فصلنامه علمی _ترویجی اقتصاد و بانکداری اسلامی، شماره بیست و دوم، بهار۱۳۹۷- صفحات ۱۵۳- ۱۳۱

آسیب‌شناسی انتشار اوراق مشارکت بانک مرکزی ج.ا.ایران

محمدنقی نظرپور[۱]
طیبه گل‌محمدی[۲]

تاریخ دریافت:۱۳۹۵/۰۵/۱۹ **تاریخ پذیرش:۱۳۹۶/۰۲/۲۴**

چکیده

بانک‌های مرکزی دنیا عموماً برای تنظیم بازار پول و نیل به اهداف پولی خود از ابزارهایی همچون عملیات بازار باز، تغییر سطح سپرده‌های قانونی و تغییر نرخ تنزیل استفاده می‌کنند. دخالت بانک مرکزی در بازار اوراق‌قرضه و خزانه دولتی و خرید و فروش این اوراق، به منظور تنظیم پایه پولی و حجم پول پرقدرت متناسب با نیازهای نقدینگی اقتصاد در شرایط رکود و رونق را عملیات بازار باز[۳] می‌گویند. باتوجه به این‌که بانک مرکزی ج.ا.ایران در سال‌های گذشته با انتشار اوراق مشارکت خود، در قالب عملیات شبه بازارباز[۴] به کنترل نقدینگی پرداخت، شایسته است این اوراق از نظر فقهی و اقتصادی مورد بررسی قرار گیرد. سوال اصلی مقاله حاضر این است که انتشار اوراق مشارکت بانک مرکزی جمهوری اسلامی ایران با چه آسیب‌ها و چالش‌هایی مواجه است؟ براین اساس مقاله پیش‌روکه ماهیت تحلیلی- توصیفی دارد، به‌دنبال بررسی این فرضیه است که اوراق مشارکت بانک مرکزی از نظر فقهی و اقتصادی با چالش‌هایی مواجه است. نتایج مقاله حکایت از آن دارد که، مهم‌ترین آسیب این اوراق در بعد فقهی ابهام در تحقق عقد شرکت می‌باشد و در بعد اقتصادی تحقق سیاست خنثی‌سازی و هزینه‌بر بودن انتشار اوراق مشارکت جهت اجرای عملیات شبه بازار باز می‌باشد.

واژگان‌کلیدی: اوراق مشارکت بانک مرکزی، تأمین مالی، سیاست پولی.
طبقه‌بندی JEL: K22،G12

---

۱. دانشیار دانشکده اقتصاد و علوم سیاسی دانشگاه مفید nazarpur@Mofidu.ac.ir
۲. دانشجوی کارشناسی ارشد علوم اقتصادی Ta.g_mohamadi@yahoo.com

3.Open Market Operation
4.Open Market Type Operation

[Downloaded from mieaoi.ir on 2025-12-16]

مقدمه

عملیات بازار باز از ابزارهای کارآمد بانک‌های مرکزی است که با آن می‌توانند نسبت به تنظیم و کنترل نقدینگی اقدام نمایند. از آن‌جاکه از یک‌سو عملیات بازار باز برخرید و فروش اوراق مبتنی بربهره استوار است و امکان بکارگیری آن در نظام اقتصادی اسلام وجود ندارد و از سوی دیگر نمی‌توان از کارکردهای این اوراق برای اعمال سیاست پولی انبساطی و انقباضی چشم‌پوشی نمود لازم است بانک مرکزی ج.ا.ایران ابزارهای جایگزینی را تدارک ببیند تا بتواند از کارکردهای مطلوب عملیات بازار باز استفاده نماید. برای اولین بار، براساس ماده ۹۱ قانون برنامه سوم توسعه به بانک مرکزی اجازه داده شد با تصویب شورای پول و اعتبار، از اوراق مشارکت بانک مرکزی استفاده نماید. بدین‌منظور در سال ۱۳۷۹ بانک مرکزی ج.ا.ایران با اخذ مجوز از شورای پول و اعتبار با هدف توسعه و بسط عملیات شبه بازار باز و اجرای سیاست‌های پولی از حیث مدیریت نقدینگی اقدام به انتشار اوراق مشارکت کرد. انتشار اوراق مشارکت توسط بانک مرکزی که اصطلاحاً عملیات شبه بازار باز(OMTO) نامیده می‌شود؛ از شیوه‌های مکمل و در مواردی جایگزین عملیات بازار باز(OMO) توسط بانک مرکزی است. انتشار اوراق مشارکت بانک مرکزی به منظور توسعه و بسط عملیات شبه بازار باز و اجرای سیاست‌های پولی از حیث مدیریت نقدینگی را باید امری پسندیده در اقتصاد قلمداد نمود. در سال‌های گذشته باتوجه به این‌که بانک مرکزی در قالب عملیات شبه بازار باز به کنترل نقدینگی پرداخته است، لازم است اوراق مشارکت این بانک افزون بر عدم مشکل شرعی در مراحل گوناگون عملیات از کارایی اقتصادی نیز برخوردار باشد.حال این پرسش به ذهن متبادر می‌گردد که انتشار اوراق مشارکت بانک مرکزی جمهوری اسلامی ایران با چه آسیب‌ها و چالش‌هایی مواجه است؟ مقاله پیش‌روکه ماهیت تحلیلی- توصیفی دارد به دنبال بررسی این فرضیه است که اوراق مشارکت بانک مرکزی از نظر فقهی و اقتصادی با چالش‌هایی مواجه است. نتایج مقاله حکایت از آن دارد که، مهم‌ترین آسیب این اوراق در بعد فقهی ابهام در تحقق عقد شرکت می‌باشد و در بعد اقتصادی تحقق سیاست خنثی‌سازی و هزینه بر بودن انتشار اوراق مشارکت جهت اجرای عملیات شبه بازار باز می‌باشد.

در پژوهش حاضر پس از بیان پیشینه تحقیق و تجربه کشورها، به‌طور اجمالی به تعریف و سازوکار عملیات شبه بازار باز اشاره می‌شود. در ادامه به‌طور اجمالی به انتشار اوراق مشارکت به‌عنوان ابزار سیاست پولی در اقتصاد ایران و ارزیابی اوراق مشارکت بانک مرکزی ج.ا.ایران به‌عنوان ابزار سیاست عملیات شبه بازار باز می‌پردازیم. در بخش‌های پایانی به واکاوی آسیب‌ها و چالش‌های فقهی و اقتصادی موجود در اوراق مشارکت بانک مرکزی ج.ا.ایران و جمع‌بندی و نتیجه‌گیری می‌پردازیم

[Downloaded from mieaoi.ir on 2025-12-16]

۱. پیشینه تحقیق

انتشار اوراق مشارکت توسط بانک مرکزی ابزاربسیار مهمی درجهت اجرای سیاست‌های پولی می‌باشد و به منظور تنظیم پایه پولی و حجم پول پرقدرت متناسب با نیازهای نقدینگی اقتصاد در شرایط رکود و رونق کاربرد مناسبی خواهد داشت. انتشار این اوراق سبب شده است تحقیقاتی در این زمینه صورت بگیرد. در این زمینه می‌توان به تحقیقات زیر اشاره کرد.

۱.موسویان(۱۳۷۸) در مقاله‌ای تحت عنوان بررسی فقهی- اقتصادی ابزارهای جایگزین عملیات بازار باز و معرفی ابزار جدیدی در بازار سرمایه با شیوه تحلیلی- توصیفی به بررسی ماهیت سیاستگذاری پولی و به ویژه عملیات بازار باز می‌پردازد. در این پژوهش تلاش می‌گردد تا ضمن بررسی تجربه سیاست‌گذاری پولی پس از تصویب قانون عملیات بانکی بدون ربا(با تأکید بر اوراق مشارکت)، اصول اسلامی قابل توجه در طراحی اوراق بهادار مورد تبیین واقع شود. یافته‌های این پژوهش نشان می‌دهد امکان طراحی ابزارهای اسلامی جهت عملیات بازار باز وجود دارد.

۲.نودهی(۱۳۸۶) در پایان‌نامه‌ای با موضوع بررسی فقهی و اقتصادی اوراق مشارکت به‌عنوان ابزار سیاست پولی با تأکید بر اوراق مشارکت بانک مرکزی ج.ا.ایران با شیوه استنادی و مصاحبه، جایگاه عملیات بازار باز در سیاست پولی، جایگاه اوراق بانک مرکزی در عملیات بازار باز، سابقه عملیات بازار باز در ایران و بررسی فقهی تجربه کشور ایران و سودان در طراحی اوراق بانک مرکزی را مورد ارزیابی قرارداده است. در این پژوهش بیان شده است مهم‌ترین مشکل در استفاده از اوراق بانک مرکزی در عملیات شبه بازار باز ابهامات شرعی این اوراق می‌باشد. سپس پیشنهادهایی برای تسریع در گذار به ابزار غیرمستقیم پولی و استفاده از عملیات شبه بازار باز در ج.ا.ایران ارائه شده است.

۳.نودهی(۱۳۸۷) در پژوهشی امکان طراحی اوراق مناسب عملیات شبه بازار باز را با استفاده از تجارب بانک مرکزی ج.ا.ایران و سودان با شیوه تحلیلی- توصیفی مورد بررسی قرار داده است. در این مقاله با استفاده از تجربه کشورهای اسلامی چند اوراق کارآمد و فاقد محذور شرعی برای اجرای عملیات بازار باز معرفی شده است.

۴.موسویان و سروش(۱۳۹۰) در مقاله‌ای تحت‌عنوان آسیب‌شناسی فقهی، اقتصادی و مالی انتشار اوراق مشارکت در ایران با شیوه پیمایشی و تحلیل سلسله مراتبی به بررسی عملکرد اوراق مشارکت در ایران می‌پردازد. بررسی عملکرد انتشار اوراق مشارکت نشان می‌دهد اگرچه اهداف اولیه مورد نظر در زمینه مشارکت عمومی در سرمایه‌گذاری‌ها، تأمین مالی طرح‌های عمرانی دولت، تأمین مالی طرح‌ها و پروژه‌های بنگاه‌های خصوصی و مدیریت نقدینگی توسط بانک مرکزی تا حدودی تحقق

[Downloaded from mieaoi.ir on 2025-12-16]

یافته است؛ اما استفاده گسترده‌تر از این ابزار نیازمند آسیب‌شناسی همه‌جانبه و بازنگری دقیق آن می‌باشد

۵.میسمی(۱۳۹۴)در پژوهشی ضمن موضوع شناسی نظریه و تجربه عملیات بازار باز متعارف این الگو را از منظر فقه اسلامی با شیوه تحلیلی- توصیفی مورد بررسی قرار داده است. اصلی‌ترین یافته این پژوهش آن است که هرچند در چارچوب فقه اسلامی امکان استفاده از اوراق‌قرضه متعارف جهت عملیات بازار باز وجود ندارد، اما می‌توان انواعی از اوراق بهادار اسلامی را به‌عنوان ابزارهای جایگزین جهت استفاده سیاست‌گذاری پولی، پیشنهاد نمود.

۶.میسمی(۱۳۹۴)، در پژوهشی تحت عنوان آسیب‌شناسی اوراق مشارکت بانک مرکزی از دیدگاه فقهی و اقتصادی با شیوه تحلیلی- توصیفی، ضمن شناخت شیوه‌ی عملیاتی مورد استفاده جهت انتشار اوراق مشارکت بانک مرکزی در نظام بانکی کشور این شیوه را از دیدگاه فقهی و اقتصادی آسیب‌شناسی می‌کند. یافته‌ها حکایت از آن دارد: اول این‌که، اوراق مشارکت بانک مرکزی با چالش‌های گوناگون فقهی- اقتصادی روبه‌رو است و به همین دلیل بهترین گزینه آن است که بانک مرکزی برای انجام عملیات بازار باز، اوراق بهادار منتشر نکند و این عملیات را با استفاده از خرید و فروش اوراق بهادار دولتی در بازار ثانویه انجام دهد. دوم این‌که، اگر بانک مرکزی به هر دلیل (مثلاً نبود بازار ثانویه‌ی اوراق بهادار دولتی) در کوتاه‌مدت به انتشار اوراق بهادار در بازار اولیه مجبور شود، باز هم اوراق مشارکت بهترین گزینه نیست و می‌توان از سایر اوراق بهادار اسلامی (مانند صکوک اجاره) استفاده نمود که با ویژگی‌های ابزارهای عملیات بازار باز سازگارتر است.

۷.میثمی و ندری(۱۳۹۴) در پژوهشی تحت عنوان عملیات بازار باز با اوراق بهادار دولت و بانک مرکزی ماهیت عملیات بازار باز در بانکداری متعارف را مورد بررسی قرار داده و دو شیوه استفاده از اوراق بهادار دولت و اوراق بهادار بانک مرکزی جهت این عملیات با یکدیگر مقایسه می‌نماید. علاوه بر این تجربه انتشار اوراق مشارکت بانک مرکزی را مورد بررسی و تحلیل قرار می‌دهد. نتایج این تحقیق که با شیوه تحلیلی- توصیفی به دست آمدند حاکی از آن است که اوراق مشارکت بانک مرکزی که تاکنون به عنوان تنها ابزار عملیات بازار باز توسط بانک مرکزی اجرا شده است با ماهیت این عملیات سازگاری ندارد.

۸.میشکین(۲۰۱۳)درکتاب اقتصاد پول، بانکداری و بازارهای مالی(با ترجمه و اضافات حسین قضاوی) اشاره‌هایی به ابزارهایی سیاست‌های پولی، سیاست‌های پولی در انطباق با اقتصاد ایران داشته است.

بررسی مطالعات پیشین نشان می‌دهد مطالعه‌ی مخصوصی درباره‌ی آسیب‌شناسی فقهی و اقتصادی اوراق مشارکت بانک مرکزی ج.ا.ایران به‌ویژه اوراق مشارکتی که در سال ۱۳۹۲ منتشر

[Downloaded from mieaoi.ir on 2025-12-16]

گردید، انجام نپذیرفته است. پژوهش حاضر در صدد است چالش‌های فقهی و اقتصادی اوراق مشارکت بانک مرکزی ج.ا.ایران را مورد بررسی قرار دهد.

۲. تعریف و سازوکار عملیات شبه بازار باز

در نظام بانکداری متعارف، بانک‌های مرکزی برای مداخله غیرمستقیم دربازار پول عموماً ازسه ابزار نسبت سپرده قانونی، نرخ تنزیل و عملیات بازار باز(OMO) استفاده می‌کنند. در حالی‌که تأثیرگذاری این ابزارها بر متغیرهای حجم پول و نرخ بهره بازار قطعی است، لیکن در طی زمان اهمیت آن‌ها در سیاست‌گذاری پولی فراز و فرودهایی داشته است. در حال حاضر مهم‌ترین ابزاری که در کشورهای توسعه یافته و درحال توسعه جهت سیاست‌گذاری پولی استفاده می‌شود عملیات بازار باز می‌باشد. در واقع هرچند عملیات بازار باز در مقایسه با دو ابزار سنتی دیگر طول عمر کوتاه‌تری در ادبیات سیاست‌گذاری پولی دارد، اما به دلیل مزایای برجسته خود، از کاربرد وسیعی در مداخلات روزانه بانک‌های مرکزی در بازارهای مالی کشورهای توسعه یافته و در حال توسعه برخوردار گشته است(مشکین، ۲۰۱۳، ۱۵۶). بنابراین عملیات بازار باز از منظر عملیاتی، مهم‌ترین جزء سیاست‌گذاری پولی و بانکداری مرکزی به حساب می‌آید. از آن‌جا که از یک‌سو عملیات بازار باز برخرید و فروش اوراق مبتنی بر بهره استوار است و امکان به‌کارگیری آن در نظام اقتصادی اسلام وجود ندارد و از سوی دیگر نمی‌توان از کارکردهای این اوراق برای اعمال سیاست پولی انبساطی و انقباضی چشم‌پوشی نمود لازم است بانک مرکزی ج.ا.ایران ابزارهای جایگزینی را تدارک ببیند تا بتواند از کارکردهای مطلوب عملیات بازار باز استفاده نماید. انتشار اوراق مشارکت توسط بانک مرکزی که اصطلاحاً عملیات شبه بازار باز(OMTO) نامیده می‌شود؛ از شیوه‌های مکمل و در مواردی جایگزین عملیات بازار باز توسط بانک مرکزی است. در این بخش به طور اجمالی به تعریف و ساز و کار عملیات شبه بازار باز می‌پردازیم.

عملیات بازار باز سیاستی است که در آن بانک مرکزی از طریق خرید و فروش دارایی‌های خود و عمدتاً اوراق قرضه در بازار ثانویه پایه پولی خود را تغییر می‌دهد و اگر این خرید و فروش جهت کنترل نقدینگی در بازار اولیه شکل بگیرد به آن عملیات شبه بازار باز می‌گویند. برای عملیات شبه بازار باز به طور معمول از دو نوع اوراق دولتی[1] و اوراق بانک مرکزی[2] استفاده می‌شود. در جایی‌که اوراق دولتی در عملیات شبه بازار باز استفاده می‌شود، دولت با هماهنگی بانک مرکزی بخشی از اوراق بدهی خود را برای هدف‌های کنترل نقدینگی منتشر می‌کند و آن را (خودش یا بانک مرکزی)

1. Government Securities
2. Central Bank Securities

[Downloaded from mieaoi.ir on 2025-12-16]

در بازارهای اولیه می‌فروشد و در جایی‌که بانک مرکزی از اوراق بدهی خودش در این عملیات استفاده کند، بانک مرکزی به‌طور مستقل به انتشار اوراق بدهی و فروش آن در بازار اولیه اقدام می‌کند(نودهی،۱۳۸۷، ص۱۷۷).

در چارچوب سیاست پولی غیرمستقیم، عملیات بازار باز ابزار اصلی بانک مرکزی است که با دیگر ابزار نظیر اعتبارات بانک مرکزی به بانک‌های تجاری و ذخایر قانونی پشتیبانی می‌شود. در کشورهایی که دارای بازارهای مالی توسعه یافته هستند بانک مرکزی از اوراق دولتی و غیردولتی در بازار ثانویه استفاده می‌کند. بانک مرکزی با خرید اوراق قرضه دولتی و غیردولتی از بانک ها و مردم، اسکناس و مسکوک و ذخایر بانکی بیشتری به جریان می اندازد و در نتیجه پایه پولی و به تبع آن حجم نقدینگی افزایش می‌یابد. اما در کشورهای در حال توسعه که معمولاً بازار مالی عمیق و گسترده‌ای ندارند، بانک‌های مرکزی نمی‌توانند از بازار ثانویه استفاده کنند(نودهی،۱۳۸۶، ص۶۳).

عدم وجود بازار پول کارآمد به این مفهوم نیست که معاملاتی که دارای آثار مشابه عملیات بازار باز هستند نمی‌توانند به مرحله اجرا درآیند. آثار چنین عملیاتی به‌وسیله گسترش و هدایت معاملات در بازارهای اولیه برای اوراق بهادار کوتاه مدت می‌تواند تجلی پیدا کند. اوراق مزبور که به قیمت بازار خرید و فروش می‌شوند می‌توانند به‌وسیله خود بانک مرکزی یا دولت منتشر شوند. حال این سؤال مطرح می‌شود که اوراق مورد نظر بهتر است توسط بانک مرکزی منتشر شود یا دولت؟ در این رابطه ارجحیت با انتشار اوراق دولتی است که سود آن توسط دولت پرداخت شود، ضمناً بانک مرکزی می‌تواند به عنوان نماینده دولت عمل کرده و اوراق دولتی را براساس معیارهای سیاست پولی که در برگیرنده نرخ‌های سود بازار می‌باشد منتشر نماید. این اوراق اگر برای اهداف پولی بکار رود دولت می‌بایست هرگونه مبلغ مازاد بر نیازهای برنامه‌ریزی شده خود را در بانک مرکزی سپرده‌گذاری نموده و از خرج کردن آن‌ها خودداری کند. در غیر این‌صورت باعث بی اثر شدن سیاست پولی مطلوب می‌گردد. در صورت وقوع چنین وضعیتی بهتر است بانک مرکزی به انتشار اوراق بهادار مربوط به خود اقدام نماید. این اوراق به‌صورت گواهینامه‌های سپرده نیز می‌توانند صادر شوند.

راه بهتر برای بانک مرکزی استفاده از دارایی‌های دولتی موجود در پرتفوی خویش است که شامل پیش پرداخت‌ها و اوراق مختلف بهادار می‌باشد. در این رابطه لازم است تضمین لازم برای آن پیش‌پرداخت‌ها ایجاد شود و در ضمن آن دسته اوراق بلندمدتی که غیرقابل انتقال هستند جایگزین اوراق قابل معامله گردند. بازده و سررسید دارایی‌های فوق ممکن است از جذابیت کافی برخوردار نبوده و نیازمند معامله مجدد باشند. به هر حال تا زمانی‌که بانک مرکزی دارای اوراق بهاداری است که آزادانه قابل معامله‌اند می‌تواند همیشه به انجام عملیات خرید مجدد کوتاه مبادرت نماید. توجه به این نکته حائز اهمیت است که بانک مرکزی می‌تواند قیمت بازار را بدون توجه به بازده و سررسید سهام

[Downloaded from mieaoi.ir on 2025-12-16]

ممتاز (مدت‌دار) تعیین نماید. بدون توجه به اوراق مورد استفاده، در عملیات شبه بازار، اوراق بهادار در بازارهای اولیه در یک قیمت توافقی به فروش می‌رسند. در ابتدا، این اوراق می‌بایست دارای سررسید کوتاه (حدوداً سه ماه) باشند. برخی از بانک‌های مرکزی اوراق آماده فروش منتشر می‌کنند، اما این امر نیازمند وجود قیمت اداری از پیش تعیین شده می‌باشد(لیندگرل،۱۳۸۷، ص ۱۲۵- ۱۲۴).

نظر به ممنوعیت ربا (بهره) در اسلام و الغای کارکرد آن در نظام اقتصاد اسلامی و به تبع آن حرمت به کارگیری ابزارهای مبتنی بر بهره، اوراق مشارکت بانک مرکزی جایگزین اوراق‌قرضه محسوب می‌شود. بنابراین بانک مرکزی می‌تواند با خرید و فروش این اوراق و انجام عملیات شبه بازار باز به تنظیم، کنترل و هدایت گردش پول و اعمال سیاست پولی بپردازد.

۳. تجارب کشورها در انجام عملیات شبه بازار باز

در کشورهای در حال توسعه که معمولاً بازارهای مالی کامل و گسترده‌ای ندارند، بانک‌های مرکزی نمی‌توانند از بازارهای ثانویه و عملیات بازار باز استفاده کنند. از طرف‌دیگر، با توجه به اهمیت عملیات بازار باز، این کشورها نمی‌توانند از این ابزار مهم چشم‌پوشی کنند. برخی از این کشورها تلاش کرده‌اند تا این عملیات را به‌گونه‌ای بازسازی کنند که با توجه به شرایط کشورشان، قابل انجام و از نظر اقتصادی نیز کارآمد باشد(نظرپور و حقیقی،۱۳۹۲،ص۲۶۶). بدین‌منظور در برخی از کشورها بانک مرکزی مستقیماً اقدام به انتشار اوراق بهادار خود جهت سیاست‌گذاری پولی نموده است.

صندوق بین‌المللی پول[1] در سال ۲۰۰۸ در تحقیقی تحت عنوان نظام اطلاعاتی ابزارهای سیاست پولی از بانک‌های مرکزی کشورهای مختلف خواست در رابطه با ابزارهای مورد استفاده خود جهت عملیات بازار باز اظهار نظر کنند. براساس یافته‌های این پژوهش، بیش از سی کشور[2] که عمدتاً از کشورهای در حال توسعه بودند به‌نحوی از اوراق بهادار بانک مرکزی جهت سیاست‌گذاری پولی استفاده می‌کردند(International Monetary Fund ,2008:121). در ادامه به‌طور اجمالی به تجربه کشور تایلند و سودان در انتشار اوراق بهادار بانک مرکزی جهت اجرای عملیات شبه بازار باز اشاره می‌شود.

---

1. International Monetary Fund

۲. آرژانتین، بوتسوانا، برزیل، شیلی، کرواسی، جمهوری چک، مقدونیه، مالزی، مکزیک، فیجی، جزایر ماکا، مغولستان، نیجریه، تایوان، تایلند، ونزوئلا، اسلونی، لهستان، پرو، آفریقای جنوبی، لهستان، جمهوری قرقیزستان، ایسلند، هنگ کنگ، کره، چین، قزاقستان، اسلونی، تایوان و....

[Downloaded from mieaoi.ir on 2025-12-16]

- تایلند

بانک مرکزی تایلند از سال ۲۰۰۳ به‌صورت جدی انتشار اوراق بهادار خود را در دستور کار قرار داده است و علت اصلی این امر ناکافی بودن بازار ثانویه اوراق بهادار دولتی اعلام شده است. به‌منظور انتشار این دسته از اوراق، بانک مرکزی تایلند ابتدا شرایط بازار پول را مورد ارزیابی قرار داده و با سنجش دقیق اوراق‌قرضه دولتی و سایر اوراق بهادار، نسبت به تعیین حجم عرضه، سررسید و در برخی موارد نرخ بهره اوراق، اقدام می‌ورزد(Hesse,2007:19). اوراق بانک مرکزی در سه‌قالب متفاوت منتشر می‌شود که عبارتند از: اوراق تنزیلی، اوراق‌قرضه با کوپن ثابت و اوراق‌قرضه با نرخ شناور. اوراق‌تنزیلی بدون کوپن بوده و به‌صورت تنزیلی به فروش می‌رسد و نرخ بهره آن براساس عرضه و تقاضای بازار شکل می‌گیرد. سررسید این اوراق می‌تواند یک‌هفته، پانزده‌روزه، یک‌ماهه، سه‌ماهه و شش‌ماهه باشد. نوع دوم دارای کوپن ثابت بوده و نرخ بهره آن از قبل و به صورت قطعی مشخص می‌باشد. این اوراق دارای سررسید یک‌ساله و دوساله می‌باشد. اوراق نوع سوم دارای نرخ بهره شناور بوده و در طول زمان نرخ آن تعدیل می‌شود. سررسید این اوراق دو یا سه ساله می‌باشد(Vithessonthi, 2014: 31).

بانک مرکزی تایلند در عمل توانسته است به شیوه‌ای صحیح میان عملیات بازار باز در بازار ثانویه و عملیات شبه بازار باز تعادل برقرار کند که این امر از دلایل موفقیت بانک مرکزی تایلند در دستیابی به اهدافش می‌باشد.

- سودان

بانک مرکزی سودان برای اجرای سیاست‌های پولی خود نیازمند ابزاری بود که بتواند نقدینگی را به‌طورمستمر و هفتگی و ماهانه مدیریت و کنترل کند. بنابراین اوراقی برمبنای شریعت اسلام طراحی شد و انتشار آن از سال ۱۹۹۸صورت گرفت. اوراق بانک مرکزی سودان، سندی است که برپایه سهام مشخصی از پرتفوی شامل دارایی‌های بانک مرکزی و وزارت مالیه سودان منتشر می‌شود. این اوراق دارای قیمت اسمی مشخص و نیز قیمت ارزش‌گذاری است که هر سه‌ماه اعلام می‌شود. این اوراق از طریق بانک مرکزی در کنترل نقدینگی مورد استفاده قرار می‌گیرد، به این صورت که هرگاه بانک مرکزی احساس کرد فعالیت‌های اقتصادی نیازمند نقدینگی است به خرید این اوراق از خریداران اقدام می‌کند و هنگامی که احساس کرد نقدینگی فراوان شده است اوراقی را که برای فروش دارد به میزان لازم عرضه می‌کند که طبیعتاً قیمتی را که بانک مرکزی برای فروش اوراق در هر زمان تعیین می‌کند، نقش مهمی را در خرید و فروش این اوراق ایفا می‌کند. یکی از ویژگی‌های مهم این اوراق طراحی خاصی است که برای سود این اوراق درنظر گرفته شده است؛

[Downloaded from mieaoi.ir on 2025-12-16]

بدین صورت که اولاً به این اوراق سودنقدی پرداخت نمی‌شود و سود به شکل افزایش در رأس‌المال است که به هنگام فروش اوراق به دارنده ورقه پرداخت می‌شود(نودهی،۱۸۲،۱۳۸۷).

۴. انتشار اوراق مشارکت بانک مرکزی به‌عنوان ابزار سیاست پولی در اقتصاد ایران

انتشار اوراق مشارکت بانک مرکزی به منظور توسعه و بسط عملیات بازار باز و اجرای سیاست‌های پولی از حیث مدیریت نقدینگی را باید امری پسندیده در اقتصاد دانست. قبل از انقلاب هیچ‌گونه اوراقی با هدف سیاست پولی و برای استفاده در عملیات بازار باز منتشر نگردید. از آن‌جایی‌که عملیات بازار باز بر بهره استوار است، انتشار اوراق مشارکت توسط بانک مرکزی که اصطلاحاً عملیات شبه بازار باز (OMTO) نامیده می‌شود؛ یکی از شیوه‌های مکمل و در مواردی جایگزین عملیات بازار باز توسط بانک مرکزی است. اولین اقدام قانونی برای مجوز انتشار اوراق مشارکت با هدف جذب نقدینگی در ماده ۹۱ قانون برنامه سوم توسعه(۱۳۷۹-۱۳۸۳) به گونه‌زیرلحاظ گردید:

به بانک مرکزی ج.ا.ایران اجازه داده می‌شود با تصویب شورای پول و اعتبار علاوه برمواد مندرج در بند۶ ماده۲۰ قانون عملیات بانکی بدون ربا مصوب ۱۳۶۲/۶/۸ از اوراق مشارکت بانک مرکزی ج.ا.ایران به شرط عدم مغایرت با قانون عملیات بانکی بدون ربا استفاده نماید.

به استناد به این ماده قانونی درسال ۱۳۷۹ بانک مرکزی ج.ا.ایران با اخذ مجوز از شورای پول و اعتبار با هدف توسعه و بسط عملیات بازار باز و اجرای سیاست‌های پولی، برای اولین بار در تاریخ اقتصاد به منظور کنترل حجم پول، اوراقی را تحت عنوان اوراق مشارکت بانک مرکزی منتشر و در بازارهای اولیه به فروش رساند و وجوه حاصل از آن را بلوکه نماید. بنابراین استفاده از عملیات بازار باز به سال ۱۳۷۹برمی‌گردد که منطبق با تعریف عملیات بازار باز بود که یک دارایی(اوراقی) به فروش رسیده و برحجم پول تأثیر گذاشته بود.

با توجه ابهام در مشروعیت این اوراق که چگونه این وجوه بلوکه می‌شود و در عین حال مشارکتی صورت می‌پذیرد، نمایندگان مجلس شورای اسلامی نسبت به فرایند انتشار و بکارگیری وجوه حاصل حساس شده و تغییراتی را در فرایند انتشار و نحوه تصویب اوراق مشارکت بانک مرکزی در قانون برنامه پنج‌ساله چهارم توسعه (۱۳۸۵-۱۳۸۹) ایجاد نمودند. مهم‌ترین تغییری که در این ماده قانونی نسبت به قانون برنامه سوم توسعه داده شده است، مشروط نمودن انتشار اوراق به مجوز مجلس شورای اسلامی می‌باشد.

بنابراین تا سال ۱۳۹۰، قوانین توسعه محمل قانونی لازم برای انتشار اوراق مشارکت بانک مرکزی را فراهم می‌نمودند. اما با توجه به این‌که در قانون برنامه پنجم توسعه (۱۳۹۰-۱۳۹۴)، ارائه

[Downloaded from mieaoi.ir on 2025-12-16]

مجوز به بانک مرکزی جهت انتشار اوراق تمدید نشد، عملاً محمل قانونی انتشار اوراق مشارکت بانک مرکزی از بین رفته است(موسویان، میسمی،۱۳۹۳).

بنابراین می‌توان بیان کرد اعتراض دستگاه‌های نظارتی به انتشار اوراق مشارکت بانک مرکزی در سال ۱۳۹۱ و ۱۳۹۲ به این دلیل می‌باشد که اوراق مشارکت بانک مرکزی دارای مبنای قانونی نمی‌باشند. از سال ۱۳۹۰ سال اول اجرای برنامه پنجم توسعه، انتشار اوراق مشارکت بانک مرکزی براساس برنامه پنجم توسعه امکان‌پذیر نمی‌باشد(روزنامه دنیای اقتصاد، ۱۳۹۲،ش۳۱۳۰). اگرچه ممنوعیت قانونی این اوراق قابل توجه است ولی این مقاله عمدتاً برابعاد فقهی و اقتصادی تاکید دارد. در ذیل گزارشی از اوراق مشارکت منتشر شده توسط بانک مرکزی از سال ۱۳۷۹ تا ۱۳۹۲ ارائه شده است.(ارقام به میلیون ریال)

ردیف	تاریخ انتشار	میزان انتشار	اوراق فروش رفته	اوراق فروش نرفته	درصد اوراق فروش نرفته از کل	اوراق سررسید شده	مدت به سال	سود علی الحساب	نرخ تورم سالانه	تاریخ سررسید
۱	۷۹/۱۲/۱۷	۸.۰۰۰.۰۰۰	۲.۹۱۶.۰۰۰	۵.۰۸۴.۰۰۰	۶۳.۵۵	۲.۹۱۶.۰۰۰	۰.۵	۱۹	۱۲.۶	۸۰/۰۶/۱۷
۲	۸۰/۰۵/۱۶	۳.۰۰۰.۰۰۰	۳.۰۰۰.۰۰۰	۰	۰	۳.۰۰۰.۰۰۰	۱	۱۷	۱۱.۴	۸۱/۰۵/۱۶
۳	۸۰/۰۶/۱۷	۳.۰۰۰.۰۰۰	۳.۰۰۰.۰۰۰	۰	۰	۳.۰۰۰.۰۰۰	۱	۱۷	۱۱.۴	۸۱/۰۶/۱۷
۴	۸۰/۱۰/۲۲	۲.۰۰۰.۰۰۰	۱.۹۵۹.۳۷۵	۴۰.۶۲۵	۲.۰۳	۱.۹۵۹.۳۷۵	۱	۱۷	۱۱.۴	۸۱/۱۰/۲۲
۵	۸۰/۱۲/۰۵	۲.۰۰۰.۰۰۰	۱.۴۸۴.۲۳۱	۵۱۵.۷۶۹	۲۵.۷۸	۱.۴۸۴.۲۳۱	۱	۱۷	۱۱.۴	۸۱/۱۲/۰۵
۶	۸۱/۰۵/۱۶	۵.۰۰۰.۰۰۰	۵.۰۰۰.۰۰۰	۰	۰	۵.۰۰۰.۰۰۰	۱	۱۷	۱۵.۸	۸۲/۰۵/۱۶
۷	۸۱/۰۶/۱۷	۳.۰۰۰.۰۰۰	۳.۰۰۰.۰۰۰	۰	۰	۳.۰۰۰.۰۰۰	۱	۱۷	۱۵.۸	۸۲/۰۶/۱۷
۸	۸۱/۱۰/۲۲	۵.۰۰۰.۰۰۰	۴.۶۵۰.۰۲۸	۳۳۹.۹۷۲	۶.۷۹	۴.۶۵۰.۰۲۸	۱	۱۷	۱۵.۸	۸۲/۱۰/۲۲
۹	۸۱/۱۲/۰۵	۵.۰۰۰.۰۰۰	۴.۴۰۴.۰۲۴	۵۹۵.۹۷۶	۱۱.۹۱	۴.۴۰۴.۰۲۴	۱	۱۷	۱۵.۸	۸۲/۱۲/۰۵
۱۰	۸۲/۰۵/۱۶	۵.۰۰۰.۰۰۰	۴.۹۸۶.۶۱۲	۱۳.۳۸۸	۰.۲۶	۴.۹۸۶.۶۱۲	۱	۱۷	۱۵.۶	۸۳/۰۶/۱۵
۱۱	۸۲/۰۶/۱۷	۳.۰۰۰.۰۰۰	۲.۹۸۶.۸۱۲	۱۳.۱۸۸	۰.۴۳	۲.۹۸۶.۸۱۲	۱	۱۷	۱۵.۶	۸۳/۰۶/۱۷
۱۲	۸۲/۱۰/۲۲	۵.۰۰۰.۰۰۰	۴.۶۱۰.۷۳۶	۸.۲۶۴ه۳۹	۷.۹۶	۴.۶۰۱.۷۳۶	۱	۱۷	۱۵.۶	۸۳/۱۰/۲۲
۱۳	۸۲/۱۲/۰۵	۴.۴۰۴.۲۰۴	۴.۰۷۴.۴۱۶	۳۲۹.۷۸۸	۷.۴۸	۴.۰۷۴.۴۱۶	۱	۱۷	۱۵.۶	۸۳/۱۲/۰۵
۱۴	۸۳/۰۴/۰۶	۵.۰۰۰.۰۰۰	۴.۹۹۸.۵۱۶	۱.۴۸۴	۰.۰۲	۴.۹۹۸.۵۱۶	۱	۱۷	۱۵.۲	۸۴/۰۴/۰۶
۱۵	۸۳/۰۵/۱۷	۴.۹۸۶.۶۱۲	۴.۸۷۹.۲۲۵	۱۰۷.۸۸۷	۲.۱۵	۴.۸۷۹.۲۲۵	۱	۱۷	۱۵.۲	۸۴/۰۵/۱۷
۱۶	۸۳/۰۶/۱۷	۲.۹۸۶.۸۱۲	۲.۹۵۱.۰۳۷	۳۵.۷۷۵	۱.۱۹	۲.۹۵۱.۰۳۷	۰.۷۵	۱۷	۱۵.۲	۸۴/۰۳/۱۷
۱۷	۸۳/۱۰/۲۲	۴.۶۰۱.۷۳۶	۴.۱۲۰.۰۲۶	۴۸۱.۷۱	۱.۰۴	۴.۱۲۰.۰۲۶	۱	۱۷	۱۵.۲	۸۴/۱۰/۲۲
۱۸	۸۳/۱۲/۰۵	۴.۰۷۴.۴۱۶	۳.۳۰۱.۴۹۴	۷۷۲.۹۲۲	۱۸.۹۷	۳.۳۰۱.۴۹۴	۱	۱۷	۱۵.۲	۸۴/۱۲/۰۵
۱۹	۸۴/۰۹/۱۹	۷.۵۰۰.۰۰۰	۵.۰۹۲.۹۱۴	۲.۴۰۷.۰۸۶	۳۲.۰۹	۵.۰۹۲.۹۱۴	۱	۱۵.۵	۱۰.۴	۸۵/۰۹/۱۹
۲۰	۸۴/۱۰/۲۲	۶.۰۰۰.۰۰۰	۳.۴۵۶.۱۸۶	۲.۵۴۳.۸۱۴	۴۲.۳۹	۳.۴۵۶.۱۸۶	۱	۱۵.۵	۱۰.۴	۸۵/۱۰/۲۲
۲۱	۸۴/۱۲/۰۶	۳.۳۰۰.۰۰۰	۲.۲۲۵.۶۶۰	۱.۰۷۴.۳۴۰	۳۲.۵۵	۲.۲۲۵.۶۶۰	۱	۱۵.۵	۱۰.۴	۸۵/۱۲/۰۶
۲۲	۸۵/۰۶/۱۹	۷.۵۰۰.۰۰۰	۶.۴۰۷.۱۲۵	۱.۰۹۲.۸۷۵	۱۴.۵۷	۶.۴۰۷.۱۲۵	۱	۱۵.۵	۱۱.۹	۸۶/۰۶/۱۹
۲۳	۸۵/۰۸/۱۳	۵.۰۰۰.۰۰۰	۴.۳۵۶.۱۴۲	۶۴۳.۸۵۸	۱۲.۸۷	۴.۳۵۶.۱۴۲	۱	۱۵.۵	۱۱.۹	۸۶/۰۸/۱۳
۲۴	۸۵/۰۹/۱۸	۵.۰۰۰.۰۰۰	۴.۵۷۶.۱۲۹	۴۲۳.۸۷۱	۸.۴۷	۴.۵۷۶.۱۲۹	۱	۱۵.۵	۱۱.۹	۸۶/۰۹/۱۸
۲۵	۸۵/۱۰/۲۳	۴.۰۰۰.۰۰۰	۲.۵۸۴.۸۹۴	۱.۴۱۵.۱۰۶	۳۵.۳۷	۲.۵۸۴.۸۹۴	۱	۱۵.۵	۱۱.۹	۸۶/۱۰/۲۳
۲۶	۸۵/۱۲/۰۵	۵.۰۰۰.۰۰۰	۴.۲۶۲.۷۵۴	۹۳۷.۲۴۶	۱۴.۷۴	۴.۲۶۲.۷۵۴	۱	۱۵.۵	۱۱.۹	۸۶/۱۲/۰۵
۲۷	۸۶/۰۳/۰۵	۷.۰۰۰.۰۰۰	۵.۲۰۴.۵۶۱	۱.۷۹۵.۴۳۹	۲۵.۶۴	۵.۲۰۴.۵۶۱	۱	۱۵.۵	۱۸.۴	۸۷/۰۳/۰۵
۲۸	۸۶/۰۵/۲۷	۵.۰۰۰.۰۰۰	۳.۸۵۸.۰۲۳	۱.۱۴۱.۹۷۷	۲۲.۸۳	۳.۸۵۸.۰۲۳	۱	۱۵.۵	۱۸.۴	۸۷/۰۵/۲۷
۲۹	۸۶/۰۶/۱۷	۷.۵۰۰.۰۰۰	۴.۳۹۶.۳۷۳	۳.۱۰۳.۶۲۷	۴۱.۳۸	۴.۳۹۶.۳۷۳	۱	۱۵.۵	۱۸.۴	۸۷/۰۶/۱۷
۳۰	۸۶/۰۷/۲۴	۵.۰۰۰.۰۰۰	۱.۸۶۹.۴۸۴	۳.۱۳۰.۵۱۶	۶۲.۶۱	۱.۸۶۹.۴۸۴	۱	۱۵.۵	۱۸.۴	۸۷/۰۷/۲۴

[Downloaded from mieaoi.ir on 2025-12-16]

۳۱	۸۶/۰۸/۱۲	۵.۰۰۰.۰۰۰	۲.۳۷۲.۲۳۴	۲.۶۲۷.۷۶۶	۵۲.۵۵	۲.۳۷۲.۲۳۴	۱	۱۵.۵	۱۸.۴	۸۷/۰۸/۱۲
۳۲	۸۶/۰۹/۱۷	۴.۵۰۰.۰۰۰	۲.۵۶۳.۴۹۸	۱.۹۳۶.۵۰۲	۴۳.۰۳	۲.۵۶۳.۴۸۹	۱	۱۵.۵	۱۸.۴	۸۷/۰۹/۱۷
۳۳	۸۶/۱۰/۲۲	۲.۵۰۰.۰۰۰	۱.۰۳۲.۷۹۲	۱.۴۶۷.۲۰۸	۵۸.۶۸	۱.۰۳۲.۷۹۲	۱	۱۵.۵	۱۸.۴	۸۷/۱۰/۲۲
۳۴	۸۶/۱۲/۰۵	۴.۲۵۰.۰۰۰	۱.۵۲۹.۷۰۰	۲.۷۲۰.۳۰۰	۶۴	۱.۵۲۹.۷۰۰	۱	۱۵.۵	۱۸.۴	۸۷/۱۲/۰۵
۳۵	۹۱/۰۷/۲۲	۲۵.۰۰۰.۰۰۰	۱۲.۴۵۹.۶۲۰	۱۲.۵۴۰.۳۸۰	۵۰.۱۶	۱۲.۴۵۹.۶۲۰	۱	۲۰	۳۰.۵	۹۲/۰۷/۲۲
۳۶	۹۱/۰۹/۰۵	۲۶.۷۰۷.۳۵۰	۲۶.۷۰۷.۳۵۰	۰	۰	۲۶.۷۰۷.۳۵۰	۱	۲۰	۳۰.۵	۹۲/۰۹/۲۵
۳۷	۹۱/۱۲/۱۲	۴۸.۲۹۲.۶۵۰	۷.۶۹۹.۹۵۰	۴۰.۵۹۲.۷۰۰	۸۴.۰۵	۷.۶۹۹.۹۵۰	۱	۲۰	۳۰.۵	۹۲/۱۲/۱۲
۳۸	۹۲/۱۱/۲۶	۳۰.۰۰۰.۰۰۰	۲۱.۹۳۴.۹۶۰	۸.۰۶۵.۰۴۰	۲۶.۸۸	۰	۰.۵	۲۳	۳۴	۹۲/۰۵/۲۶
	جمع کل	۲۸۹.۱۰۳.۷۸۰	۱۹۰.۹۰۳.۸۸۱	۹۸.۱۹۹.۸۹۹	۳۳.۹۶	۱۶۸.۹۶۸.۹۲۱				

مآخذ:پژوهشکده پولی و بانکی

همان‌طورکه در جداول مشاهده می‌شود، بانک مرکزی از سال ۱۳۷۹ تا پایان‌سال ۱۳۹۲ در ۳۸ نوبت بیش از ۱۹هزار میلیارد تومان اوراق مشارکت به فروش رسانده است. این اوراق دارای سررسیدهای یکساله و با نرخ‌های سودی معمولاً کمتر از نرخ تورم سالانه منتشر شده است. در سال‌هایی که نرخ تورم رو به افزایش بوده است، بین حجم اوراق منتشر شده و مبلغ فروش‌رفته تفاوت وجود دارد. مقایسه نرخ سود علی‌الحساب و نرخ تورم سالانه نشان می‌دهد نرخ سود واقعی این اوراق از سال ۱۳۸۶به بعد همواره منفی بوده است.

۵. ارزیابی اوراق مشارکت بانک مرکزی ج.ا.ایران به‌عنوان ابزار سیاست عملیات شبه بازار باز

اوراق مشارکت بانک مرکزی از جمله ابزارهای سیاست پولی جهت اجرای عملیات شبه بازار باز می‌باشد به‌طوری‌که با عرضه این اوراق؛ از حجم نقدینگی کاسته شده و وجوه جمع‌آوری شده نزد بانک مرکزی مسدود می‌گردد. بنابراین این اوراق تنها برای جمع‌آوری نقدینگی مازاد و مهار افزایش سطح عمومی قیمت‌ها منتشر می‌شود و منافع حاصل از آن در هیچ فعالیت اقتصادی سرمایه‌گذاری نمی‌گردد. از آن‌جایی که وجوه حاصله بایستی مسدود شود، لازم بود تا مشارکت، به غیر از آن صورت که در اوراق مشارکت دولتی بود مطرح شود. از نظر فقهی اوراق مشارکت بانک مرکزی این قابلیت را دارد که با استفاده از عقد مشارکت، ضمان و تنزیل هفت‌گونه طراحی گردد. در ذیل به طور اجمالی به آن‌ها می‌پردازیم.

۱.بانک مرکزی ج.ا.ایران برای این‌که این اوراق حقیقتاً اوراق مشارکت باشد اوراقی تحت عنوان اوراق سهم الشرکه ملی به شرح ذیل مطرح کرد: «دولت بابت بدهی‌های سررسید شده خود به بانک مرکزی پرتفویی از سهام و حقوق مالکیت در دارایی‌های مولد خود به بانک مرکزی وا می‌گذارد و معادل ارزش روز این اموال، بدهی‌های سررسید شده خود را تسویه می‌کند. بانک مرکزی می‌تواند در برابر مجموعه اموال پیش گفته اوراق سهم‌الشرکه منتشر کند به این لحاظ هر ورق گواهی

[Downloaded from mieaoi.ir on 2025-12-16]

سهم‌الشرکه نشان‌دهنده سهم مشخصی از مجموعه معینی از دارایی‌های انتقال یافته به بانک مرکزی است و دارندگان آن به نسبت سهم خود به‌طور مشاع در این پرتفوی سهیم خواهند بود»(اداره بررسی‌های اقتصادی بانک مرکزی ج.ا.ایران، اوراق سهم‌الشرکه،۱۳). بدین‌صورت در واقع بانک مرکزی بخشی از دارایی‌های تحویلی خود از دولت را فروخته است. اکنون دارندگان اوراق مالک آن دارایی‌ها بوده و بانک مرکزی نیز مالک این منابع است. زیرا با فروش آن دارایی‌ها این پول به تملک بانک مرکزی در می‌آید. حال بانک مرکزی به جهت اعمال سیاست پولی انقباضی می‌تواند منابع حاصل از فروش این اوراق را بلوکه نماید. دارندگان اوراق هم که سهامداران دارایی‌های بانک مرکزی محسوب می‌شوند نسبت به سهم خود از سود حاصل از دارایی‌های بانک سود دریافت می‌کنند. اگر این روند در عمل هم اتفاق بیفتد و بخشی از دارایی‌ها مولد دولت به ملکیت بانک مرکزی در آید به یک‌سئوال مهم پاسخ داده می‌شود و آن این‌که چگونه مشارکت تحقق می‌یابد در حالی‌که وجوه حاصله برای اعمال سیاست پولی باید بلوکه شود.

به نظر می‌رسد چارچوب نظری اوراق سهم‌الشرکه چارچوب درست و صحیحی از نظر فقهی باشد اما از آن‌جا که این اوراق مستلزم انتقال دارایی‌های دولت به بانک مرکزی بود این طرح با مخالفت سازمان مدیریت و برنامه‌ریزی کشور مواجه گردید و عملاً عملیاتی نشد. بانک مرکزی در راستای تدارک ابزاری برای اعمال سیاست پولی مجدداً تلاش کرد اوراق دیگری برای عملیات شبه بازار باز خود معرفی کند.

۱.اوراق سهم‌الشرکه طرح نخست عباس میرآخور نماینده سابق ایران در صندوق بین‌المللی پول (IMF)؛ انتشار اوراق توسط دولت برمبنای مشارکت مردم در دارایی‌های مولد خود و فروش اوراق و پرداخت وجوه به بانک مرکزی. در این طرح نیازی نیست دارایی‌های دولت به بانک مرکزی منتقل شود و بنابراین مخالفت سازمان مدیریت و برنامه‌ریزی کشور منتفی می‌شود؛ ولی منابعی را که دولت در قالب فروش سهم الشرکه خود بدست می‌آورد بابت بدهی خود به بانک مرکزی می‌پردازد و بانک مرکزی نیز وجوه حاصله را بلوکه نموده و به هدف انقباض در سیاست پولی دست می‌یابد.

۲.اوراق سهم‌الشرکه طرح دوم عباس میرآخور؛ انتشار اوراق توسط دولت برمبنای مشارکت مردم در دارایی‌های مولد دولت و دادن اوراق به بانک مرکزی جهت فروش آن. این طرح با طرح سابق ماهیتاً تفاوتی ندارد و صرفاً فروش این اوراق توسط بانک مرکزی صورت می‌پذیرد و عملاً بانک مرکزی هرمیزان که بتواند این اوراق را فروخته و وجوه حاصله را بلوکه می‌کند.

۳.اوراق مشارکت بانکی؛ اجازه‌ی انتشار اوراق مشارکت در پروژه‌های عمرانی به یک بانک تجاری داده شود مشروط به این‌که بانک مزبور معادل وجوه اوراق را بابت بدهی خود از محل کسب اعتبار

[Downloaded from mieaoi.ir on 2025-12-16]

از بانک مرکزی به بانک مرکزی تحویل دهد. این طرح هم تفاوت معنی‌داری با مورد سوم ندارد. تنها فروش اوراق توسط یک بانک تجاری و نه بانک مرکزی صورت می‌پذیرد.

۴.اوراق مشارکت در منفعت؛ انتشار اوراق برمبنای مشارکت مردم در منفعت حاصل از دارایی‌های مولد بانک مرکزی و دولت. در موارد گذشته دارایی به دارندگان اوراق واگذار می‌شد و مردم به تبع دارایی در منفعت دارایی هم سهیم می‌شدند؛ اما در این طرح مستقیماً منفعت این دارایی ها به جهت خرید این گونه سهم الشرکه را مالک می‌شوند .

۵.اوراق مشارکت به ضمیمه‌ی عقد ضمانت طرح عباس میرآخور؛ انتشار اوراق توسط دولت برمبنای مشارکت مردم در دارایی‌های مولد دولت و اعطا به‌عنوان وثیقه به مردمی که مایل به ضمانت بدهی دولت به بانک مرکزی هستند. در عقد ضمان شرط می‌شود که ضامن‌ها در صورتی بدهی دولت را ضمانت خواهند کرد که وثیقه‌ای در اختیار آن‌ها قرار گیرد، بانک مرکزی هم در ازای وجه‌الضمان دریافتی از اشخاص، بدهی دولت را تسویه می‌کند. اشخاص نیز همزمان با دریافت وثیقه و معادل ارزش روز آن وجه‌الضمان را به بانک مرکزی پرداخت می‌کند. از آن‌جایی که دولت منتشرکننده‌ی این اوراق است و آزادی عمل بانک مرکزی در اجرای سیاست پولی خود محدود است، بنابراین بانک مرکزی تغییرهایی در این ابزار پدید آورد تا دارایی‌ها به‌صورت وثیقه در اختیار بانک مرکزی قرار گیرد نه در اختیار مردم و خود بانک مرکزی منتشرکننده اوراق پیش‌گفته باشد.

اوراق مشارکت به ضمیمه عقد ضمانت با اصلاحات بانک مرکزی؛ تعیین برخی دارایی‌ها مولد دولت و اعطا به عنوان وثیقه به بانک مرکزی برای این‌که بانک مرکزی ضمانت بدهی‌های دولت به بانک مرکزی را نماید و انتشار اوراق توسط بانک مرکزی معادل دارایی‌های تحت وثیقه. در این حالت بانک مرکزی در یک زمان دورکن عقد را با هم برعهده خواهد داشت، از یک‌سو با سپردن وثیقه از جانب‌دولت، به‌صورت ضامن ملزم به پرداخت وجه‌الضمان است و از سوی‌دیگر به‌صورت مضمون‌له یا طلبکار ملزم به تسویه بدهی دولت در ازای وجه‌الضمان است. اما این طرح به لحاظ شرعی دارای اشکال است؛ از اشکال‌های مهم این طرح، غفلت کردن از احکام شرعی عقد رهن در طراحی این اوراق شده است. در این طرح، سود دارنده ورقه از فایده‌هایی که آن وثیقه (مشارکت در دارایی‌های مولد) دارد تأمین می‌شود که از نظر شرعی صحیح نیست[1].

۶.اوراق مبتنی برتنزیل؛ بانک مرکزی ج.ا.ا بابت قسمتی از مطالبات خود از دولت اوراقی به‌صورت اوراق بدهی دولت منتشر کند و کمتر از مبلغ اسمی، اوراق پیش‌گفته را به عموم جهت فروش

---

۱. چون خود اوراق در رهن است منفعت و سود حاصل از این اوراق از آن صاحب این اوراق است و نه گیرنده رهن. مگر اینکه وثیقه را در قالبی غیر از عقد رهن طراحی نمود.

[Downloaded from mieaoi.ir on 2025-12-16]

عرضه کند و در سررسید به نیابت از طرف دولت اوراق فروخته شده را بازخرید کند. تفاوت این دو مبلغ از محل سود متعلق به بدهی دولت، از دولت دریافت خواهد شد(نودهی،۱۳۸۷،ص۱۹۰-۱۹۵).

به‌رغم این‌که انتشار اوراق مشارکت بانک مرکزی صرفاً به روش تنزیل مجاز دانسته شد، شورای پول و اعتبار در اواخر سال ۱۳۷۹، انتشار اوراق مشارکت را برمبنای دارایی‌های بانک مرکزی تصویب و بانک مرکزی برای اولین بار در اسفندماه ۱۳۷۹ هشت هزار میلیارد ریال اوراق مشارکت با سررسید شش‌ماهه و نرخ سود علی‌الحساب ۱۹ درصد در سال با هدف مدیریت نقدینگی منتشر کرد. انتشار و عرضه اوراق مشارکت بانک مرکزی از جمله ابزارهای سیاست انقباضی و اجرای عملیات شبه بازار باز است، به طوری که با عرضه این اوراق از حجم نقدینگی که در قالب اسکناس و مسکوک در دست اشخاص و سپرده‌های دیداری و غیردیداری است، کاسته می‌شود. در بخش پایه پولی نیز انتشار این اوراق موجب افزایش بخش بدهی‌های بانک مرکزی و متعاقب آن کاهش بخش «خالص سایر اقلام پایه پولی»شده و در مجموع پایه پولی را کاهش می‌دهد؛ لذا در مجموع انتشار اوراق از دو طریق آنی و تاخیری (نقدینگی و پایه پولی) موجبات کاهش رشد نقدینگی را فراهم ساخته و سیاست‌گذار پولی را قادر می‌سازد به کنترل نقدینگی مبادرت ورزد.

۲. آسیب‌شناسی اوراق مشارکت بانک مرکزی ج.ا.ایران

هدف از انتشار اوراق مشارکت بانک مرکزی، توسعه و بسط عملیات شبه بازار باز و اجرای سیاست‌های پولی از حیث مدیریت نقدینگی است. بررسی عملکرد اوراق مشارکت بانک مرکزی نشان می‌دهد اگرچه اهداف اولیه طراحان اوراق تا حدودی محقق شده است، اما استفاده گسترده‌تر از این ابزار نیازمند آسیب‌شناسی همه‌جانبه و بازنگری دقیق آن است. بنابراین هدف این پژوهش آسیب‌شناسی اجمالی فقهی و اقتصادی اوراق مشارکت بانک مرکزی مطابق با فقه امامیه و قوانین و مقررات کشور می‌باشد تا با اصلاح آسیب‌ها، به گسترش این ابزار پولی کمک نماییم.

۷-۱. چالش‌های فقهی اوراق مشارکت

از زمان انتشار اوراق مشارکت بانک مرکزی سازگاری این اوراق با شریعت اسلام از مهم‌ترین دغدغه‌های بانک مرکزی و سایر اقتصاددانان مسلمان بوده است که بتوانند اوراقی را طراحی نمایند که ربوی نباشد. به نظر می‌رسد در بعد فقهی مهم‌ترین آسیب‌های اوراق مشارکت بانک مرکزی مربوط به ابهام در پرداخت تحقق اصل مشارکت و سود قطعی می‌باشد. در تعریف اوراق مشارکت بانک مرکزی آمده است؛ این اوراق از جمله ابزارهای سیاست پولی جهت اجرای عملیات شبه بازار باز می‌باشد به‌طوری‌که با عرضه این اوراق؛ از حجم نقدینگی کاسته شده و وجوه جمع‌آوری شده نزد بانک مرکزی مسدود می‌گردد.

[Downloaded from mieaoi.ir on 2025-12-16]

در بررسی فقهی این اوراق می‌توان گفت، اوراق مشارکت بانک مرکزی برخلاف اوراق مشارکت دولت، در طرح و پروژه خاص اقتصادی سرمایه‌گذاری نمی‌شود بلکه چنان‌چه در گزارش خود بانک آمده و مدت زمان سررسید یک‌ساله نیز اقتضا می‌کند این اوراق تنها برای جذب نقدینگی مازاد و مهار افزایش سطح عمومی قیمت‌ها منتشر می‌شود و منابع حاصل از آن در هیچ فعالیت اقتصادی سرمایه گذاری نمی‌شود، بنابراین، این اوراق ماهیت اوراق‌قرضه پیدا می‌کند و اگر سودی داشته باشد سود حاصل از سرمایه گذاری نیست و شبهه ربا پیدا می‌کند. پیرو مباحث مختلفی که مطرح گردید رئیس کل وقت بانک مرکزی جمهوری اسلامی ایران بیان داشت معادل فروش اوراق مشارکت بانک مرکزی، از محل سرمایه‌گذاری‌های خود را به صاحبان اوراق اختصاص داد و سود آن سرمایه‌گذاری‌هارا به آنان می‌پردازد و در مقابل پول خود بانک مرکزی را که قبلاً در سرمایه‌گذاری بکار رفته بود آزاد کرده و برای کنترل حجم پول بلوکه می‌کند (گزارش رئیس کل بانک مرکزی جمهوری اسلامی ایران، اشیبانی، روزنامه سرمایه،۱۳۸۵/۱۱/۲۶).

گزارش‌های بانک مرکزی نشان می‌دهد در سال‌های بعد از انقلاب انتشار و مبادله اوراق با کارکردهای اوراق مشارکت یا اوراق قرضه، متوقف شده بود. نخستین اوراق مشارکت طراحی شده در کشور در این دوره، در سال۱۳۷۳ بود که هدف عمده طراحی آن، یافتن راهکاری جایگزین برای «تامین مالی غیربانکی» عنوان شد. قانون نحوه انتشار برای این گروه از اوراق مشارکت، در سال ۱۳۷۶ به تصویب مجلس رسید و اوراق مشارکت از نوع «تأمین مالی» در اقتصاد کشور مجدداً به جریان افتاد. با این حال، معمولا بانک‌های مرکزی در جهان با خرید و فروش اوراق در بازار، اقدام به کاهش یا افزایش حجم نقدینگی می‌کنند، سیاستی که تحت عنوان «عملیات بازار باز» از آن یاد می‌شود. بانک مرکزی ایران نیز در این سال‌ها در تلاش بود که با تعریف و اضافه کردن چنین کارکردی برای اوراق مشارکت، اقدام به «مدیریت نقدینگی» کند، اما این موضوع به‌دلیل این‌که می‌توانست کارکرد فقط پولی داشته باشد و به عبارت دقیق‌تر، با این انتقاد که «دادن سود به چنین اوراقی به خاطر اینکه منابع آن در هیچ فعالیت اقتصادی ملموسی به‌کار نمی‌رفته»، با انتقادهای شرعی و شبهه «ربوی بودن» مواجه بود.

ابوالفضل کرمی مدیر کل اقتصادی وقت بانک مرکزی در گفتگویی با خبرگزاری فارس بیان کردند؛ از آن‌جا که بانک مرکزی فعالیت‌های اقتصادی نیز دارد، تصمیم گرفته شده که با استفاده از منابع اوراق مشارکت برای تأمین مالی فعالیت‌های اقتصادی بانک مرکزی، شبهه وارد شده به این سیاست مبنی‌بر«ربوی بودن انتشار اوراق مشارکت» برطرف شود؛ و این ابزار رایج پولی که از سوی همه بانک‌های مرکزی در جهان برای سیاست‌گذاری پولی مورد استفاده قرار می‌گیرد، در ایران نیز قابل استفاده شود.

[Downloaded from mieaoi.ir on 2025-12-16]

اگرچه بانک مرکزی به دنبال مدیریت نقدینگی است، اما علاوه بر مدیریت نقدینگی یک‌سری فعالیت‌هایی انجام می‌دهد که برای آن‌ها نیاز به منابع مالی دارد که برای آن یا باید خلق پول کرده یا از منابع موجود در جامعه استفاده کند. مدیرکل اقتصادی وقت بانک مرکزی اضافه کرد: این‌گونه برنامه‌ریزی کردیم که اگر بانک‌مرکزی بخشی از نقدینگی را از اقتصاد جمع‌آوری کرده و در فعالیت‌های اقتصادی به‌کار گیرد، این اوراق می‌تواند جنبه شرعی داشته باشد. وی ادامه داد: از طرف دیگر این کار به سیاست کنترل نقدینگی بانک مرکزی کمک کرده و هم مردم را در فعالیت‌های اقتصادی مشارکت داده‌ایم و با این سازوکار شبهه اوراق مشارکت بانک مرکزی مرتفع خواهد شد(روزنامه دنیای اقتصاد،۱۳۹۲، ش۳۱۳۰)

دکتر اکبر کمیجانی معاون اقتصادی وقت بانک مرکزی جمهوری اسلامی نیز در گفت‌وگو با خبرنگار اقتصادی خبرگزاری فارس، در پاسخ به این سؤال که آیا بانک مرکزی با مطرح شدن اوراق خزانه اسلامی، انتشار اوراق مشارکت بانک مرکزی را کنار خواهد گذاشت، اظهارداشت: با توجه به جذابیت اوراق مشارکت، با هماهنگی با کمیته فقهی مستقر در بانک مرکزی، راهکاری برای رفع شبهات آن پیدا می‌کنیم. وی افزود: اوراق مشارکت بانک مرکزی ابزار قوی و مؤثری بوده و نباید خود را مزایای این اوراق محروم کنیم(خبرگزاری فارس،۱۳۹۲/۱۰/۲۱) مسئولین بانک مرکزی بیان داشتند بانک مرکزی دارای فعالیت‌های اقتصادی سودده است و این فعالیت‌ها مبنای انتشار اوراق مشارکت هستند اما آیا این فعالیت‌های سودده متناسب با حجم اوراق منتشر شده هستند یا خیر؟ آیا در بازه‌ی زمانی اوراق مشارکت این فعالیت‌های اقتصادی که مبنای انتشار اوراق بودند بازدهی مثبتی داشته‌اند یا خیر؟ و این‌که آیا بازدهی این فعالیت‌ها متناسب با نرخ سود اوراق مشارکت بوده‌اند یا خیر؟ پرسش‌هایی هستند که تاکنون بی‌پاسخ مانده‌اند و مدرکی دال بر این اظهارات مسئولین بانک مرکزی در خصوص اوراق مشارکت و این‌که موضوع مشارکت به طور مشخص چه بوده است، تاکنون منتشر نشده است. لازم است اکنون که بیش از ده‌سال از انتشار اولین اوراق مشارکت بانک مرکزی می‌گذرد مسئولین مربوطه گزارشی از چگونگی، موضوع مشارکت‌ها و سهم مردم در دارایی‌های بانک مرکزی و میزان سود بدست آمده و سهم سود مردم و ارایه نمایند تا واقعیت مشارکت مردم در این طرح‌هایی که برای آن‌ها اوراق مشارکت صادر شده است مشخص شود. نکته مهم این است که از نظر فقهی لازم است برای تحقق مشارکت، موضوع مشارکت، میزان مشارکت، سهم سود در مشارکت، پایان و یا انقطاع مشارکت، سود قطعی پایان دوره و... مشخص و معین باشد. تنها با بیان این‌که «بانک مرکزی دارای سرمایه‌گذاری‌های مختلفی است و یا فعالیت‌های اقتصادی انجام می‌دهد و معادل فروش اوراق مشارکت بانک مرکزی، از محل سرمایه‌گذاری‌ها و فعالیت‌های اقتصادی خود به دارندگان اوراق اختصاص می‌دهد و سود آن

[Downloaded from mieaoi.ir on 2025-12-16]

سرمایه‌گذاری‌ها را به آن‌ها می‌پردازد» مشارکت واقعی در مفهوم فقهی آن تحقق نیافته و نام‌گذاری این اوراق به اوراق مشارکت هم بر روی اوراقی که ماهیت آن مشارکت نیست، سودمند نخواهد بود. خصوصا این‌که احراز مشروعیت سود در این اوراق سببیت و سندیت می‌خواهد. بدین‌معنی که مشخص شود این اوراق در جای خاصی سرمایه‌گذاری شده و مستندات حسابداری و حسابرسی بیانگر ارزش افزوده‌ای باشد تا قابلیت توزیع سود وجود داشته باشد. مقتضای روایاتی که مومنین را به احتیاط در امور مالی و دینی ترغیب می‌کند این است که همه مسایل مربوط به انتشار و حسابرسی این اوراق از ابتداء تا انتهاء شفاف و روشن باشد و به صورت مسامحه‌ای با این مسئله مهم برخورد نشود. به گونه‌ای که شبهه عدم مشروعیت پیش نیاید. گرچه بر این اعتقادیم که می‌توان راه حل‌هایی را برای انتشار مشروع فقهی یافت ولی این بدین‌معنی نیست که اوراق انتشار یافته مشارکت بانک مرکزی هم کاملاً با حفظ ضوابط فقهی و شرعی منتشر شده باشد.

۷-۲. چالش‌های اقتصادی اوراق مشارکت

۷-۲-۱. هزینه بر بودن انتشار اوراق مشارکت

یکی از مهم‌ترین نقاط ضعف استفاده از اوراق‌بهادار بانک مرکزی جهت انجام عملیات شبه بازار باز در مقایسه با اوراق‌بهادار دولتی، هزینه‌های اقتصادی و ضرر ترازنامه‌ای بانک مرکزی از این عملیات است. در واقع در شرایطی که دولت اوراق بهادار با پشتوانه و تضمین کافی، منتشر نموده و بانک مرکزی در بازار ثانویه در قالب عملیات بازار باز به خرید و فروش این اوراق اقدام نماید، هزینه بانک مرکزی صرفاً تفاوت قیمت خرید و فروش می‌باشد که ممکن است به ضرر بانک مرکزی منجر شود و یا این‌که به سود بانک مرکزی بینجامد. در این شرایط کلیه هزینه‌های مرتبط مانند هزینه‌های: انتشار اوراق، توزیع اوراق، تبلیغ اوراق، پرداخت بهره اوراق، امحاء اوراق فروش نرفته و... برعهده دولت می‌باشد و نه بانک مرکزی. اما در شرایطی که بانک مرکزی مستقیماً اوراق خود را منتشر کند، کلیه هزینه‌های مذکور به ترازنامه بانک مرکزی تحمیل می‌گردد و این مطلوب نخواهد بود(Sweidan، 2011،31).

بنابراین فروش اوراق با اهداف سیاست پولی در بازار اولیه هزینه‌های زیادی را بر بانک مرکزی تحمیل می‌کند و لذا عملیات شبه بازار باز برخلاف عملیات بازار باز که حتی درآمدزا است، نه تنها درآمدی ندارد بلکه نیازمند هزینه بسیار زیادی نیز هست. اگرچه اطلاع دقیقی در مورد هزینه انتشار اوراق مشارکت بانک مرکزی نداریم اما قطعاً هزینه‌های انتشار اوراق مشارکت را بایستی بانک مرکزی بپردازد؛ در حالی‌که اگر این اوراق با تضمین‌های لازم و معتبر، توسط ناشر دیگری منتشر

[Downloaded from mieaoi.ir on 2025-12-16]

می‌شد بانک مرکزی هزینه‌های انتشار اوراق را نداشت. عملیات بازار باز در بسیاری از کشورها[۱] خصوصاً کشورهای پیشرفته معمولاً برروی اوراق قرضه و خزانه دولتی انجام می‌گیرد و بانک مرکزی مستقیماً به انتشار اوراق اقدام نمی‌کند.در واقع بانک مرکزی در بازار ثانویه اوراق دولتی وارد می‌شود و با خرید و فروش اوراق به اعمال سیاست انبساطی و انقباضی اقدام می‌کند. از این رو هزینه سیاست‌گذاری پولی برای بانک مرکزی صرفاً تفاوت در نرخ‌های خرید و فروش است. در ایران کلیه هزینه‌های پرداختی در ارتباط با اوراق مشارکتی که به منظور کنترل تورم منتشر می‌گردد از سال ۱۳۷۹ تاکنون از محل درآمدهای بانک مرکزی تأمین گردیده است که به نظر می‌رسد روند مطلوبی نباشد. گرچه از آن‌جا که بانک مرکزی در اعمال سیاست‌های پولی و سایر وظایف خود همانند بانک‌های تجاری، به دنبال کسب سود و یا حداکثر سود نیست اگر اعمال سیاست پولی از طریق عملیات بازار باز ممکن نباشد و تنها راهکار عملیات شبه بازار بازار باشد طبیعی است که هزینه پیش‌گفته را نیز لازم است تقبل نماید. البته در موقعیتی که در جمهوری اسلامی ایران انواع اوراق‌بهادار دولتی نظیر اوراق مشارکت دولتی[۲]، اسناد خزانه اسلامی، اوراق‌اجاره و اوراق‌مرابحه دولتی امکان انتشار دارد ضرورت اعمال سیاست پولی از طریق عملیات شبه بازار باز نیز با شرایطی که اوراق مشارکت بانک مرکزی منتشر شد، جای تأمل جدی دارد. بی‌تردید تدارک سازوکارهای بسیار قوی در تضمین مبالغ در سررسید اوراق و فراهم نمودن بازار ثانویه قابل قبول و انتشار پی‌درپی اوراق با تنوع‌های مختلف و... می‌تواند بسترهای مناسبی برای عملیات بازار باز بانک مرکزی فراهم نماید.

۷-۲-۲. سیاست خنثی‌سازی

در عملیات بازار باز متعارف، بانک‌های مرکزی منابع جمع‌آوری شده در اثر این عملیات را از اقتصاد خارج نموده و با این کار حجم کل نقدینگی در اقتصاد را کاهش می‌دهند. اما به دلیل ماهیت عقد شرکت، وقتی بانک مرکزی با انتشار اوراق اقدام به اعمال سیاست پولی انقباضی نموده و بخواهد دوباره آن را در چارچوب مشارکت در تولید و سرمایه‌گذاری به بازار تزریق کند پس عملاً سرجمع، پولی از اقتصاد بیرون کشیده نشده و سیاست انقباضی ابتدایی خنثی شده است. مگر اینکه بیان شود قبلا بانک مرکزی در مورد طرح‌های اقتصادی دارای بازدهی مناسب سرمایه‌گذاری نموده و

---

۱. این گروه از کشورها ایالات متحده آمریکا، مکزیک، پاکستان، کنیا، گامبیا و.. برای انجام عملیات بازار باز از اوراق دولتی استفاده می‌کنند.

۲. جالب است بدانیم در برنامه سوم توسعه جمهوری اسلامی ایران، ماده ۹۱، دخالت بانک مرکزی در بازار پول از طریق خرید و فروش اوراق مشارکت دولتی پیش بینی شده است.

[Downloaded from mieaoi.ir on 2025-12-16]

الان این وجوه را از اقتصاد خارج می‌کند. به نظر می‌رسد نوعی عدم شفافیت در بیان استفاده از اوراق مشارکت بانک مرکزی وجود دارد به این ترتیب اگر هدف کنترل نقدینگی است، استفاده از عبارات ناظر به هدف تولید، سرمایه‌گذاری و مشارکت مردمی در سود طرح‌ها فاقد اعتبار بوده و شبهه عدم مشروعیت اوراق بسیار جدی است. از سوی دیگر اگر هدف جمع‌آوری و جهت‌دهی وجوه سرگردان است، بازگرداندن این منابع به چرخه اقتصاد و خنثی‌سازی سیاست انقباضی، تا حد زیادی مانع تحقق هدف کاهش نقدینگی می‌شود. اگر چه از این نکته نیز غافل نیستیم که ممکن است اقتصاد نیاز به نقدینگی داشته باشد و اگر بانک مرکزی مستقیم به افزایش پایه پولی از طریق مجاری خاص خود اقدام کند با وجود ضریب تکاثری به حجم بالایی از نقدینگی خواهیم رسید؛ ولی اگر ابتداء در قالب فروش اور اق مشارکت پول از مردم اخذ شود و دوباره همان پول به اقتصاد تزریق شود اثر تورمی خاصی نخواهد داشت؛ زیرا عملاً پایه پولی افزایش نیافته است. اما سخن در این است ماهیت و ویژگی‌ها و خصوصیت و عملکرد این اوراق هرچه هست لازم است توسط مسئولین بانک مرکزی به صورتی شفاف بیان شود تا هم ماهیت فقهی این اوراق در هاله‌ای از ابهام قرار نگیرد و هم ماهیت سیاست‌های اقتصادی مشخص و کارکردهای آن قابل پیش‌بینی باشد.

۳.۲.۷. مشارکت و عدم بسترسازی برای فعالیت در بخش حقیقی اقتصاد

ماهیت سیاست‌گذاری پولی به طور عمده ماهیت ثبات‌دهنده و کنترل کننده دیگر سیاست‌های اقتصادی و بر این اساس حفظ ثبات و کنترل نوسان‌های پولی و بسترسازی مناسب برای فعالیت اقتصادی در بخش واقعی اقتصاد وظیفه اصلی بانک مرکزی است. علی القاعده بانک مرکزی ج.ا.ا به منظور مدیریت نقدینگی و تاثیر بر بازار پول و سرمایه و در واقع اجرای سیاست‌های پولی از طریق بسط عملیات شبه بازار باز از اوراق مشارکت بهره می‌گیرد. در حالی‌که ماهیت عقد مشارکت و الزامات اوراق مشارکت بیشتر بر مشارکت در اجرای طرح و پروژه‌ها و سهیم نمودن سرمایه‌گذاران خرد در فعالیت‌های اقتصادی، نظارت بر فرایند اجراء از ابتداء تا انتهای عملیات مشارکت و در نتیجه کسب سود واقعی در عرصه‌های مختلف اقتصادی متمرکز شده که به نظر می‌رسد بانک مرکزی فاقد توان مدیریت صحیح در این عرصه‌هاست.

نتیجه‌گیری

۱. بانک‌های مرکزی برای کنترل حجم پول از سه ابزار اصلی تنزیل، سپرده قانونی و عملیات بازار باز استفاده می‌کنند که عملیات بازار باز مهم‌ترین ابزار سیاست پولی به شمار می‌آید. کشورهای در حال توسعه از جمله ایران برای بکارگیری عملیات بازار باز با موانعی مواجه هستند. که مهم‌ترین مانع برای اجرای عملیات بازار باز در این کشورها عدم توسعه مناسب بازار سرمایه می‌باشد. از آن‌جا

[Downloaded from mieaoi.ir on 2025-12-16]

که از یک‌سو عملیات بازار باز برخرید و فروش اوراق مبتنی بر بهره استوار است و امکان به‌کارگیری آن در نظام اقتصادی اسلام وجود ندارد و از سوی دیگر نمی‌توان از کارکردهای این اوراق برای اعمال سیاست پولی انبساطی و انقباضی چشم‌پوشی نمود لازم است بانک مرکزی ج.ا.ایران ابزارهای جایگزینی را تدارک ببیند تا بتواند از کارکردهای مطلوب عملیات بازار باز استفاده نماید.

۲. در سال ۱۳۷۹ بانک مرکزی ج.ا.ایران با اخذ مجوز از شورای پول و اعتبار با هدف توسعه و بسط عملیات شبه بازار باز و اجرای سیاست‌های پولی از حیث مدیریت نقدینگی اقدام به انتشار اوراق مشارکت کرد. انتشار اوراق مشارکت بانک مرکزی می‌تواند اقدام مهمی برای مهار نقدینگی و به تبع آن کنترل نرخ تورم باشد. در واقع بانک مرکزی با انتشار اوراق مشارکت و جمع‌آوری و هدایت نقدینگی سرگردان، مانع از هجوم نقدینگی به جایگزین‌های سرمایه‌گذاری و شیوه‌های سفته بازی و افزایش ناگهانی و کاذب قیمت‌ها خواهد شد.

۳. مهم‌ترین مشکل استفاده از اوراق مشارکت بانک مرکزی در عملیات شبه بازار باز در ایران ابهامات شرعی این اوراق می‌باشد. مدیران بانک مرکزی در سال‌های اخیر همواره با ارائه توجیهاتی درصدد رفع آسیب‌ها و چالش‌های فقهی اوراق مشارکت بانک مرکزی بوده‌اند اما متأسفانه تاکنون مستنداتی در مورد نتیجه عملکرد توجیهات خود ارائه ننموده‌اند.

۴. به‌طور مشخص، جمع‌آوری وجوه براساس اوراق مشارکت و مسدودکردن آن‌ها نزد بانک مرکزی با هدف اعمال سیاست پولی انقباضی با ماهیت عقد شرکت در تعارض بوده است. مهم‌ترین مشکل فقهی اوراق مربوط به تحقق مشارکت و سود اوراق مشارکت است. اوراق مشارکت بانک مرکزی تنها برای جمع‌آوری نقدینگی مازاد و مهار افزایش سطح عمومی قیمت‌ها منتشر می‌شود و منافع حاصل از آن در هیچ فعالیت اقتصادی سرمایه‌گذاری نمی‌گردد؛ بنابراین اوراق ماهیتی شبیه اوراق‌قرضه پیدا می‌کند و اگر سودی داشته باشد، سود حاصل از سرمایه‌گذاری نمی‌باشد و شبهه‌ی عدم مشروعیت پیدا می‌کند.

۵. یکی از مهم‌ترین نقاط ضعف استفاده از اوراق بهادار بانک مرکزی جهت انجام عملیات شبه بازار باز در مقایسه با اوراق بهادار دولت، هزینه‌های اقتصادی و ضرر ترازنامه‌ای بانک مرکزی از این عملیات است. مسلماً فروش اوراق با اهداف سیاست پولی در بازارهای اولیه هزینه‌هایی را بر فروشنده تحمیل می‌کند و لذا عملیات شبه بازار باز بر خلاف عملیات بازار باز که درآمدزا است، نه تنها درآمدی ندارد بلکه نیازمند هزینه زیادی هم هست.

۶. در بعد اقتصادی یکی از چالش‌های انتشار اوراق بانک مرکزی تحقق سیاست خنثی‌سازی می‌باشد. بانک مرکزی جهت اعمال سیاست پولی انقباضی اقدام به انتشار و عرضه اوراق مشارکت می‌نماید، لذا بایستی وجوه حاصل از فروش اوراق بلوکه شود اما بانک مرکزی وجوه حاصل از فروش

[Downloaded from mieaoi.ir on 2025-12-16]

اوراق را برای مخارج خود هزینه می‌کند، پول وارد جریان اقتصاد شده و سیاست انقباضی گذشته عملا خنثی می‌شود.

[Downloaded from mieaoi.ir on 2025-12-16]

منابع

الف) منابع فارسی

۱. اداره بررسی‌های اقتصادی بانک مرکزی ج.ا.ایران، "اوراق سهم الشرکه بانک مرکزی جمهوری اسلامی ایران، ۱۳۷۸.

۲. بگ، دیوید؛ فیشر، استانلیودورنبوش، رودیگر، ترجمه: علیپور شیرسوار، حمیدرضا. اقتصاد کلان، نشر علوم کشاورزی، تهران،۱۳۷۸.

۳. شیبانی، ابراهیم، گزارش رئیس بانک مرکزی جمهوری اسلامی ایران، روزنامه سرمایه، مورخ ۸۵/۱۱/۲۶.

۴. فردریک اس، مشکین، ترجمه: قضاوی، حسین. اقتصاد پول، بانکداری و بازارهای مالی، نشر موسسه آموزش عالی بانکداری ایران، جلد دوم، ۱۳۸۸.

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

۶. لیندگرل، کارل‌ژوهان، ترجمه: بهرامی، مهناز. انتقال ابزارهای مستقیم به ابزارهای غیرمستقیم سیاست پولی، اقتصاد روند، شماره ۲۶و۲۷، ۱۳۷۸.

۷. موسویان، سیدعباس، بررسی فقهی –اقتصادی ابزارهای جایگزین عملیات بازار باز و معرفی ابزار جدید در بازار سرمایه، نشریه تازه‌های اقتصاد، شماره۸۴، ۱۳۷۸.

۸. «بازار سرمایهٔ اسلامی۱»، پژوهشگاه فرهنگ و اندیشه، دی‌ماه ۱۳۹۱، چاپ چهارم.

۹. موسویان، سیدعباس و ابوذر سروش،آسیب‌شناسی فقهی، اقتصادی و مالی انتشار اوراق مشارکت درایران، فصلنامه بورس اوراق بهادار، ش۱۴، ۱۳۹۴.

۱۰. میسمی، حسین، عملیات بازار باز در بانک مرکزی نوین و تحلیل آن از منظر فقهی، پژوهشکده پولی و بانکی، گزارش پژوهشی،تیرماه۱۳۹۴.

۱۱. آسیب‌شناسی اوراق‌مشارکت بانک مرکزی از دیدگاه فقهی و اقتصادی، پژوهشکده پولی و بانکی، یادداشت پژوهشی، اسفند۱۳۹۴.

۱۲. میثمی، حسین و ندری، کامران، عملیات بازار باز با اوراق بهادار دولت و بانک مرکزی، دوفصلنامه علمی-پژوهشی تحقیقات مالی اسلامی، سال پنجم، شماره اول، پاییز و زمستان ۹۴.

۱۳. نودهی، محسن، بررسی امکان طراحی اوراق مناسب عملیات شبه بازار باز، مجله علمی پژوهشی اقتصاد اسلامی،ش ۳۰، ۱۳۸۷.

۱۴. نودهی، محسن، بررسی فقهی و اقتصادی اوراق مشارکت به‌عنوان ابزار سیاست پولی با تأکید بر اوراق مشارکت بانک مرکزی ج.ا.ا،پایان‌نامه کارشناسی‌ارشد، دانشگاه مفید،۱۳۸۷.

[Downloaded from mieaoi.ir on 2025-12-16]

۱۵. نظرپور، محمدنقی و حقیقی، میثم، ارتباط متقابل بانکداری اسلامی و بـازار سـرمایه، انتشـارات زمزم هدایت، زمستان ۱۳۹۲، چاپ اول.

۱۳. نظرپور، محمدنقی، «عقد و اوراق استصناع»، انتشارات دانشگاه مفید- سازمان مطالعه و تـدوین کتب علوم انسانی دانشگاه‌ها، پاییز۱۳۹۲، چاپ اول.

ب)منابع لاتین

14. Sweidan, O. (2011),Central bank losses: causes and consequences, Asian-Pacific Economic Literature, Vol. 30, Issue 1.
15. The New Palgrave Dictionary of Money and Finance, (1992), London: Macmillan.
16. Hesse, H. (2007), "Monetary policy, structural break and the monetary transmission mechanism in Thailand", Journal of Asian Economics, Vol. 18, Issue 4.
17. IMF, 2008, "ISIMP Survey Database", Washington: IMF.
18. Vithessonthi, C. (2014), "Monetary policy and the first- and second-moment exchange rate change during the global financial crisis: Evidence from Thailand", Journal of International Financial Markets, Institutions & Money.

ج)سایت‌ها:

19. http://www.cbi.ir
20. http://rc.majlis.ir
21. http://www.donya-e-eqtesad.com

[Downloaded from mieaoi.ir on 2025-12-16]

[Downloaded from mieaoi.ir on 2025-12-16]