



اسناد خزانه اسلامی: ابزاری نوین در تأمین مالی

دکتر سینا خردیار ©

استادیار، گروه حسابداری، واحد رشت، دانشگاه آزاد اسلامی

مصطفی ملکی^۲

دانشجوی دکتری حسابداری، گروه حسابداری، واحد رشت، دانشگاه آزاد اسلامی

عسکر پوررضا^۳

مدرس گروه حسابداری، برهان نیرو شمال، دانشگاه علمی کاربردی، رشت

(تاریخ دریافت: ۱۶ مهر ۱۳۹۷؛ تاریخ پذیرش: ۲۱ بهمن ۱۳۹۷)

برخلاف کشورهای توسعه یافته در دنیا، اقتصاد ایران بانک محور است و حدود هشتاد درصد از منابع را بانک ها تأمین می کنند و تنها ۲۰ درصد از طریق بازار سرمایه تأمین می شود. یکی از ابزارهای مهم در بازار مالی اسناد خزانه است. نظر به ممنوعیت ربا در اسلام، اسناد خزانه سنتی قابلیت کاربرد در نظام مالی اسلامی را ندارد و به همین علت نیاز بازارهای مالی اسلامی به داشتن ابزار مالی کوتاه مدت با ریسک پایین بوده که بتواند خلاء اسناد خزانه سنتی را پر کند که این ابزار اسناد خزانه اسلامی است. اسناد خزانه اسلامی، ابزار مالی جدیدی است که از سال ۱۳۹۲ برای تسویه مطالبات طلبکاران غیر دولتی از طرف دولت معرفی شده است. هدف اصلی این ابزار تأمین کسری بودجه دولت در کوتاه مدت به شمار می آید. با اینکه اصولاً استفاده از این ابزارها توسط دولت بیشتر به منظور تأمین بخشی از کسری بودجه، تسویه بدهی ها به پیمانکاران و بانک ها و رسیدن به انضباط مالی بیشتر صورت می گیرد، اما در توسعه و تعمیق بازار سرمایه و پول نیز کاربرد دارند.

واژه های کلیدی: اسناد خزانه، اسناد خزانه اسلامی، ابزار نوین تأمین مالی.

¹ kheradyar@iaurasht.ac.ir

² mostafamaleki@phd.iaurasht.ac.ir

³ Askar.pourreza@gmail.com

مقدمه

تأمین منابع مورد نیاز جهت رشد و توسعه اقتصادی، دغدغه تمام کشورهای در حال توسعه است. با وجود شیوه‌های متنوع تأمین این منابع، امروزه اکثر کشورهای در حال توسعه میزان بدهی عمومی بسیار فراوانی داشته و بدهی‌های تعدادی از آنها سال به سال با افزایش روبه‌رو است [۱۶]. تأمین مالی از جمله مهمترین مباحث در مدیریت مالی بوده و از دغدغه‌های مدیران مالی به شمار می‌رود. شرکت‌ها با استفاده از روش‌های مختلف می‌توانند تأمین مالی کنند. آگاهی مدیران از انواع روش‌ها و ابزارهای تأمین مالی و اثر آن‌ها بر شرکت‌ها موجب می‌گردد که تداوم فعالیت شرکت امکان‌پذیر و جریان عملیات تسهیل گردد [۳]. بیشتر کشورهای در حال توسعه هنوز نیازهای فراوانی در جهت ساخت و بسط زیر بناهای اقتصادی خود دارند. به این منظور نیازمند تجهیز منابع جدید مالی از درون و بیرون هستند. افزون بر این طی این سال‌ها تورم نیز به عنوان مهم‌ترین علائم مشکل‌های اقتصاد این کشورها مطرح شده است [۱۴]. چگونگی تأمین مالی کسری بودجه یکی از مسائل و دغدغه‌های همیشگی دولت‌ها به ویژه کشورهای در حال توسعه است. بنابراین یکی از انواع تأمین مالی کسری بودجه بخش عمومی ایران، انتشار اوراق بهادر (اسناد خزانه اسلامی، اوراق مشارکت، اوراق صکوک و...) می‌باشد. اوراق بهادار، اسنادی هستند که درآمد یا دارایی آتی قرض‌دهندگان را گواهی می‌کنند و همچنین تعهدات افراد یا بنگاه‌های منتشر کننده این اوراق (ناشران) را نشان می‌دهد. این اوراق از منظر اینکه گواهی مالکیت دارند آن یعنی نشان دهنده مشارکت دارند گواهی در سود و زیان و ناشر است یا تنها سند مؤید بدهی است، به اوراق بدهی (مانند اسناد خزانه اسلامی) و اوراق دارایی (مانند سهام) تقسیم می‌شود [۱۷]. اسناد خزانه یکی از رایج‌ترین ابزار تأمین مالی کسری بودجه دولت است که این اسناد اصلی‌ترین ابزار بازار پول جهت اعمال سیاست‌های پولی می‌باشد. همچنین این ابزار در مقایسه با دیگر ابزارهای بازار پول درجه نقدشوندگی بیشتری دارد؛ زیرا سریع‌تر از ابزارهای دیگر معامله می‌شوند [۷]. در مجموع انواع ابزارهای اصلی در بازار پول عبارتند از: اسناد خزانه، اسناد بانکی،^۲ گواهی سپرده،^۳ اوراق تجاری،^۴ سپرده‌های بین بانکی،^۵ اوراق بهادار طلایی^۶ و... همچنین انواع اوراق بهادار در بازار سرمایه عبارتند از: سهام، اوراق رهنی،^۷ اوراق قرضه شرکتی،^۸ اوراق قرضه دولت، اوراق قرضه محلی، اوراق قرضه بانک‌ها و... .

در چند سال گذشته تلاش‌های بسیاری برای معرفی نمونه سازگاری از اسناد خزانه با ضوابط مالی اسلامی صورت گرفت. تا این که سرانجام اسناد خزانه اسلامی پس از پشت سر گذاشتن بسیاری از چالش‌ها به

¹ Treasury Bills

² Bank Bills

³ Certificates of Deposit

⁴ Commercial Paper

⁵ Interbank Deposits

⁶ Gilt repurchase Agreements

⁷ Mortgages

⁸ Corporate Bonds

تاریخچه اسناد خزانه اسلامی در ایران

نظر به تصویب قانون عملیات بانکی بدون ربا، انتشار هرگونه اوراق بهادار که مبتنی بر ربا بوده و الزام‌های شرعی در آن رعایت نشده، ممنوع است. اما پیش از انقلاب اسلامی دولت وقت با هدف‌های گوناگون در چند مرحله اقدام به انتشار این اوراق کرده که به برخی از آنها اشاره می‌کنیم. به سبب قانون بودجه سال ۱۳۲۰، وزارت دارایی اجازه یافت تا مبلغ ۴۰۰ میلیون ریال اسناد خزانه با سررسید حداکثر چهار ماهه و با نرخ بهره ۶ درصد منتشر نماید. تاریخ ۲۷ شهریور ماه ۱۳۲۲ بود که قانونگذار به وزارت دارایی اجازه داد برای پرداخت مطالبات بانک ملی از دولت، پانصد میلیون ریال اسناد خزانه صادر نماید. در سال ۱۳۴۱ با تصویب هیئت وزیران اجازه انتشار ۳ میلیارد ریال اسناد خزانه با بهره ۶ درصد و معاف از پرداخت مالیات به وزارت دارایی داده شد. بعد از آن نیز قانون برای سال‌های ۱۳۴۴، ۱۳۴۶ و ۱۳۴۸ به ترتیب مبلغ ۱۵،۲۰ و ۳۰ میلیارد ریال اجازه انتشار اسناد خزانه را صادر کرد؛ اما در تمامی این موارد به علت عدم استقبال مردم، طبق الزام‌های قانونی اوراق به مقاطعه کاران، صندوق‌های بازنشستگی و شرکت‌های بیمه فروخته شد [۵]. تا قبل از انقلاب اسلامی این اوراق نتوانست جایگاهی در بخش خصوصی پیدا کند. به نظر می‌رسد یکی از مهم‌ترین عللی که برای عدم کامیابی این اوراق وجود دارد ماهیت ربوی اوراق و حرام و ممنوع بودن معامله این اوراق از دید عامه مردم باشد. به عنوان شاهی برای این مدعا می‌توان به سابقه انتشار اوراق مشارکت در ایران اشاره کرد. اوراق مشارکت به رغم تمام کاستی‌های موجود، توانسته است تا حدود فراوانی اقبال مردم و بخش خصوصی را به خود جلب کند [۸]. برای مرتفع نمودن چالش‌های فقهی از نظر ربوی بودن اوراق اسناد خزانه قبل از انقلاب، در سال ۱۳۹۲ ابزار مالی جدیدی تحت عنوان اسناد خزانه اسلامی برای تسویه مطالبات طلبکاران غیر دولتی از سوی دولت در بخش عمومی ایران معرفی گردید. که این ابزار مالی، ابزاری برای جبران کسری بودجه دولت در کوتاه مدت به شمار می‌آید. اسناد خزانه اسلامی از سال ۱۳۹۲ در بودجه‌های سنواتی کشور مورد توجه واقع شده است. با توجه به پیش‌بینی این اسناد در بودجه در سال ۱۳۹۲ عملکردی نداشت. ظرفیت‌های تدریجی استفاده از اسناد خزانه اسلامی در سال‌های اخیر در اقتصاد ایران افزایش یافته است، با این حال در سال‌های ۱۳۹۳، ۱۳۹۴ و ۱۳۹۵ علاوه بر پیش‌بینی دارای عملکرد نیز بوده است. اما تحقق عملکرد نسبت به پیش‌بینی این اسناد در بودجه کارا نبوده و این می‌تواند به دلیل عدم شفافیت اعتبارات در نظر گرفته شده در طرف مصارف بودجه باشد. بنابراین لازم است در تهیه و تنظیم و تصویب بودجه به این امر توجه ویژه‌ای شود. به طور خلاصه جدول زیر تفاوت‌ها و تشابهات قوانین و آیین‌نامه‌های مصوب اسناد خزانه طی سال‌های مختلف را نشان می‌دهد.

جدول ۱- خلاصه تاریخچه اسناد خزانه در یک نگاه

موضوع	۱۳۴۳	۱۳۴۸	۱۳۹۴-۱۳۹۳ و ۱۳۹۵
مالکیت اسناد	بی نام	بی نام	با نام
نرخ سود	۶ درصد	نوشته شده در متن اسناد	بانام بدون سود
قیمت اسمی	۱۰ هزار ریال	نوشته شده در متن اسناد	در متن قانون اشاره نشده است
قابلیت معامله	دارد	دارد	دارد
سررسید	۳ ماهه، شش ماهه و یکساله	۳ ماهه، ۶ ماهه و یکساله	۱ تا سه ساله
ناشر	وزارت دارایی	وزارت دارایی	دولت
بازار معاملات ثانویه	قبض و اقباض	قبض و اقباض	فراپورس ایران
ضامن	در متن قانون اشاره نشده است	بانک مرکزی ایران	وزارت امور اقتصادی و دارایی
معافیت مالیاتی	معاف از مالیات	در متن قانون اشاره نشده است	معاف از مالیات
ذی نفع وجوه ناشی از فروش اسناد	دولت، وزارت دارایی	خزانه داری کل	طلبکاران غیردولتی

اسناد خزانه متعارف

از نخستین ابزار بازار پول، اوراق خزانه است که تضمین کامل داشته و قابلیت نقدینگی آن بالا است و به وسیله دولت ها منتشر می شود. تاریخ سررسید این اوراق از ۹۰ روز تا یک سال است و با تخفیف و به مبلغ کمتر از ارزش اسمی به فروش می رسد. تخفیفی که به این اوراق داده می شود بازده آن را مشخص می کند. هرچه میزان تخفیف در زمان خرید بیشتر باشد نرخ بازده ای که عاید سرمایه گذاران می شود، بیشتر خواهد بود. اوراق خزانه در بازارهای ثانویه خرید و فروش شود. اسناد خزانه ابزار بدهی کوتاه مدت با نرخ بهره در کشورهای مختلف جهان از جمله ایران با سررسیدی کمتر از یک سال منتشر می شود. منابعی که از فروش این اسناد به دست می آید عمدتاً صرف کسری های بودجه موقتی می شود. اسناد خزانه در مقایسه با سایر اوراق بهادار به علل عاری از هرگونه ریسک اعتباری، درجه نقد شوندگی بسیار بالا و معاف از پرداخت هرگونه مالیات از بازدهی پایین تری برخوردار است. دریافتی و بازدهی که از این اسناد به دست می آید ناشی از تفاوت قیمتی است که بین قیمت اسمی و قیمتی که در حراج معین شده، به دست می آید [۱۸]. در اقتصادهای متعارف، رایج ترین راه برای تأمین کسری بودجه دولت، انتشار

اوراق قرضه به ویژه اسناد خزانه است. از مهم ترین کاربردهای این اسناد، تأمین کسری بودجه دولت، ابزار مالی مناسب برای سرمایه گذاری کوتاه مدت، ابزار مالی مناسب برای پدیدار ساختن حداقل نرخ بهره در بازارهای پولی و مالی و ابزار مالی بسیار مناسب برای اعمال سیاست های پولی از طریق عملیات بازار باز می باشد [۱۰]. دارندگان اسناد خزانه می توانند تا سررسید صبر کرده، مبلغ اسمی اوراق را دریافت کنند یا می توانند با کسری از قیمت اسمی، اوراق و اسناد بدهی دولت را در بازار ثانویه تنزیل کنند [۱۰].

اسناد خزانه اسلامی^۱

آسانترین راه تأمین کسری بودجه، استقراض از بانک مرکزی است. اما بدیهی است اگر کسری بودجه دولت از این راه تأمین شود، بسط پایه پولی، خلق پول جدید، افزایش نقدینگی و متعاقب آن رشد نرخ تورم را خواهد داشت [۱۴]. در گذشته این کسری بودجه از طریق درآمدهای نفتی تا حدودی جبران می شد اما در سال های اخیر به دلیل تحریم های ظالمانه کسری بودجه افزایش بیشتری هم یافت که در رأس آنها رشد بدهی های دولت به پیمانکاران از جمله موارد قابل توجه بود. این در حالی است که پیمانکاران به دلیل طلبکاری از دولت، با کمبود نقدینگی مواجه شده اند و در مقابل نتوانسته اند به تعهدات خود در قبال بانک ها عمل کنند، که این چرخه به کمبود نقدینگی در کل اقتصاد کشور منتهی شد. دولت برای خروج از این بحران اقدام به انتشار اسناد خزانه اسلامی که نوعی از اوراق بدهی بابت تسویه بدهی عملیات یا پروژ هایی از سوی دولت به پیمانکار واگذار می شود. چگونگی تأمین مالی کسری بودجه یکی از مسایل و دغدغه های همیشگی دولت ها، به ویژه کشورهای در حال توسعه است. انتشار اسناد خزانه به شیوه معمول آن در نظام مالی مرسوم، قابل تعمیم به نظام مالی اسلامی نیست. یکی از ابزارهایی که می تواند جایگزین مناسبی برای این اوراق باشد، اسناد خزانه اسلامی است. اسناد خزانه اسلامی، ابزاری مالی است که مبتنی بر بدهی دولت به نظام بانکی، ذینفعان و تأمین کنندگان منابع بوده و به وسیله خزانه داری کل وزارت امور اقتصادی و دارایی منتشر می شود. بانک مرکزی می تواند با خرید و فروش اسناد خزانه اسلامی، سیاست های پولی مورد نظر را برای تنظیم حجم نقدینگی اعمال کند [۱]. اسناد خزانه اسلامی ابزاری است که می تواند این نوسانات را پوشش دهد؛ به طوری که دولت با انتشار اسناد خزانه با سررسید ماه های آتی و تحویل آنها به پیمانکاران، عملاً تعهدات خودش را در مقابل آنها ایفا می کند و به این وسیله جلوی توقف پروژه ها را می گیرد و از سوی دیگر با ایجاد انگیزه در پیمانکاران برای ادامه فعالیت ها و انجام پروژه های جدید، موجبات تسریع در اجرای پروژه ها را فراهم می آورد، همچنین منابع حاصل از آن صرف هزینه های جاری دولت ها می شود. این اسناد، اوراق بهادار بانام و یا بی نامی است که خزانه داری کل (وزارت امور اقتصادی و دارایی) با سررسید معین منتشر نموده و در برابر بدهی های بخش دولتی به بانک مرکزی، شبکه بانکی و پیمانکاران طرف قرارداد در طرح های تملک دارایی های سرمایه ای مورد نظر به بهای اسمی در اختیار بانک مرکزی، بانک های بستانکار، پیمانکاران و سایر بستانکاران قرار می دهد. این اسناد با دوره های سر رسید کمتر از یک سال و حداکثر تا ۳ سال منتشر می شوند. بازپرداخت اسناد

^۱ Islamic Treasury Bills

خزانه در سررسید توسط وزارت امور اقتصادی و دارایی تضمین می شود و قبل از سررسید از قابلیت تنزیل در بازار ثانویه برخوردار است [۷]. به عبارت دیگر اسناد خزانه اسلامی اسناد با نام یا بی نامی است که دولت به منظور تسویه بدهی های مسجل خود با حفظ قدرت خرید، بابت طرح های تملک دارایی های سرمایه ای یا قیمت اسمی و سررسید معین به طلبکاران غیر دولتی واگذار می کند و دریافت کنندگان اسناد خزانه می توانند این اوراق را در بازار ابزارهای نوین مالی فرابورس ایران به فروش برسانند. با توجه به اینکه خزانه داری کل کشور تعهد پرداخت مبلغ اسمی این اسناد در رسید را بر عهده گرفته است، به آن ها اوراق بدون ریسک اطلاق می شود. در واقع خزانه داری کل کشور در همه کشورها دارای کمترین ریسک در ایفای تعهدات است و به پشتوانه مالیات دریافتی از جامعه، می تواند با اطمینان بالا تعهداتش را به موقع پرداخت کند. اسناد خزانه، اوراق بهاداری هستند که گواه تعهد ناشر (به طور عموم دولت ها) به بازپرداخت مبلغ اسمی آن ها در آینده است. اسناد خزانه از ابزارهای مالی دارای ماهیت بدهی هستند. هدف اصلی این ابزار، تأمین کسری بودجه دولت هاست و اصلی ترین ابزار پول جهت اعمال سیاست های پولی است و در مقایسه با دیگر ابزارهای پول درجه نقدشوندگی بیشتری دارد؛ چون سریع تر از ابزارهای دیگر، معامله می شوند. در جدول زیر اسناد خزانه با سایر ابزارهای مالی با درآمد ثابت در بازار آورده و مقایسه شده است.

جدول ۲- مقایسه اسناد خزانه اسلامی با اسناد خزانه رایج در دنیا

ویژگی های اوراق	اوراق با درآمد ثابت رایج در ایران	اسناد خزانه اسلامی	اسناد خزانه رایج در دنیا
پذیره نویسی	عمومی	فقط به پیمانکاران غیر دولتی طلبکار واگذار می شود	عمومی
مبنای انتشار اوراق	تأمین مالی بر مبنای قراردادهای مشارکت، اجاره، مرابحه و سلف	تسویه غیرمستقیم با پیمانکاران: تسویه بدهی مسجل دولت (به علاوه ما به ازا بابت حفظ قدرت خرید پیمانکاران) به پیمانکاران طلبکار	استقراض کوتاه مدت دولت
منابع مالی جدید	تجهیز می شود	تجهیز نمی شود	تجهیز می شود
سررسید	معمولاً ۴ ساله	سررسیدهای یک، دو و سه ساله (سررسید اسناد خزانه در مرحله اول انتشار ۱۶۵ روزه است)	کمتر از یک سال
قیمت عرضه	معمولاً به قیمت اسمی فروخته می شوند.	در زمان واگذاری به پیمانکاران به قیمت اسمی فروخته می شود. اما پیمانکاران می توانند	در زمان واگذاری به کسر

ویژگی های اوراق	اوراق با درآمد ثابت رایج در ایران	اسناد خزانه اسلامی	اسناد خزانه رایج در دنیا
		در بازار ثانویه به تنزیل بفروشدند	از قیمت اسمی فروخته می شود
پرداخت سود دوره ای	معمولاً دارد	ندارد	ندارد
دیرش (متوسط زمان دریافت جریانات نقدی اوراق یا میزان حساسیت اوراق به تغییر نرخ سود در بازار)	کمتر از سررسید اوراق	دقیقاً معادل سررسید	دقیقاً معادل سر رسید
نرخ سود اوراق	در اطلاعیه پذیره نویسی قید می شود	در بازار ثانویه و پس از عرضه توسط پیمانکاران کشف می شود	در اطلاعیه پذیره نویسی قید می شود

ارکان اسناد خزانه اسلامی

ارکان اسناد خزانه اسلامی در آیین نامه بند «ط» تبصره «۶» قانون بودجه سال ۱۳۹۴ و برای سال ۱۳۹۵ نیز به دلیل انطباق فراوانی که جزء «ه» تبصره «۵» لایحه بودجه سال ۱۳۹۵ با حکم مشابه در سال گذشته دارد پیش بینی می شود که این ارکان عبارتند از: طلبکاران غیردولتی (پیمانکاران)، بانک عامل، ناشر می باشد که به ترتیب ذیل تشریح می شود.

طلبکاران غیردولتی: در بند «د» ماده (۱) آیین نامه فوق الذکر طلبکاران غیر دولتی، پیمانکاران غیردولتی معرفی شده اند که طرف قرارداد با دستگاههای اجرایی مجری طرح های تملک دارایی سرمایه ای و تولیدکنندگان و عرضه کنندگان غیردولتی آب و برق بوده اند.

بانک عامل: براساس بند «ی» ماده (۱) آیین نامه فوق الذکر، بانک عامل بانکی است که پس از تعیین توسط وزارت امور اقتصادی و دارایی و بانک مرکزی، از طرف ناشر نسبت به عرضه اسناد خزانه اسلامی، پرداخت اصل قیمت اسمی اسناد پس از سررسید و انجام سایر امور مربوط مبادرت می ورزند.

ناشر: به موجب بند «ک» ماده (۱) آیین نامه، ناشر این اسناد وزارت اموراتقتصادی و دارایی است که به نمایندگی از دولت این اوراق منتشر می کند [۲].

انواع بدهی های دولت

بدهی های دولت به چند گروه تقسیم می شوند که از نظر فقهی حکم متفاوت دارند:

- انتشار اسناد خزانه برای بدهی های دولت به پیمانکاران، شرکت ها، بانک ها و بیمه های خصوصی اشکالی ندارد؛

- انتشار اسناد خزانه برای بدهی های دولت به بانک های دولتی، در صورتی که تسهیلات اعطایی به دولت از محل سپرده های سرمایه گذاری باشد، اشکالی ندارد؛
- انتشار اسناد خزانه برای بدهی های دولت به بانک های مختلف در صورتی که تسهیلات اعطایی به دولت، از محل سپرده های سرمایه گذاری باشد، اشکالی ندارد؛
- انتشار اسناد خزانه برای بدهی های دولت به بخش عمومی غیر دولتی؛ مانند سازمان تأمین اجتماعی و شهرداری ها اشکالی ندارد؛
- انتشار اسناد خزانه برای بدهی های دولت به بانک مرکزی، شرکت های دولتی و بیمه های دولتی اشکالی دارد. چون در این موارد به جهت عدم تفکیک مالکیت حقیقی بین دولت و این موارد، دینی در واقع وجود ندارد؛ بنابراین وقتی دولت سندی را به بانک مرکزی یا شرکت یا بیمه دولتی می دهد و آنها را در بازار می فروشند در حقیقت دولت به وسیله آنان از مردم استقراض با شرط زیاده می کند و این ربا است.
- نسبت به بدهی های سررسید شده و سررسید گذشته نمی توان برای تاخیر آنها به مبلغ بدهی افزود؛ چون ربا پیش می آید. نسبت به این نوع بدهی می توان به ارزش اسمی بدهی اسناد سه ماهه، شش ماهه و یک ساله داد، طلبکار می تواند اسناد را پیش از سررسید بفروشد (تنزیل کند) یا در سررسید وصول کند.
- در قرار دادهایی که بندی به عنوان وجه التزام شرط شده است، مبلغ بدهی عبارت است از مجموع مبلغ قرارداد به اضافه وجه التزام های تاخیر؛ بنابراین دولت باید برای این نوع بدهی ها به میزان مبلغ قرار داد به اضافه وجه التزام اسناد تحویل طلبکار دهد.
- دولت باید پیش بینی لازم در بودجه های سنواتی داشته باشد تا اسناد سررسید شده را پرداخت کند [۱۰].

انواع اسناد خزانه اسلامی

دولت در رویارویی با کسری بودجه به طور عمده با سه مسئله اساسی تأمین کالاهای مصرفی، تأمین هدف های توسعه ای (اجرای پروژه ها و انجام خدمات) و تأمین وجوه نقد روبرو است. به منظور جبران کسری بودجه دولت از راه ابزارهای اسلامی باید به طراحی اسناد خزانه اسلامی متناسب با هریک از سه نوع کسر بودجه فوق الذکر اقدام کرد. با این مقدمه، سه نوع اسناد خزانه اسلامی قابل تعریف هستند که در ادامه به توضیح از آن ها می پردازیم:

اسناد خزانه اسلامی خرید کالا

در این شیوه تولید کنندگان به صورت مستقیم به تأمین کالاهای سرمایه ای و مصرفی دولت اقدام کرده و در برابر، دولت به خرید کالاهای مورد نیاز خود به صورت نسیه با مبالغی بالاتر از قیمت نقد از تولیدکنندگان اقدام کند و بلافاصله به انتشار اسناد خزانه مدت دار اقدام می کند؛ بنابراین از آنجایی که

اوراق منتشر شده در این شیوه به منظور تأمین کسری بودجه دولت جهت خرید کالاهای موردنیاز خویش است، این اوراق در اصطلاح به «اسناد خزانه اسلامی خرید کالا» معروف هستند.

اسناد خزانه اسلامی خرید خدمت

در این روش دولت برای بر طرف کردن نیازهای توسعه اقتصادی (طرح ها و پروژه های اساسی) اقدام به واگذاری امور به دیگران می کند. از طرفی دولت ممکن است با کمبود بودجه روبرو بوده و به پرداخت نقد در قبال دیون خود قادر نباشد. دولت در چنین مواقعی متناسب با زمانبندی پیشرفت طرح ها به انتشار اسناد خزانه با سررسیدهای متنوع (بیش از یک سال) منتشر می کند. در این نوع از اسناد خزانه اسلامی، دولت طی عقدهایی مانند استصناع و جعاله به تأمین هدف های خود اقدام کرده و از آنجا که در حال حاضر وجوه نقد لازم جهت ایفای پرداخت های خود را ندارد، به صورت نسبه آن ها را پرداخت می کند. به این صورت که دولت به انتشار اسناد خزانه مدت دار مبنی بر بدهی به طرف های قرارداد خود اقدام کرده، به طلبکاران تحویل می دهد؛ بنابراین از آنجا که اوراق منتشر شده در این شیوه به منظور تأمین کسری بودجه دولت جهت انجام طرح ها و خدمات مورد نیاز وی است؛ بنابراین این اوراق در اصطلاح به «اسناد خزانه اسلامی خرید خدمت» معروف هستند.

اسناد خزانه اسلامی تأمین وجوه

این نوع اسناد خزانه اسلامی کاربرد گسترده تری نسبت به دیگر انواع اسناد خزانه اسلامی داشته و برای تأمین هر نوع کسری بودجه دولت کاربرد دارد؛ البته هدف اصلی این نوع اسناد تأمین وجوه نقد برای خزانه دولت است. این نوع اسناد خزانه از نظر کاربردی شبیه ترین اسناد خزانه اسلامی در مقایسه با اسناد خزانه غربی بوده و براساس دارایی های پایه است. این نوع اسناد به طور عمده با سررسید سه ماه و کمتر (کوتاه مدت) منتشر می شود. اسناد خزانه اسلامی تأمین وجوه مبتنی بر دارایی پایه سهل البیع (مانند طلا) است که در وهله نخست در تملیک دولت است؛ سپس دولت جهت دستیابی به نقدینگی به انعقاد دوفقرارداد مجزا و مستقل از هم اقدام می کند؛ به این صورت که ابتدا با انجام معامله بیع نقد دارایی خود را در بازار به فروش می رساند؛ سپس به همان میزان از راه بیع نسبه از آن دارایی از بازار می خرد. سرانجام دولت به ارزش اسمی بیع نسبه به انتشار اسناد خزانه اسلامی اقدام کرده و به سرمایه گذاران (فروشندهان دارایی نسبه) در جهت ایفای تعهدات تحویل می دهد [۱۲].

ویژگی های اسناد خزانه اسلامی

ویژگی های اسناد خزانه اسلامی به شرح ذیل است:

- سود اسناد خزانه اسلامی: این اوراق هیچگونه پرداخت میان دوره ای تحت عنوان سود نخواهد داشت و سرمایه گذار از مابه التفاوت قیمت خرید اوراق و ارزش اسمی دریافتی آن در سررسید منتفع خواهد شد.

- دارندگان اوراق: دارندگان این اوراق مانند دارندگان اوراق قرضه و اسناد خزانه متعارف، هیچ گونه دخالتی در مدیریت فعالیت های اقتصادی دولت ندارند و فقط در سررسید مشخص می توانند با مراجعه به بانک های عامل مبلغ اسمی درج شده در این اوراق را دریافت دارند.
- معاملات ثانویه: این اوراق پس از پذیرش، قابلیت معامله در فرابورس ایران را خواهند داشت و قیمت آنها در بازار ثانویه بر حسب عرضه و تقاضا تعیین می شود، ضمن آنکه هزینه کارمزد معاملات اسناد خزانه اسلامی معادل کارمزد سایر معاملات اوراق بهادار با درآمد ثابت است.
- ضمانت پرداخت در سررسید: ضامن این اسناد وزارت امور اقتصادی و دارایی بوده و خزانه داری کل کشور بازپرداخت این اوراق در سررسید را در زمره دیون ممتاز دولت در نظر می گیرد؛ به نحوی که پرداخت مبلغ اسمی اسناد خزانه اسلامی در سررسید هم ردیف با پرداخت حقوق کارکنان دولت قرار گرفته و با همان درجه اهمیت و اضطرار صورت می پذیرد.
- مزیت مالیاتی: مطابق بند (ه) تبصره (۵) قانون بودجه سال ۱۳۹۵ کل کشور و همچنین تبصره یک ماده ۷ قانون «توسعه ابزارها و نهادهای مالی جدید» اسناد مزبور از پرداخت هرگونه مالیات معاف هستند.
- تا پیش از ورود بانک مرکزی به بازار خرید و فروش اسناد خزانه اسلامی، این اوراق فقط کارکرد ابزار مالی خواهد داشت؛ اما با ورود بانک مرکزی ابتدا سیاست انبساطی پولی و سپس سیاست انقباض پولی می تواند شکل گیرد.

جدول ۳- مقایسه اسناد خزانه اسلامی با اسناد خزانه غیر اسلامی

ردیف	شرح	ویژگی های اسناد خزانه اسلامی	ویژگی های اسناد خزانه غیر اسلامی
۱	مبلغ معین	+	+
۲	سررسید معین	+	+
۳	تضمین اصل مبلغ	+	+
۴	ابزار سیاست مالی	+	+
۵	ابزار سیاست پولی	+	+
۶	نرخ بهره ثابت	-	+
۷	نرخ تنزیل ثابت	+	-
۸	الزام به پرداخت قطعی در سررسید	+	-
۹	متکی به تولید و معامله	+	-
۱۰	مطابق با موازین شرعی	+	-
۱۱	قابلیت معامله در بورس اوراق بهادار	+	+

مزایای اسناد خزانه اسلامی

با انتشار اسناد خزانه اسلامی، به صورت همزمان، دولت از طریق مدیریت بدهی‌ها، بانک مرکزی از طریق کنترل نقدینگی و مردم و فعالان بازار به واسطه استخراج نرخ بدون ریسک در یک بازار رقابتی و شفاف، منتفع می‌شوند. اسناد خزانه اسلامی، به عنوان اصلی‌ترین ابزار پول برای اعمال سیاست‌های پولی از طرف بانک مرکزی شناخته می‌شود و سایر مزایای این ابزار مالی به قرار زیر است:

- تصفیه بدهی‌های دولت و تسری در پرداخت بدهی‌های ایشان به پیمانکاران
- کشف نرخ سود بدون ریسک مورد انتظار بازار در اقتصاد کشور
- فراهم آوردن بستر لازم برای توسعه ابزارهای مالی بازار محور
- تأمین کسری بودجه دولت
- تعیین نرخ سود با استفاده از مکانیزم عرضه و تقاضا
- سود بدون ریسک برای خریداران اوراق خزانه (این موضوع مزیت بسیار مناسبی برای فعالان بازار سرمایه است؛ چون می‌توانند در مدت زمانی معلوم با سود مشخصی همراه شوند و سرمایه آن‌ها نیز با تهدیداتی مواجه نمی‌شود).
- استخراج انتظارات بازار از نرخ سود بدون ریسک با سررسیدهای مختلف
- کمک به حفظ استقلال کشور با تأمین مالی داخلی دولت و کاهش استقراض بین‌المللی دولت
- ابزاری مؤثر برای بانک مرکزی در اجرای سیاست پولی، تنظیم حجم نقدینگی و سیاست‌های بهینه به منظور تنظیم و کنترل انتظارات بازار
- قابلیت نقد شوندگی بالا (به این معنا که چون حجم معاملات در فرابورس بالا است، دارندگان این اوراق می‌توانند در هر زمان نسبت به فروش اوراق خود در بازار اقدام کنند).
- قرارگرفتن در اولویت تعهدات دولت (بزرگ‌ترین دغدغه فعالان بازار سرمایه درخصوص اسناد خزانه اسلامی، عدم ایفای تعهدات دولت در زمان سررسید است؛ برای رفع این نگرانی، دولت به این بدهی اولویتی هم‌ردیف حقوق و مزایای کارکنان خود داده و به عنوان بدهی ممتاز دولت در نظر گرفته می‌شود).

بطور کلی با انتشار اسناد خزانه اسلامی بطور همزمان دولت از طریق مدیریت بدهی‌ها، بانک مرکزی از طریق کنترل نقدینگی و مردم به واسطه استخراج نرخ بهره بدون ریسک در یک بازار رقابتی، منتفع می‌شوند.

ساز و کار انتشار اسناد خزانه اسلامی

در حال حاضر، به منظور تسویه حساب با پیمانکاران، دستگاه اجرایی ذیربط، درخواست تأمین بودجه را به سازمان مدیریت و برنامه‌ریزی کشور ارائه می‌کند. سازمان مدیریت و برنامه‌ریزی در چارچوب بودجه مصوب مجلس و در صورت کفایت منابع، دستور پرداخت را به خزانه‌داری کل صادر کرده و خزانه‌داری کل کشور نیز وجه مورد نظر را به حساب دستگاه مربوط واریز می‌کند و از آنجا طلب پیمانکار پرداخت

می‌شود. در صورت عدم کفایت منابع در خزانه کل کشور، وزارت امور اقتصادی و دارایی به نمایندگی از دولت از محل ردیف بودجه اختصاص یافته و با اعلام به دستگاه مربوطه و کمیته انتشار اسناد خزانه، اسناد خزانه اسلامی را منتشر کرده و حساب پیمانکاران را تصفیه می‌کند. پیمانکار می‌تواند در صورت نیاز به وجه نقد، این اوراق را در بازار ابزارهای نوین مالی فرابورس ایران، به فروش برساند.

جمع بندی و نتیجه گیری

اسناد خزانه اسلامی، ابزاری مالی است که مبتنی بر بدهی دولت به نظام بانکی و همچنین ذی نفعان و تأمین کنندگان منابع بوده و به وسیله خزانه داری کل منتشر می‌شود. این اوراق فاقد کوپن بهره و معاف از مالیات بوده و بر مبنای تنزیل در بازار مبادله می‌شوند. تفاوت عمده این اسناد با سایر اوراق بهادار، در سررسید آن و پرداخت سود است. اسناد خزانه اسلامی بدون سود بوده و هیچ گونه پرداخت میان دوره ای تحت عنوان سود نخواهند داشت و سرمایه گذاران از مابه التفاوت قیمت خرید اوراق و ارزش اسمی دریافتی آن در سررسید، منتفع خواهند شد. دارندگان اوراق، مبلغ اسمی را در سررسید از دولت دریافت می‌کنند. با توجه به نوسانات موجود در منابع درآمدی دولت، در بسیاری از اوقات با پدیده توقف یا کندی اجرای پروژه‌های عمرانی و مهم کشور روبه‌رو می‌شویم. توقف پروژه‌ها نه تنها کشور را از مزایا و خدمات آن پروژه‌ها تا مدت زمان طولانی محروم می‌کند، بلکه به دلیل تحمیل هزینه‌های نگهداری پروژه‌های نیمه کاره به دولت و همچنین افزایش قیمت مصالح و خدمات ناشی از تورم و رشد قیمت آنها، قیمت تمام شده پروژه را به شدت افزایش خواهد داد. اسناد خزانه اسلامی، ابزاری است که می‌تواند این نوسانات را پوشش دهد؛ به طوری که دولت با انتشار اسناد خزانه با سررسید ماههای آتی و تحویل آنها به پیمانکاران، عملاً تعهدات خودش را در مقابل آنها ایفا می‌کند و به این وسیله جلوی توقف پروژه‌ها را می‌گیرد و از سوی دیگر با ایجاد انگیزه در پیمانکاران برای ادامه فعالیت‌ها و انجام پروژه‌های جدید، موجبات تسریع در اجرای پروژه‌ها را فراهم می‌آورد، همچنین منابع حاصل از آن صرف هزینه‌های جاری دولت‌ها می‌شود. در کشورهای اسلامی به دلیل اینکه پرداخت بهره از نظر شرع، ربا محسوب می‌شود، هیچ بهره‌ای به این اسناد تعلق نمی‌گیرد. لذا به دلیل تطابق مشخصات این اسناد با قوانین شرع مقدس اسلام، آن را اسناد خزانه اسلامی می‌نامند. به طور خلاصه می‌توان گفت که این اسناد با هدف تنظیم جریان نقدی خزانه‌داری کل کشور منتشر می‌شود. اکثر پروژه‌های دولتی در بخش عمومی ایران از منابع کافی برخوردار نبوده و از تأمین مالی رنج می‌برند. در اقتصاد پیشرفته دنیا نخستین محموله که برای تأمین مالی مورد استفاده قرار می‌گیرد بازار سرمایه می‌باشد. بازار سرمایه می‌تواند از طریق جذب پول‌های سرگردان در جامعه منتج به اشتغال، تولید، بالا بردن سطح رفاه عمومی جامعه و در نهایت توسعه و رشد اقتصادی شود. لذا اسناد خزانه اسلامی می‌تواند ابزار مالی مناسبی در دست دولت از طریق انتشار آن در بازار سرمایه برای تأمین کسری نقدینگی در طول سال مالی مورد استفاده قرار گیرد. بزرگ‌ترین دغدغه فعالان بازار سرمایه درخصوص اسناد خزانه اسلامی، عدم ایفای تعهدات دولت در زمان سررسید است؛ برای رفع این نگرانی، دولت به این بدهی اولویتی هم‌ردیف حقوق و مزایای کارکنان خود داده و به عنوان بدهی ممتاز دولت در نظر گرفته شود. بطور کلی با انتشار اسناد خزانه اسلامی بطور همزمان دولت از طریق مدیریت

بدهی ها، بانک مرکزی از طریق کنترل نقدینگی و مردم به واسطه استخراج نرخ بهره بدون ریسک در یک بازار رقابتی، منتفع می شوند. فاکتورهای مهم و مؤثر در طراحی موفق یک ابزار نوین مالی (اسناد خزانه اسلامی) مواردی مانند همکاری و هماهنگی همه نقش آفرینان بازار؛ توجه به منافع کلیه ذی نفعان، ناشران، سرمایه گذاران، ارکان حکومتی و دولتی، توجه به فقهی بودن قراردادهای منعقد در انتشار ابزار، توجه به ریسک های بازار و غیره را شامل می شوند که هریک از اهمیت ویژه ای برخوردارند.

فهرست منابع

۱. بیدآباد، بیژن و محمود الهیاری فرد، (۱۳۸۹)، "اوراق قرضه غیر ربوی (ریالی و ارزی) و ابزارهای پولی بانکداری مرکزی بدون ربا"، گزارش پژوهشی.
۲. حسینی، محمدرضا و محمد تقی فیاضی، (۱۳۹۴)، **آسیب شناسی عملکرد اسناد خزانه اسلامی**، مرکز پژوهش های مجلس شورای اسلامی.
۳. حاجی ملا میرزایی، حمید و همکاران، (۱۳۹۴)، "ارتباط بین شیوه های تامین مالی برون سازمانی با عملکرد آتی در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران"، **تحقیقات حسابداری و حسابرسی**، انجمن حسابداری ایران، شماره ۲۵، ص ۴۳ و ۴۲.
۴. حسینی، سیدمحمد، (۱۳۸۷)، "حاکمیت اسلامی و طراحی ابزارهای جدید مالی" همایش اقتصاد اسلامی و توسعه، دانشگاه فردوسی، مشهد.
۵. رحیمی، زهرا، (۱۳۸۱)، **بررسی آثار اقتصادی انتشار اوراق مشارکت و روش های گسترش کاربرد آن در تامین مالی**، پژوهشکده پولی و بانکی، تهران.
۶. صالح آبادی، علی، (۱۳۸۵)، **بازارهای مالی اسلامی**، انتشارات دانشگاه امام صادق، تهران.
۷. قضاوی، حسین و حسین بازمحمدی، (۱۳۹۰)، **عملیات بازار باز در چارچوب بانکداری بدون ربا؛ مطالعه موردی: اسناد خزانه اسلامی**، پژوهشکده پولی و بانکی، تهران.
۸. موسویان، سید عباس، (۱۳۸۷)، **ابزارهای مالی اسلامی (صکوک)**، سازمان انتشارات پژوهشگاه فرهنگ و اندیشه اسلامی، شماره دوم، تهران.
۹. محمد میرزائی، حمید، (۱۳۸۰)، "سیستم های مالی اسلامی"، **نشریه بانک و اقتصاد**.
۱۰. موسویان، سیدعباس، نظریور، محمد نقی وایوب خزائی، (۱۳۹۰)، "امکان سنجی فقهی طراحی اسناد خزانه اسلامی در بازارهای مالی اسلامی"، **فصلنامه علمی و پژوهشی اقتصاد اسلامی**.
۱۱. موسویان، سید عباس ومهدی الهی، (۱۳۸۹)، "امکان سنجی فقهی تشکیل بازار بین بانکی در بانکداری اسلامی"، **فصلنامه علمی پژوهشی اقتصاد اسلامی**.
۱۲. موسویان، سید عباس و مجید خادم الحسینی اردکانی، (۱۳۹۱)، "مهندسی مالی اسناد خزانه اسلامی"، **فصلنامه علمی پژوهشی اقتصاد اسلامی**، سال دوازدهم، شماره ۴۵.
۱۳. موسویان، سید عباس و جواد حدادی، (۱۳۹۲)، "تامین مالی پروژه محور به وسیله صکوک استصناع در صنعت نفت"، **فصلنامه علمی پژوهشی اقتصاد اسلامی**، سال سیزدهم، شماره ۵۰.

۱۴. نصیری زاده، حمیدرضا و همکاران، (۱۳۸۰)، "کسری بودجه و تورم در اقتصاد ایران طی سال های 1375-1342"، جلد دوم، انتشارات صنم، تهران.
15. Bacha, Obiyathulla Ismath.,(2008)," the Islamic Interbank Money Market anda Dual Banking System: The Malaysian Experience Shaikh; Salman, 2009", **Role of Central Bank in Islamic Finance**.
16. Chapra, M. U.,(1992)," Islam and the International Debt Problem", **Journal of Islamic Studies**, Vol. 3 (2).
17. Matthews, Kent, Giuliiodori, Massimo, & Mishkin, Frederic S., (2013)," **The Economics of Money** Banking and Financial Markets: Pearson Higher Ed".
18. Parameswaran, Sunil., (2011)," **Fundamentals of Financial Instruments: AnIntroduction to Stocks, Bonds, Foreign Exchange, and Derivatives**" **John Wiley & Sons**.



Islamic Treasury Bills: New Instrument for Financing

Sina Kheradyar (PhD)[©]

Assistant Professor, Department of Accounting, Rasht Branch, Islamic Azad University, Rasht, Iran

Mostafa Maleki[†]

Ph.D. Student, Department of Accounting, Rasht Branch, Islamic Azad University, Rasht, Iran

Askar Pourreza[‡]

Professor of Accounting Department, Borhan Niroom of North, The University of Applied Sciences, Rasht, Iran

(Received: 17 October 2018; Accepted: 10 February 2019)

Unlike the developed countries in the world, the Iranian economy is bank-oriented, and about 80% of the supply is provided by banks, and only 20% is provided by the capital market. One of the important tools in the financial market is treasury bills. Due to the ban of Riba in Islam, traditional treasury bills can not be used in the Islamic financial system. Therefore, the Islamic capital markets require low-risk short-term financial instruments that can fill the vacuum of traditional treasury bills. This instrument is Islamic treasury bills which are a new financial tool introduced by the government since 2013 to settle claims of non-government creditors. The main purpose of this tool is to finance the government deficit in the short term. Although the government applies these tools mainly to finance part of the budget deficit, settle debts to contractors and banks and achieve further financial discipline, they are also used to expand and improve the capital and money market.

Keywords: Treasury Bills, Islamic Treasury Bills, Modern Financing Tools.

¹ kheradyar@iaurasht.ac.ir ©(Corresponding Author)

² mostafamaleki@phd.iaurasht.ac.ir

³ askar.pourreza@gmail.com