



آسیب‌شناسی فقهی – اقتصادی
اوراق مشارکت بانک مرکزی بر اساس
نظر خبرگان

حجت‌الاسلام دکتر سیدعباس موسویان*

دکتر کامران ندری**

حسین میسمی***

* دانشیار و عضو هیئت علمی پژوهشگاه فرهنگ و اندیشه اسلامی

** استادیار و عضو هیئت علمی دانشگاه امام صادق (ع)

*** کارشناس ارشد پژوهشکده پولی و بانکی

چکیده

این تحقیق تلاش می‌کند تا ضمن شناخت دقیق شیوه عملیاتی مورد استفاده برای انتشار اوراق مشارکت بانک مرکزی آن‌را از منظر فقهی- حقوقی و اقتصادی- مالی مورد آسیب‌شناسی قرار دهد. در واقع پرسش اصلی این تحقیق آن است که آسیب‌های فقهی- حقوقی و اقتصادی- مالی اوراق مشارکت بانک مرکزی کدام است؟ رتبه‌بندی این چالش‌ها براساس اهمیت به چه صورت است؟ و سرانجام، به چه طریق می‌توان این چالش‌ها را مرتفع کرد. برای استخراج چالش‌های اولیه از روش کتابخانه‌ای استفاده شده و جهت تأیید نهایی چالش‌ها و رتبه‌بندی آن‌ها براساس اهمیت، از روش «دلفی سه مرحله‌ای» در جامعه خبرگان بانکداری اسلامی در کشور استفاده شده است. یافته‌های تحقیق نشان می‌دهد که هم اکنون اوراق مشارکت بانک مرکزی از چالش‌های فقهی- حقوقی و اقتصادی- مالی مشخصی رنج می‌برد که می‌توان با ارائه پیشنهادهایی آن‌ها را مرتفع و یا کمرنگ کرد.

واژگان کلیدی: اوراق مشارکت، بانک مرکزی، عملیات بازار باز، خبرگان بانکداری اسلامی، فقه امامیه.

طبقه‌بندی JEL: D53, E52.

مقدمه

انتشار اوراق بهادار بانک مرکزی^۱، یکی از شیوه‌هایی است که در برخی از کشورهای در حال توسعه برای اجرای عملیات بازار باز^۲ توسط بانک مرکزی مورد استفاده قرار می‌گیرد.^۳ در نظام بانکی کشور ایران نیز با توجه به اینکه قانون عملیات بانکی بدون ربا از سال ۱۳۶۲ تصویب شده و به اجرا درآمده است و طبق این قانون (و براساس نظر مراجع و فقهای معظم) استفاده از اوراق قرضه برای عملیات بازار باز نادرست است، بانک مرکزی اقدام به انتشار «اوراق مشارکت بانک مرکزی» کرده است. در واقع ابزار اوراق مشارکت که از سال ۱۳۷۳ توسط نهادهای مختلف (مانند دولت و شهرداری‌ها) جهت «تأمین مالی»^۴ مورد استفاده واقع شده بود، از سال ۱۳۸۰ جهت «سیاستگذاری پولی» مورد استفاده قرار گرفت و تاکنون تنها از این ابزار برای عملیات بازار باز اسلامی استفاده شده است. جدیدترین استفاده از این ابزار توسط بانک مرکزی نیز مرتبط با انتشار اوراق مشارکت در نیمه دوم سال ۱۳۹۲ (به میزان دو هزار و دویست میلیارد تومان) است.

^۱ Central Bank Securities

^۲ OMO: Open Market Operation

^۳ گفتنی است که برخی از پژوهشگران فارسی در رابطه با شرایطی که بانک مرکزی به‌طور مستقیم از اوراق بهادار خود جهت انجام عملیات بازار باز استفاده می‌کند، از اصطلاح: «عملیات شبه بازار باز» (Open Market-Type Operation) استفاده کرده‌اند (نودهی، ۱۳۸۷، ص ۱۱). لیکن بررسی منابع دست اول اقتصاد پولی نشان می‌دهد که در متون علمی متعارف، اصطلاح «عملیات شبه بازار باز» بسیار به ندرت مورد استفاده واقع می‌شود و استفاده بانک مرکزی از اوراق بهادار خود جهت سیاستگذاری پولی نیز همچنان عملیات بازار باز نامیده می‌شود. به‌بیان دیگر، عملیات بازار باز به دو صورت اجرا می‌شود؛ اگر بازارهای ثانویه قوی در کشور وجود داشته باشد (مثل کشورهای توسعه یافته)، این عملیات بر اوراق قرضه دولتی (Government Securities) اجرایی می‌گردد و اگر بازارهای ثانویه قوی وجود نداشته باشد (مثل کشورهای در حال توسعه)، بانک مرکزی یکراست اوراق بهادار خود را منتشر می‌کند که به اصطلاح «اوراق بهادار بانک مرکزی» (Central Bank Securities) نامیده می‌شود.

^۴ Financing

به نظر می‌رسد بعد از گذشت سیزده سال از نخستین تجربه انتشار اوراق مشارکت بانک مرکزی، زمان آن فرارسیده است تا نظام بانکی کشور با شناخت نقاط قوت و ضعف این ابزار، تلاش کند تا شیوه اجرایی آن را به نحوی اصلاح کند تا میزان مشروعیت و کارایی ابزار ارتقاء یابد. در صورتی هم که امکان اصلاح وجود نداشته باشد، تلاش کند تا از سایر اوراق بهادار اسلامی (صکوک)، برای اجرایی‌سازی عملیات بازار باز استفاده کند.

این پژوهش سعی می‌کند تا با شناخت صحیح تجربه و شیوه عملیاتی اوراق مشارکت بانک مرکزی، این روش را از دو منظر فقهی - حقوقی و اقتصادی - مالی مورد نقد قرار دهد و راهکارهایی به منظور مرتفع کردن آسیب‌های این اوراق ارائه دهد. یافته‌های این تحقیق می‌تواند به بانک مرکزی جهت استفاده بهتر از ابزار اوراق مشارکت کمک کند.

در آنچه در پی می‌آید ابتدا وضع موجود و شیوه عملیاتی مورد استفاده توسط بانک مرکزی برای انتشار اوراق مشارکت ارائه شده است و پس از آن چالش‌های احتمالی این اوراق بیان می‌شود. در ادامه چالش‌های مذکور در معرض نظر خبرگان قرار گرفته و در سرانجام چالش‌های تأیید شده درباره رتبه‌بندی مطرح می‌شوند. قسمت آخر مقاله نیز از مباحث ارائه شده نتیجه‌گیری کرده و پیشنهادهای اجرایی برای تقویت اوراق مشارکت بانک مرکزی ارائه می‌دهد.

۱- تجربه انتشار اوراق مشارکت بانک مرکزی

در نظام بانکی کشور ایران، «اوراق مشارکت بانک مرکزی» تنها ابزاری است که با عملکردی مشابه ابزارهای عملیات بازار باز، از سال ۱۳۸۰ مورد استفاده قرار گرفته است. در واقع بانک مرکزی کشور در سال‌های مختلف، به انتشار این نوع از

اوراق برای گردآوری نقدینگی اقدام کرده است.^۱ در ادامه ابعاد مختلف این نوع از اوراق مورد بحث قرار خواهد گرفت.

۱-۱- تعریف

با توجه به اینکه اوراق مشارکت بانک مرکزی نوع خاصی از اوراق مشارکت است، به منظور تعریف این نوع از اوراق بهادار، لازم است ابتدا تعریف مناسبی از اوراق مشارکت ارائه شود. از نظر لغت‌شناسی مشارکت به معنای همکاری و یا شراکت چند نفر به منظور فراهم کردن سرمایه مورد نیاز برای انجام کاری است. در اصطلاح فقهی نیز عقد شرکت، قراردادی است که در آن هر کس، مال خود را در ازای تملک سهمی مشاع از کل، با اموال سایر شرکاء مخلوط می‌کند. به راستی در قرارداد مشارکت، چندین سرمایه افزای شده (که دارای مالکان مستقل هستند)، به یک سرمایه مشاع تبدیل گردیده است و هر کس (به نسبت سرمایه اولیه خود) مالک سهمی از مجموع اموال می‌شود (هادوی تهرانی، ۱۳۷۸، ص ۲۱).

بر همین اساس، ماده دو قانون نحوه انتشار اوراق مشارکت (مصوب ۱۳۷۶)، اوراق مشارکت را چنین تعریف کرده است: «اوراق مشارکت، اوراق بهادار با نام یا بی‌نامی است که به موجب این قانون به قیمت اسمی مشخص برای مدت معین منتشر می‌شود و به سرمایه‌گذارانی که قصد مشارکت در اجرای طرح‌های موضوع ماده یک این قانون را دارند واگذار می‌شود. دارندگان این اوراق به نسبت قیمت اسمی و مدت زمان مشارکت، در سود حاصل از اجرای طرح مربوط شریک خواهند

^۱ شایان ذکر است که به دلیل وجود تورم دورقمی در اقتصاد کشور در سه دهه اخیر، همواره نوع عملیات بازار باز بانک مرکزی کشور، انقباضی بوده و با هدف گردآوری نقدینگی انجام شده است.

بود. خرید و فروش این اوراق به‌طور مستقیم و یا از طریق بازار بورس و اوراق بهادار مجاز است»^۱

بنابراین، اوراق مشارکت سندی است که گویای مالکیت دارنده آن نسبت به بخشی از یک دارایی حقیقی است که متعلق به دولت، شرکت‌های دولتی، شهرداری‌ها، نهادهای عمومی غیردولتی، مؤسسات عام‌المنفعه و غیره است. از این‌رو، دارندگان این نوع اوراق، در حقیقت مالک دارایی مورد مشارکت‌اند و در سود یا زیان حاصل از آن شریک هستند. (موسویان، ۱۳۸۶، ص ۱۲۲).

با توجه به آنچه مطرح شد، به نظر می‌رسد اوراق مشارکت بانک مرکزی نیز نباید تفاوت ماهوی با سایر انواع اوراق مشارکت داشته باشد. به بیان دیگر، اوراق مشارکت بانک مرکزی نوع خاصی از اوراق مشارکت است که توسط بانک مرکزی به منظور اهدافی خاص، منتشر می‌شود و از نظر منطقی نباید تفاوت مبنایی با اوراق مشارکت دولت و یا سایر ناشران داشته باشد. بر این اساس می‌توان اوراق مشارکت بانک مرکزی را بدین صورت تعریف کرد: «اوراق مشارکت بانک مرکزی اوراق بهادار با نام یا بی‌نامی است که به قیمت اسمی مشخص برای مدت معین منتشر می‌شود و به سرمایه‌گذارانی که قصد مشارکت در طرح‌های سودده بانک مرکزی را دارند، واگذار می‌شود. دارندگان این اوراق به نسبت قیمت اسمی و مدت زمان مشارکت، در سود حاصل از اجرای طرح‌های مذکور توسط بانک مرکزی شریک خواهند بود»^۲.

^۱ به نقل از متن قانون نحوه انتشار اوراق مشارکت، موجود در تارنمای مرکز پژوهش‌های مجلس شورای اسلامی، به آدرس: <http://rc.majlis.ir/fa>.

^۲ متأسفانه در تارنمای بانک مرکزی و یا سایر منابع و مستندات موجود، هیچ نوع تعریف مشخصی از اوراق مشارکت بانک مرکزی ارائه نشده است.

۲-۱- ارکان

در انتشار اوراق مشارکت بانک مرکزی چند رکن اساسی وجود دارد که نخستین آن‌ها «ناشر» است. ناشر این نوع اوراق، بانک مرکزی است که در جهت اهدافی که دارد (به‌طور خاص گردآوری نقدینگی و کنترل تورم) اقدام به انتشار اوراق می‌کند.^۱ رکن دوم «موضوع مشارکت» است. مقصود از موضوع مشارکت، طرح‌ها یا پروژه‌های سودده است که در اختیار بانک مرکزی است و از طریق واگذاری اوراق، تأمین مالی می‌شوند. آخرین رکن در انتشار اوراق مشارکت بانک مرکزی، «عامل» است. عامل در واقع بانکی است که از طرف ناشر (بانک مرکزی) به عرضه اوراق به عموم مردم اقدام نموده و پرداخت سود علی‌الحساب، سود قطعی، بازخرید اوراق پیش از سررسید و بازپرداخت اصل مبلغ اوراق مشارکت در سررسید را بر عهده دارد.

۳-۱- آمار و ارقام

همان‌طور که در جدول شماره ۱ ملاحظه می‌شود، بانک مرکزی با استناد به ماده قانونی پیش گفته، از سال ۱۳۷۹ تا پایان سال ۱۳۹۲ در ۳۸ نوبت بیش از ۱۹۰ هزار میلیارد ریال اوراق مشارکت منتشر کرده است. این اوراق معمولاً با سررسیدهای یک ساله و با نرخ‌های سود علی‌الحسابی که معمولاً کم‌تر از نرخ‌های تورم سالانه بوده‌اند، منتشر شده است.

^۱ در رابطه با اوراق مشارکت بانک مرکزی ناشر اوراق، بانی نیز می‌باشد.

جدول شماره ۱: وضعیت انتشار اوراق مشارکت بانک مرکزی از ابتدا تا پایان سال ۱۳۹۲

(ارقام به میلیون ریال)

ناشر	تاریخ انتشار	میزان انتشار	اوراق فروش رفته	اوراق فروش نرفته	درصد اوراق فروش نرفته از کل	اوراق سررسید شده	مدت به سال	سود علی‌الحساب	نرخ تورم سالانه	تاریخ سررسید
بانک مرکزی	۷۹/۱۲/۱۷	۸/۰۰۰/۰۰۰	۲/۹۱۶/۰۰۰	۵۰۸۴/۰۰۰	۶۳/۵۵	۲/۹۱۶/۰۰۰	۰/۵	۱۹	۱۲/۶	۸۰/۰۶/۱۷
بانک مرکزی	۸۰/۰۵/۱۶	۳/۰۰۰/۰۰۰	۳/۰۰۰/۰۰۰	۰	۰	۳/۰۰۰/۰۰۰	۱	۱۷	۱۱/۴	۸۱/۰۵/۱۶
بانک مرکزی	۸۰/۰۶/۱۷	۳/۰۰۰/۰۰۰	۳/۰۰۰/۰۰۰	۰	۰	۳/۰۰۰/۰۰۰	۱	۱۷	۱۱/۴	۸۱/۰۶/۱۷
بانک مرکزی	۸۰/۱۰/۲۲	۲/۰۰۰/۰۰۰	۱/۹۵۹/۳۷۵	۴۰/۶۲۵	۲/۰۳	۱/۹۵۹/۳۷۵	۱	۱۷	۱۱/۴	۸۱/۱۰/۲۲
بانک مرکزی	۸۰/۱۲/۰۵	۲/۰۰۰/۰۰۰	۱/۴۸۴/۲۳۱	۵۱۵۷۶۹	۲۵/۷۸	۱/۴۸۴/۲۳۱	۱	۱۷	۱۱/۴	۸۱/۱۲/۰۵
بانک مرکزی	۸۱/۰۵/۱۶	۵/۰۰۰/۰۰۰	۵/۰۰۰/۰۰۰	۰	۰	۵/۰۰۰/۰۰۰	۱	۱۷	۱۵/۸	۸۲/۰۵/۱۶
بانک مرکزی	۸۱/۰۶/۱۷	۳/۰۰۰/۰۰۰	۳/۰۰۰/۰۰۰	۰	۰	۳/۰۰۰/۰۰۰	۱	۱۷	۱۵/۸	۸۲/۰۶/۱۷
بانک مرکزی	۸۱/۱۰/۲۲	۵/۰۰۰/۰۰۰	۴/۶۵۰/۰۲۸	۳۳۹/۹۷۲	۶/۷۹	۴/۶۵۰/۰۲۸	۱	۱۷	۱۵/۸	۸۲/۱۰/۲۲
بانک مرکزی	۸۱/۱۲/۰۵	۵/۰۰۰/۰۰۰	۴/۴۰۴/۰۲۴	۵۹۵/۹۷۶	۱۱/۹۱	۴/۴۰۴/۰۲۴	۱	۱۷	۱۵/۸	۸۲/۱۲/۰۵
بانک مرکزی	۸۲/۰۵/۱۶	۵/۰۰۰/۰۰۰	۴/۹۸۶/۶۱۲	۱۳/۳۸۸	۰/۳۶	۴/۹۸۶/۶۱۲	۱	۱۷	۱۵/۶	۸۳/۰۵/۱۶
بانک مرکزی	۸۲/۰۶/۱۷	۳/۰۰۰/۰۰۰	۲/۹۸۶/۸۱۲	۱۳/۳۸۸	۰/۴۳	۲/۹۸۶/۸۱۲	۱	۱۷	۱۵/۶	۸۳/۰۶/۱۷
بانک مرکزی	۸۲/۱۰/۲۲	۵/۰۰۰/۰۰۰	۴/۶۱۰/۷۳۶	۳۹۸/۲۶۴	۷/۹۶	۴/۶۱۰/۷۳۶	۱	۱۷	۱۵/۶	۸۳/۱۰/۲۲
بانک مرکزی	۸۲/۱۲/۰۵	۴/۴۰۴/۰۲۴	۴/۰۷۴/۴۱۶	۲۲۹/۷۸۸	۷/۴۸	۴/۰۷۴/۴۱۶	۱	۱۷	۱۵/۶	۸۳/۱۲/۰۵
بانک مرکزی	۸۳/۰۴/۰۶	۵/۰۰۰/۰۰۰	۴/۹۹۸/۵۱۶	۱/۴۸۴	۰/۰۲	۴/۹۹۸/۵۱۶	۱	۱۷	۱۵/۲	۸۴/۰۴/۰۶
بانک مرکزی	۸۳/۰۵/۱۷	۴/۹۸۶/۶۱۲	۴/۸۷۹/۲۲۵	۱۰۷/۳۸۷	۲/۱۵	۴/۸۷۹/۲۲۵	۱	۱۷	۱۵/۲	۸۴/۰۵/۱۷
بانک مرکزی	۸۳/۰۶/۱۷	۲/۹۸۶/۸۱۲	۲/۹۵۱/۰۳۷	۳۵/۷۷۵	۱/۱۹	۲/۹۵۱/۰۳۷	۰/۷۵	۱۷	۱۵/۲	۸۴/۰۶/۱۷

ناشر	تاریخ انتشار	میزان انتشار	اوراق فروش رفته	اوراق فروش نرفته	درصد اوراق فروش نرفته از کل	اوراق سررسید شده	مدت به سال	سود علی الحساب	نرخ تورم سالانه	تاریخ سررسید
بانک مرکزی	۸۳/۱۰/۲۲	۴۶۰۱/۷۳۶	۴/۱۲۰/۰۲۶	۰۴۸۱/۷۱	۱/۰۴	۴/۱۲۰/۰۲۶	۱	۱۷	۱۵۲	۸۴/۱۰/۲۲
بانک مرکزی	۸۳/۱۲/۰۵	۴/۰۷۴/۴۱۶	۳۳۰/۱/۴۹۴	۷۷۲/۹۲۲	۱۸/۹۷	۳۳۰/۱/۴۹۴	۱	۱۷	۱۵۲	۸۴/۱۲/۰۵
بانک مرکزی	۸۴/۹/۱۹	۷/۵۰۰/۰۰۰	۵۰۹۲/۹۱۴	۲/۴۰۷/۰۸۶	۳۲/۰۹	۵۰۹۲/۹۱۴	۱	۱۵۵	۱۰۴	۸۵/۹/۱۹
بانک مرکزی	۸۴/۱۰/۲۲	۶/۰۰۰/۰۰۰	۳/۴۵۶/۱۸۶	۲/۵۴۳/۸۱۴	۴۲/۳۹	۳/۴۵۶/۱۸۶	۱	۱۵۵	۱۰۴	۸۵/۱۰/۲۲
بانک مرکزی	۸۴/۱۲/۰۶	۲/۳۰۰/۰۰۰	۲/۲۲۵/۶۶۰	۱/۰۷۴/۳۴۰	۳۲/۵۵	۲/۲۲۵/۶۶۰	۱	۱۵۵	۱۰۴	۸۵/۱۲/۰۶
بانک مرکزی	۸۵/۰۶/۱۹	۷/۵۰۰/۰۰۰	۶/۴۰۷/۱۲۵	۱/۰۹۲/۸۷۵	۱۴/۵۷	۶/۴۰۷/۱۲۵	۱	۱۵۵	۱۱/۹	۸۶/۰۶/۱۹
بانک مرکزی	۸۵/۰۸/۱۳	۵/۰۰۰/۰۰۰	۴/۳۵۶/۱۴۲	۶۴۳/۸۵۸	۱۲/۸۷	۴/۳۵۶/۱۴۲	۱	۱۵۵	۱۱/۹	۸۶/۰۸/۱۳
بانک مرکزی	۸۵/۰۹/۱۸	۵/۰۰۰/۰۰۰	۴/۵۷۶/۱۲۹	۴۲۳/۸۷۱	۸/۴۷	۴/۵۷۶/۱۲۹	۱	۱۵۵	۱۱/۹	۸۶/۰۹/۱۸
بانک مرکزی	۸۵/۱۰/۲۳	۴/۰۰۰/۰۰۰	۲/۵۸۴/۸۹۴	۱/۴۱۵/۱۰۶	۳۵/۳۷	۲/۵۸۴/۸۹۴	۱	۱۵۵	۱۱/۹	۸۶/۱۰/۲۳
بانک مرکزی	۸۵/۱۲/۰۵	۵/۰۰۰/۰۰۰	۴/۲۶۲/۷۵۴	۷۳۷/۲۴۶	۱۴/۷۴	۴/۲۶۲/۷۵۴	۱	۱۵۵	۱۱/۹	۸۶/۱۲/۰۵
بانک مرکزی	۸۶/۰۲/۰۵	۷/۰۰۰/۰۰۰	۵/۲۰۴/۵۶۱	۱/۷۹۵/۴۳۹	۲۵/۶۴	۵/۲۰۴/۵۶۱	۱	۱۵۵	۱۸/۴	۸۷/۰۲/۰۵
بانک مرکزی	۸۶/۰۵/۲۷	۵/۰۰۰/۰۰۰	۳/۸۵۸/۰۲۳	۱/۱۴۱/۹۷۷	۲۲/۸۳	۳/۸۵۸/۰۲۳	۱	۱۵۵	۱۸/۴	۸۷/۰۵/۲۷
بانک مرکزی	۸۶/۰۶/۱۷	۷/۵۰۰/۰۰۰	۴/۳۹۶/۳۷۳	۳/۱۰۳/۶۲۷	۴۱/۳۸	۴/۳۹۶/۳۷۳	۱	۱۵۵	۱۸/۴	۸۷/۰۶/۱۷
بانک مرکزی	۸۶/۰۷/۲۴	۵/۰۰۰/۰۰۰	۱/۸۶۹/۴۸۴	۳/۱۳۰/۵۱۶	۶۲/۶۱	۱/۸۶۹/۴۸۴	۱	۱۵۵	۱۸/۴	۸۷/۰۷/۲۴
بانک مرکزی	۸۶/۰۸/۱۲	۵/۰۰۰/۰۰۰	۲/۳۷۲/۱۳۴	۲/۶۲۷/۷۶۶	۵۲/۵۵	۲/۳۷۲/۱۳۴	۱	۱۵۵	۱۸/۴	۸۷/۰۸/۱۲
بانک مرکزی	۸۶/۰۹/۱۷	۴/۵۰۰/۰۰۰	۲/۵۶۲/۴۹۸	۱/۹۲۶/۵۰۲	۴۲/۰۲	۲/۵۶۲/۴۹۸	۱	۱۵۵	۱۸/۴	۸۷/۰۹/۱۷
بانک مرکزی	۸۶/۱۰/۲۲	۲/۵۰۰/۰۰۰	۱/۰۳۲/۷۹۲	۱/۴۶۷/۲۰۸	۵۸/۶۸	۱/۰۳۲/۷۹۲	۱	۱۵۵	۱۸/۴	۸۷/۱۰/۲۲

ناشر	تاریخ انتشار	میزان انتشار	اوراق فروش رفته	اوراق فروش نرفته	درصد اوراق فروش نرفته از کل	اوراق سررسید شده	مدت به سال	سود علی‌الحساب	نرخ تورم سالانه	تاریخ سررسید
بانک مرکزی	۸۶/۱۲/۰۵	۴۲۵۰/۰۰۰	۱/۵۲۹۷۰۰	۲/۷۲۰۳۰۰	۶۴	۱/۵۲۹۷۰۰	۱	۱۵۵	۱۸/۴	۸۷/۱۲/۰۵
بانک مرکزی	۹۱/۰۷/۲۲	۲۵۰۰۰/۰۰۰	۱۲۴۵۹۶۲۰	۱۲۵۴۰۳۸۰	۵۰/۱۶	۱۲۴۵۹۶۲۰	۱	۲۰	۳۰/۵	۹۲/۰۷/۲۲
بانک مرکزی	۹۱/۰۹/۲۵	۲۶۷۰۷۳۵۰	۲۶۷۰۷۳۵۰	۰	۰	۲۶۷۰۷۳۵۰	۱	۲۰	۳۰/۵	۹۲/۰۹/۲۵
بانک مرکزی	۹۱/۱۲/۱۲	۴۸۲۹۲۶۵۰	۷/۶۹۹۹۵۰	۴۰۵۹۲۷۰۰	۸۴/۰۵	۷/۶۹۹۹۵۰	۱	۲۰	۳۰/۵	۹۲/۱۲/۱۲
بانک مرکزی	۹۲/۱۱/۲۶	۳۰۰۰۰/۰۰۰	۲۱/۹۳۴۹۶۰	۸۰۶۵۰۴۰	۲۶/۸۸	۰	۰/۵	۲۳	۱/۲۳	۹۲/۰۵/۲۶
		۲۸۹۱۰۳۷۸۰	۱۹۰۹۰۳۸۱	۹۸۱۹۹۸۹۹	۳۳/۹۶	۱۶۸۹۶۸۹۲۱				
		جمع کل								

مأخذ: گزارش اقتصادی و ترازنامه بانک مرکزی جمهوری اسلامی ایران (سال‌های مختلف) و محاسبات نگارنده

در تحلیل آمار ارائه شده در جدول شماره ۱ می‌توان حداقل به دو نکته اشاره کرد. اول آنکه، در سال‌های مختلف معمولاً بین اوراق منتشر شده و مبلغ فروش رفته تفاوت وجود دارد. در واقع همان‌طور که در ستون هفتم جدول ملاحظه می‌شود، در اکثر سال‌ها درصدی از اوراق منتشر شده به فروش نرفته است. این مطلب به‌ویژه در سال‌هایی که نرخ تورم رو به افزایش بوده است، بیش‌تر مشاهده می‌شود. دوم آنکه، مقایسه نرخ سود علی‌الحساب اوراق مشارکت با نرخ تورم سالانه، نشان می‌دهد در حالی که تا سال ۱۳۸۶ همواره نرخ سود بیش‌تر از نرخ تورم بوده، از این سال به بعد نرخ تورم بیش‌تر شده است. به‌بیان دیگر، نرخ سود واقعی اوراق از سال ۱۳۸۶ به بعد همواره منفی بوده که این خود در کاهش جذابیت این اوراق مؤثر بوده است.

۴-۱- شیوه اجرایی

هر چند متأسفانه در رابطه با شیوه اجرایی و فرآیند انتشار اوراق مشارکت بانک مرکزی اطلاعات مدوئی در دسترس نیست، لیکن با مرور تحقیقات مختصر پیشین و براساس مصاحبه‌های انجام شده با برخی از مدیران بانک مرکزی^۱ می‌توان شیوه اجرایی انتشار اوراق مشارکت بانک مرکزی را بدین‌صورت تبیین کرد. در گام اول بخش‌های کارشناسی بانک مرکزی با ارزیابی وضع موجود نقدینگی و تورم در اقتصاد کشور، در رابطه با نیاز به انتشار اوراق مشارکت بانک مرکزی اظهارنظر می‌کنند. در صورتی که جمع‌بندی کارشناسی، ضرورت انتشار اوراق را تأیید کند، بانک مرکزی درخواست خود را به شورای پول و اعتبار ارائه کرده و این شورا در رابطه با ضرورت انتشار اوراق و همچنین ابعاد آن (شامل: میزان انتشار، نرخ سود علی‌الحساب، سررسید، جریمه بازخرید پیش از سررسید و غیره) اعلام نظر می‌کند.

پس از کسب مجوز از شورای پول و اعتبار، بانک مرکزی به‌عنوان بانی (و ناشر)، اقدام به انتشار اوراق می‌کند. همچنین بانک مرکزی، بانک‌های مشخصی را به‌عنوان عامل انتشار اوراق انتخاب می‌کند و پس از واگذاری عاملیت فروش به آن‌ها، روزانه عملکرد فروش را از آن‌ها دریافت می‌کند. شایان ذکر است که بانک مرکزی پرداخت اصل و سود اوراق را تضمین می‌کند.

از نظر ثبت حسابداری، اوراق مشارکت فروخته شده به‌عنوان بدهی بانک مرکزی به دارندگان اوراق به حساب آمده و مانده اوراق به فروش رفته، با علامت منفی زیر سرفصل «سایر دارایی‌ها» در ترازنامه بانک مرکزی ثبت می‌شود. بنابراین، با فروش اوراق مشارکت و افزایش مانده اوراق، خالص سایر دارایی‌ها (که جزیی از پایه پولی است) کم می‌شود و نقدینگی نیز به میزان چند برابر کاهش می‌یابد. شایان

^۱ شایان ذکر است که در پنل خبرگان دلفی در این تحقیق، برخی از مدیران ارشد بانک مرکزی حضور داشته‌اند و به صورت شفاهی با آن‌ها مصاحبه انجام شده است. در قسمت‌های بعد در این رابطه بیش‌تر توضیح داده می‌شود.

ذکر است که بانک مرکزی با منابع گردآوری شده مانند موجودی نقد صندوق خود عمل می‌کند. همچنین، در پایان فرآیند انتشار، اوراق به فروش نرسیده از میان برده می‌شود.

بانک‌های عامل وجوه حاصل از فروش اوراق مشارکت را پس از کسر کارمزد عاملیت، به حساب بانک مرکزی واریز می‌کنند. سود علی‌الحساب اوراق نیز در تاریخ‌های مقرر، توسط بانک مرکزی پرداخت و توسط بانک‌های عامل بین دارندگان اوراق توزیع می‌شود. در تاریخ سررسید اوراق، بانک مرکزی اصل منابع دریافتی از خریداران اوراق را از طریق بانک‌های عامل به سرمایه‌گذاران پرداخت می‌کند. در صورتی که برخی از خریداران اوراق بخواهند پیش از سررسید نسبت به بازگرداندن اوراق به بانک‌های عامل اقدام کنند، بانک‌های عامل موظف‌اند از منابع داخلی خود نسبت به خرید اوراق مرجوعی اقدام کنند. به بیان دیگر، بانک‌های عامل با بازخرید اوراق مرجوعی، عملاً جایگزین خریداران اولیه اوراق می‌شوند و از سود سرمایه‌گذاری برخوردار می‌گردند.^۱

۵-۱- ویژگی‌های اساسی

با توجه به آنچه مطرح شد، می‌توان گفت که اوراق مشارکت بانک مرکزی در کشور ایران دارای چند ویژگی اساسی است که عبارت‌اند از:
عدم انتشار اوراق براساس طرح‌های مشخص و سودده اقتصادی
انتشار با هدف کاهش نقدینگی و کنترل تورم (و نه تأمین مالی طرح‌های اقتصادی)
سررسید حداکثر یک‌ساله
نرخ سود علی‌الحساب معین (معمولاً بیش‌تر از نرخ‌های سود شبکه بانکی)

^۱ البته نرخ سود بازخرید پیش از سررسید، کم‌تر از نرخ سود علی‌الحساب تعیین شده است. در سال‌های اخیر همواره نرخ بازخرید، معادل با نرخ سود علی‌الحساب سپرده‌های سرمایه‌گذاری با طول عمر مشابه تعیین شده است.

تضمین اصل و سود اوراق توسط بانک مرکزی
 معاف از مالیات
 بی نام
 قابل انتقال به غیر
 قابلیت بازخرید پیش از سررسید توسط بانک‌های عامل
 عدم محاسبه، اطلاع‌رسانی و پرداخت مابالتفاوت نرخ سود علی‌الحساب و قطعی
 ثبت شدن تحت عنوان بدهی در ترازنامه بانک مرکزی
 عرضه در سطح خرده‌فروشی^۱ و به عموم مردم
 عدم امکان خرید اوراق توسط بانک‌ها و مؤسسات اعتباری غیر بانکی در عرضه اولیه

۶-۱- ماهیت فقهی

حکم فقهی هر نوعی از اوراق بهادار، براساس تبیین و تصویری که از آن ارائه می‌شود، استخراج می‌شود. بنابراین، درک درست ماهیت و تصویر فقهی اوراق مشارکت بانک مرکزی دارای اهمیت است. در این رابطه براساس برخی شواهد می‌توان مدعی بود که اوراق مشارکت بانک مرکزی (برخلاف اوراق مشارکت وزارتخانه‌ها و شرکت‌ها)، در طرح‌ها و پروژه‌های خاص اقتصادی سرمایه‌گذاری نمی‌شود. به‌منظور اثبات این ادعا، می‌توان به تعریفی که در تارنمای رسمی بانک مرکزی ذکر شده است، اشاره کرد، که بیان می‌کند: «انتشار و عرضه اوراق مشارکت بانک مرکزی از جمله ابزارهای سیاست انقباضی برای اجرای عملیات بازار باز است؛ به‌طوری که با عرضه این اوراق، از حجم نقدینگی کاسته شده و وجوه گردآوری شده نزد بانک مرکزی مسدود می‌شود».^۲

^۱ Retail Market

^۲ برای دستیابی به این تعریف به تارنمای بانک مرکزی به آدرس: <http://www.cbi.ir>، قسمت سیاست‌های پولی مراجعه شود.

براساس این تعریف، آشکار است که این اوراق تنها برای گردآوری نقدینگی مازاد و مهار افزایش سطح عمومی قیمت‌ها منتشر شده است و منابع حاصل از آن در هیچ فعالیت اقتصادی مشخصی سرمایه‌گذاری نمی‌شود. بنابراین، ماهیت فقهی این اوراق می‌تواند شبیه «قرض همراه با زیاده» باشد که به اتفاق نظر فقهای شیعه و اهل سنت ربا و حرام است. به بیان دیگر، این اوراق ماهیتی شبیه اوراق قرضه پیدا کرده و اگر سودی هم داشته باشد، سود حاصل از سرمایه‌گذاری نیست و به‌همین دلیل شبیه ربا پیدا می‌کند.

بی‌گمان به‌تازگی پیرو اشکالاتی که توسط اعضای شورای فقهی بانک مرکزی نسبت به اوراق مشارکت این بانک مطرح شد، برخی از مدیران بانک مرکزی مدعی شده‌اند که این بانک دارای سرمایه‌گذاری‌های مختلفی^۱ بوده و معادل فروش اوراق مشارکت بانک مرکزی، از محل سرمایه‌گذاری‌های خود به صاحبان اوراق اختصاص می‌دهد و سود آن سرمایه‌گذاری‌ها را به آنان می‌پردازد. به عبارت دیگر، خریداران اوراق موقتاً جایگزین بانک مرکزی در سرمایه‌گذاری‌های مذکور شده‌اند و از این‌رو منابع بانک مرکزی که پیش از این در سرمایه‌گذاری‌ها به کار رفته بود آزاد شده و جهت کنترل حجم پول بلوکه می‌شود.^۲

^۱ در مصاحبه‌های شفاهی انجام شده، بعضی از مدیران بانک مرکزی به فعالیت‌های اقتصادی سودده این بانک اشاره کرده‌اند که برخی از مهم‌ترین آن‌ها عبارت‌اند از: «ضرب سکه، تولید کاغذ امنیتی و اسناد بهادار، کارمزد تبدیل دلار دولت به ریال و فروش دلار به بانک‌ها، اعطای خطوط اعتباری به برخی از طرح‌های اقتصادی مشخص و دولتی، فعالیت در بازار بین بانکی، سرویس چاپخانه بانک مرکزی و سپرده‌گذاری در بانک‌های داخلی و خارجی».

^۲ البته در مصاحبه‌های انجام شده، مدیران بانک مرکزی صرفاً به صورت کلی به این مطلب که: «بانک مرکزی دارای فعالیت‌های سودده است» اشاره می‌کنند که به نظر می‌رسد بر این مبنا نمی‌توان اوراق مشارکت بانک مرکزی را توجیه کرد. در قسمت‌های بعد بیش‌تر به دلایل این مسئله اشاره می‌شود.

۲- مبانی قانونی

با توجه به اینکه «قانون نحوه انتشار اوراق مشارکت» (مصوب ۱۳۷۶) که مرجع اصلی برای انتشار این دسته از اوراق به حساب می‌آید، شامل اوراق مشارکت بانک مرکزی (اوراق مشارکت پولی) نمی‌شود، نیاز به تأیید انتشار اوراق بانک مرکزی از نظر قانونی وجود دارد.^۱ بر این اساس، در ماده ۹۱ قانون برنامه سوم (۱۳۷۹-۱۳۸۳) به بانک مرکزی اجازه داده شد تا با تصویب شورای پول و اعتبار از اوراق مشارکت بانک مرکزی استفاده کند.

شورای پول و اعتبار نیز در اواخر سال ۱۳۷۹، انتشار این اوراق را بر مبنای دارایی‌های بانک مرکزی تصویب کرد و بانک مرکزی برای نخستین بار در اسفندماه ۱۳۷۹ سه هزار میلیارد ریال اوراق مشارکت با سررسید شش ماهه و نرخ سود علی‌الحساب ۱۹ درصد در سال با هدف مدیریت نقدینگی منتشر کرد. این روند ادامه داشت تا اینکه در قانون برنامه پنجساله چهارم توسعه (۱۳۸۵-۱۳۸۹) تغییراتی در ماده مذکور ایجاد شد. مهم‌ترین تغییری که در این ماده قانونی نسبت به قانون برنامه سوم توسعه داده شده است، مشروط کردن انتشار اوراق به مجوز مجلس شورای اسلامی است.

بنابراین تا سال ۱۳۹۰، قوانین برنامه توسعه، محمل قانونی لازم برای انتشار اوراق مشارکت بانک مرکزی را فراهم کردند. لیکن با توجه به اینکه در قانون برنامه پنجساله پنجم توسعه (۱۳۹۰-۱۳۹۴)، ارائه مجوز به بانک مرکزی برای انتشار اوراق مشارکت تمدید نشد، عملاً محمل قانونی انتشار اوراق مشارکت بانک مرکزی از بین رفته است. بنابراین هم اکنون اوراق مشارکت بانک مرکزی دارای

^۱ شایان ذکر است با توجه به اینکه دولت کل سهام بانک مرکزی کشور را در اختیار دارد و این بانک نهادی دولتی به حساب می‌آید، هر نوع دخل و تصرف در منابعی که دارد نیازمند مجوز قانونی است. از طرفی انتشار اوراق و پرداخت سود بر روی آن‌ها، نوعی تصرف در منابع دولتی به حساب می‌آید و از این‌رو نیازمند تأیید قانونی است.

مبنای قانونی نمی‌باشد و شاید به‌همین دلیل است که انتشار این اوراق توسط بانک مرکزی در سال ۱۳۹۱ و سال‌های بعد از آن، مورد اعتراض دستگاه‌های نظارتی واقع شده است.^۱

۳- چالش‌های اوراق مشارکت بانک مرکزی

با توجه به تبیینی که در بخش پیش از اوراق مشارکت بانک مرکزی ارائه شد، در این قسمت از تحقیق تلاش می‌شود تا چالش‌های اصلی اوراق مشارکت بانک مرکزی در دو گروه فقهی - حقوقی و اقتصادی - مالی ارائه شود و مورد بحث قرار گیرد.^۲ شایان ذکر است که روش تحقیق مورد استفاده در این بخش جهت استخراج چالش‌ها کتابخانه‌ای بوده است. در واقع با مرور تحقیقات معدود پیشین، مراجعه به مصاحبه‌های شفاهی انجام شده با خبرگان و مدیران بانک مرکزی و سایر منابع موجود، مهم‌ترین چالش‌های احتمالی اوراق مشارکت بانک مرکزی استخراج می‌شود. در آنچه در پی می‌آید ابتدا به چالش‌های فقهی - حقوقی و سپس به چالش‌های اقتصادی - مالی پرداخته می‌شود.^۳

^۱ اعتراض نهاد‌های نظارتی به انتشار اوراق مشارکت توسط بانک مرکزی به تأیید برخی از مدیران بانک مرکزی نیز رسیده است (روزنامه دنیای اقتصاد، شماره ۳۱۳۰، مورخ: ۱۳۹۲/۱۱/۱۷، مصاحبه با مدیرکل اقتصادی بانک مرکزی).

^۲ هر چند می‌توان تقسیم‌بندی‌های دیگری را نیز در رابطه با چالش‌ها ارائه کرد، لیکن به‌نظر می‌رسد تقسیم کلیه چالش‌ها به دو گروه فقهی - حقوقی و اقتصادی - مالی تا حد امکان جامع بوده و می‌تواند اکثر ابعاد دارای اهمیت در ارزیابی این اوراق را پوشش دهد.

^۳ شایان ذکر است که چالش‌هایی که در این قسمت به روش کتابخانه‌ای استخراج می‌شوند، در قسمت بعد (با استفاده از روش دلفی) مورد تأیید و رتبه‌بندی خبرگان قرار می‌گیرند.

۱-۳- چالش‌های فقهی - حقوقی

به نظر می‌رسد اوراق مشارکتی که توسط بانک مرکزی منتشر می‌شود، با برخی چالش‌های فقهی و حقوقی رودر روست که در این قسمت به برخی از مهم‌ترین آن‌ها اشاره می‌شود.

الف - شبهه کمبود طرح‌های سودده اقتصادی

نخستین و شاید مهم‌ترین چالش و شبهه‌ای که در رابطه با اوراق مشارکت بانک مرکزی قابل طرح است «کمبود طرح‌های سودده اقتصادی» است. در واقع وقوع عقد شرکت و مشروعیت پرداخت سود به خریداران اوراق تنها در شرایطی قابل تصور است که اول آنکه، بانک مرکزی به‌درستی در بازه‌ای که اوراق را منتشر می‌کند، دارای فعالیت‌های سودده (حداقل به‌میزان اوراق فروش رفته) باشد. دوم آنکه، فعالیت‌های مذکور در بازه زمانی انتشار اوراق، دارای سود باشد و سوم آنکه، سود قطعی این فعالیت‌ها در پایان دوره محاسبه شود و در صورت وجود سود بازمانده، مابه‌التفاوت به خریداران اوراق پرداخت شود.

بنابراین، درستی انتشار اوراق مشارکت بانک مرکزی بر روی طرح‌های اقتصادی تنها زمانی تحقق می‌یابد که سه شرط پیش‌گفته تحقق یابد. مثلاً، اگر بانک مرکزی در بهمن ماه سال ۱۳۹۲ اوراقی شش ماهه به‌میزان ۲۲۰۰ میلیارد تومان به فروش رسانده، لازم است در بازه زمانی شش ماه (بهمن تا تیر)، حداقل به میزان ۲۲۰۰ میلیارد تومان فعالیت سودده داشته باشد، این فعالیت‌ها در طول این دوره هر آینه سود ایجاد کنند و سرانجام اینکه در پایان تیر ماه، نرخ سود قطعی فعالیت‌ها محاسبه شده و مابه‌التفاوت به خریداران اوراق پرداخت شود.

براساس تبیینی که در بخش‌های پیش در رابطه با شیوه موجود انتشار اوراق مشارکت بانک مرکزی ارائه شد، می‌توان مدعی شد که وجود سه شرط پیش‌گفته در رابطه با این اوراق محل تردید است. چرا که مسئولان بانک مرکزی تنها به صورت کلی به این مطلب که: «بانک مرکزی دارای فعالیت‌های سودده است» اشاره

می‌کنند؛ لیکن اینکه آیا این فعالیت‌های سودده از دید حجم متناسب با حجم اوراق مشارکت منتشر شده هستند یا خیر؟ آیا از دید بازه زمانی، ناگزیر در دوره شش ماهه یا یک ساله‌ای که اوراق منتشر می‌شود، فعالیت‌های اقتصادی مبنای انتشار اوراق، دارای سود بوده‌اند یا خیر؟ و اینکه آیا نرخ سود این فعالیت‌ها با نرخ سود در نظر گرفته شده برای اوراق متناسب بوده است یا خیر؟ از جمله پرسش‌هایی هستند که در رابطه با این اوراق تاکنون بی‌پاسخ مانده‌اند. بر همین اساس شبیه بی‌ارتباطی میان فعالیت‌های واقعی با اوراق مشارکت منتشر شده، جدی به نظر می‌رسد.

ب- گمان واقعی نبودن نرخ سود پرداختی به دارندگان اوراق

دومین چالش فقهی دارای اهمیت در با رابطه اوراق مشارکت بانک مرکزی، گمان واقعی نبودن نرخ سود پرداختی است. در واقع پرداخت سود به دارندگان اوراق مشارکت تنها در صورتی می‌تواند دارای مبنای درست شرعی باشد که فعالیت‌های سودده مبنای انتشار اوراق، پیش از سررسید دارای بازدهی بوده و این بازدهی محاسبه شده و به دارندگان اوراق پرداخت شود.

به بیان دیگر، از آنجا که ماده دو قانون نحوه انتشار اوراق مشارکت، مقرر می‌دارد که دارندگان اوراق به نسبت قیمت اسمی و مدت زمان مشارکت، در سود حاصل از اجرای طرح سهام خواهند بود، لازم است که بانک مرکزی در رابطه با طرح‌های مبنای انتشار اوراق، نسبت به تهیه «صورت سود و زیان» اقدام کند و این محاسبه را مبنای پرداخت سود قرار دهد. در واقع مشتریان با خرید اوراق، به صورت موقت (تا سررسید) شریک بانک مرکزی در فعالیت‌های سودده مبنای انتشار اوراق می‌شوند. بر این اساس لازم است بانک مرکزی در زمان سررسید ضمن محاسبه سود قطعی اوراق، نسبت به خرید سهم دارندگان اوراق در موضوع مشارکت به نحوی اقدام کند که اصل و سود اوراق به آن‌ها پرداخت شود (با فرض سودده بودن پروژه‌ها). لیکن همان‌طور که در بخش‌های پیش گفته شد، بانک مرکزی کشور در سیزده سال اخیر در هیچ دوره‌ای اقدام به محاسبه «صورت سود و زیان» پروژه‌های مبنای

انتشار اوراق نکرده است. افزون بر این، در هیچ دوره‌ای نیز مابه‌التفاوت نرخ سود قطعی و علی‌الحساب محاسبه و یا پرداخت نشده است. در واقع در تمامی دوره‌ها نرخ سود قطعی به‌درستی برابر نرخ سود علی‌الحساب اعلام شده که بی‌گمان صوری بوده است. بر این اساس، به‌نظر می‌رسد ارتباط مشخصی بین فعالیت‌های سودده بانک مرکزی (سود ترازنامه بانک مرکزی) با نرخ سود پرداختی به دارندگان اوراق وجود ندارد و این شبهه جدی را به این دسته از اوراق وارد می‌کند.

بی‌گمان لازم است که در مصاحبه‌های انجام شده که، برخی از مدیران بانک مرکزی مدعی بودند که به‌دلیل آنکه همواره منابع حاصل از اوراق مشارکت به‌صورت خط اعتباری در اختیار طرح‌های دولتی خاصی قرار گرفته‌اند و این طرح‌ها نیز همواره زیانده بوده‌اند، همواره نرخ سود قطعی کم‌تر از نرخ سود علی‌الحساب پرداختی بوده است و بانک مرکزی این کسری و زیان مشارکت را به دارندگان اوراق هبه کرده است. لیکن به‌نظر می‌رسد که این توجیه قابل قبول نباشد. چرا که نرخ سود علی‌الحساب از پایه باید براساس میانگین نرخ‌های سود در سال‌های پیش تعیین شود و اگر بانک مرکزی بعد از گذشت چندین سال از انتشار اوراق، در رابطه با زیانده بودن اکثر تجربه‌های گذشته انتشار اوراق مشارکت مطمئن است، آنگاه باید نسبت به کاهش نرخ سود علی‌الحساب اقدام کند.

ج- عدم قصد مشارکت به‌سبب عدم اطلاع رسانی فعالیت‌های اقتصادی مبنای انتشار اوراق

چالش دیگری که در رابطه با اوراق مشارکت بانک مرکزی وجود دارد، عدم اطلاع‌رسانی درست است. در واقع به‌دلیل آنکه خریداران اوراق، شریک موقت بانک مرکزی در فعالیت‌های سودده‌ای می‌شوند که مبنای انتشار اوراق‌اند، لازم است نیت و قصد مشارکت داشته باشند. بدین‌معنا که هنگام خرید اوراق، متوجه این موضوع که عقد، مبنای انتشار اوراق شراکت است، باشند.

لیکن هم اکنون به دلیل آنکه بانک مرکزی هنگام فروش اوراق، در رابطه فعالیت‌های سودده اقتصادی (که مبنای انتشار اوراق است) به خریداران هیچ نوع اطلاع‌رسانی نمی‌کند و در رابطه با سوددهی طرح‌ها و شیوه محاسبه سود نیز هیچ روش شفافی وجود ندارد، بسیاری از خریداران اوراق به این ابزار به مثابه ابزاری به‌درستی بدون ریسک که نرخ بازدهی قطعی و از پیش تعیین شده دارد، نگاه می‌کنند. این خود باعث می‌شود که اوراق مشارکت بانک مرکزی را مانند معادل اوراق قرضه در نظر گرفته و نیت و قصد قرض دادن موقت منابع به بانک مرکزی و دریافت اصل و مازاد در آینده را کنند.

د- تضمین اصل و سود اوراق توسط بانک مرکزی

براساس ماهیت عقد شرکت در فقه اسلامی، سود و زیان حاصل از مشارکت متوجه همه شرکا است. بی‌گمان براساس نظر گروهی از فقها، برخی از شرکا می‌توانند خسارت احتمالی را بر عهده گیرند و با این کار اصل سرمایه سایر شرکا را تضمین کنند. البته این موضوع نیز تنها به تضمین اصل سرمایه محدود بوده و شامل تضمین سود نمی‌شود. به بیان دیگر، از منظر فقهی در عقد شرکت، امکان تضمین سود مشارکت توسط برخی از شرکا وجود ندارد و اگر تضمین سود انجام شود، مشارکت را به حيله ربا نزدیک می‌سازد. همچنین با توجه به اینکه بانک مرکزی کشور در سال‌های مختلف اصل و سود اوراق مشارکت بانک مرکزی را یا آشکارا و یا به‌صورت ضمنی تضمین کرده است، گمان مذکور در رابطه با اوراق جدی به نظر می‌رسد.

ه- ناسازگاری با قانون نحوه انتشار اوراق مشارکت و قانون برنامه پنجم توسعه

با توجه به ماهیت دولتی بانک مرکزی در اقتصاد کشور، انتشار اوراق مشارکت بانک مرکزی و پرداخت سود به آن‌ها، مستلزم دخل و تصرف در منابع دولتی بوده و به‌همین دلیل نیازمند مبنای قانونی است. از سوی دیگر، با توجه به اینکه مجوز قانونی ارائه شده به بانک مرکزی برای انتشار اوراق مشارکت در برنامه سوم و چهارم توسعه، در برنامه پنجم اجازه‌ای به بانک مرکزی جهت انتشار اوراق داده

نشده است، بر این اساس از سال ۱۳۹۰ (سال اول اجرای برنامه پنجم)، انتشار اوراق مشارکت بانک مرکزی بر اساس برنامه پنجم توسعه امکانپذیر نیست. افزون بر این، انتشار اوراق مشارکت براساس «قانون نحوه انتشار اوراق مشارکت» (مصوب ۱۳۷۶) نیز امکانپذیر نیست. چرا که قانون مذکور مختص اوراق مشارکت برای تأمین مالی بوده و شامل اوراق مشارکت پولی جهت اعمال سیاست‌های انقباضی نمی‌شود. در قوانین بودجه سالانه نیز اجازه مشخصی به بانک مرکزی برای انتشار اوراق داده نشده است. بر این اساس می‌توان مدعی بود که هم اکنون انتشار اوراق مشارکت بانک مرکزی فاقد مبنای قانونی و حقوقی لازم است.

۲-۳- چالش‌های اقتصادی - مالی

به نظر می‌رسد اوراق مشارکت بانک مرکزی افزون بر چالش‌های فقهی - حقوقی یاد شده، از منظر اقتصادی - مالی نیز با کاستی‌های درخور توجهی روبه‌روست که در این قسمت به برخی از مهم‌ترین آن‌ها اشاره می‌شود.

۱-۲-۳- هزینه‌بر بودن انتشار اوراق و تحمیل زیان به ترازنامه بانک مرکزی

نخستین و شاید مهم‌ترین چالش اقتصادی اوراق مشارکت بانک مرکزی، هزینه‌بر بودن استفاده از این اوراق به‌منظور اجرای عملیات بازار باز است. چرا که عملیات بازار باز در سایر کشورها معمولاً بر روی اوراق قرضه دولتی انجام می‌شود و بانک مرکزی یگراست به انتشار اوراق اقدام نمی‌کند. در واقع بانک مرکزی در بازار ثانویه اوراق دولتی وارد می‌شود و با خرید و فروش اوراق، به اعمال سیاست‌های انبساطی و انقباضی اقدام می‌ورزد. از این‌رو هزینه و زیان (و گاهی درآمد) سیاستگذاری پولی برای بانک مرکزی، تنها تفاوت در نرخ‌های خرید و فروش است (میشکین، ۲۰۱۳، ص ۱۶۵).

لیکن در ایران بانک مرکزی همه هزینه‌های اوراق شامل: پرداخت سود، چاپ، انجام تبلیغات، پرداخت کارمزد عاملیت بانک‌ها، هزینه تضمین اصل و سود اوراق، هزینه امحاء اوراق فروش نرفته^۱ و غیره، بر عهده بانک مرکزی بوده و این خود باعث می‌شود به صورت قطعی به ترازنامه بانک مرکزی زیان تحمیل شود. برخی از تحقیقات نشان داده‌اند که مجموع هزینه انتشار و مدیریت هر برگه اوراق مشارکت بانک مرکزی، حدود ۱۸ تا ۲۲ درصد قیمت آن را شکل می‌دهد که خود حاکی از هزینه بالای مدیریت نقدینگی با استفاده از این اوراق برای بانک مرکزی است. (قضاوی و بازمحمدی، ۱۳۹۱، ص ۳۱).

از سوی دیگر با توجه به بی‌نام بودن اوراق و قابلیت بازخرید توسط بانک عامل، اوراق مشارکت بانک مرکزی، کارکردی «شبه پول» پیدا کرده است. در واقع با توجه به آنکه در بانکداری مرکزی متعارف، تنها ابزار ایجاد بدهی بانک مرکزی به عامه مردم، اسکناس (و در برخی کشورها مسکوک) است، انتشار اوراق مشارکت توسط بانک مرکزی کشور و فروش آن به عموم مردم (به صورت بی‌نام و با قابلیت بازخرید پیش از سررسید)، مانند آن است که بانک مرکزی نوع دیگری از اسکناس را منتشر کرده است که هم نقدینگی بالایی دارد و هم اینکه در طول زمان دارای بازده است. این خود نوعی هزینه است که به صورت ناخواسته به بانک مرکزی تحمیل می‌شود. افزون بر این، به منظور افزایش جذابیت اوراق برای مشتریان، همواره نرخ سود اوراق مشارکت بانک مرکزی بیش‌تر از نرخ سود سپرده‌ها با سررسیدهای مشابه در شبکه بانکی تعیین می‌شود. این در حالی است که در نظام‌های پولی متعارف، معمولاً نرخ سود اوراق مورد معامله بانک‌های مرکزی، نرخ سود کف در بازار پول (نرخ بدون ریسک) به حساب می‌آیند و نرخ‌های سود در سایر بازارها براساس این

^۱ با توجه به اینکه مشخصات هر مرحله از اوراق مشارکت بانک مرکزی بر روی آن چاپ می‌شود، تمام اوراق فروش نرفته معدوم می‌شوند.

نرخ حداقلی شکل می‌گیرند. بنابراین، اینکه بانک مرکزی کشور نرخ سود اوراق خود را همواره بیش‌تر از نرخ‌های سود رایج در بانک‌ها و مؤسسات اعتباری غیربانکی قرار می‌دهد، برخلاف هدف عملیات بازار باز (مدیریت نرخ سود پایه در بازار پول) است و خود باعث افزایش هزینه‌های مدیریت نقدینگی با استفاده از اوراق مشارکت می‌شود.

۲-۲-۳- ناسازگاری عقد مشارکت با ماهیت کوتاه‌مدت عملیات بازار باز

عملیات بازار باز ماهیت کوتاه‌مدت دارد و تنها برای مدیریت نقدینگی جامعه در بازه‌های زمانی کوتاه (مثلاً: شش ماهه، سه ماهه، یک ماهه و حتی هفتگی) کاربرد می‌یابد. این در حالی است که عقد مشارکت ماهیت بلندمدت و نهایتاً میان‌مدت دارد و بنابراین عقد شرکت اساساً برای عملیات بازار باز مناسب نیست. بی‌گمان این مطلب به آن معنا نیست که از نظر فقهی نمی‌توان مشارکت کوتاه‌مدت (مثلاً یک ماهه) را تصوّر کرد؛ بلکه بدان معناست که چه بسا فعالیت‌ها و طرح‌های اقتصادی که مبنای مشارکت هستند (با این فرض که عقد شرکت قرار است به صورت واقعی و غیرصوری اجرا شود)، زمان‌بر بوده و تا به سوددهی برسند، معمولاً بازه زمانی مشخصی نیاز دارند و در کوتاه‌مدت اتفاق نمی‌افتد. بر همین اساس هم اکنون در اقتصاد کشور به‌ندرت می‌توان فعالیتی اقتصادی را تصوّر کرد که زمان لازم برای تکمیل آن (و ایجاد سود) کم‌تر از یک سال باشد.

۳-۲-۳- امکان ناپذیری بلوکه شدن وجوه

در عملیات بازار باز متعارف، بانک‌های مرکزی منابع گردآوری شده در اثر این عملیات را از نظام پولی خارج می‌کنند و با این کار حجم کل نقدینگی موجود در اقتصاد را کاهش می‌دهند. لیکن به‌دلیل ماهیت عقد شرکت در فقه اسلامی، زمانی که بانک مرکزی با انتشار اوراق مشارکت اقدام به راه‌اندازی عملیات بازار باز

انقباضی می‌کند، امکان بلوکه کردن منابع گردآوری شده وجود ندارد و این منابع دوباره به اقتصاد تزریق خواهند شد.

۴-۲-۳- عرضه اوراق در قطع کوچک در سطح خرده‌فروشی

عملیات بازار باز در سایر کشورها به‌طور عمده در بازار بین بانکی و به‌صورت «عمده‌فروشی»^۱ انجام می‌شود. یعنی مخاطب بانک مرکزی در انجام این عملیات به‌طور عمده بانک‌ها و مؤسسات اعتباری غیربانکی هستند و نه عموم مردم. لیکن اوراق مشارکت بانک مرکزی در کشور ایران به عموم مردم و در سطح «خرده‌فروشی»^۲ ارائه می‌شود که حداقل دو مشکل ایجاد می‌کند. اول آنکه، انتشار اوراق در قطع‌های ریز و ورود بانک مرکزی به بازار خرده‌فروشی اوراق، تناسبی با وظایف و کارکردهای بانک مرکزی ندارد و دوم آنکه، عرضه اوراق در سطح خرد نیازمند تبلیغات، انتشار کاغذی اوراق، عاملیت بانک‌ها و غیره است که همگی هزینه انتشار اوراق را افزایش می‌دهند.

۵-۲-۳- نبود بازار ثانویه منسجم و تعهد بازخرید پیش از سررسید

یکی از پیش‌نیازهای موفقیت هر ابزار مالی، وجود بازار ثانویه منسجم است. در این بازار افرادی که مایل به فروش اوراق پیش از سررسید هستند اقدام به این کار می‌کنند و قیمت اوراق نیز با توجه به شرایط اقتصاد و میزان عرضه و تقاضا تعیین می‌شود. لیکن در رابطه با اوراق مشارکت بانک مرکزی، مسأله‌ای که وجود دارد آن است که این اوراق همواره با تعهد بازخرید پیش از سررسید توسط بانک‌های عامل ارائه شده و این خود مانع شکل‌گیری بازار ثانویه برای اوراق به‌حساب می‌آید.

1 Wholesale Market

2 Retail Market

در واقع هر چند در ماده دو قانون نحوه انتشار اوراق مشارکت، قابلیت معامله این اوراق در بورس تصریح شده، اما تاکنون بازار ثانویه‌ای جهت معاملات دست دوم اوراق مشارکت بانک مرکزی شکل نگرفته است. این باعث می‌شود که در صورت انصراف مشتریان، بانک‌های عامل مجبور شوند تا از منابع داخلی خود نسبت به تسویه با مشتری اقدام کنند و تا فرارسیدن سررسید اوراق، جایگزین مشتری شوند.

حال پرسشی که مطرح می‌شود آن است که چرا بازار ثانویه منسجمی برای معاملات دست دوم اوراق مشارکت بانک مرکزی شکل نگرفته است؟ هر چند این موضوع دلایل گوناگونی دارد، لیکن به نظر می‌رسد مهم‌ترین دلیل بازخرید اوراق پیش از سررسید توسط بانک‌های عامل است. در واقع به دلیل آنکه اوراق مشارکت بی‌نام بوده و خرید و فروش آن بین اشخاص، هیچ‌گونه محدودیت و هزینه‌ای ندارد، از منظر اقتصادی توجیه کافی برای معامله این اوراق در بورس (که مستلزم پرداخت حق کارگزاری و سایر هزینه‌های مرتبط است) وجود ندارد.

۶-۲-۳- فقدان نرخ سود ثابت و از پیش تعیین شده

به دلیل ماهیت کوتاه‌مدت و ریسک عملیات بازار باز، لازم است نرخ سودی که برای ابزارهای این عملیات در نظر گرفته می‌شود، به صورت قطعی و از پیش تعیین شده اعلام شود. این در حالی است که در عقد شرکت، امکان تعیین نرخ سود به صورت قطعی و از پیش تعیین شده وجود ندارد. چرا که همان‌طور که پیش‌تر گفتیم، در عقد شرکت تنها می‌توان اصل منابع را تضمین کرد، لیکن تضمین بازپرداخت سود دارای توجیه فقهی نیست.

۷-۲-۳- ماهیت مخاطره آمیز عقد شرکت

براساس تعریف، ابزارهای عملیات بازار باز باید بی کم و کاست بدون ریسک باشند. لیکن در عقد شرکت (با این فرض که به صورت واقعی انجام می‌شود) انواع مختلفی از مخاطرات وجود دارند. در واقع عقد شرکت از جمله آن دسته از عقود اسلامی است که بالاترین سطح از ریسک را دارد و به همین دلیل برای عملیات بازار باز چندان مناسب نیست.

۸-۲-۳- تعیین دستوری نرخ سود اوراق

در عقد شرکت لازم است نرخ سود براساس واقعیت‌های اقتصادی و بازدهی طرح‌های اقتصادی مبنای مشارکت تعیین شود. لیکن هم اکنون نرخ سود پیش‌پرداخت اوراق مشارکت بانک مرکزی به صورت دستوری توسط شورای پول و اعتبار تعیین می‌شود.

۹-۲-۳- نبود شیوه مناسب برای ارزش‌گذاری طرح‌های اقتصادی در پایان دوره مشارکت

در اوراق مشارکت بانک مرکزی (مشابه سایر انواع اوراق مشارکت)، لازم است در پایان دوره، طرح‌های اقتصادی مبنای انتشار اوراق قیمت‌گذاری شده و سهم دارندگان اوراق در طرح‌های یاد شده توسط بانک مرکزی بازخرید شود. در حال حاضر شیوه مناسبی برای ارزش‌گذاری این طرح‌ها وجود ندارد.

۱۰-۲-۳- تحمیل هزینه به بانک‌های عامل بابت عاملیت و باز خرید اوراق

هم اکنون برخی از بانک‌های کشور وظیفه عاملیت اوراق مشارکت بانک مرکزی را بر عهده دارند. این موضوع حداقل دو مشکل برای بانک‌ها ایجاد می‌کند.

اول آنکه، بانک‌های عامل مجبوراند محصولی را عرضه کنند که رقیب محصولات داخلی بانک (مانند سپرده‌ها، گواهی‌ها و غیره) بوده و این با منطق کسب و کار در تعارض است.

دوم آنکه، بانک‌ها موظفاند از منابع خود نسبت به بازخرید اوراق مشارکت متقاضیانی که نمی‌خواهند تا سررسید صبر کنند، اقدام کنند و این برای بانک هزینه‌بر بوده و منجر به آن می‌شود که به صورت ناخواسته منابع داخلی بانک درگیر هزینه‌های عملیات بازار باز بانک مرکزی شود. همچنین با توجه به اینکه اکثر منابع در اختیار بانک‌ها، سپرده‌های مبتنی بر عقد و کالت است، لازم است به مقتضای این عقد در بهترین فعالیت‌های سودده اقتصادی به کار گرفته شود؛ در حالی که سرمایه‌گذاری ناخواسته در اوراق مشارکت بانک مرکزی (به دلیل تعهد بازخرید پیش از سررسید) به ناگزیر از جمله بهترین فعالیت‌های اقتصادی نیست.

۱۱-۲-۳- زمانبر بودن فرآیند دریافت مجوز از شورای پول و اعتبار

در حال حاضر انتشار اوراق مشارکت بانک مرکزی نیازمند تأیید شورای پول و اعتبار است. با توجه به اینکه فرآیند تصمیم‌گیری در این شورا معمولاً زمانبر است، آزادی عمل و سرعت بانک مرکزی در انتشار اوراق برای کنترل حجم نقدینگی در کوتاه‌مدت با چالش روبه‌رو می‌شود.

۱۲-۲-۳- اثر معکوس سیاست در سررسید

شیوه کنونی انتشار اوراق مشارکت بانک مرکزی به نحوی است که اثر اولیه انتشار اوراق در سررسید از بین رفته و برعکس می‌شود. مثلاً بانک مرکزی با فروش اوراق اقدام به اعمال سیاست انقباضی می‌کند، لیکن در سررسید به ناگزیر اصل و سود اوراق به اقتصاد تزریق می‌شود و اثر انبساطی ناخواسته‌ای بر اقتصاد تحمیل خواهد شد. بنابراین اوراق مشارکت بانک مرکزی در شکل کنونی خود تنها نقدینگی

را از یک سال به سال دیگر منتقل می‌کند و تأثیر ماندگاری در کنترل حجم پول را ندارد. به بیان دیگر، سیاستگذار پولی، قبض حجم معینی از پایه پولی را همواره با انتشار مبالغ فزاینده‌ای از اوراق بعدی پشتیبانی می‌کند.

۱۳-۲-۳- بی‌نام بودن اوراق

هم اکنون اوراق مشارکت بانک مرکزی به صورت بی‌نام منتشر می‌شود و این (در کنار قابلیت بازخرید پیش از سررسید با هزینه کم) باعث می‌شود که درجه «نقدشوندگی» یا «قابلیت تبدیل شدن به پول نقد»^۱ در رابطه با این اوراق به شدت افزایش یابد. به بیان دیگر این اوراق کارکردی مشابه اسکناس پیدا کرده‌اند. در واقع مانده اوراق در دست مردم، کارکرد پول (البته با درجه میعان کم‌تر) را دارد. در واقع در شیوه کنونی، بانک مرکزی با انتشار اوراق مشارکت و با پرداخت هزینه‌های گوناگون، تنها بخشی از پول (M1 یا M2) را به بخش وسیع‌تری از پول (M3) تبدیل می‌کند.

افزون بر این، بی‌نام بودن اوراق، امکان پایش مستمر خرید و فروش ثانویه آن‌ها را برای بانک مرکزی ناممکن می‌کند و در مواردی مانند سرقت، مفقود شدن و آتش‌سوزی، مشکلاتی را نیز برای مالک آن ایجاد می‌نماید.

۴- ارزیابی آسیب‌های اوراق مشارکت بانک مرکزی توسط خبرگان

در این قسمت از تحقیق، هدف آن است که چالش‌های استخراج شده در قسمت پیش، با استفاده از روش دلفی در معرض نظرات و دیدگاه‌های خبرگان قرار گیرد. اولاً تأیید و ثانیاً براساس اهمیت، رتبه‌بندی شوند. در واقع پرسشی که در این قسمت مطرح می‌شود، آن است که آیا چالش‌های احتمالی یاد شده در قسمت‌های قبل مورد تأیید خبرگان بانکداری اسلامی در کشور قرار می‌گیرد یا خیر؟. همچنین،

^۱ Moneyness

اولویت‌بندی چالش‌های مذکور براساس نظر خبرگان چگونه است؟ اهمیت رتبه‌بندی چالش‌ها بدان سبب است که ممکن است سیاستگذار پولی در مقام اجرا (به هر دلیل) نتواند تمامی چالش‌های اوراق مشارکت را مرتفع کند و فقط توانایی حل مهم‌ترین آن‌ها را داشته باشد. بر این اساس وجود رتبه‌بندی به سیاستگذار کمک شایانی خواهد کرد.

به‌منظور پاسخ به این دو پرسش، باید به نظرات صاحب‌نظرانی مراجعه کرد که اولاً در حوزه بانکداری اسلامی متخصص بوده و ثانیاً، با نظام بانکی نیز آشنایی کافی داشته باشند. از نظر روش تحقیق، کشف نظر خبرگان در رابطه با آسیب‌های احتمالی استخراج شده، نیازمند هم‌اندیشی، توافق و اجماع خبرگان است. بهترین روش تحقیق برای این هدف (براساس مطالعه پژوهشگران و مشورت با صاحب‌نظران) روش دلفی است. در آنچه در پی می‌آید ابتدا کلیات روش دلفی ارائه می‌شود. پس از آن فرآیند و چگونگی استفاده از این در پژوهش به‌صورت گام به گام ارائه شده و سپس به تحلیل نتایج به‌دست آمده از برگزاری مراحل (راندهای) دلفی پرداخته می‌شود.

۴-۱- معرفی روش دلفی

شگرد یا فن (تکنیک) دلفی، یکی از روش‌های تحقیق کیفی است که به‌منظور کسب دانش گروهی در موضوعی خاص مورد استفاده قرار می‌گیرد. روش دلفی فرآیندی است که دارای ساختار پیش‌بینی و کمک به تصمیم‌گیری بوده و در طی مراحل پیمایشی، در راستای گردآوری نظرات خبرگان و ایجاد اجماع میان آنان حرکت می‌کند. در حالی که اکثر پیمایش‌ها سعی در پاسخ به پرسش «چه هست؟» دارند، دلفی به پرسش «چه باید باشد؟» پاسخ می‌دهد (هیلبرت و دیگران^۱، ۲۰۰۹، ص ۷۸).

1. Hilbert et al.

هر چند اختلاف‌هایی بین پژوهشگران در تعریف روش دلفی وجود دارد، لیکن عناصر زیر تقریباً یا به‌صورت مستقیم و یا غیرمستقیم در تمامی تعاریف وجود دارد. از این‌رو می‌توان گفت عناصر مشترک و اساسی در تعریف روش دلفی شامل موارد زیر می‌شود (ایمانی جاجرمی، ۱۳۷۹، ص ۲): دلفی، روش^۱ یا فنی^۲ علمی است؛ بیش‌تر برای موضوع‌های کیفی، سیاست‌گذاری، آسیب‌شناسی و پیش‌بینی آینده کاربرد دارد؛ بر پایه اجماع نظرات متخصصان شکل می‌گیرد و سرانجام در این روش از تقابل و رودررو شدن کارشناسان جلوگیری شده و هم‌اندیشی متخصصان به‌صورت غیرمستقیم انجام می‌شود (تاپیو^۳، ۲۰۰۳، ص ۱۵).

۲-۴- فرآیند دلفی در این پژوهش

پس از آنکه کلیاتی مختصر از روش تحقیق دلفی بیان شد، در این قسمت در رابطه با مراحل استفاده از روش دلفی در این تحقیق توضیح داده می‌شود.

۱-۲-۴- تشخیص و تعریف مسأله

مسأله اصلی این تحقیق، استخراج چالش‌ها و آسیب‌های اوراق مشارکت بانک مرکزی در کشور ایران (در دو گروه فقهی - حقوقی و اقتصادی - مالی) و رتبه‌بندی این چالش‌ها براساس نظر خبرگان است. بنابراین پرسش‌های اصلی این تحقیق عبارت‌اند از:

- اول - چالش‌های فقهی - حقوقی اوراق مشارکت بانک مرکزی کدام است؟
- دوم - چالش‌های اقتصادی - مالی اوراق مشارکت بانک مرکزی کدام است؟
- سوم - رتبه‌بندی چالش‌ها فقهی - حقوقی و اقتصادی - مالی برحسب اولویت کدام است؟

¹ Method

² Technique

³ Tapio

۲-۲-۴- تعیین شاخص‌های انتخاب هیئت خبرگان (پانل)

دومین گام در اجرای روش دلفی در این تحقیق، تعیین شاخص‌های انتخاب خبرگان است. در واقع لازم است معیارها و مشخصه‌هایی ارائه شود تا خبرگان براساس این ملاک‌ها انتخاب شوند. بی‌تردید با توجه به موضوع پژوهش، خبرگان تحقیق باید صاحب‌نظر «بانکداری اسلامی» به‌لحاظ نظری و عملی باشند. در واقع باید از دو معیار^۱ کلی برخوردار باشند. یکی صاحب‌نظر بودن در حوزه بانکداری اسلامی به‌عنوان حوزه‌ای علمی و دیگری آشنایی عملی با شبکه بانکی کشور. به‌منظور کاربردی کردن معیارها، لازم است شاخص‌های عملیاتی^۲ برای هر معیار ارائه شود. این شاخص‌ها با مطالعه پیشینه تحقیق و همچنین مشورت با برخی از استادان برجسته بانکداری اسلامی در کشور انتخاب و در جدول شماره ۲ ارائه شده است. در تحقیق «خبره بانکداری اسلامی» فردی است که در هر معیار، واجد حداقل یک شاخص باشد (از هر یک از ستون‌های جدول شماره ۲، حداقل دارای یک مورد باشد).

1. Criteria
2. Indices

جدول شماره ۲: معیارها و شاخص‌های انتخاب هیئت خبرگان (پانل)

معیارها (Criteria)		شماره	شاخص‌ها (Indices)
آشنایی با شبکه بانکی کشور	صاحب‌نظر بودن در حوزه بانکداری اسلامی		
سابقه کار در بانک مرکزی در هر سطحی (با حداقل ۳ سال سابقه کار)	چاپ حداقل یک کتاب تألیفی در حوزه بانکداری اسلامی	۱	
سابقه کار در یکی از بانک‌های کشور در هر سطحی (با حداقل ۳ سال سابقه کار)	چاپ حداقل یک کتاب ترجمه‌ای در حوزه بانکداری اسلامی	۲	
سابقه کار در یکی از مؤسسات اعتباری غیربانکی در هر سطحی (با حداقل ۳ سال سابقه کار)	چاپ حداقل دو مقاله علمی-پژوهشی در حوزه بانکداری اسلامی	۳	
عضو شورای فقهی بانک مرکزی و یا یکی از بانک‌های کشور (با حداقل ۱ سال سابقه)	انجام حداقل یک پروژه در حوزه بانکداری اسلامی	۴	
در اختیار داشتن جایگاه مشورتی در بانک مرکزی و یا یکی از بانک‌ها و مؤسسات اعتباری غیربانکی کشور (با حداقل ۱ سال سابقه)	تدوین پایان‌نامه کارشناسی ارشد و یا دکتری در حوزه بانکداری اسلامی	۵	
سابقه کار به مدت حداقل ۳ سال در وزارتخانه‌ها، مؤسسات و سازمان‌های اقتصادی که به صورت غیرمستقیم با نظام بانکی در ارتباط‌اند (مانند سازمان بورس، وزارت اقتصاد، بیمه مرکزی و غیره)	تدوین رساله سطح چهار حوزه علمیه در موضوع بانکداری اسلامی و یا فقه‌الاقتصاد	۶	

۳-۲-۴- تعیین جامعه، انتخاب نمونه و شیوه‌های ارتباط با هیئت خبرگان

سومین گام در اجرای روش دلفی، تعیین جامعه و نمونه است. در این رابطه با استفاده از شاخص‌های ارائه شده در جدول شماره ۲ و همچنین مشورت با برخی از صاحب‌نظران برجسته بانکداری اسلامی در کشور، این نتیجه به دست آمد که تعداد افرادی که از هر دو معیار یعنی «توانمندی علمی» و «سابقه اجرایی» حداقل واجد یک شاخص باشند، حداکثر چهل نفر است. به بیان دیگر، جامعه خبرگان بانکداری اسلامی در کشور جامعه‌ای چهل نفره است.

در رابطه با نمونه‌گیری، هر چند ادبیات روش تحقیق کیفی، شیوه‌های مختلفی برای انجام کار ارائه می‌کند، لیکن در این تحقیق با توجه به اینکه تعداد کارشناسان بانکداری اسلامی در کشور محدود است (جامعه چهل نفره)، تلاش شد به‌منظور افزایش کیفیت پژوهش، کل جامعه مورد پیمایش قرار گیرد. به‌بیان دیگر، نمونه این تحقیق کل جامعه انتخاب شد.^۱

شیوه ارتباط با اعضا پانل بدین‌صورت بود که در مرحله اول فهرست خبرگان واجد صلاحیت تهیه شد و با تمامی آن‌ها تماس تلفنی گرفته شد.^۲ در این تماس پژوهشگران ضمن توضیح موضوع تحقیق به خبرگان، مراحل پژوهش و ابعاد کار را تبیین کرده و نظر خبرگان را در رابطه با مشارکت در تحقیق جویا شدند. در این مرحله از مجموع چهل خبره، ۲۸ نفر در رابطه با همکاری در تحقیق اعلام آمادگی کردند.

۴-۲-۴- پرسش‌نامه دور اول دلفی (پرسش‌نامه باز)

در مرحله اول دلفی پرسش‌نامه‌ای دو بخشی تهیه شد که بخش اول آن درباره مشخصات فردی خبره بود و بخش دوم نیز به ارائه چالش‌ها می‌پرداخت. در واقع بخش دوم شامل دو جدول می‌شد که اولین آن‌ها شامل چالش‌های فقهی-حقوقی بود (پنج چالش) و جدول دوم نیز به چالش‌های اقتصادی-مالی می‌پرداخت (سیزده چالش). چالش‌هایی که در این دو جدول آمده، آسیب‌های احتمالی اوراق (که در قسمت‌های پیش به‌طور گسترده مورد بحث قرار گرفت) بودند.

^۱ البته تعداد خبرگان مورد نیاز در روش دلفی (براساس آنچه در ادبیات دلفی بیان می‌شود) به‌طور متوسط ۱۵ تا ۲۵ نفر است و این تعداد خبره برای انجام دلفی کافی است.

^۲ در موارد معدودی (به‌ویژه در رابطه با خبرگانی که در خارج از کشور بودند)، امکان هماهنگی تلفنی فراهم نشد و ارتباط از طریق یارانه صورت پذیرفت.

در این مرحله از خبرگان خواسته شد تا با انتخاب یکی از گزینه‌های طیف لیکرت، نظر خود را در رابطه با هر آسیب اعلام کنند. شایان ذکر است پرسش‌نامه این قسمت «غیرساختار یافته و باز» بود؛ به بیان دیگر در این پرسش‌نامه از خبرگان خواسته شده بود تا اگر احساس می‌کنند آسیب مهم دیگری وجود دارد که در جدول‌ها نیامده است، آن را در قسمت انتهایی پرسش‌نامه یادداشت کنند تا در راندهای بعدی اضافه شود.

در رابطه با شیوه تکمیل پرسش‌نامه مرحله اول، شایان ذکر است که به‌منظور افزایش کیفیت پژوهش و با مشورتی که با برخی از صاحب‌نظران آمار و روش تحقیق شد، سرانجام تصمیم بر آن شد تا مرحله اول دلفی از طریق «مصاحبه‌های شفاهی و حضوری عمیق» با خبرگان انجام شود و این کار با دقت زیادی صورت پذیرد. در این مرحله پژوهشگران شخصاً به خبرگان مراجعه و ضمن توضیح مورد به مورد پرسش‌ها، نظرات کامل آن‌ها در مورد هر گویه را دریافت کرده و ضمن مکتوب کردن مصاحبه‌ها، گویه‌های جدید مورد نظر خبرگان و همچنین دلایلی که گاهی در موافقت یا مخالفت با هر گویه ارائه می‌شد را دریافت نمودند.^۱

۵-۲-۴- پرسش‌نامه دور دوم دلفی (پرسش‌نامه بسته)

پس از برگزاری مرحله اول دلفی، این نتیجه حاصل شد که هر چند خبرگان تمامی آسیب‌های فقهی - حقوقی را تأیید کردند، لیکن در رابطه با آسیب‌های اقتصادی - مالی نسبت به حذف یک مورد (اثر معکوس سیاست در سررسید) و اضافه کردن دو مورد (ابهام در شیوه حسابداری اوراق و انتشار غیرالکترونیکی اوراق) اقدام کردند.

بدین‌منظور این اصلاحات در جدول‌ها اعمال شد و پرسش‌نامه دوم با پنج چالش فقهی - حقوقی و چهارده چالش اقتصادی - مالی دوباره در اختیار خبرگان قرار

^۱ شایان ذکر است که هر مصاحبه به‌طور میانگین ۴۰ دقیقه به طول انجامید.

گرفت^۱. در این پرسش‌نامه از خبرگان درخواست شد تا براساس طیف لیکرت دوباره تمامی گویه‌ها را مورد اظهارنظر قرار دهند. در واقع در این پرسش‌نامه جدید، خبرگان با توجه به اصلاحات اعمال شده، نسبت به تعدیل نظرات گذشته خود اقدام کردند.

۶-۲-۴- پرسش‌نامه دور سوم دلفی (پرسش‌نامه نهایی برای رتبه‌بندی)

یافته‌های مرحله دوم دلفی نشان داد که خبرگان تمامی پنج گویه فقهی-حقوقی و چهارده گویه اقتصادی-مالی مطرح شده را مورد تأیید قرار دادند که این خود نشان‌دهنده ایجاد «اشباع تئوریک، اقناع نظری و شکل‌گیری اجماع نسبی» است. با توجه به این مطلب، در مرحله سوم دلفی، تمرکز بر مقوله رتبه‌بندی عوامل و گویه‌ها قرار گرفت. در واقع با طراحی پرسش‌نامه‌ای بسته، از خبرگان خواسته شد نظر نهایی خود در رتبه‌بندی عوامل را بیان کنند. یادآور می‌شود در پرسش‌نامه راند سوم، میانگین نمره و یا امتیازی که مجموع خبرگان به هر یک از گویه‌ها داده بودند نیز در یک ستون درج شد و از خبرگان درخواست شد تا با توجه به میانگین امتیاز تخصیص یافته، در صورت نیاز به اصلاح امتیازهایی که در راندهای قبلی به هر یک از گویه‌ها داده بودند، بپردازند.

۷-۲-۴- تجزیه و تحلیل اطلاعات

هدف از این قسمت، تحلیل نتایج به‌دست آمده از سه مرحله دلفی با استفاده از روش‌های آماری مرتبط است. در ابتدا در رابطه با موضوعی مقدماتی، یعنی روایی و

^۱ یادآور می‌شود به دلیل اهمیت مرحله اول دلفی و اینکه اکثر پرسش‌های خبرگان در رابطه با پژوهش در این مرحله مطرح می‌شود، تنها در راند اول نظرات خبرگان از طریق «پرسش‌نامه همراه با مصاحبه شفاهی» جمع‌آوری گردید. اما در مراحل دوم و سوم، به‌طور عمده فقط به ارسال پرسش‌نامه اکتفا شد و مصاحبه شفاهی به‌ندرت صورت پذیرفت.

پایایی پرسش‌نامه بحث شده و روش‌های آماری مورد استفاده تبیین می‌شود. سرانجام یافته‌های به‌دست آمده از هر یک از مراحل دلفی برجسته می‌شود.

اول - روایی و پایایی پرسش‌نامه

در این تحقیق به‌منظور تضمین روایی (اعتبار^۱) پژوهش، از نظرات برخی از خبرگان بانکداری اسلامی در کشور استفاده شد. افزون بر این، با توجه به اینکه در این پژوهش تمامی جامعه مورد پیمایش قرار گرفت (تمامی ۴۰ خبره بانکداری اسلامی در کشور) و در راند اول، مصاحبه حضوری با پرسش‌نامه باز انجام شد، نظرات و دیدگاه‌های خبرگان در رابطه با پرسش‌نامه دریافت شد و این خود روایی ابزار اندازه‌گیری را تا حدود زیادی تأمین کرد.

ارزیابی «پایایی» ابزار، دومین گام در موفقیت پرسش‌نامه را شکل می‌دهد. براساس آنچه در ادبیات روش تحقیق مطرح می‌شود، برای اندازه‌گیری پایایی (اعتماد^۲) لازم است از شاخصی به نام «ضریب پایایی» استفاده شود. دامنه ضریب پایایی عددی از صفر تا یک است؛ به‌نحوی که ضریب پایایی صفر معرف نبود پایایی و ضریب پایایی یک معرف پایایی کامل است. پایایی کامل به‌ندرت دیده شده و در صورت مشاهده، پیش از هر چیز باید به نتایج شک کرد (خلیلی شورینی، ۱۳۸۶، ص ۳۴).

یکی از روش‌های مرسوم برای محاسبه ضریب پایایی، آلفای کرونباخ^۳ است. در این تحقیق به‌منظور ارزیابی پایایی از این شاخص استفاده شده است. در واقع هر چند بنا به پیشنهاد استادان آمار و روش تحقیق، به‌دلیل پژوهش در جامعه‌ای محدود نیاز به استفاده از آن احساس نمی‌شد، لیکن به‌منظور جلوگیری از اختلاف‌نظر خبرگان دانشگاهی، پایایی ابزار به‌کار رفته در این تحقیق از طریق آلفای کرونباخ

¹ Validity

² Reliability

³ Cronbach Alpha

محاسبه شد. نتایج نشان داد که ضریب مذکور برای پرسش‌نامه نهایی (شامل پنج چالش فقهی- حقوقی و چهارده چالش اقتصادی-مالی) برابر با ۰/۷۳ است. با توجه به اینکه این عدد بالاتر از ۰/۷۰ است، از این رو می‌توان گفت ابزار تحقیق از پایایی لازم برخوردار است.

دوم- روش‌های آماری مورد استفاده

یکی از مهم‌ترین مراحل دلفی، تحلیل نتایج به‌دست آمده از پرسش‌نامه‌های تکمیل شده در مراحل (راندها) است. در ادبیات موجود، روش مشخصی برای تحلیل و مدیریت اطلاعات تولید شده در مراحل دلفی ارائه نشده و این مسئله منجر به تنوع رویکردها در تحلیل نتایج دلفی شده است. به هر حال پژوهشگران تأکید کرده‌اند که روش‌های تحلیل لازم است براساس هدف دلفی، ساختار راندها، نوع پرسش‌ها و تعداد شرکت‌کنندگان تعیین شود. بنابراین طبیعی است که شیوه تحلیل از یک تحقیق به تحقیق دیگر، تغییر کند (تئودور و گردون^۱، ۲۰۰۹، ص ۷۷). در این تحقیق پس از مشورت با برخی از استادان برجسته آمار و روش تحقیق، سه روش مورد استفاده واقع شد که عبارت‌اند از: آمار توصیفی^۲، آزمون دوجمله‌ای^۴ و آزمون فریدمن^۵. برای اجرایی آزمون‌های مذکور نیز از نرم‌افزار SPSS16 استفاده شده است.

۳-۴- نتایج دوره‌های دلفی

هدف این قسمت، تجزیه و تحلیل نتایج به‌دست آمده از مراحل مختلف دلفی است. همان‌طور که گفته شد، روش دلفی در این تحقیق، در سه مرحله به انجام

^۱ Theodore and Gordon

^۲ برای دریافت اطلاعات در رابطه با هر یک از این آزمون‌ها، به منابع آمار و روش تحقیق کیفی مراجعه شود.

^۳ Descriptive Statistics

^۴ Binomial Test

^۵ Friedman test

رسید که مرحله اول دریافت نظرات خبرگان با پرسش‌نامه باز، مرحله دوم دریافت نظرات با پرسش‌نامه بسته و سرانجام مرحله سوم رتبه‌بندی عوامل توسط خبرگان را مورد توجه قرار دادند. در ادامه به نتایج هر یک از مراحل اشاره می‌شود.

۱-۳-۴- نتایج آمار توصیفی (اطلاعات جمعیت‌شناختی نمونه)

نمونه آماری این تحقیق ۲۸ نفر از خبرگان بانکداری اسلامی در کشور هستند. ویژگی‌های جمعیت‌شناختی این نمونه آماری بدین‌صورت است که دو نفر از آن‌ها زن و ۲۶ نفر مرد هستند. از نظر تحصیلات ۲ نفر دارای تحصیلات کارشناسی، ۴ نفر کارشناسی‌ارشد و بیست و دو نفر دارای مدرک دکتری هستند. علاوه بر این، اکثر این خبرگان (۲۵ نفر) در کنار تحصیلات دانشگاهی از تحصیلات حوزوی (سطح یک، دو و یا خارج) نیز برخوردار بوده‌اند و یا در دانشگاه‌هایی تحصیل کرده‌اند که دروس حوزوی نیز در آن‌ها تدریس می‌شود (مانند دانشگاه امام صادق (ع) و یا دانشگاه مفید).

در کنار توانمندی و آشنایی علمی با بانکداری اسلامی، سوابق اجرایی نیز جزو شاخص‌های انتخاب خبرگان بود. در این رابطه شش نفر از خبرگان زیر پنج سال، ۱۱ نفر بین پنج تا ده سال، ۸ نفر بین ده تا پانزده سال و ۳ نفر نیز دارای بیش از بیست سال سابقه اجرایی در نظام بانکی (و یا بخش‌های مرتبط) بوده‌اند.

۲-۳-۴- نتایج دور اول

همان‌طور که گفته شد، پرسش‌نامه مرحله اول دلفی شامل دو جدول است که جدول اول به چالش‌های فقهی - حقوقی (پنج چالش) و جدول دوم نیز به چالش‌های اقتصادی - مالی می‌پردازد (سیزده چالش). چالش‌هایی که در این دو جدول درج شده نیز اصلی‌ترین مواردی بودند که در تحقیقات پیشین به‌صورت پراکنده به آن‌ها اشاره شده بود.

در این مرحله از خبرگان خواسته شد تا با انتخاب یکی از گزینه‌ها، نظر خود را در رابطه با هر آسیب اعلام کنند. نتایج این پرسش‌نامه که با طیف لیکرت برگزار شد، از طریق آزمون دو جمله‌ای مورد تحلیل قرار گرفت. یادآور می‌شود فرض صفر، موافق (پیروزی) و فرض جایگزین، مخالف (شکست) در نظر گرفته شد. نتایج این تحلیل در جدول‌های شماره ۳ و ۴ ارائه شده است:

جدول شماره ۳: نظرات خبرگان در مورد چالش‌های فقهی - حقوقی اوراق مشارکت بانک مرکزی

شماره	چالش	سطح معنی‌داری	سطح خطا	درصد موافقت	تأیید یا رد H0
۱	شبهه فقدان طرح‌های سودده اقتصادی	۰/۰۰۰	۰/۰۵	۹۶	رد
۲	ناسازگاری با قانون نحوه انتشار اوراق مشارکت و قانون برنامه پنجم توسعه	۰/۰۰۰	۰/۰۵	۷۳	رد
۳	عدم اطلاع‌رسانی در رابطه با فعالیت‌های اقتصادی مبنای انتشار اوراق و شکل نگرفتن قصد شرکت	۰/۰۰۱	۰/۰۵	۷۶	رد
۴	تضمین اصل و سود اوراق توسط بانک مرکزی	۰/۰۰۰	۰/۰۵	۷۹	رد
۵	شبهه واقعی نبودن نرخ سود پرداختی به دارندگان اوراق	۰/۰۰۰	۰/۰۵	۸۵	رد

جدول شماره ۴: نظرات خبرگان در مورد چالش‌های اقتصادی - مالی اوراق مشارکت بانک مرکزی

شماره	چالش	سطح معنی‌داری	سطح خطا	درصد موافقت	تأیید یا رد H0
۱	هزینه بر بودن انتشار اوراق و تحمیل ضرر به ترازنامه بانک مرکزی	۰/۰۰۰	۰/۰۵	۹۶	رد
۲	بی‌نام بودن اوراق	۰/۰۳۶	۰/۰۵	۶۸	رد
۳	فقدان نرخ سود ثابت و از پیش تعیین شده	۰/۰۰۰	۰/۰۵	۸۸	رد
۴	عدم امکان بلوکه نمودن وجوه	۰/۰۰۰	۰/۰۵	۸۳	رد
۵	فقدان شیوه مناسب جهت ارزشگذاری طرح‌های اقتصادی در پایان دوره مشارکت	۰/۰۰۰	۰/۰۵	۸۱	رد
۶	تعیین دستوری نرخ سود اوراق	۰/۰۰۰	۰/۰۵	۷۹	رد
۷	تحمیل هزینه به بانک‌های عامل بابت عاملیت و بازخرید اوراق	۰/۰۵۸	۰/۰۵	۶۷	رد
۸	عرضه اوراق در قطع کوچک در سطح خرده فروشی	۰/۰۰۱	۰/۰۵	۷۶	رد
۹	عدم آزادی عمل بانک مرکزی و زمانبر بودن فرآیند دریافت مجوز از شورای پول و اعتبار	۰/۰۰۳	۰/۰۵	۷۴	رد
۱۰	نبود بازار ثانویه مسنجم و تعهد بازخرید قبل از سررسید	۰/۰۰۰	۰/۰۵	۷۷	رد
۱۱	اثر معکوس سیاست در سررسید	۰/۱۲۴	۰/۰۵	۶۲	تأیید
۱۲	ماهیت مخاطره‌آمیز عقد شرکت	۰/۰۰۰	۰/۰۵	۸۵	رد
۱۳	ناسازگاری عقد مشارکت با ماهیت کوتاه‌مدت عملیات بازار باز	۰/۰۰۰	۰/۰۵	۹۳	رد

در تحلیل نتایج این جدول‌های می‌توان بیان کرد که سطح معناداری محاسبه شده برای تمامی گویه‌ها (به جز یک مورد) کم‌تر از میزان آلفای تحقیق (پنج درصد) است و بنابراین می‌توان گفت فرض صفر رد شده و خبرگان با تمامی پنج چالش

فقهی - حقوقی و دوازده چالش اقتصادی - مالی (از سیزده چالش بیان شده) موافق هستند.

یافته‌های مرحله اول دلفی نشان می‌دهد که خبرگان با یکی از چالش‌ها (اثر معکوس سیاست در سررسید) موافق نیستند. توجیه خبرگان در رابطه با حذف این چالش آن بود که ماهیت سیاستگذاری پولی و عملیات بازار باز اقتضایی و موقتی است. به این معنا که بانک مرکزی پیش‌بینی می‌کند که به‌صورت موقت (مثلاً در سه ماه آینده) حجم نقدینگی در اقتصاد بیش از میزان مورد نیاز خواهد بود. بر این اساس اقدام به انجام عملیات انقباضی به‌مدت سه ماه کرده و نقدینگی را از اقتصاد جمع می‌کند. به‌خودی خود پس از گذشت بازه زمانی مورد نظر جهت اعمال سیاست (سه ماه) نقدینگی به اقتصاد باز خواهد گشت و این مشکلی را ایجاد نمی‌کند. چرا که مسئله زیاد بودن نقدینگی موضوعی موقت بوده است و نه دائمی. بر این اساس نمی‌توان «اثر معکوس سیاست در سررسید» را به ناگزیر یک چالش اقتصادی برای اوراق مشارکت در نظر گرفت.

افزون بر این خبرگان در این مرحله دو چالش اقتصادی - مالی جدید را نیز به فهرست اولیه اضافه کردند که عبارت‌اند از: «ابهام در شیوه حسابداری اوراق» و «انتشار غیرالکترونیکی اوراق». توجیه خبرگان در رابطه با اضافه کردن چالش اول آن بود که هم‌اکنون اصل و سود اوراق مشارکت بانک مرکزی تحت سرفصل سایر بدهی‌ها در ترازنامه بانک مرکزی به ثبت می‌رسد. در حالی که براساس ضوابط عقد شرکت، سود مشارکت (و حتی اصل آن) نباید به عنوان بدهی قطعی در نظر گرفته شود. در رابطه چالش جدید دوم نیز خبرگان معتقد بودند که هم‌اکنون اوراق مشارکت بانک مرکزی به‌صورت کاغذی و غیرالکترونیکی مورد استفاده واقع شده و از این منظر هزینه‌های گوناگونی برای چاپ، نگهداری، امحاء و غیره، بر بانک مرکزی تحمیل می‌شود.

۳-۳-۴- نتایج دور دوم

پس از برگزاری مرحله اول دلفی، این نتیجه حاصل شد که هر چند خبرگان پنج چالش فقهی - حقوقی مطرح شده را مورد تأیید قرار دادند، لیکن در رابطه با سیزده چالش اقتصادی - مالی اولیه، یک مورد را حذف و دو مورد را اضافه کردند. بر این اساس پرسش‌نامه مرحله اول اصلاح شد و پرسش‌نامه جدید با پنج چالش فقهی - حقوقی و چهارده چالش اقتصادی - مالی دوباره در اختیار خبرگان قرار گرفت. در این پرسش‌نامه از خبرگان درخواست شد تا براساس طیف لیکرت دوباره تمامی گویه‌ها را مورد اظهار نظر قرار دهند. نتایج این پرسش‌نامه نیز از طریق آزمون دو جمله‌ای مورد تحلیل قرار گرفت. یادآور می‌شود در اینجا هم فرض صفر، موافق (پیروزی) و فرض جایگزین، مخالف (شکست) در نظر گرفته شد. نتایج این تحلیل در جدول‌های شماره ۵ و ۶ ارائه شده است:

جدول شماره ۵: نظرات خبرگان در مورد چالش‌های فقهی - حقوقی اوراق مشارکت بانک مرکزی

شماره	چالش	سطح معنی‌داری	سطح خطا	درصد موافقت	تأیید یا رد H0
۱	شبهه فقدان طرح‌های سودده اقتصادی	۰/۰۰۰	۰/۰۰۵	۹۷	رد
۲	ناسازگاری با قانون نحوه انتشار اوراق مشارکت و قانون برنامه پنجم توسعه	۰/۰۰۰	۰/۰۰۵	۷۵	رد
۳	عدم اطلاع‌رسانی در رابطه با فعالیت‌های اقتصادی مبنای انتشار اوراق و شکل نگرفتن قصد شرکت	۰/۰۰۱	۰/۰۰۵	۷۶	رد
۴	تضمین اصل و سود اوراق توسط بانک مرکزی	۰/۰۰۰	۰/۰۰۵	۷۸	رد
۵	شبهه واقعی نبودن نرخ سود پرداختی به دارندگان اوراق	۰/۰۰۰	۰/۰۰۵	۸۸	رد

جدول شماره ۶: نظرات خبرگان در مورد چالش‌های اقتصادی- مالی اوراق مشارکت بانک مرکزی

شماره	چالش	سطح معنی‌داری	سطح خطا	درصد موافقت	تأیید یا رد H0
۱	هزینه‌بر بودن انتشار اوراق و تحمیل ضرر به ترازنامه بانک مرکزی	۰/۰۰۰	۰/۰۵	۹۶	رد
۲	بی‌نام بودن اوراق	۰/۰۳۶	۰/۰۵	۶۸	رد
۳	فقدان نرخ سود ثابت و از پیش تعیین شده	۰/۰۰۰	۰/۰۵	۸۸	رد
۴	عدم امکان بلوکه نمودن وجوه	۰/۰۰۰	۰/۰۵	۸۳	رد
۵	فقدان شیوه مناسب جهت ارزشگذاری طرح‌های اقتصادی در پایان دوره مشارکت	۰/۰۰۰	۰/۰۵	۸۱	رد
۶	تعیین دستوری نرخ سود اوراق	۰/۰۰۰	۰/۰۵	۷۹	رد
۷	تحمیل هزینه به بانک‌های عامل بابت عاملیت و بازخرید اوراق	۰/۰۵۸	۰/۰۵	۶۷	رد
۸	عرضه اوراق در قطع کوچک در سطح خرده فروشی	۰/۰۰۱	۰/۰۵	۷۶	رد
۹	عدم آزادی عمل بانک مرکزی و زمانبر بودن فرآیند دریافت مجوز از شورای پول و اعتبار	۰/۰۰۳	۰/۰۵	۷۴	رد
۱۰	نبود بازار ثانویه مسنجم و تعهد بازخرید قبل از سررسید	۰/۰۰۰	۰/۰۵	۷۷	رد
۱۱	ناسازگاری عقد مشارکت با ماهیت کوتاه‌مدت عملیات بازار باز	۰/۰۰۰	۰/۰۵	۹۳	رد
۱۲	ماهیت مخاطره‌آمیز عقد شرکت	۰/۰۰۰	۰/۰۵	۸۵	رد
۱۳	ابهام در شیوه حسابداری اوراق	۰/۰۶۵	۰/۰۵	۶۶	رد
۱۴	انتشار غیر الکترونیکی اوراق	۰/۰۶۴	۰/۰۵	۶۵	رد

۴-۳-۴- نتایج دور سوم (رتبه‌بندی چالش‌ها)

یافته‌های مرحله دوم دلفی نشان داد که خبرگان تمامی گویه‌های مطرح شده را مورد تأیید قرار دادند که این خود نشان‌دهنده شکل‌گیری اجماع نسبی است. با

توجه به این مطلب، در مرحله سوم دلفی تمرکز بر مقوله رتبه‌بندی ویژگی‌ها قرار گرفت. در واقع با طراحی پرسش‌نامه‌ای بسته، از خبرگان خواسته شد نظر نهایی خود در رتبه‌بندی عوامل را بیان کنند. یادآور می‌شود در پرسش‌نامه راند سوم، میانگین نمره و یا امتیازی که مجموع خبرگان در راند دوم به هر یک از گویه‌ها داده بودند نیز در یک ستون درج شد و از خبرگان درخواست شد تا با توجه به میانگین امتیاز تخصیص یافته، در صورت نیاز به اصلاح امتیازاتی که در راندهای قبلی به هر یک از گویه‌ها داده بودند، بپردازند.

نتایج این پرسش‌نامه از طریق آزمون تحلیل واریانس فریدمن مورد تحلیل قرار گرفت. فرضیه صفر آن بود که از نظر خبرگان بانکداری اسلامی، رتبه و یا میزان اهمیت چالش‌ها با یکدیگر برابر است. در مقابل فرض جایگزین بر این مطلب تأکید داشت که حداقل رتبه دو چالش با یکدیگر تفاوت معناداری دارد. نتایج آزمون فریدمن که با نرم‌افزار SPSS16 انجام شد در جدول‌های شماره ۷ و ۸ ارائه شده است:

جدول شماره ۷: نتایج آزمون تحلیل واریانس فریدمن در رابطه با رتبه‌بندی چالش‌های فقهی - حقوقی

آماره محاسبه شده	درجه آزادی	سطح معنی‌داری	سطح خطا	نتیجه آزمون
۷۹/۶۳۸	۵	۰/۰۰۰	۰/۰۵	رد H0

جدول شماره ۸: نتایج آزمون تحلیل واریانس فریدمن در رابطه با رتبه‌بندی چالش‌های اقتصادی - مالی

آماره محاسبه شده	درجه آزادی	سطح معنی‌داری	سطح خطا	نتیجه آزمون
۷۶/۵۷۷	۱۴	۰/۰۰۰	۰/۰۵	رد H0

در تحلیل نتایج این جدول‌های می‌توان این طور بیان کرد که سطح معناداری محاسبه شده کمتر از میزان آلفای تحقیق (پنج درصد) است و بنابراین می‌توان گفت داده‌های نمونه، دلیل محکمی برای پذیرش فرض صفر در سطح اطمینان

۹۵ درصد ارائه نمی‌دهد. از این‌رو، فرض جایگزین مورد پذیرش قرار می‌گیرد. به عبارت دیگر، به احتمال ۹۵ درصد می‌توان گفت که براساس نظر خبرگان، بین پنج چالش فقهی - حقوقی و چهارده چالش اقتصادی - مالی تفاوت معناداری وجود دارد. تربیت و اولویت چالش‌ها (که از نتایج آزمون فریدمن به‌دست آمده‌اند) به‌ترتیب در جدول‌های شماره ۹ و ۱۰ ارائه شده است.

جدول شماره ۹: رتبه‌بندی چالش‌های فقهی - حقوقی (نتایج آزمون فریدمن)

رتبه کسب شده	چالش‌های فقهی - حقوقی اوراق مشارکت بانک مرکزی
۱	شبهه فقدان طرح‌های سودده اقتصادی
۲	شبهه واقعی نبودن نرخ سود پرداختی به دارندگان اوراق
۳	عدم اطلاع‌رسانی در رابطه با فعالیت‌های اقتصادی مبنای انتشار اوراق و شکل نگرفتن قصد شرکت
۴	تضمین اصل و سود اوراق توسط بانک مرکزی
۵	ناسازگاری با قانون نحوه انتشار اوراق مشارکت و قانون برنامه پنجم توسعه

جدول شماره ۱۰: رتبه‌بندی چالش‌های اقتصادی - مالی (نتایج آزمون فریدمن)

رتبه کسب شده	چالش‌های اقتصادی - مالی اوراق مشارکت بانک مرکزی
۶	هزینه‌بر بودن انتشار اوراق و تحمیل ضرر به ترازنامه بانک مرکزی
۷	عرضه اوراق در قطع کوچک در سطح خرده‌فروشی
۸	نبود بازار ثانویه مسنجم و تعهد باز خرید قبل از سررسید
۹	ناسازگاری عقد مشارکت با ماهیت کوتاه‌مدت عملیات بازار باز
۱۰	عدم امکان بلوکه نمودن وجوه
۱۱	فقدان نرخ سود ثابت و از پیش تعیین شده
۱۲	ماهیت مخاطره‌آمیز عقد شرکت
۱۳	تعیین دستوری نرخ سود اوراق
۱۴	فقدان شیوه مناسب جهت ارزش‌گذاری طرح‌های اقتصادی در پایان دوره مشارکت
۱۵	تحمیل هزینه به بانک‌های عامل بابت عاملیت و باز خرید اوراق
۱۶	عدم آزادی عمل بانک مرکزی و زمان‌بر بودن فرآیند دریافت مجوز از شورای پول و اعتبار
۱۷	بی‌نام بودن اوراق
۱۸	ابهام در شیوه حسابداری اوراق
۱۹	انتشار غیرالکترونیکی اوراق

جمع‌بندی و نتیجه‌گیری

این فصل از تحقیق تلاش می‌کند تا به آسیب‌شناسی اوراق مشارکت بانک مرکزی بپردازد. برای تحقق چنین هدفی، در ابتدا به ارزیابی تجربه انتشار اوراق مشارکت توسط بانک مرکزی جمهوری اسلامی ایران در سیزده سال اخیر پرداخته‌ایم و تلاش می‌کنیم تا ابعاد مختلف این تجربه را شناسایی کنیم. در ادامه به روش کتابخانه‌ای، به استخراج چالش‌های احتمالی اوراق مشارکت بانک مرکزی در دو گروه فقهی - حقوقی و اقتصادی - مالی، اقدام کرده‌ایم. در قسمت بعد با استفاده از روش دلفی سه مرحله‌ای، چالش‌های استخراج شده را برای تأیید و رتبه‌بندی در معرض نظرات و دیدگاه‌های خبرگان بانکداری اسلامی در کشور قرار داده‌ایم.

سیاست‌های پیشنهادی

با توجه به آسیب‌شناسی انجام شده، در این قسمت می‌توان به ارائه سیاست‌های پیشنهادی برای تقویت اوراق مشارکت بانک مرکزی اقدام شده است. هدف از این پیشنهادها بالا بردن سطح مشروعیت فقهی و کارایی اقتصادی اوراق مشارکت بانک مرکزی است. در ادامه به برخی از مهم‌ترین پیشنهادها اشاره می‌شود.

اول - توصیه‌های مرتبط با چالش‌های فقهی - حقوقی

الف- به‌منظور حل مشکل «نبود طرح‌های سودده اقتصادی»، پیشنهاد می‌شود بانک مرکزی در دوره‌ای که قصد انتشار اوراق دارد، اقدام به احصاء دقیق و جزئی فعالیت‌های سوددهی که دارد (حداقل به‌میزان اوراق) بنماید. به‌عنوان مثال فرض کنید که بانک مرکزی در نیمه دوم سال ۱۳۹۳ قصد انتشار اوراق به‌میزان دو هزار میلیارد تومان، با سررسید شش ماهه را دارد. در این شرایط بانک مرکزی باید به‌صورت جزئی محاسبه کند که در طول شش ماه آینده چه فعالیت‌های سوددهی دارد که حجم آن‌ها به دو هزار میلیارد تومان می‌رسد. بنابراین، بانک مرکزی نباید به‌صورت کلی اعلام کند که دارای فعالیت‌های سودده است؛ بلکه باید به‌صورت جزئی و موردی مشخص کند که این فعالیت‌های سودده چه هستند و آیا به اندازه اوراق منتشر شده هستند یا خیر؟

ب- به‌منظور حل شبهه «واقعی نبودن نرخ سود پرداختی»، پیشنهاد می‌شود بانک مرکزی نسبت به تدوین «صورت سود و زیان» برای طرح‌های سودده مبنای انتشار اوراق اقدام کند. همچنین، لازم است براساس صورت تهیه شده، نرخ سود قطعی اوراق محاسبه شود و در صورتی که بیش از سود علی‌الحساب باشد، به دارندگان اوراق پرداخت شود. در صورتی هم که کم‌تر باشد، بانک مرکزی می‌تواند مابالتفاوت را به مشتریان هبه کند؛ لیکن حتماً باید پایین‌تر بودن سود قطعی از سود علی‌الحساب به مشتریان اعلام شود تا کسی احساس نکند بانک مرکزی از ابتدا نرخ ثابت پرداخته است.

ج- به‌منظور حل شبهه «عدم اطلاع‌رسانی در رابطه با فعالیت‌های اقتصادی مبنای انتشار اوراق و شکل نگرفتن قصد شرکت»، پیشنهاد می‌شود، بانک مرکزی پیش از انتشار اوراق، نسبت به اعلام عمومی فعالیت‌های سودده مبنای انتشار اوراق اقدام کند. همچنین، مناسب است نام این فعالیت‌ها به‌صورت مختصر بر روی برگه مشارکت درج شود. این خود باعث می‌شود تا خریداران اوراق بتوانند به‌راستی شرکت کنند.

د- به‌منظور حل مشکل «تضمین اصل و سود اوراق» پیشنهاد می‌شود بانک مرکزی تنها به تضمین اصل اوراق اقدام کند و هیچ‌گونه تضمین آشکار یا قطعی به‌منظور تضمین سود ارائه نکند.

ه- به‌منظور حل شبهه: «ناسازگاری با قانون نحوه انتشار اوراق مشارکت و قانون برنامه پنجم توسعه» پیشنهاد می‌شود، در اصلاح قانون پولی و بانکی و قانون عملیات بانکی بدون ربا، بخشی مجزا به موضوع سیاستگذاری پولی اختصاص یافته و در آنجا اجازه قانونی در زمینه انتشار اوراق به بانک مرکزی ارائه شود. همچنین، اگر بتوان قانون مستقلی در زمینه «بانکداری مرکزی و سیاستگذاری پولی و ارزی» تهیه و به‌تصویب رساند به مراتب بهتر خواهد بود.

دوم- توصیه‌های مرتبط با چالش‌های اقتصادی - مالی

الف- به‌منظور حل مشکل: «هزینه‌بر بودن انتشار اوراق و تحمیل زیان به ترازنامه بانک مرکزی» پیشنهاد می‌شود که بانک مرکزی در کوتاه‌مدت با انجام اقدام‌هایی خاص (مانند انتشار الکترونیکی اوراق، راه‌اندازی بازار ثانویه و غیره) تلاش کند تا هزینه‌های انتشار اوراق را کاهش دهد. لیکن در میان‌مدت و بلندمدت بهتر است انتشار مستقیم اوراق توسط بانک مرکزی متوقف شده و بانک مرکزی (مشابه اکثر سایر کشورها) با خرید و فروش اوراق بهادار دولتی (انواع صکوک دولتی) به انجام عملیات بازار باز اقدام کند. در این رابطه به‌طور خاص پیشنهاد

می‌شود در لایحه بودجه سال آینده، به بانک مرکزی اجازه ورود در بازار ثانویه اسناد خزانه اسلامی و خرید و فروش آن‌ها برای انجام عملیات بازار باز داده شود.

ب- به منظور حل مشکل: «عرضه اوراق در قطع کوچک در سطح خرده‌فروشی» پیشنهاد می‌شود ارقام اوراق به‌حدی افزایش یابد تا فقط بانک‌ها و مؤسسات اعتباری غیربانکی مخاطب اوراق واقع شوند. افزون بر این، پیشنهاد می‌شود تا اوراق مشارکت بانک مرکزی تنها در بازار بین بانکی عرضه شود. این خود باعث می‌شود که نیاز به انتشار کاغذی اوراق در سطح گسترده، تبلیغات و غیره مرتفع شده و از این مسیر هزینه انتشار اوراق نیز کاهش یابد. انجام این کار همچنین باعث می‌شود تا اوراق مشارکت بانک مرکزی دیگر رقیب محصولات بانکی خرد (مانند سپرده‌های بانکی) در نظر گرفته نشود و انتشار آن به خروج منابع از بازارهای رقیب نیانجامد.

ج- به منظور حل مشکل «نبود بازار ثانویه مسنجم و تعهد بازخرید پیش از سررسید» پیشنهاد می‌شود که بازار ثانویه اوراق مشارکت هر چه سریع‌تر در بورس اوراق بهادار راه‌اندازی شده و در برگه‌های اوراق مشارکت آتی بانک مرکزی، تأکید شود که فروش اوراق پیش از سررسید تنها در بازار بورس امکانپذیر است و بانک عامل تعهدی برای بازخرید پیش از سررسید ندارد. البته به منظور افزایش انگیزه دارندگان اوراق، لازم است هماهنگی‌های لازم بین بانک مرکزی و سازمان بورس و اوراق بهادار به منظور کاهش کارمزد معاملات ثانویه اوراق انجام شود.

د- جهت حل مشکل «ناسازگاری عقد مشارکت با ماهیت کوتاه‌مدت عملیات بازار باز» پیشنهاد می‌شود سررسید اوراق به نحوی تعیین شود تا در نظر عموم مردم، امکان وقوع مشارکت و ایجاد سود قابل تصور باشد. بنابراین انتشار اوراق مشارکت بانک مرکزی در سررسید کم‌تر از سه ماه خیلی مناسب نیست.

ه- جهت حل مشکل «عدم امکان بلوکه کردن وجوه» پیشنهاد می‌شود بانک مرکزی منابع گردآوری شده از محل انتشار اوراق را به‌طور مستقیم بلوکه نکند. بلکه

آن‌ها را به‌راستی جایگزین منابع خود که پیش‌تر در طرح‌های سودده به کار گرفته است نموده و با آزادسازی منابع گذشته، اقدام به بلوکه کردن وجوه نماید.

و- به‌منظور حل مشکل «فقدان نرخ سود ثابت و از پیش تعیین شده» پیشنهاد می‌شود پیش‌بینی نرخ سود علی‌الحساب توسط بانک مرکزی تا حد امکان دقیق باشد تا تفاوت نرخ سود علی‌الحساب و قطعی کم شود.

ز- برای حل مشکل «ماهیت مخاطره‌آمیز عقد شرکت» پیشنهاد می‌شود بانک مرکزی طرح‌های سودده اقتصادی مبنای انتشار اوراق را در مقابل ریسک‌های گوناگون بیمه کند.

ح- برای حل مشکل «تعیین دستوری نرخ سود اوراق» پیشنهاد اصلی «فروش اوراق به کسر» است. توضیح آنکه هم اکنون اوراق مشارکت بانک مرکزی با نرخ سود مشخص و به‌قیمت اسمی توسط بانک‌های عامل عرضه می‌شود. این در حالی است که به‌دلیل تورم دو رقمی، نرخ سود مورد انتظار سرمایه‌گذاران بیش‌تر از این رقم است.^۱ در این جهت بانک مرکزی می‌تواند اوراق مشارکت خود را در بازارهای مالی و با قیمتی که بازار تعیین می‌کند به‌فروش رساند. در این شرایط به‌عنوان مثال، ممکن است که برگه اوراق مشارکت شش ماهه به قیمت اسمی یک میلیون تومان و با نرخ سود ۲۳ درصد سالانه، به‌مبلغ ۹۷۰ هزار تومان به‌فروش برسد. این مسئله به‌صورت غیرمستقیم به‌معنای افزایش نرخ سود اوراق براساس فرآیند عرضه و تقاضای بازار است. از منظر فقهی انجام

^۱ البته تعیین درست نرخ سود علی‌الحساب نیز دارای اهمیت است. در این رابطه لازم است بانک مرکزی نرخ مذکور را با توجه به شرایط بازار و با توجه به منحنی بازده (Yield Curve) مورد نظر خود تعیین کند.

این کار با توافق بانک مرکزی و خریداران اوراق (به‌عنوان شرکاء) اشکال فقهی خاصی ندارد و منطبق با ضوابط عقد شرکت نیز می‌باشد.^۱

ط- به‌منظور حل مشکل «نبود شیوه مناسب برای ارزشگذاری طرح‌های اقتصادی در پایان دوره مشارکت» پیشنهاد می‌شود بانک مرکزی نسبت به ارزیابی و ارزشگذاری طرح‌های اقتصادی مبنای انتشار اوراق در سررسید اقدام کند و این ارزیابی را مبنایی برای تعیین نرخ سود علی‌الحساب اوراق در نظر بگیرد.

ی- به‌منظور حل مشکل «تحمیل هزینه به بانک‌های عامل بابت عاملیت و بازخرید اوراق» بهترین راه‌حل راه‌اندازی بازار ثانویه و حذف تعهد بانک‌های عامل جهت بازخرید اوراق است.

ک- به‌منظور حل مشکل «عدم آزادی عمل بانک مرکزی و زمانبر بودن فرآیند دریافت مجوز از شورای پول و اعتبار» لازم است اختیار قانونی لازم توسط نهادهای قانون‌گذار به بانک مرکزی جهت تعیین زمان، میزان، سررسید، نرخ سود و شیوه انتشار اوراق مشارکت داده شود.

ل- برای حل مشکل «بی‌نام بودن اوراق»، بهتر است اوراق مشارکت بانک مرکزی به‌صورت با نام منتشر شود. بی‌گمان انتشار اوراق به‌صورت با نام، باید همراه با جذاب نمودن نرخ سود اوراق صورت گیرد؛ به‌نحوی که اثر منفی کاهش درجه نقدشوندگی اوراق و کاهش جذابیت اوراق برای سرمایه‌گذاران جبران شود.

م- به‌منظور حل مشکل «ابهام در شیوه حسابداری اوراق» لازم است بانک مرکزی شیوه حسابداری اوراق را به‌نحوی اصلاح کند که با ماهیت شراکتی عقد شرکت سازگار شود.

^۱ جواز فقهی فروش اوراق مشارکت به کسر قیمت به تأیید شورای فقهی سازمان بورس و اوراق بهادار رسیده است. در این رابطه به تارنمای مرکز تحقیقات اسلامی سازمان بورس و اوراق بهادار، قسمت مصوبات شورای فقهی مراجعه شود.

ن- به‌منظور حل مشکل «انتشار غیرالکترونیکی اوراق» پیشنهاد می‌شود اوراق به‌صورت الکترونیکی و در چارچوب سامانه «تسویه اوراق بهادار الکترونیکی (تابا)^۱» که هم‌اکنون در بانک مرکزی وجود دارد، عرضه شود. خلاصه کار سامانه تابا بدین‌صورت است که حسابی به‌نام «حساب اوراق» برای متقاضی خرید و فروش اوراق ایجاد شده و در برابر خرید و فروش اوراق توسط صاحب حساب، همزمان وظیفه تسویه وجوه توسط سامانه انجام می‌شود. همچنین، سامانه تابا یک کد (مانند کد ارائه شده توسط سازمان بورس و اوراق بهادار) برای هر مشتری اختصاص داده و خرید و فروش اوراق به‌وسیله این کد صورت می‌پذیرد. از این‌رو (در صورت استفاده از این سامانه) امکان پیگیری این مطلب که در هر لحظه از زمان هر برگه از اوراق مشارکت بانک مرکزی در دست چه کسی است برای بانک مرکزی فراهم می‌گردد.

در پایان شایان ذکر است که عامل اصلی ایجاد تورم در اقتصاد کشور، بی‌انضباطی مالی دولت است. به این معنا که دولت مشکلات خود را با فشار بر ترازنامه بانک مرکزی و از طریق بسط پایه پولی مرتفع می‌کند که این علت اصلی ایجاد تورم است. بر این اساس تقویت اوراق مشارکت بانک مرکزی، نباید به‌معنای فراموش کردن علت و مقابله با معلول تلقی شود؛ بلکه بیش و پیش از توجه به انتشار اوراق مشارکت برای کنترل نقدینگی، باید زمینه‌های انبساط پایه پولی محدود شود.

^۱ Scripless Securities Settlement System (SSSS)

کتاب نامه

الف - فارسی

- احمدی، فضل الله و خدیجه نصیریانی و پروانه اباذری: *تکنیک دلفی: ابزاری در تحقیق*، مجله ایرانی آموزش در علوم پزشکی، شماره ۸، ۱۳۸۷.
- آذر، عادل و علی رجبزاده: *تصمیم‌گیری کاربردی: رویکرد MADM*، تهران: نگاه دانش، ۱۳۸۹.
- ایمانی جاجرمی، حسین: *آشنایی با روش دلفی و کاربرد آن در تصمیم‌گیری*، دو فصلنامه مدیریت و برنامه‌ریزی شهری، شماره یک، ۱۳۷۹.
- بازمحمدی، حسین: *گزارش کارگروه آسیب‌شناسی اوراق مشارکت دولت، شرکت‌ها و بانک مرکزی*، تهران: بانک مرکزی جمهوری اسلامی ایران، ۱۳۸۶.
- خلیلی شورینی، سیاوش: *روش‌های تحقیق در علوم انسانی*، چاپ پنجم، تهران: انتشارات یادواره کتاب، ۱۳۸۶.
- درخشان، مسعود: *بررسی سیاست‌های پولی و اعتباری*، تهران: وزارت امور اقتصادی و دارایی، ۱۳۷۵.
- رحیمی، زهرا: *بررسی آثار اقتصادی انتشار اوراق مشارکت و روش‌های گسترده کاربرد آن در تأمین مالی*، تهران: پژوهشکده پولی و بانکی، ۱۳۸۱.
- سرمد، زهره و عباس بازرگان و الهه حجازی: *روش‌های تحقیق در علوم رفتاری*، تهران: انتشارات آگاه، ۱۳۸۹.

سیدجوادین، رضا: *برنامه ریزی نیروی انسانی*، تهران: انتشارات دانشگاه تهران، ۱۳۷۵.

علی مدد، مصطفی: *اوراق مشارکت: سوابق، مقررات و حسابداری*، تهران: مرکز تحقیقات تخصصی حسابداری و حسابرسی، ۱۳۸۵.

قضاوی، حسین و حسین بازمحمدی: *عملیات بازار باز در چارچوب بانکداری بدون ربا: مطالعه موردی: اسناد خزانه اسلامی*، تهران: پژوهشکده پولی و بانکی، ۱۳۹۱.

کمیحانی، علی‌اکبر: *سیاست‌های پولی مناسب*، تهران: وزارت امور اقتصادی و دارایی، ۱۳۷۳.

کیائی، حسن: *سیاست‌گذاری پولی در بانکداری اسلامی*، پایان‌نامه کارشناسی ارشد اقتصاد، به راهنمایی کامران ندری، تهران: دانشگاه امام صادق (ع)، ۱۳۸۶.

موسویان، سیدعباس و ابوذر سروش: *آسیب‌شناسی فقهی، اقتصادی و مالی انتشار اوراق مشارکت در ایران*، فصلنامه بورس اوراق بهادار، شماره ۱۴، ۱۳۹۰.

موسویان، سیدعباس: *بررسی فقهی - اقتصادی ابزارهای جایگزین عملیات بازار باز و معرفی ابزاری جدید در بازار سرمایه*، فصلنامه تازه‌های اقتصاد، شماره ۸۴، ۱۳۷۸.

موسویان، سیدعباس: *ابزارهای مالی اسلامی*، قم: پژوهشگاه فرهنگ و اندیشه اسلامی، ۱۳۸۶.

نودهی، محسن: *بررسی امکان طراحی اوراق مناسب عملیات شبه بازار باز با استفاده از تجربه بانک‌های مرکزی ایران و سودان*، فصلنامه اقتصاد اسلامی، شماره ۳۰، ۱۳۸۷.

هادوی تهرانی، مهدی: *مبانی فقهی اوراق مشارکت*، مجموعه مقالات دهمین همایش بانکداری اسلامی، تهران: مؤسسه عالی بانکداری ایران، ۱۳۷۸.

ب- بیگانه

Hilbert, L., Miles, N., Othmer, J., (2009): *Technological Forecasting and Social Change*, Journal of the Institute of Management Sciences, N. 15.

Mishkin, Frederic, (2013): *the Economics of Money, Banking, and Financial Markets*, 10th Edition, princeton: Prentice Hall.

Tapio, P., (2003): *Disaggregative Policy Delphi: Using cluster analysis as a tool for systematic scenario formation*, Technological Forecasting and Social Change, V. 70.

Theodore, J., Gordon, M., (2009): *The Millennium Project: Futures Research Methodology*, New York: Amer Council for the United Nations.