

نقش بازار ثانویه اوراق بهادر اسلامی، در گسترش عملیات بازار باز

تاریخ پذیرش: ۱۳۹۴/۲/۳۱

تاریخ دریافت: ۱۳۹۴/۱/۳۰

* محمدنقی نظریور
** روح الله عبادی

چکیده

در میان ابزارهای سیاست پولی عملیات بازار باز به دلیل انعطاف پذیری بالا، سرعت و کارایی مناسب، اثر پخشی سریع، کنترل کامل بانک مرکزی بر حجم عملیات و نقش برجسته آنها در توسعه بازارهای مالی و تسهیل مدیریت بدھی بخش عمومی از اهمیت ویژه‌ای برخوردار هستند. بکارگیری این ابزار در سیستم بانک مرکزی ج. ا. ایران پس از تصویب قانون عملیات بانکداری بدون ریا از چند جهت با مشکل مواجه است. جهت اول مجاز نبودن استفاده از اوراق قرضه مبتنی بر نرخ بهره است. جهت دوم فقدان بازار ثانویه گستردۀ، عمیق و کارا است و جهت سوم خرید و فروش برخی از اوراق بهادر اسلامی در بازار اولیه و عدم امکان خرید و فروش آنها در بازار ثانویه است.

هیچیک از ابزارهای پیشنهادی قابلیت جایگزینی عملیات بازار باز را نداشته و حال آنکه همه صاحب‌نظران مسائل بانکی وجود چنین ابزاری را برای مقابله با بحران‌های مقطوعی و بهره گرفتن از آن برای سیاست گذاری و برنامه‌ریزی بلندمدت را ضروری می‌دانند. در این مطالعه به روش توصیفی و تحلیل محظوظ با توجه به اهمیت استفاده از این ابزار جهت اعمال سیاست‌های پولی بانک مرکزی و عدم توسعه بازارهای ثانویه، فرضیه تحقیق مبنی بر «گسترش بازار ثانویه اوراق بهادر اسلامی»، شرط موقوفت به کارگیری عملیات بازار باز توسط بانک مرکزی است «مورد بررسی قرارگرفت و نتایج حاصل از این مطالعه نشان می‌دهد یکی از راههایی که می‌توان با استفاده از آن عملیات بازار باز را در کشور کارا، گستردۀ و از همه مهمتر مطابق خواهی تعریف نمود، توجه به بازار ثانویه و گسترش آن است تا علاوه بر مبتنی نبودن بر نرخ بهره و انطباق با قوانین اسلامی، کارایی اقتصادی نیز داشته باشد. به کارگیری بازار ثانویه در ابزارهای مالی جدیدی که قابلیت نقل و انتقال داشته و امکان شکل‌گیری بازار ثانویه برای آن وجود داشته باشد، میسر می‌شود.

وازگان کلیدی: بازار ثانویه، عملیات بازار باز، سیاست پولی، اوراق بانک مرکزی
طبقه‌بندی JEL: E52, E58, P49

mnnazarpur@gmail.com
ebadi.ro@gmail.com

* دانشیار علوم اقتصادی، عضو هیات علمی دانشگاه مفید
** کارشناس ارشد علوم اقتصادی (نویسنده مسئول)

مقدمه

تعادل بازارهای مختلف نظیر بازار پول، کالا، سرمایه و... در اقتصاد متعارف بر پایه نرخ بهره استوار است. از این رو نهادهای ایجاد شده در این اقتصاد همگی از کanal نرخ بهره به تعادل می-رسند. بنابراین در بخش پولی اقتصاد متعارف هم، بانک مرکزی به عنوان نهاد ناظر و مجری سیاست‌های پولی از ابزارهای مبتنی بر نرخ بهره برای به تعادل رساندن بخش پولی اقتصاد استفاده می‌نماید. در نظام اسلامی، بانک مرکزی نمی‌تواند ابزارهای پولی مبتنی بر نرخ بهره را به کار گیرد. از طرف دیگر کارکرد اوراق بهادر مبتنی بر نرخ بهره را پذیرفته، اما ابزارهای متعارف پسندیده نیست. بنابراین تنها با استفاده از ابزارهای غیر ربوی پولی نمی‌توان اقتصاد را به تعادل رساند. برای رفع این مشکل در دهه‌های اخیر اندیشمندان و اقتصاددانان اسلامی تلاش بسیاری برای طراحی و کارآمد نمودن اوراق بهادر اسلامی و جایگزینی آنها با اوراق قرضه مبتنی بر نرخ بهره داشته‌اند، تا شاید بتوانند با استفاده از این اوراق از ابزار پولی عملیات بازار باز استفاده کنند. توجه به این نکته ضروری است که علی‌رغم استفاده از این اوراق، به کارگیری آنها را برای استفاده در عملیات بازار باز با مشکلاتی از قبیل گستردگی نبودن، استقبال اندک و عدم عمق کافی آنها در بازارهای مالی روبرو بوده است، که سبب شده به دلیل کارایی پایین و خصوصیات مثبت بسیار اندک در مقایسه با اوراق قرضه ربوی اقتصاد متعارف، این اوراق نتوانند به خوبی جایگزین ابزارهای اقتصاد متعارف شوند. یکی از مهمترین دلایل ناکامی این اوراق در ضعف و فقدان بازار ثانویه مناسب برای اوراق بهادر اسلامی است که نشان از مشکلات شرعی و قانونی در مرحله طراحی این اوراق و نیز عدم توجه کافی به وجود بازار ثانویه برای آنها می‌باشد.

از آنجایی که تنظیم و اعمال سیاست‌های پولی بانک مرکزی تأثیری عمیق و جدی بر کل ساختار اقتصادی کشور دارد، استفاده از اوراق بهادر اسلامی توسط بانک مرکزی جهت جایگزینی با ابزارهای سیاستی اقتصاد متعارف مستلزم کارا نمودن این ابزارها با بهره مندی از یک بازار ثانویه فعال است. بازار ثانویه می‌تواند با گستردگی تر کردن اوراق بهادر اسلامی در سطح جامعه و نیز عمق‌بخشی به آن از طریق حجم و تعداد افراد خریدار و فروشنده منجر به تأثیرگذاری بیشتر این ابزارها شود. از سوی دیگر گسترش بازارهای مالی نیز مستلزم ایجاد، شناسایی و کارا نمودن بازارهای ثانویه می‌باشد. چرا که گسترش بازارهای مالی اسلامی می‌تواند بانک مرکزی را در اعمال سیاست‌های پولی براساس اصول شرعی یاری نماید. در این مطالعه با طرح پرسش «آیا گسترش بازار ثانویه اوراق بهادر اسلامی، شرط موفقیت بکارگیری عملیات بازار باز توسط بانک مرکزی است؟»، به روش توصیفی و تحلیل محتوایی با استفاده از منابع معتبر،

فرضیه تحقیق مبتنی بر «گسترش بازار ثانویه اوراق بهادار اسلامی، شرط موفقیت بکارگیری عملیات بازار باز توسط بانک مرکزی است» مورد تأیید قرار گرفت. در ادامه ابتدا پیشینه پژوهش‌های صورت گرفته در این خصوص را بررسی نموده و سپس سیاست‌پولی و ابزارهای اجرای این سیاست‌ها توسط بانک مرکزی را مورد مطالعه قرار داده و ضمن بررسی بازار ثانویه و ویژگی‌های آن، اهمیت و چگونگی تأثیرگذاری عملیات بازار ثانویه اوراق بهادار اسلامی را بیان می‌نماییم.

پیشینه پژوهش تحقیق

در حوزه معرفی ابزارهای جایگزین اوراق قرضه و بررسی بازار ثانویه آن جهت اعمال سیاست پولی توسط بانک مرکزی با رویکرد اسلامی تحقیقات مختلفی صورت گرفته است که در ذیل مرتبه ترین تحقیقات ارائه شده است:

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

- موسویان (۱۳۷۸) در مقاله‌ای دیگر تحت عنوان «بررسی فقهی - اقتصادی ابزارهای جایگزین عملیات بازار باز و معرفی ابزاری جدید در بازار سرمایه» با استفاده از روش توصیفی - تحلیلی به بررسی عملیات بازار باز و معرفی ابزارهای جایگزین این ابزار می‌پردازد. در این مقاله نویسنده با بررسی مشکلات شرعی ابزارهای سیاست پولی بانک مرکزی و بخصوص عملیات بازار باز، اصول و معیارهایی را برای طراحی ابزارهای جایگزین عملیات بازار باز معرفی می‌کند. در اصول و معیارهای مشخص شده در این مقاله به ضرورت بازار ثانویه اوراق بهادار اشاره شده است، اما به عنوان یک اصل یا معیار از آن یاد نشده است. نویسنده در ادامه به بررسی چند ابزار مالی

پیشنهاد شده از طرف اندیشمندان اسلامی پرداخته و بیان می کند این ابزارها از کارایی لازم و کافی برخوردار نمی باشند. فقدان بازار متشکل اوراق بهادر و نداشتن تجربه روشن و موفق در بازارهای مالی، یکی از موارد مهمی است که باعث کاهش کارایی این ابزارها شده است.

- نودهی (۱۳۸۷) در مقاله ای با عنوان «بررسی امکان طراحی اوراق مناسب عملیات شبه بازار باز، با استفاده از تجربه بانک های مرکزی جمهوری اسلامی ایران و سودان» با روش تحلیلی - توصیفی مهمترین ابزار کنترل و افزایش نقدینگی در کشورهای توسعه یافته را استفاده از «عملیات بازار باز» دانسته که طی آن، بانک مرکزی به خرید و فروش دارایی های خود (به طور عمده اوراق بهادر) در بازارهای ثانویه می پردازد. اما در بسیاری از کشورهای در حال توسعه به علت عدم توسعه بازارهای سرمایه بانک های مرکزی نمی توانند در بازارهای ثانویه به خرید و فروش اوراق اقدام کنند؛ از این رو این کشورها برای کنترل نقدینگی اقدام به خرید و فروش این اوراق در بازارهای اولیه نموده و به علت مشکل شرعی «پدیدآمدن ربای قرضی»، بانک های مرکزی ایران و سودان راهکار استفاده از اوراق جایگزین مبتنی بر مشارکت و تنزیل را پیشنهاد نموده و به بررسی کارآمدی این ابزار پرداخته اند.

- نظرپور، خزائی (۱۳۹۱) در مقاله ای با عنوان «بررسی عملیات بازارهای ثانویه اوراق بهادر اسلامی (صکوک)» با استفاده از روش توصیفی و تحلیل محتوایی عملیات بازار ثانویه مبتنی بر قواعد بازارهای مالی اسلامی را مورد توجه قرار داده و بیان می کند با استفاده از پتانسیل های بازارهای مالی اسلامی، می توان تا اندازه ای خلاص ناشی از حذف اوراق بهادر ربوی را با طراحی ابزارهای مالی پوشش داد.

- پدرو فاچادا و فراگا (۲۰۰۱)، در مقاله ای به نام «مدیریت بدھی دولتی و عملیات بازار باز در کشور بزریل» نشان دادند، پس از حرکت گستردۀ غیرمنتظره از نظام نرخ تسعیر ثابت به شناور در این کشور، به منظور حمایت از خط مشی جدید، بانک مرکزی و خزانه دولت رهنمودهایی را در رابطه با مدیریت بدھی های داخلی ارائه کردند. از جمله به افزایش متوسط دوره ی سرسید بدھی، افزایش سهم اوراق بهادر با نرخ ثابت در کل بدھیها و کاهش همزمان سهم اوراق بهادر دلاری و با نرخ بسیار کوتاه مدت و توسعه بازار ثانویه برای بدھیهای دولتی می توان اشاره نمود. این رهنمودها برای بدھیهای داخلی که به پشتونه سیاستهای مالی منطقی تدوین شده اند، نتایج قابل قبولی از جمله افزایش نقدینگی در بازار ثانویه را به همراه داشت. همچنین بانک مرکزی عملیات بازار باز را مستقیماً با ۲۵ کارگزار اولیه، که دوبار در سال از بین نهادهای مالی فعال تر در سیستم مالی انتخاب می شوند، انجام می دهد. این کارگزاران به عنوان

واسطه بین سایر مشارکت کنندگان بازار هستند و مطابق معیارهای عملکرد از جمله عملکرد نهادها در رابطه با اوراق قرضه دولتی در بازارهای اولیه و ثانویه، انتخاب می‌شوند. عملیات بازار باز تنها از طریق کارگزاران اولیه صورت می‌گیرد، ولی برخلاف سایر کشورها، علاوه بر کارگزاران اولیه کلیه نهادهای مالی میتوانند در عرضه اولیه اوراق بهادر دولتی شرکت کنند.

بررسی مطالعات انجام شده نشان می‌دهد تاکنون مطالعات گسترده‌ای در خصوص نقش بازار ثانویه اوراق بهادر قبل انتشار در بازارهای مالی اسلامی و نحوه ارتباط آن با ابزارهای سیاست پولی بانک مرکزی صورت نپذیرفته است. عمدتاً تمرکز مطالعات بر طراحی اوراق جایگزین اوراق قرضه دولتی برای تامین مخارج دولت با فرض وجود یک بازار توسعه یافته ثانویه است تا بانک مرکزی با خرید و فروش این اوراق در بازار ثانویه بتواند ذخیره پول پرقدرت را تغییر دهد. در حالی که آنچه گریبان‌گیرکشورهای در حال توسعه است عدم وجود و یا عدم تعمیق بازار ثانویه در آن کشورها می‌باشد. با توجه به تنوع انواع ابزارهای مالی متدابول در بازارهای مالی دنیا که عمدهاً مبتنی بر بهره هستند، در این مطالعه به طور مشخص ضمن بررسی مشکلات بانک مرکزی در به کارگیری عملیات بازار باز، ایجاد و گسترش بازارهای ثانویه را به عنوان راهکاری برای برونو رفت از چالش‌های به کارگیری این عملیات بررسی نموده و بدیهی است این ارتباط با ملاحظه ضوابط شرعی به کارگیری این ابزارها در چارچوب اقتصاد اسلامی مورد بررسی قرار خواهد گرفت.

۱. ابزارهای سیاست پولی بانک مرکزی

مهمنترین اهداف سیاست‌های کلان اقتصادی ثبات قیمت‌ها، رشد اقتصادی و سطح مطلوب اشتغال است. از آنجایی که دستیابی به این اهداف بطور مستقیم برای سیاستگذاران قبل حصول نمی‌باشد، لذا معرفی اهداف میانی و ابزارهای مناسب ضرورت دارد. در بیشتر کشورهای جهان مسئولیت اجرای سیاست پولی به عنوان بخش مهمی از سیاست اقتصادی دولتها بر عهده بانک مرکزی است. بانک مرکزی برای ایفای نقش خود و اجرای سیاست‌های پولی ابزارهای مختلفی را در اختیار دارند. هر ابزاری دارای ویژگی خاصی می‌باشد که شرایط اقتصادی، اجتماعی و سیاسی آن کشور میزان استفاده و نیز کارایی آن را مشخص می‌کند. در ادامه ابتدا به معرفی مهمترین ابزارهای پولی مورد استفاده در اقتصاد متعارف می‌پردازیم، سپس با تحلیل ابزارهای سیاست پولی معرفی شده به اهمیت و کارآمدی عملیات بازار باز در مقایسه با سایر ابزارها می‌پردازیم تا

از طریق به ضرورت توجه به اصلاح و انطباق این ابزار برای استفاده در بانکداری اسلامی پرداخته شود.

۱-۱. معرفی ابزارهای سیاست پولی

۱- عملیات بازار باز: در چارچوب سیاست پولی غیرمستقیم، عملیات بازار باز، ابزار اصلی سیاست پولی بانک مرکزی است که به وسیله‌ی آن، بانک مرکزی از راه خرید و فروش دارایی‌های خود و عمده‌ای اوراق بهادر در بازار ثانویه، ذخیره‌ی پول پرقدرت را تنظیم می‌دهد. (پیل بیم، ۱۳۹۱: ۹۷).

استفاده از عملیات بازار باز به لحاظ دارا بودن مزایایی از قبیل انعطاف پذیری زیاد، امکان استفاده از آن در جهت مخالف بدون اینکه جنبه‌های منفی تبلیغاتی یا روانی استفاده از دیگر ابزارهای پولی را در بر داشته باشد و در مقایسه با نسبت ذخیره قانونی، نداشتن آثار مالیاتی نسبت‌های ذخیره قانونی، در اکثر کشورهای توسعه یافته متدابول بوده و از جذابیت زیادی برخوردار است (توتونچیان، ۱۳۷۵: ۳۵۳).

اما مستحله‌ای که در اینجا بروز می‌کند، این است: اولاً اوراق قرضه مبتنی بر نرخ بهره هستند که این مستحله از نظر شریعت اسلام قابل قبول نیست؛ ثانیاً برخی از اوراق بهادر اسلامی قابلیت خرید و فروش در بازار ثانویه را ندارند.

۲- نرخ تنزیل مجدد: بانک‌های تجاری اوراق بهادری را که یک بار توسط آن‌ها تنزیل شده است، برای تنزیل مجدد به بانک مرکزی ارائه می‌نمایند. زمانی که بانک مرکزی بخواهد حجم پول در گردش را کاهش دهد، نرخ تنزیل را افزایش می‌دهد تا از قدرت بانک‌های تجاری برای دادن اعتبار به مردم کاسته شود (مجتهد و حسن زاده، ۱۳۹۱: ۳۱۲). پس از عملیات بازار باز از این ابزار بیشترین استفاده می‌شود. با استفاده از این ابزار نرخ بهره بطور مستقیم بر بازار تحمیل می‌شود. تغییر نرخ تنزیل مجدد باعث بوجود آمدن نوسانات وسیعی در نرخ‌های بهره بازار می‌شود و این نوسانات منجر به نوسانات وسیع ناخواسته در حجم وام‌های تنزیلی و در نتیجه عرضه پول می‌شوند.

۳- کنترل مستقیم اعتبارات: بانک مرکزی با بررسی شرایط اقتصاد کشور به طور مستقیم در صدد کنترل حجم پول و نرخ بهره برمی‌آید، تا با سرعت بالا و بطور موثرتری بر مشکلات اقتصاد غلبه نماید.

معمولًا هنگامی از این ابزار استفاده می‌شود که دیگر روش‌های موجود برای گسترش اعتبارات آن هم با سرعتی که مورد نظر مسئولین پولی است از کارایی کافی برخوردار نباشد. کنترل مستقیم معمولًا به دو صورت تعیین حدود اعتباری و تعیین حداقل نرخ بهره پرداختی به سپرده‌ها اعمال می‌گردد (تونچیان ص ۳۵۴).

از آنجا که بانک مرکزی نمی‌تواند بانک‌ها را در مورد گرفتن وام تحت فشار قرار بدهد، کنترل حجم وامهای تنزیلی به طور کامل در اختیار بانک مرکزی نیست. پس استفاده از این سیاست در جهت مخالف تقریباً امکانپذیر نیست. بنابراین به دلیل کارایی اندک و انعطاف‌پذیری پایین استفاده این روش غیر ریوی محدود است.

در روش تعیین حداقل نرخ بهره پرداختی بدون توجه به جزئیات قراردادها و بازدهی واقعی عقود نرخ بهره را کنترل می‌کنند. از این رو در این روش نرخ سود در بیرون از بخش واقعی اقتصاد تعیین می‌شود، که با مبانی شرعی قراردادها مغایرت دارد.

۴- نرخ ذخیره قانونی: بانک‌ها ملزم به نگهداری قسمتی از سپرده‌های تودیع شده نزد بانک مرکزی هستند. این نسبت را نسبت ذخیره قانونی و میزان سپرده مسدود شده در نزد بانک مرکزی را سپرده قانونی می‌نامند (تونچیان، ۱۳۷۵: ۳۴۸). با افزایش در ذخایر قانونی، مقدار سپرده‌ها به سطح معینی از پایه پولی کاهش یافته، به کاهش در عرضه پول منتهی می‌گردد. شاید مهمترین ویژگی ذخایر قانونی آن است که همه بانک‌ها را به طور مساوی تحت تاثیر قرار می‌دهد و اثر زیادی بر عرضه پول دارد. اما از آنجا که تغییرات ذخایر قانونی اثر قابل ملاحظه ای بر عرضه پول دارد، باعث شده است که از آن کمتر استفاده شود؛ زیرا بنابراین زمانی که تغییرات کوچکی در عرضه پول لازم باشد، تحقق از طریق تغییر ذخایر قانونی با مشکل مواجه خواهد شد. افزایش ذخایر قانونی منجر به مشکلات نقدینگی ناگهانی برای یک بانک با ذخایر اضافی ناچیز می‌گردد. تداوم استفاده از این ابزار موجب ناظمینانی بیشتر برای بانک‌ها می‌شود و مدیریت نقدینگی آزاد را با مشکلات بیشتری مواجه می‌سازد (فرجی، ۱۳۸۹: ۱۹۶). با توجه به مشکلاتی که استفاده مکرر از این ابزار ایجاد می‌کند، در اکثر کشورها از این ابزار استفاده زیادی نمی‌شود.

انتخاب ابزار پولی مناسب: علی‌رغم اینکه ابزارهای نامبرده همگی به عنوان ابزارهای سیاست پولی مورد استفاده قرار می‌گیرند، اما از نظر کارایی در مقایسه با یکدیگر از نقاط قوت و ضعفی برخوردار می‌باشند. از این رو انتخاب یک ابزار مناسب و کارآمد برای اجرای سیاست پولی از اهمیت بسزایی برخوردار است.

اثر استفاده از نرخ ذخیره قانونی، بلافاصله در تمام بانک‌های کشور ظاهر می‌شود. زیرا همین که نسبت سپرده‌های قانونی افزایش یابد، تمام بانک‌های کشور به انجام آن مجبور می‌شوند و در نتیجه عرضه پول و اعتبارات اعطایی کاهش می‌یابد، حال آنکه اگر کاهش عرضه پول و اعتبارات اعطایی بانک‌ها از طریق افزایش نرخ تنزیل مجدد صورت پذیرد، اثر نهایی آن به تمایل و خواست بانک‌ها به استفاده کمتر از منابع گران‌قیمت بانک مرکزی بستگی خواهد داشت. اما استفاده از نرخ ذخیره قانونی برای ایجاد تغییرات کوتاه‌مدت پول موجب پیچیده نمودن سیستم مدیریت مالی بانک‌ها خواهد گردید. (مجتبه و حسن زاده، ۱۳۹۱: ۱۴). علاوه بر این نیاز به تدوین قانون برای استفاده از این ابزار راه را برای دسترسی سریع به این ابزار محدود کرده است.

استفاده از عملیات بازار باز بدون تحميل هیچگونه فشار نامطلوب بر بانک‌های ضعیفتر، موجب می‌شود که حجم ذخایر بانکی و در نتیجه، حجم پایه پولی در اقتصاد به نحوی مؤثر تحت کنترل مقامات پولی قرار بگیرد. در شرایطی که یک بازار گستردگی برای اوراق قرضه دولتی وجود دارد، عملیات بازار باز می‌تواند از طریق تغییر در نرخ سوددهی این گونه اوراق، نرخ بهره را تحت تأثیر قرار دهد. استفاده کارا از عملیات بازار باز نیاز به بازار نسبتاً پیشرفته‌ای برای خرید و فروش این اوراق دارد (توتونچیان، ۱۳۷۵: ۳۵۵).

به طور کلی می‌توان گفت که استفاده از نرخ ذخیره قانونی به دلیل انعطاف پذیری اندک و عدم استفاده مکرر با محدودیت مواجه است. استفاده از نرخ‌های تنزیل مجدد و تعیین سقف اعتبارات، به دلیل عدم تقارن و کنترل اندک بانک مرکزی بر این ابزارها از کارایی مناسبی برخوردار نمی‌باشند. اما ابزار عملیات بازار باز به دلیل انعطاف‌پذیری بالا، کنترل و نظارت کامل بانک مرکزی و غیردستوری بودن یک ابزار کارا است. اما زمانی می‌توان از این ابزار استفاده نمود که یک بازار پیشرفته و عمیق برای آن وجود داشته باشد. از دیگر مشکلات این ابزار استفاده از اوراق قرضه ربوی است. با تغییر اوراق قرضه به اوراق بهادر اسلامی می‌توان ربوی بودن این اوراق را برطرف نمود، اما بسیاری از اوراق بهادر اسلامی را نمی‌توان در بازار ثانویه معامله نمود. در ادامه این پژوهش با بررسی بازار ثانویه به دنبال پاسخی برای رفع این مشکلات می‌باشیم.

۲. بازار ثانویه

بازار ثانویه به ترتیباتی اطلاق می‌شود که از طریق آن خریداران و فروشنده‌گان می‌توانند به روشی متعارف و به قیمت‌های قبل قبول برای طرفین، اوراق بهادری که دوره عرضه آن در بازار اولیه به اتمام رسیده را معامله کنند. وجود این بازار مشارکت‌کنندگان را مطمئن می‌سازد که می‌توانند اوراق بهادر را به راحتی به فروش برسانند و مشکلی از نظر تبدیل به نقد کردن دارایی‌های مالی‌شان نداشته باشند. وجود بازار ثانویه برای دارندگان اوراق قرضه که دارای سررسید مشخصی می‌باشند، این امکان را فراهم می‌آورد که مجبور به نگهداری این اوراق تا تاریخ سررسید نباشند.

بازارهای ثانویه نقش‌های متعددی بازی می‌کنند که از جمله مهمترین آنها عبارت اند از:

الف- برای سرمایه‌گذاران، امکان تهیه نقدینگی را فراهم می‌نمایند؛

ب- امکان نقل و انتقال را با سرعت بیشتری فراهم می‌کنند؛

ج- شرایطی بوجود می‌آورند که اوراق بهادر به سرعت به پول نقد تبدیل شوند و سرمایه‌گذاران پیوسته اوراق بهادر را دادوستد نمایند؛

د- در گسترش و تعمیق بازار نقش دارند و توسعه این بازار نشان دهنده عمق (نقش مؤثر در انباشت سرمایه و توسعه اقتصادی و کاربست انواع ابزارها و بازارها) و عرض (توسعه فیزیکی انواع بازارها به صورت منطقه‌ای) است (هیبتی و دیگران، ۱۳۸۷: ۱۴۶).

بازار ثانویه در کارآمدی بازار اولیه، کشف قیمت مؤثر اوراق بهادر، انتقال ریسک، درجه و قدرت نقدشوندگی اوراق بهادر، تجهیز و تخصیص بهینه منابع مالی، ارائه پیشنهادهای سرمایه‌گذاری، کمک به شفافیت قیمتی و انتشار اوراق بهادر در اندازه‌های بزرگ و مکرر به همراه قابلیت اعمال سیاست پولی و کنترل حجم پول با ورود بانک مرکزی به این بازار نقش اساسی دارد. از این رو توسعه بازارهای ثانویه در مراحل اولیه شکل گیری نیازمند حمایت دولت و بانک مرکزی می‌باشد.

۲-۱. ابزارهای مالی اسلامی و عملیات بازار ثانویه اوراق بهادر اسلامی

اندیشمندان مسلمان به منظور طراحی ابزارهای مالی اسلامی، مطالعات گسترده‌ای برروی عقود شرعی و قابلیت آنها برای ابزارسازی صورت دادند تا با استفاده از آنها ابزارهای مالی اسلامی را جایگزین ابزارهایی چون اوراق قرضه و اوراق سهام ممتاز که مبتنی بر قرض با بهره و ربا هستند، نمایند.

ابزارهایی مالی اسلامی (صکوک)، اوراق بهادر با ارزش مالی یکسان و قابل معامله در بازارهای مالی هستند که بر پایه یکی از قراردادهای مورد تأیید اسلام طراحی شده اند و دارندگان اوراق به صورت مشاع مالک یک یا مجموعه‌ای از دارایی‌ها و منافع حاصل از آنها می‌باشند. ابزار مالی باید به گونه‌ای باشد که هر وقت دارندگان آن نیاز به نقدینگی پیدا کردند، بتوانند به سرعت آن را به فروش برسانند. لازمه این امر، وجود بازارهای ثانویه فعال، گستره و دارای عمق است.

ظرفیت خرید و فروش انواع ابزارهای مالی اسلامی در بازار ثانویه در فقه معاملات اسلامی دیده شده و در صورت اجرایی شدن اوراق بهادر می‌توان به شکل‌گیری بازار ثانویه فعال برای این اوراق امیدوار بود. البته لازمه این امر ورود افراد مختلف با انگیزه‌های متفاوت به بازار معاملات دست دوم این اوراق است. اگر ابزار مالی خاص پس از خرید به راحتی قابل فروش نباشد، حتی در مجموع بازار از عمق قابل قبول برخوردار باشد، این ابزار مطلوبیتی نخواهد داشت و به سرعت از گردونه معاملات در بازار ثانویه خارج می‌شود.

۳. کارکردهای بازار ثانویه

بازار ثانویه کارکردهای مختلفی دارد، این بازار توانایی تاثیر بر بازار پول و سایر بازارهای مالی و ابزارهای سیاست پولی و در نتیجه کل اقتصاد را دارا می‌باشند. در این پژوهش برخی از کارکردهایی که به طور مستقیم یا غیرمستقیم بر عملیات بازار باز تاثیرگذار است، را مورد بررسی قرار می‌دهیم.

۱-۳. ظرفیت خرید و فروش پی در پی اوراق بهادر در بازار ثانویه

یکی از عوامل مؤثر در شکل‌گیری و گسترش ابزارهای مالی، خاصیت نقد شوندگی سریع ابزارهای مالی است. فردی که روی سرمایه فیزیکی به صورت مستقیم سرمایه‌گذاری می‌کند، در موقع نیاز به نقدینگی به آسانی نمی‌تواند دارایی خود را به پول نقد تبدیل کند؛ در صورتی که خریدار ابزار مالی به آسان می‌تواند با مراجعته به بازار بورس اوراق بهادر دارایی خود را با کمترین هزینه با سرعت مناسب و به قیمت بازار به پول نقد تبدیل کند. مطالعه احکام و قواعد معاملات مجاز نظیر بیع، مرابحة، فروش اقساطی و... نشان می‌دهد هیچ الزامی وجود ندارد که صاحبان دارایی تا پایان عمر مالک آن دارایی‌ها باشند، بلکه حق دارند به هنگام نیاز آن را بفروشند و یا تبدیل به دارایی دیگری کنند.

یکی از لوازم اساسی این رویکرد، قابلیت ابزار مالی به خرید و فروش در بازار ثانویه است؛ لازمه دوم فراهم شدن بازار ثانویه مناسب و فعال است. بنابراین ابزارهای مالی باید به گونه ای طراحی شوند که اولاً خودشان قابلیت نقل و انتقال داشته باشند و ثانیاً بازار ثانویه برای آنها شکل بگیرد. در این بازار اوراق بهادری که قبلًا منتشر شده مورد خرید و فروش قرار می‌گیرد. وجود این بازار مشارکت کنندگان را مطمئن می‌سازد که می‌توانند اوراق بهادر خود را به راحتی به فروش برسانند و مشکلی از نظر تبدیل به نقد کردن دارایی‌های مالی‌شان نداشته باشند. در بازار ثانویه همه معاملات از طریق کارگزاران صورت گرفته و خرید و فروش در این بازار محدودیت زمانی و تعداد خرید اوراق بهادر وجود ندارد. همچنین در بازار ثانویه اوراق بهادر به قیمت روز و بر اساس عرضه و تقاضا معامله می‌شوند و تعیین قیمت در بازار ثانویه بر اساس عرضه و تقاضا در نوسان است و خریداران اوراق بهادر در بازار اولیه ریسک سرمایه‌گذاری (ریسک عملیاتی یا تجاری) زیادی را تقبل می‌کنند اما خرید اوراق بهادر از بازار ثانویه با توجه به عملکرد سرمایه‌گذاری گذشته و حال شرکت، از ریسک عملیاتی کمتری برخوردار است. همچنین وجود بازار ثانویه قدرت نقدشوندگی زیادی برای اوراق بهادر ایجاد می‌کند و تأمین مالی از طریق بازار اولیه مستلزم به کارگیری خدمات واسطه‌گری شرکت‌های کارگزاری است اما عرضه ثانویه اوراق بهادر در بازار ثانویه نیاز به رعایت تشریفات قانونی و الزامات ثبت و تشکیل پرونده نزد مرجع رسمی بازار سرمایه ندارد، این ویژگی‌ها سبب سهولت خرید و فروش به دفعات مکرر در این بازار نسبت به بازار اولیه می‌شود.

۲-۳. نقش بازار ثانویه در گسترش بازارهای مالی

یکی از راهکارهای تنوع بخشیدن به ابزارهای مالی، طراحی و پیاده‌سازی ابزارهای مالی جدید و تأمین مالی طرح‌های مختلف اقتصادی به وسیله آن می‌باشد. شیوه‌های متعدد و گوناگونی برای تأمین مالی طرح‌ها در بازارهای مالی در سرتاسر جهان به کار گرفته شده است، ولی با توجه به ملاحظات شرعی، همه این ابزارها قابلیت پیاده شدن و بکارگیری در جوامع اسلامی را ندارند. از این‌رو، ضروری است علاوه بر استفاده از تجربیات کشورهای موفق در زمینه ابزارسازی و تنوع‌بخشی به آن، بازارهای مالی و ارتباط آن‌ها با هم، متناسب با ساختار و مکتب اقتصادی جامعه شکل بگیرد و قبل از صدور مجوز برای ظهر و انتشار هر ابزار خاصی، جایگاه و کارکرد آن در بازار، به خوبی تبیین شود. زیرا هر ابزاری در بازارهای مالی پاسخگوی نیازهای ویژه‌ای می‌باشد. اهمیت بازارهای مالی در نظام مالی اسلامی نیز از این واقعیت ناشی می‌شود که اسلام،

بهره را ممنوع و تجارت را تشویق کرده است و این ممنوعیت بهره موجب وابستگی بیشتر به سهام و تأمین مالی مبتنی بر دارایی شده است (سلمان، ۱۳۸۶: ۴)، بازارهای مالی دنیا عمدتاً براساس نرخ بهره کار کرده بنابراین در این بازارها نرخ بهره موقعیت دارایی‌ها و بدھی‌ها را تعديل می‌کند (صالح آبادی، ۱۳۸۵: ۱۱). این موضوع سبب شده است تا متغیران مسلمان به دنبال طراحی و معرفی ابزارهای مالی جدیدی باشند تا ضمن مطابقت با شریعت اسلام، نیازهای رو به رشد کشورهای اسلامی را به خوبی تأمین مالی نماید و از درجه مناسبی از امنیت، سودآوری و نقدینگی را برای سرمایه‌گذاران بخوردار باشند. طراحی ابزارهای نو با ایجاد طیف متنوع‌تری از بازارها و تسهیلات و با ممکن ساختن استفاده‌ی نهادهای مختلف از مزیت‌های نسبی خود، در مجموع هزینه‌های وساطت مالی را کاهش می‌دهد و همه‌ی این موارد کارآیی نظام مالی را در انجام کارکردهای اصلی افزایش می‌دهد. همچنین، در چنین حالتی سرمایه‌گذاری در بخش واقعی اقتصاد نیز افزایش پیدا می‌کند (میرمطهری، ۱۳۸۰: ۱۹۳-۱۹۴).

بازار ثانویه فعال و پویا در فرآیند جذب و به کارگیری سرمایه نقش مؤثری دارد. فقدان یک بازار ثانویه مطمئن و کارآمد برای دارایی‌های مالی بازار سرمایه در کشور را دچار مشکل نموده است. از این رو کارایی بازار سرمایه به میزان زیادی در گرو داشتن بازار ثانویه و توجه به توسعه و تعمیق آن است. این بازار باعث ایجاد نقدینگی و جذابیت اوراق بهادر شده و سرمایه‌گذاران و صاحبان ثروتهای سرگردان اندک و کلان را به سوی بازارهای مالی می‌کشاند. سرمایه‌گذاری در این بازار به دارایی افراد نقدینگی بخشیده و ارزش متعارف یا توافقی آن را مشخص می‌سازد. وجود چنین ساختاری، هزینه جستجو خردباران و فروشنده‌گان یک دارایی را کاهش داده و با تلفیق تعداد زیادی معامله علاوه بر کاهش هزینه مبادرات، با کاهش هزینه جستجو و معامله سرمایه‌گذاران را برای خرید دارایی‌های مالی در بازارهای ثانویه تشویق می‌کنند. بازارهای ثانویه به صادرکننده اوراق بهادر نیز کمک نموده تا در جریان قیمت‌ها و بازده‌های تقاضا شده باشند و از طریق ایجاد نقدینگی، به سرمایه‌گذاران سود رسانند. به دلیل وجود این ویژگی‌ها و مزیت‌ها این بازار نقش مهمی در کارآمدی، رونق و گستردگی بازارهای مالی دارد.

۳-۳. نقش بازار ثانویه در کارآمدی بازار اولیه

افزایش کارایی بازارهای مالی هدف اولیه سیاستگذاران و قانونگذاران بازار است (باروج، ۱۹۹۸: ۲۰). معیارهایی برای اندازه‌گیری کارایی بازارها معرفی شده است. بازارهای مالی باید علاوه بر تأمین نقدینگی برای شرکت‌های صادرکننده سهام، به تخصیص وجود بین آنها نیز بپردازند (مان،

۲۰: ۱۹۹۳). تعیین قیمت در این بازار راهنمایی برای به جریان افتادن وجوه به سمت شرکت-هایی که سوددهی و ریسک کمتری دارند، می‌باشد. اگر این اتفاق صورت پذیرد، کارایی تخصیصی^۱ در جریان وجوه اتفاق می‌افتد. این امر زمانی اتفاق می‌افتد که قیمت‌ها ارزش ذاتی هر سهم را مشخص و منعکس کند؛ به عبارتی کارایی قیمت‌گذاری^۲ یعنی برابری قیمت سهام با ارزش ذاتی آن شرط لازم برای کارایی تخصیصی بهشمار می‌آید. تساوی بین قیمت سهام و ارزش ذاتی آن نیز هنگامی پدید می‌آید که کارایی اطلاعاتی^۳ وجود داشته باشد(عبدالله، ۲۰۰۲: ش۲).

انتشار اطلاعات جدید در مورد سود یا ریسک فعالیت اقتصادی یک شرکت در بازار ثانویه با تغییر ارزش ذاتی اوراق تعديل قیمت آنها را به همراه دارد. اگر بازار از لحاظ اطلاعاتی کارا عمل کند، هیچ وقفه‌ای در انتشار و دستیابی به اطلاعات وجود نداشته و تعديل قیمت بسیار سریع و دقیق خواهد بود. زیرا قیمت‌ها باید همه اطلاعات مربوط به شرکت را منعکس کنند؛ از این رو داشتن اطلاعات پنهانی از شرکت نیز باعث به دست آوردن هیچ‌گونه بازده اضافی نخواهد شد (ساندر و میلیون، ۲۰۰۷: ۲۵۲). کارایی قیمت‌گذاری زمانی اتفاق می‌افتد که کارایی عملیاتی^۴ وجود داشته باشد. هزینه بالای معاملات مانع از تعديل سریع و دقیق قیمت می‌شود؛ بنابراین، هرگونه اقدامی که هزینه معاملات را کاهش داده (کارایی عملیاتی)، سرعت انتشار و دقت اطلاعات را افزایش دهد (کارایی اطلاعاتی) یا فرایند پردازش اطلاعات به‌وسیله‌ی سهامداران را بهبود بخشد (کارایی قیمت‌گذاری)، گامی در جهت بهبود کارایی تخصیصی بازار بهشمار می‌آید. البته بازار باید در معرض جریان دو طرفه اطلاعات باشد. به عبارت دیگر، بازار کارا چنان است که در هر مقطعی از زمان، عده‌ای در آن خریدار و عده‌ای فروشنده‌اند. فقط در این وضعیت است که حجم معاملات بالا می‌رود؛ بازار راحت‌تر به تعادل عرضه و تقاضا می‌رسد و قیمت، برآیندی از نظریه‌های گوناگون در تعیین ارزش سهام می‌شود.

جوهره اصلی شکل‌گیری یک نظام مالی کارا، وجود یک بازار ثانویه عریض و عمیق است. در واقع بدون وجود یک بازار ثانویه، هر شخصی که اقدام به خرید اوراق بهادری نماید، چنانچه آن اوراق بهادر تاریخ سرسید داشته باشند، ناگزیر به نگهداری آن تا سرسید است و یا اگر اوراق بهادر فاقد تاریخ سرسید باشد – مانند سهام عادی، سهام ممتاز یا اوراق قرضه دولتی بدون

-
1. Allocational Efficiency
 2. Pricing Efficiency
 3. Informational Efficiency
 4. Operational Efficiency

سررسید - ناگزیر به نگهداری آن تا پایان عمر است. در چنین مواردی، خرید اوراق بهادر در صورتی تصمیم عاقلانه خواهد بود که خریدار نسبت به نگهداری آن برای مدت زمان طولانی اطمینان داشته باشد. حال با وجود بازارهای ثانویه، حتی به رغم کارآمدی متفاوت بازارها این احتمال وجود دارد که با کسب سود یا تحمل زیان اوراق بهادر خریداری شده را پیش از تاریخ سررسید آن واگذار نمود.

بنابراین هدف اصلی که تخصیص مطلوب و بهینه منابع در بازار اولیه است، عملی نیست مگر این که بازار ثانویه از کارایی لازم برخوردار باشد. در صورت عدم وجود چنین بازاری، نه تنها بیشتر سرمایه‌گذاران تمایلی به خرید اوراق بهادر از خود نشان نمی‌دهند بلکه انتظار بازدهی نسبتاً زیادتری را به خاطر پوشش ریسک ناشی از عدم نقدینگی دارایی‌های مالی دارند. میزان توسعه یافتنگی بازار ثانویه، از عوامل تعیین کننده در رشد و کارایی بازار اولیه می‌باشد.(حاجیان و همکاران، ص ۵) بنابراین با وجود بازار ثانویه، امکان فروش اوراق بهادر در بازار اولیه تسهیل شده و دارندگان این اوراق می‌توانند بدین وسیله به وجود نقد دست یابند. هرچه نقد شدن دارایی‌ها با سهولت بیشتری صورت گیرد مشارکت در بازار نیز بیشتر شده و سبب می‌شود مازاد نقدینگی افراد به جای سرازیر شدن به بازار کالا، به بازارهای مالی وارد شده و یکی از مطمئن‌ترین راههای جمع‌آوری وجوده لازم برای سرمایه‌گذاری، شکل گیرد. دولتها، شهرداری‌ها و واحدهای تولیدی و تجاری به جای دریافت تسهیلات از بانک‌ها، می‌توانند تحت ضوابطی از طریق انتشار و واگذاری اوراق بهادر، سهام عادی، سهام ممتاز، اوراق مشارکت و سایر اوراق مالی، نیازهای خود را از این طریق تأمین کنند. رقابتی شدن بازار پول و سرمایه با استفاده از این بازار موجب شفافیت متغیرهای اصلی اقتصاد چون قیمت‌ها، نرخ‌های سود و هزینه می‌گردد و در نتیجه زمینه‌ی سوء استفاده انحصاری مؤسسات پولی و بانکی را از بین می‌برد و نرخ‌های سود بانکی را به نرخ‌های بازده واقعی اقتصاد نزدیک می‌کند. اگر این بازار بهینه عمل نماید علاوه بر تحرک و پویایی بازار اولیه، باعث تأمین منابع مالی درازمدت و مدیریت خطرپذیری و ریسک خرید اوراق بهادر شده و نقش بسزایی در کاهش بی‌اطمینانی در بازارهای مالی داشته، همچنین موجب افزایش حجم سرمایه‌گذاری‌ها، به ویژه در فعالیت‌های بلندمدت اقتصادی می‌شود.

برای اجرای یک عملیات بازار باز موثر و کارا بایستی شرایط مشخصی وجود داشته باشد. اولاً داشتن بازاری که در آن دارایی‌های مالی به راحتی و بصورت مکرر معامله شوند، که این شرط با کارکرد شماره یک برآورده می‌شود. ثانیاً گستردگی بازار از حيث تنوع ابزارهای مالی و عمق بازار، این شرط با کارکرد شماره دو پاسخ داده می‌شود. ثالثاً عملیات بازار باز بایستی بتواند

با تاثیر بر روی بازار اولیه اقتصاد را به سمت کارا شدن راهنمایی بنماید، این شرط توسط کارکرد شماره سه برآورده می‌شود.

۴. سیاست پولی بانک مرکزی و بازار ثانویه:

از آنجا که ساختار اقتصاد و نهادهای پولی و مالی کشور براساس ساختار اقتصاد متعارف شکل گرفته است، برای تغییر در ابزارهای مالی مبتنی بر نرخ بهره بایستی با دقت و ظرافت تمام ابزارهایی را معرفی کنیم که اولاً مبتنی بر نرخ بهره بشنند و ثانیاً تا حد زیادی ویژگی‌های اوراق قرضه را دارا باشند. ثانیاً کارکردهای مناسبی که اوراق قرضه دارد را دارا باشد. از طرف دیگر همانطور که ملاحظه گردید، عملیات بازار باز از کارایی بسیار بالاتری نسبت به دیگر ابزارها برخوردار است. در ادامه به بررسی تاثیرات متقابل سیاست پولی و بازار ثانویه می‌پردازیم.

۱-۴. ورود بانک مرکزی و اعمال سیاست‌های پولی

بانک مرکزی تمایل بسیاری به ثبات بازارهای مالی دارد، زیرا از این طریق می‌تواند به آسانی سیاست پولی مدنظر خود را اجرا و متناسب با اهداف برنامه‌ریزی شده خود، نرخ بهره بانکی و حجم پول در گردش را در حد معینی نگه دارد (آریا، ۱۳۷۵: ۱۰۷).

در جمهوری اسلامی ایران با توجه به ممنوعیت ربا و به تبع آن عدم امکان به کارگیری اوراق قرضه که بر بهره مبتنی است، امکان استفاده از این ابزار در نظام بانکی کشور وجود ندارد، از این‌رو اجرای عملیات بازار باز از طریق خرید و فروش اوراق قرضه که بر نرخ بهره مبتنی است، مطلقاً کاربردی نداشته و از مجموعه ابزارهای سیاستگذاری حذف و بانک مرکزی را ناگزیر به بکارگیری ابزارهای مستقیم و غیر بازاری برای اعمال نظارت و تنظیم بازار پول نموده است.

در یک نظام اسلامی- شاید بیش از هر نظام دیگری- هم بازار دست اول و هم بازار دست دوم اوراق، مستلزم حمایت فعالانه دولت و بانک مرکزی هستند (میرآخور، ۱۳۷۱: ۱۹۸). این حمایتها دولت و بانک مرکزی نه فقط در مراحل اولیه شکل‌گیری این بازارها، بلکه هنگام بازرسی و کنترل فعالیت آنها از نظر انطباق با احکام شرع نیز بایستی بر آنها نظارت کافی داشته باشند و از آنها پشتیبانی نمایند.. به ویژه، اگر قرار است که بازارهای مالی دست دوم به نحو مؤثری کار کند، باید معامله‌گران تحت حمایت و کنترل بانک مرکزی باشند. برای آنکه اوراق بهادر بتوانند به سهولت به نقد تبدیل شوند، باید بازار واسطه‌ای وجود داشته باشد که در آن معاملات زیادی صورت گیرد. در نظام اقتصادی متعارف، نیازهای مالی واسطه‌های مالی به وسیله

بانک‌ها و دیگر مؤسسات خصوصی تأمین می‌گردد. از آنجا که در نظام اقتصاد اسلامی، تأمین مالی به صورت بدون بهره انجام می‌گردد، بانک‌های مرکزی باید وجوده و منابع لازم را در اختیار بانک‌های اسلامی بگذارند و با توجه به اینکه، ضرورت نقش رهبری کننده‌ی بانک مرکزی در ایجاد و تقویت بازارهای مالی اولیه و ثانویه بازار سرمایه و نیز بازار پول، مورد تأکید است، باید ترتیبی اتخاذ شود که بانک‌های مرکزی بتوانند حداقل تا حدودی به عملیات تأمین مالی در بازارهای سرمایه بپردازنند و به طور کلی، بر این بازارها نظارت کنند و در صورت نیاز، در این بازارها اقدام به اعمال سیاستگذاری نمایند.^۵

وروود بانک مرکزی باعث افزایش اعتبار و رونق بازارهای مالی می‌گردد. متقابلاً توسعه‌ی بازارهای مالی و وجود بازارهای ثانویه پیشرفت‌هه سبب تأثیرپذیری بیشتر عملیات بازار باز می‌شود. توسعه‌ی بازارهای مالی سبب ثبات مالی می‌گردد و باعث می‌شود کسری مالی دولت از منابع داخلی با کمترین هزینه تأمین شود و دیگر نیازی به تأمین مالی از منابع بانکی و ذخایر بانک مرکزی (که هزینه‌های پنهان زیادی دارد) نخواهد بود. استفاده از این ابزارها در بازار سرمایه، می‌تواند باعث تحولات اساسی در این بازار شود. به گونه‌ای که بانک مرکزی به عنوان اجراءکننده‌ی سیاست‌های پولی، با استفاده از این ابزارها، در بازار سرمایه به خرید و فروش اوراق و صکوک اسلامی موجود در بازار سرمایه و یا به انتشار اوراق و صکوک اسلامی خود در این بازار بپردازد.

بانک مرکزی می‌تواند با هدف مدیریت نقدینگی و تنظیم عرضه و تقاضای وجود در اقتصاد، از طریق عملیات بازار باز، در بازار ثانویه اوراق بهادر، مداخله و اقدام به اعمال سیاست پولی نماید و حجم پول و نرخ سود را کنترل و تنظیم کند و با خرید و فروش این اوراق، می‌تواند میزان نقدینگی را در اقتصاد، کنترل و تغییر دهد. این عملیات می‌تواند به این صورت باشد که بانک مرکزی با استفاده از منابع حاصل از ذخایر قانونی بانک‌ها نزد خود، به خرید و فروش این اوراق بهادر مانند اوراق استصناع، مرابحه و... از بانک‌های تجاری و مردم اقدام نماید. همچنین می‌تواند با استفاده از خرید و فروش این اوراق، به کنترل کیفی اعتبارات و هدایت سرمایه‌گذاری در بخش‌های مختلف اقتصادی بپردازد. بنابراین درصورت گسترش بازار ثانویه اوراق بهادر و توجه به تنوع آنها، بانک مرکزی در شرایط رکود و تورم می‌تواند با خرید و فروش این اوراق در بازار ثانویه، روی نرخ سود بانکی و حجم نقدینگی جامعه تأثیر بگذارد.

۵. بانک مرکزی جمهوری اسلامی ایران، وزارت امور اقتصادی و دارایی و همچنین، شورای بورس اوراق بهادر، وظیفه اصلی سیاستگذاری در بازار سرمایه کشور را برعهده دارند.

۲-۴. عملیات بازار باز^۶ و تأثیرگذاری آن بر بازار اوراق بهادار

در سیستم مالی کشورهای توسعه یافته، دولت برای تأمین مالی خود از بازار اولیه استفاده می‌کند و بانک مرکزی هم عملیات بازار باز خود را در بازار ثانویه انجام می‌دهد و به طور معمول از همان اوراق دولتی در بازار ثانویه استفاده می‌کند؛ بنابراین برای مدیریت بدھی و مدیریت پولی، از یک ابزار در دو بازار استفاده می‌شود و با توجه به جدایی دو بازار اولیه و ثانویه، نیاز به هماهنگی بین مقامهای پولی و مالی به حداقل می‌رسد (عربی و معارفی، ۱۳۸۹: ۷۴).

اما در کشورهای در حال توسعه که به طور معمول بازار مالی عمیق و گسترده‌ای ندارند، بانک‌های مرکزی نمی‌توانند از بازار ثانویه استفاده کنند. بنابراین، در برخی از این کشورها دست کم در گام‌های اولیه، بانک‌های مرکزی برای انجام عملیات بازار باز از بازارهای اولیه استفاده می‌کنند تا به تدریج بازارهای مالی توسعه یابد و بتوانند عملیات بازار باز اصلی را به کار گیرند.

این عملیات در نظام بانکی متعارف بدين صورت انجام می‌شود که اوراق قرضه که مبتنی بر قرض می‌باشند، منتشر می‌شوند. در ابتدا که این اوراق از سوی بانک مرکزی منتشر می‌شوند، سیاست انقباضی پولی انجام می‌گیرد و هنگامی که این اوراق از بازار، جمع آوری و باخرید می‌شوند، سیاست انبساطی پولی انجام می‌گیرد. با توجه به اینکه این راههای ارتباطی مبتنی بر قرض و مازاد می‌باشند، در کشورهای اسلامی کاربرد ندارند و این کشورها در صورتی می‌توانند از این راههای ارتباطی میان نظام بانکی با بازار سرمایه استفاده کنند که جایگزین‌هایی مبتنی بر شریعت اسلامی طراحی کرده و مورد استفاده قرار دهند و یا این ابزارها را به گونه‌ای بازسازی کنند که قابل استفاده در اقتصاد اسلامی را داشته باشد.

اجرای موفق عملیات بازار باز نیازمند تأمین برخی شرایط است؛ که «حجم بالای اوراق بهادار» و «وجود بازار ثانویه فعال اوراق بهادار»، مهمترین شرط کامیابی این عملیات است و فقدان این شرایط در کشورهای در حال توسعه مانع مهمی برای استفاده از عملیات بازار باز در این کشورهای است. از طرفی با توجه به اهمیتی که برای عملیات بازار باز شمردیم این کشورها نمی‌توانند از این ابزار مهتم (و بلکه تنها ابزار کارآمد سیاست پولی) چشمپوشی کنند. بنابراین، برخی از این کشورها کوشیده‌اند عملیات پیش‌گفته را به گونه‌ای بازسازی کنند که با توجه به شرایط کشورشان قابل انجام باشد و از نظر اقتصادی نیز کارآمد باشد. برخی از کشورهای اسلامی نیز ضمن کوشش برای بازسازی عملیات بازار باز بر این نکته تأکید کرده‌اند که اوراق مورد استفاده در این عملیات باید به گونه‌ای طراحی شود که بر «ربای قرضی» مبتنی نباشد و ماهیت

6 . Open Market Operation.

این عملیات با باورهای دینی مسلمانان سازگار باشد تا ضمن کارآمدی اقتصادی، مورد قبول عموم مردم مسلمان نیز قرار گیرد (نودهی، ۱۳۸۷: ۱۷۷).

مهمترین منبع تغییرات حجم پول در کشورهای در حال توسعه، استقراض دولت است و بانک مرکزی هم به علت فقدان بازار سرمایه‌ی پیشرفته نمی‌تواند از راه عملیات بازار باز خنثی سازی^۷ کند و رابطه‌ی میان کسری دولت و خلق پول پر قدرت از هم بگسلد. اما در کشورهایی که بازار توسعه‌یافته مالی دارند، دولت برای تأمین مالی خود از بازار اولیه استفاده می‌کند و بانک مرکزی هم از همان اوراق دولتی در بازار ثانویه استفاده می‌کند. بنابراین برای «مدیریت بدھی»^۸ و «مدیریت پولی»^۹ از یک ابزار در دو بازار استفاده می‌شود و با توجه به جدایی دو بازار اولیه و ثانویه نیاز به هماهنگی بین مقام‌های پولی و مالی به حداقل می‌رسد. (عربی و معارفی، ۱۳۸۹: ۷۴).

بانک مرکزی می‌تواند با ورود به بازار سرمایه، از طریق صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک، اقدام به خرید و فروش ابزارهای موجود در این بازار از قبیل اوراق سهام شرکت‌ها، اوراق مشارکت، اوراق مراجحه، اوراق استصناع و... بخش عمومی و دولتی، از طریق عملیات بازار باز نماید و بر روند تأمین مالی و نقدینگی بازار سرمایه تأثیر بگذارد. به این صورت که، برای انجام سیاست انسباطی پولی در این بازار، اقدام به خرید ابزارهای موجود در این بازار (مثلًاً از طریق صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک) نماید و بالعکس، در موقعی که نیاز است که در بازار اقدام به اعمال سیاست انقباضی نماید، ابزارهای قابل معامله بازار را که در اختیار دارد را می‌تواند در بازار به فروش برساند.

بانک مرکزی می‌تواند هم از طریق غیرمستقیم و از طریق صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک وارد بازار سرمایه شده و به اعمال سیاست‌گذاری بپردازد و هم به صورت مداخله‌ی مستقیم در بازار. این عملیات می‌تواند برای بانک مرکزی سود نیز به دبال داشته باشد و همچنین نقش نظارتی بانک مرکزی را در بازار سرمایه گسترش دهد.

این عملیات همچنین می‌تواند باعث تغییر در ترکیب سبد دارایی افراد و شرکت‌ها و... شود. به این صورت که در هنگام مواجهه با رکود، بانک مرکزی اقدام به خریداری اوراق و اسناد تجاری در دست مردم می‌نماید و لذا در ازاء خرید اوراق از مردم، عرضه پول را افزایش می‌دهد.

-
1. Sterilization
 2. Debt Management
 3. Monetary Management

در نتیجه، عرضه‌ی اوراق و استاد تجاری کاهش یافته، قیمت آن افزایش و نرخ سود آن‌ها کاهش می‌یابد. کاهش نرخ سود موجب افزایش تقاضا برای سرمایه‌گذاری و خروج از رکود می‌گردد. این قضیه در مورد اوراق مشارکتی نیز، صادق است. به گونه‌ای که بانک مرکزی با خرید اوراق مشارکتی، قبل از سرسید، اوراق را به همان قیمت اسمی خریداری می‌کند، در حالی که سود اوراق تا زمان قبل از سرسید کمتر می‌شود. (حقیقی، ۱۳۹۲: ۱۶۵).

بنابراین بانک مرکزی با هدف مدیریت نقدینگی وجود و نظرارت بر عرضه و تقاضای پول در شرایط رونق و رکود از طریق مداخله در بازارهای ثانویه اقدام به اعمال سیاست‌های پولی نموده و از این طریق حجم و میزان نقدینگی را کنترل و آنها را به سمت سرمایه‌گذاری در بخش‌های اقتصادی سوق می‌دهد.

۳-۴. استفاده از اوراق بهادر اسلامی (غیر قرضه‌ای) در عملیات بازار باز

تاکنون اوراق متعددی مانند «اوراق مضاربه دولتی»، «اوراق مشارکت دولتی»، «اوراق اجاره» و «اوراق خرید نسیه» منطبق با اسلام برای عملیات بازار باز در ایران و دیگر کشورها طراحی شده است؛ در این مطالعه‌ها برای تحقق عملیات بازار باز مراحل چهارگانه ذیل (که در طول زمان در کشورهای توسعه‌یافته طی شده است) ترسیم شده است:

۱. طراحی اوراق جایگزین اوراق قرضه دولتی برای تأمین مالی مخارج دولت و فروش این اوراق به مردم؛
۲. شکل‌گیری بازار ثانویه توسعه‌یافته؛
۳. خرید مقدار قابل توجهی از اوراق بهوسیله بانک مرکزی؛
۴. انجام عملیات بازار باز در بازارهای ثانویه.

بعد از تحقق دو مرحله نخست و بهویژه شکل‌گیری بازارهای ثانویه توسعه‌یافته - که پروسه‌ای بسیار زمان بر است - بانک مرکزی ابتدا باید در مقیاس وسیعی درباره خرید این اوراق در جریان و سیاست انبساطی اقدام کند و مقدار فراوانی پول به جامعه تزریق کند و سرانجام در مرحله چهارم حداکثر به همان میزانی که اوراق خریده است، می‌تواند سیاست انقباضی اجراکند. در حالی که آنچه گریبان‌گیر اکثر کشورهای در حال توسعه است تورم و مازاد بسیار فراوان نقدینگی ناشی از کسری‌های متعدد دولت‌هاست؛ از طرفی بازارهای ثانویه اوراق بهادر نیز وجود ندارد و بانک مرکزی هم اوراقی ندارد که بخواهد در آن بازارها بفروشد و به جمع‌آوری نقدینگی اقدام کند.

جهت رفع این مشکل بانک مرکزی می‌تواند از طریق عملیات بازار باز، تمام یا بخشی از اوراق بهادر را بسته به موقعیت‌های اقتصادی همراه با تنزیل از بازارهای ثانویه خریداری کند و با پرداخت مبالغ مربوط، به اجرای سیاست انبساطی پولی بپردازد. تا زمانی که بانک مرکزی وارد صحنه نشده و این اوراق را از بازار ثانویه خریداری نکرده است، هیچ گونه سیاست پولی اتفاق نمی‌افتد. در شرایط رکود اقتصادی، با پرداخت قیمت بالا (نرخ تنزیل کمتر) نسبت به وضعیت موجود بازار، انگیزه فروش این اوراق توسط دارندگان را در بازارهای ثانویه افزایش می‌دهد و در شرایط رونق اقتصادی، به اجرای سیاست انقباضی پولی بپردازد و اوراق با قیمت پایین تری به مردم بفروشد و از حجم نقدینگی در جامعه بکاهد. به عبارتی این امکان برای بانک مرکزی پدید می‌آید که با مراجعته به بازار ثانویه و فروش این اوراق همراه با خنثی سازی سیاست انبساطی پولی اقدام کند. این روند زمانی به عنوان ابزار مناسب کارایی دارد که اوراق بهادر در بخش‌های مختلف اقتصادی با سرسیدهای متفاوت و با تنوع وسیعی منتشر شده باشد و همواره هم‌زمان با فرارسیدن سرسیدها، اوراق دیگری منتشر شود تا جایگزینی برخی نسبت به دیگری، استمرار سیاست گذاری ممکن گردد و بانک مرکزی بتواند با محاسبه تفاضل خرید و فروش‌ها، میزان نقدینگی لازم در جامعه را با سیاست‌های انقباضی یا انبساطی به خوبی کنترل کند. (نظرپور، ۱۳۹۲، ۲۹۲)

اوراقی که بخواهند دریک نظام پولی اسلامی برای عملیات بازار باز طرح و پیشنهاد گردند لازم است برای موقعيت ملاک‌های زیر را داشته باشند:

۱) خروج از ماهیت قرض یا به طور کلی تطابق با موازین شرعی:

مهتمترین اصلی که در طراحی این اوراق می‌بایست مورد توجه قرار گیرد، تطابق کامل این اوراق با موازین شرعی است. سازگاری این اوراق با شریعت اسلام از مهمترین دغدغه‌های بانک مرکزی ایران و نیز سایر اقتصاددانان مسلمان بوده است. تطابق با موازین شرعی این اوراق را می‌توان از سه جهت مورد بررسی قرار داد.

الف. ماهیت عقود: اوراقی که طراحی می‌شوند باید بر اساس یکی از عقود شرعی بوده و تمامی شرایط آن عقد را دارا باشند.

ب. سود اوراق: محاسبه و پرداخت سود به این اوراق باید به گونه‌ای باشد که شبیه صوری یا ربوی بودن در آن نباشد. سود مهمترین عنصر اوراق است و مشروعیت آن رابطه مستقیمی با مشروعیت این اوراق دارد. بدیهی است که اگر نتوان به حلال بودن سود رأی داد، خرید و فروش

اوراق نیر با تردیدهایی اساسی همراه خواهد بود. از این‌رو برای به دست آوردن حکم شرعی اوراق، لازم است که ماهیت سود این اوراق به دقت تبیین گردد.

ج) بازارهای ثانویه اوراق: یکی از الزامات انجام عملیات بازار باز وجود بازار ثانویه فعال برای این اوراق است. اما قبل از آن بایستی خرید و فروش ثانویه این اوراق از نظر فقهی بررسی شود.

(۲) عدم ریسک بالا:

اوراق طراحی شده نباید ریسک بالایی داشته باشد، چرا که باعث می‌شود دارایی‌های بانک مرکزی که یک سرمایه عمومی است به خطر بیافتد. ا

(۳) نقدشوندگی کافی:

معمولًاً دارایی‌هایی که سرسید نسبتاً کوتاهی دارند یا دارایی‌هایی که از بازار ثانویه قدرتمند برخوردارند، نقدشوندگی بیشتری دارند. باید توجه داشت که نیاز به نقدینگی هر چند به عنوان یک اصل باید مورد توجه قرار گیرد اما بالاترین درجه اهمیت برای اوراق بهادر به کارگرفته شده در بازار باز را ندارد و دارایی‌هایی که به دلایلی، برای تحقق دیگر اصول مطلوب هستند ممکن است در پرتفوی قرار گیرند که با تغییرات سریع پرتفوی احتمالاً آن دارایی‌ها ثابت باقی می‌مانند.

(۴) حفظ استقلال ابزاری بانک مرکزی:

طراحی و استفاده از این اوراق در پرتفوی بانک مرکزی باید به گونه‌ای باشد که استقلال ابزاری بانک مرکزی را حفظ نماید.

(۵) انگیزه مناسب برای خریداران اوراق:

اوراق باید به گونه‌ای باشد که دارای عنصر انگیزشی برای خریداران اوراق بوده و بانک مرکزی در کوتاه مدت بتواند آنها را به راحتی بفروشد. بنابراین لازم است که این اوراق سود مناسبی داشته باشند و از جهت مسایل حقوقی و مالی روشن و بر اساس قواعد ساده‌ای طراحی شده باشد.

(۶) بازار ثانویه فعال برای اوراق:

اوراق طراحی شده باید در راستای گسترش بازارهای ثانویه باشد. لذا باید این اوراق به راحتی در بازارهای ثانویه قابل مبادله بوده و به تناسب عرضه و تقاضای آن قیمت‌های مختلفی به خود بگیرد (خوش اخلاق، ۱۳۹۱: ۷۶-۷۷).

با توجه به اصول بیان شده، هر اوراقی که طراحی می‌شود باید منطبق بر شرایط نظام بولی در اسلام باشد تا علاوه بر ملاحظات شرعی، شرایط اقتصادی لازم برای به کارگیری آنها در عملیات بازار باز طرح و به عنوان ابزار عملیات بازار باز مورد استفاده قرار گیرند.

جمع‌بندی و نتیجه گیری

بانک‌های مرکزی در اقتصاد متعارف برای دستیابی به اهداف خود با استفاده از ابزارهایی که در اختیار دارند، سیاست‌های پولی خود را به اجرا می‌گذارند. در این مطالعه به بررسی ابزارهای عملیات بازار باز، نرخ تنزیل، نرخ ذخیره قانونی، کنترل حجم اعتبارات و تعیین حداکثر نرخ بهره پرداخته شد. در میان این ابزارها تنها نرخ ذخیره قانونی و کنترل حجم اعتبارات مغایرتی با قوانین شرع اسلامی ندارند، اما برای تاثیرگذاری بر اقتصاد از کارایی کافی برخوردار نمی‌باشند. ابزارهای نرخ تنزیل مجدد و تعیین حداکثر نرخ بهره علاوه بر دارا بودن مشکلات شرعی از کارایی اندکی برخوردار هستند. در این میان عملیات بازار باز نسبت به سایر ابزارهای پولی به دلیل انعطاف‌پذیری بالا، سرعت و کارایی بالا و اثر بخشی سریع، کنترل کامل بانک مرکزی بر حجم عملیات و نقش برجسته آنها در توسعه‌ی بازارهای مالی و تسهیل مدیریت بدھی بخش عمومی از اهمیت ویژه‌ای برخوردار هستند. اما استفاده از این ابزار در اقتصاد اسلامی با مشکلاتی مواجه است. اوراقی که در این بازار مبادله می‌شوند، مبتنی بر نرخ بهره هستند. اوراق بهادر اسلامی که طراحی شده است، از دو جهت توانایی استفاده در عملیات بازار باز را ندارند. جهت اول اینکه بسیاری از ورقه‌های طراحی شده قابلیت معامله مکرر را ندارند و جهت دوم اینکه بازار اوراق بهادر در ایران از گستردگی کافی برخوردار نمی‌باشد. بنابراین اوراق بهادر اسلامی که قابلیت معامله مکرر را دارند را هم نمی‌توان با این ابزار بکار گرفت.

یکی از راههایی که می‌توان با استفاده از آن عملیات بازار باز را در کشور کارا، گسترد و از همه مهمتر مطابق ضوابط شرعی تعریف نمود، توجه به بازار ثانویه و گسترش آن است. بازار ثانویه با ابزارهای مالی جدیدی که اولاً قابلیت نقل و انتقال داشته باشند و ثانیاً بتوان بازار ثانویه‌ای را برای آنها تشکیل داد، شکل می‌گیرند.

وجود این بازار مشارکت‌کنندگان را مطمئن می‌سازد که بتوانند اوراق بهادر خود را به راحتی به فروش برسانند و مشکلی از نظر نقد کردن اوراق بهادر خود نداشته باشند. از طرف دیگر وجود این بازار باعث ایجاد نقدینگی و جذابیت اوراق بهادر شده و سرمایه‌گذاران و صاحبان سرمایه‌های سرگردان را به سوی بازارهای مالی می‌کشانند.

تعیین قیمت در این بازار راهنمایی برای به جریان افتادن وجوه به سمت شرکت‌هایی که سوددهی و ریسک گمرکی دارند، می‌باشد. بنابراین بازار ثانویه می‌تواند تخصیص مطلوب و بهینه منابع را در بازار اولیه به درستی صورت دهد. با توجه به خصوصیاتی که برای بازار ثانویه بر شمردیدم، می‌توان انتظار داشت که توجه به این بازار باعث ورود سرمایه در هر اندازه‌ای به بازار

می‌شود و عمیق شدن و گستره شدن بازار را به دنبال دارد. بنابراین گستره شدن و عمیق شدن این بازار راه را برای انجام یک عملیات بازار باز کارا باز می‌کند.

توصیه‌های سیاستی

متاسفانه قوانین مربوط به بازار ثانویه و بازار اوراق بهادر در کشور به صورتی متناقض تدوین شده‌اند. این قوانین از یک سو سعی بر گسترش اوراق بهادر اسلامی دارند و از سوی دیگر از ورود بانک مرکزی برای گسترش این ابزارها جلوگیری می‌کنند.^{۱۰}

استفاده از ظرفیت بازار ثانویه اولاً نیازمند حمایت دولت در زمینه قانونگذاری پولی و مالی است؛ ثانیاً توجه بیشتر دانشمندان اسلامی به مبانی نظری ابزارها و سیاست‌های پولی اقتصاد متعارف و تدوین ابزارها و سیاست‌های سازگار با شرع مقدس که از کارایی کافی برخوردار باشند و قدرت رقابت با ابزارهای ربوی را داشته باشند؛ ثالثاً دادن مجوز خرید و فروش اوراق بهادر اسلامی به بانک مرکزی، به نظر می‌رسد که با دادن این جواز به بانک مرکزی با مزیت‌هایی از قبیل گسترش اوراق بهادر اسلامی و در نتیجه عمق بخشی به بازار ثانویه، بوجود آمدن حس اعتماد عمومی نسبت به اوراق بهادر اسلامی و افزایش توان بانک مرکزی در انجام سیاست پولی با استفاده از عملیات بازار باز روبرو بشویم.

۱۰. به عنوان مثال در قانون بودجه سالهای اخیر میتوان چندین نمونه از تناقضات مربوط به گسترش اوراق بهادر اسلامی را بیان کرد. در اینجا دو نمونه از قوانین قانون بودجه سال ۱۳۹۳ را آورده ایم:

الف. اسناد خزانه اسلامی از قابلیت داد و ستد در بازار ثانویه برخوردار است و سازمان بورس و اوراق بهادر باید ترتیبات انجام معامله ثانویه آنها را در بازار بورس یا فرابورس فراهم کند (قانون بودجه ۱۳۹۳ کل کشور، ص ۲۶، ۱۳۹۲).

ب. خرید و فروش این اوراق توسط بانک مرکزی جمهوری اسلامی ایران ممنوع است (قانون بودجه ۱۳۹۳ کل کشور، ص ۲۶، ۱۳۹۲).

منابع

۱. آریا، کیومرث، سیاست‌های پولی و ارزی؛ اولویت‌ها و گرایش‌ها، تهران: انتشارات کویر، چاپ اول، ۱۳۸۵.
۲. پیل‌بیم، کیث، تأمین مالی و بازارهای مالی، ترجمه حسین قضاوی، انتشارات پژوهشکدهی پولی و بانکی - بانک مرکزی ج.ا، چاپ اول، زمستان ۱۳۹۱.
۳. حقیقی، میثم، ۱۳۹۲ ش، «طراحی طراحی چگونگی ارتباط نظام بانکی با بازار سرمایه در چارچوب اقتصاد اسلامی»، پایان نامه کارشناسی ارشد، دانشگاه مفید.
۴. سلمان، سیدعلی، محصولات بازار سرمایه اسلامی: توسعه و چالش‌ها، ترجمه محمدمهدي عسکري، مصطفی زهتابيان و علی سعیدي، تهران: انتشارات دانشگاه امام صادق (ع)، چاپ اول، ۱۳۸۶.
۵. صالح‌آبادی، علی، بازارهای مالی اسلامی، تهران: انتشارات دانشگاه امام صادق (ع)، ۱۳۸۵.
۶. محمد رضا حاجیان و همکاران، بررسی ضرورت تدوین قانون بازار سرمایه در ایران، تهران: مؤسسه تحقیقات پولی و بانکی، پاییز ۱۳۷۷.
۷. عربی، هادی و معارفی، محسن، «بررسی مسائل گذار به ابزار غیرمستقیم پولی در کشورهای اسلامی(فقهی - اقتصادی)»، دوفصلنامه علمی پژوهشی جستارهای اقتصادی، س، ۷، ش ۱۳، ۱۳۸۹.
۸. مجتبهد، احمد و حسن زاده، علی، ۱۳۹۱، پول، بانکداری و نهادهای مالی، نشر جنگل، تهران، چاپ چهارم.
۹. موسویان، سیدعباس، «بررسی فقهی - اقتصادی بازار اقتصادی ثانویه سپرده‌های مدت‌دار در بانکداری بدون ربا»، تهران: مجموعه سخنرانی‌ها و مقالات نهمین سمینار بانکداری اسلامی(بررسی مبانی و بهبود روش‌ها در بانکداری اسلامی)، صص ۲۵۵-۲۷۵، ۱۳۷۷.
۱۰. موسویان، سیدعباس، «بررسی فقهی - اقتصادی بازار اقتصادی ثانویه سپرده‌های مدت‌دار در بانکداری بدون ربا»، تهران: مجموعه سخنرانی‌ها و مقالات نهمین سمینار بانکداری اسلامی(بررسی مبانی و بهبود روش‌ها در بانکداری اسلامی)، صص ۲۷۵-۲۵۵، ۱۳۷۷.
۱۱. ———، «بررسی فقهی - اقتصادی ابزارهای جایگزین عملیات بازار باز و معرفی ابزاری جدید در بازار سرمایه»: نشریه تازه‌های اقتصاد، ۱۳۷۸، ش ۸۴.
۱۲. میرآخور، عباس، «نظریه نظام مالی اسلامی»، مقالاتی در اقتصاد اسلامی، ترجمه حسن گلریز، ۱۳۷۱.

۱۳. میرمطهری، سیداحمد، «بازار سرمایه و ابزارهای جدید تأمین مالی»، مجموعه سخنرانی‌ها و مقالات دوازدهمین همایش بانکداری اسلامی، تهران: انتشارات مؤسسه عالی بانکداری ایران، ۱۳۸۰.
۱۴. نظرپور، محمد نقی و خزائی، ایوب، ۱۳۹۱، «بررسی عملیات بازارهای ثانویه اوراق بهادر اسلامی (صکوک)»، مجموعه مقالات همایش چالشهای بازارهای مالی ایران و دیدگاه اقتصاد اسلامی، چاپ اول، انتشارات پژوهشکده اقتصاد دانشگاه تربیت مدرس.
۱۵. نظرپور، محمدنقی، ۱۳۹۲، عقد و اوراق استصناع (کاربردهای استصناع در بازارهای مالی اسلامی)، انتشارات دانشگاه مفید و سازمان مطالعه و تدوین کتب علوم انسانی (سمت)، چاپ اول.
۱۶. نودهی، محسن، «بررسی امکان طراحی اوراق مناسب عملیات شبه‌بازار باز، با استفاده از تجربه بانک‌های مرکزی جمهوری اسلامی ایران و سودان»، مجله علمی پژوهشی اقتصاد اسلامی، تهران: انتشارات پژوهشگاه فرهنگ و اندیشه، ش. ۳۰، ۱۳۸۷.
۱۷. هیبتی، فرشاد و نیکومرام، هاشم و رهنمای رودپشتی، فریدون، ۱۳۸۷، بازارها و نهادهای مالی، جلد اول، تهران، انتشارات دانشگاه آزاد اسلامی - واحد علوم و تحقیقات.
18. Lev Barvch "Toward a Theory of Equitable and Efficient Accounting policy" The Accounting Review, vol.63, No1, 1998, p 20.
19. Mohammad Obaidullah. "Ethics and Efficiency in Islamic Stock Market". International Journal of Islamic Financial services, volume3, No 2, 2002
20. Fachada, P (2001): "Inflation targeting in Brazil: reviewing two years of monetary policy; 1999-2000", Banco Central do Brasil working paper, no 25. Fraga, A (1999): "Monetary policy in a transition to a floating exchange rate: remarks on the recent Brazilian experience", in New Challenges for Monetary Policy, Jackson Hole conference, Federal Reserve Bank of Kansas City.

