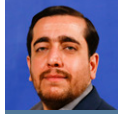


الگوهای کاربرد صکوک در عملیات بازار باز؛ بسترسازی برای اجرای برنامه جدید سیاست‌گذاری پولی

یادداشت تحلیلی

حسین
میثمیعضو هیئت علمی و مدیر گروه بانکداری اسلامی،
پژوهشکده پولی و بانکی

نظام بانکی کشور آن است که حجم قابل‌توجهی از اوراق بهادار منطبق با شریعت (صکوک) در ترازنامه بانک مرکزی و بانک‌ها وجود داشته باشد تا سیاست‌گذار بتواند با خریدوفروش آن‌ها، نسبت به اجرای عملیات بازار باز اقدام ورزد؛ یا اینکه این اوراق به‌عنوان وثیقه جهت استفاده از تسهیلات قاعده‌مند بانک مرکزی کاربرد پیدا کند. به‌رغم آنچه مطرح شد، مشکلی که وجود دارد آن است که در حال حاضر بازار بدهی کشور عمق کافی ندارد و حجم صکوک موجود در نظام مالی پاسخ‌گوی حضور بازیگران عمده‌ای چون بانک مرکزی و بانک‌ها و مؤسسات اعتباری غیربانکی نیست. براین اساس، ضرورت طراحی الگوهای جدید صکوک در راستای بسترسازی برای اجرای برنامه جدید سیاست‌گذاری پولی احساس می‌شود. در ادامه، به تبیین ظرفیت‌های موجود در حوزه «صکوک دولت»، «صکوک بانک مرکزی» و «صکوک بانکی» اشاره می‌شود.

۱- مقدمه: بدون شک، یکی از مهم‌ترین اقدامات و اصلاحات زیرساختی بانک مرکزی در سال ۱۳۹۸ اجرای برنامه جدید سیاست‌گذاری پولی در راستای راهبری سیاست‌های پولی از مسیر عملیات بازار باز بود. بر اساس این طرح، امکان اجرای عملیات بازار باز (خریدوفروش اوراق بهادار) توسط بانک مرکزی از مسیر تشکیل کریدور نرخ سود در بستر تسهیلات قاعده‌مند فراهم می‌گردد. «تسهیلات قاعده‌مند» عبارتی جامع جهت توصیف کلیه روش‌های سپرده‌پذیری بانک مرکزی با نرخ کف و ارائه تسهیلات در نرخ سقف محسوب می‌شود (بیندسیل، ۲۰۱۴، ص. ۲۳۱). علاوه بر این، در چهارچوب جدید قرار است بخش عمده روابط بانک مرکزی با بانک‌ها و روابط بانک‌ها با یکدیگر در بازار بین‌بانکی، بر اساس وثیقه‌گذاری اوراق بهادار انجام شود. براین اساس، به‌نظر می‌رسد پیش‌نیاز موفقیت اجرای برنامه جدید سیاست‌گذاری پولی در

۲- صکوک دولت

اجرای عملیات بازار باز بر روی اوراق منتشرشده توسط دولت اولین و رایج‌ترین نوع سیاست‌گذاری پولی بر اساس تجارب بین‌المللی است. این شیوه در بیشتر کشورهای توسعه‌یافته که دارای بازارهای ثانوی ساختاریافته و عمیق بر روی «اوراق بهادار دولتی» هستند، مورد استفاده قرار می‌گیرد. در این روش ابتدا، دولت در بازار اولی نسبت به انتشار صکوک اقدام می‌کند (سیاست مالی) و سپس بانک مرکزی با ورود در بازار ثانوی اوراق و خریدوفروش صکوک دولتی به اعمال سیاست‌های موردنظر خود می‌پردازد (سیاست پولی). به‌صورت طبیعی، اوراق دولتی از حداقل ریسک برخوردارند و از این جهت خطری متوجه سیاست‌گذار نمی‌شود. صکوک

دولتی می‌تواند حداقل شامل چهار الگوی اسناد خزانه اسلامی، صکوک مرابحه دولت، صکوک اجاره دولت، و صکوک استصناع دولتی باشد که در ادامه دو مورد اول مورد بحث قرار می‌گیرد.

۱- اسناد خزانه اسلامی

«اسناد خزانه» اصلی‌ترین اوراقی است که توسط بانک‌های مرکزی برای عملیات بازار باز استفاده می‌شود؛ به‌نحوی که در حال حاضر بخش مهمی از ارقام دارایی موجود در ترازنامه بانک‌های مرکزی اسناد خزانه دولت (در کنار دیگر اوراق بهادار کم‌ریسک) است. این اوراق معمولاً توسط دولت در قطع بالا، بدون ریسک، به‌صورت تنزیلی (اوراق با کوپن صفر)، و در بازار بین‌بانکی (بازار پول) ارائه می‌شود و بانک مرکزی، بانک‌ها، و مؤسسات اعتباری

غیربانکی مشتری اصلی این دسته از اوراق به‌حساب می‌آیند (قضاوی و بازمحمدی، ۱۳۹۱، ص. ۳۶).

اسناد خزانه اسلامی به‌لحاظ ماهیت شبیه اسناد خزانه متعارف است. با این تفاوت که در اینجا لازم است اوراق حتماً به پشتوانه دارایی واقعی منتشر شود؛ یعنی بدهی مبنای انتشار اوراق باید ناشی از آن دسته از بدهی‌های دولت باشد که بر اثر فعالیت‌های بخش واقعی اقتصاد ایجاد شده‌اند.

شیوه معمول و رایج کاربرد اسناد خزانه اسلامی برای عملیات بازار باز بدین صورت است که ابتدا دولت در بازار اولی اقدام به انتشار اسناد خزانه اسلامی می‌کند و آن‌ها را به طلبکارانی که از دولت طلب دارند (مانند پیمانکاران) تحویل می‌دهد. در ادامه، پیمانکاران به تنزیل این اوراق در بازار ثانوی و



دستیابی به منابع نقد اقدام می‌کنند. در این شرایط، بانک مرکزی نیز می‌تواند با ورود در بازار ثانوی اوراق و انجام خریدوفروش، به اعمال سیاست‌های انبساطی و انقباضی موردنظر خود اقدام کند (موسویان و میثمی، ۱۳۹۶، ص. ۱۴۳).

هرچند در حال حاضر اسناد خزانه دولتی در سررسیدهای گوناگون منتشر شده و در بازار فرابورس کشور در حال معامله است، دقت در ماهیت این ابزار نشان می‌دهد تاکنون صرفاً یکی از الگوهای اسناد خزانه اسلامی به مرحله اجرا رسیده و سایر الگوها عملیاتی نشده است. در واقع، تاکنون دولت صرفاً از الگوی «انتشار اسناد خزانه اسلامی بر روی بدهی‌های سررسیده شده دولت به پیمانکاران جهت پروژه‌های خاتمه‌یافته» استفاده کرده است؛ در حالی که می‌توان اسناد خزانه اسلامی را حداقل بر اساس پنج الگوی نظری دیگر طراحی کرد که عبارت‌اند از:

● انتشار اسناد خزانه بر روی بدهی‌های دولت به پیمانکاران جهت پروژه‌های در حال انجام؛

● انتشار اسناد خزانه بر روی بدهی‌های دولت به شبکه بانکی؛

● انتشار اسناد خزانه بر روی بدهی‌های دولت به نهادهای عمومی غیردولتی (سازمان بازنشستگی، تأمین اجتماعی، و شهرداری‌ها)؛

● انتشار اسناد خزانه جهت تأمین کالاها و خدمات موردنیاز دولت؛

● انتشار اسناد خزانه جهت تأمین وجوه نقد برای دولت.

۲- صکوک مرابحه دولت

اوراق مرابحه اوراق بهاداری است که دارندگان آن‌ها به صورت مشاع مالک دارایی مالی (دیونی) هستند که بر اساس قرارداد مرابحه حاصل شده است. این اوراق بازده ثابت دارد و قابل فروش در بازار ثانوی است (موسویان، ۱۳۹۱، ص. ۲۲۱). شیوه کاربرد این اوراق در عملیات بازار باز بدین صورت است که ابتدا دولت در بازار اولی اقدام به انتشار اوراق مرابحه برای تأمین نیازهای واقعی خود به کالاها و خدمات (مثلاً خرید یک قطعه زمین) می‌کند. با تشکیل بازار صکوک مرابحه دولت، بانک مرکزی می‌تواند در این بازار وارد شود و با خریدوفروش اوراق، به اجرای عملیات بازار باز بپردازد.

۳- صکوک بانک مرکزی

برخلاف کشورهای توسعه‌یافته، برخی کشورهای در حال توسعه یا اساساً بازارهای مالی ثانوی اوراق بهادار دولتی ندارند یا بازار مذکور وجود دارد، اما عمق کافی ندارد. در این شرایط، بانک مرکزی نمی‌تواند صرفاً با خریدوفروش اوراق بهادار دولتی به انجام عملیات بازار باز موردنظر خود اقدام ورزد. به منظور حل این مشکل، در برخی از این کشورها بانک‌های مرکزی به انتشار مستقیم «اوراق بهادار بانک مرکزی» اقدام می‌کنند و عملیات بازار باز را از این طریق سامان می‌دهند.

در این زمینه، صندوق بین‌المللی پول در سال ۲۰۱۵ تحقیقی انجام داد و در آن از بانک‌های مرکزی کشورهای مختلف خواست درباره ابزارهای مورد استفاده خود برای عملیات بازار باز اظهار نظر کنند. بر اساس یافته‌های این پژوهش، بیش از یک‌سوم بانک‌های مرکزی جهان (که عمدتاً کشورهای در حال توسعه بوده‌اند) به نحوی از اوراق بهادار بانک مرکزی برای سیاست‌گذاری پولی استفاده می‌کردند (صندوق بین‌المللی پول، ۲۰۱۵، ص. ۱۲۱).

۱-۳ صکوک ودیعه بانک مرکزی

در این الگو، بانک مرکزی نسبت به انتشار صکوک و دیعه اقدام می‌کند و آن را در بازار بین‌بانکی جهت جمع‌آوری منابع نقد از بانک‌های دارای مازاد عرضه می‌کند. در اینجا، رابطه مالی بین بانک مرکزی و بانک خریدار اوراق بر اساس قالب حقوقی و دیعه شکل می‌گیرد. در واقع، بانک مرکزی اعلام می‌کند حاضر است منابع بانک‌ها را بر اساس عقد و دیعه (امانت) دریافت کند و در عوض، هدیه‌ای (یا هبه‌ای) غیرمشروط به عنوان سود (به تعبیر دقیق‌تر، جهت حفظ قدرت خرید) به آن‌ها بپردازد. در اینجا، رابطه حقوقی دارندگان

اوراق با بانک مرکزی، رابطهٔ ودیعه است (نه قرض) و وجوه حاصله به ملکیت بانک مرکزی در نمی‌آید (بلکه در راستای هدف سیاست‌گذار مسدود می‌شود).

۱-۳-۱ صکوک بیع دین بانک مرکزی
صکوک بیع دین بانک مرکزی ابزاری مالی است که بر مبنای عقد بیع دین، بر اساس مطالباتی که بانک مرکزی از بانک‌ها و مؤسسات اعتباری غیربانکی دارد، منتشر و بدون کوپن سود (به صورت تنزیلی) در بازار بین بانکی عرضه می‌شود. دین مبنای انتشار اوراق باید حقیقی (غیرصوری) و قابلیت تبدیل شدن به اوراق بهادار را نیز داشته باشد. با فروش دین، مالکیت دین به غیر بانک مرکزی واگذار می‌شود و این امکان برای مالک جدید نیز میسر است که دین را دوباره به فروش برساند. با فروش این اوراق، نقدینگی از اقتصاد جمع‌آوری می‌شود که این به معنای کاهش پایهٔ پولی و اعمال سیاست انقباضی است. عملیات انبساطی نیز به صورتی کاملاً مشابه و با خرید اوراق اتفاق می‌افتد (میثمی و ندری، ۱۳۹۵، ص. ۲۳۷).

۴- صکوک بانکی

استفاده از اوراق بهادار بانکی جهت عملیات بازار باز راهکار دیگری است که می‌تواند جهت اجرای سیاست‌گذاری پولی مورد استفاده قرار گیرد. در این الگو، ابتدا یک بانک نسبت به انتشار اوراق بهادار اقدام می‌کند و سپس بانک مرکزی در بازار ثانویه این اوراق وارد می‌شود و با خرید و فروش آن به اجرای عملیات بازار باز اقدام می‌کند.

شاید در نگاه اول این‌طور به نظر رسد که بانک مرکزی باید صرفاً نسبت به خرید اوراق باکیفیت دولتی اقدام کند و وارد شدن در بازار اوراق بانکی می‌تواند ستون دارایی ترازنامهٔ بانک مرکزی را با ریسک مواجه سازد. اما، دقت در این مسئله نشان می‌دهد آنچه اهمیت دارد باکیفیت بودن اوراق مبنای عملیات بازار باز است و با توجه به اینکه معمولاً ریسک بسیاری از بانک‌ها پایین محسوب می‌شود، لذا می‌توان اوراق آن‌ها را نیز برای عملیات بازار باز مورد توجه قرار داد. البته، طبیعی

است که استفاده از این راهکار مخصوص شرایطی است که بازار اوراق باکیفیت دولتی عمق کافی نداشته باشد یا به هر دلیل امکان وارد شدن در این بازار برای بانک مرکزی فراهم نیست.

در این ارتباط، بررسی تجارب بین‌المللی نشان می‌دهد بانک‌های مرکزی کشورهای گوناگون در دوره‌های مختلف فهرستی از اوراق بهاداری که در عملیات بازار باز قابلیت پذیرش دارند (فهرست وثایق معتبر) منتشر می‌کنند که در این فهرست انواع اوراق بهاداری که از نظر بانک مرکزی از کیفیت مناسب برای ورود در عملیات بازار باز برخوردارند، ذکر می‌شود. نکتهٔ جالب توجه آنکه این فهرست قابلیت تعدیل دارد و مثلاً در بحران مالی سال ۲۰۰۸ در برخی

در حال حاضر بازار بدهی کشور عمق کافی ندارد و حجم صکوک موجود در نظام مالی پاسخ‌گوی حضور بازیگران عمده‌ای چون بانک مرکزی و بانک‌ها و مؤسسات اعتباری غیربانکی نیست.

از کشورهای اروپایی، فهرست اوراق بهادار قابل قبول جهت عملیات بازار باز تا حد زیادی توسعه یافت و علاوه بر اسناد خزانه و اوراق دولتی، برخی اوراق بانکی و حتی اوراق شرکتی باکیفیت نیز در این فهرست قرار گرفت.

با توجه به آنچه مطرح شد، می‌توان انواع مختلفی از صکوک بانکی را جهت عملیات بازار باز توسط بانک مرکزی کشور پیشنهاد داد که در ادامه به سه مورد از مهم‌ترین آن‌ها اشاره می‌شود.

۱-۴-۱ صکوک گام: گواهی اعتباری مولد (گام) یکی از جدیدترین نوآوری‌های نظام بانکی کشور در راستای تأمین مالی زنجیرهٔ تأمین و حمایت از بخش حقیقی اقتصاد با استفاده از ابزارهای اسلامی محسوب می‌شود که در بهمن ۱۳۹۸ به مرحلهٔ اجرا رسیده است. در این روش، ابتدا بانک‌ها نسبت به انتشار و واگذاری صکوک گام اقدام می‌کنند و با شکل‌گیری بازار ثانوی

برای این اوراق، بانک مرکزی در این بازار وارد می‌شود و نسبت به اجرای عملیات بازار باز اقدام می‌کند.

ماهیت حقوقی اوراق گام بر اساس قالب حقوقی «ضمانت» و «خرید خدمت» استوار است، زیرا در این اوراق، بانک به فروشندهٔ نهاده به یک واحد تولیدی خدمت خاصی ارائه می‌کند و آن تبدیل چک واحد تولیدی به اوراق مالی استاندارد و ضمانت‌شده است. در اینجا، این اوراق استاندارد از دو ویژگی مهم برخوردارند که عبارت‌اند از: تضمین بانک در سررسید و نقدشوندگی.

۲-۴-۲ صکوک بیع دین بر روی دارایی‌های تسهیلاتی بانک‌ها

به لحاظ ترازنامه‌ای، ستون دارایی ترازنامهٔ هر بانک شامل چند جزء بوده که یکی از مهم‌ترین آن‌ها «مطالبات ناشی از اعطای تسهیلات» است که اصطلاحاً «دارایی‌های تسهیلاتی» نامیده می‌شود.

صکوک بیع دین بانکی بر اساس این دارایی‌ها منتشر می‌شود. در این شیوه، بانک‌هایی که منابع خود را از راه اعطای تسهیلات در اختیار متقاضیان قرار داده‌اند (مطالبات تسهیلاتی دارند)، می‌توانند با تبدیل مطالبه‌های خود به اوراق بهادار قابل فروش در بازارهای مالی، منابع را آزاد کنند و آن‌ها را به سایر مشتریان تسهیلات دهند. استفاده از این شیوه به آزاد شدن سریع‌تر منابع بانک‌ها و افزایش شاخص‌های سلامت بانکی کمک می‌کند.

۳-۴-۳ صکوک اجاره جهت تأمین نقدینگی

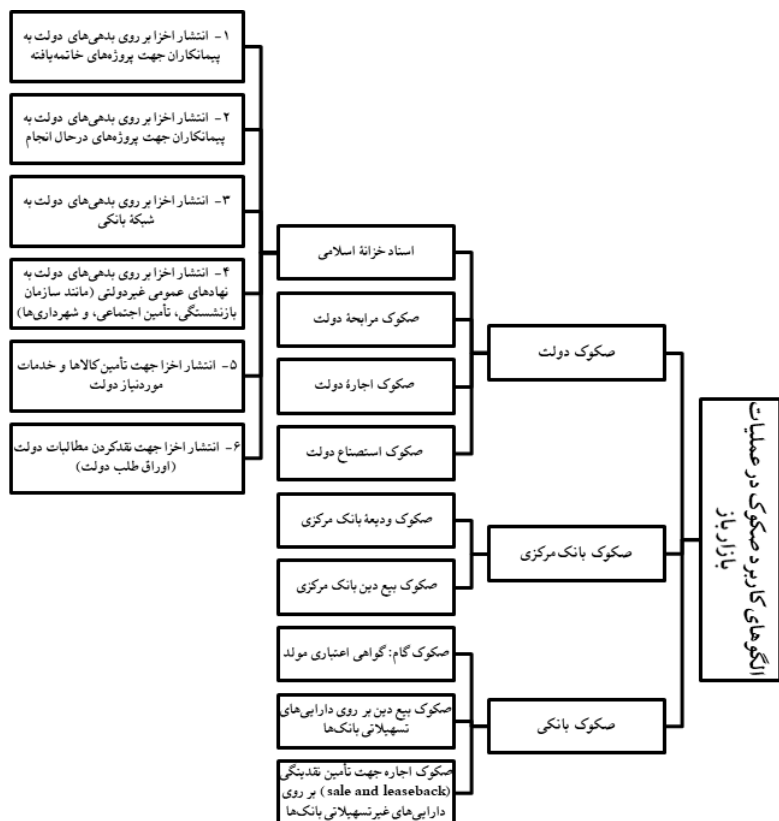
بر روی دارایی‌های غیرتسهیلاتی بانک‌ها بانک‌ها علاوه بر دارایی‌های تسهیلاتی، دارای حجم قابل توجهی از «دارایی‌های غیرتسهیلاتی» هستند. منظور از دارایی‌های غیرتسهیلاتی کلیهٔ مواردی است که در ستون دارایی ترازنامهٔ بانک موجود است و شامل دارایی‌های تسهیلاتی نمی‌گردد (مانند ساختمان‌ها و سایر دارایی‌های غیرمنقول بانک). رسوب انواع دارایی‌های غیرتسهیلاتی در ترازنامهٔ بانک‌ها در عمل باعث شده تا حجم قابل توجهی از دارایی‌های شبکهٔ بانکی از فرآیند واسطه‌گری مالی بانک‌ها خارج شود.

در این الگو، می‌توان با استفاده از ظرفیت ابزار «صکوک اجاره جهت تأمین نقدینگی»، دارایی‌های غیرتسهیلاتی را به اوراق بهادار تبدیل کرد. در این روش، ابتدا بانک‌ها دارایی‌های غیرتسهیلاتی خود را به صکوک اجاره تبدیل می‌کنند و با شکل‌گیری بازار برای اوراق، بانک مرکزی نسبت به ورود در این بازار و اجرای عملیات بازار باز اقدام می‌ورزد. این نوع صکوک به لحاظ حقوقی بر اساس منطق «فروش و اجاره مجدد» طراحی می‌شود. در این روش، بانک ابتدا نسبت به تشکیل استخری از دارایی‌های غیرتسهیلاتی خود اقدام می‌کند؛ در ادامه و با انتشار اوراق، این دارایی‌ها را به خریداران اوراق می‌فروشد و هم‌زمان اجاره به شرط تملیک می‌کند.

۵- جمع‌بندی و نتیجه‌گیری

خوشبختانه پس از سال‌ها، اجرای برنامه جدید سیاست‌گذاری پولی و راهبری نرخ‌های سود از طریق عملیات بازار باز در بستر کریدور نرخ سود تسهیلات قاعده‌مند در دستور کار سیاست‌گذار پولی قرار گرفت و در سال ۱۳۹۸ اجرایی شد. با این حال، خطری که این برنامه را تهدید می‌کند کم‌عمق بودن بازار بدهی و صکوک در کشور است، زیرا پیش‌نیاز اجرای برنامه جدید سیاست‌گذاری پولی آن است که حجم قابل‌توجهی از صکوک در ستون دارایی ترازنامه بانک مرکزی و بانک‌ها موجود باشد تا بتوان با خرید و فروش این اوراق به اجرای عملیات بازار باز اقدام کرد.

در این تحقیق، انواع مختلفی از صکوک دولت، صکوک بانک مرکزی، و صکوک بانکی جهت اجرای عملیات بازار باز پیشنهاد شد که استفاده از آن‌ها می‌تواند به تدریج در دستور کار بانک مرکزی قرار گیرد (کلیه این روش‌ها در شکل ۱ تبیین شده است). البته، بدیهی است استفاده از صکوک و توسعه بازار بدهی لازم است با در نظر گرفتن تدابیر لازم در سطح اقتصاد کلان از جمله نظارت و پایش مستمر بر میزان نسبت بدهی به تولید ناخالص داخلی (با توجه ویژه به مسئله پایاداری مالی) انجام شود.



شکل ۱. الگوهای عملیاتی صکوک با رویکرد سیاست‌گذاری پولی

منابع و مآخذ

- قضاوی، ح.، و بازمحمدی، ح. (۱۳۹۱). عملیات بازار باز در چهارچوب بانکداری بدون ربا (مطالعه موردی: اسناد خزانه اسلامی). گزارش پژوهشی. تهران: پژوهشکده پولی و بانکی.
- موسویان، س. ع. (۱۳۹۱). بازار سرمایه اسلامی. قم: پژوهشگاه فرهنگ و اندیشه اسلامی.
- موسویان، س. ع. و میثمی، ح. (۱۳۹۶). بانکداری اسلامی (۲): بانکداری مرکزی اسلامی و سیاست‌گذاری پولی و ارزی. تهران: پژوهشکده پولی و بانکی.
- میثمی، ح. و ندری، ک. (۱۳۹۵). طراحی مدل‌های عملیاتی اوراق بهادار (صکوک) جهت انجام عملیات بازار باز: چارچوبی نوین برای سیاست‌گذاری پولی اسلامی. تهران: دانشگاه امام صادق (ع).

Bindseil, U. (2014). *Monetary policy operations and the financial system*. London: Oxford University Press.

IMF. (2015). *Issuance of central bank securities: International experiences and guidelines* (IMF Working Paper, No. WP/106/15).