

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

تاریخ دریافت: ۱۳۹۴/۱/۳۰

تاریخ پذیرش: ۱۳۹۴/۲/۳۱

محمدنقی نظریور*

روح اله عبادی**

چکیده

در میان ابزارهای سیاست پولی عملیات بازار باز به دلیل انعطاف پذیری بالا، سرعت و کارایی مناسب، اثر بخشی سریع، کنترل کامل بانک مرکزی بر حجم عملیات و نقش برجسته آنها در توسعه بازارهای مالی و تسهیل مدیریت بدهی بخش عمومی از اهمیت ویژه‌ای برخوردار هستند. بکارگیری این ابزار در سیستم بانک مرکزی ج.ا. ایران پس از تصویب قانون عملیات بانکداری بدون ربا 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 گسترده، عمیق و کارا ست و جهت سوم خرید و فروش برخی از اوراق بهادار 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 صاحب نظران مسائل بانکی وجود چنین ابزاری را برای مقابله با بحران های مقطعی و بهره گرفتن از آن برای سیاست گذاری و برنامه ریزی بلندمدت را ضروری می دانند. در این مطالعه به روش توصیفی و تحلیل محتوا با توجه به اهمیت استفاده از این ابزار جهت اعمال سیاست های پولی بانک مرکزی و عدم توسعه بازارهای ثانویه، فرضیه تحقیق مبنی بر «گسترش بازار ثانویه اوراق بهادار اسلامی، شرط موفقیت به کارگیری عملیات بازار باز توسط بانک مرکزی است» مورد بررسی قرار گرفت و نتایج حاصل از این مطالعه نشان می دهد یکی از راه هایی که می توان با استفاده از آن عملیات بازار باز را در کشور کارا، گسترده و از همه مهمتر مطابق ضوابط شرعی 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 شکل گیری بازار ثانویه برای آن وجود داشته باشد، میسر می شود.

واژگان کلیدی: بازار ثانویه، عملیات بازار باز، سیاست پولی، اوراق بانک مرکزی

طبقه بندی JEL: E52, E58, P49

mnnazarpur@gmail.com

ebadi.ro@gmail.com

* دانشجویار علوم اقتصادی، عضو هیات علمی دانشگاه مفید

** کارشناس ارشد علوم اقتصادی (نویسنده مسئول)

مقدمه

تبادل 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 کانال نرخ بهره به تعادل می-رسند. بنابراین در بخش پولی اقتصاد متعارف هم، بانک مرکزی به عنوان نهاد ناظر و مجری سیاست های پولی از ابزارهای مبتنی بر نرخ بهره برای به تعادل رساندن بخش پولی اقتصاد استفاده می-نماید. در نظام اسلامی، بانک مرکزی نمی-تواند ابزارهای پولی مبتنی بر نرخ بهره را به کار گیرد. از طرف دیگر کارکرد اوراق بهادار مبتنی بر نرخ بهره را پذیرفته، اما ابزارهای متعارف پسندیده نیست. بنابراین تنها با استفاده از ابزارهای غیر ربوی پولی نمی-توان اقتصاد را به تعادل رساند. برای رفع این مشکل در دهه های اخیر اندیشمندان و اقتصاددانان اسلامی تلاش بسیاری برای طراحی و کارآمد نمودن اوراق بهادار اسلامی و جایگزینی آنها با اوراق قرضه مبتنی بر نرخ بهره داشته اند، تا شاید بتوانند با استفاده از این اوراق از ابزار پولی عملیات بازار باز استفاده کنند. توجه به این نکته ضروری است که علی-رغم استفاده از این اوراق، به کارگیری آنها را برای استفاده در عملیات بازار باز با مشکلاتی از قبیل گسترده 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 بهادار 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 می-باشد.

از آنجایی که تنظیم و اعمال سیاست های پولی بانک مرکزی تأثیری عمیق و جدی بر کل ساختار اقتصادی کشور دارد، استفاده از اوراق بهادار اسلامی توسط بانک مرکزی جهت جایگزینی با ابزارهای سیاستی اقتصاد متعارف مستلزم کارآمد نمودن این ابزارها با بهره مندی از یک بازار ثانویه فعال است. بازار ثانویه می-تواند با گسترده تر کردن اوراق بهادار اسلامی در سطح جامعه و نیز عمق بخشی 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 کارآمد نمودن بازارهای ثانویه می-باشد. چرا که گسترش بازارهای مالی اسلامی می-تواند بانک مرکزی را در اعمال سیاست های پولی براساس اصول شرعی یاری نماید. در این مطالعه با طرح پرسش «آیا گسترش بازار ثانویه اوراق بهادار اسلامی، شرط موفقیت بکارگیری عملیات بازار باز توسط بانک مرکزی است؟»، به روش توصیفی و تحلیل محتوایی با استفاده از منابع معتبر،

فرضیه تحقیق مبنی 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 سیاست پولی 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 مرتبط ترین تحقیقات ارائه شده است:

- موسویان (۱۳۷۷)، در مقاله‌ای تحت عنوان «بررسی فقهی - اقتصادی بازار اقتصادی ثانویه سپرده‌های مدت‌دار در بانکداری بدون ربا» و به روش توصیفی - تحلیلی ضمن بیان نظریه سپرده‌های انتقال‌پذیر، یکی از مزایای این سپرده‌ها را امکان خریدوفروش 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 و کالت، امکان تشکیل بازار ثانویه برای سپرده‌ها امکان‌پذیر نیست و در پی آن امکان انجام سیاست پولی توسط بانک مرکزی میسر نخواهد شد. در پایان الگوی مطلوبی را برای بانکداری بدون ربا مطرح می‌کند که در آن به بیان امکان تشکیل بازار ثانویه برای سپرده‌ها براساس نظریه مشارکت اشاره می‌کند.

- موسویان (۱۳۷۸) در مقاله ای 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 بهادار 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 بانک‌های 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 دارایی‌های خود (به‌طور عمده اوراق بهادار) در بازارهای ثانویه می‌پردازد. اما در بسیاری از کشورهای در حال توسعه به علت عدم توسعه بازارهای سرمایه بانک‌های مرکزی نمی‌توانند 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»، بانک‌های 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.

- نظریه‌پور، خزائی (۱۳۹۱) در مقاله ای با عنوان «بررسی عملیات بازارهای ثانویه اوراق بهادار 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 کنند با استفاده از پتانسیل‌های بازارهای مالی اسلامی، می‌توان تا اندازه ای خلاء ناشی از حذف اوراق بهادار ربوی را با طراحی ابزارهای مالی پوشش داد.

- پدرو فاجادا و فراگا (۲۰۰۱)، در مقاله ای به نام «مدیریت بدهی دولتی و عملیات بازار باز در کشور برزیل» نشان دادند، پس از حرکت گسترده ی 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 بدهی‌های داخلی ارائه کردند. از جمله به افزایش متوسط دوره ی سررسید بدهی، افزایش سهم اوراق بهادار با نرخ ثابت در کل بدهیها و کاهش همزمان سهم اوراق بهادار دلاری و با نرخ بسیار کوتاه مدت و توسعه بازار ثانویه برای بدهیهای دولتی می‌توان اشاره نمود. این رهنمودها برای بدهیهای داخلی که به پشتوانه 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 25 کارگزار اولیه، که دوبار در سال از بین نهادهای مالی فعال تر در سیستم مالی انتخاب می‌شوند، انجام می‌دهد. 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 بهادار دولتی شرکت کنند.

بررسی مطالعات انجام شده نشان می‌دهد تاکنون مطالعات گسترده‌ای در خصوص نقش بازار ثانویه اوراق بهادار قابل انتشار در بازارهای مالی اسلامی و نحوه ارتباط آن با ابزارهای سیاست پولی بانک مرکزی صورت نپذیرفته است. عمده 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 پر قدرت را تغییر دهد. در حالی که آنچه گریبان‌گیر کشورهای در حال توسعه است عدم وجود و یا عدم تمهیک بازار ثانویه در آن کشورها می‌باشد. با توجه به تنوع انواع ابزارهای مالی متداول در بازارهای مالی دنیا که عمدتاً 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 برون 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

مهمترین اهداف سیاست‌های کلان اقتصادی ثبات قیمتها، رشد اقتصادی و سطح مطلوب اشتغال است. از آنجایی که دستیابی به این اهداف بطور مستقیم برای سیاستگذاران قابل حصول نمی‌باشد، لذا معرفی اهداف میانی و ابزارهای متناسب ضرورت دارد. در بیشتر کشورهای جهان مسئولیت اجرای سیاست پولی به عنوان بخش مهمی از سیاست اقتصادی دولت‌ها برعهده 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 وسیله آن، بانک مرکزی از راه خرید و فروش دارایی‌های خود و عمدتاً اوراق بهادار در بازار ثانویه، ذخیره پول پر قدرت را تغییر 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 جنبه های منفی تبلیغاتی یا روانی استفاده از دیگر ابزارهای پولی را در بر داشته باشد و در مقایسه با نسبت ذخیره قانونی، نداشتن آثار مالیاتی نسبت های ذخیره قانونی، در اکثر کشورهای توسعه یافته متداول بوده و از جذابیت زیادی برخوردار است (توتونچیان، ۱۳۷۵: ۳۵۳).

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

۲- **نرخ تنزیل مجدد:** بانک‌های تجاری اوراق بهاداری 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 نرخ های 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 درصدد کنترل حجم پول و نرخ بهره برمی آید، تا با سرعت بالا و بطور موثرتری بر مشکلات اقتصاد غلبه نماید.

معمولاً هنگامی از این ابزار استفاده می شود که دیگر روش های موجود برای گسترش اعتبارات آن هم با سرعتی که مورد نظر مسئولین پولی است از کارایی کافی برخوردار نباشد. کنترل مستقیم معمولاً به دو صورت تعیین حدود اعتباری و تعیین حداکثر نرخ بهره پرداختی به سپرده ها اعمال می گردد (توتونچیان ص ۳۵۴).

از آنجا که بانک مرکزی نمی تواند 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 انعطاف پذیری پایین استفاده این روش غیر ربوی محدود است.

در روش تعیین حداکثر نرخ بهره پرداختی بدون توجه به جزئیات قراردادهای و بازدهی واقعی عقود نرخ بهره را کنترل می کنند. از این رو در این روش نرخ سود در بیرون از بخش واقعی اقتصاد تعیین می شود، که با مبانی شرعی قراردادهای مغایرت دارد.

۴- نرخ ذخیره قانونی: بانکها ملزم به نگهداری قسمتی از سپرده های تودیع شده نزد بانک مرکزی هستند. این نسبت را نسبت ذخیره قانونی و میزان سپرده مسدود شده در نزد بانک مرکزی را سپرده قانونی می نامند (توتونچیان، ۱۳۷۵: ۳۴۸). با افزایش در ذخایر قانونی، مقدار سپرده ها به سطح معینی از پایه پولی کاهش یافته، به کاهش در عرضه پول منتهی می گردد. شاید مهمترین ویژگی ذخایر قانونی آن است که همه بانکها را به طور مساوی تحت تاثیر قرار می دهد 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 می گردد. تداوم استفاده از این ابزار موجب نااطمینانی بیشتر برای بانکها می شود و مدیریت نقدینگی آزاد را با مشکلات بیشتری مواجه می سازد (فرجی، ۱۳۸۹: ۱۹۶). با توجه به مشکلاتی که استفاده مکرر از این ابزار ایجاد می کند، در اکثر کشورها از این ابزار استفاده زیادی نمی شود.

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. (مجتهد و حسن زاده، ۱۳۹۱: ۳۱۴). 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 تحمیل 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 گسترده 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 بهادار اسلامی می‌توان ربوی بودن این اوراق را برطرف نمود، اما بسیاری از اوراق بهادار 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 فروشندگان می‌توانند به روشی متعارف و به قیمت‌های قابل قبول برای طرفین، اوراق بهاداری که دوره عرضه آن در بازار اولیه به اتمام رسیده را معامله کنند. وجود این بازار مشارکت‌کنندگان را مطمئن می‌سازد که می‌توانند اوراق بهادار 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 عبارت‌اند از:

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

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

ج- شرايطی بوجود می‌آورند که اوراق بهادار به سرعت به پول نقد تبدیل شوند و سرمایه‌گذاران پیوسته اوراق بهادار 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 بهادار، انتقال ریسک، درجه و قدرت نقدشوندگی اوراق بهادار، تجهیز و تخصیص بهینه منابع مالی، ارائه پیشنهادهاى سرمایه‌گذاری، کمک به شفافیت قیمتی و انتشار اوراق بهادار 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 شکل‌گیری نیازمند حمایت دولت و بانک مرکزی می‌باشد.

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

اندیشمندان مسلمان به منظور طراحی ابزارهای مالی اسلامی، مطالعات گسترده‌ای بر روی 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 بهادار 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 بازار های ثانویه فعال، گسترده 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 بهادار 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.

۳-۱. ظرفیت خرید و فروش پی در پی اوراق بهادار 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 مواقع نیاز به نقدینگی به آسانی نمی‌تواند دارایی خود را به پول نقد تبدیل کند؛ در صورتی که خریدار ابزار مالی به آسان می‌تواند با مراجعه به بازار بورس اوراق بهادار 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، مرابحه، 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 بهاداری که قبلاً منتشر شده مورد خرید و فروش قرار می گیرند. وجود این بازار مشارکت کنندگان را مطمئن می سازد که می توانند اوراق بهادار خود را به راحتی به فروش برسانند و مشکلی از نظر تبدیل به نقد کردن دارایی های مالی شان 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 بهادار وجود ندارد. همچنین در بازار ثانویه اوراق بهادار به قیمت روز و بر اساس عرضه و تقاضا معامله می شوند و تعیین قیمت در بازار ثانویه بر اساس عرضه و تقاضا در نوسان است و خریداران اوراق بهادار در بازار اولیه ریسک سرمایه گذاری (ریسک عملیاتی یا تجاری) زیادی را تقبل می کنند اما خرید اوراق بهادار از بازار ثانویه با توجه به عملکرد سرمایه گذاری گذشته و حال شرکت، از ریسک عملیاتی کمتری برخوردار است. همچنین وجود بازار ثانویه قدرت نقدشوندگی زیادی برای اوراق بهادار ایجاد می کند و تأمین مالی از طریق بازار اولیه مستلزم به کارگیری خدمات واسطه گری شرکت های کارگزاری است اما عرضه ثانویه اوراق بهادار در بازار ثانویه نیاز به رعایت تشریفات قانونی و الزامات ثبت و تشکیل پرونده نزد مرجع رسمی بازار سرمایه ندارد، این ویژگی ها سبب سهولت خرید و فروش به دفعات مکرر در این بازار نسبت به بازار اولیه می شود.

۲-۳. نقش بازار ثانویه در گسترش بازارهای مالی

یکی از راهکارهای تنوع بخشیدن به ابزارهای مالی، طراحی و پیاده سازی ابزارهای مالی جدید و تأمین مالی طرح های مختلف اقتصادی به وسیله آن می باشد. شیوه های متنوع و گوناگونی برای تأمین مالی طرح ها 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 این رو، ضروری است علاوه بر استفاده از تجربیات کشورهای موفق در زمینه ابزارسازی و تنوع بخشی به آن، بازارهای مالی و ارتباط آن ها با هم، متناسب با ساختار و مکتب اقتصادی جامعه شکل بگیرد و قبل از صدور مجوز برای ظهور و انتشار هر ابزار خاصی، جایگاه و کارکرد آن در بازار، به خوبی تبیین شود. زیرا هر ابزاری در بازارهای مالی پاسخگوی نیازهای ویژه ای می باشد. اهمیت بازارهای مالی در نظام مالی اسلامی نیز از این واقعیت ناشی می شود 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 عمده‌تاً براساس نرخ بهره کار کرده بنابراین در این بازارها نرخ بهره موقعیت دارایی‌ها و بدهی‌ها را تعدیل می‌کند (صالح آبادی، ۱۳۸۵: ۱۱). این موضوع سبب شده است تا متفکران 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 برخوردار 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 اصلی‌اش 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 بهادار 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 خریداران و فروشندگان یک دارایی را کاهش داده و با تلفیق تعداد زیادی معامله علاوه بر کاهش هزینه مبادلات، با کاهش هزینه جستجو و معامله سرمایه‌گذاران را برای خرید دارایی‌های مالی در بازارهای ثانویه تشویق می‌کنند. بازارهای ثانویه به صادرکننده اوراق بهادار 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 گسترده‌ی بازارهای مالی دارد.

۳-۳. نقش بازار ثانویه در کارآمدی بازار اولیه

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

۱۹۹۳: ۲۰). 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 (عبیدالله، ۲۰۰۲: ش ۲).

انتشار اطلاعات جدید در مورد سود یا ریسک فعالیت اقتصادی یک شرکت در بازار ثانویه با تغییر ارزش ذاتی اوراق تعدیل 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 تعدیل 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 به‌دست آوردن هیچ‌گونه بازده اضافی نخواهد شد (ساندر و میلون، ۲۰۰۷: ۲۵۲). کارایی قیمت‌گذاری زمانی اتفاق می‌افتد که کارایی عملیاتی^۴ وجود داشته باشد. هزینه بالای معاملات مانع از تعدیل 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. به‌عبارت 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 بهاداری نماید، چنانچه آن اوراق بهادار تاریخ سررسید داشته باشند، ناگزیر به نگهداری آن تا سررسید است و یا اگر اوراق بهادار فاقد تاریخ سررسید باشد - مانند سهام عادی، سهام ممتاز یا اوراق قرضه دولتی بدون

1. Allocatinal Efficiency
2. Pricing Efficiency
3. Informational Efficiency
4. Operational Efficiency

سررسید - ناگزیر به نگهداری آن تا پایان عمر است. در چنین مواردی، خرید اوراق بهادار 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 بهادار 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 بهادار از خود نشان نمی‌دهند بلکه انتظار بازدهی نسبتاً زیادی را به خاطر پوشش ریسک ناشی از عدم نقدینگی دارایی‌های مالی دارند. میزان توسعه یافتگی 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 بهادار در بازار اولیه تسهیل شده و دارندگان این اوراق می‌توانند بدین وسیله به وجوه 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 وجوه 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 بهادار، 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 بهادار 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 حیث 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 نباشند 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.

۴-۱. ورود بانک مرکزی و اعمال سیاست های 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 این رو اجرای عملیات بازار باز از طریق خرید و فروش اوراق قرضه که بر نرخ بهره مبتنی است، مطلقاً کاربردی نداشته و از مجموعه ابزارهای سیاستگذاری حذف و بانک مرکزی را ناگزیر به 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 بهادار 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 وجوه و منابع لازم را در اختیار بانک‌های اسلامی بگذارند و با توجه به اینکه، ضرورت نقش رهبری‌کننده‌ی 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 بپردازند و به طور کلی، بر این بازارها نظارت کنند و در صورت نیاز، در این بازارها اقدام به اعمال سیاستگذاری نمایند.^۵

ورود بانک مرکزی باعث افزایش اعتبار و رونق بازارهای مالی می‌گردد. متقابلاً توسعه‌ی بازارهای مالی و وجود بازارهای ثانویه پیشرفته 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 اجراکننده-ی 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 وجوه در اقتصاد، از طریق عملیات بازار باز، در بازار ثانویه اوراق بهادار، 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 بهادارمانند اوراق استصناع، مراحه 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 در صورت گسترش بازار ثانویه اوراق بهادار 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 بهادار، 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 توسعه‌یافته، 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 بدهی 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 به‌طور معمول بازار مالی عمیق و گسترده‌ای ندارند، بانک‌های مرکزی نمی‌توانند از بازار ثانویه استفاده کنند. بنابراین، در برخی از این کشورها دست‌کم 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 بدین 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، جمع‌آوری و بازخرید 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 کشورهاست. از طرفی با توجه به اهمیتی که برای عملیات بازار باز شمردیم این کشورها نمی‌توانند از این ابزار مهم (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 بدهی»^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 مرابحه، 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 انبساطی پولی در این بازار، اقدام به خرید ابزارهای موجود در این بازار (مثلاً از طریق صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک) نماید و بالعکس، در مواقعی 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 دنبال 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 اسناد 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 سررسید، اوراق را به همان قیمت اسمی خریداری می‌کند، در حالی که سود اوراق تا زمان قبل از سررسید کمتر می‌شود. (حقیقی، ۱۳۹۲: ۱۶۵).

بنابراین بانک مرکزی با هدف مدیریت نقدینگی وجوه و نظارت 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 بهادار اسلامی (غیر قرضه‌ای) در عملیات بازار باز

تاکنون اوراق متعددی مانند «اوراق مضاربه دولتی»، «اوراق مشارکت دولتی»، «اوراق اجاره» و «اوراق خرید نسبه» 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 تامین 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 زمان‌بر 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 اجرا کند. 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 بهادار 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 می تواند از طریق عملیات بازار باز، تمام یا بخشی از اوراق بهادار را بسته به موقعیت های 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 نمی افتد. 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 می دهد 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 می آید که با مراجعه 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 بهادار در بخش های مختلف اقتصادی با سرسیدهای متفاوت و با تنوع وسیعی منتشر شده باشد و همواره همزمان با فرارسیدن سرسیدها، اوراق دیگری منتشر شود تا با جایگزینی برخی نسبت به دیگری، استمرار سیاست گذاری ممکن گردد و بانک مرکزی بتواند با محاسبه تفاضل خرید و فروش ها، میزان نقدینگی لازم در جامعه را با سیاست های انقباضی یا انبساطی به خوبی کنترل کند. (نظریور، ۱۳۹۲، ۲۹۲)

اوراقی که بخواهند در یک نظام پولی اسلامی برای عملیات بازار باز طرح و پیشنهاد گردند لازم است برای موفقیت ملاک های زیر را داشته باشند:

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

مهم ترین اصلی که در طراحی این اوراق می بایست مورد توجه قرار گیرد، تطابق کامل این اوراق با موازین شرعی است. سازگاری این اوراق با شریعت اسلام از مهمترین دغدغه های بانک مرکزی ج.ا.ایران و نیز سایر اقتصاددانان مسلمان بوده است. تطابق با موازین شرعی این اوراق را می توان از سه جهت مورد بررسی قرار داد.

الف. ماهیت عقود: اوراقی که طراحی می شوند 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 گونه ای باشد که شبهه صوری یا ربوی بودن در آن نباشد. سود مهم ترین 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 نیز با تردیدهایی اساسی همراه خواهد بود. از این رو 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 باشند، چرا که باعث می شود دارایی های بانک مرکزی که یک سرمایه عمومی است به خطر بیافتد. (۱) نقدشوندگی کافی: (۳)

معمولاً دارایی هایی که سررسید نسبتاً کوتاهی دارند یا دارایی هایی 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 بهادار به کار گرفته شده در بازار باز را ندارد و دارایی هایی که به دلایلی، برای تحقق دیگر اصول مطلوب هستند ممکن است در پرتفوی قرار گیرند که با تغییرات سریع پرتفوی احتمالاً آن دارایی ها ثابت باقی می ماند. (۴) حفظ استقلال ابزاری بانک مرکزی:

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

(۵) انگیزه مناسب برای خریداران اوراق:

اوراق باید به گونه ای 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 ساده ای 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 قیمت های مختلفی به خود بگیرد (خوش اخلاق، ۱۳۹۱: ۷۶-۷۷).

با توجه به اصول بیان شده، هر اوراقی که طراحی می شود باید منطبق بر شرایط نظام پولی 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 نتیجه‌گیری

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 انعطاف پذیری 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 بدهی 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 بهادار 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 بهادار در ایران از گستردگی کافی برخوردار نمی‌باشد. بنابراین اوراق بهادار 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، گسترده 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 بهادار خود را به راحتی به فروش برسانند و مشکلی از نظر نقد کردن اوراق بهادار خود نداشته باشند. از طرف دیگر وجود این بازار باعث ایجاد نقدینگی و جذابیت اوراق بهادار شده و سرمایه‌گذاران و صاحبان سرمایه‌های سرگردان را به سوی بازارهای مالی می‌کشاند.

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

می‌شود و عمیق شدن و گسترده 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.

توصیه های سیاستی

متأسفانه قوانین مربوط به بازار ثانویه و بازار اوراق بهادار در کشور به صورتی متناقض تدوین شده‌اند. این قوانین از یک سو سعی بر گسترش اوراق بهادار 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 بهادار اسلامی به بانک مرکزی. به نظر می‌رسد که با دادن این جواز به بانک مرکزی با مزیت‌هایی از قبیل گسترش اوراق بهادار اسلامی و در نتیجه عمق بخشی به بازار ثانویه، بوجود آمدن حس اعتماد عمومی نسبت به اوراق بهادار 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 بهادار 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 بهادار 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.ا، چاپ اول، زمستان ۱۳۹۱.
۳. حقیقی، میثم، ۱۳۹۲ش، «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 محمدمهدی عسکری، مصطفی زهتابیان و علی سعیدی، تهران: انتشارات دانشگاه امام صادق (ع)، چاپ اول، ۱۳۸۶.
۵. صالح‌آبادی، علی، بازارهای مالی اسلامی، تهران: انتشارات دانشگاه امام صادق (ع)، ۱۳۸۵.
۶. محمدرضا 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. مجتهد، 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 ۲۵۵-۲۷۵، 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 بهادار 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. هبیتی، 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.

