

# نقش بانک مرکزی در اعمال سیاست پولی به وسیله بازار بین بانکی

تاریخ دریافت: ۱۳۹۱/۶/۱۳ تاریخ تأیید: ۱۳۹۲/۹/۱۶

محمدنقی نظرپور\*  
میثم حقیقی\*\*

۵۹

فصلنامه علمی پژوهشی اقتصاد اسلامی / سال سیزدهم / شماره ۴۹ / بهار ۱۳۹۲

## چکیده

بازار بین بانکی یکی از اجزای بازار پول است که هدف از تشکیل آن، تقویت مدیریت نقدینگی بانک‌ها و تسهیل تأمین مالی منابع در کوتاه‌مدت است و نقشی اساسی در اجرای سیاست‌های پولی دارد. بانک مرکزی در جایگاه تنظیم‌کننده این بازار، تمام امور مربوط به آن را بر عهده داشته و جهت اعمال سیاست‌های پولی در بازار شرکت می‌کند.

مقاله پیش‌رو به روش توصیفی و تحلیل محتوا با استفاده از منابع کتابخانه‌ای، در اثبات این فرضیه می‌کوشد که «بانک مرکزی می‌تواند به طراحی نظام گریدهوری مبتنی بر تنزیل اوراق با بازدهی ثابت و استفاده از ابزارهای عملیات بازار باز، نرخ تنزیل مجدد، نسبت سپرده قانونی و عملیات شبه بازار باز در چارچوب این نظام، جهت اعمال سیاست پولی در بازار بین بانکی در بانکداری اسلامی اقدام کند». در مقاله به این نتیجه می‌رسیم که بانک مرکزی با حضور فعال در بازار بین بانکی در بانکداری اسلامی می‌تواند در چارچوب نظام گریدهوری مبتنی بر تنزیل اوراق با بازدهی ثابت به اعمال سیاست پولی بپردازد.

**واژگان کلیدی:** بازار پول، بازار بین بانکی، بانک مرکزی، سیاست‌های پولی، بانکداری اسلامی.

طبقه‌بندی JEL: G21، E58، E52، E44.

Email: nazarpur@mofidu.ac.ir.

\*. دانشیار دانشگاه مفید.

Email: mhaghighi1367@gmail.com.

\*\* کارشناسی ارشد اقتصاد دانشگاه مفید.

## مقدمه

امروزه بازارهای مالی نقش مهم و تعیین کننده‌ای در تأمین مالی سرمایه‌گذاری‌ها به عهده دارند و به‌عنوان پایه اصلی توسعه اقتصادی در کشورهای توسعه‌یافته شمرده می‌شوند. معرفی ابزارها و نوآوری‌های متنوع و متعدد، بیانگر این پیشرفت است. این نظام مالی به دو بخش بازار پولی که به‌طور عمده نظام بانکی کشور آن را اداره می‌کند و کارکرد آن، تأمین اعتبارات کوتاه‌مدت است و بازار سرمایه که کارکرد اصلی آن تأمین مالی بلندمدت مورد نیاز فعالیت‌های تولیدی و خدماتی مولد است، تقسیم می‌شود. بانک مرکزی و دیگر واسطه‌های مالی بانکی مانند بانک‌های تجاری و مؤسسه‌های اعتباری غیربانکی از مهم‌ترین نهادهای بازار پول شمرده می‌شوند. در کنار این واسطه‌های مالی، شرکت‌های تجاری، دولت و مؤسسه‌های دولتی، صندوق‌های سرمایه‌گذاری، کارگزاران و معامله‌گران و سرانجام سرمایه‌گذاران نیز نقش مهمی در این بازار ایفا می‌کنند.

بازار بین بانکی (Interbank Market) یکی از اجزای بازار پول است که در آن بانک‌ها و دیگر مؤسسه‌های اعتباری نسبت به معامله با یکدیگر جهت تأمین مالی کوتاه‌مدت اقدام می‌کنند. این بازار نقشی اساسی در اجرای سیاست‌های پولی دارد و برای مقامات پولی اهمیت بالایی دارد؛ زیرا بازار بین بانکی در قلب سیاست پولی قرار می‌گیرد. زمانی که این بازار به خوبی کار کند، می‌تواند اعتبارات کوتاه‌مدت بانک‌ها را تأمین کرده و مشکل‌های نقدینگی بانک‌ها را بدون دخالت بانک مرکزی حل و فصل کند. وجود بازار بین بانکی به‌رغم اینکه باعث کاهش برداشت از بانک مرکزی و به تبع آن کاهش هزینه مدیریت نقدینگی برای بانک‌ها می‌شود، از آثار تورمی اضافه برداشت نیز می‌کاهد؛ بنابراین ویژگی اساسی بازار بین بانکی، ایمن‌سازی بانک‌ها در برابر شوک‌های نقدینگی است که باعث تسهیلات‌دهی و تسهیلات‌گیری در بازار بین بانکی می‌شود.

مقاله پیش‌رو به روش توصیفی و تحلیل محتوا با استفاده از منابع کتابخانه‌ای معتبر، در اثبات این فرضیه می‌کوشد که «بانک مرکزی می‌تواند به طراحی نظام کریدوری (Corridor System) مبتنی بر تنزیل اوراق با بازدهی ثابت و استفاده از ابزارهای عملیات بازار باز، نرخ تنزیل مجدد، نسبت سپرده قانونی و عملیات شبه بازار باز در چارچوب این نظام، جهت اعمال سیاست پولی در بازار بین بانکی در بانکداری اسلامی اقدام کند».

مقاله ضمن بررسی ادبیات و پیشینه موضوع، به بررسی بازار بین بانکی و ضرورت تشکیل آن می‌پردازد سپس ابزارهای موجود در بازار بین بانکی سنتی و ابزارهای قابل معامله در بازار بین بانکی اسلامی (Islamic Inter-bank Money Market) را بیان می‌کند. در ادامه، نقش بانک مرکزی را در بازار بین بانکی تبیین کرده و به دنبال آن به معرفی و طراحی ابزارهای اعمال سیاست پولی در بازار بین بانکی در بانکداری اسلامی می‌پردازد. در پایان نیز تفاوت‌ها و شباهت‌های این ابزارها در دو نظام بانکی اسلامی و سنتی تبیین و به این نتیجه می‌رسد که بانک مرکزی با حضوری فعال در بازار بین بانکی در بانکداری اسلامی می‌تواند با استفاده از ابزارهای عملیات بازار باز، نسبت سپرده قانونی، نرخ تنزیل مجدد و عملیات شبه بازار باز، در چارچوب نظام کرایدوری مبتنی بر تنزیل اوراق با بازدهی ثابت، به اعمال سیاست پولی بپردازد؛ همچنین دو نظام بانکی اسلامی و سنتی در چند ابزار عملیات بازار باز، عملیات شبه بازار باز، نسبت سپرده قانونی، نرخ تنزیل مجدد مشترک هستند؛ اما این ابزارها هم در عرصه عمل تفاوت‌هایی دارند.

### ادبیات و پیشینه تحقیق

در زمینه‌های نقش بانک مرکزی در جایگاه اجراکننده سیاست پولی مطالعه‌های متعددی صورت گرفته اما درباره نقش بانک مرکزی در بازار بین بانکی در بانکداری اسلامی تحقیق‌های فراوانی انجام نشده است و فقط تحقیق‌هایی درباره بازار بین بانکی و ابزارهای رایج در آن، کارهایی صورت گرفته است که در ذیل به آنها اشاره می‌شود:

موسویان (۱۳۸۰) در مقاله خود با عنوان «مشارکت مجدد، جایگزین تنزیل مجدد»، ضمن بیان اهمیت سیاست پولی به بررسی جنبه‌های فقهی حقوقی تنزیل و تنزیل مجدد پرداخته و به این نتیجه می‌رسد که تنزیل به‌ویژه تنزیل مجدد در نظام بانکداری بدون ربا جایگاهی نداشته و قابل اجرا نیست. وی ابزار «مشارکت مجدد» را به‌عنوان جایگزین تنزیل مجدد پیشنهاد می‌کند.

حاجیان (۱۳۸۵ الف) در کتاب خود با عنوان بازار بین بانکی ریالی، در چهار فصل به معرفی بازار بین بانکی، تجربه کشورهای دیگر، بازار بین بانکی ریالی در ایران و ارائه الگویی برای بازار بین بانکی ایران پرداخته است. وی (۱۳۸۵ ب) در مقاله‌ای تحت همین

عنوان «بازار بین بانکی ریالی» ضمن بیان ابزارهای موجود در بازار بین بانکی، شیوه ارتباط بانک‌ها با بانک مرکزی را بیان می‌کند و فقط به این نکته اشاره می‌کند که بانک مرکزی می‌تواند از راه مدیریت جریان وجوه در بازار به اجرای سیاست پولی در بازار بین بانکی ریالی بپردازد.

موسویان و الهی (۱۳۸۹) در مقاله خود با عنوان «امکان‌سنجی فقهی تشکیل بازار بین بانکی در بانکداری اسلامی» ضمن بررسی ابزارهای رایج بازار بین بانکی در بانکداری سنتی و مرور ابزارهای رایج بازار بین بانکی در کشورهای اسلامی و تبیین بازار بین بانکی در ایران، با توجه به اصول و قواعد اسلامی، بسته‌ای از ابزارهای معامله‌های بین بانکی در حد تأسیس بازار بین بانکی در بانکداری اسلامی را پیشنهاد کرده‌اند.

توکلیان (۱۳۹۰) در مقاله‌ای تحت عنوان «بازار بین بانکی ریالی و قابلیت معرفی یک ابزار جدید سیاست‌گذاری پولی» عملکرد بازار بین بانکی ریالی را در کشور ایران مورد بررسی قرار داده و امکان سیاست‌گذاری پولی به‌وسیله بانک مرکزی در این بازار از راه نرخ سود یک شبه را ممکن می‌داند.

میشکین (Mishkin, 2005)، در کتاب اقتصاد پول، بانکداری و بازارهای مالی اشاره‌هایی به بازار بین بانکی و انجام سیاست‌های پولی در این بازار پرداخته و چگونگی اثر این ابزارها را بر ذخیره‌ها و نرخ بهره بین بانکی را مورد بررسی قرار داده است.

کبیر حسن (Kabir Hassan) و مروین (Mervyn, 2007) در کتاب راهنمای بانکداری اسلامی برخی از ابزارهای بازار بین بانکی را تعریف و با هم مقایسه کرده‌اند.

باچا (Bacha, 2008) در مقاله‌ای با عنوان «بازار پول بین بانکی اسلامی و سیستم بانکداری دوگانه؛ تجربه کشور مالزی»، ابزارهای بین بانکی را تعریف و بازار بین بانکی اسلامی و متعارف را با یکدیگر مقایسه کرده است و در ادامه، ریسک نرخ سود ابزارهای بازار بین بانکی مالزی را مورد بررسی قرار داده است.

با بررسی مطالعه‌های پیشین مشخص می‌شود که تأکید آنها بر بیان ابزارهای سیاست پولی و بیان ابزارهای قابل معامله در بازار بین بانکی است و اشاره مستقیمی بر اجرای سیاست پولی به‌وسیله بانک مرکزی در بازار بین بانکی اسلامی نداشته‌اند. مقاله پیش‌رو درصدد است ضمن بررسی بازار بین بانکی در بانکداری اسلامی، به‌صورتی جامع به

بررسی نقش بانک مرکزی در بازار بین بانکی و بیان روش‌های گوناگون در چارچوب نظام کریدوری در جهت اعمال سیاست پولی در بازار بین بانکی بانکداری اسلامی پردازد.

## بازار بین بانکی و ضرورت شکل‌گیری آن

بازار بین بانکی یکی از اجزای بازار پول شمرده می‌شود و بازاری است که در آن مبادله‌ها بین مؤسسه‌های سپرده‌پذیر، امکان‌پذیر است. مؤسسه‌های سپرده‌پذیر و دیگر نهادهایی که مجوز ورود به این بازار را دارند، می‌توانند ذخیره‌های مازاد خود را در این بازار وام دهند یا ذخیره‌های مازاد مؤسسه‌های دیگر را وام بگیرند. در این روش بانک‌های تجاری می‌توانند بدون استفاده از اضافه‌برداشت، نیازهای اعتباری خود را تأمین کنند (حاجیان، ۱۳۸۵ (الف)، ص ۱).

بازار بین بانکی یکی از شاخه‌های کلیدی نظام بانکی است و بانک‌ها برای مدیریت نقدینگی خود به بازار پول وابسته هستند و این در حالی است که مدیریت نقدینگی فقط استفاده بانک‌ها از بازار بین بانکی نیست (Bacha, 2008, p.3). در این بازار، ابتدا مبادله‌ها به صورت ساده بوده و وجوه مورد نیاز به صورت پول نقد مبادله می‌شدند اما به دنبال پیشرفت این بازار در کشورهای توسعه‌یافته، کشورهای اسلامی نیز به استفاده از این بازار به صورت بدون بهره اندیشیدند و ابزارهای خاص خود را طراحی و معرفی کردند.

به منظور برقراری ارتباط قانونمند بانک‌ها با یکدیگر، در جهت تأمین نیازهای ریالی کوتاه‌مدت و استفاده بهینه از منابع آزاد خود و محدود کردن امکان اضافه‌برداشت بانک‌ها از بانک مرکزی که افزایش پایه پولی و نقدینگی را به دنبال دارد، وجود بازار بین بانکی ریالی ضروری است.\* انجام معامله‌ها در این بازار، در قالب مقررات موجود به وسیله سپرده‌گذاری وجوه، خرید و فروش اسناد تجاری مدت‌دار (خرید دین)، معامله‌های اوراق (استصناع، مباحه و ...)، گواهی‌های سپرده (Certificate of Deposit) و دیگر

---

\* شورای پول و اعتبار در جلسه یک هزار و سی و یک، مورخ ۱۳۸۳/۷/۱۸ و نیز کمیسیون اعتباری بانک مرکزی در جلسه مورخ ۱۳۸۳/۱۰/۲۷، مقررات حاکم بر بازار بین‌بانکی ریالی و دستورالعمل اجرایی مربوطه را در چارچوب قانون عملیات بانکی بدون ربا به تصویب رساندند. این بازار پس از پذیرش عضویت بانک‌های متقاضی فعالیت در بازار پیش‌گفته سرانجام از تاریخ ۱۳۸۷/۴/۱۸ به طور رسمی شروع به کار کرده است.

معامله‌های مجاز انجام می‌شود و هدف از شکل‌گیری این بازار، ارائه استانداردها، ضوابط، اصول و فرایندهای مرتبط با معامله‌های بازار است.

در بازار بین بانکی، نهادهایی که مجاز به انجام معامله هستند، به خرید و فروش ابزارهای بازار پول مانند اوراق قابل پذیرش بانک‌ها، اوراق تجاری، گواهی سپرده و ... که سررسید کمتر از یک سال دارند، می‌پردازند (حاجیان، ۱۳۸۵ (الف)، ص ۲).

بازار بین بانکی بین‌المللی باعث جریان یافتن حجم عظیمی از پول‌های خارجی به نظام بانکی یک کشور و برعکس به صورت یک شبکه انتقال الکترونیکی وجوه بین بانک‌ها صورت می‌گیرد و در کشورهای گوناگون به شیوه‌های گوناگون انجام می‌شود که یک شیوه جهانی این انتقال‌ها، استفاده از شبکه سوئیفت است. بانک‌های عضو در این شبکه بین بانکی به راحتی می‌توانند، به انتقال الکترونیکی وجوه بین خود بدون محدودیت مرز و در سطح بین‌المللی اقدام کنند. سوئیفت به‌طور معمول برای نقل و انتقال‌های بین‌المللی پول بین بانک‌ها مورد استفاده قرار می‌گیرد (مجتهد و حسن‌زاده، ۱۳۸۴، ص ۲۲۸).

### ابزارهای موجود در بازار بین بانکی سنتی

در بازار بین بانکی در اقتصاد سنتی، بانک‌های موجود در این بازار ابزارهایی را معامله می‌کنند که بیشتر به صورت ابزارهای کوتاه‌مدت هستند. این ابزارها به صورت ذیل هستند:

۱. اوراق خزانه (Treasury Bills): نخستین ابزار بازار پول، اوراق خزانه است که تضمین کامل داشته و قابلیت نقدینگی آن بالاست و به وسیله دولت‌ها منتشر می‌شود. تاریخ سررسید این اوراق از نود روز تا یک سال است و با تخفیف و به مبلغی کمتر از ارزش اسمی به فروش می‌رسد. تخفیفی که به این اوراق داده می‌شود بازده آن را مشخص می‌کند. هر چه میزان تخفیف در زمان خرید بیشتر باشد نرخ بازده‌ای که عاید سرمایه‌گذاران می‌شود، بیشتر خواهد بود. اوراق خزانه در بازارهای ثانویه خرید و فروش می‌شود (فرجی، ۱۳۸۲، ص ۶۶).
۲. گواهی سپرده: گواهی سپرده، سندی است که به وسیله یک مؤسسه سپرده‌پذیر (مانند بانک) در برابر مبلغ مشخصی پول که نزد آن سپرده شده، منتشر می‌شود. این گواهی دارای سررسید و نیز نرخ بهره معین است. در یک دسته‌بندی کلی،

گواهی‌های سپرده به دو بخش قابل انتقال ( Negotiable Certificates of deposit ) و غیرقابل انتقال ( Non – Negotiable certificate of Deposit ) تقسیم می‌شوند.

۳. خرید و فروش وجوه از بازار فدرال (Federal Funds): برخی بانک‌های تجاری که در ترازپرداخت‌ها و دریافت‌های کوتاه‌مدت خود دچار مشکل و عدم توازن شده‌اند، می‌توانند از دیگر مؤسسه‌های مالی موجود در بازار فدرال برای مدت‌زمان کوتاهی بین یک تا هفت روز وام دریافت کنند. در حقیقت، این وجوه، پول‌هایی با سررسید یک‌شبه هستند که قسمت عمده بازار را تشکیل می‌دهند و به‌طور مستقیم بین خریدار و فروشنده معامله می‌شوند. هدف از مبادله‌های وجوه در بازار فدرال، اصلاح عدم توازنی است که در بانک‌ها پدید آمده و در کوتاه-مدت نیز قابل حل است.

۴. توافق بازخرید (Repurchase Agreement): توافق بازخرید، ابزاری کوتاه‌مدت است که برای خرید یک دارایی مالی مانند رسید خزانه یا دیگر اوراق بهادار دولتی و بانکی معتبر به‌کار می‌رود. در این توافق، مالکیت اوراق بهادار به‌طور موقت به وام‌دهنده انتقال می‌یابد (حاجیان، ۱۳۸۵ (الف)، ص ۲۵). در ضمن، توافق دیگری مبنی بر بازخرید اوراق بهادار در سررسید معینی که به‌طور معمول فردای روز معامله است، به‌عمل می‌آید؛ بنابراین توافق بازخرید قراردادی است که شامل یک فروش و یک خرید درباره دارایی مشخص است که به‌طور معمول اوراق بهادار است (همان). بانک مرکزی براساس یک موافقت‌نامه، مقدار معینی اوراق بهادار را می‌خرد و با فروشنده توافق می‌کند که پس از مدت کوتاهی آن اوراق را به فروشنده برگرداند. این مدت می‌تواند از یک روز تا پانزده روز پس از تاریخ اولیه خرید باشد (Mishkin, 2005, p.400).

۵. سپرده شبانه (Overnight deposit): سپرده شبانه کاربرد گسترده‌ای در تأمین مالی موقت بانک‌ها دارد. این سپرده‌ها به نام‌های گوناگونی مانند پول شبانه یا وجوه شبانه و وجوه بین بانکی نامیده می‌شوند و به‌وسیله ابزارهایی مانند توافق‌های بازخرید جذب می‌شوند اما بنابر ماهیت مبتنی بر بهره خود، جزو

گروه‌های سپرده‌ها طبقه‌بندی می‌شوند. سود وجوه شبانه به‌صورت روزشمار به دارندگان این سپرده‌ها تعلق می‌گیرد. درحقیقت، این وجوه جزو ذخیره‌های معاملاتی مؤسسه‌ها، بنگاه‌های اقتصادی و افراد است که به‌علت عدم تطابق در پرداخت‌ها پدید می‌آید و نمی‌تواند به‌صورت مدت‌دار مورد استفاده نظام بانکی قرار گیرد. قسمت فراوان این وجوه بین بانک‌های دارای مازاد وجوه که به‌طور معمول بانک‌های محلی و کوچک هستند و بانک‌های بزرگ دارای کسر وجوه، به‌طور مستقیم خریدوفروش می‌شوند (حاجیان، ۱۳۸۵ (الف)، ص ۱۶).

۶. اسناد تجاری: اسنادی هستند که باعث تسهیل معامله‌ها و رونق امر تجارت می‌شوند که برخی از آنها مانند چک و سفته جایگزین وجه نقد هستند که اوراق تجاری نامیده می‌شوند، برخی مانند سهام، اوراق قرضه و اسناد خزانه در بورس اوراق بهادار قابل معامله هستند و برخی نیز نشانگر حق مالکیت درباره کالای معین است (میشکین، ۱۳۸۸، ص ۷۶۵ - ۷۶۶).

### ابزارهای قابل معامله در بازار بین بانکی اسلامی

در بازارهای بین بانکی در ابتدا مبادله‌ها به‌صورت ساده بود، وجوه مورد نیاز به‌صورت پول نقد مبادله می‌شدند اما به‌دنبال پیشرفت این بازار در کشورهای توسعه‌یافته، کشورهای اسلامی نیز درباره استفاده از این بازار به‌صورت اسلامی و بدون بهره اندیشیدند و ابزارهای خاص خود را طراحی و معرفی کردند که در ذیل به بررسی آنها می‌پردازیم:

**الف) سپرده‌گذاری:** یکی از مهم‌ترین روش‌ها برای معامله وجوه در بازار بین بانکی، استفاده از سپرده‌گذاری است (حاجیان، ۱۳۸۵ (الف)، ص ۱۰۴). در این روش بانک‌های تجاری می‌توانند نزد دیگر بانک‌های تجاری موجود در بازار بین بانکی حساب باز کرده و سپرده‌گذاری کنند و از این راه، سودی نیز دریافت کنند که این سود باید به ترتیبی باشد که سود سپرده‌های مشتریان را پوشش دهد و مقداری سود اضافی نیز برای بانک‌ها در پی داشته باشد. این روش در ماده ۲۲ قانون عملیات بانکی بدون ربای کشور آمده است.

**ب) گواهی سپرده:** بانک‌های اسلامی می‌توانند گواهی‌های سپرده عام، خاص و ویژه قابل خریدوفروش در بازارهای ثانویه طراحی کنند، این اوراق که به‌صورت بی‌نام یا بانام



منتشر می‌شوند، براساس قرارداد پایه‌ای وکالت طراحی می‌شوند که به سبب آن سپرده‌گذاران منابع خود را در اختیار بانک می‌گذارند تا از طرف آنان در سرمایه‌گذاری خاص یا مجموعه‌ای از سرمایه‌گذاری‌ها به کار گیرند و در پایان سال مالی، بعد از کسر حق‌الوکاله ما بقی سود را بین سپرده‌گذاران تقسیم کنند. این اوراق قابلیت آن را دارند که در معامله‌های بین بانکی نیز مورد معامله قرار گیرند؛ به این صورت که بانک‌ها توافق می‌کنند بخشی از گواهی‌های منتشرشده به وسیله خود یا موجودی گواهی اعضای دیگر را در بازار بین بانکی خرید و فروش کنند (موسویان و الهی، ۱۳۸۹، ص ۱۱۲).

**ج) تشکیل صندوق صکوک (اوراق):** اوراق مشارکت، اوراق مرابحه رهنی و اجاره به شرط تملیک که از انواع اوراق بهادار اسلامی هستند، می‌توانند به عنوان ابزار کارآمدی در بازار بین بانکی به کار گرفته شوند. برای تسهیل در خرید و فروش این اوراق در بازار بین بانکی باید صندوق صکوک تأسیس شود؛ به این صورت که بانک در مواقعی که مازاد نقدینگی دارد این اوراق را از صندوق بخرد و در مواقعی که با کمبود نقدینگی روبه‌رو است، اوراق را به صندوق بفروشد (موسویان و الهی، ۱۳۸۹، ص ۱۱۵). این صندوق‌ها می‌توانند ابزار مناسبی برای تأمین نقدینگی بانک‌ها باشند به این صورت که هر یک از بانک‌ها بخشی از اوراق خود را برای خرید و فروش در بازار بین بانکی به صندوق‌ها عرضه می‌کنند، زمانی که احتیاج به نقدینگی دارند، اوراق خود را به صندوق می‌فروشند و زمانی که مازاد منابع دارند، اوراق دیگر سایر بانک‌ها که در صندوق است را می‌خرند.

**د) خرید و فروش اسناد خزانه اسلامی:** اسناد خزانه اسلامی، اوراق بهادار کوتاه‌مدتی هستند که سررسید آنها بین سه ماه تا یک سال است و به وسیله دولت و برای پرداخت بدهی‌های دولت منتشر می‌شود و دارنده آن می‌تواند تا زمان سررسید صبر کند یا اوراق را به صورت تنزیل در بازار بفروشد. بانک‌ها می‌توانند بخشی از منابع خود را در صورت داشتن مازاد نقدینگی به خرید این اوراق تخصیص دهند و در مواقعی که به نقدینگی نیاز دارند در بازار بین بانکی، به بانک‌های دیگر یا نزد بانک مرکزی با تنزیل بفروشند.

**ه) خرید و فروش دین:** بانک‌ها به هنگام نیاز به نقدینگی می‌توانند اسناد و اوراق تجاری خود را که مبتنی بر دین واقعی است، در بازار بین بانکی عرضه کنند و برعکس هنگامی که نقدینگی بالایی دارند، می‌توانند مقداری از آن را صرف خرید اسناد و اوراق تجاری دیگر

بانک‌های موجود در بازار بین بانکی کنند. افزون بر این، بانک‌ها می‌توانند بخشی از تسهیلات اعطایی خود در قالب قراردادهای فروش اقساطی، اجاره به شرط تملیک و جعله را که نتیجه آنها بدهی مشتری به بانک است، به صورت بلوک‌های خاص درآورده، در بازار بین بانکی دادوستد کنند (موسویان و الهی، ۱۳۸۹، ص ۱۱۰).

**(و) حواله بانکی ودیعه:** بانک‌ها می‌توانند وجوه مازاد خود را نزد بانک مرکزی به ودیعه بگذارند. در این صورت، بانک مرکزی در جایگاه گیرنده وجوه، امین بانک شمرده می‌شود و به پرداخت بازده خاصی موظف نیست و در صورت هر گونه پرداخت مازاد به وسیله وی، این مبالغ هدیه (هبه) شمرده می‌شود. این ابزار به بانک‌ها، قدرت مدیریت نقدینگی اعطا کرده و بانک مرکزی را نیز با تعهدهای پرداخت‌های مازاد، دچار مشکل نمی‌کند (Kabir Hassan & Lewis, 2007, p. 166).

**(ز) پذیرش بانکی (Bankers' Acceptances):** پذیرش بانکی (اسناد اعتباری) که دستور پرداخت مبلغ معینی به حامل آن در تاریخ معینی است، از جمله قدیمی‌ترین و کوچک‌ترین (از نظر حجم و مبلغ) ابزارهای بازار پول شمرده می‌شود. در هر حال، این ابزار به منظور تأمین مالی کالاهایی که هنوز از فروشنده به خریدار منتقل نشده است، مورد استفاده قرار می‌گیرد. به این ترتیب که این اوراق به وسیله مؤسسه تجاری و در وجه بانک تجاری خصوصی کشیده می‌شود و وقتی که بانک پیش گفته آن را بپذیرد به عنوان پذیرش بانکی شناخته می‌شود. پذیرش بانکی بازار ثانویه بسیار مناسبی دارد که دلالت، بانک‌های مرکزی خارجی و بانک‌های داخلی از مهم‌ترین فعالان آن هستند. این ابزار در بازار بین بانکی اسلامی کشور مالزی مورد مبادله قرار می‌گیرد.

**(ح) توافق بازخرید:** بازخرید اوراق در بانکداری اسلامی، موافقتنامه‌ای است که شرط قرارداد شمرده نمی‌شود. به عبارت دیگر، معامله شامل دو قرارداد است: نخستین قرارداد، فروش اوراق است که به صورت صریح بوده و فروش فوراً انجام می‌شود. دومین قرارداد، بازخرید اوراق است و خریدار اوراق (سرمایه‌گذار) اگر نخواهد، اجباری برای بازگرداندن اوراق به همان فروشنده اولیه را ندارد. در حقیقت قرارداد دوم، قرارداد خرید آتی است که در آن فروشنده اوراق (خریدار اولیه، سرمایه‌گذار) قول فروش اوراق را به مالک اصلی می‌دهد که در زمان مشخص بتواند اوراق فروخته شده را به قیمت معین دو باره بخرد

(حاجیان، ۱۳۸۵ (الف)، ص ۴۴ - ۴۵). در صورتی که در قرارداد اول شرط بازخرید اوراق وجود نداشته باشد، معامله صحیح است و در غیر این صورت بیع‌العینه و باطل خواهد بود. این ابزار نیز در بازار بین بانکی اسلامی کشور مالزی مورد مبادله قرار می‌گیرد.

## بانک مرکزی و نقش آن در بازار بین بانکی

هدف از تشکیل بازار بین بانکی، تقویت مدیریت نقدینگی بانک‌ها و تسهیل تأمین مالی منابع مورد نیاز بانک‌ها در کوتاه‌مدت، برقراری انضباط پولی و اجرای مؤثر سیاست‌های پولی است. بانک مرکزی نیز در این بازار به‌عنوان تنظیم‌کننده بازار، تمام امور مربوط به برنامه‌ریزی، سازمان‌دهی، هماهنگی، تدوین مقررات، نظارت، کنترل و تسویه معامله‌ها را بر عهده داشته و جهت اعمال سیاست‌های پولی در بازار شرکت می‌کند.

بانک مرکزی در بازار بین بانکی جایگاه ویژه و کارکردهای گوناگونی دارد؛ به‌گونه‌ای که می‌تواند نقش هدایت و رهبری را در پدیدآوردن و تقویت بازارهای مالی اولیه و ثانویه و نیز بازار پول ایفا کند. اقدام‌های بانک‌های مرکزی بر نرخ‌های بهره، حجم اعتبارات و میزان عرضه پول اثر می‌گذارد و تمام این عوامل نه‌تنها اثر مستقیم بر بازارهای مالی دارند بلکه بر تولید کل و تورم نیز اثر می‌گذارند (میشکین، ۱۳۸۸، ص ۷۳۳)؛ بنابراین برای دستیابی به هدف‌های سیاست‌گذاری خود، کنترل و نظارت لازم را درباره حجم پول پُر قدرت (High-Power Money)، نسبت اندوخته‌ها برای انواع گوناگون سپرده‌ها و حداکثر مبلغ دارایی‌هایی که بانک‌ها می‌توانند به فعالیت‌های مشارکت اختصاص دهند، اعمال می‌کند و از راه انجام وظیفه‌های نظارت، کنترل، سرپرستی و نیز ایفای نقش وام‌دهنده نهایی (Lender of Last) می‌تواند اثر عمده‌ای در نظام مالی داشته باشد. در ضمن اینکه موقعیت‌هایی برای بانک مرکزی درباره سرمایه‌گذاری مستقیم در بخش واقعی اقتصاد بر مبنای مشارکت و نیز سهم‌شدن در فعالیت‌های مشترک همراه با دیگر بانک‌ها در بازار بین بانکی وجود خواهد داشت. هر قدر امکان دخالت بانک مرکزی در عملیات بازار بین بانکی بیشتر باشد، نقش آن مؤثرتر خواهد شد و باعث افزایش کارایی این بازار می‌شود؛ به‌گونه‌ای که بر حوزه اختیارهای این بانک افزوده خواهد شد. در این میان، راه‌اندازی بازار بین بانکی از جمله وظیفه‌های اولیه بانک مرکزی تعریف شده است.

افزون بر آن اعمال سیاست‌های پولی از راه بازار بین بانکی با تغییر در نرخ بهره، کنترل عرضه و تقاضای پول، حجم پول، امکانات تنزیل مجدد و اضافه برداشت و ... مهم‌ترین نقش بانک مرکزی در بازار بین بانکی است (حاجیان، ۱۳۸۵ الف)، ص ۳۳ - ۳۴).

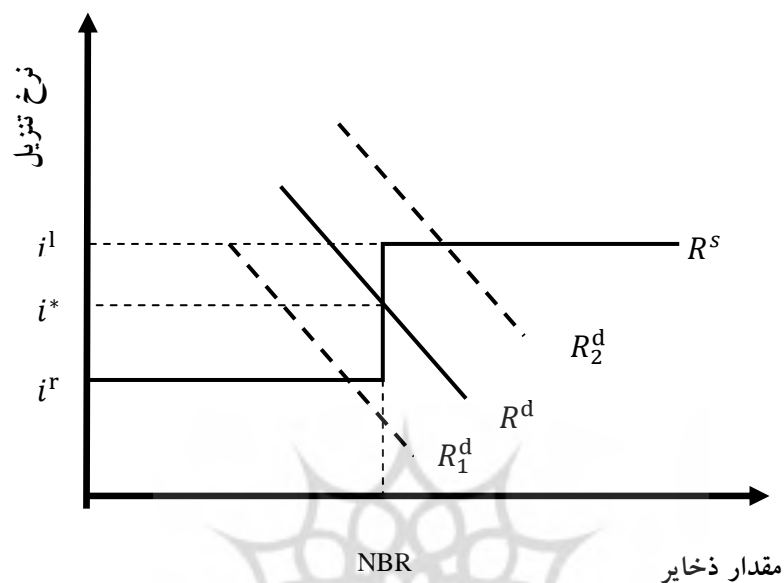
در حال حاضر بانک‌های کشور انواع گوناگون حساب‌های ریالی و ارزی نزد یکدیگر دارند و چون افتتاح این حساب‌ها، بر مبنای قراردادهای و عقود ذکر شده در قانون عملیات بانکداری بدون ربا صورت می‌گیرد؛ بنابراین وجود بانک مرکزی به‌عنوان ناظر این بازار امری ضروری است و در مواقعی که بازار و شرایط حاکم بر اقتصاد جامعه اقتضا کند، این بانک با استفاده از ابزارهایی که در اختیار دارد می‌تواند به‌صورت مستقیم یا غیرمستقیم به اعمال سیاست پولی اقدام کند. در ادامه مقاله به معرفی و تبیین روش‌های اعمال سیاست پولی در بازار بین بانکی در بانکداری اسلامی می‌پردازیم.

### ابزارهای اعمال سیاست پولی در بازار بین بانکی اسلامی

بانک مرکزی برای اعمال سیاست پولی در بازار بین بانکی می‌تواند ابزارهایی را به‌کار گیرد که برخی از این ابزارها به‌صورت مستقیم و با دخالت مستقیم بانک مرکزی در بازار بین بانکی اعمال می‌شوند و برخی دیگر به‌صورت غیرمستقیم و با واسطه در بازار به اجرا درمی‌آیند. در نظام بانکی اسلامی، بانک مرکزی می‌تواند با پدیدساختن نظام کرایدوری بر مبنای تنزیل اوراق با بازدهی ثابت به‌گونه‌ای مؤثر نرخ تنزیل بازار بین بانکی و حجم ذخیره‌های موجود در این بازار را تحت نظارت داشته باشد. شکل ذیل چگونگی عملکرد نظام کرایدوری را در چارچوب نظام بانکی اسلامی نشان می‌دهد:\*

\* عرضه ذخایر ( $R^S$ ) شامل: ذخیره‌هایی است که از راه عملیات بازار باز به‌وسیله بانک مرکزی عرضه می‌شود که ذخیره‌های غیراستقراضی (nonborrowed reserves) نامیده می‌شود و ذخیره‌هایی که به روش‌هایی مانند تنزیل اسناد و اوراق نزد بانک مرکزی، از بانک مرکزی گرفته می‌شود. تقاضای ذخیره‌ها ( $R^d$ ) نیز شامل ذخیره‌های قانونی همراه ذخیره‌های احتیاطی است.

## عملکرد نظام کُریدوری در چارچوب نظام بانکی اسلامی



منبع: یافته‌های تحقیق

در این نظام که در نظام بانکداری سنتی براساس نرخ بهره بین بانکی است، بانک مرکزی می‌تواند خط اعتباری پایداری را برقرار کند که در نرخ آن،\* هر مقدار اوراق با بازدهی ثابت که امکان تنزیل آنها نزد بانک مرکزی وجود دارد مانند اوراق استصناع، خزانه، مرابحه که بانک‌ها در اختیار دارند را با نرخ  $i^1$  تنزیل کند\*\* و به وی، قیمت تنزیلی اوراق را بپردازد. این نرخ بالاتر از نرخ بازار بین بانکی ( $i^*$ ) است تا میزان تنزیل اوراق از بانک مرکزی به وسیله بانک‌های تجاری کاهش یابد و از تزریق نقدینگی به بازار بین بانکی جلوگیری شود. در غیر این صورت بانک‌ها به میزان فراوانی به تنزیل اوراق از بانک مرکزی مبادرت خواهند کرد و نقدینگی بالایی را از این راه به دست خواهند آورد؛ به‌طور

\*. با توجه به اینکه نرخ  $i^1$  بالاترین نرخ تنزیل در نظام کُریدوری براساس تنزیل اوراق با بازدهی ثابت است، به نفع تنزیل‌کننده اوراق - بانک مرکزی - می‌باشد.

\*\* تنزیل این اوراق به این صورت است که؛ دارندگان این اوراق، می‌توانند براساس عرضه و تقاضای بازار برای این اوراق، پیش از فرارسیدن سررسید، اوراق را خود به‌طور مستقیم به افراد حقیقی یا حقوقی همراه با تنزیل به فروش رسانند یا با مراجعه به بانک یا فروش در بازار بورس، مبلغ تنزیل‌شده که کمتر از مبلغ اسمی درج شده بر روی اوراق است را متناسب با مدت باقیمانده تا سررسید دریافت دارند.

مثال، اگر بانک مرکزی نرخ تنزیل خود را ۳۰ درصد قرار دهد و نرخ تنزیل در بازار بین بانکی ۲۰ درصد باشد، بانک‌ها انگیزه کافی برای تنزیل اوراق خود نزد بانک مرکزی نخواهند داشت و اوراق خود را در بازار بین بانکی تنزیل خواهند کرد (ورقه ۱۰۰۰ تومانی را بانک مرکزی ۷۰۰ تومان می‌خرد اما در بازار بین بانکی ۸۰۰ تومان خریداری می‌شود). در این نظام نیز بانک مرکزی می‌تواند یک خط اعتباری دیگری را نیز دایر کند که در آن نرخ، اوراقی که بانک‌ها در اختیار دارند با نرخ تنزیل  $i^T$  نزد بانک مرکزی تنزیل شوند. قاعدتاً این نرخ پایین‌تر از نرخ بازار بین بانکی است؛\* زیرا اگر نرخ بازار بین بانکی کمتر از این نرخ باشد، بانک‌ها دیگر در بازار بین بانکی به تنزیل اوراق خود نخواهند پرداخت و به جای آن تمام اوراق خود را نزد بانک مرکزی تنزیل می‌کنند؛ به‌طور مثال، اگر بانک مرکزی نرخ تنزیل خود را ۱۰ درصد قرار دهد و نرخ تنزیل در بازار بین بانکی ۲۰ درصد باشد، بانک‌ها به تنزیل اوراق خود در نزد بانک مرکزی اقدام خواهند کرد.

بنابراین بانک مرکزی برای اعمال سیاست انبساطی پولی، می‌تواند نرخ تنزیل  $i^T$  را پایین‌تر از نرخ تنزیل بازار بین بانکی قرار دهد و به هر میزانی که بانک‌ها درخواست تنزیل اوراق می‌کنند، به تنزیل اوراق آنها بپردازد؛ به‌طور مثال، بانک مرکزی نرخ تنزیل  $i^T$  که ۳۰ درصد بوده را به ۱۵ درصد کاهش دهد که از نرخ تنزیل بازار بین بانکی که ۲۰ درصد است، کمتر می‌شود و این کار باعث می‌شود که بانک‌ها، اوراق خود را به جای تنزیل در بازار بین بانکی، نزد بانک مرکزی تنزیل کنند. اگر بازار بین بانکی به نقدینگی نیاز نداشته باشد اما بانک‌ها با توجه به شرایط بازار، درصدد جذب نقدینگی‌های فراوانی باشند تا از این راه اعتبارات و وام‌های فراوانی را در بازار اعطا کنند و برای این منظور به تنزیل اسناد و اوراق تجاری خود نزد بانک مرکزی اقدام کنند؛ بنابراین اقدام بانک مرکزی می‌تواند نرخ تنزیل این اسناد را بالا برده (به‌طور مثال ۳۰ درصد) یا عمل تنزیل را انجام ندهد و در شرایطی که بازار به نقدینگی بالایی نیاز داشته باشد، این نرخ را کاهش دهد.

با پدیدساختن چنین کف و سقفی برای نرخ تنزیل اوراق بازار بین بانکی، کریدوری پدید می‌آید که به بانک مرکزی امکان محدود کردن نوسان‌های نرخ تنزیل را می‌دهد، به این‌گونه که زمانی که اقتصاد در رونق به‌سر می‌برد و به علت تقاضای فراوان تسهیلات،

\*. با توجه به اینکه نرخ  $i^T$ ، پایین‌ترین نرخ تنزیل در نظام کریدوری براساس تنزیل اوراق با بازدهی ثابت است، به نفع متقاضی تنزیل اوراق - بانک‌های تجاری موجود در بازار بین بانکی - می‌باشد.

شرایط تورمی بر اقتصاد حاکم است، بانک مرکزی می‌تواند از راه افزایش نرخ تنزیل و کاهش انگیزه بانک‌ها در تنزیل اوراق خود و جذب نقدینگی، نرخ تنزیل بازار را افزایش داده و از فشار تورمی بکاهد و به این ترتیب به سمت استفاده از قاعده تیلور\* به‌عنوان ابزار سیاست پولی حرکت کند.

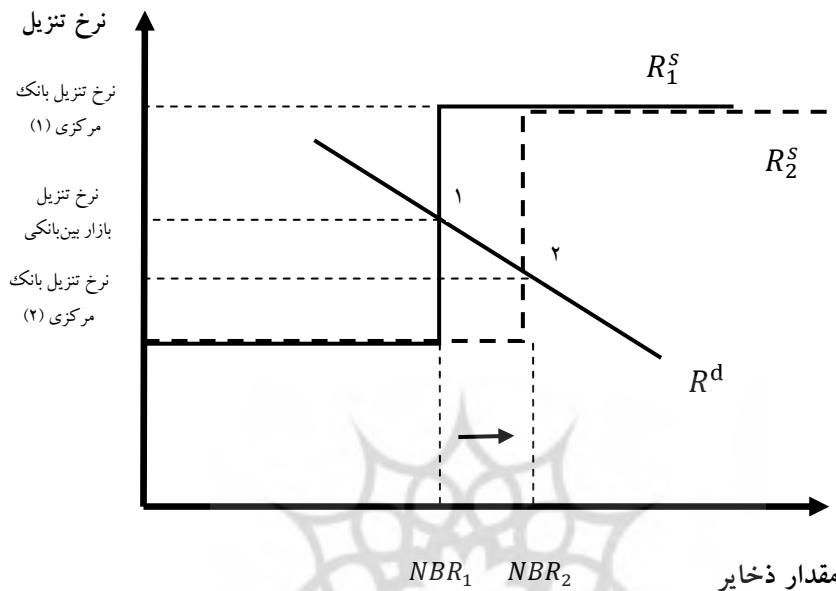
در نظام‌های بانکی سنتی، بانک‌های مرکزی برای مداخله مستقیم و غیرمستقیم در بازار پول به‌طور عموم از ابزارهای عملیات بازار باز بر روی اسناد خزانه یا اوراق قرضه دولتی، نسبت سپرده قانونی و نرخ تنزیل مجدد و نیز ابزار عملیات شبه بازار باز، در چارچوب نظام کردوری و براساس نرخ بهره بازار بین بانکی، استفاده می‌کنند. با توجه به اینکه این ابزارها در این اقتصاد، مبتنی بر بهره و ربا هستند؛ بنابراین در نظام بانکی اسلامی قابلیت استفاده ندارند. در نتیجه، در ادامه به بررسی ابزارهای اعمال سیاست پولی بانک مرکزی در چارچوب نظام بانکی اسلامی می‌پردازیم. این ابزارها به‌صورت ذیل هستند:

۱. عملیات بازار باز (Open Market Operation: OMO): خریدوفروش اوراق در بازار ثانویه، جهت کنترل نقدینگی را «عملیات بازار باز» می‌نامند. به عبارت بهتر، عملیات بازار باز عبارت است از دخالت مقامات پولی در بازار اوراق خزانه و قرضه دولتی و غیردولتی به منظور تنظیم حجم نقدینگی که این عملیات در بازار بین بانکی باعث تغییر ذخایر و تغییر نرخ بهره بین بانکی می‌شود. عملیات بازار باز مهم‌ترین ابزار سیاستی است که به اتکای آن، عرضه پول کنترل می‌شود. بانک مرکزی در مواردی که بازار بین بانکی به نقدینگی نیاز دارد و بانک‌های موجود در این بازار، اوراق تجاری در اختیار دارند، می‌تواند این اوراق را به‌صورت تنزیل بخرد و نقدینگی لازم را برای بازار فراهم کند و در مواردی که بازار در شرایط تورمی باشد، می‌تواند این اوراق را در بازار بین بانکی به‌صورت تنزیل به فروش برساند و از این راه به سیاست پولی اقدام کند. نمودار ذیل بیانگر این قضیه است.

\*. این قاعده که به‌وسیله جان تیلور (John B. Taylor) از دانشگاه استنفورد مطرح شد؛ به این صورت که نرخ بهره بین بانکی هدف، باید برابر با نرخ تورم به‌همراه نرخ بهره بین بانکی واقعی تعادلی (اشتغال کامل)، به‌همراه میانگین وزنی شکاف تورمی (نرخ تورم کنونی منهای نرخ هدف) و شکاف تولیدی (نرخ رشد GDP واقعی منهای نرخ رشد GDP بالقوه) باشد (میشکین، ۱۳۸۸، ص ۹۰۷):

(شکاف تولید)  $1/2$  + (شکاف تورمی)  $1/2$  + نرخ بهره واقعی تعادلی بین بانکی + نرخ تورم = نرخ بهره بین بانکی هدف

## سیاست انبساطی پولی با استفاده از عملیات بازار باز به وسیله بانک مرکزی



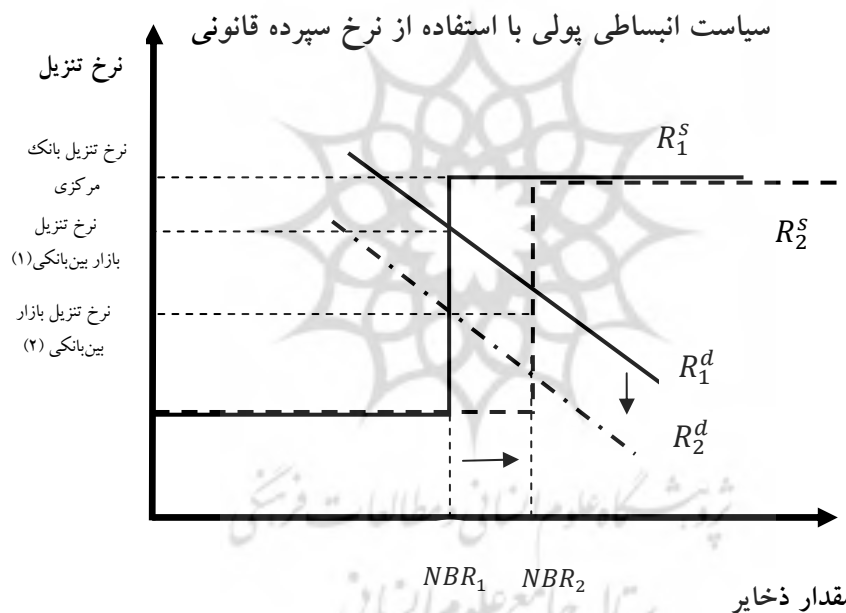
منبع: یافته‌های تحقیق

از جمله اوراقی که شرایط پیش گفته را دارا و با مبانی اسلام نیز تطابق کامل دارند، اوراق بهادار اسلامی (صکوک) است، بانک مرکزی می‌تواند در مواقع نیاز از راه ورود به بازار ثانوی برخی صکوک با بازدهی ثابت که امکان تنزیل در بازار بین بانکی و نزد بانک مرکزی را دارند؛ مانند اوراق خزانة اسلامی، اوراق مرابحه، اوراق استصناع و ... اقدام به خرید و فروش این اوراق کرده و اعمال سیاست پولی کند. بانک مرکزی کشور مالزی برای کنترل ذخیره‌های احتیاطی، عملیات بازار باز روزانه را انجام می‌دهد.

۲. نسبت سپرده قانونی: نسبت سپرده قانونی از جمله ابزارهای سیاست پولی بانک مرکزی است، که در گذشته به انگیزه تأمین امنیت بخشی از سپرده‌های مردم و جلوگیری از ورشکستگی بانک‌ها وضع شد اما امروزه انگیزه اصلی برای رعایت این ضابطه، کنترل حجم پول و نقدینگی است. بانک‌های تجاری ملزم به نگهداری نسبتی از سپرده‌های مردم نزد بانک مرکزی هستند. بانک مرکزی از راه افزایش نسبت سپرده قانونی حجم تسهیلات اعطایی بانک‌ها را منقبض و از راه کاهش آن، اعتبارهای بانک‌ها را منبسط می‌کند. طبق ماده ۱۴ قانون



پولی و بانکی نسبت سپرده قانونی از ۱۰ درصد کمتر و از ۳۰ درصد بیشتر نخواهد بود و بانک مرکزی ممکن است بر حسب ترکیب و نوع فعالیت بانک‌ها نسبت‌های متفاوتی برای آن تعیین کند. این ذخیره‌ها به شکل سپرده در بانک مرکزی نگه‌داری می‌شود (برانسون، ۱۳۸۸، ص ۴۴۴). بانک مرکزی با کاهش نرخ ذخیره قانونی، تقاضا برای تنزیل اوراق را کاهش می‌دهد و باعث انتقال منحنی تقاضای تنزیل اوراق به سمت پایین می‌شود؛ به دنبال آن، نرخ تنزیل در بازار بین بانکی کاهش می‌یابد و این امر باعث می‌شود که میزان ذخیره‌های عرضه‌شده افزایش پیدا کرده و به دنبال آن، میزان نقدینگی در بازار بین بانکی افزایش خواهد یافت. عکس این حالت برای سیاست انقباضی پولی اتفاق می‌افتد. نمودار ذیل بیانگر این قضیه است.

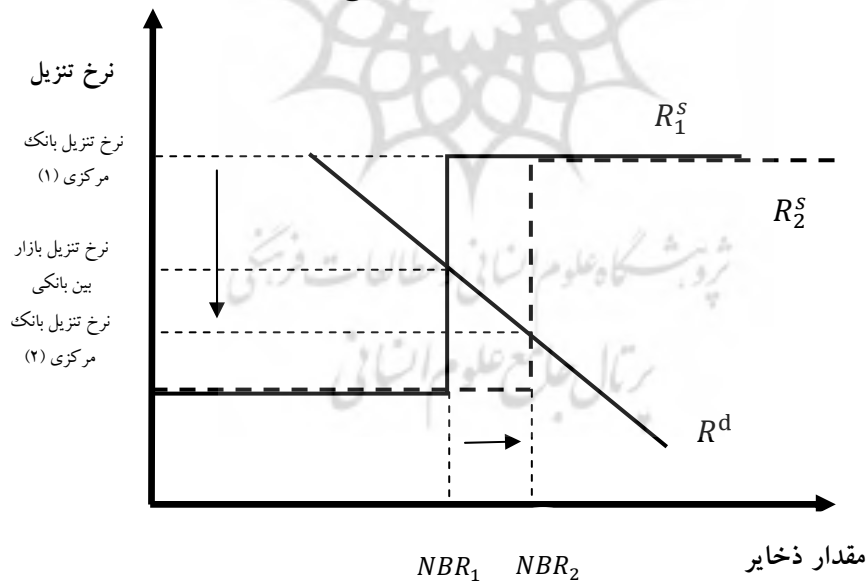


بنابراین بانک مرکزی با توجه به شرایط بازار بین بانکی به اعمال این سیاست اقدام می‌کند؛ به گونه‌ای که هر وقت بازار بین بانکی نیاز به نقدینگی داشته باشد، این نسبت را کاهش دهد و در مواقعی که نیاز به اعمال سیاست انقباضی پولی در بازار باشد، میزان این نسبت را افزایش دهد و از نقدینگی موجود در بازار می‌کاهد.

۳. نرخ تنزیل مجدد (Discount Rate): بانک‌های تجاری می‌توانند اسناد تجاری خود را نزد بانک مرکزی تنزیل کنند. در بانکداری اسلامی، بیع دین از ابزارهایی است که جهت تأمین

منابع مورد نیاز واحدهای تولیدی، بازرگانی و خدماتی از راه تنزیل اسناد و اوراق تجاری متعلق به این قبیل واحدها طبق ضوابط مربوط مورد استفاده قرار می‌گیرد؛ بنابراین بانک‌ها و مؤسسه‌های اعتباری غیربانکی می‌توانند اسناد تنزیلی خود را نزد بانک مرکزی تنزیل مجدد کنند و بانک مرکزی نیز می‌تواند با تغییر نرخ تنزیل مجدد، در مواقع نیاز، اعمال سیاست پولی کند؛ البته آنچه در قالب تنزیل اسناد تجاری مطرح می‌شود، خرید این اسناد به مبلغ کمتر از ارزش اسمی آن است، نه پرداخت وام، و بین این دو از نظر مشروعیت شرعی و عدم آن تفاوت فراوانی وجود دارد. بانک مرکزی در هر روز اعلام می‌کند که چه مقدار اوراق بهادار بازار بین بانکی را با تنزیل می‌خرد که مقدار آن بستگی به هدف‌های سیاست پولی در آن روز دارد. هر چه بانک مرکزی بتواند شرایط دریافت تسهیلات را سخت‌تر و هزینه استفاده از آن (نرخ تنزیل مجدد) را بیشتر کند، بانک‌ها کمتر می‌توانند از منابع بانک مرکزی استفاده کنند و برعکس. به این ترتیب با تغییرهای نرخ تنزیل مجدد، منابع مازاد بانک‌های تجاری و در نتیجه قدرت اعتباردهی آنها در بازار بین بانکی تغییر می‌کند. نمودار ذیل بیانگر اعمال سیاست پولی به وسیله بانک مرکزی در بازار بین بانکی با استفاده از ابزار نرخ تنزیل مجدد است.

#### سیاست انبساط پولی با استفاده از کاهش نرخ تنزیل بانک مرکزی



منبع: یافته‌های تحقیق

بانک مرکزی برای اعمال سیاست انبساطی پولی می‌تواند نرخ تنزیل اوراق را به کمتر از نرخ تنزیل اوراق در بازار بین بانکی کاهش داده و با این کار، بانک‌ها به تنزیل اوراق خود

نزد بانک مرکزی اقدام کرده (به جای بانک‌های موجود در بازار بین بانکی) و با تنزیل اوراق نزد بانک مرکزی، میزان ذخیره‌های عرضه‌شده در بازار نیز افزایش پیدا می‌کند.

۱. عملیات شبه بازار باز (Open Market – Type Operation: OMTO): خرید و فروش اوراق در بازار اولیه، جهت کنترل نقدینگی را «عملیات شبه بازار باز» می‌نامند. برای عملیات شبه بازار باز به طور معمول از دو نوع اوراق دولتی (Government Securities) و اوراق بانک مرکزی (Central Bank Securities) استفاده می‌شود. در جایی که از اوراق دولتی در عملیات شبه بازار باز استفاده می‌شود، دولت با هماهنگی بانک مرکزی بخشی از اوراق بدهی خود را برای هدف‌های کنترل نقدینگی منتشر می‌کند و آن را (خودش یا بانک مرکزی) در بازارهای اولیه می‌فروشد و در جایی که بانک مرکزی از اوراق بدهی خودش در این عملیات استفاده کند، بانک مرکزی به طور مستقل به انتشار اوراق بدهی و فروش آن در بازار اولیه اقدام می‌کند (نودهی، ۱۳۸۷). با توجه به اینکه اوراق تجاری در بازار بین بانکی مبادله می‌شوند و کشور بازار ثانویه عمیقی ندارد و خرید و فروش اوراق قرضه به علت داشتن ماهیت ربوی، در نظام بانکی اسلامی قابل استفاده نیست؛ بنابراین باید به طراحی ابزارهایی برای جایگزینی آن در عملیات شبه بازار باز بیندیشیم.\* اجرای بهینه سیاست‌های پولی به وسیله بانک مرکزی از راه ابزار اصلی و محوری عملیات بازار صورت می‌گیرد که به بانک‌ها انعطاف لازم را در مدیریت نقدینگی و مداخله در بازار پولی اعطاء می‌کند. اگر مقدار نقدینگی در بازار بین بانکی و سرعت خلق پول در این بازار فزاینده باشد، بانک مرکزی می‌تواند در حالت اول، به انتشار اوراق خزانه اسلامی به صورت تنزیل شده و با پشتوانه طلب‌هایی که از دولت دارد اقدام کند و بازپرداخت و سود این اوراق را به دولت محول کند\*\* یا به وکالت از طرف دولت به انتشار

\*. نکته بسیار مهمی که در به کارگیری OMTO از دیدگاه اقتصاد اسلامی وجود دارد، شکل‌گیری این اوراق است؛ به گونه‌ای که باید با فقه اسلامی سازگار باشد و بر ربای قرضی مبتنی نباشد.  
 \*\*. علت اینکه خود دولت برای بازپرداخت بدهی‌های خود به بانک مرکزی به انتشار اوراق خزانه اقدام نمی‌کند، این است که دولت با توجه به عدم استقلال بانک مرکزی، تمایل چندانی به بازپرداخت بدهی‌های خود به بانک مرکزی ندارد؛ بنابراین انتشار اوراق خزانه اسلامی، یگانه راه برای بانک مرکزی در جهت کنترل حجم نقدینگی در بازار بین بانکی و نیز وصول مطالبه‌های خود از دولت است. در کشور بنگلادش، اوراق خزانه با نرخ تنزیل ۴ درصد از طرف خزانه‌داری کل کشور در اختیار بانک مرکزی قرار می‌گیرد و این اوراق به صورت هر دو هفته یک بار در بازار حراج می‌شوند.

اوراق مشارکت دولتی کوتاه‌مدت براساس پُرتفویی از دارایی‌های حقیقی مؤسسه‌های سودده دولتی اقدام کند که وجوه حاصل از این اوراق - بابت بدهی‌های خود از دولت - در اختیار بانک مرکزی قرار گیرد و سود حاصل از دارایی‌های سودده، از طرف دولت به‌عنوان سود به دارندگان اوراق پرداخت شود (ر.ک به: نودهی، ۱۳۸۷). در حالت دوم بانک مرکزی می‌تواند اوراق مشارکت کوتاه‌مدتی منتشر کند که نرخ سودی بیشتر از نرخ سود موجود در بازار بین بانکی داشته باشد و آنها را در بازار بفروشد و انگیزه بانک‌ها را از اعطای اعتبار به دیگر بانک‌ها کاهش دهد.

بانک مرکزی می‌تواند این اوراق را در قالب اوراق مشارکت رهنی\* که براساس اسنادی که به‌صورت تنزیل از بانک‌ها خریداری شده است و به‌طور معمول کوتاه‌مدت هستند، منتشر کند. اوراق دیگری که بانک مرکزی می‌تواند در این حالت منتشر کند، اوراق مشارکت در منفعت بانک مرکزی می‌تواند باشد که بر پایه سهام مشخصی از پرتفوی دارایی‌های سودده بانک مرکزی طراحی شود و دارنده این اوراق، فقط در منفعت و سودی که برای بانک مرکزی از ناحیه افزایش قیمت دارایی‌های سودده به‌دست می‌آید، سهیم است و هیچ نوع مالکیتی نسبت به سهام‌های بانک مرکزی در دیگر بانک‌ها ندارد یا گواهی مشارکت کوتاه-مدت با نرخ بازده ثابت و با پشتوانه سهام بانک مرکزی در بانک‌های تجاری که به‌وسیله دولت به بانک مرکزی انتقال یافته است، باشد.\*\* این دو حالت\*\*\* در مواردی است که بانک مرکزی، شرایط بازار بین بانکی را به‌صورتی می‌بیند که باید سیاست انقباضی پولی اعمال کند. انتشار و عرضه اوراق بانک مرکزی (خزانه و مشارکت واقعی) از جمله ابزارهای سیاست انقباضی است؛ به‌طوری که با عرضه این اوراق از حجم نقدینگی کاسته شده و

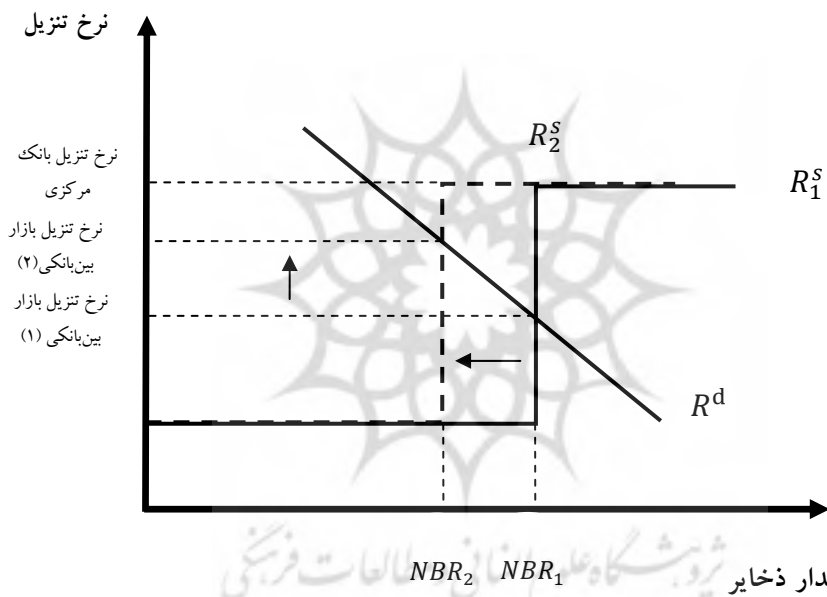
\*. اوراق مشارکت رهنی در حقیقت اوراق مشارکتی است که به منظور مشارکت در خرید تسهیلات رهنی به‌وسیله ناشر منتشر می‌شود و با توجه به اینکه این اسناد کوتاه‌مدت هستند، ابزاری مناسب برای عملیات بازار باز می‌تواند باشد.

\*\* کاری که در کشور سودان در ژوئن سال ۱۹۹۸ به منظور تنظیم نقدینگی بانک‌ها انجام شده است و در سال ۱۹۹۹ بانک مرکزی سودان با استفاده از این اوراق توانست از راه کاهش قدرت وام‌دهی بانک‌های تجاری، پایه پولی کشور خود را کنترل کند.

\*\*\*. عربی و معارفی (۱۳۸۹) در مقاله مشترکی تحت عنوان «بررسی مسائل گذار به ابزار غیرمستقیم پولی در کشورهای اسلامی (فقهی-اقتصادی)»، اوراق دیگری مانند «اوراق براساس جعاله» و «اوراق براساس قرض‌الحسنه» را پیشنهاد کرده‌اند.

وجوه این اوراق نزد بانک مرکزی مسدود می‌شود. در بخش پایه پولی نیز انتشار این اوراق باعث افزایش جزء بدهی‌های بانک مرکزی و کاهش پایه پولی خواهد شد؛ بنابراین در مجموع انتشار اوراق کاهش رشد نقدینگی را فراهم می‌سازد و سیاست‌گذار پولی را قادر می‌سازد تا در مواقع لزوم از راه کنترل نقدینگی، دستیابی به نرخ تورم پایین را امکان‌پذیر سازد. نمودار ذیل بیانگر اعمال سیاست انقباضی پولی به وسیله بانک مرکزی در بازار بین بانکی است.

### سیاست انبساطی پولی با استفاده از عملیات بازار باز به وسیله بانک مرکزی



منبع: یافته‌های تحقیق

با انتشار اوراق به وسیله بانک مرکزی در بازار بین بانکی، میزان ذخیره‌های بازار کاهش پیدا می‌کند و به دنبال آن، نرخ تنزیل بازار بین بانکی افزایش می‌یابد.

### مقایسه ابزارهای سیاست پولی در نظام بانکی سنتی و اسلامی

در جدول ذیل روش‌هایی که در دو نظام بانکی اسلامی و سنتی جهت اعمال سیاست پولی در بازار بین بانکی در اختیار بانک مرکزی قرار دارد، نشان داده شده است:

جدول ۱: ابزارهای اعمال سیاست پولی در اقتصاد اسلامی و سنتی

| اقتصاد سنتی                               | اقتصاد اسلامی  |   |
|---|--|---|
| OMO<br>(براساس اوراق قرضه و خزانه)        | OMO<br>(براساس اوراق و صکوک اسلامی قابل تنزیل)             | ۱ |
| OMTO<br>(براساس اوراق قرضه)               | OMTO<br>(براساس اوراق خزانه و مشارکت کوتاه مدت بانک مرکزی) | ۲ |
| نسبت سپرده قانونی<br>(با سود یا بدون سود) | نسبت سپرده قانونی<br>(بدون پرداخت سود)                     | ۳ |
| نرخ تنزیل مجدد<br>(براساس قرض)            | نرخ تنزیل مجدد<br>(براساس خرید و فروش اسناد و اوراق تجاری) | ۴ |

همان‌طور که از جدول قابل مشاهده است، هر دو نظام بانکی در چهار ابزار عملیات بازار باز، نرخ تنزیل مجدد، نسبت سپرده قانونی و عملیات شبه بازار باز، در چارچوب نظام کریدوری مشترک هستند اما این ابزارها در عرصه عمل، تفاوت‌هایی دارند که به صورت ذیل قابل ذکر است:

۱. عملیات بازار باز در نظام بانکی سنتی براساس اوراق قرضه و خزانه مبتنی بر قرض و بهره (ربا) هستند؛ اما در نظام بانکی اسلامی، این روش براساس اوراق اسلامی قابل تنزیل در بازار و نزد بانک مرکزی مانند اوراق خزانه اسلامی، اوراق استصناع، اوراق مرابحه و ... است.
۲. در روش عملیات شبه بازار باز، در دو نظام براساس اوراق دولتی و اوراق بانک مرکزی انجام می‌شود. اگرچه اوراق مورد استفاده در اقتصاد سنتی به‌طور عمده مبتنی بر قرض همراه با شرط مازاد (ربا) هستند؛ اما در اقتصاد اسلامی مبتنی بر عقدهای مجاز دیگر است.

۳. روش نسبت سپرده قانونی در هر دو نظام به صورت مشابه است. در نظام بانکی متعارف اخیراً به این سپرده سود مختصری پرداخت می‌شود اما در نظام بانکی اسلامی هیچ‌گونه سودی به این سپرده‌ها پرداخت نمی‌شود.

۴. در روش نرخ تنزیل مجدد، در نظام متعارف براساس قرض با بهره است؛ اما این روش در نظام بانکی اسلامی براساس تنزیل اسناد و اوراق تجاری که ماهیت خرید و فروش دین دارد، صورت می‌پذیرد.

این ابزارها در نظام بانکی سنتی، در چارچوب نظام کرایدوری براساس خرید و فروش اوراق ربوی و وام یک‌شبه (Overnight) است که ماهیت قرض دارد؛ اما این روش در نظام بانکی اسلامی براساس تنزیل اوراق با بازدهی ثابت و خرید و فروش اوراق اسلامی طراحی شده است.

## جمع‌بندی و نتیجه‌گیری

۱. بازار بین بانکی یکی از اجزای بازار پول است که در آن بانک‌ها و دیگر مؤسسه‌های اعتباری نسبت به معامله با یکدیگر جهت تأمین مالی کوتاه‌مدت اقدام می‌کنند. این بازار نقشی اساسی در اجرای سیاست‌های پولی دارد و برای مقامات پولی اهمیت بالایی دارد؛ زیرا بازار بین بانکی در قلب سیاست پولی قرار می‌گیرد. زمانی که این بازار به خوبی کار کند، می‌تواند اعتبارهای کوتاه‌مدت بانک‌ها را تأمین کرده و مشکل‌های نقدینگی بانک‌ها را بدون دخالت بانک مرکزی حل و فصل کند. وجود بازار بین بانکی به‌رغم اینکه باعث کاهش اضافه‌برداشت از بانک مرکزی و به تبع آن کاهش هزینه مدیریت نقدینگی برای بانک‌ها می‌شود، از آثار تورمی اضافه‌برداشت نیز می‌کاهد. در مجموع می‌توان بیان کرد که توسعه و تعمیق بازار بین بانکی نتیجه‌های مطلوبی مانند اجرای مؤثرتر سیاست‌های پولی و اعتباری، بهبود مدیریت نقدینگی بانک‌ها، کاهش اضافه‌برداشت بانک‌ها از بانک مرکزی، کاهش هزینه‌های تجهیز منابع برای بانک‌ها، امکان کاهش نرخ سود تسهیلات از این راه و تقویت توان مالی بانک‌ها در جهت تأمین مالی واحدهای تولیدی و سرمایه‌گذاری را در پی خواهد داشت.

۲. به منظور برقراری ارتباط قانونمند بانک‌ها با یکدیگر در جهت تأمین نیازهای ریالی کوتاه‌مدت و استفاده بهینه از منابع آزاد خود و محدود کردن امکان اضافه برداشت بانک‌ها از بانک مرکزی که افزایش پایه پولی و نقدینگی را به دنبال دارد، وجود بازار بین بانکی ریالی ضروری است. انجام معامله در این بازار، در قالب مقررات موجود، از راه سپرده‌گذاری وجوه، خرید و فروش دین، معامله‌های اوراق (استصناع، خزانه، مرابحه و ...)، گواهی‌های سپرده و دیگر معامله‌های مجاز انجام می‌شود و هدف از شکل‌گیری این بازار، ارائه استانداردها، ضوابط، اصول و فرایندهای مرتبط با معامله‌های بازار است.

۳. بانک مرکزی در بازار بین بانکی در بانکداری اسلامی می‌تواند در چارچوب نظام کریدوری مبتنی بر تنزیل اوراق با بازدهی ثابت، از راه عملیات بازار باز، نسبت سپرده قانونی، نرخ تنزیل مجدد و عملیات شبه بازار باز به اعمال سیاست پولی بپردازد که برخی از این روش‌ها به صورت مستقیم و با دخالت مستقیم بانک مرکزی در بازار بین بانکی اعمال می‌شوند و برخی دیگر به صورت غیرمستقیم و با واسطه در بازار به اجرا درمی‌آیند.

۴. دو نظام بانکی اسلامی و سنتی در چند ابزار عملیات بازار باز، عملیات شبه بازار باز، نسبت سپرده قانونی، نرخ تنزیل مجدد مشترک هستند اما این ابزارها هم در عرصه عمل تفاوت‌هایی دارند.

خرید بازار باز باعث می‌شود که مقدار ذخیره‌های عرضه شده در بازار بین بانکی افزایش یابد و به دنبال آن نرخ بازار بین بانکی کاهش می‌یابد. مشابه همین استدلال را می‌توان برای فروش بازار باز بیان کرد. در فروش بازار باز، مقدار ذخیره‌های بازار کاهش می‌یابد و به دنبال آن، نرخ بازار بین بانکی افزایش می‌یابد.

## منابع و مأخذ

۱. برانسون، ویلیام اچ؛ تنوری و سیاست‌های اقتصاد کلان؛ ترجمه عباس شاکری؛ چ ۱۴، تهران: نشر نی، ۱۳۸۸.



۲. توکلیان، حسین؛ «بازار بین بانکی ریالی و قابلیت معرفی یک ابزار جدید سیاست‌گذاری پولی»؛ مجله تازه‌های اقتصادی، س ۹، ش ۱۳۳، ۱۳۹۰.
۳. حاجیان، محمدرضا؛ بازار بین بانکی ریالی؛ تهران: انتشارات پژوهشکده پولی و بانکی، ۱۳۸۵ (الف).
۴. \_\_\_\_\_؛ «بازار بین بانکی ریالی»؛ مجموعه سخنرانی‌های ماهانه ۱۳۸۴، تهران: انتشارات پژوهشکده پولی و بانکی، ۱۳۸۵ (ب).
۵. فرجی، یوسف؛ آشنایی با ابزارها و نهادهای پولی و مالی؛ تهران: مؤسسه عالی بانکداری ایران، ۱۳۸۲.
۶. قانون پولی و بانکی کشور مصوب ۱۳۵۱/۴/۱۸.
۷. قانون عملیات بانکی بدون ربا، مصوب ۱۳۶۲، مجلس شورای اسلامی ایران.
۸. عربی، سیدهادی و محسن معارفی؛ «بررسی مسائل گذار به ابزار غیرمستقیم پولی در کشورهای اسلامی (فقهی - اقتصادی)»؛ دوفصلنامه علمی پژوهشی جستارهای اقتصادی، س ۷، ش ۱۳، ۱۳۸۹.
۹. مجتهد، احمد و علی حسن‌زاده؛ پول و بانکداری و نهادهای مالی؛ تهران: انتشارات پژوهشکده پولی و بانکی، ۱۳۸۴.
۱۰. موسویان، سیدعباس؛ «مشارکت مجدد، جایگزین تنزیل مجدد»؛ مجموعه سخنرانی‌ها و مقالات دوازدهمین همایش بانکداری اسلامی (ابزارهای تأمین مالی و ابزارهای سیاست پولی)؛ تهران: مؤسسه عالی بانکداری ایران، ۱۳۸۰.
۱۱. \_\_\_\_\_ و مهدی الهی؛ «امکان‌سنجی فقهی تشکیل بازار بین بانکی در بانکداری اسلامی»؛ فصلنامه علمی پژوهشی اقتصاد اسلامی، تهران: پژوهشگاه فرهنگ و اندیشه، س ۱۰، ش ۳۸، ۱۳۸۹.
۱۲. میشکین، فردریک اس؛ اقتصاد پول، بانکداری و بازارهای مالی؛ ترجمه و تألیف حسین قضاوی؛ ج ۲، تهران: مؤسسه عالی آموزش بانکداری ایران، ۱۳۸۸.
۱۳. نودهی، محسن؛ «بررسی امکان طراحی اوراق مناسب عملیات شبه بازار باز، با استفاده از تجربه بانک‌های مرکزی جمهوری اسلامی ایران و سودان»؛ فصلنامه علمی پژوهشی اقتصاد اسلامی، تهران: پژوهشگاه فرهنگ و اندیشه، ش ۳۰، ۱۳۸۷.

14. Bacha, Obiyathulla Ismath; «the Islamic Interbank Money Market and a Dual Banking System: **The Malaysian Experience**», 2008.
15. Kabir Hassan, M. & Mervyn K. Lewis; **Handbook of Islamicbanking** edited, 2007.
16. Mishkin, Fredric S; «Economics of Money, Banking, Financial Markets», 7th edition, **Columbia University**, 2005.

