فصلنامه پژوهش‌های پولی-بانکی
سال هشتم، شماره ۲۴، تابستان ۱۳۹۴
صفحات ۱۹۱-۲۲۲

# استخراج و رتبه‌بندی چالش‌های فقهی-اقتصادی اوراق مشارکت بانک مرکزی بر اساس نظر خبرگان

**حسین میثمی** [*]
**کامران ندری** [‡]
**سید عباس موسویان** [†]

تاریخ دریافت: ۱۳۹۳/۱۱/۱۳ تاریخ پذیرش: ۱۳۹۵/۰۴/۱۳

## چکیده

این تحقیق تلاش می‌کند تا ضمن شناخت دقیق شیوه عملیاتی مورد استفاده جهت انتشار اوراق مشارکت بانک مرکزی، شیوه فعلی را از منظر فقهی-حقوقی و اقتصادی-مالی مورد آسیب‌شناسی قرار دهد. جهت استخراج چالش‌های اولیه از روش کتابخانه‌ای استفاده شده و جهت تائید نهایی چالش‌ها و رتبه‌بندی آن‌ها بر اساس اهمیت، از روش «دلفی سه مرحله‌ای» در جامعه خبرگان بانکداری اسلامی در کشور استفاده شده است. یافته‌ها نشان می‌دهد که با توجه به چالش‌های گوناگون اوراق مشارکت، بهتر است بانک مرکزی جهت انجام عملیات بازار باز، خود اقدام به انتشار اوراق بهادار نکند؛ بلکه این عملیات را با استفاده از خرید و فروش اوراق بهادار دولتی (مانند اسناد خزانه اسلامی) در بازار ثانویه به انجام رساند. البته، اگر به هر دلیل (مثلاً نبود بازار ثانویه اوراق بهادار دولتی) بانک مرکزی در کوتاه‌مدت مجبور به انتشار اوراق بهادار در بازار اولیه می‌باشد، باز هم اوراق مشارکت بهترین گزینه نبوده و می‌توان از سایر ابزارهای اسلامی که با ویژگی‌های عملیات بازار باز سازگاری بالاتری دارند (مانند صکوک اجاره که نرخ سود ثابت و ریسک حداقلی دارد) استفاده نمود.

**واژه‌های کلیدی:** اوراق مشارکت، عملیات بازار باز، خبرگان بانکداری اسلامی، فقه اسلامی
**طبقه‌بندی JEL:** E52 ،D53

[*] استادیار گروه بانکداری اسلامی، پژوهشکده پولی و بانکی، تهران؛ meisami@isu.ac.ir (نویسنده مسئول)
[†] دانشیار پژوهشگاه فرهنگ و اندیشه اسلامی، تهران؛ samosavian@yahoo.com
[‡] استادیار دانشکده معارف اسلامی و اقتصاد، دانشگاه امام صادق (ع)، تهران؛ k.nadri@gmail.com
این مقاله مستخرج از پایان‌نامه دکتری حسین میثمی است.

[ Downloaded from jmbr.mbri.ac.ir on 2026-11-06 ]
[ DOR: 20.1001.1.26453355.1394.8.24.1.7 ]

## ۱ مقدمه

انتشار اوراق بهادار بانک مرکزی[1]، یکی از شیوه‌هایی است که در برخی از کشورهای در حال توسعه جهت اجرائی‌سازی عملیات بازار باز (OMO[2]) توسط بانک 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 (و بر اساس نظر مراجع و فقهای معظّم) استفاده از اوراق قرضه جهت عملیات بازار باز ناصحیح است، بانک مرکزی اقدام به انتشار «اوراق مشارکت بانک مرکزی» نموده است.

در واقع ابزار اوراق مشارکت که از سال ۱۳۷۳ توسط نهادهای مختلف (مانند دولت و شهرداری‌ها) جهت «تأمین مالی[3]» مورد استفاده واقع شده بود، از سال ۱۳۷۹ به عنوان جهت «سیاست‌گذاری پولی» مورد استفاده قرار گرفت و تاکنون تنها از این ابزار برای عملیات بازار باز اسلامی استفاده شده است.

تحقیق حاضر سعی می‌کند تا با شناخت صحیح تجربه و شیوه عملیاتی اوراق مشارکت بانک مرکزی، این روش را از دو منظر فقهی- حقوقی و اقتصادی- مالی مورد آسیب‌شناسی قرار دهد. یافته‌های این تحقیق می‌تواند به بانک مرکزی جهت استفاده بهتر از ابزار اوراق مشارکت کمک نماید.

در آنچه در پی می‌آید، ابتدا مروری بر پیشینه تحقیق انجام شده و بعد از آن، شیوه عملیاتی و چالش‌های احتمالی اوراق مشارکت بانک مرکزی کشور مورد بحث واقع می‌شود. در ادامه چالش‌های مذکور در معرض نظر خبرگان قرار گرفته و در نهایت چالش‌های تائید شده مورد رتبه‌بندی واقع می‌شوند. قسمت آخر مقاله نیز از مباحث ارائه شده نتیجه‌گیری می‌کند.

## ۲ پیشینه تحقیق

تحقیقات مختلفی به بررسی چالش‌های اوراق مشارکت پرداخته‌اند که در ادامه به برخی از آن‌ها اشاره می‌شود.

---

[1] Central Bank Securities

[2] Open Market Operation

[3] Financing

[ Downloaded from jmbr.mbri.ac.ir on 2026-11-06 ]

[ DOR: 20.1001.1.26453355.1394.8.24.1.7 ]

هادوی تهرانی (۱۳۷۸) ضمن مقایسه این ابزار با اوراق قرضه، از جنبه فقهی اوراق مشارکت را مورد بررسی قرار داده و الزامات اجرای صحیح این اوراق را متذکر شده است. در این تحقیق چالش‌های فقهی احتمالی که می‌تواند عملیات تأمین مالی از طریق انتشار اوراق مشارکت را با مشکل مواجه سازد برجسته گردیده است.

موسویان (۱۳۷۸) به بررسی ماهیت سیاست‌گذاری پولی و به ویژه عملیات بازار باز می‌پردازد. در این تحقیق تلاش می‌شود 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.

علی‌مدد (۱۳۸۰) به بررسی استانداردهای حسابداری و مقررات انتشار اوراق مشارکت نموده و به صورت کامل نحوه ثبت و انجام امور مربوط به حسابداری این اوراق را تبیین کرده است. در واقع در این پژوهش چالش‌های مقرراتی و حسابداری انتشار اوراق مشارکت برجسته گردیده است.

رحیمی (۱۳۸۱) ضمن بررسی تاریخچه و قوانین و مقررات انتشار اوراق مشارکت به بررسی آثار اقتصادی و چالش‌های موجود در زمینه انتشار این اوراق پرداخته و راهکارهایی را جهت رفع مشکلات این اوراق بیان نموده است.

سعیدی (۱۳۸۱) به مقوله ارزیابی وضع موجود انتشار اوراق مشارکت در بازار پول و سرمایه کشور پرداخته و شیوه‌ای جدید با عنوان اوراق مشارکت مرکب را ارائه می‌دهد. یافته‌های این تحقیق نشان می‌دهد که اوراق مشارکت مرکب ناسازگار با تعالیم فقه امامیه نمی‌باشد.

بازمحمدی (۱۳۸۶) به آسیب‌شناسی اوراق مشارکت دولت، شرکت‌ها و بانک مرکزی می‌پردازد. در این تحقیق به طور عمده بر روی شناسایی چالش‌های موجود و ارائه پیشنهادهایی اصلاحی جهت تقویت اوراق از منظر اقتصادی و مالی تمرکز شده است (این پژوهش به ارزیابی چالش‌های فقهی اوراق مشارکت دولت یا بانک مرکزی نمی‌پردازد).

همان طور که ملاحظه می‌شود، تحقیقات پیشین در موضوع آسیب‌شناسی اوراق مشارکت، به طور عمده به چالش‌های اوراق مشارکت جهت «تأمین مالی[1]» و یا «اوراق مشارکت مالی» پرداخته و مقوله آسیب‌شناسی استفاده از اوراق مشارکت جهت «سیاست‌گذاری پولی[2]» و یا «اوراق مشارکت پولی»، کمتر مورد توجه بوده است. این در

[1] Finance
[2] Policy Making

[ Downloaded from jmbr.mbri.ac.ir on 2026-11-06 ]
[ DOR: 20.1001.1.26453355.1394.8.24.1.7 ]

حالی است که به نظر می‌رسد موضوع آسیب‌شناسی اوراق مشارکت پولی (اوراق مشارکت بانک مرکزی جهت کنترل تورم) موضوع بسیار مهمی است که لازم است به آن نیز توجه شود. در این تحقیق به طور مبسوط به این موضوع پرداخته شده و این نوآوری این پژوهش را شکل می‌دهد[۱].

## ۳ تجربه انتشار اوراق مشارکت بانک مرکزی در ایران

در نظام بانکی کشور ایران، «اوراق مشارکت بانک مرکزی» تنها ابزاری است که با عملکردی مشابه ابزارهای عملیات بازار باز، از سال ۱۳۷۹ مورد استفاده واقع شده است. در واقع بانک مرکزی کشور در سال‌های مختلف، اقدام به انتشار این نوع از اوراق جهت جمع‌آوری نقدینگی نموده است. در ادامه ابعاد مختلف این نوع از اوراق مورد بحث واقع می‌شود.

### ۱.۳ تعریف

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

به نظر می‌رسد اوراق مشارکت بانک مرکزی نیز نباید تفاوت ماهوی با سایر انواع اوراق مشارکت داشته باشد. به عبارت دیگر، اوراق مشارکت بانک مرکزی نوع خاصی از اوراق مشارکت است که توسط بانک مرکزی در جهت اهدافی خاص، منتشر شده و به لحاظ منطقی نباید تفاوت مبنایی با اوراق مشارکت دولت و یا سایر ناشرین داشته باشد. بر این اساس می‌توان اوراق مشارکت بانک مرکزی را بدین صورت تعریف نمود: «اوراق مشارکت بانک مرکزی اوراق بهادار بانام یا بی‌نامی است که به قیمت اسمی مشخص برای مدت معین منتشر می‌شود و به سرمایه‌گذارانی که قصد مشارکت در طرح‌های سودده بانک مرکزی را

[۱] لازم به ذکر است که متأسفانه اطلاعات بسیار کمی در رابطه با تجربه و شیوه عملیاتی انتشار اوراق مشارکت بانک مرکزی وجود دارد و لذا اینکه این تحقیق در وهله اول سعی در شناسایی و مستند نمودن این تجربه می‌کند، خود موضوعی جدید می‌باشد که تاکنون به آن پرداخته نشده است.

[ Downloaded from jmbr.mbri.ac.ir on 2026-11-06 ]

[ DOR: 20.1001.1.26453355.1394.8.24.1.7 ]

دارند، واگذار می‌گردد. دارندگان این اوراق به نسبت قیمت اسمی و مدت زمان مشارکت، در سود حاصل از اجرای طرح‌های مذکور توسط بانک مرکزی شریک خواهند بود»[۱].

### ۲.۳ 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[۲]. 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. آخرین رکن در انتشار اوراق مشارکت بانک مرکزی، «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.

### ۳.۳ آمار و ارقام

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

### ۴.۳ شیوه اجرائی

هر چند متأسفانه در رابطه با شیوه اجرائی و فرآیند انتشار اوراق مشارکت بانک مرکزی اطلاعات مدونی در دسترس نیست، اما با مرور تحقیقات مختصر پیشین و بر اساس مصاحبه‌های انجام شده با برخی از مدیران بانک مرکزی[۳]، می‌توان شیوه اجرائی انتشار اوراق

---

[۱] متأسفانه در تارنمای بانک مرکزی و یا سایر منابع و مستندات موجود هیچ نوع تعریف مشخصی از اوراق مشارکت بانک مرکزی ارائه نشده است.

[۲] در رابطه با اوراق مشارکت بانک مرکزی ناشر اوراق، بانی نیز می‌باشد.

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

[ Downloaded from jmbr.mbri.ac.ir on 2026-11-06 ]

[ DOR: 20.1001.1.26453355.1394.8.24.1.7 ]

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 اظهارنظر می‌کنند. در صورتی که جمع‌بندی کارشناسی، ضرورت انتشار اوراق را تائید 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.

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. لازم به ذکر است که بانک مرکزی پرداخت اصل و سود اوراق را تعهّد 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 دارائی‌ها (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.

بانک‌های عامل وجوه حاصل از فروش اوراق مشارکت را پس از کسر کارمزد عاملیت، به حساب بانک مرکزی واریز می‌کنند. سود علی‌الحساب اوراق نیز در تاریخ‌های مقرّر، توسط بانک مرکزی پرداخت و توسط بانک‌های عامل بین دارندگان اوراق توزیع می‌گردد. در تاریخ سررسید اوراق، بانک مرکزی اصل منابع دریافتی از خریداران اوراق را از طریق بانک‌های عامل به سرمایه‌گذاران پرداخت می‌نماید. در صورتی که برخی از خریداران اوراق بخواهند قبل از سررسید نسبت به بازگرداندن اوراق به بانک‌های عامل اقدام کنند، بانک‌های عامل موظّف‌اند از منابع داخلی خود نسبت به خرید اوراق مرجوعی اقدام نمایند. به عبارت

[ Downloaded from jmbr.mbri.ac.ir on 2026-11-06 ]
[ DOR: 20.1001.1.26453355.1394.8.24.1.7 ]

جدول ۱

*وضعیت انتشار اوراق مشارکت بانک مرکزی از ابتدا تا پایان سال ۱۳۹۲ (ارقام به میلیون ریال)*

| تاریخ انتشار | میزان انتشار | اوراق فروش رفته | درصد فروش نرفته | اوراق سررسید شده | مدت به سال | سود علی الحساب | تاریخ سررسید |
|---|---|---|---|---|---|---|---|
| ۷۹/۱۲/۱۷ | ۸,۰۰۰,۰۰۰ | ۲,۹۱۶,۰۰۰ | ۶۳/۵۵ | ۲,۹۱۶,۰۰۰ | ۰/۵ | ۱۹ | ۸۰/۰۶/۱۷ |
| ۸۰/۰۵/۱۶ | ۳,۰۰۰,۰۰۰ | ۳,۰۰۰,۰۰۰ | ۰ | ۳,۰۰۰,۰۰۰ | ۱ | ۱۷ | ۸۱/۰۵/۱۶ |
| ۸۰/۰۶/۱۷ | ۳,۰۰۰,۰۰۰ | ۳,۰۰۰,۰۰۰ | ۰ | ۳,۰۰۰,۰۰۰ | ۱ | ۱۷ | ۸۱/۰۶/۱۷ |
| ۸۰/۱۰/۲۲ | ۲,۰۰۰,۰۰۰ | ۱,۹۵۹,۳۷۵ | ۲/۰۳ | ۱,۹۵۹,۳۷۵ | ۱ | ۱۷ | ۸۱/۱۰/۲۲ |
| ۸۰/۱۲/۰۵ | ۲,۰۰۰,۰۰۰ | ۱,۴۸۴,۲۳۱ | ۲۵/۷۸ | ۱,۴۸۴,۲۳۱ | ۱ | ۱۷ | ۸۱/۱۲/۰۵ |
| ۸۱/۰۵/۱۶ | ۵,۰۰۰,۰۰۰ | ۵,۰۰۰,۰۰۰ | ۰ | ۵,۰۰۰,۰۰۰ | ۱ | ۱۷ | ۸۲/۰۵/۱۶ |
| ۸۱/۰۶/۱۷ | ۳,۰۰۰,۰۰۰ | ۳,۰۰۰,۰۰۰ | ۰ | ۳,۰۰۰,۰۰۰ | ۱ | ۱۷ | ۸۲/۰۶/۱۷ |
| ۸۱/۱۰/۲۲ | ۵,۰۰۰,۰۰۰ | ۴,۶۵۰,۰۲۸ | ۶/۷۹ | ۴,۶۵۰,۰۲۸ | ۱ | ۱۷ | ۸۲/۱۰/۲۲ |
| ۸۱/۱۲/۰۵ | ۵,۰۰۰,۰۰۰ | ۴,۴۰۴,۰۲۴ | ۱۱/۹۱ | ۴,۴۰۴,۰۲۴ | ۱ | ۱۷ | ۸۲/۱۲/۰۵ |
| ۸۲/۰۵/۱۶ | ۵,۰۰۰,۰۰۰ | ۴,۹۸۶,۶۱۲ | ۰/۲۶ | ۴,۹۸۶,۶۱۲ | ۱ | ۱۷ | ۸۳/۰۵/۱۶ |
| ۸۲/۰۶/۱۷ | ۳,۰۰۰,۰۰۰ | ۲,۹۸۶,۸۱۲ | ۰/۴۳ | ۲,۹۸۶,۸۱۲ | ۱ | ۱۷ | ۸۳/۰۶/۱۷ |
| ۸۲/۱۰/۲۲ | ۵,۰۰۰,۰۰۰ | ۴,۶۱۰,۷۳۶ | ۷/۹۶ | ۴,۶۰۱,۷۳۶ | ۱ | ۱۷ | ۸۳/۱۰/۲۲ |
| ۸۲/۱۲/۰۵ | ۴,۴۰۴,۲۰۴ | ۴,۰۷۴,۴۱۶ | ۷/۴۸ | ۴,۰۷۴,۴۱۶ | ۱ | ۱۷ | ۸۳/۱۲/۰۵ |
| ۸۳/۰۴/۰۶ | ۵,۰۰۰,۰۰۰ | ۴,۹۹۸,۵۱۶ | ۰/۰۲ | ۴,۹۹۸,۵۱۶ | ۱ | ۱۷ | ۸۴/۰۴/۰۶ |
| ۸۳/۰۵/۱۷ | ۴,۹۸۶,۶۱۲ | ۴,۸۷۹,۲۲۵ | ۲/۱۵ | ۴,۸۷۹,۲۲۵ | ۱ | ۱۷ | ۸۴/۰۵/۱۷ |
| ۸۳/۰۶/۱۷ | ۲,۹۸۶,۸۱۲ | ۲,۹۵۱,۰۳۷ | ۱/۱۹ | ۲,۹۵۱,۰۳۷ | ۰/۷۵ | ۱۷ | ۸۴/۰۳/۱۷ |
| ۸۳/۱۰/۲۲ | ۴,۶۰۱,۷۳۶ | ۴,۱۲۰,۰۲۶ | ۱/۰۴ | ۴,۱۲۰,۰۲۶ | ۱ | ۱۷ | ۸۴/۱۰/۲۲ |
| ۸۳/۱۲/۰۵ | ۴,۰۷۴,۴۱۶ | ۳,۳۰۱,۴۹۴ | ۱۸/۹۷ | ۳,۳۰۱,۴۹۴ | ۱ | ۱۷ | ۸۴/۱۲/۰۵ |
| ۸۴/۹/۱۹ | ۷,۵۰۰,۰۰۰ | ۵,۰۹۲,۹۱۴ | ۳۲/۰۹ | ۵,۰۹۲,۹۱۴ | ۱ | ۱۵/۵ | ۸۵/۹/۱۹ |
| ۸۴/۱۰/۲۲ | ۶,۰۰۰,۰۰۰ | ۳,۴۵۶,۱۸۶ | ۴۲/۳۹ | ۳,۴۵۶,۱۸۶ | ۱ | ۱۵/۵ | ۸۵۱۰/۲۲ |
| ۸۴/۱۲/۰۶ | ۳,۳۰۰,۰۰۰ | ۲,۲۲۵,۶۶۰ | ۳۲/۵۵ | ۲,۲۲۵,۶۶۰ | ۱ | ۱۵/۵ | ۸۵/۱۲/۰۶ |
| ۸۵/۰۶/۱۹ | ۷,۵۰۰,۰۰۰ | ۶,۴۰۷,۱۲۵ | ۱۴/۵۷ | ۶,۴۰۷,۱۲۵ | ۱ | ۱۵/۵ | ۸۶/۰۶/۱۹ |
| ۸۵/۰۸/۱۳ | ۵,۰۰۰,۰۰۰ | ۴,۳۵۶,۱۴۲ | ۱۲/۸۷ | ۴,۳۵۶,۱۴۲ | ۱ | ۱۵/۵ | ۸۶/۰۸/۱۳ |
| ۸۵/۰۹/۱۸ | ۵,۰۰۰,۰۰۰ | ۴,۵۷۶,۱۲۹ | ۸/۴۷ | ۴,۵۷۶,۱۲۹ | ۱ | ۱۵/۵ | ۸۶/۰۹/۱۸ |
| ۸۵/۱۰/۲۳ | ۴,۰۰۰,۰۰۰ | ۲,۵۸۴,۸۹۴ | ۳۵/۳۷ | ۲,۵۸۴,۸۹۴ | ۱ | ۱۵,۵ | ۸۶/۱۰/۲۳ |
| ۸۵/۱۲/۰۵ | ۵,۰۰۰,۰۰۰ | ۴,۲۶۲,۷۵۴ | ۱۴/۷۴ | ۴,۲۶۲,۷۵۴ | ۱ | ۱۵/۵ | ۸۶/۱۲/۰۵ |
| ۸۶/۰۳/۰۵ | ۷,۰۰۰,۰۰۰ | ۵,۲۰۴,۵۶۱ | ۲۵/۶۴ | ۵,۲۰۴,۵۶۱ | ۱ | ۱۵/۵ | ۸۷/۰۳/۰۵ |
| ۸۶/۰۵/۲۷ | ۵,۰۰۰,۰۰۰ | ۳,۸۵۸,۰۲۳ | ۲۲/۸۳ | ۳,۸۵۸,۰۲۳ | ۱ | ۱۵/۵ | ۸۷/۰۵/۲۷ |
| ۸۶/۰۶/۱۷ | ۷,۵۰۰,۰۰۰ | ۴,۳۹۶,۳۷۳ | ۴۱/۳۸ | ۴,۳۹۶,۳۷۳ | ۱ | ۱۵/۵ | ۸۷/۰۶/۱۷ |
| ۸۶/۰۷/۲۴ | ۵,۰۰۰,۰۰۰ | ۱,۸۶۹,۴۸۴ | ۶۲/۶۱ | ۱,۸۶۹,۴۸۴ | ۱ | ۱۵/۵ | ۸۷/۰۷/۲۴ |
| ۸۶/۰۸/۱۲ | ۵,۰۰۰,۰۰۰ | ۲,۳۷۲,۲۳۴ | ۵۲/۵۵ | ۲,۳۷۲,۲۳۴ | ۱ | ۱۵/۵ | ۸۷/۰۸/۱۲ |
| ۸۶/۰۹/۱۷ | ۴,۵۰۰,۰۰۰ | ۲,۵۶۳,۴۹۸ | ۴۳/۰۳ | ۲,۵۶۳,۴۹۸ | ۱ | ۱۵/۵ | ۸۷/۰۹/۱۷ |
| ۸۶/۱۰/۲۲ | ۲,۵۰۰,۰۰۰ | ۱,۰۳۲,۷۹۲ | ۵۸/۶۸ | ۱,۰۳۲,۷۹۲ | ۱ | ۱۵/۵ | ۸۷/۱۰/۲۲ |
| ۸۶/۱۲/۰۵ | ۴,۲۵۰,۰۰۰ | ۱,۵۲۹,۷۰۰ | ۶۴ | ۱,۵۲۹,۷۰۰ | ۱ | ۱۵/۵ | ۸۷/۱۲/۰۵ |
| ۹۱/۰۷/۲۲ | ۲۵,۰۰۰,۰۰۰ | ۱۲,۴۵۹,۶۲۰ | ۵۰/۱۶ | ۱۲,۴۵۹,۶۲۰ | ۱ | ۲۰ | ۹۲/۰۷/۲۲ |

[ Downloaded from jmbr.mbri.ac.ir on 2026-11-06 ]

[ DOR: 20.1001.1.26453355.1394.8.24.1.7 ]

| | | | | | | |
|---|---|---|---|---|---|---|
| ۹۱/۰۹/۲۵ | ۲۶,۷۰۷,۳۵۰ | ۲۶,۷۰۷,۳۵۰ | ۰ | ۲۶,۷۰۷,۳۵۰ | ۱ | ۲۰ | ۹۲/۰۹/۲۵ |
| ۹۱/۱۲/۱۲ | ۴۸,۲۹۲,۶۵۰ | ۷,۶۹۹,۹۵۰ | ۸۴/۰۵ | ۷,۶۹۹,۹۵۰ | ۱ | ۲۰ | ۹۲/۱۲/۱/۲ |
| ۹۲/۱۱/۲۶ | ۳۰,۰۰۰,۰۰۰ | ۲۱,۹۳۴,۹۶۰ | ۲۶/۸۸ | ۰ | ۰/۵ | ۲۳ | ۹۳/۰۵/۲۶ |
| جمع کل | ۲۸۹,۱۰۳,۷۸۰ | ۱۹۰,۹۰۳,۸۸۱ | ۳۳/۹۶ | ۱۶۸,۹۶۸,۹۲۱ | | | |

*یادداشت.* ناشر تمامی اوراق بانک مرکزی است. منبع داده‌ها: گزارش اقتصادی و ترازنامه بانک مرکزی جمهوری اسلامی ایران (سال‌های مختلف) و یافته‌های پژوهش

دیگر، بانک‌های عامل با بازخرید اوراق مرجوعی، عملاً جایگزین خریداران اولیه اوراق می‌گردند و از سود سرمایه‌گذاری برخوردار می‌گردند[1].

## ۵.۳ ویژگی‌های اساسی

با توجه به آنچه مطرح شد می‌توان گفت که اوراق مشارکت بانک مرکزی در کشور ایران دارای چند ویژگی اساسی می‌باشد که عبارت‌اند از:

- انتشار با هدف کاهش نقدینگی و کنترل تورم (و نه تأمین مالی طرح‌های اقتصادی)
- سررسید حداکثر یک‌ساله
- نرخ سود علی‌الحساب معین (معمولاً بالاتر از نرخ‌های سود شبکه بانکی)
- تعهّد 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[2] و به عموم مردم
- عدم امکان خرید اوراق توسط بانک‌ها و مؤسسات اعتباری غیر بانکی در عرضه اولیه

[1] البته نرخ سود بازخرید قبل از سررسید، کمتر از نرخ سود علی‌الحساب تعیین شده می‌باشد. در سال‌های اخیر معمولاً نرخ بازخرید، معادل با نرخ سود علی‌الحساب سپرده‌های سرمایه‌گذاری با طول عمر مشابه تعیین شده است.

[2] Retail Market

[ Downloaded from jmbr.mbri.ac.ir on 2026-11-06 ]

[ DOR: 20.1001.1.26453355.1394.8.24.1.7 ]

### ۶.۳ ماهیت فقهی

حکم فقهی هر نوعی از اوراق بهادار، بر اساس تبیین و تصویری که از آن ارائه می‌شود، استخراج می‌گردد. بنابراین، درک صحیح ماهیت و تصویر فقهی اوراق مشارکت بانک مرکزی دارای اهمیت است. در این رابطه بر اساس برخی شواهد می‌توان مدّعی بود که اوراق مشارکت بانک مرکزی (برخلاف اوراق مشارکت وزارتخانه‌ها و شرکت‌ها)، در طرح‌ها و پروژه‌های خاص اقتصادی سرمایه‌گذاری نمی‌شود. به منظور اثبات این ادّعا، می‌توان به تعریفی که در تارنمای رسمی بانک مرکزی ذکر شده است، اشاره نمود که بیان می‌دارد: «انتشار و عرضه اوراق مشارکت بانک مرکزی از جمله ابزارهای سیاست انقباضی جهت اجرای عملیات بازار باز می‌باشد؛ به طوری که با عرضه این اوراق، از حجم نقدینگی کاسته شده و وجوه جمع‌آوری شده نزد بانک مرکزی مسدود می‌گردد»[۱].

بر اساس این تعریف، واضح است که این اوراق تنها برای جمع‌آوری نقدینگی مازاد و مهار افزایش سطح عمومی قیمت‌ها منتشر شده و منابع حاصل از آن در هیچ فعالیت اقتصادی مشخصی سرمایه‌گذاری نمی‌شود. بنابراین، ماهیت فقهی این اوراق می‌تواند شبیه «قرض همراه با زیاده» باشد که به اتفاق نظر فقهای شیعه و اهل سنت ربا و حرام است. به 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.

البته اخیراً پیرو اشکالاتی که توسط اعضای شورای فقهی بانک مرکزی نسبت به اوراق مشارکت این بانک مطرح شد، برخی از مدیران بانک مرکزی مدّعی شده‌اند که این بانک دارای سرمایه‌گذاری‌های مختلفی[۲] 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

---

[۱] جهت دست‌یابی به این تعریف به تارنمای بانک مرکزی به آدرس: http://www.cbi.ir، قسمت سیاست‌های پولی مراجعه شود.

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

[ Downloaded from jmbr.mbri.ac.ir on 2026-11-06 ]

[ DOR: 20.1001.1.26453355.1394.8.24.1.7 ]

سرمایه‌گذاری‌های مذکور شده و لذا منابع بانک مرکزی که قبلاً در سرمایه‌گذاری‌ها به کار رفته بود آزاد شده و جهت کنترل حجم پول بلوکه می‌گردد[۱].

### ۷.۳ مبانی قانونی

با توجه به اینکه «قانون نحوه انتشار اوراق مشارکت» (مصوّب ۱۳۷۶) که مرجع اصلی برای انتشار این دسته از اوراق به حساب می‌آید، شامل اوراق مشارکت بانک مرکزی (اوراق مشارکت پولی) نمی‌گردد، نیاز به تائید انتشار اوراق بانک مرکزی به لحاظ قانونی وجود دارد[۲]. بر این اساس، در ماده ۹۱ قانون برنامه سوم (۱۳۷۹-۱۳۸۳) به بانک مرکزی اجازه داده شد تا با تصویب شورای پول و اعتبار از اوراق مشارکت بانک مرکزی استفاده کند.

شورای پول و اعتبار نیز در اواخر سال ۱۳۷۹، انتشار این اوراق را بر مبنای دارایی‌های بانک مرکزی تصویب نمود و بانک مرکزی برای اولین بار در اسفند ماه ۱۳۷۹ سه هزار میلیارد ریال اوراق مشارکت با سررسید ٦ ماهه و نرخ سود علی‌الحساب ۱۹ درصد در سال با هدف مدیریت نقدینگی منتشر کرد. این روند ادامه داشت تا اینکه در قانون برنامه 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 مجوّز مجلس شورای اسلامی می‌باشد.

بنابراین تا سال ۱۳۹۰، قوانین برنامه 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 مجوز به بانک مرکزی برای انتشار اوراق مشارکت تمدید نشد، عملاً محمل قانونی انتشار اوراق مشارکت بانک مرکزی از بین رفته است. بنابراین در حال حاضر اوراق مشارکت بانک مرکزی دارای مبنای قانونی نمی‌باشد و شاید به همین دلیل است که

---

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

[۲] لازم به ذکر است با توجه به اینکه دولت کل سهام بانک مرکزی کشور را در اختیار دارد و این بانک نهادی دولتی به حساب می‌آید، هر نوع دخل و تصرّف در منابعی که دارد نیازمند مجوّز قانونی است. از طرفی انتشار اوراق و پرداخت سود بر روی آن‌ها، نوعی تصرّف در منابع دولتی به حساب آمده و لذا نیازمند تائید قانونی می‌باشد.

[ Downloaded from jmbr.mbri.ac.ir on 2026-11-06 ]

[ DOR: 20.1001.1.26453355.1394.8.24.1.7 ]

انتشار این اوراق توسط بانک مرکزی در سال ۹۱ و سال‌های بعد از آن، مورد اعتراض دستگاه‌های نظارتی واقع شده است[۱].

## ۴ 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[۲].

### ۱.۴ چالش‌های فقهی- حقوقی

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

**الف- شبهه فقدان طرح‌های سودده اقتصادی**

اولین و شاید مهم‌ترین چالش و شبهه‌ای که در رابطه با اوراق مشارکت بانک مرکزی قابل طرح می‌باشد «فقدان طرح‌های سودده اقتصادی» می‌باشد. در واقع 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 و ثانیاً، سود قطعی این فعالیت‌ها در پایان دوره محاسبه شود و در صورت وجود سود مازاد، مابالتفاوت به خریداران اوراق پرداخت شود.

---

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

[۲] لازم به ذکر است که چالش‌هایی که در این قسمت به روش کتابخانه‌ای استخراج می‌شوند، در قسمت بعد (با استفاده از روش دلفی) مورد تائید و رتبه‌بندی خبرگان قرار می‌گیرند.

[ Downloaded from jmbr.mbri.ac.ir on 2026-11-06 ]

[ DOR: 20.1001.1.26453355.1394.8.24.1.7 ]

بنابراین، صحت انتشار اوراق مشارکت بانک مرکزی بر روی طرح‌های اقتصادی صرفاً زمانی تحقق می‌یابد که دو شرط فوق‌الذکر تحقّق یابد. مثلاً، اگر بانک مرکزی در بهمن ماه سال ۱۳۹۲ اوراقی شش ماهه به میزان ۲۲۰۰ میلیارد تومان به فروش رسانده، لازم است در بازه زمانی شش ماه (بهمن تا تیر)، حداقل به میزان ۲۲۰۰ میلیارد تومان فعالیت سودده داشته باشد و در پایان تیر ماه نرخ سود قطعی فعالیت‌ها محاسبه شده و 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، می‌توان مدّعی بود که وجود دو شرط فوق‌الذکر در رابطه این اوراق محل تردید می‌باشد. چرا که مسئولین بانک مرکزی صرفاً به صورت کلّی به این مطلب که: «بانک مرکزی دارای فعالیت‌های سودده است» اشاره می‌کنند؛ 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 سؤالاتی هستند که در رابطه با این اوراق تاکنون بی‌پاسخ مانده‌اند. بر همین اساس شبهه عدم ارتباط میان فعالیت‌های واقعی با اوراق مشارکت منتشر شده، جدی به نظر می‌رسد.

**ب- شبهه واقعی نبودن نرخ سود پرداختی به دارندگان اوراق**

دومین چالش فقهی دارای اهمیت در رابطه اوراق مشارکت بانک مرکزی، شبهه واقعی نبود نرخ سود پرداختی می‌باشد. در واقع 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.

به عبارت دیگر، از آنجا که ماده دو قانون نحوه انتشار اوراق مشارکت، مقرّر می‌دارد که دارندگان اوراق به نسبت قیمت اسمی و مدت زمان مشارکت، در سود حاصل از اجرای طرح سهیم خواهند بود، لازم است که بانک مرکزی در رابطه با طرح‌های مبنای انتشار اوراق، نسبت به تهیه «صورت سود و زیان» اقدام نموده و این محاسبه را مبنای پرداخت سود قرار دهد. در واقع مشتریان با خرید اوراق، به صورت موقّت (تا سررسید) شریک بانک مرکزی در فعالیت‌های سودده مبنای انتشار اوراق می‌گردند. بر این اساس لازم است بانک مرکزی در زمان سررسید ضمن محاسبه سود قطعی اوراق، نسبت به خرید سهم دارندگان اوراق در

[ Downloaded from jmbr.mbri.ac.ir on 2026-11-06 ]
[ DOR: 20.1001.1.26453355.1394.8.24.1.7 ]

موضوع مشارکت به نحوی اقدام کند که اصل و سود اوراق به آن‌ها پرداخت شود (با فرض سودده بودن پروژه‌ها).

اما همان طور که در بخش‌های قبل ذکر شد، بانک مرکزی کشور در شانزده 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 تعجب‌آور است. 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.

البته لازم به ذکر است که در مصاحبه‌های انجام شده، برخی از مدیران بانک مرکزی مدّعی بودند که به دلیل آنکه معمولاً منابع حاصل از اوراق مشارکت به صورت خط اعتباری در اختیار طرح‌های دولتی خاصی قرار گرفته‌اند و این طرح‌ها نیز معمولاً زیان‌ده بوده‌اند، همواره نرخ سود قطعی کمتر از نرخ سود علی‌الحساب پرداختی بوده و بانک مرکزی این کسری و زیان مشارکت را به دارندگان اوراق هبه کرده است. اما به نظر می‌رسد که این توجیه قابل قبول نباشد. چرا که نرخ سود علی‌الحساب منطقاً باید بر اساس میانگین نرخ‌های سود در سال‌های قبل تعیین شود و اگر بانک مرکزی بعد از گذشت چندین سال از انتشار اوراق، در رابطه با ضرر ده بودن اکثر تجربه‌های گذشته انتشار اوراق مشارکت مطمئن می‌باشد، آنگاه باید نسبت به کاهش نرخ سود علی‌الحساب اقدام نماید.

**ج- عدم قصد مشارکت به جهت عدم اطلاع‌رسانی فعالیت‌های اقتصادی مبنای انتشار اوراق**

چالش دیگری که در رابطه با اوراق مشارکت بانک مرکزی وجود دارد، عدم اطلاع‌رسانی صحیح است. در واقع به دلیل آنکه خریداران اوراق شریک موقّت بانک مرکزی در فعالیت‌های سوده‌ای می‌شوند که مبنای انتشار اوراق‌اند، 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 شفافی وجود ندارد، بسیاری از خریداران اوراق به این ابزار به مثابه ابزاری کاملاً بدون ریسک که نرخ بازدهی

[ Downloaded from jmbr.mbri.ac.ir on 2026-11-06 ]

[ DOR: 20.1001.1.26453355.1394.8.24.1.7 ]

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 موقّت منابع به بانک مرکزی و دریافت اصل و مازاد در آینده را نمایند که خود شبهه‌ناک می‌باشد.

**د- تعهّد 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 تعهّد کنند. البته این موضوع نیز صرفاً به تعهّد اصل سرمایه محدود بوده و شامل تعهّد سود نمی‌شود. به عبارت دیگر، از منظر فقهی در عقد شرکت، امکان تعهّد سود مشارکت توسط برخی از شرکا وجود ندارد و اگر تعهّد سود انجام شود، مشارکت را به حیله 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 تعهّد نموده است، شبهه مذکور در رابطه با اوراق جدی به نظر می‌رسد.

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

با توجه به ماهیت دولتی بانک مرکزی در اقتصاد کشور، انتشار اوراق مشارکت بانک مرکزی و پرداخت سود به آن‌ها، مستلزم دخل و تصرّف در منابع دولتی بوده و به همین دلیل نیازمند مبنای قانونی می‌باشد. از سوی دیگر، با توجه به اینکه علیرغم مجوّز 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» (مصوّب ۱۳۷۶) نیز امکان‌پذیر نمی‌باشد. چرا که قانون مذکور مختص اوراق مشارکت جهت تأمین مالی بوده و شامل اوراق مشارکت پولی جهت اعمال سیاست‌های انقباضی نمی‌گردد[1].

---

[1] مراجعه به قانون نحوه انتشار اوراق مشارکت نشان می‌دهد که در این قانون نامی از بانک مرکزی (به عنوان نهاد مجاز جهت انتشار اوراق مشارکت) نیامده است. از طرفی در بند د ماده ۱۰ قانون پولی و بانکی کشور آمده است: «بانک مرکزی ایران جز در مواردی که قانون صریحاً مقرر داشته باشد مشمول قوانین و مقررات عمومی مربوط به وزارتخانه‌ها و شرکت‌های دولتی و مؤسسات دولتی و وابسته به دولت نمی‌باشد». با توجه به این ←

[ Downloaded from jmbr.mbri.ac.ir on 2026-11-06 ]

[ DOR: 20.1001.1.26453355.1394.8.24.1.7 ]

در قوانین بودجه سالانه نیز اجازه مشخصی به بانک مرکزی جهت انتشار اوراق داده نشده است. بر این اساس می‌توان مدّعی بود که در حال حاضر انتشار اوراق مشارکت بانک مرکزی، دارای مبنای قانونی و حقوقی شفافی نیست.

## ۲.۴ چالش‌های اقتصادی- مالی

به نظر می‌رسد اوراق مشارکت بانک مرکزی علاوه بر چالش‌های فقهی- حقوقی فوق‌الذکر، از منظر اقتصادی- مالی نیز با کاستی‌های قابل توجهی مواجه باشد که در این قسمت به برخی از مهم‌ترین آن‌ها اشاره می‌گردد.

**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 و ضرر (و بعضاً درآمد) سیاست‌گذاری پولی برای بانک مرکزی، صرفاً تفاوت در نرخ‌های خرید و فروش است (میشکین، ۲۰۱۳، ص ۱۶۵).

اما در ایران بانک مرکزی کلیه هزینه‌های اوراق شامل: پرداخت سود، چاپ، انجام تبلیغات، پرداخت کارمزد عاملیت بانک‌ها، هزینه تعهّد اصل و سود اوراق، هزینه امحاء اوراق فروش نرفته[۱] و غیره، بر عهده بانک مرکزی بوده و این خود باعث می‌شود به صورت قطعی به ترازنامه بانک مرکزی ضرر تحمیل شود (قضاوی و بازمحمدی، ۱۳۹۱، ص ۳۱).

علاوه بر این، در حال حاضر به منظور بالا بردن جذابیت اوراق برای مشتریان، معمولاً نرخ سود اوراق مشارکت بانک مرکزی بالاتر از نرخ سود سپرده‌ها با سررسیدهای مشابه در شبکه بانکی تعیین می‌شود. این در حالی است که در نظام‌های پولی متعارف، معمولاً نرخ سود اوراق مورد معامله بانک‌های مرکزی، نرخ سود کف در بازار پول (نرخ بدون ریسک) به

---

→

توضیحات، نمی‌توان از عمومات قانون نحوه انتشار اوراق مشارکت، جهت توجیه اوراق مشارکت بانک مرکزی استفاده کرد.

[۱] باتوجه به اینکه مشخصات هر مرحله از اوراق مشارکت بانک مرکزی بر روی آن چاپ می‌شود، اوراق فروش نرفته تماماً معدوم می‌گردند.

[ Downloaded from jmbr.mbri.ac.ir on 2026-11-06 ]

[ DOR: 20.1001.1.26453355.1394.8.24.1.7 ]

حساب آمده و نرخ‌های سود در سایر بازارها بر اساس این نرخ حداقلی شکل می‌گیرند. بنابراین، اینکه بانک مرکزی کشور نرخ سود اوراق خود را معمولاً بالاتر از نرخ‌های سود رایج در بانک‌ها و مؤسسات اعتباری غیر بانکی قرار می‌دهد، برخلاف هدف عملیات بازار باز (مدیریت نرخ سود پایه در بازار پول) بوده و خود باعث بالاتر رفتن هزینه‌های مدیریت نقدینگی با استفاده از اوراق مشارکت می‌گردد.

**ب- سازگاری پائین 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 معمولاً ماهیت بلندمدت و نهایتاً میان‌مدت دارد و بنابراین این عقد برای عملیات بازار باز چندان مناسب نیست.

البته این مطلب به آن معنی نیست که به لحاظ فقهی نمی‌توان مشارکت کوتاه‌مدت (مثلاً یک ماهه) را تصوّر کرد؛ بلکه بدان معناست که غالباً فعالیت‌ها و طرح‌های اقتصادی که مبنای مشارکت هستند (با این فرض که عقد شرکت قرار است به صورت واقعی و غیرصوری اجرائی شود)، زمان‌بر بوده و تا به سوددهی برسند، معمولاً بازه زمانی مشخصی نیاز بوده و درکوتاه‌مدت اتّفاق 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.

**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[1]» انجام می‌شود. یعنی مخاطب بانک مرکزی در انجام این عملیات به طور عمده بانک‌ها و مؤسسات اعتباری غیربانکی هستند و نه عموم مردم. اما اوراق مشارکت بانک مرکزی در کشور ایران به عموم مردم و در سطح «خرده‌فروشی[2]» ارائه می‌شود که

[1] Wholesale Market
[2] Retail Market

[ Downloaded from jmbr.mbri.ac.ir on 2026-11-06 ]
[ DOR: 20.1001.1.26453355.1394.8.24.1.7 ]

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 مسنجم و تعهّد 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.

**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 تعهّد نمود، اما تعهّد 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 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.

**ط- فقدان شیوه مناسب جهت ارزش‌گذاری طرح‌های اقتصادی در پایان دوره مشارکت**

در اوراق مشارکت بانک مرکزی (مشابه سایر انواع اوراق مشارکت)، لازم است در پایان دوره، طرح‌های اقتصادی مبنای انتشار اوراق قیمت‌گذاری شده و سهم دارندگان اوراق در

[ Downloaded from jmbr.mbri.ac.ir on 2026-11-06 ]

[ DOR: 20.1001.1.26453355.1394.8.24.1.7 ]

طرح‌های مذکور توسط بانک مرکزی بازخرید 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 (مانند سپرده‌ها، گواهی‌ها و غیره) بوده و این با منطق کسب‌وکار در تعارض است.

ثانیاً، بانک‌ها موظف‌اند از منابع خود نسبت به بازخرید اوراق مشارکتِ 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. از طرف دیگر با توجه به اینکه اکثر منابع در اختیار بانک‌ها، سپرده‌های مبتنی بر عقد وکالت است، لازم است به مقتضای این عقد در بهترین فعالیت‌های سودده اقتصادی به کار گرفته شود؛ در حالی که سرمایه‌گذاری ناخواسته در اوراق مشارکت بانک مرکزی (به دلیل تعهد بازخرید قبل از سررسید) الزاماً از جمله بهترین فعالیت‌های اقتصادی نیست.

**ک- زمان‌بر بودن فرآیند دریافت مجوز از شورای پول و اعتبار**

در حال حاضر انتشار اوراق مشارکت بانک مرکزی نیازمند تائید 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.

[ Downloaded from jmbr.mbri.ac.ir on 2026-11-06 ]

[ DOR: 20.1001.1.26453355.1394.8.24.1.7 ]

**م- بی‌نام بودن اوراق**

در حال حاضر اوراق مشارکت بانک مرکزی به صورت بی‌نام منتشر شده و این (در کنار قابلیت بازخرید قبل از سررسید با هزینه کم) باعث می‌گردد که درجه «نقدشوندگی» یا «قابلیت تبدیل شدن به پول نقد[1]» 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.

## ۵ 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 تائید و ثانیاً بر اساس اهمیت، رتبه‌بندی شوند. در واقع سؤالی که در این قسمت مطرح می‌شود آن است که آیا چالش‌های احتمالی ذکر شده در قسمت‌های قبل مورد تائید خبرگان بانکداری اسلامی در کشور قرار می‌گیرد یا خیر؟ همچنین، اولویت‌بندی چالش‌های مذکور بر اساس نظر خبرگان چگونه است؟ اهمیت رتبه‌بندی چالش‌ها بدان دلیل است که ممکن است سیاست‌گذار پولی در مقام اجرا (به هر دلیل) نتواند تمامی چالش‌های اوراق مشارکت را برطرف کند و صرفاً توانائی حل مهم‌ترین آن‌ها را داشته باشد. بر این اساس وجود رتبه‌بندی به سیاست‌گذار کمک شایانی خواهد نمود.

به منظور پاسخ به دو سؤال مذکور، باید به نظرات صاحب‌نظرانی مراجعه نمود که اولاً در حوزه بانکداری اسلامی متخصّص بوده و ثانیاً، با نظام بانکی نیز آشنایی 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.

---

[1] Moneyness

[ Downloaded from jmbr.mbri.ac.ir on 2026-11-06 ]

[ DOR: 20.1001.1.26453355.1394.8.24.1.7 ]

### ۱.۵ 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. هر چند اختلافاتی در بین محققین در تعریف روش دلفی وجود دارد، اما عناصر ذیل تقریباً یا به صورت مستقیم و یا غیرمستقیم در تمامی تعاریف وجود دارد. از این رو می‌توان گفت عناصر مشترک و اساسی در تعریف روش دلفی شامل موارد ذیل می‌شود: دلفی، روش[1] یا فنی[2] علمی است؛ بیشتر برای موضوعات کیفی، سیاست‌گذاری، آسیب‌شناسی و پیش‌بینی آینده کاربرد دارد؛ بر پایه اجماع نظرات متخصصان شکل می‌گیرد و نهایتاً در این روش از تقابل و رودررو شدن متخصصین جلوگیری شده و هم‌اندیشی متخصصان به صورت غیرمستقیم انجام می‌شود (تاپیو[3]، ۲۰۰۳، ص ۱۵).

### ۲.۵ فرآیند دلفی در این پژوهش

در این قسمت در رابطه با مراحل استفاده از روش دلفی در تحقیق حاضر توضیح داده می‌شود.

#### ۱.۲.۵ 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 سؤالات اصلی تحقیق حاضر عبارت‌اند از:

۱) چالش‌های فقهی- حقوقی اوراق مشارکت بانک مرکزی کدام است؟
۲) چالش‌های اقتصادی- مالی اوراق مشارکت بانک مرکزی کدام است؟
۳) رتبه‌بندی چالش‌ها فقهی- حقوقی و اقتصادی- مالی بر حسب اولویت کدام است؟

#### ۲.۲.۵ تعیین جامعه، انتخاب نمونه و شیوه‌های ارتباط با هیئت خبرگان

به منظور انتخاب نمونه و تشکیل هیئت خبرگان، لازم است در ابتدا تعریف مشخصی از خبره ارائه شود. در این تحقیق منظور از خبره فردی است که از یک طرف دارای «توانمندی علمی» در حوزه بانکداری اسلامی بوده و از طرف دیگر دارای «تجارب اجرائی»

---

[1] Method
[2] Technique
[3] Tapio

[ Downloaded from jmbr.mbri.ac.ir on 2026-11-06 ]
[ DOR: 20.1001.1.26453355.1394.8.24.1.7 ]

در بانک مرکزی و یا نظام بانکی کشور باشد. بر این اساس و پس از مشورت با برخی از صاحب‌نظران برجسته بانکداری اسلامی در کشور، این نتیجه حاصل شد که تعداد افرادی که واجد هر دو ویژگی باشند، نهایتاً چهل نفر است. به عبارت دیگر، جامعه خبرگان بانکداری اسلامی در کشور (از منظر این پژوهش) 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[۱].

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[۲]. 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.

**۳.۲.۵ پرسش‌نامه دور اول دلفی (پرسش‌نامه باز)**

در مرحله اول دلفی پرسشنامه‌ای دو بخشی تهیه گردید که بخش اول آن مرتبط با مشخصات فردی خبره بود و بخش دوم نیز به ارائه چالش‌ها می‌پرداخت. در واقع بخش دوم شامل دو جدول می‌گردید که اولین آن‌ها شامل چالش‌های فقهی- حقوقی بود (پنج چالش) و جدول دوم نیز به چالش‌های اقتصادی- مالی می‌پرداخت (سیزده چالش). چالش‌هایی که در این دو جدول ذکر گردید، آسیب‌های احتمالی اوراق (که در قسمت‌های قبل به طور مبسوط مورد بحث واقع شد) بودند.

در این مرحله از خبرگان خواسته شد تا با انتخاب یکی از گزینه‌های طیف لیکرت، نظر خود را در رابطه با هر آسیب اعلام نمایند. لازم به ذکر است پرسش‌نامه این قسمت «غیرساختاریافته و باز» بود؛ به عبارت دیگر در این پرسش‌نامه از خبرگان خواسته شده بود

---

[۱] البته تعداد خبرگان مورد نیاز در روش دلفی (بر اساس آنچه در ادبیات دلفی بیان می‌شود) به طور متوسط ۱۵ تا ۲۵ می‌باشد و این تعداد خبره برای انجام دلفی کفایت می‌کند.

[۲] در موارد معدودی (به ویژه در رابطه با خبرگانی که در خارج از کشور بودند)، امکان هماهنگی تلفنی فراهم نشد و ارتباط از طریق یارانامه صورت پذیرفت.

[ Downloaded from jmbr.mbri.ac.ir on 2026-11-06 ]

[ DOR: 20.1001.1.26453355.1394.8.24.1.7 ]

تا اگر احساس می‌کنند آسیب مهم دیگری وجود دارد که در جداول ذکر نشده است، آن را در قسمت انتهایی پرسش‌نامه یادداشت نمایند تا در راندهای بعدی اضافه شود.

در رابطه با شیوه تکمیل پرسش‌نامه مرحله اول لازم به ذکر است که به منظور بالا بردن کیفیت پژوهش و با مشورتی که با برخی از صاحب‌نظران آمار و روش تحقیق گرفته شد، نهایتاً تصمیم بر آن گردید تا مرحله اول دلفی از طریق «مصاحبه‌های شفاهی و حضوری عمیق» با خبرگان انجام شود و این کار با دقت زیادی صورت پذیرد. در این مرحله محققین شخصاً به خبرگان مراجعه و ضمن توضیح مورد به مورد سؤالات، نظرات مبسوط آن‌ها در مورد هر گویه را دریافت نموده و ضمن مکتوب نمودن مصاحبه‌ها، گویه‌های جدید مورد نظر خبرگان و همچنین دلایلی که بعضاً در موافقت یا مخالفت با هر گویه ارائه می‌شد را دریافت نمودند[1].

**۴.۲.۵ پرسش‌نامه دور دوم دلفی (پرسش‌نامه بسته)**

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

در این راستا این اصلاحات در جداول اعمال گردید و پرسش‌نامه دوم با پنج چالش فقهی-حقوقی و چهارده چالش اقتصادی-مالی مجدداً در اختیار خبرگان قرار گرفت[2]. در این پرسش‌نامه از خبرگان درخواست شد تا بر اساس طیف لیکرت مجدداً تمامی گویه‌ها را مورد اظهارنظر قرار دهند. در واقع در این پرسش‌نامه جدید، خبرگان با توجه به اصلاحات اعمال شده، نسبت به تعدیل نظرات گذشته خود اقدام نمودند.

**۵.۲.۵ پرسش‌نامه دور سوم دلفی (پرسش‌نامه نهایی جهت رتبه‌بندی)**

یافته‌های مرحله دوم دلفی نشان داد که خبرگان تمامی پنج گویه فقهی- حقوقی و چهارده گویه اقتصادی- مالی مطرح شده را مورد تایید قرار دادند که این خود نشان‌دهنده ایجاد «اشباع تئوریک، اقناع نظری و شکل‌گیری اجماع نسبی» است. با توجه به این مطلب، در

---

[1] لازم به ذکر است که هر مصاحبه به طور میانگین ۴۰ دقیقه به طول انجامید.

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

[ Downloaded from jmbr.mbri.ac.ir on 2026-11-06 ]

[ DOR: 20.1001.1.26453355.1394.8.24.1.7 ]

مرحله سوم دلفی، تمرکز بر مقوله رتبه‌بندی عوامل و گویه‌ها قرار گرفت. در واقع با طراحی پرسشنامه‌ای بسته، از خبرگان خواسته شد نظر نهایی خود در رتبه‌بندی عوامل را بیان نمایند. یادآور می‌شود در پرسش‌نامه راند سوم، میانگین نمره و یا امتیازی که مجموع خبرگان به هر یک از گویه‌ها داده بودند نیز در یک ستون درج 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.

**۶.۲.۵ تجزیه و تحلیل اطلاعات**

هدف از این قسمت، تحلیل نتایج بدست آمده از سه مرحله دلفی با استفاده از روش‌های آماری مرتبط می‌باشد. در ابتدا در رابطه با موضوعی مقدماتی، یعنی روائی و پایائی پرسش‌نامه بحث شده و روش‌های آماری مورد استفاده تبیین می‌شود. در نهایت یافته‌های بدست آمده از هر یک از مراحل دلفی برجسته می‌گردد.

***الف- روائی و پایائی پرسش‌نامه***

در این تحقیق به منظور تضمین روائی (اعتبار[1]) پژوهش، از نظرات برخی از خبرگان بانکداری اسلامی در کشور استفاده گردید. علاوه بر این، با توجه به اینکه در پژوهش حاضر تمامی جامعه مورد پیمایش قرار گرفت (تمامی ۴۰ خبره بانکداری اسلامی در کشور) و در راند اول، مصاحبه حضوری با پرسش‌نامه باز انجام شد، نظرات و دیدگاه‌های خبرگان در رابطه با پرسش‌نامه دریافت شد و این خود روائی ابزار اندازه‌گیری را تا حدود زیادی تأمین نمود.

ارزیابی «پایائی» ابزار، دومین گام در موفقیت پرسش‌نامه را شکل می‌دهد. بر اساس آنچه در ادبیات روش تحقیق مطرح می‌شود، برای اندازه‌گیری پایائی (اعتماد[2]) لازم است از شاخصی به نام «ضریب پایائی» استفاده شود. دامنه ضریب پایایی عددی از صفر تا یک می‌باشد؛ به نحوی که ضریب پایایی صفر معرف عدم پایایی و ضریب پایایی یک معرف پایایی کامل است. پایایی کامل به ندرت دیده شده و در صورت مشاهده، قبل از هر چیز باید به نتایج شک کرد (خلیلی شورینی، ۱۳۸۶، ص ۳۴).

[1] Validity
[2] Reliability

[ Downloaded from jmbr.mbri.ac.ir on 2026-11-06 ]
[ DOR: 20.1001.1.26453355.1394.8.24.1.7 ]

یکی از روش‌های مرسوم برای محاسبه ضریب پایائی، آلفای کرونباخ[1] است. در این تحقیق به منظور ارزیابی پایائی از این شاخص استفاده گردید. در واقع هر چند بنا به توصیه اساتید آمار و روش تحقیق، به دلیل پژوهش در جامعه‌ای محدود نیاز به استفاده از آن احساس نمی‌شد، اما به منظور جلوگیری از اختلاف‌نظر خبرگان دانشگاهی، پایائی ابزار به کار رفته در این تحقیق از طریق آلفای کرونباخ محاسبه شد. نتایج نشان داد که ضریب مذکور برای پرسش‌نامه نهایی (شامل پنج چالش فقهی- حقوقی و چهارده چالش اقتصادی-مالی) برابر با ۰/۷۳ می‌باشد. با توجه به اینکه این عدد بالاتر از ۰/۷۰ است، لذا می‌توان گفت ابزار تحقیق از پایائی لازم برخوردار می‌باشد.

***ب- روش‌های آماری مورد استفاده***

یکی از مهم‌ترین مراحل دلفی، تحلیل نتایج بدست آمده از پرسش‌نامه‌های تکمیل شده در مراحل (راندها) است. در ادبیات موجود روش مشخصی برای تحلیل و مدیریت اطلاعات تولید شده در مراحل دلفی ارائه نشده و این مسئله منجر به تنوع رویکردها در تحلیل نتایج دلفی گردیده است. به هر حال محققین تأکید نموده‌اند که روش‌های تحلیل لازم است بر اساس هدف دلفی، ساختار راندها، نوع سؤالات و تعداد شرکت‌کنندگان تعیین شود. بنابراین طبیعی است که شیوه تحلیل از یک تحقیق به تحقیق دیگر، تغییر کند (تئودور و گردون۲، ۲۰۰۹، ص ۷۷). در تحقیق حاضر پس از مشورت با برخی از اساتید برجسته آمار و روش تحقیق، سه روش مورد استفاده واقع شد که عبارت‌اند از[3]: آمار توصیفی[4]، آزمون دوجمله‌ای[5] و آزمون فریدمن[6]. جهت اجرائی‌سازی آزمون‌های مذکور نیز از نرم‌افزار ۱۶ SPSS استفاده شد.

## ۳.۵ نتایج دورهای دلفی

در این قسمت نتایج دورههای دلفی ارائه می‌گردد.

---

[1] Cronbach Alpha

[2] Theodore & Gordon

[3] جهت دریافت اطلاعات در رابطه با هر یک از این آزمون‌ها به منابع آمار و روش تحقیق کیفی مراجعه شود.

[4] Descriptive Statistics

[5] Binomial Test

[6] Friedman test

[ Downloaded from jmbr.mbri.ac.ir on 2026-11-06 ]

[ DOR: 20.1001.1.26453355.1394.8.24.1.7 ]

**۱.۳.۵ نتایج آمار توصیفی (اطلاعات جمعیت‌شناختی نمونه)**

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

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

**۲.۳.۵ نتایج دور اول**

همان طور که قبلاً ذکر گردید، پرسش‌نامه مرحله اول دلفی شامل دو جدول می‌گردید که اولین آن‌ها به چالش‌های فقهی- حقوقی (پنج چالش) و جدول دوم نیز به چالش‌های اقتصادی- مالی می‌پرداخت (سیزده چالش). چالش‌هایی که در این دو جدول ذکر گردید نیز اصلی‌ترین مواردی بودند که در تحقیقات پیشین به صورت پراکنده به آن‌ها اشاره شده بود.

در این مرحله از خبرگان خواسته شد تا با انتخاب یکی از گزینه‌ها، نظر خود را در رابطه با هر آسیب اعلام نمایند و به منظور تحلیل پرسش‌نامه آزمون دو جلمه‌ای استفاده شد. در واقع برای اجرائی‌سازی آزمون دو جمله‌ای، در نرم‌افزار SPSS ۱۶، ابتدا در فرمان Binomial مقادیر حدی بدین صورت تعریف گردید: جهت مثبت و موافق (پیروزی) برای کسانی که پاسخ کاملاً موافق و تا حدی موافق می‌دهند، بدون نظر برای افرادی که پاسخ بی‌نظر می‌دهند و نهایتاً جهت منفی و مخالف (شکست) برای کسانی که گزینه‌های کاملاً مخالف و تا حدی مخالف را انتخاب می‌نمایند. بر اساس این تقسیم‌بندی می‌توان تمامی خبرگان را به دو دسته تقسیم کرد: افرادی که نظر موافق دارند و آن‌ها که نظرشان منفی است (خلیلی شورینی، ۱۳۸۶، ص ۳۴). با توجه به آنچه مطرح شد فرضیه‌های مورد آزمون دو جمله‌ای بدین صورت قابل ارائه است:

[ Downloaded from jmbr.mbri.ac.ir on 2026-11-06 ]

[ DOR: 20.1001.1.26453355.1394.8.24.1.7 ]

$$\begin{cases} H۰: p \leq ۰/۶ \\ H۱: p > ۰/۶ \end{cases}$$

فرضیه صفر معادل پاسخ‌های منفی و بی‌پاسخ (افرادی که گزینه‌های کاملاً مخالف، تاحدی مخالف و بی‌نظر را انتخاب کرده‌اند) و فرضیه جایگزین معادل پاسخ‌های مثبت (کاملاً موافق و یا تا حدی موافق) می‌باشد. دلیل انتخاب عدد ۰/۶ (معادل سه پنجم) آن است که (به پیروی از سایر تحقیقات) مقدار P= ۰/۶ حدّی آستانه‌ای در نظر گرفته شده است. نتایج این تحلیل در جداول ۲ و ۳ ارائه شده است.

جدول ۲

*نظرات خبرگان در مورد چالش‌های فقهی- حقوقی اوراق مشارکت بانک مرکزی*

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

یادداشت. منبع: محاسبات نویسندگان

در تحلیل نتایج این جداول می‌توان این طور بیان نمود که سطح معنی‌داری محاسبه شده برای تمامی گویه‌ها (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 موقّتی است. به این معنی که بانک مرکزی پیش‌بینی می‌کند که به صورت موقّت (مثلاً در سه ماه آینده) حجم نقدینگی در

[ Downloaded from jmbr.mbri.ac.ir on 2026-11-06 ]

[ DOR: 20.1001.1.26453355.1394.8.24.1.7 ]

جدول ۳

*نظرات خبرگان در مورد چالش‌های اقتصادی- مالی اوراق مشارکت بانک مرکزی*

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

یادداشت. منبع: محاسبات نویسندگان

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. طبعاً 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 موقّت 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

[ Downloaded from jmbr.mbri.ac.ir on 2026-11-06 ]

[ DOR: 20.1001.1.26453355.1394.8.24.1.7 ]

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.

### ۳.۳.۵ نتایج دور دوم

با توجه به نتایج دور اول دلفی، پرسش‌نامه جدید با پنج چالش فقهی- حقوقی و چهارده چالش اقتصادی- مالی مجدداً در اختیار خبرگان قرار گرفت. در این پرسش‌نامه از خبرگان درخواست شد تا بر اساس طیف لیکرت مجدداً تمامی گویه‌ها را مورد اظهارنظر قرار دهند. نتایج این پرسش‌نامه نیز از طریق آزمون دو جمله‌ای مورد تحلیل قرار گرفت. نتایج این تحلیل در جداول ۴ و ۶ ارائه شده است.

جدول ۴

*نظرات خبرگان در مورد چالش‌های فقهی- حقوقی اوراق مشارکت بانک مرکزی*

| شماره | چالش | سطح معنی‌داری | سطح خطا | درصد موافقت | تایید یا رد H0 |
|---|---|---|---|---|---|
| ۱ | شبهه فقدان طرح‌های سودده اقتصادی | ۰/۰۰۰ | ۰/۰۵ | ۹۷ | رد |
| ۲ | ناسازگاری با قانون نحوه انتشار اوراق مشارکت و قانون برنامه پنجم توسعه | ۰/۰۰۰ | ۰/۰۵ | ۷۵ | رد |
| ۳ | عدم اطلاع‌رسانی در رابطه با فعالیت‌های اقتصادی مبنای انتشار اوراق و شکل نگرفتن قصد شرکت | ۰/۰۰۱ | ۰/۰۵ | ۷۶ | رد |
| ۴ | تعهّد اصل و سود اوراق توسط بانک مرکزی | ۰/۰۰۰ | ۰/۰۵ | ۷۸ | رد |
| ۵ | شبهه واقعی نبودن نرخ سود پرداختی به دارندگان اوراق | ۰/۰۰۰ | ۰/۰۵ | ۸۸ | رد |

یادداشت. منبع: محاسبات نویسندگان

### ۴.۳.۵ نتایج دور سوم (رتبه‌بندی چالش‌ها)

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

[ Downloaded from jmbr.mbri.ac.ir on 2026-11-06 ]

[ DOR: 20.1001.1.26453355.1394.8.24.1.7 ]

جدول ۵

*نظرات خبرگان در مورد چالش‌های اقتصادی- مالی اوراق مشارکت بانک مرکزی*

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

یادداشت. منبع: محاسبات نویسندگان

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

[ Downloaded from jmbr.mbri.ac.ir on 2026-11-06 ]

[ DOR: 20.1001.1.26453355.1394.8.24.1.7 ]

یکدیگر برابر است. در مقابل فرض جایگزین بر این مطلب تأکید داشت که حداقل رتبه دو چالش با یکدیگر تفاوت معنی‌داری دارد. نتایج آزمون فریدمن که با نرم‌افزار SPSS ۱۶ انجام شد در جداول ۶ و ۷ ارائه شده است:

جدول ۶

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

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

یادداشت. منبع: محاسبات نویسندگان

جدول ۷

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

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

یادداشت. منبع: محاسبات نویسندگان

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 ۸ و ۹ ارائه شده است.

## ۶ جمع‌بندی و نتیجه‌گیری

این تحقیق تلاش نمود تا به آسیب‌شناسی اوراق مشارکت بانک مرکزی بپردازد. یافته‌های پژوهش نشان می‌دهد که اوراق مشارکت بانک مرکزی از منظر فقهی و حقوقی با چالش‌های جدی (به ویژه شبهه ربای قرضی) مواجه است. از منظر اقتصادی و مالی نیز ابزاری مناسب و کارا جهت عملیات بازار باز بانک مرکزی به حساب نمی‌آید. بر این اساس توصیه می‌شود بانک مرکزی کشور نسبت به جایگزین نمودن سایر انواع اوراق بهادار اسلامی (صکوک) جهت عملیات بازار باز اقدام کند. در صورتی هم که (به هر دلیل) همچنان قصد انتشار

[ Downloaded from jmbr.mbri.ac.ir on 2026-11-06 ]

[ DOR: 20.1001.1.26453355.1394.8.24.1.7 ]

اوراق مشارکت بانک مرکزی وجود دارد، مناسب است برای چالش‌های ذکر شده در این پژوهش تدابیر لازم اندیشیده شود.

جدول ۸

*رتبه‌بندی چالش‌های فقهی- حقوقی (نتایج آزمون فریدمن)*

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

یادداشت. منبع: محاسبات نویسندگان

جدول ۹

*رتبه‌بندی چالش‌های اقتصادی- مالی (نتایج آزمون فریدمن)*

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

یادداشت. منبع: محاسبات نویسندگان

[ Downloaded from jmbr.mbri.ac.ir on 2026-11-06 ]

[ DOR: 20.1001.1.26453355.1394.8.24.1.7 ]

## فهرست منابع

بازمحمدی، ح. (۱۳۸۶). *گزارش کارگروه آسیب‌شناسی اوراق مشارکت دولت، شرکت‌ها و بانک مرکزی*، تهران: بانک مرکزی جمهوری اسلامی ایران.

خلیلی‌شورینی، س. (۱۳۸۶). *روش‌های تحقیق در علوم انسانی*، چاپ پنجم، تهران: انتشارات یادواره کتاب.

رحیمی، ز. (۱۳۸۱). *بررسی آثار اقتصادی انتشار اوراق مشارکت و روش‌های گسترده کاربرد آن در تأمین مالی*، تهران: پژوهشکده پولی و بانکی.

سعیدی، ع. (۱۳۸۱). *طراحی اوراق مشارکت مرکب مبتنی بر نظام اقتصاد اسلام*، پایان‌نامه کارشناسی ارشد رشته معارف اسلامی و مدیریت، تهران: دانشگاه امام صادق (ع).

علی‌مدد، م. (۱۳۸۰). *اوراق مشارکت: سوابق، مقررات و حسابداری*، تهران: مرکز تحقیقات تخصصی حسابداری و حسابرسی.

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

موسویان، س.ع. (۱۳۷۸). بررسی فقهی-اقتصادی ابزارهای جایگزین عملیات بازار باز و معرفی ابزاری جدید در بازار سرمایه، *فصلنامه تازه‌های اقتصاد*، شماره ۸۴، ۲۱-۲۵.

موسویان، س.ع. (۱۳۸۶). *ابزارهای مالی اسلامی*، قم: پژوهشگاه فرهنگ و اندیشه اسلامی.

هادوی‌تهرانی، م. (۱۳۷۸). *مبانی فقهی اوراق مشارکت*، مجموعه مقالات دهمین همایش بانکداری اسلامی، تهران: مؤسسه عالی بانکداری ایران.

Tapio, P. (2003). Disaggregative Policy Delphi: Using Cluster Analysis as a Tool for Systematic Scenario Formation. *Technological Forecasting and Social Change*, 70, 64-94.

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

[ Downloaded from jmbr.mbri.ac.ir on 2026-11-06 ]

[ DOR: 20.1001.1.26453355.1394.8.24.1.7 ]