



«سُبْحَانَكَ لَا عِلْمَ لَنَا إِلَّا مَا عَلَّمْتَنَا إِنَّكَ أَنْتَ الْعَلِيمُ الْحَكِيمُ»

آسیب شناسی فقهی – اقتصادی اوراق مشارکت بانک مرکزی بر اساس نظر خبرگان

سید عباس موسویان

دانشیار پژوهشگاه فرهنگ و اندیشه اسلامی

کامران ندری

استادیار دانشگاه امام صادق (ع)

حسین میسمی

کارشناس ارشد پژوهشکده پولی و بانکی

شهریور ۱۳۹۳

۱- مقدمه

- ❖ انتشار اوراق بهادار بانک مرکزی، یکی از شیوه‌هایی است که در برخی از کشورهای در حال توسعه جهت اجرائی‌سازی عملیات بازار باز (OMO) توسط بانک‌های مرکزی مورد استفاده واقع می‌شود.
- ❖ در نظام بانکی کشور ایران نیز با توجه به اینکه قانون عملیات بانکی بدون ربا از سال ۱۳۶۲ تصویب شده و به اجرا می‌رسد و طبق این قانون استفاده از اوراق قرضه جهت عملیات بازار باز ناصحیح است، بانک مرکزی اقدام به انتشار «اوراق مشارکت بانک مرکزی» نموده است.
- ❖ به نظر می‌رسد بعد از گذشت سیزده سال از اولین تجربه انتشار اوراق مشارکت بانک مرکزی، زمان آن فرارسیده است تا نظام بانکی کشور با شناخت نقاط قوت و ضعف این ابزار، تلاش کند تا شیوه اجرائی آن را به نحوی اصلاح کند تا میزان مشروعیت و کارایی ابزار ارتقا یابد.



○ **تحقیق حاضر سعی می‌کند** تا با شناخت صحیح تجربه و شیوه عملیاتی اوراق مشارکت بانک مرکزی، این ابزار را از دو منظر فقهی-حقوقی و اقتصادی-مالی مورد نقد قرار داده و راهکارهایی جهت برطرف نمودن آسیب‌های این اوراق ارائه دهد. یافته‌های این تحقیق می‌تواند به بانک مرکزی جهت استفاده بهتر از ابزار اوراق مشارکت کمک نماید.

○ **در آنچه در پی می‌آید به دنبال تبیین اهداف ذیل هستیم:**

الف- مستند نمودن تجربه و شیوه عملیاتی اوراق مشارکت بانک مرکزی
(شناخت صحیح وضع موجود)

ب- استخراج چالش‌های اوراق در دو گروه فقهی-حقوقی و اقتصادی-مالی

ج- دریافت نظرات خبرگان در رابطه با چالش‌های استخراج شده

د- رتبه‌بندی چالش‌ها بر اساس اهمیت طبق نظر خبرگان

ه- ارائه توصیه‌های اجرایی جهت اصلاح و تقویت اوراق مشارکت بانک مرکزی

- تجربه انتشار اوراق مشارکت بانک مرکزی در ایران

➤ ۱-۲- تعریف

- با توجه به اینکه اوراق مشارکت بانک مرکزی نوع خاصی از اوراق مشارکت است، به منظور تعریف آن، لازم است ابتدا تعریف مناسبی از اوراق مشارکت ارائه شود.
- **در اصطلاح فقهی و حقوقی** عقد شرکت، قراردادی است که در آن هر کس، مال خود را در ازای تملک سهمی مشاع از کل، با اموال سایر شرکاء مخلوط می‌کند.
- **ماده دو قانون نحوه انتشار اوراق مشارکت (مصوب ۱۳۷۶)،** اوراق مشارکت را چنین تعریف کرده است: «اوراق مشارکت اوراق بهادار با نام یا بی‌نامی است که به موجب این قانون به قیمت اسمی مشخص برای مدت معین منتشر می‌شود و به سرمایه‌گذارانی که قصد مشارکت در اجرای طرح‌های موضوع ماده یک این قانون را دارند واگذار می‌گردد. دارندگان این اوراق به نسبت قیمت اسمی و مدت زمان مشارکت، در سود حاصل از اجرای طرح مربوط شریک خواهند بود».

- تجربه انتشار اوراق مشارکت بانک مرکزی در ایران

➤ ۲-۲-۲ ارکان

➤ در انتشار اوراق مشارکت بانک مرکزی چند رکن اساسی وجود دارد که اولین آن‌ها «**ناشر**» است. ناشر این نوع اوراق، بانک مرکزی می‌باشد که جهت اهدافی که دارد (به طور خاص جمع‌آوری نقدینگی و کنترل تورم) اقدام به انتشار اوراق می‌نماید.

➤ رکن دوم «**موضوع مشارکت**» است. مقصود از موضوع مشارکت، طرح‌ها یا پروژه‌های سودده است که در اختیار بانک مرکزی بوده و از طریق واگذاری اوراق، تأمین مالی می‌شوند.

➤ رکن سوم «**عامل**» می‌باشد. عامل در واقع بانکی است که از طرف ناشر (بانک مرکزی) به عرضه اوراق به عموم مردم اقدام نموده و پرداخت سود علی‌الحساب، سود قطعی، بازخرید اوراق قبل از سررسید و بازپرداخت اصل مبلغ اوراق مشارکت در سررسید را بر عهده دارد.

نرخ تورم سالانه	سود علي الحساب	مدّت به سال	اوراق سررسيد شده	درصد اوراق فروش نرفته از كل	اوراق فروش نرفته	اوراق فروش رفته	ميزان انتشار	تاريخ انتشار	ناشر		
80/06/17	12.6	19	0.5	2.916.000	63.55	5.084.000	2.916.000	8.000.000	79/12/17	بانك مرکزي	۱
81/05/16	11.4	17	1	3.000.000	0	0	3.000.000	3.000.000	80/05/16	بانك مرکزي	۲
81/06/17	11.4	17	1	3.000.000	0	0	3.000.000	3.000.000	80/06/17	بانك مرکزي	۳
81/10/22	11.4	17	1	1.959.375	2.03	40.625	1.959.375	2.000.000	80/10/22	بانك مرکزي	۴
81/12/05	11.4	17	1	1.484.231	25.78	515.769	1.484.231	2.000.000	80/12/05	بانك مرکزي	۵
82/05/16	15.8	17	1	5.000.000	0	0	5.000.000	5.000.000	81/05/16	بانك مرکزي	۶
82/06/17	15.8	17	1	3.000.000	0	0	3.000.000	3.000.000	81/06/17	بانك مرکزي	۷
82/10/22	15.8	17	1	4.650.028	6.79	339.972	4.650.028	5.000.000	81/10/22	بانك مرکزي	۸
82/12/05	15.8	17	1	4.404.024	11.91	595.976	4.404.024	5.000.000	81/12/05	بانك مرکزي	۹
83/05/16	15.6	17	1	4.986.612	0.26	13.388	4.986.612	5.000.000	82/05/16	بانك مرکزي	۱۰
83/06/17	15.6	17	1	2.986.812	0.43	13.188	2.986.812	3.000.000	82/06/17	بانك مرکزي	۱۱
83/10/22	15.6	17	1	4.601.736	7.96	398.264	4.610.736	5.000.000	82/10/22	بانك مرکزي	۱۲
83/12/05	15.6	17	1	4.074.416	7.48	329.788	4.074.416	4.404.204	82/12/05	بانك مرکزي	۱۳
84/04/06	15.2	17	1	4.998.516	0.02	1.484	4.998.516	5.000.000	83/04/06	بانك مرکزي	۱۴

آمار و ارقام (وضعیت انتشار اوراق مشارکت بانک مرکزی از ابتدای تابستان ۱۳۹۲ الی پایان به میلیون ریال)

ناشر	تاریخ انتشار	میزان انتشار	اوراق فروش رفته	اوراق فروش نرفته	درصد اوراق فروش نرفته از کل	اوراق سررسید شده	مدت به سال	سود علی الحساب	نرخ تورم سالانه	تاریخ سررسید
بانک مرکزی	83/05/17	4.986.612	4.879.225	107.387	2.15	4.879.225	1	17	15.2	84/05/17
بانک مرکزی	83/06/17	2.986.812	2.951.037	35.775	1.19	2.951.037	0.75	17	15.2	84/03/17
بانک مرکزی	83/10/22	4.601.736	4.120.026	481.71	1.04	4.120.026	1	17	15.2	84/10/22
بانک مرکزی	83/12/05	4.074.416	3.301.494	772.922	18.97	3.301.494	1	17	15.2	84/12/05
بانک مرکزی	84/9/19	7.500.000	5.092.914	2.407.086	32.09	5.092.914	1	15.5	10.4	85/9/19
بانک مرکزی	84/10/22	6.000.000	3.456.186	2.543.814	42.39	3.456.186	1	15.5	10.4	85/10/22
بانک مرکزی	84/12/06	3.300.000	2.225.660	1.074.340	32.55	2.225.660	1	15.5	10.4	85/12/06
بانک مرکزی	85/06/19	7.500.000	6.407.125	1.092.875	14.57	6.407.125	1	15.5	11.9	86/06/19
بانک مرکزی	85/08/13	5.000.000	4.356.142	643.858	12.87	4.356.142	1	15.5	11.9	86/08/13
بانک مرکزی	85/09/18	5.000.000	4.576.129	423.871	8.47	4.576.129	1	15.5	11.9	86/09/18
بانک مرکزی	85/10/23	4.000.000	2.584.894	1.415.106	35.37	2.584.894	1	15.5	11.9	86/10/23
بانک مرکزی	85/12/05	5.000.000	4.262.754	737.246	14.74	4.262.754	1	15.5	11.9	86/12/05
بانک مرکزی	86/03/05	7.000.000	5.204.561	1.795.439	25.64	5.204.561	1	15.5	18.4	87/03/05
بانک مرکزی	86/05/27	5.000.000	3.858.023	1.141.977	22.83	3.858.023	1	15.5	18.4	87/05/27

آمار و ارقام وضعیت انتشار اوراق مشارکت بانک مرکزی از ابتدای تابان سال ۱۳۹۲ (ارقام به میلیون ریال)

ناشر	تاریخ انتشار	میزان انتشار	اوراق فروش رفته	اوراق فروش نرفته	درصد اوراق فروش نرفته از کل	اوراق سررسید شده	مدت به سال	سود علی الحساب	نرخ تورم سالانه	تاریخ سررسید
بانک مرکزی	86/06/17	7.500.000	4.396.373	3.103.627	41.38	4.396.373	1	15.5	18.4	87/06/17
بانک مرکزی	86/07/24	5.000.000	1.869.484	3.130.516	62.61	1.869.484	1	15.5	18.4	87/07/24
بانک مرکزی	86/08/12	5.000.000	2.372.234	2.627.766	52.55	2.372.234	1	15.5	18.4	87/08/12
بانک مرکزی	86/09/17	4.500.000	2.563.498	1.936.502	43.03	2.563.498	1	15.5	18.4	87/09/17
بانک مرکزی	86/10/22	2.500.000	1.032.792	1.467.208	58.68	1.032.792	1	15.5	18.4	87/10/22
بانک مرکزی	86/12/05	4.250.000	1.529.700	2.720.300	64	1.529.700	1	15.5	18.4	87/12/05
بانک مرکزی	91/07/22	25.000.000	12.459.620	12.540.380	50.16	12.459.620	1	20	30.5	92/07/22
بانک مرکزی	91/09/25	26.707.350	26.707.350	0	0	26.707.350	1	20	30.5	92/09/25
بانک مرکزی	91/12/1/2	48.292.650	7.699.950	40.592.700	84.05	7.699.950	1	20	30.5	92/12/1/2
بانک مرکزی	92/11/26	30.000.000	21.934.960	8.065.040	26.88	0	0.5	23	۱.۲3	92/05/26
جمع کل		289.103.780	190.903.881	98.199.899	33.96	168.968.921				

- تجربه انتشار اوراق مشارکت بانک مرکزی در ایران

➤ ۲-۳- امار و ارقام

➤ همان طور که در جداول بالا ملاحظه شد، بانک مرکزی از سال ۱۳۷۹ تا پایان سال ۱۳۹۲ در ۳۸ نوبت بیش از ۱۹ هزار میلیارد تومان اوراق مشارکت منتشر کرده است. این اوراق معمولاً با سررسیدهای یک ساله و با نرخهای سود علی الحسابی که معمولاً کمتر از نرخهای تورم سالانه بوده‌اند، منتشر شده‌اند.

➤ در تحلیل آمار ارائه شده در جدول قبل، می‌توان حداقل به دو نکته اشاره نمود.

➤ **اولاً**، در سال‌های مختلف معمولاً بین اوراق منتشر شده و مبلغ فروش رفته تفاوت وجود دارد. این مطلب به ویژه در سال‌هایی که نرخ تورم رو به افزایش بوده است، بیشتر مشاهده می‌شود.

➤ **ثانیاً**، مقایسه نرخ سود علی الحساب اوراق مشارکت با نرخ تورم سالانه، نشان می‌دهد نرخ سود واقعی اوراق از سال ۱۳۸۶ به بعد همواره منفی بوده که این خود در کاهش جذابیت این اوراق موثر بوده است.

- تجربه انتشار اوراق مشارکت بانک مرکزی در ایران



➤ ۲-۴- شیوه اجرایی

➤ هر چند در رابطه با شیوه اجرایی و فرآیند انتشار اوراق مشارکت بانک مرکزی اطلاعات مدونی در دسترس نیست، اما با مرور تحقیقات و بر اساس مصاحبه‌های انجام شده با برخی از مدیران بانک مرکزی، می‌توان شیوه اجرایی انتشار اوراق مشارکت بانک مرکزی را بدین صورت تبیین کرد.

➤ در گام اول بخش‌های کارشناسی بانک مرکزی با ارزیابی وضع موجود نقدینگی و تورم در اقتصاد کشور، در رابطه با نیاز به انتشار اوراق مشارکت بانک مرکزی اظهار نظر می‌کنند. در صورتی که جمع‌بندی کارشناسی، ضرورت انتشار اوراق را تأیید کند، بانک مرکزی درخواست خود را به شورای پول و اعتبار ارائه نموده و این شورا در رابطه با ضرورت انتشار اوراق و همچنین ابعاد آن (شامل: میزان انتشار، نرخ سود علی‌الحساب، سررسید، جریمه بازخرید قبل از سررسید و غیره) اعلام نظر می‌کند.

۲-۴- شیوه اجرایی

➤ پس از کسب مجوز از شورای پول و اعتبار، بانک مرکزی به عنوان بانی (و ناشر)، اقدام به انتشار اوراق می‌کند. از طرفی بانک مرکزی، بانک‌های مشخصی را به عنوان عامل انتشار اوراق انتخاب نموده و پس از واگذاری عاملیت فروش به آن‌ها، روزانه عملکرد فروش را از آن‌ها دریافت می‌کند.

➤ به لحاظ ثبت حسابداری، اوراق مشارکت فروخته شده به عنوان بدهی بانک مرکزی به دارندگان اوراق به حساب آمده و مانده اوراق به فروش رفته، با علامت منفی ذیل سرفصل «سایر دارایی‌ها» در ترازنامه بانک مرکزی ثبت می‌گردد.

➤ بنابراین، با فروش اوراق مشارکت و بالا رفتن مانده اوراق، خالص سایر دارایی‌ها (که جزئی از پایه پولی می‌باشد) کم شده و نقدینگی نیز به میزان چند برابر کاهش می‌یابد. لازم به ذکر است که بانک مرکزی با منابع جمع‌آوری شده مانند موجودی نقد صندوق خود عمل می‌کند. همچنین، در پایان فرآیند انتشار، اوراق به فروش نرسیده «امحاء» می‌گردد.

۲-۴- شیوه اجرایی

➤ بانک‌های عامل وجوه حاصل از فروش اوراق مشارکت را پس از کسر کارمزد عاملیت، به حساب بانک مرکزی واریز می‌کنند. سود علی الحساب اوراق نیز در تاریخ‌های مقرر، توسط بانک مرکزی پرداخت و توسط بانک‌های عامل بین دارندگان اوراق توزیع می‌گردد.



➤ در سررسید اوراق، بانک مرکزی اصل منابع دریافتی از خریداران را از طریق بانک‌های عامل به آنان پرداخت می‌نماید.

➤ در صورتی که برخی از خریداران اوراق بخواهند قبل از سررسید نسبت به بازگرداندن اوراق به بانک‌های عامل اقدام کنند، بانک‌های عامل موظف‌اند از منابع داخلی خود نسبت به خرید اوراق مرجوعی اقدام نمایند.

- تجربه انتشار اوراق مشارکت بانک مرکزی در ایران

۲-۵- ویژگی‌های اساسی

- عدم انتشار اوراق بر اساس طرح‌های مشخص و سودده اقتصادی
- انتشار با هدف کاهش نقدینگی و کنترل تورم (و نه تامین مالی طرح‌های اقتصادی)
- سررسید حداکثر یک‌ساله
- نرخ سود علی‌الحساب معین (معمولا بالاتر از نرخ‌های سود شبکه بانکی)
- تضمین اصل و سود اوراق توسط بانک مرکزی
- معاف از مالیات
- بی‌نام
- قابل انتقال به غیر
- قابلیت بازخرید قبل از سررسید توسط بانک‌های عامل
- عدم محاسبه، اطلاع‌رسانی و پرداخت مابالتفاوت نرخ سود علی‌الحساب و قطعی
- ثبت شدن تحت عنوان بدهی در ترازنامه بانک مرکزی
- عرضه در سطح خرده‌فروشی و به عموم مردم
- عدم امکان خرید اوراق توسط بانک‌ها و موسسات اعتباری غیر بانکی در عرضه اولیه



- تجربه انتشار اوراق مشارکت بانک مرکزی در ایران



۲-۶- ماهیت فقهی

○ بر اساس برخی شواهد می توان مدّعی بود که اوراق مشارکت بانک مرکزی (بر خلاف اوراق مشارکت وزارتخانه ها و شرکت ها)، در طرح ها و پروژه های خاص اقتصادی سرمایه گذاری نمی شود.

○ به منظور اثبات این ادّعا، می توان به تعریفی که در تارنمای رسمی بانک مرکزی ذکر شده است، اشاره نمود که بیان می دارد: «انتشار و عرضه اوراق مشارکت بانک مرکزی از جمله ابزارهای سیاست انقباضی جهت اجرای عملیات بازار باز می باشد؛ به طوری که با عرضه این اوراق، از حجم نقدینگی کاسته شده و وجوه جمع آوری شده نزد بانک مرکزی **مسدود** می گردد».

○ بر اساس این تعریف، این اوراق تنها برای جمع آوری نقدینگی مازاد و مهار افزایش سطح عمومی قیمت ها منتشر شده و منابع حاصل از آن در هیچ فعالیت اقتصادی مشخصی سرمایه گذاری نمی شود.

۲-۶- ماهیت فقهی

- بنابراین، ماهیت فقهی این اوراق می‌تواند شبیه «قرض همراه با زیاده» باشد که به اتفاق نظر فقهای شیعه و اهل سنت ربا و حرام است. به عبارت دیگر، این اوراق ماهیتی شبیه اوراق قرضه پیدا کرده و اگر سودی هم داشته باشد، سود حاصل از سرمایه‌گذاری نیست و به همین دلیل شبهه ربا پیدا می‌کند.
- اخیراً پیرو اشکالاتی که نسبت به اوراق مشارکت این بانک مطرح شد، برخی از مدیران بانک مرکزی مدّعی شده‌اند که این بانک دارای سرمایه‌گذاری‌های مختلفی (مانند: ضرب سکه، تولید کاغذ امنیتی و اسناد بهادار، تبدیل دلار دولت به ریال و فروش دلار به بانک‌ها، اعطای خطوط اعتباری به برخی از طرح‌های اقتصادی دولتی، فعالیت در بازار بین بانکی، سرویس چاپخانه بانک مرکزی و سپرده‌گذاری در بانک‌های داخلی و خارجی) بوده و معادل فروش اوراق مشارکت بانک مرکزی، از محل سرمایه‌گذاری‌های خود به صاحبان اوراق اختصاص می‌دهد و سود آن سرمایه‌گذاری‌ها را به آنان می‌پردازد.
- به عبارت دیگر، خریداران اوراق موقتاً جایگزین بانک مرکزی در سرمایه‌گذاری‌های مذکور شده و منابع بانک مرکزی که قبلاً در سرمایه‌گذاری‌ها به کار رفته بود آزاد شده و جهت کنترل حجم پول بلوکه می‌گردد.

- تجربه انتشار اوراق مشارکت بانک مرکزی در ایران

۲-۷- مبانی قانونی

- با توجه به اینکه «قانون نحوه انتشار اوراق مشارکت» که مرجع اصلی برای انتشار این دسته از اوراق به حساب می آید، شامل اوراق مشارکت بانک مرکزی نمی گردد، نیاز به تأیید قانونی وجود دارد.
- بر این اساس، در ماده ۹۱ قانون برنامه سوم (۱۳۷۹-۱۳۸۳)، به بانک مرکزی اجازه داده شد تا با تصویب شورای پول و اعتبار از اوراق مشارکت بانک مرکزی استفاده کند. و بانک مرکزی برای اولین بار در اسفند ماه ۱۳۷۹ سه هزار میلیارد ریال اوراق مشارکت با سرسید ۶ ماهه و نرخ سود علی الحساب ۱۹ درصد در سال با هدف مدیریت نقدینگی منتشر کرد.
- این روند ادامه داشت تا اینکه در قانون برنامه پنج ساله چهارم توسعه (۱۳۸۵-۱۳۸۹) تغییراتی در ماده مذکور ایجاد شد. مهمترین تغییری که در این ماده قانونی نسبت به قانون برنامه سوم توسعه داده شده است، مشروط نمودن انتشار اوراق به مجوز مجلس شورای اسلامی می باشد.

- تجربه انتشار اوراق مشارکت بانک مرکزی در ایران

۲-۷- مبانی قانونی

○ بنابراین تا سال ۱۳۹۰، قوانین برنامه توسعه، محل قانونی لازم برای انتشار اوراق مشارکت بانک مرکزی را فراهم می نمودند. اما با توجه به اینکه در قانون برنامه پنج ساله پنجم توسعه (۱۳۹۰-۱۳۹۴)، ارائه مجوز به بانک مرکزی برای انتشار اوراق مشارکت تمدید نشد، عملاً محل قانونی انتشار اوراق مشارکت بانک مرکزی از بین رفته است.

○ بنابراین در حال حاضر اوراق مشارکت بانک مرکزی دارای مبنای قانونی نمی باشد و شاید به همین دلیل است که انتشار این اوراق توسط بانک مرکزی در سال ۹۱ و سال های بعد از آن، مورد اعتراض دستگاه واقع شده است.



۳- چالش‌های اوراق مشارکت بانک مرکزی

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

۳-۱- چالش‌های فقهی - حقوقی

○ الف - شبهه فقدان طرح‌های سودده اقتصادی

○ وقوع عقد شرکت و مشروعیت پرداخت سود به خریداران اوراق تنها در شرایطی قابل تصوّر است که اولاً، بانک مرکزی دقیقاً در بازه‌ای که اوراق را منتشر می‌کند، دارای فعالیت‌های سودده (حداقل به میزان اوراق فروش رفته) باشد. ثانیاً، فعالیت‌های مذکور در بازه زمانی انتشار اوراق، دارای سود باشد و ثالثاً، سود قطعی این فعالیت‌ها در پایان دوره محاسبه شود و در صورت وجود سود مازاد، مابالتفاوت به خریداران اوراق پرداخت شود.

○ بر اساس تبیینی که در بخش‌های قبل در رابطه با شیوه موجود انتشار اوراق مشارکت بانک مرکزی ارائه شد، گرچه مسئولین بانک مرکزی مدعی هستند که: «بانک مرکزی دارای فعالیت‌های سودده است» اما اینکه آیا این فعالیت‌های سودده به لحاظ حجم متناسب با حجم اوراق مشارکت منتشر شده هستند یا خیر؟ آیا به لحاظ بازه زمانی، الزاماً در دوره شش ماهه یا یک ساله‌ای که اوراق منتشر می‌شود، فعالیت‌های اقتصادی مبنای انتشار اوراق دارای سود بوده‌اند یا خیر؟ و اینکه آیا نرخ سود این فعالیت‌ها با نرخ سود در نظر گرفته شده برای اوراق متناسب بوده است یا خیر؟، از جمله سوالاتی هستند که در رابطه با این اوراق تاکنون بی‌پاسخ مانده‌اند.

۳-۱- چالش‌های فقهی - حقوقی

- ب- شبهه واقعی نبودن نرخ سود پرداختی به دارندگان اوراق
- پرداخت سود به دارندگان اوراق مشارکت تنها در صورتی می‌تواند دارای مبنای صحیح شرعی باشد که فعالیت‌های سودده مبنای انتشار اوراق قبل از سررسید دارای بازدهی بوده و این بازدهی محاسبه شده و به دارندگان اوراق پرداخت شود.
- اما همان طور که در بخش‌های قبل ذکر شد، بانک مرکزی کشور در سیزده سال اخیر در هیچ دوره‌ای اقدام به محاسبه «صورت سود و زیان» پروژه‌های مبنای انتشار اوراق ننموده است.
- علاوه بر این، در هیچ دوره‌ای نیز مابالتفاوت نرخ سود قطعی و علی‌الحساب محاسبه و یا پرداخت نشده است. در واقع در تمامی دوره‌ها نرخ سود قطعی دقیقاً برابر نرخ سود علی‌الحساب اعلام شده که قطعاً صوری می‌باشد. بر این اساس، به نظر می‌رسد ارتباط مشخصی بین فعالیت‌های سودده بانک مرکزی (سود ترازنامه بانک مرکزی) با نرخ سود پرداختی به دارندگان اوراق وجود نداشته و این شبهه جدی به این دسته از اوراق وارد می‌کند.

۳-۱- چالش‌های فقهی - حقوقی

○ ج - عدم قصد مشارکت به جهت عدم اطلاع رسانی فعالیت‌های اقتصادی

○ چالش دیگری که در رابطه با اوراق مشارکت بانک مرکزی وجود دارد، عدم اطلاع‌رسانی صحیح است. در واقع به دلیل آنکه خریداران اوراق شریک موقت بانک مرکزی در فعالیت‌های سودهای می‌شوند که مبنای انتشار اوراق اند، لازم است نیت و قصد مشارکت داشته باشند. بدین معنی که هنگام خرید اوراق، متوجه این موضوع که عقد مبنای انتشار اوراق شراکت است، باشند.

○ اما در حال حاضر به دلیل آنکه بانک مرکزی هنگام فروش اوراق، در رابطه فعالیت‌های سودده اقتصادی (که مبنای انتشار اوراق است) به خریداران هیچ نوع اطلاع‌رسانی نمی‌کند و در رابطه با سوددهی طرح‌ها و شیوه محاسبه سود نیز هیچ نوع رویه شفافیت وجود ندارد، بسیاری از خریداران اوراق به این ابزار به مثابه ابزاری کاملاً بدون ریسک که نرخ بازدهی قطعی و از پیش تعیین شده دارد، نگاه می‌کنند؛ این خود باعث می‌شود که اوراق مشارکت بانک مرکزی را عیناً معادل اوراق قرضه در نظر گرفته و نیت و قصد قرض دادن موقت منابع به بانک مرکزی و دریافت اصل و مازاد در آینده را نمایند که خود شبهه‌ناک می‌باشد.

۳-۱- چالش‌های فقهی - حقوقی



○ د- تضمین اصل و سود اوراق توسط بانک مرکزی

○ بر اساس ماهیت عقد شرکت در فقه اسلامی، سود و زیان حاصل از مشارکت متوجه همه شرکا می‌باشد. البته بر اساس نظر گروهی از فقها، برخی از شرکا می‌توانند خسارت احتمالی را بر عهده گرفته و با این کار اصل سرمایه سایر شرکا را تضمین کنند. البته این موضوع نیز صرفاً به تضمین اصل سرمایه محدود بوده و شامل تضمین سود نمی‌شود.

○ به عبارت دیگر، از منظر فقهی در عقد شرکت، امکان تضمین سود مشارکت توسط برخی از شرکا وجود ندارد و اگر تضمین سود انجام شود، مشارکت را به حیلۀ ربا نزدیک می‌سازد. از طرفی با توجه به اینکه بانک مرکزی کشور در سال‌های مختلف اصل و سود اوراق مشارکت بانک مرکزی را یا صراحتاً و یا به صورت ضمنی تضمین نموده است، شبهه مذکور در رابطه با اوراق جدی به نظر می‌رسد.

۳-۱- چالش‌های فقهی - حقوقی

- ه- ناسازگاری با قانون نحوه انتشار اوراق مشارکت و قانون برنامه پنجم
- با توجه به ماهیت دولتی بانک مرکزی در اقتصاد کشور، انتشار اوراق مشارکت بانک مرکزی و پرداخت سود به آن‌ها، مستلزم دخل و تصرف در منابع دولتی بوده و به همین دلیل نیازمند مبنای قانونی می‌باشد.
- علیرغم مجوز قانونی ارائه شده به بانک مرکزی جهت انتشار اوراق مشارکت در برنامه سوم و چهارم توسعه، در برنامه پنجم اجازه‌ای به بانک مرکزی جهت انتشار اوراق داده نشده است. بر این اساس از سال ۱۳۹۰ (سال اول اجرای برنامه پنجم)، انتشار اوراق مشارکت بانک مرکزی بر اساس برنامه پنجم توسعه امکان‌پذیر نمی‌باشد.
- علاوه بر این، انتشار اوراق مشارکت بر اساس «قانون نحوه انتشار اوراق مشارکت» (مصوب ۱۳۷۶) نیز امکان‌پذیر نمی‌باشد. چرا که قانون مذکور مختص اوراق مشارکت جهت تامین مالی بوده و شامل اوراق مشارکت پولی جهت اعمال سیاست‌های پولی نمی‌گردد.
- در قوانین بودجه سالانه نیز اجازه مشخصی به بانک مرکزی جهت انتشار اوراق داده نشده است.

۳-۲- چالش‌های اقتصادی - مالی

○ الف - هزینه‌بر بودن انتشار اوراق و تحمیل ضرر به ترازنامه بانک مرکزی

○ اولین و شاید مهمترین چالش اقتصادی اوراق مشارکت بانک مرکزی، هزینه‌بر بودن استفاده از این اوراق جهت اجرای عملیات بازار باز است. چرا که عملیات بازار باز در سایر کشورها معمولاً بر روی اوراق قرضه دولتی انجام می‌شود و بانک مرکزی مستقیماً به انتشار اوراق اقدام نمی‌کند. در واقع بانک مرکزی در بازار ثانویه اوراق دولتی وارد شده و با خرید و فروش اوراق، به اعمال سیاست‌های انبساطی و انقباضی اقدام می‌ورزد. از این رو هزینه سیاست‌گذاری پولی برای بانک مرکزی، صرفاً تفاوت در نرخ‌های خرید و فروش است.

○ اما در ایران، کلیه هزینه‌های اوراق شامل: پرداخت سود، چاپ، انجام تبلیغات، پرداخت کارمزد عاملیت بانک‌ها، هزینه تضمین اصل و سود اوراق، هزینه امحاء اوراق فروش نرفته و غیره، بر عهده بانک مرکزی بوده و این خود باعث می‌شود به صورت قطعی به ترازنامه بانک مرکزی ضرر تحمیل شود.

○ از طرف دیگر با توجه به بی‌نام بودن اوراق و قابلیت بازخرید توسط بانک عامل، اوراق مشارکت بانک مرکزی کارکردی «شبه پول» پیدا کرده است. در واقع بانک مرکزی نوع دیگری از اسکناس را منتشر نموده است که هم نقدینگی بالائی دارد و هم اینکه در طول زمان دارای بازده می‌باشد. این خود نوعی هزینه است که به صورت ناخواسته به بانک مرکزی تحمیل می‌شود.

۳-۲- چالش‌های اقتصادی - مالی

○ ب- ناسازگاری عقد مشارکت با ماهیت کوتاه‌مدت عملیات بازار باز

○ عملیات بازار باز ذاتاً ماهیت کوتاه‌مدت داشته و صرفاً برای مدیریت نقدینگی جامعه در بازه‌های زمانی کوتاه (مثلاً: شش ماهه، سه ماهه، یک ماهه و حتی هفتگی) کاربرد می‌یابد. این در حالی است که عقد مشارکت اساساً ماهیت بلندمدت و نهایتاً میان‌مدت دارد و بنابراین عقد شرکت ذاتاً برای عملیات بازار باز مناسب نیست.

○ البته این مطلب به آن معنی نیست که به لحاظ فقهی نمی‌توان مشارکت کوتاه‌مدت را تصوّر کرد؛ بلکه بدان معناست که غالباً فعالیت‌ها و طرح‌های اقتصادی که مبنای مشارکت هستند زمان‌بر بوده و تا به سوددهی برسند، معمولاً بازه زمانی مشخصی نیاز بوده و در کوتاه‌مدت اتفاق نمی‌افتد.

○ ج- عدم امکان بلوکه نمودن وجوه

○ در عملیات بازار باز متعارف، بانک‌های مرکزی منابع جمع‌آوری شده در اثر این عملیات را از نظام پولی خارج نموده و با این کار حجم کل نقدینگی موجود در اقتصاد را کاهش می‌دهند. اما به دلیل ماهیت عقد شرکت در فقه اسلامی، زمانی که بانک مرکزی با انتشار اوراق مشارکت اقدام به راه‌اندازی عملیات بازار باز انقباضی می‌نماید، امکان بلوکه نمودن منابع جمع‌آوری شده وجود نداشته و این منابع مجدداً به اقتصاد تزریق خواهند شد.

۳-۲- چالش‌های اقتصادی - مالی

○ د- عرضه اوراق در قطع کوچک در سطح خرده‌فروشی

○ عملیات بازار باز در سایر کشورها به طور عمده در بازار بین بانکی و به صورت «عمده‌فروشی» انجام می‌شود. یعنی مخاطب بانک مرکزی در انجام این عملیات به طور عمده بانک‌ها و موسسات اعتباری غیربانکی هستند و نه عموم مردم. اما اوراق مشارکت بانک مرکزی در کشور ایران به عموم مردم و در سطح «خرده‌فروشی» ارائه می‌شود که حداقل دو مشکل ایجاد می‌کند. اولاً، انتشار اوراق در قطع‌های ریز و ورود بانک مرکزی به بازار خرده‌فروشی اوراق، تناسبی با وظایف و کارکردهای بانک مرکزی ندارد و ثانیاً، عرضه اوراق در سطح خرد نیازمند تبلیغات، انتشار کاغذی اوراق، عاملیت بانک‌ها و غیره می‌باشد که همگی هزینه انتشار اوراق را افزایش می‌دهند.

○ ه- نبود بازار ثانویه منسجم و تعهد بازخرید قبل از سررسید

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

۳-۲- چالش‌های اقتصادی - مالی

○ و- فقدان نرخ سود ثابت و از پیش تعیین شده

○ به دلیل ماهیت کوتاه‌مدت و بودن ریسک عملیات بازار باز، لازم است نرخ سودی که برای ابزارهای این عملیات در نظر گرفته می‌شود به صورت قطعی و از پیش تعیین شده اعلام شود. این در حالی است که در عقد شرکت، امکان تعیین نرخ سود به صورت قطعی و از پیش تعیین شده وجود ندارد. چرا که همان طور که قبلاً ذکر گردید، در عقد شرکت نهایتاً می‌توان اصل منابع را تضمین نمود، اما تضمین بازپرداخت سود دارای توجیه فقهی نیست.

○ ز- ماهیت مخاطره‌آمیز عقد شرکت

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

○ ح- تعیین دستوری نرخ سود اوراق

○ در عقد شرکت لازم است نرخ سود بر اساس واقعیت‌های اقتصادی و بازدهی طرح‌های اقتصادی مبنای مشارکت تعیین شود. اما در حال حاضر نرخ سود علی‌الحساب اوراق مشارکت بانک مرکزی به صورت دستوری توسط شورای پول و اعتبار تعیین می‌شود.

۳-۲- چالش‌های اقتصادی - مالی

ط - فقدان شیوه مناسب جهت ارزش‌گذاری طرح‌های اقتصادی

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

ی - تحمیل هزینه به بانک‌های عامل بابت عاملیت و بازخرید اوراق

- در حال حاضر برخی از بانک‌های کشور وظیفه عاملیت اوراق مشارکت بانک مرکزی را بر عهده می‌گیرند. این موضوع حداقل دو مشکل برای بانک‌ها ایجاد می‌کند.
- اولاً، بانک‌های عامل مجبورند محصولی را عرضه کنند که رقیب محصولات داخلی بانک است.
- ثانیاً، بانک‌ها موظف‌اند از منابع خود نسبت به بازخرید اوراق مشارکت متقاضیانی که نمی‌خواهند تا سررسید صبر کنند، اقدام نمایند و این برای بانک هزینه‌بر بوده و منجر به آن می‌شود که به صورت ناخواسته منابع داخلی بانک درگیر هزینه‌های عملیات بازار باز بانک مرکزی گردد.

۳-۲- چالش‌های اقتصادی - مالی

ب- رس بر پول سررسید ریست مجبور از شورای پول و اعتبار

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

ل- اثر معکوس سیاست در سررسید

- شیوه فعلی انتشار اوراق مشارکت بانک مرکزی به نحوی است که اثر اولیه انتشار اوراق در سررسید از بین رفته و بلکه برعکس می‌شود. مثلاً بانک مرکزی با فروش اوراق اقدام به اعمال سیاست انقباضی می‌نماید؛ اما در سررسید الزاماً اصل و سود اوراق به اقتصاد تزریق شده و اثر انبساطی ناخواسته‌ای بر اقتصاد تحمیل خواهد شد.

م- بی‌نام بودن اوراق

- در حال حاضر اوراق مشارکت بانک مرکزی به صورت بی‌نام منتشر شده و این باعث می‌گردد که درجه «نقدشوندگی» یا «قابلیت تبدیل شدن به پول نقد» در رابطه با این اوراق به شدت افزایش یابد. به عبارت دیگر، این اوراق کارکردی مشابه اسکناس پیدا کرده‌اند. در واقع مانده اوراق در دست مردم، کارکرد پول (البته با درجه میعان کمتر) را دارد. در واقع در شیوه فعلی، بانک مرکزی با انتشار اوراق مشارکت و با پرداخت هزینه‌های گوناگون، صرفاً بخشی از پول $M1$ یا $M2$ را به بخش وسیع‌تری از پول $M3$ تبدیل می‌کند.

– ارزیابی آسیب‌های اوراق مشارکت بانک مرکزی توسط خبرگان

- در این قسمت از تحقیق، هدف آن است که چالش‌های استخراج شده در قسمت قبل، با استفاده از روش دلفی در معرض نظرات و دیدگاه‌های خبرگان قرار گرفته و اولاً تأیید و ثانیاً بر اساس اهمیت، رتبه‌بندی شوند.
- در واقع سوالی که در این قسمت مطرح می‌شود آن است که:
- آیا چالش‌های احتمالی ذکر شده در قسمت‌های قبل مورد تأیید خبرگان بانکداری اسلامی در کشور قرار می‌گیرد یا خیر؟.
- اولویت‌بندی چالش‌های مذکور بر اساس نظر خبرگان چگونه است؟.
- به منظور پاسخ به دو سوال مذکور، باید به نظرات صاحب‌نظرانی مراجعه نمود که اولاً در حوزه بانکداری اسلامی متخصص بوده و ثانیاً، با نظام بانکی نیز آشنائی کافی داشته باشند. به لحاظ روش تحقیق، کشف نظر خبرگان در رابطه با آسیب‌های احتمالی استخراج شده، نیازمند هم‌اندیشی، توافق و اجماع خبرگان است که بهترین روش تحقیق برای این هدف (بر اساس مطالعه محققین و مشورت با صاحب‌نظران) روش دلفی است.
- در آنچه در پی می‌آید ابتدا روش دلفی معرفی شده و سپس فرآیند و چگونگی استفاده از این روش در پژوهش حاضر به صورت گام به گام مورد بحث واقع می‌شود. در نهایت نتایج بدست آمده از برگزاری مراحل (راندهای) دلفی، تحلیل می‌گردد.

– ارزیابی آسیب‌های اوراق مشارکت بانک مرکزی توسط خبرگان

○ ۴-۱- معرفی روش دلفی

○ روش یا فن (تکنیک) دلفی، یکی از روش‌های تحقیق کیفی می‌باشد که به منظور کسب دانش گروهی در موضوعی خاص مورد استفاده قرار می‌گیرد. روش دلفی فرآیندی است که دارای ساختار پیش‌بینی و کمک به تصمیم‌گیری بوده و در طی مراحل (راند‌های) پیمایشی، در راستای جمع‌آوری نظرات خبرگان و ایجاد اجماع میان آنان حرکت می‌نماید. در حالی که اکثر پیمایش‌ها سعی در پاسخ به سؤال «چه هست؟» دارند، دلفی به سؤال «چه باید باشد؟» پاسخ می‌دهد.

○ ۴-۲- فرآیند دلفی در این پژوهش

○ ۴-۲-۱- تشخیص و تعریف مسئله

○ مسئله اصلی این تحقیق، استخراج چالش‌ها و آسیب‌های اوراق مشارکت بانک مرکزی در کشور ایران (در دو گروه فقهی- حقوقی و اقتصادی- مالی) و رتبه‌بندی این چالش‌ها بر اساس نظر خبرگان می‌باشد. بنابراین سوالات اصلی تحقیق حاضر عبارت‌اند از:

○ الف- چالش‌های فقهی- حقوقی اوراق مشارکت بانک مرکزی کدام است؟

○ ب- چالش‌های اقتصادی- مالی اوراق مشارکت بانک مرکزی کدام است؟

○ ج- رتبه‌بندی چالش‌ها فقهی- حقوقی و اقتصادی- مالی بر حسب اولویت کدام است؟

– ارزیابی آسیب‌های اوراق مشارکت بانک مرکزی توسط خبرگان

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

- دومین گام در اجرای روش دلفی در این تحقیق، تعیین شاخص‌های انتخاب خبرگان است. در واقع لازم است معیارها و مشخصه‌هایی ارائه شود تا خبرگان بر اساس این ملاک‌ها انتخاب گردند. مسلماً با توجه به موضوع پژوهش، خبرگان تحقیق باید صاحب‌نظر «بانکداری اسلامی» به لحاظ نظری و عملی باشند. در واقع باید از دو معیار کلی برخوردار باشند؛ یکی صاحب‌نظر بودن در حوزه بانکداری اسلامی به عنوان حوزه‌ای علمی و دیگری آشنائی عملی با شبکه بانکی کشور.
- به منظور کاربردی نمودن معیارها، لازم است شاخص‌های عملیاتی برای هر معیار ارائه شود. این شاخص‌ها با مطالعه پیشینه تحقیق و همچنین مشورت با برخی از اساتید برجسته بانکداری اسلامی در کشور انتخاب و در جدول صفحه بعد ارائه شده است.
- در تحقیق حاضر «خبره بانکداری اسلامی» فردی است که در هر معیار، واجد حداقل یک شاخص باشد (از هر یک از ستون‌های جدول ذیل، حداقل دارای یک مورد باشد).

معیارها و شاخص‌های انتخاب هیئت خبرگان (پانل)

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

– ارزیابی آسیب‌های اوراق مشارکت بانک مرکزی توسط خبرگان

○ ۴-۲-۳- تعیین جامعه، انتخاب نمونه و شیوه‌های ارتباط

○ با استفاده از شاخص‌های ارائه شده در جدول بالا و همچنین مشورت با برخی از صاحب‌نظران برجسته بانکداری اسلامی در کشور، این نتیجه حاصل شد که تعداد افرادی که از هر دو معیار یعنی «توانمندی علمی» و «سابقه اجرایی» حداقل واجد یک شاخص باشند، نهایتاً چهل نفر است. به عبارت دیگر، جامعه خبرگان بانکداری اسلامی در کشور جامعه‌ای چهل نفره می‌باشد.

○ در رابطه با نمونه‌گیری هر چند ادبیات روش تحقیق کیفی شیوه‌های مختلفی برای انجام این کار ارائه می‌کنند، اما در این تحقیق با توجه به اینکه تعداد متخصصین بانکداری اسلامی در کشور محدود است (جامعه چهل نفره)، تلاش شد جهت بالاتر بردن کیفیت پژوهش، کل جامعه مورد پیمایش قرار گیرد. به عبارت دیگر، نمونه این تحقیق کل جامعه انتخاب گردید.

○ شیوه ارتباط با اعضا پانل بدین صورت بود که در مرحله اول لیست خبرگان واجد صلاحیت تهیه گردید و با تمامی آن‌ها تماس تلفنی گرفته شد. در این تماس محققین ضمن توضیح موضوع تحقیق به خبرگان، مراحل پژوهش و ابعاد کار را تبیین نموده و نظر خبرگان را در رابطه با مشارکت در تحقیق جویا شدند. در این مرحله از مجموع چهل خبره، ۲۸ نفر در رابطه با همکاری در تحقیق اعلام آمادگی نمودند.

۳-۴- نتایج دوره‌های دلفی

۳-۱- نتایج دور اول (نظرات خبرگان در مورد چالش‌های فقهی - حقوقی اوراق مشارکت بانک مرکزی،)

شماره	چالش	سطح معنی‌داری	سطح خطا	درصد موافقت	تایید یا رد H_0
۱	شبیه فقدان طرح‌های سودده اقتصادی	۰/۰۰۰	۰/۰۵	۹۶	رد
۲	ناسازگاری با قانون نحوه انتشار اوراق مشارکت و قانون برنامه پنجم توسعه	۰/۰۰۰	۰/۰۵	۷۳	رد
۳	عدم اطلاع‌رسانی در رابطه با فعالیت‌های اقتصادی مبنای انتشار اوراق و شکل نگرفتن قصد شرکت	۰/۰۰۱	۰/۰۵	۷۶	رد
۴	تضمین اصل و سود اوراق توسط بانک مرکزی	۰/۰۰۰	۰/۰۵	۷۹	رد
۵	شبیه واقعی نبودن نرخ سود پرداختی به دارندگان اوراق	۰/۰۰۰	۰/۰۵	۸۵	رد

۴-۳- نتایج دوره‌های دلفی

۱-۱- نتایج دور اول (نظرات خبرگان در مورد چالش‌های اقتصادی-مالی مشارکت

شماره	چالش	سطح معنی‌داری	سطح خطا	درصد موافقت	تایید یا رد H_0
1	هزینه‌بر بودن انتشار اوراق و تحمیل ضرر به ترازنامه بانک مرکزی	۰/۰۰۰	۰/۰۵	۹۶	رد
2	بی‌نام بودن اوراق	۰/۰۳۶	۰/۰۵	۶۸	رد
3	فقدان نرخ سود ثابت و از پیش تعیین شده	۰/۰۰۰	۰/۰۵	۸۸	رد
4	عدم امکان بلوکه نمودن وجوه	۰/۰۰۰	۰/۰۵	۸۳	رد
5	فقدان شیوه مناسب جهت ارزش‌گذاری طرح‌های اقتصادی در پایان دوره مشارکت	۰/۰۰۰	۰/۰۵	۸۱	رد
6	تعیین دستوری نرخ سود اوراق	۰/۰۰۰	۰/۰۵	۷۹	رد
7	تحمیل هزینه به بانک‌های عامل بابت عاملیت و بازخرید اوراق	۰/۰۵۸	۰/۰۵	۶۷	رد
8	عرضه اوراق در قطع کوچک در سطح خرده‌فروشی	۰/۰۰۱	۰/۰۵	۷۶	رد
9	عدم آزادی عمل بانک مرکزی و زمان‌بر بودن فرآیند دریافت مجوز از شورای پول و اعتبار	۰/۰۰۳	۰/۰۵	۷۴	رد
10	نبود بازار ثانویه مسنجم و تعهد بازخرید قبل از سررسید	۰/۰۰۰	۰/۰۵	۷۷	رد
11	اثر معکوس سیاست در سررسید	۰/۱۲۴	۰/۰۵	۶۲	تأیید
12	ماهیت مخاطره‌آمیز عقد شرکت	۰/۰۰۰	۰/۰۵	۸۵	رد
13	ناسازگاری عقد مشارکت با ماهیت کوتاه‌مدت عملیات بازار باز	۰/۰۰۰	۰/۰۵	۹۳	رد

۴-۳- نتایج دوره‌های دلفی

- در تحلیل نتایج دور اول می‌توان این طور بیان نمود که سطح معنی‌داری محاسبه شده برای تمامی گزینه‌ها (به جز یک مورد) کمتر از میزان آلفای تحقیق (پنج درصد) می‌باشد و بنابراین می‌توان گفت فرض صفر رد شده و خبرگان با تمامی پنج چالش فقهی- حقوقی و دوازده چالش اقتصادی- مالی (از سیزده چالش ذکر شده) موافق هستند.
- یافته‌های مرحله اول دلفی نشان می‌دهد که خبرگان با یکی از چالش‌ها (اثر معکوس سیاست در سررسید) موافق نیستند. **توجیه خبرگان** در رابطه با حذف این چالش آن بود که ماهیت سیاست‌گذاری پولی و عملیات بازار باز اقتضائی و موقتی است. به این معنی که بانک مرکزی پیش‌بینی می‌کند که به صورت موقت (مثلاً در سه ماه آینده) حجم نقدینگی در اقتصاد بیش از میزان مورد نیاز خواهد بود. بر این اساس اقدام به انجام عملیات انقباضی به مدت سه ماه نموده و نقدینگی را از اقتصاد جمع می‌کند. طبقاً پس از گذشت بازه زمانی مورد نظر جهت اعمال سیاست (سه ماه) نقدینگی به اقتصاد باز خواهد گشت و این مشکلی را ایجاد نمی‌کند. چرا که مسئله زیاد بودن نقدینگی موضوعی موقت بوده است و نه دائمی. بر این اساس نمی‌توان «اثر معکوس سیاست در سررسید» را الزاماً یک چالش اقتصادی برای اوراق مشارکت در نظر گرفت.
- علاوه بر این خبرگان در این مرحله دو چالش اقتصادی- مالی جدید را نیز به لیست اولیه اضافه کردند که عبارت‌اند از: «ابهام در شیوه حسابداری اوراق» و «انتشار غیر الکترونیکی اوراق». **توجیه خبرگان** در رابطه با اضافه نمودن چالش اول آن بود که در حال حاضر اصل و سود اوراق مشارکت بانک مرکزی تحت سرفصل سایر بدهی‌ها در ترازنامه بانک مرکزی به ثبت می‌رسد. در حالی که بر اساس ضوابط عقد شرکت، سود مشارکت (و حتی اصل آن) نباید به عنوان بدهی قطعی در نظر گرفته شود. در رابطه چالش جدید دوم نیز خبرگان معتقد بودند که در حال حاضر اوراق مشارکت بانک مرکزی به صورت کاغذی و غیرالکترونیکی مورد استفاده واقع شده و از این منظر هزینه‌های گوناگونی جهت چاپ، نگهداری، امحاء و غیره، بر بانک مرکزی تحمیل می‌شود.
- این اصلاحات در پرسش‌نامه اولیه اعمال گردید و پرسش‌نامه جدید جهت برگزاری راند دوم دلفی به خبرگان ارسال شد.

۳-۴- نتایج دوره‌های دلفی

۳-۱- نتایج دور دوم (نظرات خبرگان در مورد چالش‌های فقهی - حقوقی اوراق

چالش‌های فقهی - حقوقی اوراق

شماره	چالش	سطح معنی‌داری	سطح خطا	درصد موافقت	تایید یا رد H_0
1	شبیه فقدان طرح‌های سودده اقتصادی	۰/۰۰۰	۰/۰۵	۹۷	رد
2	ناسازگاری با قانون نحوه انتشار اوراق مشارکت و قانون برنامه پنجم توسعه	۰/۰۰۰	۰/۰۵	۷۵	رد
3	عدم اطلاع‌رسانی در رابطه با فعالیتهای اقتصادی مبنای انتشار اوراق و شکل نگرفتن قصد شرکت	۰/۰۰۱	۰/۰۵	۷۶	رد
4	تضمین اصل و سود اوراق توسط بانک مرکزی	۰/۰۰۰	۰/۰۵	۷۸	رد
5	شبیه واقعی نبودن نرخ سود پرداختی به دارندگان اوراق	۰/۰۰۰	۰/۰۵	۸۸	رد

۴-۳- نتایج دوره‌های دلفی

۳-۱- نتایج دور دوم (نظرات خبرگان در مورد چالش‌های اقتصادی-مالی اوراق

شماره	چالش	سطح معنی‌داری	سطح خطا	درصد موافقت	تایید یا رد H_0
1	هزینه‌بر بودن انتشار اوراق و تحمیل ضرر به ترازنامه بانک مرکزی	۰۰۰/۰	۰/۰۵	۹۶	رد
2	بی‌نام بودن اوراق	۰/۰۳۶	۰/۰۵	۶۸	رد
3	فقدان نرخ سود ثابت و از پیش تعیین شده	۰۰۰/۰	۰/۰۵	۸۸	رد
4	عدم امکان بلوکه نمودن وجوه	۰۰۰/۰	۰/۰۵	۸۳	رد
5	فقدان شیوه مناسب جهت ارزش‌گذاری طرح‌های اقتصادی در پایان دوره مشارکت	۰۰۰/۰	۰/۰۵	۸۱	رد
6	تعیین دستوری نرخ سود اوراق	۰۰۰/۰	۰/۰۵	۷۹	رد
7	تحمیل هزینه به بانک‌های عامل بابت عاملیت و بازخرید اوراق	۰/۰۵۸	۰/۰۵	۶۷	رد
8	عرضه اوراق در قطع کوچک در سطح خرده‌فروشی	۰/۰۰۱	۰/۰۵	۷۶	رد
9	عدم آزادی عمل بانک مرکزی و زمان‌بر بودن فرآیند دریافت مجوز از شورای پول و اعتبار	۰/۰۰۳	۰/۰۵	۷۴	رد
10	نبود بازار ثانویه مسنجم و تعهد بازخرید قبل از سررسید	۰۰۰/۰	۰/۰۵	۷۷	رد
11	ناسازگاری عقد مشارکت با ماهیت کوتاه‌مدت عملیات بازار باز	۰۰۰/۰	۰/۰۵	۹۳	رد
12	ماهیت مخاطره‌آمیز عقد شرکت	۰۰۰/۰	۰/۰۵	۸۵	رد
13	ابهام در شیوه حسابداری اوراق	۰/۰۵۶	۰/۰۵	۶۶	رد
14	انتشار غیر الکترونیکی اوراق	۰/۰۶۴	۰/۰۵	۶۵	رد

۴-۳- نتایج دوره‌های دلفی

- یافته‌های مرحله دوم دلفی نشان داد ده خبرگان تمامی کویه‌های مطرح شده را مورد تایید قرار دادند که این خود نشان‌دهنده شکل‌گیری اجماع نسبی است. با توجه به این مطلب، در مرحله سوم دلفی تمرکز بر مقوله رتبه‌بندی ویژگی‌ها قرار گرفت.
- در واقع با طراحی پرسشنامه‌ای بسته، از خبرگان خواسته شد نظر نهایی خود در رتبه‌بندی عوامل را بیان نمایند. یادآور می‌شود در پرسش‌نامه راند سوم، میانگین نمره و یا امتیازی که مجموع خبرگان در راند دوم به هر یک از گویه‌ها داده بودند نیز در یک ستون درج گردید و از خبرگان درخواست شد تا با توجه به میانگین امتیاز تخصیص یافته، در صورت نیاز به اصلاح امتیازاتی که در راندهای قبلی به هر یک از گویه‌ها داده بودند، بپردازند.
- نتایج این پرسش‌نامه از طریق آزمون تحلیل واریانس فریدمن مورد تحلیل قرار گرفت. فرضیه صفر آن بود که از نظر خبرگان بانکداری اسلامی، رتبه و یا میزان اهمیت چالش‌ها با یکدیگر برابر است. در مقابل فرض جایگزین بر این مطلب تاکید داشت که حداقل رتبه دو چالش با یکدیگر تفاوت معنی‌داری دارد. نتایج آزمون فریدمن که با نرم‌افزار SPSS16 انجام شد در جداول صفحات بعد ارائه شده است.

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

نتایج آزمون تحلیل واریانس فریدمن در رابطه با رتبه‌بندی چالش‌های فقهی - حقوقی

آماره محاسبه شده	درجه آزادی	سطح معنی‌داری	سطح خطا	نتیجه آزمون
79/638	5	0/000	0/05	رد H_0

نتایج آزمون تحلیل واریانس فریدمن در رابطه با رتبه‌بندی چالش‌های اقتصادی-مالی

آماره محاسبه شده	درجه آزادی	سطح معنی‌داری	سطح خطا	نتیجه آزمون
76/577	14	0/000	0/05	رد H_0

۴-۳- نتایج دور سوم دلفی

- در تحلیل نتایج این جداول می‌توان این طور بیان نمود که سطح معنی‌داری محاسبه شده کمتر از میزان آلفای تحقیق (پنج درصد) می‌باشد و بنابراین می‌توان گفت داده‌های نمونه دلیل محکمی برای پذیرش فرض صفر در سطح اطمینان ۹۵ درصد ارائه نمی‌دهد؛ از این رو، فرض جایگزین مورد پذیرش قرار می‌گیرد.
- به عبارت دیگر، به احتمال ۹۵ درصد می‌توان ادعا نمود که بر اساس نظر خبرگان، بین پنج چالش فقهی- حقوقی و چهارده چالش اقتصادی- مالی تفاوت معنی‌داری وجود دارد. **تربیت و اولویت چالش‌ها** (که از نتایج آزمون فریدمن بدست آمده‌اند) به ترتیب در جداول صفحات بعد ارائه می‌شود.

۴-۳- نتایج دوره‌های دلفی

رتبه‌بندی چالش‌های فقهی-حقوقی (نتایج آزمون فردمندی)

رتبه کسب شده	چالش‌های فقهی-حقوقی اوراق مشارکت بانک مرکزی
1	شبیه فقدان طرح‌های سودده اقتصادی
2	شبیه واقعی نبودن نرخ سود پرداختی به دارندگان اوراق
3	عدم اطلاع‌رسانی در رابطه با فعالیت‌های اقتصادی و شکل نگرفتن قصد شرکت
4	تضمین اصل و سود اوراق توسط بانک مرکزی
5	ناسازگاری با قانون نحوه انتشار اوراق مشارکت و قانون برنامه پنجم توسعه

۴-۳- نتایج دوره‌های دلفی

رتبه‌بندی چالش‌های اقتصادی-مالی (نتایج آزمون فردمن)

رتبه کسب شده	چالش‌های اقتصادی-مالی اوراق مشارکت بانک مرکزی
1	هزینه‌بر بودن انتشار اوراق و تحمیل ضرر به ترازنامه بانک مرکزی
2	عرضه اوراق در قطع کوچک در سطح خرده‌فروشی
3	نبود بازار ثانویه مسنجم و تعهد بازخرید قبل از سررسید
4	ناسازگاری عقد مشارکت با ماهیت کوتاه‌مدت عملیات بازار باز
5	عدم امکان بلوکه نمودن وجوه
6	فقدان نرخ سود ثابت و از پیش تعیین شده
7	ماهیت مخاطره‌آمیز عقد شرکت
8	تعیین دستوری نرخ سود اوراق
9	فقدان شیوه مناسب جهت ارزش‌گذاری طرح‌های اقتصادی در پایان دوره مشارکت
10	تحمیل هزینه به بانک‌های عامل بابت عاملیت و بازخرید اوراق
11	عدم آزادی عمل بانک مرکزی و زمان‌بر بودن فرآیند دریافت مجوز از شورای پول و اعتبار
12	بی‌نام بودن اوراق
13	ابهام در شیوه حسابداری اوراق
14	انتشار غیرالکترونیکی اوراق

۵- جمع‌بندی و نتیجه‌گیری

○ این تحقیق تلاش نمود تا به آسیب‌شناسی اوراق مشارکت بانک مرکزی بپردازد. در راستای تحقق چنین هدفی، در ابتدا به ارزیابی تجربه انتشار اوراق مشارکت توسط بانک مرکزی جمهوری اسلامی ایران در سیزده سال اخیر پرداخت و تلاش کرد تا ابعاد مختلف این تجربه را شناسائی نماید. در ادامه به روش کتابخانه‌ای به استخراج چالش‌های احتمالی اوراق مشارکت بانک مرکزی در دو گروه فقهی- حقوقی و اقتصادی- مالی، اقدام نمود. در قسمت بعد با استفاده از روش دلفی سه مرحله‌ای، چالش‌های استخراج شده را جهت تأیید و رتبه‌بندی در معرض نظرات و دیدگاه‌های خبرگان بانکداری اسلامی در کشور قرار داد.

○ یافته‌های پژوهش نشان می‌دهد که اوراق مشارکت بانک مرکزی هم از منظر انطباق با شریعت و هم از منظر کارایی اقتصادی از چالش‌های جدی رنج می‌برد که لازم است برای رفع آن‌ها راه‌حل‌های مرتبط در نظر گرفته شود.

۶- توصیه‌های سیاستی

۶-۱- توصیه‌های مرتبط با چالش‌های فقهی - حقوقی

- دوره‌ای که قصد انتشار اوراق دارد، اقدام به احصاء دقیق فعالیت‌های سود دار نماید.
- ب- به منظور حل شبهه «واقعی نبودن نرخ سود پرداختی»، پیشنهاد می‌شود بانک مرکزی نسبت به تدوین «صورت سود و زیان» برای طرح‌های سودده مبنای انتشار اوراق اقدام کند. همچنین، لازم است بر اساس صورت تهیه شده، نرخ سود قطعی اوراق محاسبه شود و در صورتی که بیش از سود علی‌الحساب باشد، به دارندگان اوراق پرداخت شود.
- ج- به منظور حل شبهه «عدم اطلاع‌رسانی در رابطه با فعالیت‌های اقتصادی مبنای انتشار اوراق و شکل نگرفتن قصد شرکت»، پیشنهاد می‌شود بانک مرکزی قبل از انتشار اوراق، نسبت به اعلام عمومی فعالیت‌های سودده مبنای انتشار اوراق اقدام کند. همچنین، مناسب است نام این فعالیت‌ها به صورت مختصر بر روی برگه مشارکت ذکر شود. این خود باعث می‌شود تا خریداران اوراق بتوانند حقیقتاً قصد شرکت نمایند.
- د- به منظور حل مشکل «تضمین اصل و سود اوراق» پیشنهاد می‌شود بانک مرکزی صرفاً به تضمین اصل سرمایه اقدام نموده و هیچگونه تضمین صریح یا قطعی به منظور تضمین سود ارائه نکند.

۶- توصیه‌های سیاستی

۶-۱- توصیه‌های مرتبط با چالش‌های اقتصادی-مالی

- الف- به منظور حل مشکل: «هزینه‌بر بودن انتشار اوراق و تحمیل ضرر به ترازنامه بانک مرکزی» پیشنهاد می‌شود که بانک مرکزی در کوتاه‌مدت با انجام اقداماتی خاص (مانند انتشار الکترونیکی اوراق، راه‌اندازی بازار ثانویه و غیره) تلاش کند تا هزینه‌های انتشار اوراق را کاهش دهد. اما در میان‌مدت و بلندمدت بهتر است انتشار مستقیم اوراق توسط بانک مرکزی متوقف شده و بانک مرکزی (مشابه اکثر سایر کشورها) با خرید و فروش اوراق بهادار دولتی (انواع صکوک دولتی) به انجام عملیات بازار باز اقدام ورزد. در این رابطه به طور خاص پیشنهاد می‌شود در لایحه بودجه سال آینده، به بانک مرکزی اجازه ورود در بازار ثانویه اسناد خزانه اسلامی و خرید و فروش آن‌ها جهت انجام عملیات بازار باز داده شود.
- ب- به منظور حل مشکل: «عرضه اوراق در قطع کوچک در سطح خرده‌فروشی» پیشنهاد می‌شود ارقام اوراق به حدی افزایش یابد تا صرفاً بانک‌ها و موسسات اعتباری غیر بانکی مخاطب اوراق واقع شوند.
- ج- به منظور حل مشکل «نبود بازار ثانویه مسنجم و تعهد بازخرید قبل از سررسید» پیشنهاد می‌شود که بازار ثانویه اوراق مشارکت هر چه سریع‌تر در بورس اوراق بهادار راه‌اندازی شده و در 48 برگه‌های اوراق مشارکت آتی بانک مرکزی، تاکید شود که فروش اوراق قبل از سررسید صرفاً در بازار بورس امکان‌پذیر بوده و بانک عامل تعهدی جهت بازخرید قبل از سررسید ندارد.

۶- توصیه‌های سیاستی

۶-۱- توصیه‌های مرتبط با چالش‌های اقتصادی-مالی

- د- جهت حل مشکل «ناسازگاری عقد مشارکت با ماهیت کوتاه‌مدت عملیات بازار باز» پیشنهاد می‌شود سررسید اوراق به نحوی تعیین شود تا در نظر عموم مردم، امکان وقوع مشارکت و ایجاد سود قابل تصوّر باشد.
- ه- جهت حل مشکل «عدم امکان بلوکه نمودن وجوه» پیشنهاد می‌شود بانک مرکزی منابع جمع‌آوری شده از محل انتشار اوراق را مستقیماً بلوکه نکند. بلکه آن‌ها را حقیقتاً جایگزین منابع خود که قبلاً در طرح‌های سودده به کار گرفته است نموده و با آزادسازی منابع گذشته، اقدام به بلوکه نمودن وجوه نماید.
- و- جهت حل مشکل «فقدان نرخ سود ثابت و از پیش تعیین شده» پیشنهاد می‌شود پیش‌بینی نرخ سود علی‌الحساب توسط بانک مرکزی تا حد امکان دقیق باشد تا تفاوت نرخ سود علی‌الحساب و قطعی کم شود.
- ز- جهت حل مشکل «ماهیت مخاطره‌آمیز عقد شرکت» پیشنهاد می‌شود بانک مرکزی طرح‌های سودده اقتصادی مبنای انتشار اوراق را در مقابل ریسک‌های گوناگون بیمه کند.

۶- توصیه‌های سیاستی

۶-۱- توصیه‌های مرتبط با چالش‌های اقتصادی-مالی

- ح- جهت حل مشکل «ماهیت مخاطره‌آمیز عقد شرکت» پیشنهاد می‌شود بانک مرکزی طرح‌های سودده اقتصادی مبنای انتشار اوراق را در مقابل ریسک‌های گوناگون بیمه کند.
- ط- جهت حل مشکل «تعیین دستوری نرخ سود اوراق» پیشنهاد اصلی «فروش اوراق به کسر» می‌باشد.
- ی- جهت حل مشکل «فقدان شیوه مناسب جهت ارزش‌گذاری طرح‌های اقتصادی در پایان دوره مشارکت» پیشنهاد می‌شود بانک مرکزی نسبت به ارزیابی و ارزش‌گذاری طرح‌های اقتصادی مبنای انتشار اوراق در سررسید اقدام نموده و این ارزیابی را مبنایی برای تعیین نرخ سود علی‌الحساب اوراق در نظر بگیرد.
- ک- جهت حل مشکل «تحمیل هزینه به بانک‌های عامل بابت عاملیت و بازخرید اوراق» بهترین راه حل راه‌اندازی بازار ثانویه و حذف تعهد بانک‌های عامل جهت بازخرید اوراق است.
- ل- جهت حل مشکل «عدم آزادی عمل بانک مرکزی و زمان‌بر بودن فرآیند دریافت مجوز از شورای پول و اعتبار» لازم است اختیار قانونی لازم توسط نهادهای قانون‌گذار به بانک مرکزی جهت تعیین زمان، میزان، سررسید، نرخ سود و شیوه انتشار اوراق مشارکت داده شود.

○ در نهایت لازم به ذکر است که عامل اصلی ایجاد تورم در اقتصاد کشور، **بی انضباطی مالی دولت** است. به این معنی که دولت مشکلات خود را با فشار بر ترازنامه بانک مرکزی و از طریق بسط **پایه پولی** مرتفع می کند که این علت اصلی ایجاد تورم می باشد.

○ بر این اساس تقویت اوراق مشارکت بانک مرکزی، نباید به معنی فراموش کردن علت و مقابله با معلول تلقی شود؛ بلکه بیش و پیش از توجه به انتشار اوراق مشارکت جهت کنترل نقدینگی، باید زمینه های انبساط پایه پولی محدود شود.

«سُبْحَانَ رَبِّكَ رَبِّ الْعِزَّةِ عَمَّا يَصِفُونَ وَ سَلَامٌ عَلَى الْمُرْسَلِينَ وَالْحَمْدُ لِلَّهِ رَبِّ الْعَالَمِينَ»

با تشکر از صبر و حوصله شما