و گواهی سپرده^{۲۱} نیز از انواع اوراق قرضه بوده و معمولاً در تأمین مالی کوتاه مدت پروژه‌ها استفاده می‌شوند. اوراق قرضه در انواع اوراق با کوپن با نرخ ثابت^{۲۲}، با نرخ شناور^{۲۳} و متصل به نرخ‌های بهره مرجع^{۲۴} (معمولاً لایبور یا یوریبور) و بدون کوپن^{۲۵} منتشر می‌شوند. اصل و کوپن این اوراق می‌توانند منفرداً نیز معامله شوند.^{۲۶} در اوراق متصل به تورم^{۲۷} بازدهی اسمی اوراق با نرخ تورم

⁴ Fouad H. Al-Salem, Islamic financial product innovation, International Journal of Islamic and Middle Eastern Finance and Management Volume: 2 Issue: 3 2009

⁵ Bond

⁶ Asset-Backed Securities

⁷ Securitization

⁸ Mortgage-backed security (MBS)

⁹ Collateralized mortgage obligation (CMO)

¹⁰ Collateralized debt obligation (CDO)

¹¹ Municipal Securities

¹² Corporate Bond

¹³ Mortgage-backed securities

¹⁴ Supranational

¹⁵ Treasury Bill

¹⁶ Treasury Note

¹⁷ Treasury Bond

¹⁸ Perpetual bond (Perpetuity/Perp), UK console

¹⁹ Banker acceptances

²⁰ Commercial paper

²¹ Certificates of deposit

²² Fixed rate bond

²³ Floating rate note (FRN)

²⁴ Reference rate

²⁵ Zero-Coupon bond

²⁶ IO (Interest Only) and PO (Principal Only)

²⁷ Inflation-linked bond

تعدیل می‌شود.^{۲۸} برخی اوراق به‌سهم، شاخص‌های مالی یا شاخص‌های تولید ملی کشور متصل می‌شوند.^{۲۹} در مقابل اوراق بی‌نام^{۳۰}، اوراق بانام^{۳۱} وجود دارد که فقط صاحب اوراق می‌تواند مبلغ آن را مطالبه نماید. برخی اوراق حتی گواهی کاغذی^{۳۲} نیز ندارند. از انواع دیگر اوراق قرضه می‌توان به اوراق قرضه بخت آزمائی^{۳۳}، اوراق قرضه جنگ^{۳۴}، اوراق قرضه سریال^{۳۵}، اوراق قرضه درآمدی^{۳۶} و اوراق قرضه جوی^{۳۷} اشاره کرد.

در اوراق قرضه خواندنی^{۳۸} به ناشر اجازه داده می‌شود تا قبل از سررسید نسبت به فراخواندن اوراق برای بازخرید اقدام نماید. بدین ترتیب اگر نرخهای بهره کاهش یابد، ناشر می‌تواند اوراق قرضه را فراخواند و بدهی خود را با نرخهای بهره پائین‌تر تامین مالی مجدد کند. در مقابل در اوراق قرضه گذاردنی^{۳۹} دارنده این اوراق اجازه دارد تا به ناشر مراجعه و اصل اوراق را قبل از سررسید نقد نماید. برخی اوراق قرضه می‌توانند گزینه‌های خواندنی و گذاردنی هر دو را داشته باشند. قیمت اوراق قرضه خواندنی و گذاردنی با کسر کردن قیمت گزینه خواندن یا گذاردن^{۴۰} از قیمت اوراق قرضه مستقیم^{۴۱} بدست می‌آید.

اوراق قرضه پائین دستی^{۴۲} نسبت به سایر اوراق قرضه منتشر شده توسط ناشر از حق تقدم کمتری در نقد شوندگی برخوردار می‌باشند و هنگام ورشکستگی ناشر، ابتدا طلب دارندگان ترانش‌های^{۴۳} سایر اوراق قرضه^{۴۴} پرداخت می‌شود و سپس دارندگان اوراق پائین دستی طلب خود را دریافت می‌دارند. لذا این اوراق ریسک بیشتری دارند و رتبه اعتباری آنها از دیگر انواع اوراق پائین‌تر می‌باشد.

قیمت اوراق در بازار ثانویه با توجه به بازده سایر دارائی‌های مالی تعیین می‌شود. اگر نرخ بهره در بانکها افزایش یابد قیمت اوراق کاهش می‌یابد و چنانچه ریسک دارائی‌های دیگر رو به افزایش باشد قیمت اوراق نیز افزایش می‌یابد زیرا با وجود پشتوانه‌ها، اوراق قرضه معمولاً عاری از ریسک نکول هستند. لذا عرضه و تقاضای اوراق با توجه به نرخهای بهره بانکها و نرخ و مدت زمان بازدهی سایر دارائی‌های مالی و همچنین طول سررسید اوراق قرضه تغییر می‌نماید. انتظار وقوع تورم منجر به کاهش بازدهی^{۴۵} حقیقی اوراق و نتیجتاً کاهش قیمت اوراق قرضه می‌شود.

تنظیم سیاست‌های مالی دولت

بطور کلی سیاستهای مالی به مجموعه‌ای از سیاستهایی اطلاق می‌شود که جهت تحقق اهداف اقتصادی کلان یا کاهش خسارات ناشی از عملکرد مالی دولت در اقتصاد به کار گرفته می‌شود. خزانه دولت که مسؤول کنترل و مدیریت

²⁸ Treasury Inflation Protection Security (TIPS), Gilt, I-bond

²⁹ Equity-linked note

³⁰ Bearer bond

³¹ Registered bond

³² Book-entry bond

³³ Lottery bond

³⁴ War bond

³⁵ Serial bond

³⁶ Revenue bond

³⁷ Climate bond

³⁸ Callable Bond

³⁹ Puttable bond (Put bond or Retractable bond)

⁴⁰ Call option price, Put option price

⁴¹ Price of straight bond

⁴² Subordinated bond

⁴³ Tranche

⁴⁴ Senior bond

⁴⁵ - Yield

جریان‌ات در آمدی و هزینه‌ای مالی دولت می‌باشد باید بتواند با استفاده از ابزارهای متفاوتی بودجه دولت را به گونه‌ای تنظیم نماید که دولت دچار کسری یا مازاد مالی نگردد یا برای اعمال سیاست‌های مالی انبساطی یا انقباضی دولت تمهیدات مالی لازم را فراهم آورد. مهمترین ابزار اعمال سیاست‌های مالی استفاده از اوراق قرضه خزانه می‌باشد که به دلیل ربوی بودن اوراق خزانه و منع قانونی آن در بانکداری بدون ربا قابل استفاده نیست.

از سوی دیگر بانک مرکزی با خرید و فروش اوراق خزانه از طریق عملیات بازار باز^{۴۶} می‌تواند اقدام به اعمال سیاست پولی نماید و با خرید و فروش اوراق خزانه حجم پول پر قدرت^{۴۷} را در اقتصاد تغییر دهد که پول پر قدرت از طریق مکانیزم بسط پولی^{۴۸} سبب تغییر در حجم نقدینگی در اقتصاد می‌شود. در نظام‌های متعارف پولی اوراق خزانه بر مبنای نرخ بهره بوده و از این لحاظ وارد حریم ربا می‌شود و نتیجتاً قابلیت استفاده در بانکداری اسلامی را نیز پیدا نمی‌کند^{۴۹}. بانک مرکزی همچنین می‌تواند با الزام بانکها به نگهداری درصدی از دارایی‌های خود به صورت اوراق خزانه از بسط پایه پولی از طریق کاهش منابع آزاد بانکها جلوگیری نماید. نرخ تنزیل مجدد نیز از ابزارهای کمی پولی است که توسط آن بانکهای تجاری به منظور رفع نیاز نقدینگی خود می‌توانند اوراق خزانه را نزد بانک مرکزی تنزیل نمایند. بانک مرکزی با تغییر این نرخ بر ذخایر آزاد سیستم بانکی و قدرت اعتباردهی آنها تاثیر می‌گذارد. این ابزار در زمانی که بانکها جهت تأمین نقدینگی احتیاج به وام از بانک مرکزی باشند ابزار بسیار خوبی جهت تأمین منابع اعتباری بانکها می‌باشد ولی به دلیل استفاده از نرخ بهره همچنان ربوی تلقی می‌شود.

با توجه به مباحث ذکر شده باید گفت که بدون وجود اوراق خزانه ابزارهای مالی دولت و ابزارهای پولی متعارف در شرایط بانکداری بدون ربا نمی‌تواند کمک چندانی به دولت یا بانک مرکزی در اعمال سیاست‌های انبساطی یا انقباضی مالی یا پولی بنماید. لذا باید موافق با شرایط تحریم ربا ابزارهای مالی جدیدی ابداع نمود زیرا تنظیم سیاستهای مالی و پولی برای تنظیم فعالیت‌های اقتصادی در عصر کنونی امری اجتناب ناپذیر است.

اوراق خزانه بدون ربا

اوراق اسلامی که در برخی کشورها نظیر مالزی بر مبنای خرید و فروش دین است. بطور کلی، دین، تعهد پرداخت پول و یا مثل آن است، و به عبارت دیگر فروش بدهی به شخص ثالث را خرید دین می‌گویند. در صحت این معامله بین فقها اختلاف نظر وجود دارد بطوریکه برخی این نوع معامله را ممنوع دانسته، و عده‌ای (فقهای شافعی) آن را مجاز دانسته و فقهای مالکی این نوع معامله را با رعایت شرایطی صحیح می‌دانند.^{۵۰} فروش اوراق بدون کوپن اسلامی به قیمتی کمتر از قیمت اسمی در بازارهای اولیه و ثانویه با فرآیندهای صوری به دلیل ربوی بودن معاملات این اوراق مبتنی بر بدهی قابلیت استفاده در بانکداری بدون ربا را ندارد، هرچند که به این اوراق در طی دوره انتشار تا سررسید بهره‌ای تعلق نمی‌گیرد. از طرف دیگر اوراق بدون کوپن اسلامی نیز برغم وجود ارکان معامله و استفاده از عقود خرید عین و

⁴⁶ - Open Market Operations

⁴⁷ - High Powered Money

⁴⁸ - Monetary expansion mechanism

⁴⁹ - کمیجانی، اکبر و بیژن بیدآباد (۱۳۷۱) سیاستهای پولی مناسب جهت تثبیت فعالیتهای اقتصادی در ایران، مرحله اول، وزارت امور اقتصادی و دارایی، معاونت امور اقتصادی. <http://www.bidabad.com/doc/siyasathavepooli-vol1.pdf>

⁵⁰ Al-Sadiq 'Abd al-Rahman al-Gharyani, Al-Mu'amalat Ahkam wa Adillah, 2nd ed., 1992, pp. 190;

Muhammad Tawfiq Ramadan al-Buti, Al-Buyu' al-Sha 'I'ah wa Athar Dawabit al-Mabi ala Shar'iyatiha, Beirut: Dar al-Fikr al-Mu'asir, 1998, pp.370-378.

خرید دین در معاملات این اوراق و صحت معامله، بدلیل استفاده از حيله به منظور شرعی جلوه دادن معامله مورد اشکال است. شبهه ربوی اوراق رهنی با سازوکارهای در نظر گرفته شده نیز این نوع اوراق را از لحاظ ربوی بودن غیرقابل استفاده می‌نماید. لذا ابداع مالی جدیدی لازم است تا ضمن شرعی بودن کارائی لازم را نیز دارا باشد.

در مقالات^{۵۱} مختلف چهار دسته از انواع اوراق قرضه بدون ربا را معرفی گردید که علاوه بر مطابقت با شریعت اسلام، و بدور از حيله شرعی، با متصل نمودن به دارائی می‌تواند به عنوان یک ابزار مالی مطمئن در عملیات مالی بدون ربا مورد استفاده قرار گیرد. یکی از انواع این اوراق، اوراق خزانه بدون ربا می‌باشد که توسط خزانه‌داری دولت انتشار می‌یابد. «اوراق خزانه بدون ربا» که در این مقاله معرفی می‌شوند نوعی از اوراق قابل معامله و از نوع اوراق غیرمتصل به سرمایه و با پشتیبان دارایی و از نوع اوراق قرضه بدون کوپن تلقی می‌گردند. این اوراق توسط خزانه دولت انتشار می‌یابند و تفاوت ماهوی بارزی با اوراق قرضه تجاری متعارف دارند. تفاوت اصلی «اوراق خزانه بدون ربا» با اوراق قرضه خزانه این است که نرخ بهره در آن از قبل مشخص نمی‌شود و منابع فقط به صورت معاوضه زمانی منابع به صورت «قرض معادل وام آتی» و یا «وام معادل قرض آتی» با «حق برداشت زمانی» در اختیار طرف مقابل قرار داده می‌شود. «اوراق خزانه بدون ربا» قابلیت خرید و فروش توسط بانکها، موسسات اعتباری و بانک مرکزی را دارد و قیمت آن هنگام خرید و فروش در بازار ثانویه مبتنی بر عرضه و تقاضای «اوراق خزانه بدون ربا» تعیین می‌گردد و نتیجتاً نرخ بازده اوراق متناسب با نرخ بازدهی سرمایه در اقتصاد متغیر است و با توجه به ویژگی‌های آن ماهیت ربوی نمی‌یابد. از طرفی این اوراق در حیطه وام‌های مصرفی نبوده و معیار حرمت ربا در وام‌های مصرفی را نیز با خود به همراه ندارد.^{۵۲}

«اوراق خزانه بدون ربا» با قیمت اسمی مشخص صادر می‌شود. بانک مرکزی و بانکهای تجاری و تخصصی و توسعه‌ای و موسسات پولی و اعتباری و صندوق‌های مالی که دارای ذخیره‌های احتیاطی و قانونی نزد بانک مرکزی می‌باشند با خرید این اوراق ذیحق می‌گردند تا نسبت به میزان خرید اوراق پس از سررسید به همان میزان و برای همان مدت از وام بدون بهره استفاده نمایند و در پایان، وجه قرض گرفته شده را به صادر کننده پرداخت نمایند.

بدین ترتیب با خرید A ریال اوراق با سررسید N ماه خریدار محق می‌شود در تاریخ سررسید یعنی در انتهای ماه N مبلغ A ریال را برای N ماه بدون بهره وام از فروشنده اوراق وام بگیرد. خریدار و فروشنده اوراق توافق می‌نمایند که ترکیبی از A ریال و N ماه را به گونه‌ای انتخاب کنند تا خریدار بتواند کسره‌های کوچکتر، مساوی یا بزرگتر از یک از A ریال را در تناسب با N ماه چنان انتخاب کند که همواره میزان حاصلضرب وجه در زمان مساوی $A \times N$ ثابت باشد. به عبارت دیگر خریدار می‌تواند در عوض A ریال مبلغ $A/2$ ریال را برای 2N ماه در پایان ماه N وام بگیرد. یا در عوض A ریال مبلغ $A/3$ ریال را برای 3N ماه در پایان ماه N وام بگیرد. که در هر دو حال نتیجتاً مقدار عبارت:

^{۵۱} بیدآباد، بیژن، محمود اللهیاری فرد، اوراق قرضه غیرربوی (ریالی و ارزی) و ابزارهای پولی بانکداری مرکزی بدون ربا، ۱۳۸۹.

<http://www.bidabad.com/doc/Islamic-banking-bond-fa.pdf>

Bidabad, Bijan, Abul Hassan, Ben Ali Mohamed Sami, Mahmoud Allahyarifard. Interest-Free Bonds and Central Banking Monetary Instruments. International Journal of business and Management Science. Vol. 3, no. 3, August 2011.

^{۵۲} - بیدآباد، بیژن و عبدالرضا هرسینی، تحلیل فقهی - اقتصادی ربا در وام‌های مصرفی و سرمایه‌گذاری و کاستیهای فقه متداول در کشف احکام شارع. ارائه شده به همایش دوسالانه اقتصاد اسلامی، پژوهشکده اقتصاد، دانشگاه تربیت مدرس، ۱۳۸۲.

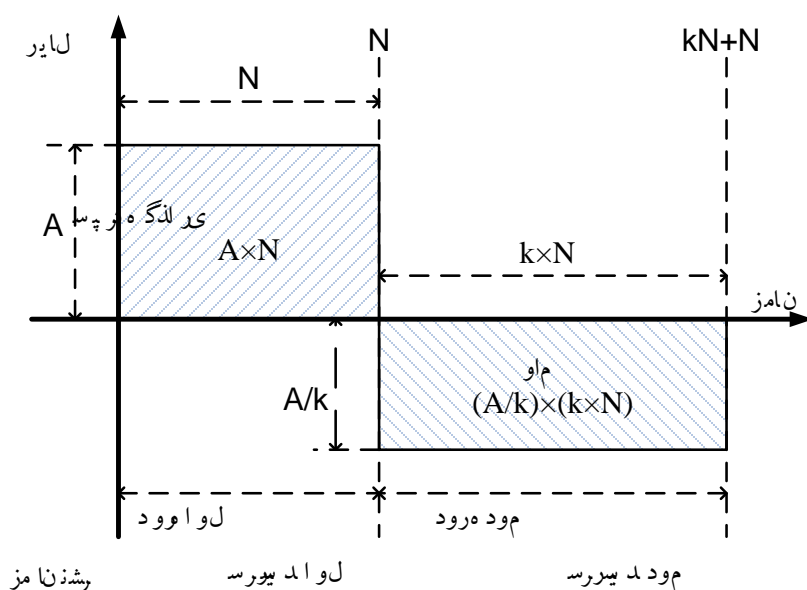
<http://www.bidabad.com/doc/reba-fa.pdf>

بیدآباد، بیژن، مبانی عرفانی اقتصاد اسلامی، پول، بانک، بیمه و مالیه از دیدگاه حکمت. پژوهشکده پولی و بانکی، بانک مرکزی ایران، ۱۳۸۳،

تهران. <http://www.bidabad.com/doc/mabani-erfani-egtesade-islami.pdf>

را برای kN ماه در پایان ماه N وام بگیرد. پارامتر k می تواند هر عدد مورد توافق طرفین باشد و یا می تواند هر عدد مورد نظر خریدار باشد.

در این اوراق دو دوره زمانی و دو تاریخ سررسید استفاده می شود. دوره اول به میزان N ماه از زمان فروش اوراق تا زمان سررسید اول است و دوره دوم از زمان سررسید اول (N) تا زمان بازدریافت منابع ($kN+N$) یا زمان سررسید دوم می باشد. سررسید اول هنگامی است که فروشنده اوراق موظف است وجه وام گرفته را به میزان A ریال برای N ماه و یا به میزان A/k ریال برای kN ماه به خریدار وام دهد. پس سررسید اول در زمان N اتفاق خواهد افتاد. سررسید دوم هنگام اختتام معامله و زمانی است که فروشنده اوراق منابع خود را در زمان $kN+N$ ماه پس از زمان فروش اولیه اوراق بازدریافت می کند.



تصویر ۱

بدین ترتیب با خرید اوراق با سررسید مشخص خریدار محق می شود تا در تاریخ سررسید اول همان مبلغ را برای همان مدت بدون بهره وام از فروشنده اوراق وام بگیرد. خریدار و فروشنده اوراق توافق می نمایند که ترکیبی از مبلغ و مدت را به گونه ای انتخاب کنند تا خریدار بتواند کسرهای کوچکتر، مساوی یا بزرگتر از یک از مبلغ را در تناسب با مدت چنان انتخاب کند که همواره میزان حاصلضرب وجه در زمان برای هر دو قرض مساوی باشد. عملاً در این اوراق دو دوره زمانی و دو تاریخ سررسید استفاده می شود. دوره اول مربوط از زمان فروش اوراق تا زمان سررسید اول است که نفر اول مقرض و نفر دوم مقترض است و دوره دوم از زمان سررسید اول تا زمان بازدریافت منابع یا زمان سررسید دوم می باشد که نفر اول مقترض و نفر دوم مقرض می باشد.

اوراق خزانه بدون ربا در اصل سندی است که دو حق کاملاً مساوی و معادل را بین متعاملین تعریف می نماید. فروشنده اوراق تعهد می نماید به همان میزان و مدتی که از منابع طرف مقابل استفاده می نماید درست به همان میزان و مدت منابع خود را در اختیار طرف دیگر قرار دهد. بیان ساده این موضوع به این شکل است که دو شخص تصمیم می گیرند دارائی مشخص خود را برای مدتی مساوی به صورت عاریه نزد طرف دیگر بسپارند. نفر اول وجهی مشخص را

برای مدتی معین نزد طرف دوم می‌سپارد و طرف دوم عیناً همان مقدار وجه را برای همان مدت نزد طرف اول به امانت می‌گذارد. در این حالت هیچگونه مازاد یا امتیازی اضافه برای هیچکدام از طرفین در نظر گرفته نمی‌شود. از سوی دیگر چون دارنده این اوراق ذیحقی می‌گردد می‌تواند حق خود را به فرد ثالث بفروشد. این اوراق را می‌توان از طریق اینترنت خرید و فروش نمود.

بانکها به دلیل داشتن حساب ذخیره و احتیاطی نزد بانک مرکزی دچار نکول از پرداخت وام اخذ شده نخواهند شد و همچنین با توجه به این موضوع می‌توانند «اوراق خزانه بدون ربا» را در «بازار ثانویه اوراق قرضه بدون ربا» خرید و فروش نمایند. خریداران و فروشندگان «اوراق خزانه بدون ربا» در این بازار بانکهای تجاری و تخصصی و توسعه‌ای و موسسات پولی و اعتباری و صندوق‌های مالی با ذخیره‌های احتیاطی و قانونی نزد بانک مرکزی می‌باشند.

جواز شرعی و حقوقی اوراق خزانه بدون ربا

ربای معاملی عبارت از این است که یک طرف، کالای هم جنس مکیل و موزون را به طرف دوم به زیاده عینی یا حکمی معامله کند. چنین معامله‌ای بخاطر زیاده عینی یا حکمی، ربوی است و شرعاً حرام است. در ربای معاملی معاوضه به میزان ثابت در طول زمان در میان نیست بلکه معاوضه به مازاد در طول زمان مدّ نظر است. از این جهت است که اوراق قرضه بدون ربا بطور عام و اوراق خزانه بدون ربا بطور خاص وارد حریم ربای معاملی نمی‌شود زیرا عملیات مالی آن بر مبنای معاوضه به مازاد در طول زمان نیست و بلکه فقط معاوضه صورت می‌گیرد و معاوضه با میزان ثابت در طول زمان واقع می‌شود و از این معاوضه هیچ مازادی به مقرض تعلق نمی‌گیرد.

در ربای قرضی فرد جنس یا پولی را قرض می‌دهد و سپس منفعتی بیش از آنچه که قرض داده می‌گیرد. در ربای قرضی لازم نیست منفعت از جنس همان چیزی باشد که قرض داده شده و هر چه که منفعت تلقی شود را شامل می‌شود. اوراق قرضه بدون ربا بطور عام و اوراق خزانه بدون ربا بطور خاص مشمول ربای قرضی نمی‌شوند زیرا هیچ منفعت مازادی از قرض به مقرض تعلق نمی‌گیرد.

اصل ربا در قرض موضوعیت می‌یابد و قرض بر دو نوع استهلاکی و استنتاجی طبقه‌بندی می‌شود. در قرض استنتاجی شخص برای اینکه آن را استنتاج کند و از آن نتیجه‌گیری نماید قرض می‌کند که به وام‌های سرمایه‌گذاری معروف است و نه برای اینکه خود عین را صرف کند. قرض استهلاکی قرضی است که برای مصرف کردن و برای رفع احتیاجات زندگی مقرض باشد. ادله شرعی در باب حرمت ربا بیش از همه متوجه قرضهای استهلاکی یا مصرفی است.^{۵۳} اشاره معنوی این آیه که می‌فرماید: «فَلَكُمْ رُؤُوسُ أَمْوَالِكُمْ لَا تَظْلُمُونَ وَلَا تُظْلَمُونَ»^{۵۴} صحت عملیاتی اوراق قرضه

^{۵۳} از این لحاظ است که قرآن کریم ربا را در مقابل صدقه آورده و می‌فرماید: «يُمَحِّقُ اللَّهُ الرِّبَا وَيُزِيهِ الصَّدَقَاتِ». سوره بقره، آیه ۲۶۷. خداوند ربا را نابود می‌کند و صدقات را افزایش می‌دهد.

^{۵۴} سوره بقره، آیات ۲۸۱-۲۷۸: «يَا أَيُّهَا الَّذِينَ آمَنُوا اتَّقُوا اللَّهَ وَذَرُوا مَا بَقِيَ مِنَ الرِّبَا إِن كُنتُمْ مُؤْمِنِينَ. فَإِن لَّمْ تَفْعَلُوا فَأْذَنُوا بِحَرْبٍ مِّنَ اللَّهِ وَرَسُولِهِ وَإِن تُبْتُمْ فَلَكُمْ رُؤُوسُ أَمْوَالِكُمْ لَا تَظْلُمُونَ وَلَا تُظْلَمُونَ. وَإِن كَانَ ذُو عُسْرَةٍ فَنَظِرَةٌ إِلَىٰ مَيْسَرَةٍ وَأَن تَصَدَّقُوا خَيْرٌ لَّكُمْ إِن كُنتُمْ تَعْلَمُونَ. وَاتَّقُوا يَوْمًا تُرْجَعُونَ فِيهِ إِلَى اللَّهِ ثُمَّ تُوَفَّى كُلُّ نَفْسٍ مَّا كَسَبَتْ وَهُمْ لَا يُظْلَمُونَ». ای کسانی که ایمان آورده‌اید، از خدا پروا کنید؛ و اگر مؤمنید، آنچه از ربا باقی مانده است واگذارید. و اگر (چنین) نکرديد، بدانيد به جنگ با خدا و فرستاده وی، برخاسته‌اید؛ و اگر توبه کنید، سرمایه‌های شما از خودتان است. نه ستم می‌کنید و نه ستم می‌بینید. و اگر (بدهکارتان) تنگدست باشد، پس تا (هنگام) گشایش، مهلتی (به او دهید)؛ و اگر ببخشید آن برای شما بهتر است، اگر بدانید. و بترسید از روزی که در آن، به سوی خدا بازگردانده می‌شوید، سپس به هر کسی آنچه به دست آورده، تمام داده شود؛ و

بدون ربا را تأیید می‌کند. زیرا طبق «فَلَكُمْ رُؤُوسُ أَمْوَالِكُمْ» رأس مال در سررسید اول در این اوراق برگردانده می‌شود و برای اینکه «لَا تَظْلِمُونَ وَ لَا تُظْلَمُونَ» نیز واقع شود به همان میزان و مدتی که مقرض قرض داده قرض می‌گیرد که کاملاً منطبق با مفهوم این آیه می‌باشد.

بسیاری از عملیات پولی و بانکی از منظر قانون مدنی ایران مستحده قلمداد می‌شوند. قانون مدنی انواع عقد بیع را احصاء نکرده است و فقط به ذکر مصادیقی از آن نظیر: بیع مطلق، بیع مشروط، بیع مؤجل، بیع نقد یا حال، بیع معاطاتی، بیع سلف و سلم، بیع منجز، بیع خیاری، بیع صرف، بیع فضولی و ... پرداخته است. اگر اوراق خزانه بدون ربا را با توجه به مشترکات آن با عقد بیع در قانون مدنی، نوعی بیع بدانیم چندان راه خطا نرفته‌ایم ولی جز بیع شرط بیع خاصی را در این ارتباط نمی‌توان معین نمود، هر چند شرط تملیک در اوراق معلق به زمان و لاینحل باقی می‌ماند.

عقود اذنیه راه حلی برای قالب حقوقی اوراق خزانه بدون ربا به نظر می‌رسد. تعریف «عقد عاریه متقابل» که دو نفر تصمیم بگیرند دارائی مشخص خود را برای مدتی مساوی به صورت عاریه نزد طرف دیگر بسپارند و همچنین «عقد ودیعه متقابل» نیز می‌تواند در این ارتباط تعریف شود. ولی جایز بودن عقود اذنیه بکارگیری عقد عاریه بصورت متقابل و عقد ودیعه بصورت متقابل و هبه معوضه با هبه صفر را در ارتباط با اوراق قرضه بدون ربا دچار اشکال می‌نماید.^{۵۵} استعمال «عقد معاوضه زمانی» در این ارتباط بی‌مسمی نیست. بر این اساس تعریف می‌کنیم که: «معاوضه زمانی عقدی است که به موجب آن، یکی از طرفین مالی می‌دهد به عوض مال مؤجل دیگر، که از طرف دیگر اخذ می‌کند بدون ملاحظه اینکه یکی از عوضین مبیع و دیگری ثمن باشد». اگر عقد قرض را بطور متقابل و با ملاحظه زمان و بدون مازاد مد نظر قرار دهیم می‌توان «عقد قرض زمانی» را نیز به این شکل تعریف نمود: «قرض زمانی عقدی است که بموجب آن احد طرفین مقدار معینی از مال خود را بطرف دیگر تملیک می‌کند که طرف مزبور مثل آن را از حیث مقدار و جنس و وصف در زمان مؤجل رد نماید و در صورت تعذر رد، مثل قیمت یوم الرد را بدهد.» در تمام این قوالب، نفر اول وجهی مشخص را برای مدتی معین نزد طرف دیگر می‌سپارد و طرف دوم عیناً همان مقدار وجه را برای همان مدت نزد طرف اول به امانت می‌گذارد و هیچگونه مازاد مادی و یا امتیاز اضافه برای هیچکدام از طرفین در نظر گرفته نمی‌شود.

در بانکداری راستین برای تسهیل صدور و معامله اوراق مبادله راستین عقد مبادله تعریف می‌گردد. هر چند در غیاب این عقد می‌توان طبق ماده ۱۰ قانون مدنی (اصل حاکمیت قراردادها) نیز نسبت به صدور و معامله اوراق مبادله راستین اقدام نمود. اوراق مبادله راستین در لایحه بانکداری راستین اوراق بهادار دیجیتال است که بر اساس عقد مبادله بین مبادل و متبادل منعقد می‌گردد بطوریکه بدل و مبدل و زمان آنها هر دو به یک اندازه است. متبادل ناشر اوراق بوده و به میزان ارزش اسمی آن به مبادل بدهکار است و باید در سررسید (اول/بدل) به دارنده اوراق (مبادل) بپردازد. متبادل متعهد است تا به اندازه بدل و زمان آن (زمان بدل) مبدل را به همان میزان و زمان آن (زمان مبدل) (یا ترکیبی از زمان و مبلغ را اختیار کند که حاصلضرب زمان بدل در مبلغ بدل مساوی همین حاصلضرب برای زمان و مبلغ مبدل باشد)، در اختیار مبادل قرار دهد و در سررسید (دوم/مبدل) مبادل متعهد می‌شود تا مبدل را به متبادل پرداخت نماید. جزئیات بیشتر

آنان مورد ستم قرار نمی‌گیرند.

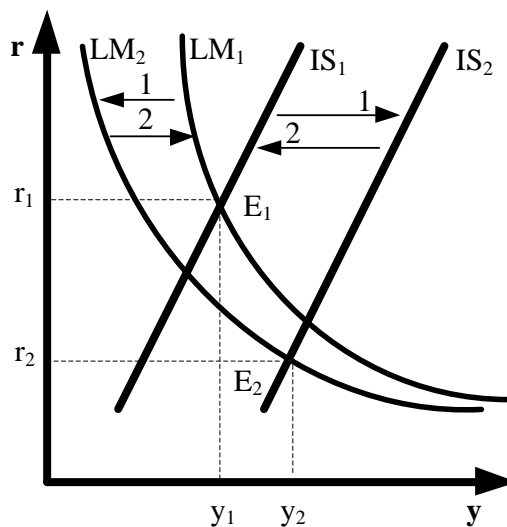
^{۵۵} بیدآباد، بیژن (۱۳۸۹). بررسی حقوقی اوراق قرضه بدون ربا. <http://www.bidabad.com/doc/legal-analysis-of-non-usury-bonds.pdf>

بیدآباد، بیژن، امیرعباس سیاهپوش، مهتاب میرزایی قاضی، سمیه الجبوری، زینب غلامی، امیر شریفی، امیر شمس، شهرام اکبرزاده. طرح تفصیلی «گواهی قرض الحسنه پس انداز»، بانک قرض الحسنه مهر ایران، ۱۳۸۹، تهران.

این عقد در لایحه و آئین‌نامه اجرایی^{۵۶} بانکداری راستین درج است.

آثار اقتصادی انتشار اوراق خزانه بدون ربا

انتشار اوراق خزانه بدون ربا توسط خزانه‌داری دولت شرایط لازم برای تأمین مالی دولت را از لحاظ سیاست‌های مالی دولت فراهم خواهد آورد و دولت در زمان‌های مختلف با خرید و فروش این اوراق می‌تواند سیاست‌های بودجه‌ای و مالی خود را تنظیم نماید. اگر اوراق توسط بانک مرکزی خریداری شود در دوره مالی اول عملاً پول پر قدرت در اقتصاد را افزایش داده و این تعهد را برای دولت ایجاد می‌نماید که مجدداً به میزان اوراق فروش رفته در دوره مالی دوم به همین میزان از منابع خود را نزد بانک مرکزی ودیعه گذارد. پس از سررسید دوم با بازدریافت منابع مزبور از بانک مرکزی اوراق خزانه منتشره از رده خارج می‌شوند. در این حالت چون این عملیات بر پول پر قدرت صورت می‌گیرد در دوره اول آثار انبساطی پولی و در دوره دوم آثار انقباضی پولی خواهد داشت. از طرف دیگر در دوره اول به دلیل افزایش منابع مالی دولت آثار مالی انبساطی بر بودجه دولت خواهد داشت و در دوره دوم آثار سیاست انقباضی مالی خواهد داشت. این اثر در جابجائی منحنی‌های IS و LM در نمودار ۲ نشان داده شده است. ابتدا تعادل در اقتصاد در نقطه E_1 است که پس از انتشار اوراق قرضه بدون ربا توسط دولت و خرید آن توسط بانک مرکزی در ابتدای دوره اول به نقطه E_2 جابجا می‌شود و سپس در ابتدای دوره دوم مجدداً به E_1 برمی‌گردد. لذا در دوره اول نرخ بهره (r) را کاهش و تولید (y) را افزایش می‌دهد ولی در دوره دوم اثر معکوس خواهد داشت.



تصویر ۲

بانک مرکزی با توجه به قرار گرفتن اقتصاد در مراحل رونق، شکوفائی، رکود و بحران در سیکل تجاری^{۵۷} و

^{۵۶} بیژن بیدآباد، آذرنگ امیراستوار، سعید عبداللهی، محمود الهیاری‌فرد، اسکندر پردل، مریم حیدری، علیرضا شفیعی، محمدعلی پوربهرز، پیشنویس لایحه قانونی بانکداری راستین، بانک ملی ایران، ۱۳۹۱. <http://www.bidabad.com/doc/rastin-banking-bill.pdf>

بیژن بیدآباد، آذرنگ امیراستوار، سعید عبداللهی، محمود الهیاری‌فرد، اسکندر پردل، مریم حیدری، علیرضا شفیعی، محمدعلی پوربهرز، پیشنویس آئین‌نامه اجرائی بانکداری راستین، بانک ملی ایران، ۱۳۹۱. <http://www.bidabad.com/doc/rastin-banking-regulation.pdf>

^{۵۷} بیدآباد، بیژن، تثبیت ادوار تجاری با بانکداری مشارکت در سود و زیان و اقتصاد اخلاق.

زمان استقرار اقتصاد در هر کدام از مراحل مزبور می‌تواند میزان A و N و یا k را مشخص نماید تا از شدت تموج سیکل تجاری و دامنه آن بکاهد. این سیاست مشابه سیاست تنظیم پولی⁵⁸ در بانکداری مرکزی متعارف عمل می‌کند. از طرف دیگر به دلیل اینکه این اوراق در بازار ثانویه خرید و فروش اوراق بانکی بدون ربا قابلیت معامله دارند می‌توانند اثرات تنظیمی خودکار از طریق ارتباط قیمت اوراق خزانه بدون ربا با نرخ بهره داشته باشند. هر زمان که نرخ بهره بالا باشد قیمت معاملاتی اوراق در دوره مالی اول پائین آمده و انگیزه بیشتری برای بانکها ایجاد می‌کند تا منابع خود را به امید دریافت منابع در دوره دوم (با خرید اوراق) نزد خزانه دولت بسپارند. نتیجتاً در هنگام شکوفائی اقتصاد که نرخ‌های بهره بالا است منابع آزاد بانکها را محدود می‌نماید و از بزرگ شدن دامنه سیکل می‌کاهد. و بالعکس هر زمان که نرخ بهره پائین باشد قیمت اوراق خزانه بدون ربا در دوره مالی اول بالا رفته و انگیزه کمتری برای بانکها ایجاد می‌کند تا منابع خود را به امید دریافت منابع در دوره دوم (با خرید اوراق) نزد خزانه ودیعه گذارند. نتیجتاً در هنگام بحران در اقتصاد که نرخ‌های بهره پائین است منابع آزاد بانکها را منبسط می‌نماید و اجازه نمی‌دهد که دامنه سیکل عریض شود و بحران تشدید گردد. از طرف دیگر بانک مرکزی می‌تواند با تنظیم خرید و فروش اوراق خزانه بدون ربا از طریق تغییر در عرضه پول پر قدرت بر حجم نقدینگی و نتیجتاً نرخ بهره اثر بگذارد. بدین ترتیب اوراق خزانه بدون ربا می‌تواند جایگزین اوراق خزانه متداول در بانکداری متعارف شود.

در شرایطی که نرخ تورم انتظاری و نرخ بهره مورد انتظار در دوره‌های مالی اول و دوم متفاوت باشد تحلیل آثار اقتصادی اوراق به گونه‌ای متفاوت خواهد شد. چنانچه نرخ انتظاری طبیعی بهره در دوره مالی دوم بیشتر یا کمتر از دوره مالی اول باشد آثار آن بر عرضه و تقاضای اوراق خزانه بدون بهره متفاوت خواهد بود. هرچه نرخ طبیعی بهره انتظاری برای دوره مالی دوم بیشتر باشد قیمت اوراق در دوره مالی اول افزایش خواهد یافت و بالعکس هر چه نرخ طبیعی بهره انتظاری برای دوره مالی دوم کمتر باشد قیمت اوراق در دوره مالی اول کاهش خواهد یافت. این موضوع از لحاظ بانک مرکزی برای تنظیم سیاست‌های مناسب پولی جهت تثبیت فعالیت‌های اقتصادی بسیار حائز اهمیت است و از طرف دیگر باعث می‌شود تا انتظارات نقشی اساسی در کنترل رفتار اعتباری بانکها داشته باشد. یعنی چنانچه بانکها توقع افزایش (یا کاهش) نرخ طبیعی بهره را در دوره بعد داشته باشند سیاست افزایش (یا کاهش) عرضه اوراق را پیش می‌گیرند. این مکانیزم از لحاظ اقتصادی و با توجه به تغییرات نرخ طبیعی بهره در دوران رونق، شکوفائی، رکود و بحران در سیکل‌های تجاری می‌تواند عاملی برای کوتاه کردن دامنه سیکل تجاری باشد.

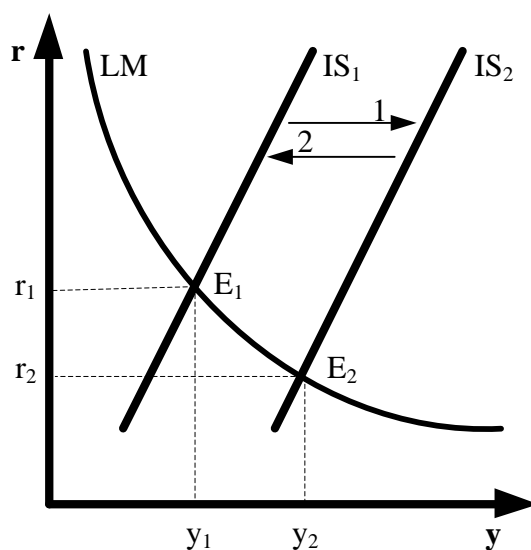
در شرایط تورم مداوم و باثبات مکانیزم اثرگذاری اوراق خزانه بدون ربا تفاوت زیادی نمی‌یابد. اگر نرخ تورم انتظاری در دو دوره اول و دوم یکسان باشد تورم در معاملات اوراق تأثیری نخواهد داشت ولی چنانچه نرخ تورم انتظاری در دوره‌های اول و دوم بیشتر یا کمتر از دوره دیگر باشد باید انتظار داشت تا قیمت این اوراق در بازارهای ثانویه متفاوت باشد. بدین ترتیب حالات زیر را برای اوراق خزانه بدون ربا می‌توانیم مد نظر قرار دهیم. در حالتی که با فرض ثابت بودن نرخ بهره، متوسط نرخ تورم انتظاری در دوره اول کمتر از متوسط نرخ تورم انتظاری در دوره دوم باشد قیمت اوراق در دوره اول بالاتر از قیمت اوراق در دوره دوم خواهد شد و اگر متوسط نرخ تورم انتظاری در دوره اول بیشتر از متوسط نرخ تورم انتظاری در دوره دوم باشد حالتی برعکس اتفاق خواهد افتاد و قیمت اوراق در دوره اول کمتر از قیمت اوراق در دوره دوم خواهد شد.

<http://bidabad.com/doc/pls-business-cycles.pdf>
⁵⁸ Fine tuning

نرخ‌های بهره سپرده‌ها و تسهیلات اعتباری نیز اثرات قابل توجهی در عرضه و تقاضا و قیمت اوراق خزانه بدون ربا در بازار ثانویه خواهند داشت که میتوان اثرات آنها را در دوره‌های اول و دوم براساس طول دوره‌ها و قرار گرفتن در موقعیت‌های مختلف سیکل تجاری از پیش بررسی نمود و اقدام به تنظیم سیاست‌های پولی و یا مالی کرد.

آثار انتشار اوراق خزانه بدون ربا (به پول داخلی) بر نرخ ارز از طریق آثار پولی ایجاد شده به بخش ارزی تسری می‌یابد. بدین شکل که تغییرات عرضه پول داخلی در تقابل با عرضه ارز خارجی اثرات خود را از کانالهای پولی و تفاوت‌های ایجاد شده در نرخ‌های بهره داخلی و خارجی در اقتصاد بر جای خواهد گذاشت.⁵⁹

چنانچه اوراق خزانه بدون ربا توسط بانک‌ها خریداری شود ضمن اینکه حجم این اوراق را در بازار در دوره اول افزایش می‌دهد منجر به افزایش منابع مالی دولت در همان دوره خواهد شد ولی حجم نقدینگی را تغییر نخواهد داد. در دوره دوم به همان میزان که منابع آزاد بانکها کاهش یافته مجدداً افزایش می‌یابد و آثار انقباضی مالی بر بودجه دولت خواهد داشت. در هر دو دوره حجم نقدینگی در اقتصاد تغییر نمی‌یابد. این اثر در جابجائی منحنی IS در نمودار ۳ نشان داده شده است. ابتدا تعادل در اقتصاد در نقطه E_1 است که پس از انتشار اوراق قرضه بدون ربا توسط دولت و خرید آن توسط بانکها در ابتدای دوره اول به نقطه E_2 جابجا می‌شود و سپس در ابتدای دوره دوم مجدداً به E_1 برمی‌گردد. لذا در دوره اول نرخ بهره (r) را کاهش و تولید (y) را افزایش می‌دهد ولی در دوره دوم اثر معکوس خواهد داشت.



تصویر ۳

اوراق خزانه بدون ربا ارزی

به دلیل گسترش شبکه‌های ارتباطی اینترنت در بازار بین‌المللی اوراق قرضه، اوراق قرضه ارزی گسترش زیادی یافته است که با امکان عملیات سوآپ در نرخ‌های بهره و ارزهای مختلف، امکان جدیدی را برای ایجاد تنوع در ترکیب دارائیه‌ها و پوشش لازم در تغییر نرخ برابری ارزهای مختلف در آینده را فراهم می‌آورد. اوراق قرضه ارزی از سمت

⁵⁹ - Bidabad, Bijan (2014) General monetary equilibrium. Lap Lambert Academic Publishing, OmniScriptum GmbH & Co. KG, ISBN: 978-3-659-54045-5, Spring.

http://www.amazon.com/General-Monetary-Equilibrium-International-Commodity/dp/3659540455/ref=sr_1_2?s=books&ie=UTF8&qid=1401553331&sr=1-2

تغییرات نرخ ارز و همچنین ریسک حاکمیت^{۶۰} ناشی از تغییر قوانین کشورها مخاطره آمیز هستند. در اوراق قرضه ارزی کوپن و اصل پول می‌توانند به واحدهای پول مختلف پرداخت شوند. برخی اوراق که توسط سازمان‌ها یا اتحادیه‌های بین‌المللی تعهد می‌شوند^{۶۱} قابلیت معامله در بازارهای بین‌المللی را هم دارند. نرخ بهره اوراق قرضه خارجی معمولاً با نرخ لایبور بعلاوه اندکی تفاوت برابر است که این تفاوت در بر گیرنده ریسک ناشی از تغییرات پول ملی و همچنین ریسک حاکمیتی کشور متعهد به بازپرداخت اصل اوراق می‌باشد.

امکان انتشار «اوراق خزانه بدون ربا ارزی» نیز همانند «اوراق خزانه بدون ربا» ریالی فراهم است. صادرکننده اوراق خزانه بدون ربای ارزی همچنان دولت است و خریداران آن نیز همانند «اوراق خزانه بدون ربا ریالی» بوده و تفاوت قابل ملاحظه‌ای ندارند بجز اینکه مبالغ اسمی در دو دوره می‌تواند یک ارز خارجی و یا دو ارز مختلف باشند. در هر دو حالت و مشخصاً در حالت دوم یعنی خرید اوراق خزانه بدون ربای ارزی به یک ارز در دوره اول و بازپرداخت آن به ارز دیگر در دوره دوم نیز شبیه ربا را وارد معامله نمی‌کند.

آثار پولی انتشار اوراق قرضه بدون ربای ارزی نیز همانند آثار پولی انتشار اوراق قرضه بدون ربای ریالی خواهد بود و بعلاوه آن قابلیت تثبیت عرضه و تقاضای ارز را نیز در اقتصاد خواهد داشت و بانک مرکزی می‌تواند از این طریق اقدام به تنظیم و مدیریت نرخ ارز نیز بنماید و با تغییر عرضه ارزهای مختلف نرخ برابری آنها را نیز برای کوتاه‌مدت متاثر سازد. این ابزار در زمانی که مبالغ اسمی در دو دوره یک ارز و یا دو ارز باشد اثرات متفاوتی در تنظیمات ارزی و تثبیت نرخ ارز دارد. وقتی مبالغ اسمی در دو دوره یک ارز باشد تمهیدی برای تأمین ارز مورد نیاز خریدار در دوره دوم بوده و نوعی پوشش ریسک و مقابله با نوسانات آتی نرخ ارز محسوب می‌گردد^{۶۲} و چنانچه خرید اوراق قرضه بدون ربای ارزی در دوره اول به یک ارز و بازپرداخت آن در دوره دوم به ارز دیگر باشد همین پوشش ریسک تغییرات نرخ ارز را درباره ارز مورد نظر در دوره دوم خواهد داشت. به غیر از بانک مرکزی باقی خریداران اوراق قرضه بدون ربای ارزی نیز می‌توانند از این پوشش ریسک ارزی استفاده نمایند.

بازار ثانویه معاملات اوراق خزانه بدون ربا

اوراق خزانه بدون ربا به قیمت اسمی معین در سامانه سیستم تسویه اوراق بهادار غیرربوی^{۶۳} (NSSSS) (بازار اولیه) و یا حتی فرابورس به منظور فروش به روش مزایده‌ای که فاقد قیمت پایه باشد انتشار می‌یابد. ناشر (دولت) اوراق زمانی را برای پایان مزایده در نظر گرفته تا پیشنهادات رقابتی خریداران (بانکها) به منظور خرید دریافت شود. در پایان زمان مزایده، اوراق بر اساس قیمت پیشنهادی بالاتر به خریداران فروخته خواهد شد. از آنجا که صادرکننده این اوراق (دولت) هیچگونه قیمتی را کمتر از قیمت اسمی از پیش تعیین نکرده و قیمت‌های رقابتی پیشنهادی از سوی خریداران بر مبنای تقابل نرخ بهره و نرخ تورم مورد انتظار خریدار و فروشنده و یا به بیان دیگر نرخ بهره طبیعی انتظاری در دوره‌های اول و دوم شکل می‌گیرد. تمامی شرایط و ارکان بیع تحقق می‌یابد، معامله از نظر شرعی نیز صحیح و فاقد شبهه ربوی است. اوراق خریداری شده مجدداً می‌تواند در سامانه NSSSS (بازار ثانویه) معامله شوند. سازوکار مبادلاتی طراحی

⁶⁰ Sovereign risk

⁶¹ Global bond, Eurobond, Yankee bond, Bulldog bond, Kangaroo bond, Maple bond, Bond Samurai.

⁶² - Hedging

⁶³ Non-Usury Scripless Security Settlement System (NSSSS)

شده برای این اوراق موجب کارایی بازار و همگرایی بازدهی این اوراق با بازدهی بخش حقیقی خواهد شد.^{۶۴}

خلاصه و نتیجه گیری

ابزارهای مالی اسلامی باید در بر گیرنده دو ویژگی اصلی غیرربوی بودن، و دوم کارآمدی آنها از ابعاد قابلیت کاربرد در سیاست‌های پولی و مالی و مدیریت نقدینگی و بودجه دولت و موسسات پولی و مالی بانکی و غیر بانکی باشند. یکی از مهمترین ابزارهای تاثیرگذار اوراق خزانه است که توانائی تنظیم سیاست‌های مالی و پولی را به دولت و بانک مرکزی می‌دهد. اما بدلیل وجود نرخ بهره در اوراق قرضه متعارف این اوراق ربوی می‌باشند و فاقد وجهت شرعی در نظام بانکداری اسلامی هستند و عملاً استفاده از این ابزار توسط مقامات پولی و دولت منع قانونی دارد.

این مقاله ابزاری جایگزین برای اوراق خزانه معرفی می‌نماید تا علاوه بر خصوصیت غیرربوی بتواند بطور کارآمد در سیاست‌های پولی و مالی مورد استفاده قرار گیرد. اوراق خزانه بدون ربا می‌تواند توسط دولت به منظور اعمال سیاست‌های مالی منتشر و بازخرید شوند که در این صورت بانک مرکزی می‌تواند این اوراق را برای سیاست‌های پولی خود خریداری نماید و یا بانکها با خرید آن جریانات مالی خود را تنظیم نمایند.

بازار ثانویه این اوراق در محیط وب و در سیستم NSSSS با قابلیت مزایده بدون قیمت پایه و قبول قیمت‌های رقابتی پیشنهادی بالاتر در دوره مزایده قابلیت خرید و فروش به این اوراق می‌دهد و بازدهی اوراق براساس قیمت بازاری آن خواهد بود. هیچ قیمت پایه‌ایی کمتر از قیمت اسمی برای این اوراق توسط فروشنده (دولت) در نظر گرفته نمی‌شود و قیمت‌های رقابتی پیشنهادی از سوی خریداران بر مبنای تقابل نرخ بهره و نرخ تورم مورد انتظار و به بیان دیگر نرخ طبیعی انتظاری بهره در دوره‌های اول و دوم شکل می‌گیرد. از طرفی سازوکار مبادلاتی طراحی شده برای این اوراق موجب کارایی بازار و همگرایی بازدهی این اوراق با بازدهی بخش حقیقی خواهد شد.

بیش از این کلیه دولت‌ها و بانک‌های مرکزی که الزامی به حذف ربا ندارند به راحتی می‌توانند از اوراق خزانه بدون ربا استفاده نمایند.

منابع

- بیدآباد، بیژن، محمود الهیاری فرد، اوراق قرضه غیرربوی (ریالی و ارزی) و ابزارهای پولی بانکداری مرکزی بدون ربا، ۱۳۸۹. <http://www.bidabad.com/doc/Islamic-banking-bond-fa.pdf>
- بیدآباد، بیژن (۱۳۸۹). بررسی حقوقی اوراق قرضه بدون ربا. <http://www.bidabad.com/doc/legal-analysis-of-non-usury-bonds.pdf>
- بیدآباد، بیژن (۱۳۸۹). گواهی قرض الحسنه پس انداز. <http://www.bidabad.com/doc/gavahi-qarzulhasana-pasandaz.pdf>
- بیدآباد، بیژن، امیر عباس سیاهیوش، مهتاب میرزایی قاضی، سمیه العجوری، زینب غلامی، امیر شریفی، امیر شمس، شهرام اکبرزاده. طرح تفصیلی «گواهی قرض الحسنه پس انداز»، بانک قرض الحسنه مهر ایران، ۱۳۸۹، تهران.
- بیدآباد، بیژن و عبدالرضا هرسینی، تحلیل فقهی - اقتصادی ربا در وامهای مصرفی و سرمایه گذاری و کاستیهای فقه

^{۶۴} بیدآباد، بیژن؛ محمود الهیاری فرد. تامین مالی غیرربوی مبتنی بر فناوری اطلاعات. مجموعه مقالات سومین کنفرانس بین‌المللی توسعه نظام تأمین مالی در ایران. ۳۰ بهمن لغایت ۱ اسفند ۱۳۸۹. <http://www.bidabad.com/doc/non-usury-finance-it-fa.pdf>

متداول در کشف احکام شارع. ارائه شده به همایش دوسالانه اقتصاد اسلامی، پژوهشکده اقتصاد، دانشگاه تربیت

مدرس، ۱۳۸۲. <http://www.bidabad.com/doc/reba-fa.pdf>

بیژن بیدآباد، آذرنگ امیراستوار، سعید عبداللهی، محمود الهیاری فرد، اسکندر پردل، مریم حیدری، علیرضا شفیعی، محمدعلی پوربهروز،

پیشنویس لایحه قانونی بانکداری راستین، بانک ملی ایران، ۱۳۹۱. <http://www.bidabad.com/doc/rastin-banking-bill.pdf>

• بیژن بیدآباد، آذرنگ امیراستوار، سعید عبداللهی، محمود الهیاری فرد، اسکندر پردل، مریم حیدری، علیرضا شفیعی، محمدعلی پوربهروز، پیشنهاد آئین نامه اجرائی بانکداری راستین، بانک ملی ایران، ۱۳۹۱.

<http://www.bidabad.com/doc/rastin-banking-regulation.pdf>

• بیدآباد، بیژن، مبانی عرفانی اقتصاد اسلامی، پول، بانک، بیمه و مالیه از دیدگاه حکمت. پژوهشکده پولی و بانکی،

بانک ایران، ۱۳۸۳، تهران. <http://www.bidabad.com/doc/mabani-erfani-eqtasade-islami.pdf>

• بیدآباد، بیژن؛ محمود الهیاری فرد. تامین مالی غیرربوی مبتنی بر فناوری اطلاعات. مجموعه مقالات سومین

کنفرانس بین المللی توسعه نظام تامین مالی در ایران. ۳۰ بهمن لغایت ۱ اسفند ۱۳۸۹.

<http://www.bidabad.com/doc/non-usury-finance-it-fa.pdf>

• بیدآباد، بیژن، تثبیت ادوار تجاری با بانکداری مشارکت در سود و زیان و اقتصاد اخلاق

<http://bidabad.com/doc/pls-business-cycles.pdf>

• کمیجانی، اکبر و بیژن بیدآباد (۱۳۷۱) سیاستهای پولی مناسب جهت تثبیت فعالیتهای اقتصادی در ایران، مرحله اول،

وزارت امور اقتصادی و دارایی، معاونت امور اقتصادی. <http://bidabad.com/doc/siyasathayepooli-vol1.pdf>

- Al-Sadiq 'Abd al-Rahman al-Gharyani, Al-Mu'amalat Ahkam wa Adillah, 2nd ed., 1992.
- Azizi bin Che Seman, "Bay' al-Dayn, Bay' al-'Inah and IPDS in the Malaysian Islamic Capital Market", [http://myais.fsktm.um.edu.my/7491/1/Bay' al-Dayn, al-'Inah and IPDS in the Malaysian Islamic Capital Market.pdf](http://myais.fsktm.um.edu.my/7491/1/Bay%20al-Dayn%20al-Inah%20and%20IPDS%20in%20the%20Malaysian%20Islamic%20Capital%20Market.pdf)
- Bidabad, Bijan (2014) General monetary equilibrium. Lap Lambert Academic Publishing, OmniScriptum GmbH & Co. KG, ISBN: 978-3-659-54045-5, Spring. http://www.amazon.com/General-Monetary-Equilibrium-International-Commodity/dp/3659540455/ref=sr_1_2?s=books&ie=UTF8&qid=1401553331&sr=1-2
- Bidabad, Bijan, Abul Hassan, Ben Ali Mohamed Sami, Mahmoud Allahyarifard. Interest-Free Bonds and Central Banking Monetary Instruments. International Journal of business and Management Science. Vol. 3, no. 3, August 2011.
- Fouad H. Al-Salem, Islamic financial product innovation, International Journal of Islamic and Middle Eastern Finance and Management Volume: 2, Issue: 3, 2009.
- Muhammad Arham, "Islamic perspectives on marketing", Journal of Islamic Marketing Vol: 1 Issue: 2, 2010.
- Muhammad Tawfiq Ramadan al-Buti, Al-Buyu' al-Sha'i'ah wa Athar Dawabit al-Mabi ala Shar'iyyatiha, Beirut: Daral-Fikr al-Mu'asir, 1998, pp.370-378.