

## امکان‌سنجی اجرایی گواهی سپرده قابل معامله به عنوان ابزار عملیات بازار باز در نظام بانکداری بدون ربا

دکتر محمدنقی نظرپور\*، دکتر محمدرضا یوسفی\*\* و میثم حقیقی\*\*\*

تاریخ دریافت: ۶ آذر ۱۳۹۱

تاریخ پذیرش: ۱۶ تیر ۱۳۹۲

با توجه به ممنوعیت ربا (بهره) و به تبع آن عدم امکان به کارگیری اوراق قرضه که بر بهره مبتنی است، امکان استفاده از این ابزار در نظام بانکداری بدون ربا وجود ندارد. از این رو اجرای عملیات بازار باز از طریق خرید و فروش اوراق قرضه که بر نرخ بهره مبتنی است، مطلقاً کاربردی نداشته، بدین طریق عملاً قدیمی‌ترین و شناخته‌شده‌ترین و در عین حال مهم‌ترین ابزار اعمال سیاست پولی که برای مهار نقدینگی در اقتصاد صورت می‌پذیرفت، از مجموعه ابزارهای سیاستگذاری که در اختیار بانک مرکزی بود، کنار گذاشته شد. لذا اوراق جایگزینی از قبیل اوراق مشارکت، اوراق استصناع و ... توسط اقتصاددانان مسلمان برای عملیات بازار بازرگانی شد. مقاله حاضر با بررسی توصیفی و استفاده از منابع کتابخانه‌ای، تلاش کرده است، به اثبات این فرضیه بپردازد که «با به کارگیری اوراق گواهی سپرده قابل معامله، به عنوان مکمل سایر اوراق و صکوک اسلامی، جهت کنترل نقدینگی و تنظیم پایه پولی در چارچوب قانون عملیات بانکی بدون ربا در اختیار بانک مرکزی قرار داده و خلأ وجود اوراق قرضه را برای اعمال سیاست پولی جبران کند». مقاله این نتیجه را به دنبال دارد که گواهی سپرده قابل معامله به عنوان ابزاری مکمل سایر اوراق اسلامی، می‌تواند در عملیات بازار باز در بانکداری بدون ربا به کار گرفته شود و بانک مرکزی با خرید و فروش این اوراق طی عملیات بازار باز در بازار ثانویه، می‌تواند به مدیریت نقدینگی و اعمال سیاستگذاری پولی مؤثر در اقتصاد کشور بپردازد.

\* nazarpur@mofidu.ac.ir

\* استادیار گروه اقتصاد دانشگاه مفید

\*\* yousefi@mofidu.ac.ir

\*\* استادیار گروه اقتصاد دانشگاه مفید

\*\*\* mhaghghi1367@gmail.com

\*\*\* دانشجوی کارشناسی ارشد علوم اقتصادی دانشگاه مفید

واژه‌های کلیدی: گواهی سپرده، عملیات بازار باز، سیاست پولی، بانکداری بدون ربا، بازار اولیه و ثانویه.

طبقه‌بندی JEL: D53, E52, E58, G10.

## ۱. مقدمه

کنترل پول پر قدرت<sup>۱</sup> و حجم نقدینگی در چارچوب سیاست‌های پولی در اختیار بانک مرکزی کشورها قرار دارد و بانک مرکزی نیز با استفاده از ابزارهایی نظیر عملیات بازار باز<sup>۲</sup> (OMO)، تغییر نرخ ذخیره قانونی، تغییر نرخ تنزیل مجدد به اهداف خود نایل می‌آید. در عین حال، در این مجموعه ابزارها، عملیات بازار باز قدیمی‌ترین، شناخته‌شده‌ترین و مهم‌ترین ابزار شمرده می‌شود. در جمهوری اسلامی ایران با توجه به ممنوعیت ربا (بهره) و به تبع آن عدم امکان به‌کارگیری اوراق قرضه که بر بهره مبتنی است، امکان استفاده از این ابزار در نظام بانکی کشور وجود ندارد. از این رو اجرای عملیات بازار باز از طریق خرید و فروش اوراق قرضه که بر نرخ بهره مبتنی است، مطلقاً کاربردی نداشته و از مجموعه ابزارهای سیاست‌گذاری حذف و بانک مرکزی را ناگزیر به به‌کارگیری ابزارهای مستقیم و غیربازاری برای اعمال نظارت و تنظیم بازار پول نموده است. از جمله این ابزارها می‌توان به تعیین نرخ سود تسهیلات در عقود مبادله‌ای، تعیین حداقل نرخ سود در عقود مشارکتی و تعیین نرخ سود انواع سپرده‌های سرمایه‌گذاری و تغییر نرخ ذخیره قانونی و حداکثر استفاده از آن اشاره نمود. قرار دادن این گونه محدودیت‌ها در بازار پولی کشور، منجر به گسترش بازار غیررسمی پولی مبتنی بر ربا گردیده است.

تجربه چند سال اخیر جمهوری اسلامی ایران نیز نشان می‌دهد که ابزارهای متعارف دیگر مانند تغییر نرخ ذخیره قانونی، تغییر نرخ تنزیل مجدد و ابزارهایی که به‌ویژه در بانکداری بدون ربا مطرح شد، نظیر تعیین حداقل و حداکثر نسبت سود بانک‌ها در معاملات اقساطی و اجاره به شرط تملیک، تعیین انواع و میزان حداقل و حداکثر کارمزد خدمات بانکی و حق الوکاله و ... کارآیی مطلوبی برای مهار نقدینگی نداشتند و نتوانستند خلأ انجام عملیات بازار باز را پُر کنند.<sup>۳</sup>

---

1. High Powered Money  
2. Open Market Operation

۳. نظر پور (۱۳۸۵): ۴۹-۴۸

مقاله حاضر با بررسی توصیفی و استفاده از منابع کتابخانه‌ای، تلاش کرده است به اثبات این فرضیه بپردازد که «با به کارگیری اوراق گواهی سپرده قابل معامله<sup>۱</sup> به عنوان مکمل سایر اوراق و صکوک اسلامی، جهت کنترل نقدینگی و تنظیم پایه پولی در چارچوب قانون عملیات بانکی بدون ربا در اختیار بانک مرکزی قرار داده و خلأ وجود اوراق قرضه را برای اعمال سیاست پولی جبران کند». سؤال اصلی مقاله نیز این است که «آیا این ابزار در نظام بانکداری بدون ربا می‌تواند به عنوان مکمل سایر اوراق طراحی شده همانند اوراق مشارکت، اوراق استصناع و ...، در عملیات بازار باز کاربرد داشته باشد و بانک مرکزی از آن در جهت اعمال سیاستگذاری پولی خود، در عملیات بازار باز استفاده نماید؟»

در این مقاله ضمن بیان ادبیات و پیشینه موضوع، به تبیین ضرورت و چگونگی شکل‌گیری اوراق گواهی سپرده قابل معامله می‌پردازیم، در ادامه انواع گواهی سپرده قابل معامله در بانکداری بدون ربا را بررسی می‌کنیم، سپس به امکان‌سنجی فقهی این اوراق و مزایا و معایب آن پرداخته می‌شود. در ادامه، بازارهای اوراق گواهی سپرده قابل معامله و سازوکار آن‌ها مورد بررسی قرار می‌گیرد. در پایان، اوراق گواهی سپرده قابل معامله به عنوان ابزار سیاستگذاری پولی مورد بررسی قرار می‌گیرد.

## ۲. ادبیات و پیشینه موضوع

نظر به ممنوعیت ربا (بهره) در اسلام و الغای کارکرد آن در نظام اقتصاد اسلامی و به تبع آن حرمت به کارگیری ابزارهای مبتنی بر بهره، ضروری است نظام اسلامی برای تأمین ابزارهای لازم در جهت اعمال سیاست پولی و کنترل نقدینگی، از ابزاری غیر از اوراق قرضه استفاده نماید. اتکا به اوراق مشارکت برای پر کردن خلأ اوراق قرضه در اقتصاد اسلامی کافی نیست. به همین منظور در سال‌های اخیر معرفی ابزارهای جایگزین اوراق قرضه توجه محققین و اندیشمندان حوزه اقتصاد اسلامی را به خود معطوف نموده است. از جدیدترین ابزارهایی که در بازارهای مالی اسلامی در سال‌های اخیر مورد استفاده قرار می‌گیرد، می‌توان صکوک را نام برد. مطالعاتی در خصوص بررسی ماهیت فقهی این اوراق و امکان‌سنجی به کارگیری آن از منظر ملاحظات شرعی در بازارهای مالی صورت گرفته است. این مطالعات در دستور کار محققین این حوزه در داخل

---

1. Negotiable Certificate of Deposit (NCD)

کشور، در راستای معرفی و بکارگیری ابزارهایی در جهت اعمال سیاست پولی قرار گرفته است. که در ادامه به بعضی از آن‌ها اشاره می‌شود:

شهرآبادی (۱۳۷۴) در پایان‌نامه کارشناسی ارشد خود با عنوان «طراحی اوراق مشارکت متناسب با بازار مالی ایران»، اقدام به بررسی و ارائه مدلی برای انتشار اوراق مشارکت نموده و در این زمینه از سازوکار اوراق قرضه متعارف استفاده کرده است. هدف اصلی وی از طراحی این ابزار، کمک به اجرای سیاست‌های پولی می‌باشد.

موسویان (۱۳۷۷)، در مقاله‌ای تحت عنوان «بررسی فقهی-اقتصادی بازار اقتصادی ثانویه سپرده‌های مدت‌دار در بانکداری بدون ربا»، ضمن بیان نظریه سپرده‌های انتقال‌پذیر، یکی از مزایای این سپرده‌ها را امکان خرید و فروش آن در بازار ثانویه می‌داند و بیان می‌کند که انتقال‌پذیری این سپرده‌ها ماهیتی شبیه به اوراق قرضه پیدا می‌کند، در نتیجه بانک مرکزی می‌تواند از آن به عنوان ابزاری برای اجرای سیاست‌های پولی استفاده کند. وی همچنین بیان می‌کند که در قانون بانکداری بدون ربا به جهت حاکمیت رابطه حقوقی و کالت، امکان تشکیل بازار ثانویه برای سپرده‌ها امکان‌پذیر نیست و در پی آن امکان انجام سیاست پولی توسط بانک مرکزی میسر نخواهد شد. در پایان الگوی مطلوبی را برای بانکداری بدون ربا مطرح می‌کند که در آن به بیان امکان تشکیل بازار ثانویه برای سپرده‌ها براساس نظریه مشارکت اشاراتی می‌نماید.

باتمانلیچ (۱۳۸۱)، در پایان‌نامه کارشناسی ارشد خود تحت عنوان «بررسی امکان استفاده از گواهی سپرده قابل انتقال (CD) و سپرده‌های بسیار کوتاه‌مدت (Over Night) جهت جذب منابع جدید مالی توسط سیستم بانکداری اسلامی در ایران»، امکان کاربردی کردن گواهی‌های سپرده قابل انتقال را جهت جذب منابع جدید مالی، به وسیله نظام بانکداری اسلامی در ایران را بررسی کرده است.

نظریور (۱۳۸۴) در مقاله «اوراق بهادار استصناع (سفارش ساخت) ابزاری برای سیاست پولی» ضمن تبیین عقد استصناع و ماهیت آن از نظر فقهی، صکوک استصناع را به عنوان جایگزینی برای اوراق قرضه معرفی می‌کند و چگونگی بکارگیری آن توسط بانک مرکزی در چارچوب عملیات بانکی بدون ربا جهت اعمال سیاست‌های مناسب اقتصادی را تبیین می‌نماید و به این نتیجه می‌رسد که بانک مرکزی می‌تواند با خرید و فروش اوراق استصناع در بازار اولیه و ثانویه و با اعمال سیاست‌های پولی مناسب، به اهدافی نظیر ایجاد اشتغال کامل، رشد اقتصادی و ... دست

### امکان‌سنجی اجرایی گواهی سپرده قابل معامله به عنوان ... ۱۶۳

یابد. وی (۱۳۸۵) همچنین در مقاله دیگری با عنوان «عملیات بازار باز از طریق اوراق استصناع (مشکلات و راه حل‌ها)»، با معرفی صکوک استصناع به عنوان ابزاری برای اعمال سیاست پولی، چگونگی مهار انبساط پولی اولیه در اثر خرید این اوراق توسط بانک مرکزی را بررسی می‌کند و شیوه‌های تأمین مالی خرید این اوراق را بیان می‌کند و این نتیجه را به دنبال دارد که اوراق استصناع، ابزاری جدید برای کنترل نقدینگی و تنظیم حجم پول پر قدرت در چارچوب فقه اسلامی و قانون عملیات بانکی بدون ربا در اختیار بانک مرکزی قرار داده و خلأ وجود اوراق قرضه را برای اعمال سیاست پولی و عملیات بازار باز (OMO) تا حدودی جبران کند.

موسویان (۱۳۸۸) در مقاله «صکوک مرابحه ابزاری برای بازار پول و سرمایه اسلامی» ضمن معرفی صورت‌های مختلف انتشار اوراق مرابحه، این اوراق را از جهت انطباق با موازین شرعی و معیارهای اقتصادی مورد بررسی قرار می‌دهد و بیان می‌کند که اوراق مرابحه می‌تواند مکمل خوبی برای بازار پول و سرمایه اسلامی به منظور تأمین مالی و ابزار سیاست پولی باشد.

موسویان و الهی (۱۳۸۹)، در مقاله خود با عنوان «امکان‌سنجی فقهی تشکیل بازار بین بانکی در بانکداری اسلامی»، ضمن بررسی فقهی ابزارهای رایج بازار بین بانکی در بانکداری سنتی و مرور ابزارهای رایج بازار بین بانکی در کشورهای اسلامی و تبیین بازار بین بانکی ایرانی، خرید و فروش گواهی سپرده را به عنوان یکی از ابزارهای کاربردی پذیر در بازار بین بانکی معرفی می‌کنند.

قضاوی و بازمحمدی (۱۳۹۰) در مقاله مشترکی تحت عنوان «عملیات بازار باز در چارچوب بانکداری بدون ربا؛ مطالعه موردی: اسناد خزانه اسلامی»، ضمن معرفی اسناد خزانه اسلامی، چگونگی کاربرد این اوراق در اعمال سیاست‌های پولی و مالی را تشریح کرده و سپس سازوکار قانونی انتشار اسناد خزانه اسلامی و لایحه پیشنهادی خود را برای این اوراق بیان می‌کنند. یکی از نتایج این کار تحقیقی، این است که بانک مرکزی با خرید و فروش اسناد خزانه در بازار ثانویه، می‌تواند به مدیریت نقدینگی در اقتصاد بپردازد. به این ترتیب که، با انتشار اسناد خزانه اسلامی، زمینه آشکارسازی بیشتر ترجیحات فعالان بازار در قیمت‌گذاری وجوه و اعمال سیاست‌گذاری پولی غیرمستقیم و مؤثر در اقتصاد کشور فراهم می‌شود.

موسویان، نظرپور و خزایی (۱۳۹۰)، در مقاله «امکان‌سنجی فقهی طراحی اسناد خزانه اسلامی در بازارهای مالی»، ضمن بررسی محدودیت‌های به کارگیری اسناد خزانه متعارف در بانکداری اسلامی، تجربه کشور ایران را در انتشار این اسناد بیان می‌کنند. در ادامه چگونگی شکل‌گیری

اوراق خزانه را در چارچوب عملیات بانکی بدون ربا بررسی می‌کنند. در پایان، کارویژه‌های اسناد خزانه اسلامی را در اعمال سیاست‌های پولی و مالی و مدیریت نقدینگی و ... بیان می‌کنند. به نحوی که اسناد خزانه اسلامی می‌تواند ابزاری مناسب برای سیاست‌گذاری پولی بانک مرکزی باشد. نظر به مطالعات انجام شده در این باره و خلأ مطالعه‌ای درباره امکان به کارگیری اوراق گواهیهای سپرده قابل معامله به عنوان یکی از ابزارهای کاربردی‌پذیر در عملیات بازار باز در بازارهای مالی کشور، هدف اصلی مقاله پیش رو، این است که این اوراق را به عنوان یک ابزار سیاستی در عملیات بازار باز در اختیار بانک مرکزی قرار دهد.

### ۳. ضرورت و چگونگی شکل‌گیری اوراق گواهی سپرده قابل معامله

سپرده‌های مدت‌دار به عنوان یک منبع قابل اعتماد برای تجهیز منابع بانک‌ها همواره مطرح است. این نوع سپرده‌ها به علت دارا بودن بازدهی و سود، از استقبال بیشتری نسبت به سایر سپرده‌های بانکی برخوردارند. بانک‌ها در مقام وکیل سپرده‌گذاران، می‌توانند به تجهیز منابع در بخش‌های مختلف اقتصادی اقدام نمایند. البته سپرده‌های مدت‌دار نیز هر چه دارای سررسید طولانی‌تری باشد، برای فعالیت‌های اقتصادی بانک در عرصه تخصیص کارسازی بیشتری به دنبال خواهد داشت. بانک‌ها متناسب با طول منابع تجهیز شده به تخصیص منابع می‌پردازد. در عین حال، سپرده‌گذار بلندمدت نیز به دلایلی ممکن است اقدام به برداشت سپرده خود نماید. از این‌رو، بانک‌ها برای اطمینان بیشتر نسبت به ماندگاری سپرده‌ها تا زمان سررسید، افرادی را که قبل از زمان سررسید، اقدام به برداشت سپرده خود از بانک می‌نمایند را مشمول جریمه می‌کنند و از میزان سودی که طی قرارداد، قرار بوده که به آنان پرداخت نمایند، می‌کاهند. از سوی دیگر، این اخذ جریمه گرچه نقطه قوتی برای حفظ منابع و سپرده‌های بانک‌ها می‌باشد، ولی می‌تواند از استقبال مردم در این نوع سپرده‌گذاری‌ها بکاهد. زیرا افرادی که تمایل دارند منابع مازاد بر نیاز خود را در جایی سرمایه‌گذاری کنند که هر موقع نیاز به نقدینگی دارند، بدون پرداخت جریمه، منابع را در موارد مطلوب‌تر استفاده نمایند، کم نیستند. برای حل این مشکل، بانک‌ها می‌توانند اقدام به انتشار اوراق گواهی سپرده مدت‌دار قابل معامله و بی‌نام نمایند و این اوراق را به صاحبان سپرده تحویل نمایند.

## امکان‌سنجی اجرایی گواهی سپرده قابل معامله به عنوان ... ۱۶۵

گواهی سپرده قابل معامله (قابل انتقال)، عبارت است از یک رسید قابل خرید و فروش در مقابل وجوه نقد تأدیه شده در بانک صادرکننده که مدت و نرخ سود معین دارد. به عبارت دیگر، گواهی سپرده قابل معامله، ابزار بدهی قابل انتقالی است که معرف وجود یک سپرده مدت‌دار نزد بانک می‌باشد و به وسیله بانک صادرکننده با مدت و سررسید و نرخ سود معینی تعهد می‌گردد. این اوراق، خاصیت انتقال‌پذیری دارند، یعنی پس از انتشار توسط بانک‌ها، دارندگان اوراق می‌توانند اوراق خود را تا زمان سررسید نگهداری کرده یا پیش از زمان سررسید در بازار سرمایه (بازار ثانویه اوراق) مورد معامله قرار دهند و نقدینگی مورد نیاز خود را از این طریق تأمین نمایند. آن‌ها می‌توانند با توجه به عملکرد بانک صادرکننده اوراق و سود مورد انتظار طرح‌های بانک مذکور، سود اوراق خود را دریافت کرده و اوراق خود را منتقل نمایند. بانک نیز منابع حاصل از انتشار این اوراق را در طرح‌های گوناگون، سرمایه‌گذاری می‌کند و در زمان سررسید، سود اوراق را به دارندگان اوراق پرداخت می‌نماید.

از این رو، هم مشکل سپرده‌گذار برای به دست آوردن نقدینگی مورد نیاز برطرف می‌شود و مشمول جریمه نمی‌شود و تا زمان سررسید نیز مجبور به صبر کردن نمی‌باشد و هم از سوی دیگر، بانک‌ها هم از منابع قابل اعتمادتری برخوردار می‌شوند. زیرا با صدور این اوراق، دیگر قبل از تاریخ سررسید، سپرده‌گذار برای برداشت سپرده خود به بانک مراجعه نمی‌کند و بانک نیز با اطمینان خاطر بالاتری می‌تواند این سپرده‌ها را در کل دوره استفاده کرده و اقدام به تخصیص این منابع در سرمایه‌گذاری‌های بلندمدت نماید.

به علت قابل معامله بودن این اوراق در بازار سرمایه (بورس) و رونق گرفتن بازار ثانویه این اوراق، به خوبی قابل مشاهده است که تأثیر بسزایی بر روی رونق بازار سرمایه خواهد داشت و این امر می‌تواند زمینه ورود بانک‌های تجاری به بازار سرمایه باشد و زمانی اهمیت بیشتری به دنبال دارد که این اوراق به صورت پی‌درپی و با سررسیدهای بلندمدت و یا حتی در صورت امکان، بدون سررسید (دائمی) منتشر شوند. چرا که در این صورت، این اوراق برای مدت زمان طولانی می‌توانند در بازار سرمایه مورد دادوستد قرار گیرند. همچنین این اوراق چون براساس سپرده‌های بلندمدت طراحی و منتشر شده‌اند و وجوه این سپرده‌ها در سرمایه‌گذاری‌ها، سرمایه‌گذاری می‌شود، می‌تواند باعث افزایش تولید و به دنبال آن، افزایش عرضه کل در اقتصاد شود. پس از

یک طرف، تقاضای کل را کاهش می‌دهند و از سوی دیگر، افزایش عرضه را به دنبال دارد، در نتیجه تعادل بلندمدت و همچنین کاهش تورم را در اقتصاد به دنبال دارد.

#### ۴. انواع گواهی سپرده قابل معامله در بانکداری بدون ربا

در حال حاضر امکان استفاده از دو نوع گواهی سپرده عام و خاص برای نظام بانکی کشور وجود دارد. گواهی سپرده براساس مشخص بودن یا نبودن محل هزینه به دو دسته عام و خاص تقسیم می‌شود:

الف- گواهی سپرده عام: گواهی سپرده عام، گواهی است که توسط بانک‌ها یا مؤسسات اعتباری در ازای سپرده مدت‌دار ویژه سرمایه‌گذاری و با سررسید مشخص صادر می‌شود. در این نوع از گواهی‌ها، محل سرمایه‌گذاری وجوه مشخص نشده است و بانک از طرف سرمایه‌گذار، وکالت می‌یابد که وجوه سپرده شده را در طرح‌های اقتصادی سودآور سرمایه‌گذاری کند و پس از اتمام طرح، منافع حاصله را با سرمایه‌گذار تقسیم نماید. گواهی‌های مزبور می‌توانند به صورت بانام یا بی‌نام منتشر شوند و قابل انتقال به غیر هستند که این انتقال، بدون هیچ نوع جریمه و مالیاتی صورت می‌گیرد. مدت و سود علی‌الحساب این سپرده‌ها، متناسب با سایر سپرده‌ها و توسط کمیسیون اعتباری بانک مرکزی تعیین می‌شود. همچنین تعیین سود و پرداخت اصل سپرده در صورت انصراف سرمایه‌گذار به عهده کمیسیون فوق است.

ب- گواهی سپرده خاص: گواهی سپرده خاص، گواهی است که توسط بانک‌ها یا مؤسسات اعتباری و با درخواست متقاضی ایجاد سپرده و به منظور تجهیز منابع برای تأمین مالی طرح‌های مشخص جدید و سودآور و همچنین توسعه و تکمیل طرح‌های سودآور موجود با سررسید مشخص افتتاح می‌شود. متقاضی ایجاد سپرده، شخص حقوقی است که برای تأمین منابع مالی مورد نیاز طرح‌های مشخص خود، از بانک یا مؤسسه اعتباری تقاضای ایجاد سپرده مدت‌دار ویژه سرمایه‌گذاری می‌کند. این گواهی‌ها هم می‌توانند به صورت بانام یا بی‌نام منتشر شوند. همچنین قابل انتقال به غیر هستند که این انتقال نیز بدون هیچ نوع جریمه و مالیاتی صورت می‌گیرد. این انتقال به این صورت می‌باشد که دارنده گواهی سپرده هنگامی که به وجه نقد نیاز داشته باشد، به بازار ثانویه مراجعه می‌کند و گواهی‌های خود را در این بازار به فروش می‌رساند. میزان سودآوری طرح و توجیه‌پذیر بودن آن به لحاظ فنی، اقتصادی و مالی باید به تأیید بانک عامل برسد. همچنین



## امکان‌سنجی اجرایی گواهی سپرده قابل معامله به عنوان ... ۱۶۷

متقاضی ایجاد سپرده موظف است اصل و پرداخت سود متعلقه را در مقاطع مقرر تعهد کند و وثایق لازم برای تضمین پرداخت‌های فوق را در اختیار بانک یا مؤسسه اعتباری قرار دهد.

گواهی سپرده خاص، دقیقاً ماهیتی شبیه اوراق مشارکت خواهد داشت، زیرا این گواهی‌ها همانند اوراق مشارکت جهت تأمین مالی طرح‌های مشخص منتشر می‌شود که باید به لحاظ فنی، اقتصادی و مالی قابل توجه باشند و برای انتشار به معجز بانک مرکزی نیاز دارند و سود این گواهی‌ها هم همانند اوراق مشارکت، می‌تواند به صورت یکجا در پایان مشارکت و یا به صورت علی‌الحساب در طی دوران مشارکت پرداخت شود، میزان سود دارندگان گواهی سپرده خاص نیز همانند دارندگان اوراق مشارکت، به میزان سودآوری طرح بستگی دارد و میزان سهم آن‌ها هم براساس مبلغ و مدت وجوه آن‌ها نسبت به کل منابع طرح می‌باشد. بنابراین، این اوراق نمی‌توانند نقشی در تأمین مالی نیازبانک‌ها به وجوه نقد ایفا کنند. درحالی‌که اصلی‌ترین هدف انتشار گواهی‌های مزبور از طرف بانک‌ها و مؤسسات مالی، تأمین منابع مورد نیاز آنها است. به عبارت دیگر گواهی‌های سپرده خاص معرفی شده در دستورالعمل شورای پول و اعتبار، کارکردهای دیگری غیر از وظایف مرسوم گواهی‌های سپرده دارند و بیشتر به اوراق مشارکت نزدیک هستند، با این تفاوت که اوراق مشارکت، دارای نرخ سود متغیر (علی‌الحساب) می‌باشد، ولی اوراق گواهی سپرده به دو صورت اوراق گواهی سپرده برای عقود مبادله‌ای و مشارکتی<sup>۱</sup>، منتشر می‌شود<sup>۲</sup>. سود این اوراق می‌تواند ثابت و یا متغیر (علی‌الحساب) باشد. به گونه‌ای که اگر در قالب «اوراق گواهی سپرده مبادله‌ای» منتشر شود، دارای نرخ سود ثابت و از پیش تعیین شده خواهد بود و اگر در قالب «اوراق گواهی سپرده مشارکتی» منتشر شود، دارای نرخ سود انتظاری و متغیر خواهد بود. دومین تفاوت اینکه؛ هدف از انتشار اوراق مشارکت، تأمین مالی طرح‌های عمرانی انتفاعی دولت (مندرج در قوانین بودجه سالانه کل کشور) و بخش خصوصی، طرح‌های سودآور تولیدی و ساختمانی و خدماتی دولتی و غیردولتی، شرکت‌های دولتی و شهرداری‌ها و مؤسسات و نهادهای عمومی و خصوصی و مؤسسات عام‌المنفعه و شرکت‌های وابسته به دستگاه‌های مذکور می‌باشد. در حالی‌که

۱. مقصود این است که وجوه بدست آمده از فروش این اوراق در مقام تخصیص منابع، صرف عقود مبادله‌ای و یا مشارکتی می‌شود.

۲. تبصره ذیل ماده ۳ قانون بانکی بدون ربا مصوب ۱۳۶۲/۶/۸ مجلس شورای اسلامی (ماده ۹ آیین‌نامه‌های قانون بانکداری بدون ربا)، چنین است: سپرده‌های سرمایه‌گذاری مدت‌دار که بانک در بکار گرفتن آن‌ها وکیل می‌باشد، در امور مشارکت، مضاربه، اجاره به شرط تملیک، معاملات اقساطی، مزارعه، مساقات، سرمایه‌گذاری مستقیم، معاملات سلف و جعاله مورد استفاده قرار می‌گیرد.

هدف ابتدایی بانک‌ها از انتشار اوراق گواهی سپرده، تأمین مالی خود می‌باشد و در ادامه وجوه بدست آمده، برحسب مورد، صرف مصارف معین در قالب عقود مبادله‌ای و مشارکتی می‌شود. سومین تفاوت این دو اوراق، در این است که وزارت امور اقتصادی و دارایی از محل اعتباراتی که توسط سازمان برنامه و بودجه برای همین منظور پیش‌بینی شده است، اصل، سود علی‌الحساب و سود تحقق‌یافته اوراق مشارکت را تضمین می‌کند. این در حالی است که تضمین اصل مبلغ و سود علی‌الحساب<sup>۱</sup> و یا ثابت اوراق گواهی سپرده، توسط خود بانکِ ناشر اوراق و یا شرکت بیمه می‌تواند صورت پذیرد.

### ۵. بررسی فقهی اوراق گواهی سپرده قابل معامله

گواهی سپرده<sup>۲</sup> سندی است که توسط یک مؤسسه سپرده‌پذیر (معمولاً بانک‌ها) در قبال مبلغ مشخصی که نزد آنها سپرده‌گذاری شده (سپرده‌های کلان)، منتشر می‌شوند.<sup>۳</sup> در واقع، گواهی سپرده (CD) ابزار بدهی است که توسط بانک‌ها با بهره سالانه مشخص، تاریخ سررسید مشخص و تضمین اصل قیمت آن به سپرده‌گذاران فروخته می‌شود.<sup>۴</sup> این گواهی‌ها یک تاریخ سررسید مشخص و نرخ بهره مشخص دارند و به دو صورت قابل معامله و غیرقابل معامله منتشر می‌شوند. گواهی سپرده قابل معامله می‌تواند توسط سپرده‌گذار اولیه قبل از تاریخ سررسید در بازار باز فروخته شود، در حالی که گواهی سپرده غیرقابل معامله باید توسط دارنده آن تا تاریخ سررسید نگهداشته شود.<sup>۵</sup>

به طور معمول گواهی سپرده قابل معامله در اقتصاد متعارف براساس بازار در نظر گرفته شده برای فروش به دو دسته داخلی<sup>۶</sup> و خارجی تقسیم می‌شود. نوع داخلی این گواهی‌ها برای فروش در داخل کشور و نوع خارجی آن برای فروش در کشورهای دیگر و به صورت ارزی منتشر

۱. از آن‌جا که سود حاصل از بکارگیری سپرده‌هایی که بانک در بکارگیری آنها وکیل سپرده‌گذاران است، در ابتدای دوره معلوم نیست، بانک می‌تواند طبق نظر کارشناسی، سود انتظاری را محاسبه کرده و در مقاطع خاصی چون ماهانه یا فصلی، درصدی را به عنوان سود علی‌الحساب به سپرده‌گذار پردازد و در پایان دوره از سهم سود سپرده‌گذار کسر کند. ماهیت سود علی‌الحساب، قرض بانک به سپرده‌گذار است که در پایان دوره از محل سود سپرده‌گذار استیفاء می‌شود و مابقی سود - اگر سود تحقق‌یافته بیشتر از سود علی‌الحساب باشد - به سپرده‌گذار پرداخت می‌شود.

2. Certificate of Deposit  
3. Pilbeam (2005), 102-103  
4. Mishkin (2005): 44  
5. Pilbeam (2005): 102-103  
6. Domestic CDS

## امکان‌سنجی اجرایی گواهی سپرده قابل معامله به عنوان ... ۱۶۹

می‌شوند. گواهی‌های سپرده ارزی خود به دو دسته یانکی<sup>۱</sup> و یورو<sup>۲</sup> تقسیم می‌شوند که این امر به دلیل اهمیت و جایگاه بازار آمریکا و بازار اروپا در بازار پول جهان است. گواهی‌های سپرده ارزی که به قصد فروش در آمریکا منتشر می‌شوند به نام «گواهی‌های سپرده یانکی» و گواهی‌های سپرده ای که برای فروش در اروپا منتشر می‌شوند، به «گواهی‌های سپرده یورو» معروفند.<sup>۳</sup> همچنین نوع دیگری از گواهی‌های سپرده وجود دارند که توسط مؤسسات اعتباری غیربانکی منتشر می‌شوند و به نام «گواهی‌های سپرده اعتباری»<sup>۴</sup> معروف هستند.<sup>۵</sup> بازار بسیار منسجمی برای گواهی‌های سپرده سپرده در آمریکا و اروپا به استثنای آلمان وجود دارد.<sup>۶</sup>

گرچه سپرده‌های مدت‌دار در بانکداری سنتی مورد استفاده قرار می‌گیرد، ولی با توجه به اینکه ماهیت این سپرده‌ها قرض همراه با مازاد بوده و ابزار بدهی محسوب می‌شود، قابلیت کاربرد در بانکداری بدون ربا را ندارد. از این رو، یک ورقه بهادار، در صورتی می‌تواند به عنوان یک ابزار مالی قابل معامله و نقل و انتقال در بازارهای مالی اسلامی باشد که از دیدگاه فقهی، محدودیتی برای بکارگیری آن در بازار، وجود نداشته باشد. در این راستا موارد زیر، قابل بررسی است:

الف) ماهیت فقهی نرخ سود: بازدهی این اوراق شامل نرخ سود طول دوره و پایان دوره و همچنین تغییرات مثبت در قیمت این اوراق می‌باشد. بانک‌ها در پذیرش سپرده‌ها به دو روش می‌توانند عمل کنند. یکی اینکه زمان قبول سپرده با سپرده‌گذار قرارداد و کالت امضا نمایند، یعنی بانک، وکیل سپرده‌گذار در انجام سرمایه‌گذاری سپرده وی باشد. طی این رابطه، سپرده‌گذار به بانک این اختیار را می‌دهد که به عنوان وکیل وی، می‌تواند پول فرد را در فعالیت اقتصادی بکار گیرد و سودش را به فرد پرداخت نماید. در این صورت، هیچ سهمی از سود فعالیت اقتصادی به بانک تعلق نمی‌گیرد و تنها، بانک حق‌الوکاله کار خویش را دریافت می‌نماید. یعنی هر مقدار که سود از محل سپرده فرد از فعالیت اقتصادی کسب شود، بانک ضمن کسر حق‌الوکاله خود، مابقی را به عنوان سود سپرده‌گذار به وی تحویل می‌دهد. گرچه بانک برای ایجاد اطمینان فرد سپرده‌گذار، به طور ماهانه

---

1. Yankee CDS

2. Euro CDS

۳. بدیهی است که این گواهی‌ها برای فروش در مناطق دیگر جهان نیز منتشر می‌شوند که به دلیل اهمیت کمتر، نام استاندارد برای آنها وجود ندارد.

4. Thrift CDS

۵. اداره مطالعات و بررسی‌های اقتصادی: ۱۵

۶. فکری ارشاد (۱۳۸۶): ۱۵۳

سودی را به صورت علی‌الحساب به وی می‌پردازد. لکن در پایان دوره، سود (یا زیان) سپرده‌گذار را به صورت قطعی محاسبه و پرداخت می‌کند.

تحلیل فقهی دیگری که می‌توان برای سپرده‌پذیری بانک‌ها و عقدی که می‌توانند با سپرده‌گذار منعقد نمایند، این است که بانک به عنوان وکیل سپرده‌گذار نباشد، بلکه با سپرده‌گذار مستقیماً وارد مشارکت گردد. در این صورت بانک پس از انجام سرمایه‌گذاری، سود حاصل از سرمایه‌گذاری سپرده را بین خود و صاحب سپرده، براساس نسبتی که در حین قرارداد مشارکت، مورد توافق طرفین قرار گرفته است، تقسیم می‌کند و سود صاحب سپرده را می‌پردازد. در این مورد نیز، بانک به جهت جلب اعتماد و اطمینان سپرده‌گذار و به جهت اینکه این سپرده‌گذاری برای صاحب آن یک بازدهی جاری نیز به دنبال داشته باشد، می‌تواند به صورت علی‌الحساب، نرخ سودی را تعیین کرده و به وی پرداخت نماید. پس نرخ سودی که برای این اوراق تعیین می‌شود، همان نرخ سود سپرده‌ها و به صورت علی‌الحساب می‌باشد که این نرخ نیز به صورت تضمین شده و ثابت نمی‌باشد.<sup>۱</sup>

در حالت مشارکت که در آن، بانک می‌تواند به عنوان شریک سپرده‌گذاران باشد و منافع خود را در این حساب‌ها مشارکت کند.<sup>۲</sup> بانک همچنین می‌تواند به عنوان عامل طرح، فعالیت‌های مربوط به این مشارکت، اعم از پذیره‌نویسی اوراق، توزیع سود، سرمایه‌گذاری و سایر اقدامات طرح را عهده‌دار شود.

اینکه ماهیت فقهی و حقوقی سود علی‌الحساب چیست، دیدگاه‌های مختلفی وجود دارد. برخی معتقدند خریداران اوراق با پایان پروژه مورد نظر مالک آن خواهند شد و از این جهت اوراق مشارکت مانند اوراق سهام شرکت‌های سهامی می‌شود و اگر دولت، به عنوان ناشر اوراق و مجری پروژه، بخواهد از آن استفاده کند، بایستی اجازه استفاده از آن را به صاحبانش بپردازد و این سود صاحبان اوراق مشارکت خواهد بود که به نسبت معین بینشان تقسیم می‌شود. برخی دیگر

---

۱. برای تبدیل شدن سود علی‌الحساب به سود قطعی و تضمین شده، کافی است که این اطمینان را برای سپرده‌گذار فراهم کرد. اگر سپرده‌گذار مطمئن شود که سود علی‌الحساب دریافتی توسط وی، حتی در صورت عدم حصول سود واقعی در عملیات سرمایه‌گذاری، از او بازپس گرفته نخواهد شد در آن صورت، سود علی‌الحساب کارکردی دقیقاً مشابه سود قطعی و ثابت (یا همانند نرخ بهره در اقتصاد متعارف) خواهد داشت. جهت اطلاعات بیشتر در این زمینه، رجوع شود به مقاله سیدحسین میرجلیلی، «مسائل بانکداری بدون بهره در تجربه ایران»، تهران، پژوهش‌ها و سیاست‌های اقتصادی، ۱۳۸۱.

۲. در این حالت، تمام حقوقی را که متوجه سپرده‌گذاران می‌باشد، اعم از انتقال اوراق و ... را نیز بانک دارا می‌باشد و از این نظر، هیچ تفاوتی بین بانک و سپرده‌گذاران وجود ندارد.

## امکان‌سنجی اجرایی گواهی سپرده قابل معامله به عنوان ... ۱۷۱

سود علی‌الحساب را که به اندازه حداقل نرخ بازده انتظاری است، نوعی قرض دانسته که در طول اجرای طرح به مالک اوراق تملیک شده و بعد از پایان طرح و محاسبه سود قطعی، مبلغ قرض داده شده از این سود برداشت می‌شود و چون متناسب با بازده انتظاری است، اسم سود بر آن گذاشته شده است.<sup>۱</sup>

ب) نقل و انتقال اوراق: اوراق گواهی سپرده قابل معامله، یک مبلغ اسمی دارند و در بازار ثانویه، قابل معامله می‌باشند، زیرا که این اوراق در واقع سند مالکیت سپرده‌گذار نسبت به آنچه که با سپرده او سرمایه‌گذاری شده است، می‌باشد (اعم از اینکه چیزی ساخته شده باشد، چیزی خریداری شده باشد و ...). لذا در این صورت، فرقی نمی‌کند که بانک در جایگاه وکیل سپرده‌گذار باشد یا شریک سپرده‌گذار. قرارداد مشارکت ممکن است در قالب عقد مشارکت، مضاربه، مزارعه و مساقات منعقد گردد. در هر صورت سپرده‌گذار نسبت به بخشی و یا تمام طرح ایجاد شده، مالک می‌گردد. اوراق گواهی که بانک در قبال پذیرفتن سپرده فرد، به او می‌دهد، سندی مبنی بر مالکیت فرد می‌باشد. پس وقتی که با بکارگیری سپرده‌های سرمایه‌گذاری بلندمدت افراد یک طرح اقتصادی انجام می‌پذیرد، صاحب سپرده (دارنده گواهی) مالک آن اموال و دارایی‌های شرکت‌ها و طرح‌های مرتبط می‌شود و می‌تواند اوراق خود را در بازار به قیمت بازاری آن بفروش رسانده و سودی معادل با مابه‌التفاوت قیمت خرید و قیمت فروش دریافت نماید. از این رو، این افراد در ازای تأمین مالی و جوه لازم برای طرح‌های سرمایه‌گذاری، اوراق گواهی سپرده دریافت کرده و می‌توانند اوراق خود را در بازار سرمایه به اشخاص ثالث یا بانک مرکزی انتقال دهند. این امر حاکی از قابلیت نقدشوندگی بالای این اوراق در بازار است. قیمت بازاری‌ای که برای اوراق گواهی سپرده قابل معامله تعیین می‌شود، در واقع قیمت سهم سپرده‌گذار از طرح اقتصادی ایجاد شده، یا در حال ایجاد و یا خریداری شده، می‌باشد و با توجه به سوددهی که طرح اقتصادی و سرمایه‌گذاری صورت گرفته در آن دارد، تعیین می‌شود. بنابراین، اوراق گواهی سپرده قابل معامله به عنوان یک ابزار مالی قابل معامله در بازار سرمایه (بورس) می‌تواند بکار گرفته شود و نرخ سود انعطاف‌پذیری این اوراق، می‌تواند استقبال این اوراق را افزایش دهد. ضمن اینکه تغییرات قیمت این اوراق نیز می‌تواند تمایل سرمایه‌گذاران را به خود جلب نماید.<sup>۲</sup>

۱. نظر پور و صادقی فدکی (۱۳۸۹): ۱۰۷-۱۰۵

۲. جهت اطلاعات بیشتر رجوع شود به پایان‌نامه کارشناسی ارشد غلامرضا سرآبادانی، «نگرش اسلام بر فعالیت‌های بازار بورس اوراق بهادار»، دانشگاه مفید (۱۳۷۹) ص ۱۶۰-۱۵۶.

از آنجایی که عملیات تجهیز منابع سپرده سرمایه‌گذاری (که بانک با توجه به درخواست سپرده‌گذار می‌تواند براساس آن گواهی سپرده منتشر کند) هم اکنون از طریق عقد «وکالت» صورت می‌گیرد. این عقد، اگرچه در بازار کالاها و خدمات عقد معروف و مرسوم است، اما در امر اوراق گواهی سپرده مدت‌دار قابل معامله براساس این عقد، مشکلات و نواقصی به شرح زیر وجود دارد:

۱. عدم قابلیت ایجاد بازار ثانویه برای گواهی‌های سپرده: انتقال و خرید و فروش گواهی‌های سپرده قابل معامله نیز به این صورت می‌باشد که دارنده گواهی سپرده هنگامی که به وجه نقد نیاز داشته باشد، به بازار ثانویه مراجعه می‌کند و گواهی‌های خود را در این بازار به فروش می‌رساند. خرید و فروش این گواهی‌ها با توجه به رابطه حقوقی «نظریه و کالت» انجام می‌شود که از نظر فقهی و حقوقی پذیرفته نیست، زیرا در نظریه و کالت، رابطه حقوقی بین سپرده‌گذار و بانک، رابطه وکالت است، در نتیجه صاحب گواهی سپرده هر زمان که نیاز به پول نقد پیدا کند، بایستی به بانک مراجعه کرده و با فسخ قرارداد وکالت، وجوه خود را دریافت کند و قابلیت واگذاری گواهی سپرده به فرد دیگر نیست. در این صورت اولاً، مشتری باید به سود سپرده کوتاه‌مدت یا بلندمدت یک ساله اکتفا کند و این جریمه سنگینی در حق اوست و ثانیاً، با کاهش ثبات منابع بانکی، کارآیی بانک‌ها در تخصیص منابع از بین می‌رود.<sup>۱</sup> در نتیجه، با وجود چنین رابطه حقوقی، امکان خرید و فروش گواهی‌های سپرده در بازار ثانویه وجود نخواهد داشت. تنها در صورتی امکان مبادله اوراق گواهی سپرده طی رابطه حقوقی وکالت در بازار وجود دارد که بانک و دارنده اوراق گواهی سپرده طی قرارداد صلح و یا شرط ضمن عقد، این شرایط را ایجاد کرده باشند که دارنده اوراق جهت فروش اوراق خود در بازار ثانویه، دیگر نیازی به مراجعه به بانک و فسخ قرارداد وکالت خود نداشته باشد.

۲. عدم انجام سیاست پولی توسط بانک مرکزی: با وجود رابطه حقوقی وکالت، امکان فروش گواهی‌های سپرده در بازار ثانویه وجود نخواهد داشت و همین امر باعث می‌شود که امکان خرید و فروش این گواهی‌ها در بازار ثانویه توسط بانک مرکزی در جهت اجرای سیاست‌های پولی وجود نداشته باشد. لذا با جایگزین کردن رابطه حقوقی «مشارکت» به جای وکالت، سپرده‌گذاران بانک - که همانند سهام‌داران یک مؤسسه اقتصادی خواهند بود - می‌توانند هر زمان که بخواهند،

## امکان‌سنجی اجرایی گواهی سپرده قابل معامله به عنوان ... ۱۷۳

گواهی‌های سپرده خود را به دیگران واگذار کنند. یعنی دارنده اوراق با فروش اوراق از مشارکت خارج شده و خریدار این اوراق، وارد مجموعه مشارکت کنندگان می‌شود. راهکار پیشنهادی، انعقاد قرارداد صلح در ضمن قرارداد وکالت می‌باشد. بدین معنی که دارنده اوراق با فروش این اوراق، وکالت خود را فسخ می‌نماید. به علاوه آن‌که، خود وکالت، عقد جایز بود و فسخ آن مستقیماً نیز کم مؤونه است. این امر امکان مبادله اوراق گواهی سپرده در بازار ثانوی و انجام سیاست پولی توسط بانک مرکزی را فراهم می‌کند.

براساس «نظریه مشارکت» که بین بانک به عنوان عامل مشارکت و سپرده‌گذاران به عنوان صاحبان سرمایه، منعقد می‌شود، بانک متعهد می‌گردد که وجوه حاصل از این گواهی‌ها را که حاکی از میزان مشارکت صاحبان گواهی‌ها می‌باشد (همانند اوراق مشارکت یک طرح خاص)، در همان طرح معین بکار گیرد و سود حاصل از آن را در زمان سررسید و براساس نرخ مشخص و متناسب با میزان سپرده‌ها توزیع کند. از این رو، چنانچه سپرده‌گذاران بخواهند اصل و سود اوراق گواهی سپرده خود را پیش از سررسید مشخص شده در قرارداد دریافت نمایند، می‌توانند اوراق گواهی سپرده قابل معامله خود را همانند اوراق مشارکت، در بازار ثانویه و به قیمت بازاری نقد کنند. این انتقال‌پذیری باعث ثبات در منابع بانک‌ها نیز می‌شود.

بنابراین، براساس مباحث فوق، اوراق گواهی سپرده قابل معامله که توسط بانک، چه براساس «وکالت» و چه براساس «مشارکت»، طراحی و منتشر می‌شود، سند مالکیت مشاع و مشارکتی سپرده‌گذار نسبت به آنچه می‌باشد که با سپرده او سرمایه‌گذاری گردید. در این صورت، تفاوتی ندارد بانک در جایگاه «وکیل» سپرده‌گذار باشد یا «شریک» سپرده‌گذار. از این رو، دارنده اوراق گواهی سپرده وکالتی و یا مشارکتی، هر زمان که بخواهد می‌تواند سهم خودش را از آن مالکیت مشاع، به هر کس که بخواهد در بازار ثانویه منتقل کند و بعد از انتقال، صاحب جدید اوراق، مالک سهم مشاع از دارایی خواهد بود و رابطه وکالتی و یا مشارکتی بانک با صاحب پیشین اوراق قطع شده و با صاحب جدید اوراق برقرار می‌گردد و تمام منافع حاصل از اوراق، از این تاریخ به بعد به صاحب جدید تعلق خواهد گرفت. بنابراین، خرید و فروش این اوراق از نظر فقهی مشکلی نداشته و می‌تواند در بازار اولیه و در بازار ثانویه معامله شود و به عنوان ابزار مالی قابل معامله در بازار سرمایه (بورس) مورد استفاده قرار گیرد.

## ۶. مزایا و معایب اوراق گواهی سپرده قابل معامله

الف) مزایا:

۱. دارای یک نرخ سود علی‌الحساب و تضمین شده در حالت مشارکتی و یک نرخ ثابت و از پیش تعیین شده در حالت مبادله‌ای می‌باشد و نقدشوندگی بالایی دارند. بنابراین، ریسک عدم پرداخت آن پایین است.
۲. به دلیل انعطاف‌پذیری، تنوع در سررسید، بازار دست دوم سازمان‌یافته و امکان جذب سپرده‌های بزرگ، به شدت مورد استقبال بانک‌های تجاری قرار گرفته و نقش عمده‌ای در تجهیز منابع مالی آنها بازی می‌کند. همچنین از بازار دست دوم سازمان‌یافته‌ای در میان سرمایه‌گذاران برخوردار است، به گونه‌ای که دارندگان اوراق هر زمان که نیاز به پول نقد پیدا کنند، اوراق گواهی خود را در بازار ثانویه به فروش می‌رسانند. لذا حجم عمده‌ای از مبادلات بازار پول در اکثر کشورهای دنیا، به این اوراق اختصاص دارد.
۳. بانک‌های تجاری به منظور کنترل ریسک نقدینگی خود می‌توانند همیشه مقادیری از منابع مازاد خود را صرف خرید این اوراق نمایند. در این صورت اگر با مشکل کمبود نقدینه مواجه شدند، می‌توانند با فروش اوراق خود در بازار ثانویه به نقدینگی مورد نیاز خود دست یابند. از سوی دیگر، چنانچه با مشکل نقدینگی مواجه نشوند با نگهداری اوراق تا زمان سررسید کل مبلغ آن را دریافت می‌نمایند.
۴. گسترش وام‌ها و تسهیلات به این صورت که بانک‌ها و مؤسسات سپرده‌پذیر به راحتی می‌توانند از این طریق، به جذب سپرده‌های بزرگ اقدام کنند و این منابع را تا زمان سررسید نزد خود نگه دارند و با برنامه‌ریزی دقیق، این منابع را در جهت اعطای وام‌ها و تسهیلات به کار گیرند (بدیهی است که هرچه سهم سپرده‌های سرمایه‌گذاری مدت‌دار در تجهیز منابع بانک‌ها افزایش یابد، به همان میزان قدرت اعتباردهی بانک‌ها افزایش پیدا خواهد کرد).
۵. تمایل و استقبال بانک‌ها و مردم از این سپرده‌ها زیرا بانک‌ها می‌توانند به منابع بلندمدت‌تر و با اطمینان بیشتری دست یابند. چون خصوصاً در این نوع سپرده‌ها، افراد هر زمان که نیاز به پول نقد داشته باشند، به بانک انتشاردهنده آن مراجعه نمی‌کنند. بلکه در بازار ثانویه به فروش و یا انتقال آن اقدام می‌کنند. از سوی دیگر مردم نیز می‌توانند با



## امکان‌سنجی اجرایی گواهی سپرده قابل معامله به عنوان ... ۱۷۵

خرید این اوراق سود بیشتری را کسب نموده و در صورت انتقال به غیر، جریمه نخواهند شد.

۶. قابلیت برای اعمال سیاست مالی نظر به اهمیت تأمین مالی به موقع هزینه و خریدهای جاری دولت و در عین حال محدودیت اعتبارات تخصیصی لازم برای این پرداخت‌ها در پاره‌ای مواقع، وزارتخانه‌ها و سازمان‌های دولتی می‌توانند به جای پرداخت همه یا بخشی از مبالغ به صورت نقدی به بستانکاران خود، از طریق بانک‌های عامل اقدام به انتشار اوراق گواهی سپرده قابل معامله خاص نمایند و آن‌ها را به بستانکاران خود واگذار نمایند.

(ب) معایب:

۱. ثابت بودن سود این اوراق در حالت انتشار به صورت مبادله‌ای باعث می‌شود که افراد ریسک‌پذیر تمایلی به خرید این اوراق نداشته باشند و این اوراق تنها پاسخگوی نیاز افراد ریسک‌گریز می‌باشد. البته این ویژگی همه عقود مبادله‌ای است.
۲. علی‌الحساب و متغیر بودن سود این اوراق در حالت انتشار به صورت مشارکتی باعث می‌شود که افراد ریسک‌گیر تمایلی به خرید این اوراق نداشته باشند و این اوراق تنها پاسخگوی نیاز افراد ریسک‌پذیر می‌باشد. البته این نیز، ویژگی همه عقود مشارکتی است.
۳. مبتنی بر عقد و کالت بودن در بانکداری بدون ربا به نحوی که صاحب گواهی سپرده هر زمان که نیاز به پول نقد پیدا کند، تنها با فسخ قرارداد و کالت می‌تواند اوراق گواهی خود را به دیگری منتقل کند که این فسخ قرارداد، بایستی از قبل به بانک خبر داده شود و بانک پس از مدتی، با اعمال جریمه، قرارداد را فسخ می‌کند.<sup>۱</sup> از سوی دیگر، این اخذ جریمه نیز باعث می‌شود که از استقبال مردم در این نوع سپرده‌گذاری‌ها کاسته شود. گرچه می‌توان بگونه دیگری عمل نمود. بدین صورت که در قرارداد گواهی سپرده، در قالب بند مستقلی ذکر شود که سپرده‌گذار می‌تواند این اوراق را به دیگری منتقل کند مشروط بر اینکه خریدار این اوراق در مراحل بعدی با استمرار بکارگیری منابع حاصل از این گواهی توسط بانک، در قالب عقد و کالت موافقت نماید.



## امکان‌سنجی اجرایی گواهی سپرده قابل معامله به عنوان ... ۱۷۷

تسویه می‌شود. به همین ترتیب، هنگام سررسید، گواهی‌های سپرده نیز تسویه نهایی بین سرمایه‌گذار، بانک امین و بانک منتشرکننده از طریق شبکه مزبور انجام می‌شود. سازوکار تسویه بانک‌های بزرگی که در سطوح ملی، گواهی سپرده منتشر می‌کنند هم بر این مبنا استوار است. دادوستد گواهی سپرده مؤسسات اعتباری نیز مشابه روند فوق انجام می‌شود.

۲. بازار ثانویه (بازار دست دوم): بازار دست دوم گواهی سپرده، مکانی است که سرمایه‌گذاران می‌توانند گواهی‌های خود را قبل از زمان سررسید به منظور بدست آوردن نقدینگی یا خرید گواهی‌های سپرده دیگر به فروش برسانند. بازار ثانویه گواهی سپرده می‌تواند بازار بین بانکی و یا بورس اوراق بهادار باشد. همانند سایر ابزارهای بازار پول، بازار دست دوم گواهی سپرده، یک بازار «خارج از بورس»<sup>۱</sup> و دائم است. در این بازار، کارگزاران، خرید و فروش گواهی‌های سپرده را به حساب مشتریان خود انجام می‌دهند و فقط نقش واسطه را در انجام معاملات دارند. سرمایه‌گذاران نیز به عنوان خریدار یا فروشنده وارد بازار دست دوم می‌شوند. در این بازار، بانک مرکزی نیز می‌تواند وارد شود و اقدام به خرید و فروش اوراق گواهی سپرده نماید.

## ۸. استفاده از گواهی سپرده قابل معامله در سیاستگذاری پولی

با توجه به آنچه بیان شد به خوبی آشکار است خلأ عملیات بازار باز در اقتصاد ایران خصوصاً پس از تصویب قانون عملیات بانکی بدون ربا به وضوح مشاهده می‌شود و گرچه تاکنون طرح‌هایی برای پُر کردن این خلأ ارائه شد و برخی، نظیر اوراق مشارکت دولتی و بانک مرکزی نیز انتشار داده شد، اما به نظر می‌رسد معرفی ابزارهای جدید می‌تواند کمک شایان توجهی برای در اختیار قرار دادن ابزارهای مناسب پولی به بانک مرکزی بنماید. در نظام‌های بانکی مرسوم، بانک‌های مرکزی برای مداخله غیرمستقیم در بازار پول عموماً از سه ابزار نسبت سپرده قانونی، نرخ تنزیل و عملیات بازار باز بر روی اسناد خزانه یا اوراق قرضه دولتی استفاده می‌کنند. در حالی که تأثیرگذاری این ابزارها بر متغیرهای حجم پول و نرخ بهره بازار قطعی است، لیکن در طی زمان اهمیت آنها در سیاستگذاری پولی فزاینده و فرودهایی داشته است. در حال حاضر، عملیات بازار باز که در مقایسه با دو ابزار سنتی دیگر طول عمر کوتاه‌تری نیز در سیاستگذاری پولی دارد، به دلیل

---

1. Over - the - Counter (OTC)

مزایای برجسته خود، از کاربرد وسیعی در مداخلات روزانه بانک‌های مرکزی در بازارهای مالی برخوردار گشته است.<sup>۱</sup>

گواهی‌های سپرده، در صورتی که از حجم قابل قبولی در مقایسه با کل حجم پولی موجود در اقتصاد ایران نظیر حجم پول و نقدینگی، برخوردار باشد، این قابلیت را دارد که به عنوان ابزار سیاست پولی مورد استفاده بانک مرکزی قرار گیرد. این اوراق قابلیت آن را دارند که در معامله‌های بین‌بانکی نیز مورد معامله قرار گیرند؛ به این صورت که بانک‌ها توافق می‌کنند بخشی از گواهی‌های منتشر شده به وسیله خود یا موجودی گواهی اعضای دیگر را در بازار بین‌بانکی خرید و فروش کنند.<sup>۲</sup> از دید فقهی، خرید و فروش این گواهی‌ها براساس «عقد وکالت» است که پیش‌تر گفتیم با نارسایی‌هایی روبرو است و تنها در صورتی امکان مبادله اوراق گواهی سپرده طی رابطه حقوقی وکالت در بازار وجود دارد که بانک و دارنده اوراق گواهی سپرده طی قرارداد صلح و یا شرط ضمن عقد، این شرایط را ایجاد کرده باشند که دارنده اوراق جهت فروش اوراق خود در بازار ثانویه، دیگر نیازی به مراجعه به بانک و فسخ قرارداد وکالت خود نداشته باشد. اگر اوراق براساس «عقد شرکت» نیز منتشر شوند، دارندگان آن، مالک محسوب می‌شوند و می‌توانند سهم خود را به راحتی خرید و فروش نمایند. بنابراین، با توجه به مباحث فقهی، خرید و فروش اوراق گواهی سپرده قابل معامله وکالتی و یا مشارکتی، مشکلی نداشته و عملیات خرید و فروش آن در بازار سرمایه (بورس) نیز بلامانع است.

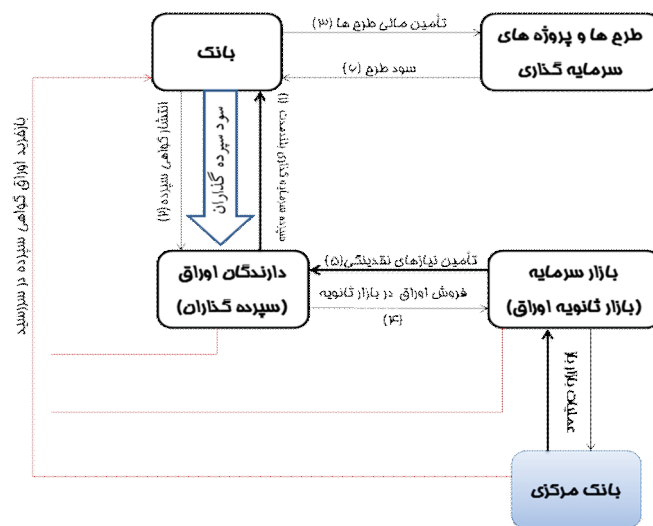
بر این اساس، بانک مرکزی می‌تواند با هدف مدیریت نقدینگی و تنظیم عرضه و تقاضای وجوه در اقتصاد، از طریق عملیات بازار باز، در بازار ثانویه گواهی سپرده، مداخله و اقدام به اعمال سیاست پولی نماید و حجم پول و نرخ سود را کنترل و تنظیم کند و با خرید و فروش این اوراق، می‌تواند میزان نقدینگی را در اقتصاد، کنترل و تغییر دهد. این عملیات می‌تواند به این صورت باشد که بانک مرکزی با استفاده از منابع حاصل از ذخایر قانونی بانک‌ها نزد خود، به خرید و فروش این گواهی‌ها (همانند سایر اوراق مثل مشارکت، استصناع و ...) از بانک‌های تجاری و مردم اقدام نماید؛ یعنی در شرایط ایستایی و کساد بازار که نیاز به انجام سیاست انبساطی وجود دارد، با پیشنهاد قیمت‌های مناسب، به خرید گواهی‌ها از بانک‌ها و مردم از بازار ثانویه بپردازد و حجم نقدینگی را در جامعه افزایش می‌دهد، در نتیجه قدرت تسهیلات‌دهی بانک‌ها و

۱. قضاوی و بازمحمدی (۱۳۸۹): ۳-۴

۲. موسویان و الهی (۱۳۸۹): ۱۱۲

## امکان‌سنجی اجرایی گواهی سپرده قابل معامله به عنوان ... ۱۷۹

حجم پول در دست مردم را افزایش می‌دهد و در شرایط تورمی که نیاز به اعمال سیاست انقباضی وجود دارد، با پیشنهاد قیمتی پایین‌تر از قیمت بازار، به مقدار لازم، گواهی‌های سپرده به مردم و بانک‌های تجاری، در بازار ثانویه می‌فروشد و با این کار، بخشی از نقدینگی را از جامعه جذب می‌کند و قدرت اعطای تسهیلات بانک‌ها و حجم پول در دست مردم را کاهش می‌دهد. همچنین بانک مرکزی با انجام این عملیات می‌تواند ذخایر قانونی بانک‌های تجاری را به سرمایه مولد تبدیل کند و از این طریق کسب سود نماید. همچنین می‌تواند با استفاده از خرید و فروش این گواهی‌های سپرده، به کنترل کیفی اعتبارات و هدایت سرمایه‌گذاری در بخش‌های مختلف اقتصادی بپردازد. به گونه‌ای که با خرید گواهی سپرده بانک خاصی، به طور غیرمستقیم، سطح سرمایه‌گذاری را در آن بخش افزایش می‌دهد و با فروش گواهی سپرده بانک دیگر، امکان سپرده‌گذاری در آن بانک را محدود می‌کند، برای مثال وقتی تصمیم به حمایت از بخش کشاورزی و مسکن می‌گیرد، می‌تواند با خرید گواهی‌های سپرده بانک‌های تخصصی فعال در امر کشاورزی و مسکن، قدرت اعطای تسهیلات آن بانک‌ها را افزایش دهد. با این اقدام بانک مرکزی، منابع بانکی زیادی جذب آن بخش‌ها می‌شود. نمودار ۲ عملیات بازار باز بانک مرکزی را در بازار سرمایه (بازار ثانویه) این اوراق نشان می‌دهد.



نمودار ۲. ساختار عملیات بازار باز گواهی سپرده قابل معامله

بانک، سپرده‌گذاران و بازار سرمایه (بازار ثانویه اوراق) سه رکن اصلی در نقل و انتقال این اوراق می‌باشند و بانک مرکزی هم به عنوان رکن چهارم، طی عملیات بازار باز وارد بازار این اوراق می‌شود. اصلی‌ترین و شاخص‌ترین خاصیت این اوراق، خاصیت انتقال‌پذیری و ارتباط دادن سپرده‌گذاری در بانک با بازار سرمایه است.

اگر اوراق گواهی سپرده قابل معامله (در کنار سایر اوراق و صکوک اسلامی) به صورت مستمر و متنوع توسط بانک‌های دولتی و غیردولتی به صورتی گسترده منتشر شود، متناسب با ویژگی‌های خود می‌تواند عرضه‌کنندگان و تقاضاکنندگان خاصی را به خود جلب نموده و بازار سرمایه و بورس اوراق بهادار را متنوع و بر غنای آن بیفزاید. این روند می‌تواند بازار اولیه و ثانویه این اوراق را به سمت رقابت بیشتر و کارآیی بالاتر رهنمون سازد و با تحقق بازار رقابت کامل، انتظار می‌رود که بازدهی این اوراق (مابه‌التفاوت قیمت خرید و قیمت فروش) به سمت بازدهی سرمایه در بخش واقعی اقتصاد سوق یابد. از سوی دیگر، انتقال‌پذیری این اوراق نیز باعث ارتباط دادن نظام بانکی با بازار سرمایه و وارد کردن اوراق انتقال‌پذیر بانکداری بدون ربا در بازار سرمایه می‌شود و از این رو می‌تواند تا حد زیادی تأمین مالی متعارف و ابزارهای آن را در اختیار بگیرد و مکملی برای آن‌ها باشد.

دولت‌ها نیز می‌توانند با افزایش یا کاهش حجم اوراقی که در اختیار مردم و بانک‌ها قرار دارد به اعمال سیاست انبساطی یا انقباضی مالی اقدام نمایند. به این صورت که می‌توانند به منظور تجهیز منابع برای تأمین مالی طرح‌های مشخص جدید و سودآور و همچنین توسعه و تکمیل طرح‌های سودآور موجود، از طریق بانک‌های عامل، اقدام به انتشار اوراق گواهی سپرده قابل معامله خاص نمایند و از این طریق طرح‌های خود را تأمین مالی نمایند (سیاست انبساطی مالی). در زمان سررسید نیز، دولت می‌تواند این اوراق را خود و یا از طریق بانک‌های عامل، بازخرید کرده و یا دارندگان اوراق نیز به هر دلیل به پول نقد نیاز داشته باشند، می‌توانند همه یا بخشی از این اوراق را در بازار ثانویه بفروشند یا به بانک‌های عامل داده و به وجوه نقد دست یابند.

روند فوق‌الذکر در صورتی می‌تواند به عنوان ابزار مناسبی برای سیاست‌های پولی (و حتی مالی) در طول زمان مورد استفاده قرار گیرد که اوراق مذکور در بخش‌های گوناگون اقتصادی با سرسیدهای متفاوت و با تنوع وسیعی منتشر شده باشد و همواره نیز همزمان با فرارسیدن سرسیدها، اوراق دیگری منتشر شود تا با جایگزینی برخی نسبت به دیگری استمرار سیاست‌گذاری

ممکن گردد و بانک مرکزی بتواند با محاسبه تفاضل خرید و فروش‌ها، میزان نقدینگی لازم در جامعه را با سیاست‌های انقباضی یا انبساطی بخوبی کنترل نماید.<sup>۱</sup>

شایان ذکر است که علیرغم گسترش فوق‌العاده بازارهای سرمایه و بورس اوراق بهادار اولیه و ثانویه در دنیا، بازار سرمایه ایران بازاری در حال رشد و توسعه است و هنوز از تنوع لازم برای پاسخ‌گویی به تمایلات سرمایه‌گذاران از یک سو و متقاضیان دریافت سرمایه از سوی دیگر برای فعالیت در عرصه‌های مختلف اقتصادی برخوردار نیست، معرفی اوراق گواهی سپرده قابل معامله و بکارگیری آن در بازار سرمایه، می‌تواند عاملی برای تنوع و رونق بیشتر بازار سرمایه در ایران تلقی شود. لذا این اوراق برای شروع کار در کشورهایی مثل ایران که تجربه روشن و موفقی در بازارهای مالی ندارند، می‌توانند مؤثر واقع شوند.

## ۹. جمع‌بندی، نتیجه‌گیری و پیشنهادها

۱. گواهی سپرده قابل معامله، اوراقی است که به وسیله بانک‌ها برای دوره مشخص و با نرخ سود مشخص منتشر شده و به سرمایه‌گذاران عرضه می‌شود. سرمایه‌گذاران می‌توانند اوراق پیش‌گفته را تا زمان سررسید نگهداری کرده یا پیش از زمان سررسید در بازار بفروشند. هدف بانک‌ها از انتشار این اوراق (چه به صورت مبادله‌ای و چه به صورت مشارکتی)، تأمین مالی است. از سوی دیگر، این اوراق، چه براساس «عقد و کالت» و یا چه براساس «عقد مشارکت»، طراحی و منتشر شود، سند مالکیت مشاع و مشارکتی سپرده‌گذار نسبت به آنچه می‌باشد که با سپرده او سرمایه‌گذاری شده است. در این صورت، تفاوتی ندارد که بانک در جایگاه «وکیل» سپرده‌گذار باشد یا «شریک» سپرده‌گذار. از این رو، دارنده اوراق گواهی سپرده و کالتی و یا مشارکتی، هر زمان که بخواهد می‌تواند سهم خودش را از آن مالکیت مشاع، به هر کس که بخواهد در بازار ثانویه منتقل کند و بعد از انتقال، صاحب جدید اوراق، مالک سهم مشاع از دارایی خواهد بود و رابطه و کالتی و یا مشارکتی بانک با صاحب پیشین اوراق قطع شده و با صاحب جدید اوراق برقرار می‌گردد و تمام منافع حاصل از اوراق، از این تاریخ به بعد به صاحب جدید تعلق خواهد گرفت. از این رو، خرید و فروش این اوراق از نظر فقهی هیچ مشکلی ندارد و می‌تواند هم در بازار اولیه و هم در بازار ثانویه مورد معامله قرار گیرد.

۲. بی‌تردید اوراق قرضه در چارچوب عملیات بازار باز، یکی از مهم‌ترین ابزارهای مالی در بازارهای پول و سرمایه به شمار می‌رود و خرید و فروش آن، همراه با قرض با بهره و ربا می‌باشد. بنابراین کاربرد این اوراق در اقتصاد اسلامی امکان‌پذیر نمی‌باشد. از این رو با عملیاتی شدن اوراق گواهی سپرده قابل معامله به عنوان جایگزینی برای اوراق قرضه و مکملی برای اوراق مشارکت، استصناع و ... در بانکداری اسلامی و خرید و فروش آن توسط بانک مرکزی در قالب اجرای سیاست عملیات بازار باز و قابلیت خرید و فروش آن در بازار سرمایه، می‌توان نظام بانکی کشور را یک گام به جلو برد و تا حدودی از محدودیت‌های موجود کاست.
۳. در هر جامعه برای گسترش بازارهای مالی، رشد تولید و بالا بردن سطح رفاه عمومی، استفاده از اوراق یکی از ابزارهای مناسب برای اجرای سیاست‌های مالی و پولی می‌باشد. اوراق گواهی سپرده قابل معامله نیز می‌تواند به عنوان یک ابزار سیاستی در عملیات بازار باز در اختیار بانک مرکزی قرار گیرد و بانک مرکزی با خرید و فروش این اوراق در بازار ثانویه، می‌تواند به مدیریت نقدینگی و اعمال سیاست‌گذاری پولی مؤثر در اقتصاد کشور پردازد و حجم پول پُر قدرت را در اقتصاد تغییر دهد؛ زیرا که پول پُر قدرت از طریق مکانیزم بسط پولی سبب تغییر در حجم نقدینگی در اقتصاد می‌شود. این عملیات می‌تواند به این صورت باشد که، بانک مرکزی با استفاده از منابع حاصل از ذخایر قانونی بانک‌ها نزد خود، در جهت خرید و فروش این گواهی‌ها از بانک‌های تجاری و مردم بکار گیرد و اقدام نماید.
۴. بانک مرکزی با انجام عملیات بازار باز در بازار گواهی سپرده قابل معامله، می‌تواند ذخایر قانونی بانک‌های تجاری را به سرمایه مولد تبدیل کند و از این طریق کسب سود نماید. همچنین، می‌تواند با استفاده از خرید و فروش این اوراق، به کنترل کیفی اعتبارات و هدایت سرمایه‌گذاری در بخش‌های مختلف اقتصادی پردازد، به گونه‌ای که با خرید اوراق گواهی سپرده بانک خاصی، به طور غیرمستقیم، سطح سرمایه‌گذاری را در آن بخش افزایش می‌دهد و با فروش اوراق گواهی سپرده بانک دیگر، امکان سپرده‌گذاری در آن بانک را محدود می‌کند.



## امکان‌سنجی اجرایی گواهی سپرده قابل معامله به عنوان ... ۱۸۳

۵. این اوراق زمانی قابلیت به کارگیری در اعمال سیاست‌های پولی را خواهد داشت که امکان خرید و فروش آن در بازار بین بانکی و بازار سرمایه (بورس اوراق بهادار و یا فرابورس) وجود داشته باشد.
۶. دولت‌ها نیز می‌توانند با افزایش یا کاهش حجم اوراقی که در اختیار مردم و بانک‌ها قرار دارد به اعمال سیاست انبساطی یا انقباضی مالی اقدام نمایند.
۷. انتشار این اوراق در کنار اوراق مشارکت، اوراق استصناع و سایر انواع اوراق و ابزارهای مالی اسلامی، می‌تواند شرایط سرمایه‌گذاری و تأمین مالی کوتاه و بلندمدت طرح‌های عمرانی بخش دولتی و بخش خصوصی را تسهیل نموده و ابزار مالی مناسبی در اختیار دولت و ابزار پولی مناسبی در اختیار بانک مرکزی قرار دهد. انتقال‌پذیری این اوراق نیز باعث ارتباط دادن نظام بانکی با بازار سرمایه و وارد کردن اوراق انتقال‌پذیر بانکداری بدون ربا در بازار سرمایه می‌شود و از این رو می‌تواند تا حد زیادی تأمین مالی متعارف و ابزارهای آن را در اختیار بگیرد و مکملی برای آن‌ها باشد.
۸. علی‌رغم گسترش فوق‌العاده بازارهای سرمایه و بورس اوراق بهادار اولیه و ثانویه در دنیا، بازار سرمایه ایران بازاری در حال رشد و توسعه است و هنوز از تنوع لازم برای پاسخ‌گویی به تمایلات سرمایه‌گذاران از یک سو و متقاضیان دریافت سرمایه از سوی دیگر برای فعالیت در عرصه‌های مختلف اقتصادی برخوردار نیست. معرفی اوراق گواهی سپرده قابل معامله و به کارگیری آن در بازار سرمایه، می‌تواند عاملی برای تنوع و رونق بیشتر بازار سرمایه در ایران تلقی شود. لذا این اوراق برای شروع کار در کشورهایی مثل ایران که تجربه روشن و موفقی در بازارهای مالی ندارند، می‌توانند مؤثر واقع شوند.

## منابع

### الف - فارسی

- کاربردپذیری گواهی سپرده قابل معامله در بازار اوراق بهادار ایران، اداره مطالعات و بررسی‌های اقتصادی، بی‌جا، بی‌تا.
- باتمانقلیچ، رامین (۱۳۸۱)، بررسی امکان استفاده از گواهی سپرده قابل انتقال (CD) و سپرده‌های بسیار کوتاه‌مدت (Over Night) جهت جذب منابع جدید مالی توسط سیستم بانکداری اسلامی در ایران، پایان‌نامه کارشناسی ارشد.

حاجیان، محمدرضا (۱۳۸۵)، *بازار بین بانکی ریالی*، تهران: انتشارات پژوهشکده پولی و بانکی - بانک مرکزی ج.ا.ا.، چاپ اول.

سرآبادانی، غلامرضا (۱۳۷۹)، *نگرش اسلام بر فعالیت‌های بازار بورس اوراق بهادار*، پایان‌نامه کارشناسی ارشد اقتصاد، دانشگاه مفید.

شهرآبادی، ابوالفضل (۱۳۷۴)، *طراحی اوراق مشارکت متناسب با بازار مالی ایران*، پایان‌نامه کارشناسی ارشد دانشکده معارف اسلامی و مدیریت (به راهنمایی جناب آقای دکتر حسین عبده‌تبریزی).

فکری ارشاد، منوچهر (۱۳۸۶)، *مبانی بازارهای مالی جهانی*، تهران، سازمان مدیریت صنعتی. قانون پولی و بانکی کشور مصوب ۱۳۵۱/۴/۱۸.

قانون عملیات بانکی بدون ربا، مصوب ۱۳۶۲، مجلس شورای اسلامی ایران.

قضاوی، حسین و حسین بازمحمدی (۱۳۹۰)، *عملیات بازار باز در چارچوب بانکداری بدون ربا* مطالعه موردی: اسناد خزانه اسلامی، تهران: پژوهشکده پولی و بانکی بانک مرکزی ج.ا.ا. (گزارش پژوهشی).

موسویان، سیدعباس (۱۳۷۷)، «بررسی فقهی - اقتصادی بازار اقتصادی ثانویه سپرده‌های مدت‌دار در بانکداری بدون ربا»، تهران: مجموعه سخنرانی‌ها و مقالات نهمین سمینار بانکداری اسلامی (بررسی مبانی و بهبود روش‌ها در بانکداری اسلامی)، صص ۲۷۵-۲۵۵.

«صکوک مراجه ابزاری مناسب برای بازار پول و سرمایه اسلامی»، مجله علمی پژوهشی *جستارهای اقتصادی*، سال ششم، ش ۱۱، ۱۳۸۸.

و الهی، مهدی، «امکان‌سنجی فقهی تشکیل بازار بین بانکی در بانکداری اسلامی»، فصلنامه علمی *پژوهشی اقتصاد اسلامی*، تهران: پژوهشگاه فرهنگ و اندیشه، سال دهم، ش ۳۸، ۱۳۸۹.

نظرپور، محمدنقی و ایوب خزایی (۱۳۹۰)، «امکان‌سنجی فقهی طراحی اسناد خزانه اسلامی در بازارهای مالی»، فصلنامه علمی - پژوهشی *اقتصاد اسلامی*، تهران: پژوهشگاه فرهنگ و اندیشه اسلامی، ش ۲۴.

نظرپور، محمدنقی (۱۳۸۵)، «عملیات بازار باز از طریق اوراق استصناع (مشکلات و راه‌حل‌ها)»، مجله تخصصی *اقتصاد اسلامی*، تهران: پژوهشگاه فرهنگ و اندیشه اسلامی، ش ۲۲.

## امکان‌سنجی اجرایی گواهی سپرده قابل معامله به عنوان ... ۱۸۵

«اوراق بهادار استصناع (سفارش ساخت) ابزاری برای اعمال سیاست پولی»، فصلنامه علمی پژوهشی اقتصاد اسلامی، تهران: پژوهشگاه فرهنگ و اندیشه اسلامی، ش ۲۰، ۱۳۸۴.

صادقی فدکی، سیدعبدالله (۱۳۸۹)، «بررسی ماهیت فقهی و حقوقی و سود علی‌الحساب اوراق مشارکت»، فصلنامه علمی پژوهشی حقوق اسلامی، تهران: پژوهشگاه فرهنگ و اندیشه اسلامی، ش ۲۵.

میرجلیلی، سیدحسین (۱۳۸۱)، مسائل بانکداری بدون بهره در تجربه ایران، تهران، پژوهش‌ها و سیاستهای اقتصادی.

### ب- انگلیسی

Mishkin, Fredric S. (2005), *Economics of Money, Banking, Financial Markets*, 7th edition, Columbia University.

Pilbeam, Keith (2005), *Finance and Financial Market*, 2th edition.

