

پژوهشکده پولی و بانکی
بانک مرکزی جمهوری اسلامی ایران



آسیب‌شناسی اوراق مشارکت بانک مرکزی از
دیدگاه فقهی-اقتصادی: دلالت‌هایی بر لزوم تقویت
ابزار فعلی عملیات بازار باز در نظام بانکی کشور

حسین میثمی

MBRI -PN-94025

اسفند ۱۳۹۴

یادداشت سیاستی

www.mbri.ac.ir



پژوهشکده پولی و بانکی
بانک مرکزی جمهوری اسلامی ایران

پژوهشکده پولی و بانکی

بانک مرکزی جمهوری اسلامی ایران

تهران: میدان آرژانتین، ابتدای بزرگراه آفریقا، پلاک ۱۰

کدپستی: ۱۵۱۴۹۴۷۱۱۱ صندوق پستی: ۷۹۴۹-۱۵۸۷۵

www.mbri.ac.ir

- دیدگاه و نظرات ارائه شده در این مقاله متعلق به نویسندگان بوده و لزوماً نظر پژوهشکده پولی و بانکی را منعکس نمی کند.
- کلیه حقوق مادی و معنوی این اثر متعلق به پژوهشکده پولی و بانکی می باشد، لیکن استفاده از نتایج این مقاله با ذکر منبع بلامانع است.



آسیب‌شناسی اوراق مشارکت بانک مرکزی از دیدگاه فقهی-اقتصادی: دلالت‌هایی بر لزوم تقویت ابزار فعلی عملیات بازار باز در نظام بانکی کشور

حسین میثمی^۱

چکیده

این یادداشت ضمن شناخت شیوه‌ی عملیاتی مورد استفاده جهت انتشار اوراق مشارکت بانک مرکزی در نظام بانکی کشور این شیوه را از دیدگاه فقهی و اقتصادی آسیب‌شناسی می‌کند. یافته‌های یادداشت نشان می‌دهد: اول اینکه، اوراق مشارکت بانک مرکزی با چالش‌های گوناگون فقهی-اقتصادی روبه‌روست و به همین دلیل بهترین گزینه آن است که بانک مرکزی برای انجام عملیات بازار باز، اوراق بهادار منتشر نکند و این عملیات را با استفاده از خرید و فروش اوراق بهادار دولتی در بازار ثانویه انجام دهد. دوم اینکه، اگر بانک مرکزی به هر دلیل (مثلاً نبود بازار ثانویه‌ی اوراق بهادار دولتی) در کوتاه‌مدت به انتشار اوراق بهادار در بازار اولیه مجبور شود، باز هم اوراق مشارکت بهترین گزینه نیست و می‌توان از سایر اوراق بهادار اسلامی (مانند صکوک اجاره) استفاده کرد که با ویژگی‌های ابزارهای عملیات بازار باز (مانند ریسک کم و نرخ سود ثابت) سازگارتر است. در نهایت اینکه اگر بانک مرکزی همچنان قصد دارد برای انجام عملیات بازار باز از ابزار اوراق مشارکت استفاده کند، مناسب است به چالش‌های مطرح‌شده در این یادداشت توجه کند و برای رفع آنها تدابیری بیندیشد.

^۱ استادیار گروه بانکداری اسلامی، پژوهشکده‌ی پولی و بانکی. آدرس ایمیل: meisami@isu.ac.ir



■ مقدمه

انتشار اوراق بهادار بانک مرکزی^۱ یکی از شیوه‌هایی است که بانک مرکزی برخی کشورهای در حال توسعه برای اجرای عملیات بازار باز^۲ به کار می‌برند. در نظام بانکی ایران با توجه به اینکه قانون عملیات بانکی بدون ربا از سال ۱۳۶۲ تصویب شده و اجرا می‌شود و طبق این قانون (و بر اساس نظر مراجع و فقهای معظم)، استفاده از اوراق قرضه جهت عملیات بازار باز ناصحیح است؛ بانک مرکزی به انتشار «اوراق مشارکت بانک مرکزی» اقدام کرده است.

ابزار اوراق مشارکت را که نهادهای مختلف (مانند دولت و شهرداری‌ها) از سال ۱۳۷۳ برای «تأمین مالی»^۳ استفاده می‌کردند، از سال ۱۳۸۰ برای «سیاست‌گذاری پولی» به کار رفت و تاکنون تنها از این ابزار برای عملیات بازار باز اسلامی استفاده شده است. آخرین استفاده از این ابزار توسط بانک مرکزی نیز به انتشار اوراق مشارکت در نیمه‌ی دوم سال ۱۳۹۲ (به میزان ۲۲ هزار میلیارد ریال) مربوط می‌شود. همچنین، شورای پول و اعتبار در مصوبه‌ی اخیر خود انتشار اوراق مشارکت بانک مرکزی را در سال ۱۳۹۴ تا سقف ۱۰۰ هزار میلیارد ریال مجاز دانسته است.

یادداشت حاضر با شناخت تجربه و شیوه‌ی عملیاتی انتشار اوراق مشارکت بانک مرکزی این روش را از دیدگاه فقهی-اقتصادی نقد می‌کند و راهکارها و تدابیری برای برطرف کردن چالش‌های این اوراق پیشنهاد می‌نماید. بر این اساس، پرسش اصلی این است که چالش‌های فقهی-اقتصادی اوراق مشارکت بانک مرکزی کدام است و چگونه می‌توان آنها را مرتفع کرد.

ساختار این یادداشت چنین است که ابتدا به معرفی مختصر اوراق مشارکت و شیوه‌ی استفاده از آن توسط بانک مرکزی و سپس به چالش‌های فقهی و اقتصادی مرتبط می‌پردازد. بخش پایانی نیز از مباحث نتیجه‌گیری می‌کند و جهت رفع چالش‌ها، توصیه‌های سیاستی مشخصی را به بانک مرکزی عرضه می‌نماید.

■ تجربه‌ی انتشار اوراق مشارکت بانک مرکزی در ایران

در نظام بانکی کشور، «اوراق مشارکت بانک مرکزی» تنها ابزاری است که با عملکردی مشابه ابزارهای عملیات بازار باز از سال ۱۳۸۰ استفاده شده است. بانک مرکزی کشور در سال‌های مختلف، جهت جمع‌آوری نقدینگی، این نوع از اوراق را منتشر کرده است. در ادامه، ابعاد مختلف این نوع از اوراق بررسی می‌شود.

۱. تعریف

با توجه به اینکه اوراق مشارکت بانک مرکزی نوع خاصی از اوراق مشارکت است، تعریف این نوع از اوراق بهادار نیاز به تعریف مناسبی از اوراق مشارکت دارد. به لحاظ لغوی، مشارکت به معنای همکاری یا شراکت چند نفر به منظور فراهم کردن سرمایه‌ی مورد نیاز برای انجام کاری است و در اصطلاح فقهی نیز، عقد شرکت قراردادی است که در آن، هر کس مال خود را در ازای تملک سهمی مشاع از کل، با اموال سایر شرکا مخلوط می‌کند (هادوی تهرانی، ۱۳۷۸، ص. ۲۱).^۴

اوراق مشارکت سندی است که گویای مالکیت دارنده‌ی آن روی بخشی از یک دارایی حقیقی متعلق به دولت، شرکت‌های دولتی، شهرداری‌ها، نهادهای عمومی غیردولتی، مؤسسات عام‌المنفعه، و غیره است. دارندگان این نوع اوراق در حقیقت مالک دارایی مورد مشارکت و در سود یا زیان حاصل از آن شریک‌اند (موسویان، ۱۳۸۶، ص. ۱۲۲؛ رحیمی، ۱۳۸۱، ص. ۱۵).^۵

^۱ Central Bank Securities

^۲ open market operation (OMO)

^۳ financing

^۴ هادوی تهرانی، م. (۱۳۷۸). مبانی فقهی اوراق مشارکت. در مجموعه‌ی مقالات ۱۰مین همایش بانکداری اسلامی (صص. ۱۵-۳۵). تهران: مؤسسه‌ی عالی آموزش بانکداری ایران.

^۵ موسویان، س. ع. (۱۳۸۶). ابزارهای مالی اسلامی. قم: پژوهشگاه فرهنگ و اندیشه‌ی اسلامی.

^۶ رحیمی، ز. (۱۳۸۱). بررسی آثار اقتصادی انتشار اوراق مشارکت و روش‌های گسترده‌ی کاربرد آن در تأمین مالی. تهران: پژوهشکده‌ی پولی و بانکی.



۲. ارکان

در انتشار اوراق مشارکت بانک مرکزی چند رکن اساسی وجود دارد که اولین آنها «ناشر» است. ناشر این نوع اوراق بانک مرکزی است که برای دستیابی به اهدافش (به طور خاص جمع آوری نقدینگی و کنترل تورم) اوراق منتشر می‌کند.^۱ رکن دوم «موضوع مشارکت» است. مقصود از موضوع مشارکت، طرح‌ها یا پروژه‌های سودده در اختیار بانک مرکزی است که از طریق واگذاری اوراق تأمین مالی می‌شود. آخرین رکن در انتشار اوراق مشارکت بانک مرکزی «عامل» است. عامل بانکی است که از طرف ناشر (بانک مرکزی) اوراق را به عموم مردم عرضه می‌کند و پرداخت سود علی‌الحساب، سود قطعی، بازخرید اوراق پیش از سررسید، و بازپرداخت اصل مبلغ اوراق مشارکت در سررسید را به عهده دارد.

۳. آمار و ارقام

بانک مرکزی 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 یک‌ساله و با نرخ‌های سود علی‌الحسابی منتشر شده که از نرخ‌های سالانه‌ی تورم کمتر بوده است.^۲

۴. شیوه‌ی اجرایی

متأسفانه در مورد شیوه‌ی اجرایی و فرایند انتشار اوراق مشارکت بانک مرکزی، اطلاعات مدونی در دسترس نیست؛ اما با مرور مطالعات مختصر گذشته و مصاحبه‌های شفاهی مدیران بانک مرکزی^۳، می‌توان شیوه‌ی اجرایی انتشار اوراق مشارکت بانک مرکزی را بدین صورت تبیین کرد که در گام اول، بخش‌های کارشناسی این بانک با ارزیابی وضع موجود نقدینگی و تورم در اقتصاد کشور در مورد نیاز به انتشار اوراق مشارکت بانک مرکزی اظهار نظر می‌کند. در صورتی که جمع‌بندی کارشناسی ضرورت انتشار اوراق را تأیید کند، بانک مرکزی درخواست خود را به شورای پول و اعتبار می‌دهد و این شورا در خصوص ضرورت انتشار اوراق و همچنین ابعاد آن اعلام نظر می‌کند.

پس از کسب مجوز از شورای پول و اعتبار، بانک مرکزی در جایگاه بانی (و ناشر) اوراق را منتشر می‌کند. بانک مرکزی بانک‌های مشخصی را به عنوان عامل انتشار اوراق انتخاب و پس از واگذاری عاملیت فروش به آنها، عملکرد فروش را به صورت روزانه دریافت می‌کند. بانک مرکزی پرداخت اصل و سود اوراق را تعهد می‌کند.

به لحاظ ثبت حسابداری، اوراق مشارکت فروخته شده بدهی بانک مرکزی به دارندگان اوراق به حساب می‌آید و مانده‌ی اوراق به فروش رفته با علامت منفی ذیل سرفصل «سایر دارایی‌ها» در ترازنامه‌ی بانک مرکزی ثبت می‌شود. بنابراین با فروش اوراق مشارکت و افزایش مانده‌ی اوراق، خالص سایر دارایی‌ها (که جزئی از پایه‌ی پولی است) کم می‌شود و نقدینگی نیز به میزان چند برابر کاهش می‌یابد. بانک مرکزی با منابع جمع‌آوری شده مانند موجودی نقد صندوق خود عمل می‌کند. در پایان فرایند انتشار، اوراق به فروش نرسیده «امحا» می‌گردد.

بانک‌های عامل وجوه حاصل از فروش اوراق مشارکت را، پس از کسر کارمزد عاملیت، به حساب بانک مرکزی واریز می‌کنند. بانک مرکزی سود علی‌الحساب اوراق را در تاریخ‌های مقرر پرداخت می‌کند و بانک‌های عامل بین دارندگان اوراق توزیع می‌نمایند. در تاریخ سررسید اوراق، بانک مرکزی اصل منابع دریافتی از خریداران اوراق را از طریق بانک‌های عامل به سرمایه‌گذاران پرداخت می‌کند. در صورتی که برخی خریداران - پیش از سررسید - اوراق را به بانک‌های عامل بازگردانند، بانک‌های عامل موظف‌اند اوراق مرجوعی را از منابع داخلی خود بخرند. به عبارت دیگر، بانک‌های عامل با بازخرید اوراق مرجوعی عملاً جایگزین خریداران اولیه‌ی اوراق می‌شوند و از سود سرمایه‌گذاری بهره می‌برند.

^۱ در اوراق مشارکت بانک مرکزی، ناشر اوراق بانی نیز است.

^۲ جهت دستیابی به آمار انتشار اوراق، نگاه کنید به تارنمای بانک مرکزی <http://www.cbi.ir>

^۳ برای جزئیات بیشتر، نگاه کنید به تارنمای بانک مرکزی <http://www.cbi.ir>



۵. تحلیل ماهیت فقهی اوراق مشارکت بانک مرکزی

حکم فقهی هر نوع از اوراق بهادار بر اساس تصویری استخراج می‌گردد که از آن ارائه می‌شود. بنابراین، درک صحیح ماهیت و تصویر فقهی اوراق مشارکت بانک مرکزی دارای اهمیت است. بر اساس برخی شواهد، می‌توان مدعی شد که اوراق مشارکت بانک مرکزی (برخلاف اوراق مشارکت وزارتخانه‌ها و شرکت‌ها) در طرح‌ها و پروژه‌های خاص اقتصادی سرمایه‌گذاری نمی‌شود. به منظور اثبات این ادعا، به تعریفی که در تارنمای رسمی بانک مرکزی آمده اشاره می‌شود که بیان می‌دارد: «انتشار و عرضه‌ی اوراق مشارکت بانک مرکزی از ابزارهای سیاست انقباضی برای اجرای عملیات بازار باز است؛ به طوری که با عرضه‌ی این اوراق، حجم نقدینگی کاهش می‌یابد و وجوه جمع‌آوری شده نزد بانک مرکزی مسدود می‌شود.»^۱

بر اساس این تعریف، واضح است این اوراق تنها برای جمع‌آوری نقدینگی مازاد و مهار تورم منتشر می‌گردد و منابع حاصل از آن در هیچ فعالیت اقتصادی مشخصی سرمایه‌گذاری نمی‌شود. بنابراین، ماهیت فقهی این اوراق شبیه «قرض همراه با زیاده» است که به اتفاق نظر فقهای شیعه و اهل سنت، ربا و حرام است. به عبارت دیگر، این اوراق ماهیتی شبیه اوراق قرضه یافته است و اگر سودی هم داشته باشد، سود حاصل از سرمایه‌گذاری نیست و به همین دلیل شبهه‌ی ربا در آن جدی است.

۶. چالش‌های فقهی اوراق مشارکت بانک مرکزی

اوراق مشارکتی که بانک مرکزی منتشر می‌کند با چالش‌های فقهی مواجه است. این قسمت به برخی از مهم‌ترین این چالش‌ها می‌پردازد.

شبهه‌ی فقدان طرح‌های سودده اقتصادی

اولین و شاید مهم‌ترین چالش و شبهه‌ای که در اوراق مشارکت بانک مرکزی طرح می‌شود «فقدان طرح‌های سودده اقتصادی» است. وقوع عقد شرکت و مشروعیت پرداخت سود به خریداران اوراق تنها در شرایطی متصور است که اول، بانک مرکزی دقیقاً در بازه‌ای که اوراق را منتشر می‌کند فعالیت‌های سودده (حداقل به میزان اوراق فروش رفته) داشته باشد؛ دوم، این فعالیت‌ها در بازه‌ی زمانی انتشار اوراق دارای سود باشد؛ و سوم، سود قطعی این فعالیت‌ها در پایان دوره محاسبه شود و در صورت وجود سود مازاد، به خریداران اوراق مابه‌التفاوت پرداخت شود.

بنابراین، انتشار اوراق مشارکت بانک مرکزی روی طرح‌های اقتصادی تنها زمانی صحیح است که این سه شرط برقرار باشد. مثلاً اگر بانک مرکزی در بهمن ۱۳۹۲ اوراقی شش ماهه به میزان ۲۲ هزار میلیارد ریال فروخته باشد، لازم است در بازه‌ی زمانی شش ماه (بهمن تا تیر) حداقل به میزان ۲۲ هزار میلیارد ریال فعالیت سودده داشته باشد؛ این فعالیت‌ها باید در این دوره سود ایجاد کنند؛ و آخرین شرط اینکه در پایان تیر، نرخ سود قطعی فعالیت‌ها محاسبه و به خریداران اوراق مابه‌التفاوت پرداخت شود.

بر اساس تبیین بخش‌های پیش در خصوص شیوه‌ی موجود انتشار اوراق مشارکت بانک مرکزی، می‌توان مدعی شد که برقراری این سه شرط در این اوراق محل تردید است، زیرا مسئولان بانک مرکزی فقط به صورت کلی به این مطلب اشاره می‌کنند که بانک مرکزی فعالیت‌های سودده دارد، اما تعدادی پرسش همچنان بی‌پاسخ مانده است. برای نمونه، اینکه آیا این فعالیت‌ها به لحاظ حجم متناسب با حجم اوراق مشارکت منتشر شده است؟ آیا به لحاظ بازه‌ی زمانی، الزاماً در دوره‌ی شش ماهه یا یک ساله‌ای که اوراق منتشر می‌شود، فعالیت‌های اقتصادی مبنای انتشار اوراق سود داشته‌اند؟ آیا نرخ سود این فعالیت‌ها با نرخ سود در نظر گرفته شده برای اوراق متناسب است؟ بر همین اساس، چالش عدم ارتباط میان فعالیت‌های واقعی با اوراق مشارکت منتشر شده تأمل برانگیز است و باعث می‌شود شبهه‌ی ربا در مورد اوراق مشارکت بانک مرکزی جدی باشد.

^۱ جهت دستیابی به این تعریف، نگاه کنید به تارنمای بانک مرکزی قسمت سیاست‌های پولی <http://www.cbi.ir>



شبهه‌ی واقعی نبودن نرخ سود پرداختی به دارندگان اوراق

دومین چالش فقهی حایز اهمیت در اوراق مشارکت بانک مرکزی شبهه‌ی واقعی نبودن نرخ سود پرداختی است. پرداخت سود به دارندگان اوراق مشارکت تنها در صورتی می‌تواند مبنای صحیح شرعی داشته باشد که فعالیت‌های سودده مبنای انتشار اوراق پیش از سررسید بازده داشته باشد و این بازده محاسبه و به دارندگان اوراق پرداخت شود.

به عبارت دیگر، از آنجاکه ماده‌ی ۲ قانون نحوه‌ی انتشار اوراق مشارکت مقرر می‌دارد دارندگان اوراق به نسبت قیمت اسمی و مدت زمان مشارکت در سود حاصل از اجرای طرح سهمی شوند، لازم است بانک مرکزی در طرح‌های مبنای انتشار اوراق «صورت سود و زیان» تهیه کند و این محاسبه را مبنای پرداخت سود قرار دهد. مشتریان با خرید اوراق به صورت موقت (تا سررسید) در فعالیت‌های سودده مبنای انتشار اوراق شریک بانک مرکزی می‌شوند. بر این اساس، لازم است بانک مرکزی در زمان سررسید - ضمن محاسبه‌ی سود قطعی اوراق - سهم دارندگان اوراق در موضوع مشارکت را بخرد؛ به گونه‌ای که اصل و سود اوراق به آنها پرداخت شود (با فرض سودده بودن پروژه‌ها).

بانک مرکزی کشور در ۱۳ سال اخیر در هیچ دوره‌ای «صورت سود و زیان» پروژه‌های مبنای انتشار اوراق را تهیه نکرده است. علاوه بر این در هیچ دوره‌ای، مابه‌التفاوت نرخ سود قطعی و علی‌الحساب محاسبه یا پرداخت نشده است. در تمام دوره‌ها، نرخ سود قطعی (به طور صوری) دقیقاً برابر نرخ سود علی‌الحساب اعلام شده است. بر این اساس، به نظر می‌رسد ارتباط مشخصی بین فعالیت‌های سودده بانک مرکزی (سود ترازنامه‌ی بانک مرکزی) با نرخ سود پرداختی به دارندگان اوراق وجود نداشته و این امر شبهه‌ی جدی مطرح در این دسته از اوراق است.

البته، برخی مدیران بانک مرکزی در مصاحبه‌های شفاهی خود مدعی شده‌اند به دلیل آنکه معمولاً منابع حاصل از اوراق مشارکت به صورت خط اعتباری در اختیار طرح‌های دولتی خاصی قرار گرفته که زیان‌ده است، همواره نرخ سود قطعی کمتر از نرخ سود علی‌الحساب پرداختی است و بانک مرکزی این کسری و زیان مشارکت را به دارندگان اوراق هبه کرده است.^۱ این توجیه پذیرفتنی نیست؛ زیرا بنا بر منطق، نرخ سود علی‌الحساب باید بر اساس میانگین نرخ‌های سود در سال‌های پیش تعیین شود و اگر بانک مرکزی پس از چند سال از انتشار اوراق، از ضررده بودن تجربه‌های گذشته‌ی انتشار اوراق مشارکت مطمئن است باید نرخ سود علی‌الحساب را کاهش دهد.

عدم قصد مشارکت به دلیل اطلاع‌رسانی نکردن فعالیت‌های اقتصادی مبنای انتشار اوراق

چالش دیگر در موضوع اوراق مشارکت بانک مرکزی عدم اطلاع‌رسانی صحیح است. از آنجاکه خریداران اوراق شریک موقت بانک مرکزی در فعالیت‌های سودده مبنای انتشار اوراق می‌شوند، لازم است نیت و قصد مشارکت داشته باشند؛ بدین معنی که هنگام خرید اوراق، متوجه این موضوع باشند که عقد مبنای انتشار اوراق شراکت است.

در حال حاضر به دلیل آنکه بانک مرکزی هنگام فروش اوراق اطلاعی از فعالیت‌های سودده اقتصادی (مبنای انتشار اوراق) به خریداران نمی‌دهد و در مورد سوددهی طرح‌ها و شیوه‌ی محاسبه‌ی سود نیز هیچ رویه‌ی شفافی موجود نیست، نگاه بسیاری از خریداران اوراق به این ابزار به مثابه‌ی ابزاری کاملاً بدون ریسک است که نرخ بازده قطعی و از پیش تعیین شده دارد. این امر باعث می‌شود اوراق مشارکت بانک مرکزی را عیناً معادل اوراق قرضه در نظر بگیرند و نیت و قصد قرض دادن موقت منابع را به بانک مرکزی و دریافت اصل و مازاد را در آینده نمایند که این قصد شبهه‌ناک است.

۷. چالش‌های اقتصادی اوراق مشارکت بانک مرکزی

اوراق مشارکت بانک مرکزی علاوه بر چالش‌های فقهی گفته شده از دیدگاه اقتصادی نیز با کاستی‌های زیادی مواجه است که این بخش به برخی از مهم‌ترین آنها اشاره می‌کند.

^۱ برای جزئیات بیشتر، نگاه کنید به متن برخی از این مصاحبه‌ها در تارنمای بانک مرکزی.



هزینه‌بر بودن انتشار اوراق

اولین و شاید مهم‌ترین چالش اقتصادی اوراق مشارکت بانک مرکزی هزینه‌بر بودن استفاده از این اوراق برای اجرای عملیات بازار باز است، زیرا عملیات بازار باز در سایر کشورها معمولاً روی اوراق قرضه‌ی دولتی انجام می‌شود و بانک مرکزی به‌طور مستقیم اوراق منتشر نمی‌کند. بانک مرکزی در بازار ثانویه‌ی اوراق دولتی وارد می‌شود و با خرید و فروش اوراق، سیاست‌های انبساطی و انقباضی اعمال می‌کند. از این رو، هزینه و ضرر (و در مواردی درآمد) سیاست‌گذاری پولی برای بانک مرکزی فقط تفاوت در نرخ‌های خرید و فروش است (میشکین، ۲۰۱۳، ص. ۱۷۶).^۱

در ایران، بانک مرکزی کلیه‌ی هزینه‌های اوراق (پرداخت سود، چاپ، تبلیغات، پرداخت کارمزد عاملیت بانک‌ها، هزینه‌ی تعهد اصل و سود اوراق، هزینه‌ی امحای اوراق فروش‌نرفته، و غیره) را به‌عهده دارد و در نتیجه به‌صورت قطعی به ترازنامه‌ی بانک مرکزی، ضرر تحمیل می‌شود (بازمحمدی و قضاوی، ۱۳۹۱، ص. ۳۱).^۲

ناسازگاری عقد مشارکت با ماهیت کوتاه‌مدت عملیات بازار باز

عملیات بازار باز به‌طور ذاتی ماهیت کوتاه‌مدت دارد و فقط برای مدیریت نقدینگی جامعه در بازه‌های زمانی کوتاه (شش‌ماهه، سه‌ماهه، یک‌ماهه، و حتی هفتگی) کاربرد می‌یابد. این در حالی است که عقد مشارکت ماهیت بلندمدت و میان‌مدت دارد و به همین دلیل، این عقد به‌طور ذاتی برای عملیات بازار باز مناسب نیست.

البته، این مطلب چنین معنا نمی‌دهد که به‌لحاظ فقهی نمی‌توان مشارکت کوتاه‌مدت (مثلاً یک‌ماهه) را تصور کرد؛ بلکه بدان معناست که غالباً، فعالیت‌ها و طرح‌های اقتصادی مبنای مشارکت (با این فرض که عقد شرکت قرار است به‌صورت واقعی و غیرصوری اجرایی شود) زمان‌بر است و تا به سوددهی برسد، بازه‌ی زمانی مشخصی نیاز دارد و در کوتاه‌مدت اتفاق نمی‌افتد. بر همین اساس درحال‌حاضر در اقتصاد ایران، به‌ندرت فعالیت‌ی اقتصادی یافت می‌شود که زمان لازم برای تکمیل آن (و ایجاد سود) کمتر از یک سال باشد.

عدم امکان مسدودکردن وجوه

در عملیات بازار باز متعارف، بانک‌های مرکزی منابع جمع‌آوری‌شده به‌دنبال این عملیات را از نظام پولی خارج می‌کنند و با این کار حجم کل نقدینگی موجود در اقتصاد را کاهش می‌دهند؛ اما به‌دلیل ماهیت عقد شرکت در فقه اسلامی زمانی که بانک مرکزی با انتشار اوراق مشارکت به راه‌اندازی عملیات بازار باز انقباضی اقدام می‌کند، امکان مسدودکردن منابع جمع‌آوری‌شده وجود ندارد و این منابع دوباره به اقتصاد تزریق می‌شود.

نبود بازار ثانویه‌ی منسجم و تعهد بازخرید پیش از سررسید

یکی از پیش‌نیازهای موفقیت هر ابزار مالی وجود بازار ثانویه‌ی منسجم است. در این بازار، افرادی که به فروش اوراق پیش از سررسید تمایل دارند این کار را انجام می‌دهند و قیمت اوراق نیز با توجه به وضعیت اقتصاد و میزان عرضه و تقاضا تعیین می‌شود. مسئله‌ی اوراق مشارکت بانک مرکزی آن است که این اوراق همواره با تعهد بازخرید پیش از سررسید توسط بانک‌های عامل عرضه می‌شود و این مانع شکل‌گیری بازار ثانویه برای اوراق است.

در ماده‌ی ۲ قانون نحوه‌ی انتشار اوراق مشارکت قابلیت معامله‌ی این اوراق در بورس تصریح شده، اما تاکنون بازار ثانویه‌ای جهت معاملات دست دوم اوراق مشارکت بانک مرکزی شکل نگرفته است. این باعث می‌شود که در صورت انصراف مشتریان، بانک‌های عامل مجبور باشند از منابع داخلی خود با مشتری تسویه کنند و تا فرارسیدن سررسید اوراق، جایگزین مشتری گردند.

^۱ Mishkin, F. (2013). *The economics of money, banking, and financial markets*, 10th Edition. Princeton: Prentice Hall.

^۲ بازمحمدی، ح.، و قضاوی، ح. (۱۳۹۱). *عملیات بازار باز در چارچوب بانکداری بدون ربا: مطالعه‌ی موردی: اسناد خزانه‌ی اسلامی*. تهران: پژوهشکده‌ی پولی و بانکی.



تحلیل هزینه به بانک‌های عامل بابت عاملیت و بازخرید اوراق

در حال حاضر، برخی بانک‌های کشور وظیفه‌ی عاملیت اوراق مشارکت بانک مرکزی را به عهده می‌گیرند. این موضوع دست‌کم دو مشکل برای بانک‌ها ایجاد می‌کند. اول اینکه، بانک‌های عامل مجبورند محصولی را عرضه کنند که رقیب محصولات داخلی بانک (سپرده‌ها، گواهی‌ها، و غیره) باشد و این با منطق کسب‌وکار در تعارض است. بانک مرکزی با عرضه‌ی اوراق مشارکت وارد رقابتی ناصحیح با بانک‌ها در زمینه‌ی جذب منابع موجود در بازار می‌شود که این رقابت به ضرر بانک‌هاست، زیرا اوراق مشارکت بانک مرکزی معمولاً با نرخ سود بیشتری نسبت به سپرده‌های بانکی عرضه می‌گردد.

دوم اینکه بانک‌ها موظف‌اند از منابع خود، اوراق مشارکت متقاضیانی را بازخرید کنند که نمی‌خواهند تا سررسید صبر کنند و این برای بانک هزینه‌بر است و ناخواسته، منابع داخلی بانک را درگیر هزینه‌های عملیات بازار باز بانک مرکزی می‌کند. از طرف دیگر با توجه به اینکه بیشتر 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 پیش از سررسید) لزوماً بهترین گزینه برای فعالیت اقتصادی نیست.

■ جمع‌بندی و بحث

مسئله‌ی اصلی این یادداشت استخراج چالش‌های فقهی و اقتصادی اوراق مشارکت بانک مرکزی کشور است. بر اساس تحلیل‌ها، می‌توان مدعی شد که این اوراق از دیدگاه فقهی با چالش‌های گوناگونی روبه‌روست و شبهه‌ی ربا در آن به‌طور جدی مطرح است. اوراق مشارکت بانک مرکزی از دیدگاه اقتصادی نیز با مشکلات مختلفی مواجه است که نمی‌توان از آن چشم‌پوشی کرد. بنابراین، بهترین گزینه آن است که بانک مرکزی برای انجام عملیات بازار باز اوراق بهادار منتشر نکند؛ بلکه این عملیات را با استفاده از خرید و فروش اوراق بهادار دولتی در بازار ثانویه انجام دهد. اگر به هر دلیل (برای مثال، نبود بازار ثانویه‌ی اوراق بهادار دولتی)، بانک مرکزی در کوتاه‌مدت به انتشار اوراق بهادار در بازار اولیه مجبور شود؛ باز هم اوراق مشارکت بهترین گزینه نیست و می‌توان سایر ابزارهای اسلامی را به‌کار برد که با ویژگی‌های عملیات بازار باز سازگارتر است (مانند صکوک اجاره). در نهایت اگر بانک مرکزی قصد دارد از ابزار اوراق مشارکت برای انجام عملیات بازار باز استفاده کند، باید به چالش‌هایی که در این یادداشت به آنها اشاره شد توجه کند و برای رفع آنها تدابیری بیندیشد. بخش بعد به تبیین برخی از این تدابیر اختصاص دارد.

■ توصیه‌های سیاستی

با توجه به تحلیل این یادداشت، توصیه‌های ذیل جهت کاهش چالش‌های فقهی اوراق مشارکت بانک مرکزی در کوتاه‌مدت پیشنهاد می‌شود.

- به منظور حل مشکل «فقدان طرح‌های سودده اقتصادی»، بانک مرکزی در دوره‌ای که قصد انتشار اوراق را دارد فعالیت‌های سودده خود را (حداقل به میزان اوراق) به‌طور دقیق و جزئی احصا کند.
 - جهت حل شبهه‌ی «واقعی نبودن نرخ سود پرداختی»، بانک مرکزی برای طرح‌های سودده مبنای انتشار اوراق «صورت سود و زیان» تهیه کند.
 - برای حل شبهه‌ی «عدم اطلاع‌رسانی در مورد فعالیت‌های مبنای انتشار اوراق»، بانک مرکزی پیش از انتشار اوراق فعالیت‌های سودده مبنای انتشار اوراق را اعلام عمومی کند.
- توصیه‌های زیر نیز جهت کاهش چالش‌های اقتصادی اوراق مشارکت بانک مرکزی در کوتاه‌مدت پیشنهاد می‌گردد.
- به منظور حل مشکل «هزینه‌بر بودن انتشار اوراق»، بانک مرکزی در کوتاه‌مدت با اقداماتی خاص (مانند انتشار الکترونیکی اوراق، راه‌اندازی بازار ثانویه، و غیره) هزینه‌های انتشار اوراق را کاهش دهد.



- برای حل مشکل «نبود بازار ثانویه منسجم و تعهد با خرید پیش از سررسید»، هرچه سریع‌تر بازار ثانویه اوراق مشارکت در بازار بین بانکی راه‌اندازی شود و در برگه‌های اوراق مشارکت آتی بانک مرکزی تأکید گردد که فروش اوراق پیش از سررسید تنها در بازار بین بانکی امکان‌پذیر است و بانک عامل تعهدی جهت با خرید پیش از سررسید ندارد.
- به منظور حل مشکل «ناسازگاری عقد مشارکت با ماهیت کوتاه‌مدت عملیات بازار باز»، سررسید اوراق به‌گونه‌ای تعیین شود که مردم بتوانند وقوع مشارکت و ایجاد سود را تصور کنند. بنابراین انتشار اوراق مشارکت بانک مرکزی در سررسید کمتر از سه ماه چندان مناسب نیست.
- جهت حل مشکل «عدم امکان مسدود کردن وجوه»، بانک مرکزی منابع جمع‌آوری شده از محل انتشار اوراق را به‌طور مستقیم مسدود نکند بلکه آنها را واقعاً جایگزین منابع خود کند (که پیش‌تر در طرح‌های سودده به کار رفته بود) و با آزادسازی منابع گذشته، وجوه را مسدود نماید.
- به منظور حل مشکل «تحمیل هزینه به بانک‌های عامل بابت عاملیت و با خرید اوراق»، بهترین راه‌حل راه‌اندازی بازار ثانویه و حذف تعهد بانک‌های عامل جهت با خرید اوراق است.



فهرست گزارش‌های پژوهشی

عنوان	کد گزارش	نویسنده / نویسندگان
۱۳۹۴		
مدیریت بدهی بانک‌ها به بانک مرکزی: پیش‌شرط تحقق نرخ تورم تک‌رقمی	MBRI-PN-94024	مریم همتی
کاستی‌های بازارهای مالی ایران و ثبات قیمتی	MBRI-PN-94023	علی بهادر
کلان‌نگاری بانکداری سایه‌ای در ایران	MBRI-PN-94022	محمد ارباب‌افضلی، مهشید شاهچرا، ماندانا طاهری
مسیر آتی نظام مالی: بانک محور یا بازار محور	MBRI-RR-94021	زهرآ خوشنود
آثار مؤلفه‌های بخش حقیقی و رشد قیمت دارایی‌ها در مطالبات غیرجاری بانک‌ها	MBRI-PN-94020	حسین باستانزاد، محمدولی پور پاشا، هادی حیدری
شاخص‌سازی قیمت‌های تجارت خارجی ایران	MBRI-RP-94019	سجاد ابراهیمی
طراحی اوراق بهادار اسلامی تورم پیوند در نظام مالی ایران	MBRI-PN-94018	رسول خوانساری و امیر حسین اعتصامی
شمول مالی در ایران: مقایسه‌ای بر اساس معیارهای پایه‌ای گروه ۲۰	MBRI-PN-94017	مجید عینیان
نقد و بررسی پیش‌نویس طرح قانون عملیات بانکی بدون ربا	MBRI-SR-94016	
تحلیل سازوکار تعدیل نسبت کفایت سرمایه در دوره‌های رکود و رونق	MBRI-PN-94015	زهرآ خوشنود، مرضیه اسفندیاری
نقش اوراق بهادار اسلامی در تأمین کسری بودجه دولتی	MBRI-PP-94014	وهاب قلیچ
حکمرانی شرکتی در نظام‌های بانکی منتخب و نقش بانک‌های مرکزی	MBRI-RR-94013	مهرداد سیه‌وند، حمید قنبری، امین جعفری، لیلا محرابی
طراحی ابزارهای اسلامی جهت ارائه تسهیلات قاعده‌مند توسط بانک مرکزی	MBRI-PN-94012	حسین میسمی، حسین توکلیان
صورت عملکرد سپرده‌های سرمایه‌گذاری: ارتقای پاسخگویی در مدل کسب و کار بانکداری بدون ربا، همگرا با IFRS	MBRI-PP-94011	احمد بدری
قواعد مالی و هدف‌گذاری تورمی	MBRI-PN-94010	ژاله زارعی
عملیات بازار باز در بانکداری مرکزی نوین و تحلیل آن از منظر فقهی	MBRI-RR-94009	حسین میسمی
عوامل موثر بر تحقق سیاست‌های کلی اقتصاد مقاومتی در نظام بانکی	MBRI-PN-94008	وهاب قلیچ و رسول خوانساری
ناخنمایی عملیات بازار باز	MBRI-WP-94007	پیر پاتولو بنینو، سالواتور نیستیکو
برآورد ارزش خدمات خانگی کشور با تأکید بر خدمات زنان خانه‌دار	MBRI-RR-94006	ابوالفضل خاوری نژاد
افق زمانی گذار به تورم تک‌رقمی پایدار در سایه سیاست پولی و ارزی	MBRI-PN-94005	حمید زمان‌زاده
برگزیدگان حوزه‌های مختلف بانکداری مرکزی در سال ۲۰۱۴	MBRI-TR-94004	ژاله زارعی و ایلناز ابراهیمی
نظام‌های ارزی: دسته‌بندی، شناسایی و آثار اقتصادی	MBRI-RP-94003	علی بهادر
قدرت قانونی بانک مرکزی جمهوری اسلامی ایران	MBRI-WP-94002	زهرآ خوشنود، پی‌یر ای. بولتز
معرفی یک شاخص شرایط پولی جدید برای اقتصاد ایران	MBRI-WP-94001	مریم همتی
۱۳۹۳		
عوامل موثر بر بهره‌مندی از وام و شکل‌گیری تقاضا برای وام در خانوارهای شهری	MBRI-RR-93042	فرهاد نیلی و مرضیه اسفندیاری
ساختار هزینه‌های بنگاه‌ها و تقاضا برای منابع مالی	MBRI-PN-93041	فرهاد نیلی و امینه محمودزاده
رتبه‌بندی مؤسسات مالی اسلامی برتر جهان در سال ۲۰۱۴	MBRI-TR-93040	لیلا محرابی
تحلیل پویایی‌های تورم و رشد اقتصادی در ایران	MBRI-PN-93039	سیدعلی مدنی زاده، هومن کرمی، سعید بیات
بررسی آمار و اطلاعات حوزه تأمین مالی	MBRI-PN-93038	مجید عینیان، امینه محمودزاده
ارزیابی ساختار ترازنامه و واسطه‌گری مالی شبکه بانکی کشور	MBRI-PN-93037	مهشید شاهچرا و ماندانا طاهری
چارچوبی برای اصلاح سیاستگذاری پولی در ایران	MBRI-PP-93036	سید احمدرضا جلالی نائینی و محمدمین نادریان
قواعد مالی و پیاده‌سازی آن در ایران	MBRI-PP-93035	ژاله زارعی
گزارش ادواری «چشم‌انداز کوتاه‌مدت اقتصاد کلان ایران» دی ماه ۱۳۹۳	MBRI-PR-93034	حمید زمان‌زاده
گزارش ماهانه پیش‌بینی تورم، دی ماه ۱۳۹۳	MBRI-PR-93033	سیدعلی مدنی زاده، سعید بیات، هومن کرمی
رهنگاشت بانکداری مرکزی ایران در افق میان‌مدت	MBRI-PP-93032	حمید زمان‌زاده، مریم همتی و حسین توکلیان
تجربه شیلی، ترکیه و برزیل در بازنگری چارچوب سیاست پولی	MBRI-PN-93031	ایلناز ابراهیمی
تنگنای اعتباری از شواهد خرد تا پیامدهای کلان	MBRI-PP-93030	فرهاد نیلی و امینه محمودزاده
صکوک بیع دین به عنوان ابزار سیاست پولی	MBRI-PN-93029	حسین میسمی
رکود تورمی و راهکارهای خروج	MBRI-PP-93028	محمدحسین رحمتی و سیدعلی مدنی زاده
رکود تورمی در ایران: نظم‌های آماری و عوامل آن	MBRI-PP-93027	محمدحسین رحمتی، سیدعلی مدنی زاده، فاطمه نجفی
مدیریت نرخ ارز تحت نظام ارزی خزنده در کردور	MBRI-PP-93026	حمید زمان‌زاده، علی بهادر، حسین باستانزاد، حسین توکلیان



عنوان	کد گزارش	نویسنده / نویسندگان
مطالبات غیر جاری یا دارایی‌های مسموم بانک‌ها	MBRI-PP-93025	فرهاد نیلی و امینه محمودزاده
گزارش ادواری «چشم‌انداز کوتاه‌مدت اقتصاد کلان ایران» (آبان‌ماه ۱۳۹۳)	MBRI-PR-93024	حمید زمان زاده
گزارش فصلی متغیرهای اقتصاد کلان (تابستان ۱۳۹۳)	MBRI-PR-93023	دکتر سیدعلی مدنی زاده، دکتر رامین مجاب، سجاد ابراهیمی، سعید بیات، مجید عینیان، هومن کرمی
گزارش ماهانه پیش بینی تورم (آبان‌ماه ۱۳۹۳)	MBRI-PR-93022	دکتر سیدعلی مدنی زاده، سعید بیات، هومن کرمی
گزارش فصلی تولید صنعتی ایران (تابستان ۱۳۹۳)	MBRI-PR-93021	سجاد ابراهیمی
شکست بازار اعتبارات	MBRI-PP-93020	فرهاد نیلی و امینه محمودزاده
سیستم حسابهای ادغام شده محیط زیستی و اقتصادی ایران (حساب اقماری محیط زیست ایران (SEEAIRAN))	MBRI-RR-93019	ابوالفضل خاوری نژاد
بررسی اثرات دور اول و دوم تحولات اقتصاد کلان بر ترازنامه بانک‌ها	MBRI-PN-93018	هادی حدیدی
گواهی سپرده مدت‌دار سرمایه‌گذاری خاص: کاستی‌ها و راه‌حل‌ها	MBRI-PN-93017	رسول خوانساری، ماندانا طاهری، حمید زمان‌زاده
پیش‌بینی تورم ایران با استفاده از منحنی فیلیپس	MBRI-WP-93016	سید مهدی برکچیان، سعید بیات، هومن کرمی
چرخه‌های تجاری و اعتباری	MBRI-PP-93015	فرهاد نیلی و امینه محمودزاده
ارتباط پول و قیمت؛ با تمرکز بر اجزای شاخص قیمت مصرف‌کننده	MBRI-PP-93014	رامین مجاب
ارزیابی پویایی صنعت بانکداری ایران با تأکید بر رقابت‌پذیری	MBRI-PN-93013	اعظم احمدیان
هدف‌گذاری تورم؛ لزوم اعمال و پیش‌شرط‌های اساسی	MBRI-PN-93012	ایلناز ابراهیمی
ضرورت بازسازی چارچوب ارتباطی بانک مرکزی	MBRI-PP-93011	مریم همتی
کنترل اثرات ناپایداری و شکست ساختاری تورم با مدل‌های غیرخطی و زمان‌متغیر	MBRI-WP-93010	سید مهدی برکچیان، سعید بیات، هومن کرمی
راهکاری در جهت تقویت رعایت اصول شریعت در قراردادهای بانکی	MBRI-PN-93009	وهاب قلیچ و فرشته ملاکریمی
ارزیابی سرمایه بانک‌ها بر اساس استانداردهای بین‌المللی	MBRI-PN-93008	زهرا خوشنود و مرضیه اسفندیاری
پیش‌بینی تورم ایران با استفاده از عوامل مشترک اجزای شاخص قیمت کالاها و خدمات	MBRI-WP-93007	سید مهدی برکچیان، سعید بیات، هومن کرمی
وضعیت صنایع در دوره‌های رونق و رکود	MBRI-PN-93006	مجید عینیان
ارزیابی وضعیت مطالبات غیرجاری در نظام بانکی ایران و مقایسه آن با سایر کشورها	MBRI-PN-93005	لیلا محرابی
معرفی روش‌های تأمین مالی اسلامی در کشورهای مختلف	MBRI-PN-93004	لیلا محرابی
سپر سرمایه مخالف چرخه‌سندی از جمله اسناد توافق‌نامه سرمایه‌بال سه	MBRI-PP-93003	زهرا خوشنود
آسیب‌شناسی بازار بین‌بانکی ربالی در ایران با تأکید بر ابعاد فقهی	MBRI-PP-93002	رسول خوانساری
اثر پسماند جانشینی پول در ایران	MBRI-RR-93001	سامان قادری
۱۳۹۲		
ضرورت بازسازی چارچوب ارتباطی بانک مرکزی	MBRI-9228	مریم همتی
استقلال بانک مرکزی؛ گام نخست در پیشبرد اهداف سیاست‌گذاری پولی	MBRI-9227	مریم همتی
تأثیر نوسانات متغیرهای کلان اقتصادی بر مطالبات غیرجاری بخش بانکی؛ رهیافت اقتصادسنجی	MBRI-9226	حامد عادل نیک
اثرات پویای حجم کل بدهی‌ها بر بخش واقعی اقتصاد ایران (۱۳۶۰-۱۳۹۰) و ارزیابی آن به عنوان سازوکار هشداردهنده وقوع بحران مالی	MBRI-9225	احمدعلی رضایی
ارزیابی عملکرد بانک‌ها در سید دارایی، بدهی، سود و زیان در سال‌های ۱۳۹۱-۱۳۹۲	MBRI-9224	اعظم احمدیان
تحلیل سهم از بازار بانک‌ها (۱۳۹۰-۱۳۹۱)	MBRI-9223	اعظم احمدیان
ارزیابی شاخص‌های سلامت بانکی، در بانک‌های ایران (۱۳۹۰-۱۳۹۱)	MBRI-9222	اعظم احمدیان
تجربه بانک‌های توسعه‌ای در بحران اقتصادی جهان و تحولات پس‌انداز و سرمایه‌گذاری در اقتصاد جهانی	MBRI-9221	لیلا محرابی
وضعیت آماری موسسات مالی اسلامی برتر در جهان (با تأکید بر نقش بانک‌های ایرانی)	MBRI-9220	وهاب قلیچ، لیلا محرابی
پایداری تورم و عوامل موثر بر آن در اقتصاد ایران	MBRI-9219	حجت تقی‌لو
مالیات تورمی در ترازوی عدالت	MBRI-9217	دکتر محمداسماعیل توسلی و وهاب قلیچ
مدیریت ثروت اسلامی	MBRI-9216	رسول خوانساری، رضا یارمحمدی
بررسی دیدگاه‌های فقهی پیرامون مسأله جبران کاهش ارزش پول	MBRI-9215	فرشته ملاکریمی
تحلیل عاملی نسبت‌های مالی بنگاه‌های صنعتی پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران	MBRI-9214	ماندانا طاهری، فرهاد نیلی
صکوک کوتاه‌مدت و کاربردهای آن در بانکداری و مالی اسلامی	MBRI-9213	رسول خوانساری، حسین میسمی، لیلا محرابی
جعبه ابزار پیش‌بینی تورم در اقتصاد ایران	MBRI-9212	سید مهدی برکچیان، سعید بیات، هومن کرمی
محاسبه سود قطعی سپرده‌گذاران در بانکداری بدون ربا	MBRI-9211	حسین میسمی



پژوهشکده پولی و بانکی
بانک مرکزی جمهوری اسلامی ایران

عنوان	کد گزارش	نویسنده / نویسندگان
ارزیابی عملکرد صنعت بانکداری در ایران (مقایسه سال‌های ۱۳۸۹ و ۱۳۹۰)	MBRI-9210	اعظم احمدیان
نگاهی به چارچوب قانونی، نهادی و نظارتی ورشکستگی بانک	MBRI-9209	حمید قنبری
تحلیل شاخص‌های عملکرد شبکه بانکی در تأمین مالی تولید	MBRI-9208	اعظم احمدیان
بسترهای تشکیل منطقه بهینه پولی بین کشورهای سازمان همکاری اقتصادی (اگو)	MBRI-9207	مصعب عبدالهی آرانی
حاکمیت شرکتی، نظارت و مقررات احتیاطی در موسسات مالی اسلامی: گزارش پنجمین روز مدرسه زمستانه بانکداری اسلامی	MBRI-9206	حسین میسمی
استانداردهای حسابداری و حسابرسی در موسسات مالی اسلامی: گزارش چهارمین روز مدرسه زمستانه بانکداری اسلامی	MBRI-9205	وهاب قلیچ
مدیریت دارایی و بدهی در بانک‌های اسلامی: گزارش سومین روز مدرسه زمستانه بانکداری اسلامی	MBRI-9204	لیلا محرابی
مدیریت ریسک در بانک‌های اسلامی: گزارش دومین روز مدرسه زمستانه بانکداری اسلامی	MBRI-9203	رسول خوانساری
اصول و مقررات شرعی در معاملات و تأمین مالی: گزارش اولین روز مدرسه زمستانه بانکداری اسلامی	MBRI-9202	فرشته ملاکریمی
تورم و جبران کاهش ارزش پول از دیدگاه اسلامی: گزارش هفتمین جلسه نقد پژوهش‌های بانکداری و مالی اسلامی	MBRI-9201	حسین میسمی
۱۳۹۱		
پولی کردن کسری بودجه از منظر اقتصاد اسلامی: گزارش ششمین جلسه نقد پژوهش‌های بانکداری و مالی اسلامی	MBRI-9111	حسین میسمی
مجموعه روایات ربا(بخش اول)	MBRI-9110	فرشته ملاکریمی
بررسی فقهی و حقوقی وثایق بانکی	MBRI-9109	فرشته ملاکریمی
عوامل مؤثر بر استفاده خانوارهای شهری از انواع خدمات مالی	MBRI-9108	فرهاد نیلی و مرضیه اسفندیاری
ضرورت معرفی رهنمود جدیدی در مدیریت ریسک نقدینگی با توجه به تحولات سیستم مالی در ایران	MBRI-9107	زهره خوشنود
ساختار بانکداری اسلامی در کشورهای اسلامی: نمونه موردی کشور مالزی	MBRI-9106	لیلا محرابی
مفهوم‌شناسی ربا و بهره	MBRI-9105	حسین میسمی
تورق چیست؟	MBRI-9104	وهاب قلیچ
چشم‌انداز اقتصاد اسلامی بر بحران مالی جهانی	MBRI-9103	لیلا محرابی
وضعیت بانکداری اسلامی در کشورهای منطقه MENA	MBRI-9102	لیلا محرابی
بحران یورو: ریشه‌های پیدایش و سناریوهای آینده	MBRI-9101	ایلناز ابراهیمی
۱۳۹۰		
عملیات بازار باز در چارچوب بانکداری بدون ربا (تابستان ۱۳۹۰)	MBRI-9008	حسین قضاوی، حسین بازمحمدی
کتاب‌شناسی اقتصاد ریاضی(پاییز ۱۳۹۰)	MBRI-9007	فرهاد نیلی
برآورد قدرت بازاری در شبکه بانک‌های دولتی ایران (بهار ۱۳۹۰)	MBRI-9006	سید صفدر حسینی
جنبه‌های اساسی تغییر واحد پول ملی؛ تجربه ونزولا(تابستان ۱۳۹۰)	MBRI-9005	ابوالفضل اکرمی، بیمان قربانی
اصول اساسی اثربخشی نظام‌های بیمه سپرده(تابستان ۱۳۹۰)	MBRI-9004	حسین معصومی، محمد روشن‌دل
ساز و کارهای تأمین مالی شرکت‌های کوچک و متوسط(بهار ۱۳۹۰)	MBRI-9003	زهره سلطانی، زهره خوشنود، طاهره اکبری آلاشتی
بانکداری اخلاقی در جهان(بهار ۱۳۹۰)	MBRI-9002	وهاب قلیچ
مالیات تورمی دلار(بهار ۱۳۹۰)	MBRI-9001	حسین قضاوی
۱۳۸۹		
بورس اوراق بهادار در ایران و برخی کشورهای منتخب	MBRI-8911	علی حسن‌زاده، اعظم احمدیان
قانون بانک مرکزی فدراسیون روسیه	MBRI-8910	امیر حسین امین آزاد، حسین معصومی
سیاست‌های پولی و قیمت نفت	MBRI-8909	مهدی منجمی
مدیریت نقدینگی و جوجه نقد صندوق شعب با استفاده از مدل انتشار	MBRI-8908	هادی حیدری، زهرا زواریان، ایمان نوربخش
مصوبه تشکیل مراکز خدمات سرمایه‌گذاری استانی	MBRI-8907	لیلا محرابی
بررسی برنامه پنجم توسعه کشور	MBRI-8906	مهشید شاهچرا
آیین‌نامه اجرایی حمایت از صادرکنندگان خدمات فنی و مهندسی	MBRI-8905	طاهره اکبری آلاشتی
اثر خارجی بحران های مالی آمریکا و انگلستان بر دیگر نقاط جهان	MBRI-8904	ترانگ بوی، تامیم بایومی، مترجم: سوفی بیگلری
نقش یوان در موفقیت تجاری چین	MBRI-8903	پرستو شجری
ادوار تجاری و آزمون علیت گرنجر	MBRI-8902	مجید صامتی، سعید دانی کریم زاده، لیلا نیلفروشان
امکان‌سنجی فقهی-اقتصادی استفاده از نهاد وقف در تأمین مالی خرد اسلامی	MBRI-8901	حسین میسمی، محسن عبدالهی، مهدی قائمی‌اصل



پژوهشکده پولی و بانکی

بانک مرکزی جمهوری اسلامی ایران

تهران: میدان آرژانتین، ابتدای بزرگراه آفریقا، پلاک ۱۰
کدپستی: ۱۵۱۴۹۴۷۱۱۱ صندوق پستی: ۷۹۴۹-۱۵۸۷۵

www.mbri.ac.ir