



فصلنامه علمی پژوهشی دانش سرمایه‌گذاری  
سال پنجم / شماره هجدهم / تابستان ۱۳۹۵

## ارائه مدل قیمت‌گذاری اسناد خزانه اسلامی مبتنی بر چارچوب اوراق بهادار سازی

احسان ذاکرنیا

دانشجوی دکتری، دانشگاه امام صادق علیه‌السلام، دانشکده معارف اسلامی و مدیریت، عضو مرکز رشد دانشگاه امام صادق علیه‌السلام  
ehsanzakernia@gmail.com

محمد هادی حبیب‌الهی

دانشجوی دکتری، دانشگاه امام صادق علیه‌السلام، دانشکده معارف اسلامی و مدیریت، عضو مرکز رشد دانشگاه امام صادق علیه‌السلام  
mhhabib.67@gmail.com

تاریخ دریافت: ۹۴/۶/۲ تاریخ پذیرش: ۹۴/۱۰/۱۴

### چکیده

اسناد خزانه اوراقی هستند که گواه پرداخت مبلغ اسمی مندرج در اوراق در زمان آینده توسط ناشر (به‌طور معمول دولت‌ها) می‌باشند. انتشار اسناد خزانه به شیوه معمول آن در نظام‌های مالی مرسوم، به علت ماهیت ربوی آن‌ها، در نظام مالی اسلامی امکان‌پذیر نیست. از این‌رو متخصصان مالی اسلامی کشور اقدام به طراحی اسناد خزانه اسلامی نمودند. اسناد خزانه اسلامی اوراق بهادار بانام و یا بی‌نامی است که خزانه‌داری کل وزارت امور اقتصادی و دارایی با سررسید معین و بدون کوپن سود منتشر نموده و در برابر بدهی‌های بخش دولتی به بانک مرکزی، شبکه بانکی و پیمانکاران طرف قرارداد، به بهای اسمی در اختیار بانک مرکزی، بانک‌های بستانکار، پیمانکاران و سایر بستانکاران قرار می‌دهد. مدل ارائه‌شده از نظر فقهی و قانونی مورد بررسی قرار گرفته و قابلیت اجرا دارد ولی نرخ مناسب جهت تنزیل و در واقع مدل ارزش‌گذاری اسناد خزانه تاکنون مورد بررسی قرار نگرفته است. در این مقاله سعی خواهد شد مدل مناسب تعیین نرخ تنزیل مناسب این اوراق تبیین گردد. به نظر می‌رسد بهترین مقیاس برای سنجش و تعیین نرخ تنزیل یا قیمت‌گذاری اسناد خزانه اسلامی میانگین بازدهی آن بازاری است که این اسناد در ازای طلب آن‌ها صادر شده است. یعنی در اسناد خزانه اسلامی خرید کالا، میانگین بازدهی برآوردی در آن بازاری است که دولت کالاهای مورد نیاز خود را از آن خریداری نموده است. در اسناد خزانه اسلامی خرید خدمت، میانگین نرخ بازدهی حاصل از بهره‌برداری آن پروژه یا طرح عمرانی خاص هست و در اسناد خزانه اسلامی تأمین وجوه، میانگین برآوردی نرخ بازدهی معاملات طلا در افق زمانی اسناد منتشره بهترین ملاک تعیین نرخ هست.

**واژه‌های کلیدی:** اسناد خزانه اسلامی، اوراق بهادار سازی، ارزش‌گذاری، نرخ تنزیل، قیمت‌گذاری دارایی.

## ۱- مقدمه

یکی از مسائل پیش روی تمامی کشورها تأمین منابع مالی موردنیاز جهت رشد و توسعه است. دولت‌های کشورها مختلف از روش‌های متنوعی جهت تأمین مالی خود استفاده می‌کنند ولی غالباً در کشورهای درحال توسعه منابع درآمدی دولت کفاف هزینه‌ها را نداده و میزان بدهی عمومی دولت به بانک مرکزی، شبکه بانکی، پیمانکاران طرف قرارداد و... مبلغ قابل توجهی بوده و دارای سیر رشد سالیانه هست. کشور ما نیز از این قضیه مستثنا نبوده و با توجه به نیازهای فراوان بخش‌های کشاورزی و صنعت و زیرساخت‌های اقتصادی کشور با حجم انباشته بدهی‌های دولت مواجه هستیم لذا نیازمند نوآوری و خلق روش‌های تجهیز منابع مالی جدید و تزریق آن به سیستم اقتصادی کشور هستیم. این در حالی است که مخارج دولت در بخش‌های مختلف عمرانی و جاری سیر فزاینده داشته و فشارهای اقتصادی و سیاسی و تحریم‌ها و ضعف‌های سیستم اقتصادی کشور باعث کاهش درآمدهای دولت و عدم کفایت درآمدها با هزینه‌ها گردیده است عواملی همچون کاهش درآمدهای نفتی، تحریم‌های بانکی و دشواری انتقال درآمدهای کشور به درون، ضعف در سیستم مالیاتی و فرار مالیاتی گسترده مؤدیان مالیاتی و به‌علاوه افزایش نرخ تورم) نصیری زاده و همکاران، ۱۳۸۰، ص ۲؛ توجه به مطالب ذکرشده شدت اهمیت یافتن ابزاری کارآمد جهت حل مشکل کسری بودجه دولت را می‌رساند.

دولت‌ها جهت مواجهه با مشکل کسری بودجه از روش‌های متعددی استفاده می‌کنند مانند استقراض داخلی و استقراض خارجی، افزایش نرخ مالیات، سیاست‌های ریاضت اقتصادی و کاهش هزینه‌های عمرانی و جاری و خدماتی دولت و... که بررسی ابعاد و ویژگی‌های هر یک از این روش‌ها از دایره بحث ما خارج هست. متداول‌ترین روش تأمین کسری بودجه دولت، انتشار اوراق قرضه به‌ویژه اسناد خزانه است. اسناد خزانه همچنین مهم‌ترین ابزار اعمال سیاست‌های پولی دولت است زیرا نقد شوندگی بالایی دارد و به‌سرعت معامله می‌شود (قضاوی و بازمحمدی، ۱۳۸۹، ص ۹) لذا این ابزار در اقتصاد متعارف بسیار پرکاربرد هست. اما به علت ماهیت ربوی اسناد خزانه متعارف این ابزار در بازارهای مالی اسلامی قابل‌استفاده نیست زیرا اگرچه این اسناد فاقد کوپن بهره هستند و در بدو انتشار با کسر از مبلغ اسمی به فروش می‌رسند؛ اما مانند اوراق قرضه ماهیت ربوی دارند. به‌عبارت‌دیگر انتشار اسناد خزانه به شیوه مرسوم آن برای تأمی مالی عمومی بودجه دولت با محدودیت کاربرد عقد قرض در نظام مالی اسلامی روبرو است. (موسویان، خادم الحسینی اردکانی، ص ۱۱۰) لذا اندیشمندان مسلمان اقدام به طراحی ابزاری جایگزین اسناد خزانه متعارف کردند که به لحاظ شرعی و قانونی قابلیت اجرا داشته باشد و آن را اسناد خزانه اسلامی نامیدند.

اسناد خزانه اسلامی اوراق بهادار بانام و یا بی‌نامی است که خزانه‌داری کل وزارت امور اقتصادی و دارایی با سررسید معین و بدون کوپن سود منتشر نموده و در برابر بدهی‌های بخش دولتی به بانک مرکزی، شبکه بانکی و پیمانکاران طرف قرارداد، به بهای اسمی در اختیار بانک مرکزی، بانک‌های بستانکار، پیمانکاران و سایر بستانکاران قرار می‌دهد. درواقع اسناد خزانه اسلامی بر مبنای مکانیسم اوراق بهادار سازی بدهی‌های دولت به بخش‌های مختلف و انتقال این بدهی‌ها شکل می‌گیرد. این اسناد با دوره‌های سررسید کمتر از یک سال و حداکثر تا پنج سال منتشر می‌شوند. بازپرداخت اسناد خزانه در سررسید توسط وزارت امور اقتصادی و دارایی

تضمین می‌شود و قبل از سررسید، از قابلیت تنزیل در بازار ثانویه برخوردار خواهند بود. لذا مشکل فقهی و قانونی انتشار اسناد خزانه برطرف گردیده است ولی مکانیسم قیمت‌گذاری این اوراق تبیین نگردیده است. اسناد خزانه اسلامی منافع و مزایای بسیاری برای اقتصاد کشور دارند از جمله:

(۱) ایجاد ابزار مالی مناسبی برای خزانه‌داری کل وزارت امور اقتصادی و دارایی برای تسویه بدهی‌های انباشته

(۲) گشایش در وضعیت مالی بانک‌های بستانکار و پیمانکاران و گردش روان‌تر و با هزینه معاملاتی کمتر وجوه مالی در اقتصاد

(۳) مدیریت نقدینگی در اقتصاد با استفاده از ایجاد امکان انجام عملیات بازار باز توسط بانک مرکزی با خریدوفروش اسناد خزانه در بازار ثانویه (موسویان، خادم‌الحسینی اردکانی، ص ۱۱۱)

مقاله پیش رو در پی آن است که به تبیین مدل مناسب قیمت‌گذاری اسناد خزانه اسلامی بپردازد. بدین معنی که دولت در پی قراردادهایی که بر اساس مبادلات خود با بخش‌های مختلف دارد بدهی‌های به آن‌ها پیدا می‌کند و سپس این بدهی‌ها را تبدیل به اوراق کرده و در اختیار طلبکاران یا سایر کسانی که علاقه‌مند به سرمایه‌گذاری در اوراق بهادار دولتی هستند قرار می‌دهد تا یا اینکه تا سررسید اوراق صبر کنند و مبلغ اسمی مندرج در اوراق را دریافت کنند یا اینکه آن را در بازار ثانویه تنزیل کرده و به فروش برسانند حال سؤال اینجاست که نرخ مناسب جهت تنزیل اسناد خزانه دولتی باید از چه طریقی کشف شود.

## ۲- روش‌شناسی پژوهش

پژوهش حاضر از نوع توصیفی - تحلیلی است و در آن به‌منظور ارائه مدل قیمت‌گذاری اسناد خزانه اسلامی با استفاده از منابع کتابخانه‌ای و نظرات خبرگان به تحلیل و بررسی انواع اسناد خزانه اسلامی پرداخته و بر اساس ماهیت هریک، مدل قیمت‌گذاری مناسب ارائه گردیده است.

## ۳- مبانی نظری و مروری بر پیشینه پژوهش

### • نیازهای مالی دولت

دولت‌ها همواره به دلایل مختلف نیازمند تأمین منابع مالی هستند که این نیازها از موارد زیر می‌توانند نشأت گرفته باشند:

(۱) بدهی دولت بابت هزینه‌های اجرای پروژه‌های گذشته

بخش عمومی برای تأمین نیازهای خود به خرید کالاها و خدمات اقدامی می‌کند، برای اجرای طرح‌های عمرانی کوچک و بزرگ با پیمانکاران خصوصی و قرارداد منعقد می‌کند. اما ممکن است به علل گوناگون نتواند به تعهدهای مالی خود عمل کند.

(۲) نیاز اساسی دولت به منابع جهت انجام پروژه‌های جدید

۳) آثار مخرب اقتصادی ناشی از ابزارهای مرسوم جهت تأمین کسری بودجه و بدهی دولت: از نظر نظری اگر دولت با کسری بودجه مواجه شود یکی از آسان‌ترین راه‌ها برای تأمین کسری بودجه، استقرار از بانک مرکزی است؛ اما بدهی هست اگر کسری بودجه دولت از این راه تأمین شود بسط پایه پولی، خلق پول جدید، افزایش نقدینگی و متعاقب آن رشد نرخ تورم را در خواهد داشت. بنابراین شناسایی و طراحی ابزارهایی جهت کنترل این پدیده و پدید ساختن بهترین سازوکار از ضروریات هر اقتصادی است. (موسویان، خادم الحسینی اردکانی، ص ۱۱۴)

از نظر اقتصادی به‌طور کلی منابع دولت از محل درآمدهای مالیاتی، فروش دارایی و ثروت (درآمد نفت) و پدید ساختن بدهی (تعهد) تجهیز می‌شود. از طرف دیگر مصارف دولت نیز در سه قالب اصلی مخارج مصرفی (جاری و عمرانی)، سرمایه‌گذاری و بازپرداخت بدهی‌ها صورت می‌گیرد (جعفری صمیمی و دیگران، ۱۳۸۵، ص ۳۳). دولت‌ها همواره در پی یافتن روش‌هایی جهت پوشش نیازهای مالی خود هستند.

به‌طور کلی، منابع مبتنی بر سرمایه عمدتاً شامل سود تقسیم‌نشده، انتشار سهام عادی و عرضه آن به عامه مردم، فروش سهام ممتاز، فروش حق تقدم خرید سهام، فروش حق خرید سهام و سرمایه‌گذاری مشترک خارجی است. منابع مبتنی بر بدهی دربرگیرنده وام‌های بانکی و رهنی، اوراق مشارکت، انواع تسهیلات اعتباری طبق عقود اسلامی نظیر فروش اقساطی، اجاره به شرط تملیک، مضاربه، خرید دین و... است. با توجه به پیشرفت‌های چشم‌گیری که در این حوزه طی دو دهه گذشته در دنیای غرب حاصل شده است، به این گروه مفهوم تبدیل به اوراق بهادار کردن نیز می‌تواند افزوده شود.

انتشار اوراق قرضه و اسناد خزانه در کشورهای دنیا جهت جبران کسری بودجه رواج فراوان دارد ولی در کشورهای اسلامی به علت ربوی بودن این ابزارهای کارآمد نمی‌تواند از آن‌ها استفاده نمود لذا اندیشمندان مسلمان اقدام به طراحی اسناد خزانه اسلامی نمودند تا هم نیاز دولت‌های کشورهای مسلمان برطرف شود و هم مطابق ضوابط اسلامی باشد.

از آنجایی که اسناد خزانه اسلامی ریشه مفهوم اوراق بهادار سازی دارند ابتدا به تبیین مفاهیم اوراق بهادار سازی و سپس به معرفی اسناد خزانه اسلامی می‌پردازیم.

#### • تاریخچه اوراق بهادار سازی دارایی‌ها

تبدیل دارایی‌ها به اوراق بهادار با تأمین مالی ساختاریافته مجموعه‌های رهنی در دهه ۱۹۷۰ آغاز شد. (فیزل، ۵۵، ۲۰۰۵) در دهه‌های قبل از دهه ۱۹۷۰، بانک‌ها اساساً وام‌دهنده بودند و تا زمان سررسید وام یا بازپرداخت کل وام توسط وام‌گیرنده، وام‌ها را نگهداری می‌کردند. این وام‌ها عمدتاً به‌وسیله سپرده‌ها و بعضی اوقات هم به‌وسیله بدهی تأمین مالی می‌شدند که تعهد مستقیم بانک به شمار می‌رفتند. البته پس از جنگ جهانی دوم، مؤسسات سپرده‌پذیر نتوانستند به‌سادگی به تقاضای فزاینده وام مسکن پاسخ دهند. بانک‌ها و سایر واسطه‌های مالی، فرصت پیش‌آمده و روش‌های افزایش منابع تأمین مالی را دریافتند. از این رو شرکت‌های تأمین سرمایه برای جذب سرمایه‌گذاران بیشتر، ابزارهای سرمایه‌گذاری توسعه دادند تا بتوانند ریسک اعتباری

دارایی را از ریسک‌های مربوط به مالک تفکیک و جریان‌های نقدی ناشی از وام‌های اساسی را سازمان‌دهی نماید. اگرچه توسعه ساختارهای تبدیل رهن به اوراق بهادار چندین سال به طول انجامید، ولی اعتباردهندگان به سرعت فرآیند انتقال انواع دیگر وام‌ها را تشخیص دادند. از اواسط دهه ۱۹۸۰، ترکیب فناوری بهتر و سرمایه‌گذاران آگاه‌تر منجر به سرعت بیشتر تبدیل دارایی‌ها به اوراق بهادار در بازارهای سرمایه شده است. نرخ رشد اکثر قریب به اتفاق تمام انواع دارایی‌های به اوراق بهادار تبدیل‌شده همانند افزایش تعداد شرکت‌هایی که از تبدیل دارایی‌ها به اوراق بهادار استفاده می‌کنند قابل توجه بوده است. (پهلوان، رضوی، ۱۳۸۶)

#### • تعریف اوراق بهادار سازی دارایی‌ها<sup>۱</sup>

تبدیل به اوراق بهادار کردن دارایی‌ها<sup>۱</sup>، فرایندی است که در آن واسطه‌های مالی مانند بانک‌های تجاری اوراق بهادار قابل خرید و فروش را مستقیماً به سرمایه‌گذاران می‌فروشند. در این فرآیند، دارایی‌های مؤسسه مالک دارایی یا بانی<sup>۲</sup> (مؤسسه وام‌دهنده) از ترازنامه آن مؤسسه جدا می‌شود، در عوض تأمین وجوه توسط سرمایه‌گذارانی انجام می‌شود که یک ابزار مالی قابل مبادله را می‌خرند و این ابزار نمایانگر بدهکاری مزبور است، بدون این‌که به وام‌دهنده اولیه مراجعه‌ای صورت پذیرد. (نجفی، ۱۳۸۵). در تعریفی دیگر: "تبدیل به اوراق بهادار کردن، فرآیندی است که در آن واسطه‌های مالی مانند بانک‌های تجاری حذف‌شده و اوراق بدهی قابل خریدوفروش مستقیماً به سرمایه‌گذاران فروخته می‌شود." در واقع یک شرکت تأمین سرمایه<sup>۳</sup>، مجموعه‌ای از دارایی‌های مالی را جمع نموده و اوراق بدهی را برای تأمین مالی آن مجموعه به سرمایه‌گذاران بیرونی می‌فروشد (نجفی، ۱۳۸۵).

#### • سازوکار تبدیل به اوراق بهادار سازی

بازار وام‌های رهنی در ایالات متحده به‌عنوان اولین نمونه فرآیند تبدیل به اوراق بهادار کردن وام‌های رهنی مسکن بوده است. در این فرآیند، قراردادهای وام‌های رهنی متعلق به وام‌دهندگان اولیه به فروش می‌رسد، این وام‌ها به شکل جدیدی بسته‌بندی می‌شود و دوباره به سرمایه‌گذارانی فروخته می‌شود که مستقیماً از جریان درآمدهای ناشی از اصل و بهره سود می‌برند.

پرداخت‌های ماهانه اصل و بهره، توسط قرض‌گیرنده به قرض‌دهنده انجام می‌شود و سپس این اقساط به امین که نماینده منافع دارندگان اوراق بهادار است، داده می‌شود.

به‌طور کلی در فرآیند تبدیل دارایی‌ها (از جمله وام‌های رهنی) به اوراق بهادار، شرکت یا مؤسسه‌ای که نیاز به تأمین مالی دارد، اقدام به تأسیس یک "شرکت با مقصد خاص (SPV، SPE یا fSPC)" می‌کند و آن دسته از دارایی‌های خود را که دارای جریان‌های نقدی آتی هستند به شرکت با مقصد خاص (SPV) می‌فروشد. شرکت با مقصد خاص یا SPV برای اینکه وجه لازم برای خرید دارایی‌های مذکور را فراهم کند، اقدام به انتشار اوراق بدهی با پشتوانه دارایی می‌کند و آن را به عموم سرمایه‌گذاران عرضه می‌کند. سپس SPV وجوهی را که از محل فروش اوراق بدهی به دست آورده است، بابت خرید دارایی‌های مالی به بانی پرداخت می‌کند. سرمایه‌گذارانی که

اوراق بدهی با پشتوانه دارایی را خریده‌اند، از محل جریان‌های نقدی حاصل از دارایی‌های مالی شرکت با مقصد خاص بازدهی کسب می‌کنند.

لازم به ذکر است که در انجام فرآیند تبدیل دارایی‌ها به اوراق بهادار باید:

- (۱) دارایی‌ها از نظر ماهیت همگن باشند (تبدیل به اوراق بهادار کردن یک دسته از دارایی‌های مشابه)
- (۲) اعتبارات موردنظر از لحاظ مدت و شرایط باید مشابه بوده و دارای ساختار و سررسید یکسانی نیز باشد.

#### • مزایای تبدیل به اوراق بهادار نمودن دارایی‌ها

- (۱) افزایش بازدهی سرمایه: فرآیند اوراق بهادار سازی دارایی‌ها نسبت به تأمین مالی به شیوه سنتی (ترازنامه‌ای) به سرمایه کمتری نیاز دارد.
- (۲) افزایش روش‌های تأمین مالی
- (۳) بهبود بازدهی دارایی‌ها: فرآیند اوراق بهادار سازی می‌تواند منبع ارزانی برای تأمین مالی باشد. این کاهش هزینه باعث افزایش بازدهی می‌شود.
- (۴) متنوع نمودن منابع مالی دست‌یافتنی: به طوری که وابستگی به منابع بانکی یا وجوه اندک نهادهای مالی کاهش می‌یابد.
- (۵) کاهش میزان مواجهه با ریسک اعتباری: برای دارایی‌های خاص (برای نمونه، زمانی که نوع وام دهی مرتبط با ترازنامه گسترش می‌یابد، اوراق بهادار سازی دارایی‌ها می‌تواند موجب حذف برخی از دارایی‌ها از ترازنامه گردد).
- (۶) هماهنگی و تنظیم منابع مالی جهت دستیابی به انواع معینی از دارایی‌ها: معمولاً فرآیند اوراق بهادار سازی موجب تقویت روش‌های تأمین مالی با سررسید بلندمدت‌تر از آنچه در سایر بازارها وجود دارد می‌شود.
- (۷) کسب مزیت نظارتی و سیاست‌گذاری: از آنجایی که معمولاً فرآیند اوراق بهادار سازی دارایی‌ها، مخاطراتی که موجب نگرانی برخی از ناظران و قانون‌گذاران می‌شود را برطرف می‌نماید، از نظر وجود برخی از شیوه‌های تأمین مالی می‌تواند منافی را به دنبال داشته باشد. (فیزل، ۲۰۰۵، ۶۴).

فرآیند تبدیل به اوراق بهادار کردن دارایی‌ها می‌تواند در حوزه‌های مختلفی در کشور قابلیت اجرا داشته باشد، از جمله این حوزه‌ها عبارت است از:

- بانک‌ها و مؤسسات مالی و اعتباری

بانک مسکن در شبکه بانکی کشور حجم وسیعی از کل وام‌های رهنی را در اختیار دارد. با توجه به محدودیت منابع، بانک مزبور می‌تواند با اتکا به مجموعه وثایق وام‌های رهنی خود، اقدام به انتشار اوراق مشارکت نموده و از طریق بورس اوراق بهادار به فروش رساند. به این ترتیب منابع درگیر در وام‌های رهنی به واسطه اعمال ابزار مزبور مجدداً آزاد شده و منابع جدیدی در اختیار بانک قرار می‌گیرد. بانک با توجه به

هزینه تأمین مالی استفاده از این نوع منابع که ممکن است از نرخ جاری هزینه سرمایه بانک نیز بالاتر باشد، باید وجوه حاصله را در معاملات و طرح‌هایی به کار گیرد که نرخ بازده آن برای جبران هزینه‌های اوراق مشارکت کافی باشد.

#### - شرکت‌های لیزینگ

تمامی شرکت‌هایی که در قالب قراردادهای اجاره سرمایه‌ای و یا به عبارتی قراردادهای اجاره به شرط تملیک اقدام به واگذاری دارایی‌های فیزیکی خود به اشخاص می‌کنند، در دفاتر خود اقدام به شناسایی مطالباتی تحت عنوان «اجاره دریافتی اجاره سرمایه‌ای» می‌کنند که این‌گونه دارایی‌ها مشابه مطالبات ناشی از وام‌های رهنی دارای قابلیت تبدیل به اوراق بهادار است. امروزه شرکت‌های لیزینگ می‌توانند به‌واسطه تبدیل به اوراق بهادار کردن مطالبات خود و آزاد کردن منابع درگیر در دارایی‌های مزبور، اقدام به توسعه حجم فعالیت‌ها و دامنه خدمات‌رسانی خود کرده و باعث رونق بازار معاملات شوند، بدون آن‌که مجبور باشند هزینه بالای استفاده از تسهیلات بانکی و مراحل قانونی نسبتاً طولانی مربوط به دریافت تسهیلات بانکی را تحمل کنند. علاوه بر آن، این‌گونه مؤسسات می‌توانند با دریافت بیمه‌نامه از مؤسسات بیمه و یا با واگذاری انجام خدمات مربوط به جمع‌آوری مطالبات و یا فروش اوراق مشارکت به افراد و سرمایه‌گذاران نهادی، ریسک فعالیت‌های خود را کاهش داده و به عملکرد مالی مطلوب‌تری دست یابند.

#### - شرکت‌ها و مؤسسات بازرگانی

بخش قابل‌توجهی از دارایی‌های شرکت‌ها و مؤسسات بازرگانی را مطالبات ناشی از فروش کالا و انجام خدماتی تشکیل می‌دهد که موضوع اصلی فعالیت شرکت را تشکیل می‌دهند (مطالبات تجاری). آن بخش از مطالبات شرکت‌ها که مربوط به فروش‌های عادی است، معمولاً دارای دوره گردش وصول نسبتاً کوتاه‌مدت است، درحالی‌که بخش دیگری از مطالبات که مرتبط با فروش‌های اقساطی است، دارای سررسیدهای نسبتاً طولانی‌تر بوده و ریسک عدم وصول آن نیز بیشتر است. شرکت‌ها در صورت نیاز به نقدینگی می‌توانند اقدام به تبدیل به اوراق بهادار کردن دارایی‌های مزبور کنند، به شرط آن‌که نتیجه انجام بررسی‌ها و تحلیل‌های مالی شرکت با توجه به ظرفیت استقراض شرکت، نرخ بهره، امکان افزایش سرمایه، محدودیت‌های قانونی، میزان ریسک و بازدهی و درنهایت هزینه تأمین مالی به‌واسطه راهکارهای دیگر، نشان دهد که روش تبدیل به اوراق بهادار کردن نسبت به روش‌های تأمین مالی دیگر ارزان‌تر یا عملی‌تر بوده و مستلزم ریسک کمتری است.

#### - دولت و بانک مرکزی

در عالی‌ترین سطح، دولت‌ها در مواقعی که با کسری بودجه مواجه هستند می‌توانند از فرایند اوراق بهادار سازی از طریق انتشار اسناد خزانه اسلامی استفاده نموده و به تأمین منابع مالی موردنیاز خود بپردازند که در ادامه توضیحات آن ارائه خواهد شد.

• پیشینه پژوهش

در زمینه اسناد خزانه اسلامی منابع و مقالات محدودی وجود دارد و پژوهشگران مسلمان کمتر به این موضوع پرداخته‌اند که برخی از آن‌ها عبارت‌اند از:

مقدسی (۱۳۷۳) در تحقیقی پیشنهاد می‌کند که بانک‌ها و مؤسسات مالی اعتباری از محل منابع خود کالاهای موردنیاز دولت را به صورت نقد خریده و به صورت نسیه مدت‌دار به دولت بفروشند و دولت در برابر خرید این کالاها اسناد مالی با مبلغ معین و سررسیدهای مشخص (اوراق خرید دولتی) به بانک‌ها و مؤسسات مالی بپردازد و آن‌ها در بازار ثانویه به مردم یا بانک مرکزی فروخته‌شده و پول نقد دریافت کنند.

فراهانی فرد (۱۳۸۱) نیز در پژوهش خود پیشنهاد می‌کند یک موسسه مالی خصوصی، کالاهای موردنیاز دولت را خریده، آن‌ها را به قیمت بیشتری به صورت نسیه به دولت بفروشد و دولت در برابر خرید آن‌ها، اسناد بهاداری با مبالغ اسمی معین و با سررسیدهای مشخص (اوراق بدهی دولت) به فروشند تحویل دهد و دارندگان اوراق آن‌ها را در بازار ثانوی به فروش برسانند.

صالح‌آبادی (۱۳۸۴) در مقاله "بررسی اوراق قرضه اسلامی در مالزی از دیدگاه فقه امامیه" با بررسی شرط بازخرید در بیع دین و شرط بازخرید به صورت تبانی، صحت بیع العینه را موردبررسی قرار داده و به این نتیجه می‌رسد که بیع العینه از نظر اسلامی باطل بوده؛ در نتیجه طراحی اوراق قرضه اسلامی و شقوق آن از جمله اوراق خزانه اسلامی در مالزی از دیدگاه فقه امامیه مردود شمرده شده است.

موسویان و الهی (۱۳۸۹) در مقاله‌ای با عنوان "امکان‌سنجی فقهی تشکیل بازار بین‌بانکی در بانکداری اسلامی" ضمن بررسی فقهی ابزارهای بین‌بانکی سنتی و تجربه برخی بانک‌های پیش رو اسلامی از جمله ایران، خریدوفروش اسناد خزانه اسلامی را به عنوان یکی از ابزارهای کاربردپذیر در بازار بین‌بانکی معرفی می‌کنند.

قضاوی و بازمحمدی (۱۳۹۰) در تحقیقی با عنوان "عملیات باز آر 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؛ سپس سازوکار قانونی انتشار اسناد خزانه اسلامی و لایحه پیشنهادی خود برای این اوراق را تبیین می‌کنند.

موسویان، نظریور و خزایی (۱۳۹۰) در مقاله "امکان‌سنجی فقهی طراحی اسناد خزانه اسلامی در بازارهای مالی اسلامی" به بررسی انواع اوراق خزانه اسلامی از جنبه انطباق با موازین شرعی و صحت اسناد خزانه اسلامی در صورتی که دیون دولت به بانک‌ها، شرکت‌ها و موسسه‌های خصوصی و عمومی، ناشی از خرید کالاها و خدمات واقعی مانند قراردادهای پیمانکاری باشد را مجاز دانسته‌اند و با این فرض می‌توان بر پایه آن‌ها اوراق بهادار کوتاه‌مدت با ریسک پایین به نام اسناد خزانه اسلامی منتشر کرد.

خادم الحسینی و موسویان (۱۳۹۱) در مقاله "مهندسی مالی اسناد خزانه اسلامی" به بررسی فقهی اسناد خزانه متعارف پرداخته و سپس بر اساس مکانیسم تنزیل دین به ارائه مدلی عملیاتی جهت انتشار اسناد خزانه اسلامی به پشتوانه بدهی‌های دولت به طلبکاران می‌پردازند.

تحقیقات و پژوهش‌های گذشته اسناد خزانه اسلامی را از ابعاد مختلف موردبررسی قرار داده‌اند ولی هیچ‌کدام از



آن‌ها به بررسی مکانیسم و مدل قیمت‌گذاری این اوراق نپرداخته‌اند که در این مقاله به این جنبه پرداخته خواهد شد.

#### • تعریف و ماهیت اسناد خزانه اسلامی

اسناد دولت‌ها می‌توانند از سازوکار اوراق بهادار سازی جهت انتشار اسناد خزانه اسلامی استفاده کنند. اسناد خزانه اسلامی، ابزاری مالی است که مبتنی بر بدهی دولت به نظام بانکی، ذی‌نفعان و تأمین‌کنندگان منابع بوده و به‌وسیله خزانه‌داری کل وزارت امور اقتصادی و دارایی منتشر می‌شود. به این‌گونه که دولت با انعقاد قراردادهای مربوط به مبادله‌های واقعی، اوراق بهادار خزانه را برای سررسید معین در اختیار بانک‌ها، پیمانکاران پروژه‌های کوتاه‌مدت یا تأمین‌کنندگان نیازهای جاری و به‌طور کلی طلبکاران دولت قرار می‌دهد و از این راه نیازها و هزینه‌های جاری و کوتاه‌مدت خود را تأمین مالی می‌کند. این اوراق ابتدا در بازار اولیه به‌وسیله دولت برای تأمین مالی هزینه‌های جاری و عمرانی و نیز بازپرداخت بدهی‌های معوق دولت منتشر می‌شود سپس در بازار ثانویه خریدوفروش می‌شود. بانک مرکزی نیز می‌تواند با خریدوفروش این اوراق، سیاست‌های پولی موردنظر را برای تنظیم حجم نقدینگی اعمال کند. (بیدآبادی و الهیاری فرد، ۱۳۸۹، ص ۴).

انتشار اسناد خزانه اسلامی بر اساس استاندارد کردن اسناد بدهی دولت است، به این بی آن‌که دولت به‌جای پرداخت اسناد بدهی متعارف مانند چک و سفته، اوراق بهادار استاندارد شده از جهت مبلغ، مدت و کیفیت تسویه که قابلیت خریدوفروش در بازار ثانویه را دارند، تحویل می‌دهد. موسویان و خادم الحسینی، ص ۱۱۸) این اوراق در واقع گواه طلب از خزانه‌داری دولت می‌باشند و یک دارایی بالقوه برای دارندگان اوراق هستند که قابلیت معامله در بازارهای ثانویه را دارند.

#### انواع اسناد خزانه اسلامی

دولت برای تأمین کسری بودجه و تأمین مخارج مصرفی، سرمایه‌گذاری و بازپرداخت بدهی‌های خود می‌تواند انواع اسناد خزانه را به‌صورت کوتاه‌مدت، میان‌مدت یا بلندمدت منتشر کند:

- اسناد خزانه اسلامی خرید کالا

دولت مانند تمام نهادها، سازمان‌ها و بنگاه‌های اقتصادی نیازمند تأمین یک سری اقلام سرمایه‌ای و مصرفی در جهت انجام وظیفه‌های محوله خود است. هنگامی که دولت با کسری بودجه مواجه است می‌تواند آن‌ها را به‌صورت نسیه و البته با مبلغی بیش از قیمت نقد خریداری کند و بلافاصله به انتشار اسناد خزانه دولتی اقدام کند؛ از آنجاکه اوراق منتشرشده در این شیوه به‌منظور 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

دولت‌ها در برخی مواقع به‌منظور پیگیری اهداف توسعه‌ای خود نیازمند اجرای طرح‌ها و پروژه‌های عمرانی و نیز انجام برخی خدمات خاص است؛ اما دولت به‌هنگام رویارویی با کسری بودجه به انجام این امور

به صورت مستقیم قادر نیست؛ بنابراین در چنین مواقع، دولت انجام این امور را به دیگران واگذار کرده و در برابر بدهی‌های خود به انتشار اسناد خزانه مدت‌دار به ارزش اسمی بدهی‌ها اقدام می‌کند. بدهی‌های دولت در این گونه موارد بیانگر پرداخت‌های مقرر بابت انجام پروژه‌ها و اجرای خدمات به وسیله دیگران است. از طرفی دولت نیز ممکن است با کمبود بودجه روبرو بوده و به پرداخت نقد در قبال دیون خود قادر نباشد. از این رو دولت در چنین مواقعی متناسب با زمان بندی پیشرفت طرح‌ها به انتشار اسناد خزانه با سررسیدهای متنوع اقدام می‌کند.

- اسناد خزانه اسلامی تأمین وجوه

در برخی موارد دولت به عللی با کسری بودجه از نوع نقدینگی روبرو می‌شود به گونه‌ای که مثلاً دولت جهت پرداخت حقوق وعیدی کارمندان منابع نقدی لازم را ندارد یا مثلاً توان بازپرداخت تسهیلات خود را ندارد. در این نوع کسری، دولت نیاز مبرم به وجود نقد داشته و مشکل پیش رو به غیر از تأمین وجود نقد راهکار جایگزینی ندارد؛ بنابراین در این مواقع دولت با بهره‌گیری از مزیت‌های اسناد خزانه اسلامی قادر به حل این مشکل است. اسناد خزانه اسلامی متناسب با این کسری باید سرانجام وجوه مازاد اقتصاد را جمع‌آوری و به حل این مشکل کمک کند.

این نوع اسناد خزانه اسلامی کاربرد گسترده‌تری 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 کارکردی شبیه‌ترین اسناد خزانه اسلامی در مقایسه با اسناد خزانه غربی بوده و بر اساس دارایی پایه است. این نوع اسناد به طور عمده با سررسید سه ماه و کمتر (کوتاه‌مدت) منتشر می‌شود.

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 دو قرارداد مجزا و مستقل از هم اقدام می‌کند؛ به این صورت که ابتدا با انجام معامله بیع نقد دارایی خود را در بازار به فروش می‌رساند؛ سپس به همان میزان از راه بیع نسبی از آن دارایی از بازار می‌خرد. سرانجام دولت به ارزش اسمی بیع نسبی به انتشار اسناد خزانه اسلامی اقدام کرده و به سرمایه‌گذاران (فروشنندگان دارایی نسبی) در جهت ایفای تعهدها تحویل می‌دهد.

پس از تبیین موضوع مورد بحث به بررسی انواع مدل‌های قیمت‌گذاری دارایی‌های مالی پرداخته و متناسب با ویژگی‌های اسناد خزانه اسلامی مدل قیمت‌گذاری این اوراق ارائه می‌گردد.

#### ۴- مدل‌های قیمت‌گذاری سهام

داموداران به‌طور کلی رویکردهای ارزش‌گذاری دارایی‌های مالی را در گروه اصلی دسته‌بندی می‌کند: (Damodaran, 2012)

(۱) رویکرد تنزیل جریان‌های ورودی

در این رویکرد ارزش‌گذاری دارایی‌های مالی از طریق تنزیل جریان‌های مورد انتظار برای کل شرکت یا دارایی مالی با نرخ تنزیل مناسب صورت می‌گیرد.

تکنیک‌های ارزشیابی مبتنی بر رویکرد تنزیل جریان نقد:

- روش تنزیل سود سهام نقدی
- روش جریان نقد عملیاتی
- روش جریان نقد آزاد

(۲) رویکرد ارزشیابی مقایسه‌ای

در این رویکرد ارزش‌گذاری مالی از طریق مقایسه با دارایی‌های مشابه و بر اساس نسبت‌ها و مقایسه با شرکت‌های مشابه و اوراق بهادار مشابه تعیین می‌شود.

تکنیک‌های ارزشیابی مبتنی بر رویکرد ارزشیابی نسبی:

- نسبت قیمت بر درآمد
- نسبت قیمت بر جریان نقد
- نسبت قیمت به ارزش دفتری
- نسبت قیمت به فروش

(۳) رویکرد ارزشیابی اقتضایی

این رویکرد مخصوص ارزش‌گذاری دارایی‌های است که شبیه اختیار معامله هستند بدین معنا که دارای برخی جریان‌ات یا منابع ارزشمند مالی احتمالی هستند یعنی در شرایط خاصی ممکن است ارزش آن‌ها افزایش یا کاهش پیدا کند. به‌عنوان مثال در ارزش‌گذاری یک شرکت نفتی در صورتی که قیمت نفت افزایش پیدا کند برای شرکت به‌صرفه خواهد بود که میدان‌ها جدید نفتی را هم استخراج کند منابع شرکت افزایش می‌یابد لذا ارزش شرکت و به‌تبع آن قیمت سهام شرکت افزایش خواهد یافت و برعکس.

هر یک از رویکردهای فوق دارای روش‌ها و مدل‌های متعدد می‌باشند که به علت اینکه موضوع بحث ما نیستند بررسی جزئیات آن‌ها را به مجالی دیگر واگذار نموده و صرفاً به کلیات آن‌ها می‌پردازیم.

#### ۵- یافته‌های پژوهش

##### مدل قیمت‌گذاری اسناد خزانه اسلامی

قیمت‌گذاری یا ارزش‌گذاری اسناد خزانه اسلامی در دو مرحله قابل‌بررسی است. این اوراق در وهله اول توسط خزانه‌داری دولت به ارزش اسمی طلبی که طلبکاران از دولت دارند به آن‌ها تحویل داده می‌شود و آن‌ها

این اوراق را در بازارهای مالی یا نزد نهادهای مالی ریسک‌پذیر تنزیل می‌کند. در مرحله دوم اشخاص یا نهادهای که این اوراق را از دارندگان اولیه خریداری نموده‌اند در بازار ثانویه مورد معامله قرار می‌دهند. قیمت اسناد خزانه در بازار ثانویه تابع عرضه و تقاضا بوده و لذا از این رهگذر کشف قیمت می‌گردد و این بخش را به پژوهشی دیگر موکول می‌کنیم. ولی نرخ تنزیلی اولیه اسناد خزانه چگونه باید تعیین گردد؟ سؤال اصلی این مقاله که در پی پاسخ به آن هستیم یافتن مدل تعیین نرخ تنزیل اسناد خزانه اسلامی است که بر اساس آن قیمت‌گذاری اسناد خزانه اسلامی صورت می‌گیرد.

از آنجایی که این اوراق فاقد جریان نقدی بوده و فقط در یک مرحله در سررسید معادل مبلغ اسمی مندرج در اوراق پرداخت می‌گردد مشابه اسناد خزانه متعارف بوده و مدل‌های تنزیلی برای ما قابل‌استفاده نمی‌باشند چون سؤال اصلی ما یافتن همان نرخ تنزیل است تا بر اساس آن قیمت بهینه را کشف نماییم. مدل‌های اقتضایی هم در اینجا قابل‌استفاده نمی‌باشند چون این مدل‌ها مخصوص شرایطی هستند که با احتمالات یا عوامل خارجی مواجه باشیم که ارزش دارایی را افزایش یا کاهش دهد درحالی‌که در اینجا با اوراق بدون ریسکی مواجه هستیم که ضامن بازپرداخت آن خزانه‌داری دولت بوده و هیچ عامل احتمالی و شرایط اقتضایی‌ای در کار نیست.

مدل‌های مقایسه‌ای و نسبی هم که شاید مناسب‌ترین ابزار جهت تعیین نرخ تنزیل مناسب اسناد خزانه اسلامی باشند به علت شرایط خاص اقتصادی کشور و دستوری بودن نرخ سود انواع اوراق بهادار موجود در بازارهای مالی و یکسان بودن نرخ همه آن‌ها نمی‌توانند برای ما راهنمای مناسبی باشند. چراکه در این صورت مانند نرخ‌گذاری سایر انواع اوراق بهادار و صکوک موجود در کشور به صورت غلط و دستوری قیمت‌گذاری شده و مبنای علمی و ویژگی‌های دارایی که به پشتوانه آن اوراق بهادار منتشر شده است لحاظ نخواهد شد. توضیح آنکه متأسفانه به غلط در اقتصاد کشور شاهد آن هستیم که انواع اوراق بهادار منتشره با صرف‌نظر از ریسک‌ها و تفاوت‌های ماهیتی قراردادهای دارایی که به پشتوانه آن تأمین مالی صورت گرفته، نرخ تورم، نرخ بازده پروژه و... همگی دارای نرخ بازدهی یکسان و معین بوده و به عوامل اثرگذار در تعیین نرخ بازده به صورت علمی توجه نمی‌شود. مثلاً نرخ بازدهی اوراق مشارکت که ماهیتی ریسکی دارد و بر اساس مکانیسم تسهیم ریسک و بازده<sup>۵</sup> می‌بایست دارای نرخ بازدهی بالاتری نسبت به دارایی‌های مالی بدون ریسک مثل سپرده‌های بانکی باشد شاهد آن هستیم که نرخ بازدهی آن با نرخ بازدهی سپرده‌های بانکی یا اوراق بهادار مبادله‌ای مانند صکوک اجاره و صکوک مباحه یکسان هست.

### ارائه راهکار تعیین نرخ اسناد خزانه اسلامی

با توجه به اینکه نرخ اسناد خزانه نرخ مبنا هست و به‌عنوان نرخ پایه سایر دارایی‌ها مورد استفاده قرار خواهد گرفت تعیین نرخ بازدهی آن می‌بایست با دقت بالا و به صورت علمی و کارشناسی تعیین گردد. اگر نرخ سود در سطحی پایین‌تر از مقدار مناسب قرار گیرد دولت در جذب و تجهیز منابع مالی لازم با مشکل مواجه خواهد شد و

اگر در سطحی بالاتر قرار گیرد علاوه بر اینکه هزینه زیادی برای دولت به بار آورده است، به علت اینکه نرخ اسناد خزانه نرخ مبنا در بازارهای مالی هست باعث افزایش نرخ در تمامی بازارهای مالی کشور می‌شود.

با توجه به اینکه این اوراق توسط خزانه‌داری دولت منتشر می‌گردند و فاقد ریسک می‌باشند متناسب تعریف نرخ بازدهی بدون ریسک می‌بایست نماینده نرخ بازدهی اقتصادی کشور و به صورت دقیق‌تر نرخ بازدهی آن بخشی باشند که جهت تأمین مالی بخش منتشر می‌گردند.

به عبارت دیگر به نظر می‌رسد بهترین مقیاس برای سنجش و تعیین نرخ تنزیل یا قیمت‌گذاری اسناد خزانه اسلامی میانگین بازدهی آن بازاری است که این اسناد در ازای طلب آن‌ها صادر شده است. پس باید انواع اسناد خزانه را به صورت مجزا بررسی کرده و برای آن‌ها مکانیسم تعیین نرخ را مشخص نمود.

#### - اسناد خزانه اسلامی خرید کالا

همان‌گونه که ذکر شد دولت جهت تهیه اقلام سرمایه‌ای و مصرفی موردنیاز خود می‌تواند آن‌ها را به صورت نسبه خریداری نموده و برای تأمین مالی این اقلام به انتشار اسناد خزانه دولتی اقدام کند. در چنین حالتی به نظر می‌رسد بهترین روش تعیین نرخ بازده یا همان نرخ تنزیل اسناد خزانه اسلامی خرید کالا، میانگین بازدهی برآوردی در بازه زمانی اوراق منتشرشده در آن بازاری باشد که دولت کالاهای موردنیاز خود را از آن خریداری نموده است.

مثلاً اگر اسناد خزانه اسلامی خرید کالا با سررسید یک‌ساله منتشرشده‌اند و دولت از این اسناد جهت خرید تجهیزات و ماشین‌آلات موردنیاز خود استفاده کرده است می‌توان نرخ بازدهی برآوردی یک‌ساله بازار تولیدکننده این تجهیزات و ماشین‌آلات را ملاک تعیین نرخ قرارداد.

#### - اسناد خزانه اسلامی خرید خدمت

اسناد خزانه خرید خدمت در مواقعی که دولت نیازمند اجرای طرح‌ها و پروژه‌های عمرانی توسط پیمانکاران است ولی منابع مالی کافی موردنیاز را ندارد منتشر می‌گردند و از این طریق طلب پیمانکاران از دولت را تأمین مالی می‌کند.

در این حالت به نظر می‌رسد بهترین مقیاس برای تعیین نرخ، میانگین نرخ بازدهی حاصل از بهره‌برداری آن پروژه یا طرح عمرانی خاص باشد به‌عنوان مثال اگر ساخت یک بزرگراه تأمین مالی شده است می‌بایست میانگین عایدات حاصل از بهره‌وری آن بزرگراه به‌عنوان نرخ تنزیل اسناد خزانه تعیین شود.

#### - اسناد خزانه اسلامی تأمین وجوه

در مواقعی که دولت کسری نقدینگی روبرو می‌شود می‌تواند اقدام به انتشار اسناد خزانه اسلامی تأمین وجوه بر پایه یک دارایی سهل‌البیع مانند ذخایر طلای بانک مرکزی نماید. به این صورت که ابتدا به صورت نقد دارایی خود را در بازار به فروش می‌رساند؛ سپس به همان میزان طلا از بازار به صورت نسبه خریداری می‌کند.

در این حالت به نظر می‌رسد بهترین مقیاس برای تعیین نرخ اسناد خزانه اسلامی تأمین وجوه، میانگین

نرخ بازدهی معاملات طلا در افق زمانی اسناد منتشره باشد. مثلاً اگر اسناد خزانه اسلامی تأمین وجوه با سررسید یک‌ساله منتشر شده‌اند نرخ بازدهی معاملات طلا در افق زمانی یک‌ساله می‌تواند ملاک تعیین نرخ قرار گیرد.

#### ۶- نتیجه‌گیری و بحث

در این مقاله پس از بررسی تعریف، اهمیت و جایگاه اسناد خزانه اسلامی و تبیین انواع مدل‌های قیمت‌گذاری دارایی‌های مالی بیان شد که هیچ‌کدام از آن‌ها جهت استفاده در تعیین نرخ تنزیل مناسب اسناد خزانه اسلامی مناسب نمی‌باشند زیرا از آنجایی که این اوراق فاقد جریان نقدی بوده و فقط در یک مرحله در سررسید معادل مبلغ اسمی مندرج در اوراق پرداخت می‌گردد مشابه اسناد خزانه متعارف بوده و مدل‌های تنزیلی برای ما قابل استفاده نمی‌باشند چون سؤال اصلی ما یافتن همان نرخ تنزیل است تا بر اساس آن قیمت بهینه را کشف نماییم. مدل‌های اقتضایی هم در اینجا قابل استفاده نمی‌باشند چون این مدل‌ها مخصوص شرایطی هستند که با احتمالات یا عوامل خارجی مواجه باشیم که ارزش دارایی را افزایش یا کاهش دهد در حالی که در اینجا با اوراق بدون ریسکی مواجه هستیم که ضامن بازپرداخت آن خزانه‌داری دولت بوده و هیچ عامل احتمالی و شرایط اقتضایی‌ای در کار نیست. مدل‌های مقایسه‌ای و نسبی هم که شاید مناسب‌ترین ابزار جهت تعیین نرخ تنزیل مناسب اسناد خزانه اسلامی باشند به علت شرایط خاص اقتصادی کشور و دستوری بودن نرخ سود انواع اوراق بهادار موجود در بازارهای مالی و یکسان بودن نرخ همه آن‌ها نمی‌توانند برای ما راهنمای مناسبی باشند.

لذا بیان با توجه به اینکه نرخ اسناد خزانه نرخ مبنی هست و به‌عنوان نرخ پایه سایر دارایی‌ها مورد استفاده قرار خواهد گرفت تعیین نرخ بازدهی آن می‌بایست با دقت بالا و به‌صورت علمی و کارشناسی تعیین گردد و با توجه به اینکه این اوراق توسط خزانه‌داری دولت منتشر می‌گردند و فاقد ریسک می‌باشند متناسب تعریف نرخ بازدهی بدون ریسک می‌بایست نماینده نرخ بازدهی اقتصادی کشور و به‌صورت دقیق‌تر نرخ بازدهی آن بخشی باشند که جهت تأمین مالی بخش منتشر می‌گردند. به‌عبارت‌دیگر به نظر می‌رسد بهترین مقیاس برای سنجش و تعیین نرخ تنزیل یا قیمت‌گذاری اسناد خزانه اسلامی میانگین بازدهی آن بازاری است که این اسناد در ازای طلب آن‌ها صادر شده است. یعنی در اسناد خزانه اسلامی خرید کالا، میانگین بازدهی برآوردی در آن بازاری است که دولت کالاهای موردنیاز خود را از آن خریداری نموده است. در اسناد خزانه اسلامی خرید خدمت، میانگین نرخ بازدهی حاصل از بهره‌برداری آن پروژه یا طرح عمرانی خاص هست و در اسناد خزانه اسلامی تأمین وجوه، میانگین برآوردی نرخ بازدهی معاملات طلا در افق زمانی اسناد منتشره بهترین ملاک تعیین نرخ هست.

#### فهرست منابع

- \* نجفی، مهدی؛ (۱۳۸۵)، بررسی فرآیند تأمین مالی از طریق انتشار اوراق صکوک، پایان‌نامه کارشناسی ارشد دانشکده معارف اسلامی و مدیریت دانشگاه امام صادق (ع).
- \* موسویان، سید عباس؛ (۱۳۹۱)، خادم الحسینی اردکانی، مجید، "مهندسی مالی اسناد خزانه اسلامی"، اقتصاد اسلامی، شماره ۴۵.

- \* پهلوان، حمید، رضوی، روح‌الله؛ (۱۳۹۰)، اوراق صکوک تعریف، انواع و ساختار، تهران: سازمان بورس و اوراق بهادار (گزارش پژوهشی).
- \* نصیری زاده، حمیدرضا و همکاران؛ (۱۳۸۰)، کسری بودجه و تورم در اقتصاد ایران طی مهروموم‌های ۴۲-۵۷؛ چاپ دوم، تهران: انتشارات صنم.
- \* قضاوی، حسین؛ بازمحمدی، حسین؛ (۱۳۹۰)، عملیات بازار باز در چارچوب بانکداری بدون ربا مطالعه موردی: اسناد خزانه اسلامی؛ تهران: پژوهشکده پولی و بانکی (گزارش پژوهشی).
- \* مقدسی، محمدرضا؛ (۱۳۷۳)، سیاست‌های پولی: انتخاب ابزار به‌عنوان جایگزین؛ تهران: معاونت امور اقتصادی وزارت امور اقتصادی و دارایی.
- \* فراهانی فرد، سعید؛ (۱۳۸۱)، سیاست‌های اقتصادی در اسلام، تهران: پژوهشگاه فرهنگ و اندیشه اسلامی.
- \* صالح‌آبادی، علی؛ (۱۳۸۴)، بررسی اوراق قرضه اسلامی در مالزی از دیدگاه فقه امامیه؛ فصلنامه پژوهشی دانشگاه امام صادق علیه‌السلام، شماره ۲.
- \* موسویان، سید عباس؛ الهی، مهدی؛ (۱۳۸۹)، امکان‌سنجی فقهی تشکیل بازار بین‌بانکی در بانکداری اسلامی، فصلنامه علمی پژوهشی اقتصاد اسلامی، شماره ۳۸.
- \* موسویان، سید عباس؛ نظریپور، محمدتقی؛ خزایی، ایوب؛ (۱۳۸۹)، امکان‌سنجی فقهی طراحی اسناد خزانه اسلامی در بازارهای مالی اسلامی؛ فصلنامه علمی پژوهشی اقتصاد اسلامی، شماره ۴۰.
- \* جعفری صمیمی، احمد؛ علیزاده، محمد؛ عزیزی، خسرو؛ (۱۳۸۵)، بررسی رابطه بلندمدت کسری بودجه و عملکرد اقتصاد کلان در ایران: تحلیل نظری و تجربی؛ فصلنامه پژوهش‌های اقتصادی، شماره ۴.
- \* بیدآباد، بیژن؛ الهیاری فرد، محمود؛ (۱۳۸۹)، اوراق قرضه غیر ربوی (ریالی و ارزی) و ابزارهای پولی بانکداری مرکزی بدون ربا (گزارش پژوهشی).
- \* Damodaran, Aswath (2012): Investment valuation. Tools and techniques for determining the value of any asset, 3<sup>rd</sup> ed. Hoboken, N.J: Wiley (Wiley finance).
- \* Alford, A. (1992), The Effect of the Set of Comparable Firms on the Accuracy of the Price-Earnings Valuation Method, Journal of Accounting Research, vol.30, No1.
- \* Angelo, L.D. (1990), Equity Valuation and Corporate Control, The Accounting Review, P100.
- \* Ahmad Manjoo, Faizal, (2005), securitization: an important recipe for Islamic banks a survey, review of Islamic economics: Journal of the international association for Islamic Economics and the Islamic foundation, Vol. 9, No. 1, pp.53-74

#### یادداشت‌ها

<sup>1</sup> Asset securitization

<sup>2</sup> Originator

<sup>3</sup> Investment Bank

<sup>4</sup> Special Purpose Vehicle (SPV) or Special Purpose Entities (SPE) or Special Purpose Company (SPC)

<sup>5</sup> Profit & Loss Sharing