

ارائه تسهیلات قاعده‌مند بانک مرکزی با استفاده از ابزارهای اسلامی؛ چارچوبی نوین جهت سیاست‌گذاری در کریدور نرخ سود بازار بین بانکی

حسین میثمی*

کامران ندری**

حسین توکلیان***

چکیده

این مقاله^۱ تلاش می‌کند تا موضوع سیاست‌گذاری پولی در کریدور نرخ سود در بازار بین بانکی (بازار پول) را ارزیابی کند و امکان استفاده از این الگو در نظام بانکداری بدون ربای کشور ایران را تحلیل نماید. یافته‌ها که به روش تحلیلی-توصیفی به دست آمده‌اند، نشان می‌دهد که شیوه‌های قرض‌دهی و قرض‌گیری در الگوی متعارف تسهیلات قاعده‌مند بر اساس عقد قرض همراه با بهره، سامان یافته‌اند و به همین دلیل در چارچوب اسلامی قابل استفاده نیستند؛ اما می‌توان با استفاده از ظرفیت فقه اسلامی (به‌ویژه عقود مبادله‌ای)، شیوه‌های جایگزینی را جهت اجرای عملیات یادشده طراحی کرد.

در این مقاله در مجموع شش ابزار اسلامی جهت راه‌اندازی کریدور نرخ سود در بازار بین بانکی کشور پیشنهاد شده است (سه ابزار برای راه‌اندازی سقف و سه ابزار برای راه‌اندازی کف کریدور). به نظر می‌رسد استفاده از ابزارهای یادشده می‌تواند به بانک مرکزی کشور جهت طراحی کریدور نرخ سود و تقویت بازار بین بانکی منطبق با شریعت (بازار پول اسلامی) کمک شایانی کند. تشکیل کریدور یادشده نیز می‌تواند در کشف نرخ منابع در بازار پول و استفاده از آن جهت سیاست‌گذاری پولی بانک مرکزی و علامت‌دهی به سایر بازارهای مالی، نقش مهمی داشته باشد.

واژگان کلیدی: عملیات بازار باز، سیاست‌گذاری پولی، بانکداری مرکزی، بانکداری بدون ربا، صکوک.

طبقه‌بندی JEL: D53, E52.

* استادیار پژوهشکده پولی و بانکی (نویسنده مسئول)؛ رایانامه: meisami@isu.ac.ir
** استادیار دانشکده معارف اسلامی و اقتصاد، دانشگاه امام صادق (علیه السلام)؛ رایانامه: k.nadri@gmail.com
*** استادیار دانشکده اقتصاد، دانشگاه علامه طباطبائی (علیه السلام)؛ رایانامه: tavakolian@gmail.com
۱. نسخه اولیه این مقاله در قالب یادداشت سیاستی، به صورت شفاهی در بیست و پنجمین همایش سالانه سیاست‌های پولی و ارزی ارائه شده است.

۱. مقدمه

تسهیلات قاعده‌مند^۱ مجموعه‌ای از ابزارهای مالی است که امکان قرض‌دهی و قرض‌گیری بسیار کوتاه‌مدت (شبانه) را بین بانک مرکزی و بانک‌ها فراهم می‌کند. این ابزارها که معمولاً در بازار بین بانکی استفاده می‌شود، به بانک‌های فعال در بازار پول (بازار بین بانکی) کمک می‌کند تا در صورتی که با چالش‌های موقت نقدینگی مواجه شدند، بتوانند نیاز خود را از بانک مرکزی برطرف کنند و در مقابل، در صورتی که در کوتاه‌مدت با مازاد منابع مواجه بودند، منابع خود را نزد بانک مرکزی سپرده‌گذاری کنند (ببندسیل، ۲۰۱۴، ص ۷۰).

از آنجا که در چارچوب اسلامی، پرداخت هر نوع مازاد در چارچوب قرض، ربا محسوب می‌شود، امکان استفاده از ظرفیت تسهیلات قاعده‌مند جهت سیاست‌گذاری بانک مرکزی وجود ندارد. ممکن است به همین دلیل باشد که در حال حاضر بانک مرکزی جمهوری اسلامی ایران به‌صورت رسمی و شفاف از ابزار تسهیلات قاعده‌مند استفاده نمی‌کند. این مسئله باعث کاهش قابل توجه قدرت مانور سیاست‌گذار پولی در اعمال سیاست‌های انقباضی و انبساطی مورد نظر خود شده است.

به نظر می‌رسد می‌توان با استفاده از ظرفیت عقود اسلامی، شیوه‌هایی منطبق با شریعت جهت راه‌اندازی تسهیلات قاعده‌مند در روابط بانک مرکزی و بانک‌ها در بازار بین بانکی طراحی کرد. استفاده از این شیوه‌ها به بانک مرکزی کمک می‌کند تا بتواند کریدور نرخ سود را در بازار بین بانکی تشکیل دهد و با تغییر نرخ‌های کف و سقف به‌صورت پیوسته، به اعمال سیاست بپردازد. با توجه به آنچه مطرح شد، پرسش اصلی مقاله آن است که: «ابزارهای اسلامی جهت راه‌اندازی تسهیلات قاعده‌مند در روابط بانک مرکزی و بانک‌ها کدام‌اند و بانک مرکزی چگونه می‌تواند برای تشکیل کریدور نرخ سود و سیاست‌گذاری پولی از آنها استفاده کند؟».

۲. پیشینه تحقیق

با توجه به جدید بودن دانش بانکداری اسلامی، محققان این حوزه تاکنون بیشتر به مقوله «بانکداری تجاری اسلامی» پرداخته‌اند. به این معنا که سعی کرده‌اند تا شیوه‌های مورد استفاده در تنظیم رابطه بانک‌های تجاری با سپرده‌گذاران و تسهیلات‌گیرندگان را از منظر اسلامی نقد و روش‌های جایگزینی ارائه کنند که در کنار اجرائی بودن، مشروعیت فقهی نیز داشته باشند. اما مقوله «بانکداری مرکزی اسلامی» و تنظیم رابطه بانک مرکزی با دولت، بانک‌ها و مؤسسات

1. Standing Facilities

2. Bindseil

اعتباری و عموم مردم در چارچوبی اسلامی، خیلی مورد توجه نبوده است (حسینی دولت‌آبادی و ندری، ۱۳۹۱، ص ۱۵؛ عربی و معارفی، ۱۳۸۹، ص ۲۱).

به همین دلیل است که تاکنون تحقیقات معدود و پراکنده‌ای در رابطه با برخی از موضوعات بانکداری مرکزی اسلامی انجام شده است و در رابطه با بسیاری از موضوعات نیز خلأ پژوهشی قابل ملاحظه‌ای مشاهده می‌شود. طراحی ابزارهای اسلامی جهت ارائه تسهیلات قاعده‌مند بانک مرکزی از جمله موضوعاتی است که چندان مورد بحث واقع نشده است. با این حال برخی از آثار به‌صورت ضمنی به این مقوله اشاره کرده‌اند که در ادامه به برخی از آنها اشاره می‌شود:

سلیمانی (۱۳۸۶) پس از بررسی چالش‌های مدیریت نقدینگی در بانک‌های اسلامی، زیربناهای نهادی مدیریت نقدینگی از جمله بازار پول بین بانکی، صندوق بازار پول غیرریوی و بازار مالی بین‌المللی اسلامی را مطرح و به تجربه برخی کشورهای اسلامی در این زمینه اشاره می‌کند.

کیانی (۱۳۸۶) به مقایسه ابزارهای سیاست پولی پیشنهادی اهل سنت با فقه امامیه و نحوه عملیاتی کردن آنها می‌پردازد. نتایج نشان می‌دهد که عمده‌ترین ابزارهایی که در اقتصاد متداول برای اعمال سیاست پولی استفاده می‌شود (مانند نرخ تنزیل و عملیات بازار باز)، مبتنی بر نرخ بهره بوده و بنابر نظر اقتصاددانان مسلمان نمی‌توان آنها را به همان شکلی که در اقتصاد متداول استفاده می‌شود، در اقتصاد اسلامی مورد استفاده قرار داد.

نودهی (۱۳۸۷) ضمن تبیین شیوه اجرایی‌سازی سیاست پولی با استفاده از ابزار عملیات بازار باز، شیوه جایگزین کردن اوراق مشارکت با اوراق قرضه را برجسته می‌کند. در این مقاله در کنار عقد مشارکت، به نحوه ترکیب بیع دین با مشارکت نیز اشاره می‌شود. در این تحقیق بیشتر اوراق مشارکت ایران و سودان مقایسه شده و ابزارهای جایگزین اوراق مشارکت جهت عملیات بازار باز طراحی نشده است. مومنی و حری (۱۳۸۸) به مقوله تجربه کشورهای اسلامی در سیاست‌گذاری پولی اسلامی می‌پردازند. یافته‌ها نشان می‌دهد که بین کشورهای اسلامی و دیگر کشورها، در عمل تفاوت معناداری در کاربرد ابزارهای پولی وجود ندارد و این کشورها نتوانسته‌اند ابزارهای سیاست‌گذاری پولی مناسب با شرایط خود را ارائه و استفاده کنند.

عباسی مقدم (۱۳۸۸) به امکان‌سنجی استفاده از اوراق غیرقرضه‌ای به‌عنوان ابزار عملیات بازار باز در سیاست پولی می‌پردازد. یافته‌ها نشان می‌دهد که بانک مرکزی در گسترش عملیات بازار باز باید چهار قاعده (اصل) را در نظر داشته باشد که عبارتند از: حفظ استقلال ابزاری، حداقل‌سازی آثار عملیات بانک مرکزی بر تخصیص اعتبارات و قیمت‌های نسبی، دستیابی به نقدینگی سبد دارایی و کنترل ریسک و در نهایت شفافیت و محاسبه‌پذیری. در این تحقیق قواعدی که باید مورد توجه بانک مرکزی قرار گیرد برجسته شده است و ابزارهای جایگزین اسلامی طراحی نشده‌اند.

موسویان و الهی (۱۳۸۹) با بررسی فقهی ابزارهای بین بانکی بانکداری متعارف و تجربه برخی کشورهای اسلامی از جمله ایران، کوشیده‌اند تا ابزارهای نوینی برای استفاده در معامله‌های بین بانکی معرفی کنند.

قضاوی و بازمحمدی (۱۳۹۱) کارکردهای اسناد خزانه اسلامی جهت سیاست‌گذاری را تبیین می‌کنند. در این دیدگاه، اسناد خزانه اوراق بهاداری هستند که گواه تعهد ناشر (عموماً دولت‌ها) به بازپرداخت مبلغ اسمی آنها در آینده می‌باشند. این اوراق به پشتوانه تعهد و اعتبار دولت‌ها منتشر می‌شود و معاف از مالیات دولت‌های مرکزی و ایالتی می‌باشند. بانک مرکزی می‌تواند با ورود در بازار ثانویه اسناد خزانه دولتی، سیاست‌گذاری پولی انجام دهد.

شعبانی و قلیچ (۱۳۹۰) قابلیت‌های ابزارهای مالی اسلامی جهت کاهش تورم را بحث می‌کنند. یافته‌های این تحقیق که بر روی چهار نوع صکوک (اوراق مشارکت، اجاره، مباحه و استصناع) تمرکز می‌کند نشان‌دهنده آن است که اوراق یادشده قادر به کاهش تورم پولی، تورم فشار هزینه، تورم فشار تقاضا و تا حدودی تورم وارداتی می‌باشند.

نظرپور و حقیقی (۱۳۹۲) به مقوله سیاست‌گذاری پولی در بازار بین بانکی می‌پردازند. یافته‌ها نشان می‌دهد که در یک الگوی اسلامی، بانک مرکزی می‌تواند با استفاده از عملیات بازار باز، تعیین نسبت سپرده قانونی، مدیریت نرخ تنزیل مجدد و در نهایت عملیات شبه بازار باز، به اعمال سیاست‌های پولی بپردازد که برخی از این روش‌ها با دخالت مستقیم بانک مرکزی در بازار همراه است و برخی به صورت غیرمستقیم و با واسطه اجرا می‌شود. در این تحقیق به بحث تسهیلات قاعده‌مند و طراحی ابزارهای اسلامی جایگزین پرداخته نمی‌شود.

حاجیان (۱۳۹۲) به معرفی بازار بین بانکی، ارزیابی تجربه کشورهای مختلف در راه‌اندازی و مدیریت این بازار و ارائه الگویی برای تشکیل بازار بین بانکی ریالی در ایران می‌پردازد. در این پژوهش به صورت مختصر به نحوه تعامل بانک مرکزی با بانک‌های تجاری در بازار بین بانکی جهت اعمال سیاست‌های پولی پرداخته شده است.

احمد^۱ (۲۰۰۱) به ابزارهای مالی اسلامی برای مدیریت مازاد نقدینگی کوتاه‌مدت بانک‌های اسلامی می‌پردازد. در این پژوهش پس از تبیین ضرورت مدیریت نقدینگی، ابزارهای مدیریت نقدینگی در بانکداری متعارف معرفی و نقد شده و در پایان ویژگی‌های ابزارهای مالی اسلامی کوتاه‌مدت تشریح می‌شود.

پاشا^۲ (۲۰۰۸) فعالیت بازار بین بانکی اسلامی مالزی را در یک نظام بانکداری دوگانه با بازار

1. Ahmad

2. Bacha

بین بانکی متعارف مقایسه و ریسک نرخ بهره را به‌عنوان یکی از ریسک‌های مهم این بازار بررسی کرده است.

در جمع‌بندی مرور پیشینه می‌توان این‌طور بیان کرد که محققان تاکنون به‌صورت مستقل به بحث بسیار مهم طراحی ابزارهای اسلامی جهت ارائه تسهیلات قاعده‌مند توسط بانک مرکزی و راه‌اندازی کریدور نرخ سود در بازار بین بانکی کشور ایران پرداخته‌اند و از این منظر تحقیق حاضر دارای نوآوری می‌باشد.

۳. سپرده‌پذیری و تسهیلات بانک مرکزی در نظام بانکی ایران

در حال حاضر، بانک مرکزی به سپرده‌های قانونی بانک‌ها نزد خود حدود یک درصد سود «جایزه سپرده‌های قانونی» پرداخت می‌کند که ثابت است و کارکرد سیاست‌گذاری ندارد. در موارد معدودی نیز بانک مرکزی، به‌صورت توافقی، سپرده ویژه نزد خود قبول می‌کند و نرخ این سپرده‌ها نیز به‌صورت توافقی تعیین می‌شود. گفتنی است، عقد شرعی مبنای پرداخت این زیاده شفاف نیست و با توجه به اینکه، بانک مرکزی بر این سپرده‌ها شرط ضمنی پرداخت سود قرار داده، شبهه ربا در آن مطرح است.

عرضه تسهیلات بانک مرکزی به بانک‌ها (یا در پیچه‌های اعتباری بانک مرکزی) یا با قرارداد صورت می‌پذیرد که در اصطلاح «خط اعتباری» نامیده می‌شود یا بدون قرارداد، که در اصطلاح «اضافه برداشت» نام دارد. در رابطه با خطوط اعتباری، معمولاً دولت نرخ سود را به‌صورت ترجیحی تعیین می‌کند. به‌طور مثال، بانک مرکزی در چند سال اخیر، به سفارش دولت، به تأمین مالی طرح مسکن مهر اقدام کرده است. از این‌رو، منابع بسیاری با نام خط اعتباری با نرخ سود مشخص در اختیار بانک مسکن قرار گرفته و از این‌جوه جهت تأمین مالی این طرح استفاده شده است. بنابراین، در حال حاضر، نرخ سود خطوط اعتباری بانک مرکزی کارکرد سیاست‌گذاری ندارد.

درباره اضافه برداشت بانک‌ها نیز، بانک مرکزی نرخ ثابتی را اعمال می‌کند که تابع وضعیت اقتصادی نیست و به‌صورت غیرسیاستی تعیین می‌شود. اضافه برداشت بانک‌ها معمولاً از دو محل شکل می‌گیرد: کسری منابع در اتاق پایاپای (کلر) و عدم تودیع سپرده قانونی به‌صورت هفتگی. کسری منابع در اتاق کلر بدین صورت است که بانک در اتاق کلر، به دلیل کسری منابع، نمی‌تواند چک‌هایی که متعهد به نقد کردن آنها شده است را تسویه کند و به همین علت، با کسری منابع مواجه می‌شود. در این وضعیت، بانک مرکزی چک‌ها را نقد می‌کند و حساب بانک نزد خود را با نرخ ۳۴ درصد بدهکار می‌کند. در صورتی که کسری بانک‌ها به دلیل عدم تودیع سپرده قانونی باشد، بانک مرکزی معمولاً حساب بانک را با نرخ ۳۰ درصد بدهکار می‌کند.

در نگاه شرعی به اضافه برداشت بانک‌ها، شاید این‌طور تصور شود که نرخ ۳۴ درصدی بانک مرکزی، نرخ وجه التزام است و به همان دلیل که در شبکه بانکی مشروعیت دارد، در اینجا هم قابل استفاده است؛ اما باید به دو نکته توجه شود: نکته اول آنکه وجه التزام حتی در شبکه بانکی و در روابط بانک‌ها با تسهیلات‌گیرندگان از مسائل حل‌نشده و شبهه‌ناک است و در حال حاضر، عده زیادی از مراجع دریافت وجه التزام را مجاز نمی‌دانند؛

نکته دوم آنکه وجه التزام در شبکه بانکی ماهیت بازدارنده دارد و به معنای فرصت برای مشتریان جهت تأخیر در بازپرداخت نیست. به همین دلیل اگر مشتری بیش از سه ماه اقساط خود را پرداخت نکند، بانک اجرای وثایق را پیگیری می‌کند (هرچند مشتری جریمه را نیز بپردازد). در بحث اضافه برداشت، بانک‌ها این اختیار و فرصت را دارند که از منابع بانک مرکزی (با نرخ ۳۴ درصد) استفاده کنند و مشاهده می‌شود که برخی بانک‌ها به‌کرات از این منابع بدون محدودیت استفاده کرده‌اند. بنابراین، توجیه نرخ ۳۴ درصدی بر اساس منطق وجه التزام، مشکل به‌نظر می‌رسد. نتیجه آنکه، پرداخت نرخ ۳۴ درصدی مبنای شفاف شرعی ندارد.^۱

همان‌طور که ملاحظه می‌شود، کریدور نرخ سود در بازار بین بانکی کشور به‌صورت فعال و سیاستی استفاده نمی‌شود و شیوه‌های کنونی فعالیت سیاست‌گذار پولی را محدود می‌کند. افزون بر این، شیوه‌های مورد استفاده از دیدگاه شرعی شبهه‌ناک هستند و این امر، ضرورت طراحی و استفاده از ابزارهای جایگزین اسلامی را برجسته می‌کند.

۴. موضوع‌شناسی الگوی استاندارد تسهیلات قاعده‌مند

۴-۱. نظریه

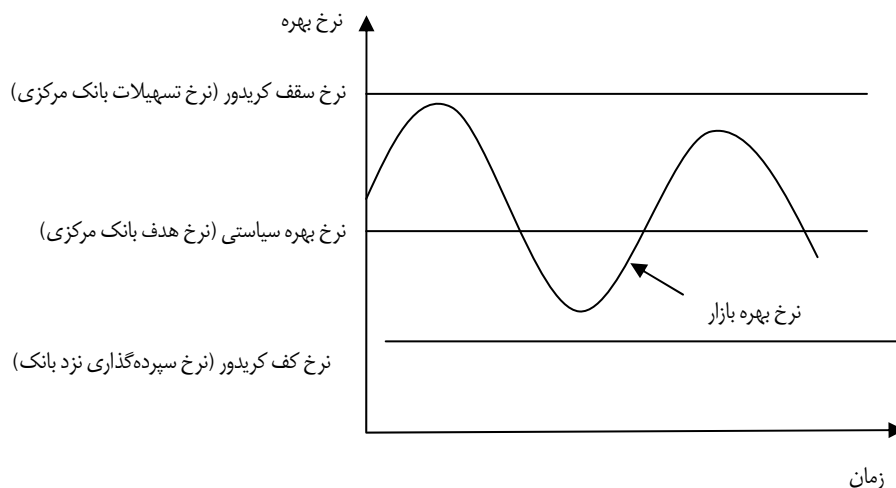
در الگوی استاندارد (متعارف) سیاست‌گذاری پولی در کریدور بهره تسهیلات قاعده‌مند، امکانات قرض‌دهی و قرض‌گیری بانک مرکزی به‌گونه‌ای تعیین می‌شود که «کریدور نرخ بهره»^۲ شکل گیرد. در این کریدور، کف نرخ میزان بهره‌ای است که بانک مرکزی به منابع سپرده‌گذاری شده بانک‌ها نزد خود پرداخت می‌کند و سقف آن نیز، نرخ بهره‌ای است که بانک مرکزی بابت عرضه تسهیلات به بانک‌های متقاضی، درخواست می‌کند (وایتسل،^۳ ۲۰۰۶، ص ۲۴). شکل زیر رابطه نرخ‌های بهره در نظام کریدوری را تبیین می‌کند.

۱. جهت دریافت اطلاعات تکمیلی در این رابطه به تارنمای بانک مرکزی کشور به آدرس ذیل مراجعه شود:

<http://www.cbi.ir>

2. Interest Rate Corridor

3. Whitesell



شکل ۱: رابطه نرخ‌های بهره در نظام کربدوری

نکته مهم آن است که کربدور نرخ بهره، ساختاری مناسب جهت انجام عملیات بازار باز در اختیار بانک مرکزی قرار می‌دهد، به این صورت که، در ابتدا بانک مرکزی با مراجعه به بازار بین بانکی، نرخ بهره حقیقی بازار پول (که در اصطلاح، نرخ بهره بازاری^۱ نامیده می‌شود) را شناسایی می‌کند. از طرفی، با توجه به اینکه نرخ بهره بازاری، بین نرخ بهره کف و سقف کربدور قرار دارد و نرخ بهره هدف بانک مرکزی^۲ نیز با توجه به اهداف نهایی (مانند کنترل نرخ تورم) مشخص شده است، بانک مرکزی می‌تواند با ورود در بازار بین بانکی و متأثر کردن عرضه و تقاضای ذخایر در این بازار، نرخ بازاری را به هدف خود نزدیک کند (ببندسیل و جابلکی،^۳ ۲۰۱۱، ص ۳۴).

در وضعیتی که نرخ بهره بازار بیشتر از نرخ بهره هدف است، بانک مرکزی در بازار بین بانکی اوراق بهادار می‌خرد. با این کار، عرضه ذخایر، افزایش و نرخ بهره، کاهش می‌یابد. در مقابل، اگر نرخ بهره کمتر از نرخ هدف باشد، بانک مرکزی با فروش اوراق بهادار در بازار بین بانکی، ذخایر موجود در بازار بین بانکی را جمع می‌کند و نرخ بهره کوتاه‌مدت را افزایش می‌دهد (چاپمن و دیگران،^۴ ۲۰۱۰، ص ۲۴).

1. Market Interest Rate

2. Target Rate

3. Bindseil & Jablecki

4. Chapman & et al

۴-۲. تجربه: بانک مرکزی آمریکا (فدرال رزرو)

الگوی نظری مطرح شده در قسمت قبل به صورت گسترده‌ای توسط بانک‌های مرکزی کشورهای مختلف اجرایی شده است. ارزیابی این تجارب به خوبی نشان می‌دهد که هرچند اصل تشکیل کریدور نرخ بهره در بازار پول در بیشتر کشورهای توسعه‌یافته (و حتی برخی کشورهای در حال توسعه) استفاده شده است، تفاوت‌های جزئی در اجرای الگو یا نام‌گذاری آن وجود دارد. به طور مثال، بانک مرکزی اروپا سقف کریدور را «تسهیلات وام‌دهی نهایی»^۱ و کف آن را «تسهیلات سپرده‌پذیری»^۲ نامیده است. در نظام فدرال رزرو، سقف کریدور «پنجره تنزیل»^۳ و کف کریدور «بهره پرداختی بر ذخایر قانونی و مازاد بانک‌ها نزد بانک مرکزی»^۴ نام گرفته است. در سنگاپور نیز عبارت «پنجره تنزیل دوطرفه»^۵ برای تبیین تسهیلات قاعده‌مند به کار می‌رود (کلوز و دیگران، ۲۰۱۰، ص ۱۸). با توجه به اینکه بررسی تمامی این تجارب خارج از حوصله این پژوهش است، تجربه کشور ایالات متحده به‌عنوان الگوی استاندارد در این قسمت به صورت مختصر مطرح می‌شود.^۷

بانکداری مرکزی در آمریکا با عنوان «نظام فدرال رزرو»^۸ شناخته و بر همین مبنا، بانک مرکزی مرکزی این کشور نیز در اصطلاح «فدرال رزرو» یا «فد»^۹ نامیده می‌شود. این بانک در سال ۱۹۱۳ و بر اساس «قانون فدرال رزرو»^{۱۰} تشکیل و به فعالیت مشغول شد. ساختار، اختیارات و مسئولیت‌های فدرال رزرو در طول زمان توسعه یافته و وقایعی مانند «رکود بزرگ»^{۱۱} در دهه سی میلادی، تأثیر قابل توجهی در این تغییرات داشته است (فرگوسن، ۲۰۰۸، ص ۲۱۱). در نظام پولی ایالات متحده، بانک مرکزی اهداف دوگانه یا در اصطلاح «دو فرمانی»^{۱۳} دارد و در کنار ثبات قیمت‌ها، در رابطه با اشتغال کامل نیز وظیفه قانونی دارد. از منظر چارچوب سیاست پولی نیز هرچند فدرال رزرو به صورت رسمی الگوی خود را هدف‌گذاری تورمی نمی‌داند؛ اما در عمل به صورت پیوسته نرخ تورم هدف‌گذاری و به عموم ذی‌نفعان اعلام و دستیابی به آن توسط بانک مرکزی به صورت جدی پیگیری می‌شود. افزون بر این سایر اجزای چارچوب هدف‌گذاری تورمی (مانند پیروی از قاعده سیاستی اعلام شده، ارتباط با ذی‌نفعان اقتصادی و عموم مردم و در

1. Marginal Lending Facility

2. Deposit Facility

3. Discount Window

4. Reserves Rate

5. Two-Sided Discount Window

6. Clews & et al.

۷. با توجه به اینکه درک دقیق شیوه سیاست‌گذاری پولی در کریدور بهره توسط بانک مرکزی آمریکا نیازمند شناسایی اجمالی ساختار سیاست‌گذاری پولی در این کشور است، در این قسمت افزون بر بحث سیاست‌گذاری پولی در کریدور، به صورت مختصر به جزئیاتی از شیوه عملکرد بانک مرکزی آمریکا در سیاست‌گذاری پولی نیز اشاره می‌شود.

8. The Federal Reserve System

9. Fed

10. Federal Reserve Act

11. The Great Depression

12. Ferguson

13. Dual Mandate

نهایت شفافیت) به صورت جدی مورد توجه فدرال رزرو می‌باشند. شاید به همین دلیل است که برخی از محققان، چارچوب موجود سیاست پولی در آمریکا را «هدف‌گذاری نرخ تورم منعطف»^۱ منعطف»^۱ در نظر می‌گیرند (والاس، ۲۰۱۳، ص ۲۸۶).

نظام فدرال رزرو اجزای گوناگونی دارد که مهم‌ترین آنها سه رکن «هیئت حکام»،^۳ «دوازده بانک مرکزی منطقه‌ای»^۴ یا بانک‌های فدرال»^۵ (و شعب متعلق به آنها) و «کمیته بازار باز فدرال»^۶ فدرال»^۶ است. هیئت حکام عالی‌ترین رکن نظام فدرال را تشکیل می‌دهد و هفت عضو دارد که همگی بر اساس قانون توسط رئیس جمهور انتخاب و به مجلس سنا پیشنهاد می‌شود و پس از تأیید در مجلس، برای دوره‌ای چهارده سال منصوب می‌شوند. رئیس کل و قائم مقام فدرال رزرو الزاماً از اعضای هیئت حکام هستند^۷ (الکسیلرود، ۲۰۰۹، ص ۲۵۴):

دوازده بانک منطقه‌ای، جزء دوم نظام فدرال رزرو را تشکیل می‌دهند. این بانک‌ها که تقریباً در سراسر آمریکا توزیع شده‌اند، به طور عمده وظیفه مشارکت در اجرای سیاست‌های پولی مورد نظر فدرال رزرو را بر عهده دارند (فرگوسن، ۲۰۰۸، ص ۲۳۴):

سومین رکن، «کمیته بازار باز فدرال» (FOMC) است که از منظر سیاست‌گذاری پولی، مهم‌ترین جزء نظام فدرال رزرو به حساب می‌آید. همان‌طور که از نام کمیته مشخص است، اصلی‌ترین کار ویژه آن راهبری عملیات بازار باز است که به طور عمده از طریق تصمیم‌گیری در رابطه با نرخ‌های بهره سیاستی در بازار پول پیگیری می‌شود. در واقع این کمیته نرخ هدف ذخایر قابل معامله در بازار بین بانکی (که در اصطلاح وجوه فدرال^{۱۰} نامیده می‌شوند) را تعیین کرده و سیاست‌گذاران موظف‌اند با خرید و فروش اوراق قرضه دولتی، حرکت از نرخ موجود (نرخ رایج وجوه فدرال)^{۱۱} به سمت نرخ سیاستی (نرخ هدف وجوه فدرال)^{۱۲} را تضمین کنند (لیند، ۲۰۱۲، ص ۲۲۱)

مهم‌ترین شیوه عملیاتی مورد استفاده در نظام پولی ایالات متحده، ذخایر قانونی،^{۱۴} پنجره تنزیل و عملیات بازار باز است. در واقع سیاست‌گذار پولی با ارائه چارچوبی منسجم و استفاده

- | | |
|--|------------------------|
| 1. Flexible Inflation Targeting | 2. Wallace |
| 3. Board of Governors or Federal Reserve Board | |
| 4. Twelve Regional Federal Reserve Banks | 5. Federal Banks |
| 6. The Federal Open Market Committee (FOMC) | |
| 7. گفتنی است که رئیس کل و قائم مقام فدرال رزرو برای یک دوره چهار ساله از طرف رئیس‌جمهور به مجلس سنا پیشنهاد و با تأیید مجلس منصوب می‌شوند (دوره فعالیت این دو مقام با دوره فعالیت ریاست‌جمهور انطباق ندارد). | |
| 8. Axilrod | 9. Ferguson. |
| 10. Federal Funds | 11. Federal Funds Rate |
| 12. Federal Funds Target Rate | 13. Lind |
| 14. Required Reserves | |

گسترده از این سه شیوه (در تعامل با یکدیگر)، توانسته است به خوبی به اهدافی چون کنترل تورم دست یابد. چراکه میانگین نرخ تورم در دو دهه اخیر نسبت به دو دهه قبل از آن کاهش قابل توجهی یافته است (همان، ص ۲۶۵).

اولین شیوه مورد استفاده، ذخایر قانونی است. این ذخایر وجوهی هستند که تمامی بانک‌ها، مؤسسات اعتباری غیربانکی و تمامی مؤسسات سپرده‌پذیر موظف به تودیع نزد بانک مرکزی می‌باشند و میزان آنها نیز به وسیله هیئت مدیره بانک‌های مرکزی تعیین می‌شود. در نظام فدرال رزرو، به این دسته از ذخایر و همچنین ذخایر مازاد بانک‌ها^۱ نزد بانک مرکزی (ذخایر فراتر از میزان میزان تعیین شده توسط قانون)، نرخ بهره‌ای حداقلی پرداخت شده و با انجام این کار، در عمل کف کریدور نرخ بهره (به صورتی که در قسمت‌های قبل مطرح شد) شکل می‌گیرد.

پنجره تنزیل که در عمل نوعی تسهیلات قاعده‌مند است، دومین شیوه مورد استفاده در نظام فدرال رزرو است. در این شیوه بانک مرکزی به مؤسسات دارای اعتبار اجازه می‌دهد که در شرایط خاص بتوانند به سرعت از منابع بانک مرکزی در راستای حل مشکلات نقدینگی خود استفاده کنند. البته معمولاً نرخ این تسهیلات بالاتر از نرخ‌های بهره موجود در بازار بین بانکی (نرخ وجوه فدرال) بوده و از این طریق سقف نرخ بهره در کریدور سیاستی بانک مرکزی شکل می‌گیرد (کان،^۲ ۲۰۱۰، ص ۲۱).

سومین و مهم‌ترین شیوه اجرایی جهت اجرایی‌سازی سیاست‌گذاری پولی، عملیات بازار باز است. این عملیات به دلیل ویژگی‌های مثبتی که دارد، در سطح گسترده و به صورت پیوسته در نظام فدرال رزرو استفاده می‌شود. شیوه کار در عمل بدین صورت است که نرخ بهره ذخایر تودیع شده نزد بانک مرکزی (شامل ذخایر قانونی) و نرخ بهره پنجره تنزیل، در عمل کریدوری را شکل می‌دهند که نرخ بهره وجوه فدرال در داخل آن قرار می‌گیرد. از طرف دیگر، نرخ بهره سیاستی نیز توسط کمیته بازار باز فدرال تعیین می‌شود. در این شرایط سیاست‌گذار با ورود در عملیات بازار باز و خرید و فروش اوراق قرضه دولتی، عرضه ذخایر در بازار پول را به صورت موقتی یا دائمی تحت تأثیر قرار می‌دهد؛ به نحوی که نرخ رایج وجوه فدرال به سمت نرخ مورد نظر سیاست‌گذار هدایت شود (برتسن و دیگران،^۳ ۲۰۱۰، ص ۳۱).

در نظام فدرال رزرو، خرید و فروش اوراق جهت عملیات بازار باز به دو صورت «یک‌جا»^۴ «دائمی» و «موقت»^۵ انجام می‌شود. در شیوه اول، بانک مرکزی وارد بازار ثانویه اوراق بهادار دولتی دولتی می‌شود و به صورت یک‌جا، قطعی و دائمی به خرید و یا فروش اوراق بهادار به هر میزان که

1. Excess Reserves

2. Kahn

3. Berentsen & et al.

4. Outright

5. Temporary

صلاح بداند اقدام می‌کند. در این عملیات بلافاصله پس از پایان معامله، تأثیر دائمی در عرضه و تقاضای ذخایر در بازار بین بانکی اتفاق می‌افتد و نرخ بهره و وجه فدرال شروع به تغییر می‌کند. البته استفاده از این شیوه معمولاً کم بوده و بانک مرکزی بیشتر وارد عملیات موقت می‌شود.

در عملیات بازار باز موقت، بانک مرکزی به صورت مقطعی اوراق بهادار دولتی را خرید و فروش می‌کند. شیوه‌ای که معمولاً برای این کار در نظام فدرال رزرو استفاده می‌شود قراردادهای «توافق بازخرید» یا «رپو» است. در این شیوه بانک مرکزی جهت افزایش عرضه ذخایر در بازار بین بانکی، اوراق بهادار را به صورت نقدی می‌خرد و در معامله با فروشنده اوراق شرط می‌کند که پس از مدت زمانی مشخص (مثلاً یک هفته) همان اوراق را از بانک مرکزی به قیمت مورد توافق بخرد. در زمانی که هدف کاهش عرضه ذخایر باشد نیز بانک مرکزی اوراق را با تعهد خرید آنها در آینده می‌فروشد (کوبهام،^۱ ۲۰۱۲، ص ۲۶).

در رابطه با این جزئیات سیاست‌گذاری پولی در کریدور بهره تسهیلات قاعده‌مند در نظام فدرال رزرو چند نکته قابل توجه است: نخست، معمولاً در عملیات رپو، قیمت معامله ثانویه بالاتر از قیمت معامله اولیه است و این در اصطلاح بهره کوتاه‌مدت این اوراق را شکل می‌دهد که اصطلاحاً «نرخ رپو»^۲ نامیده می‌شود؛^۳ دوم، در عملیات رپو، هر چند به لحاظ حقوقی خرید و فروش اتفاق می‌افتد، اما به لحاظ اقتصادی و مالی، اوراق واسطه و با وثیقه‌ای برای تضمین بازپرداخت به حساب می‌آیند و شاید به همین دلیل است که برخی از متون از این دسته معاملات با عنوان «وام‌های وثیقه‌دار»^۴ تعبیر می‌کنند. در واقع مثلاً اگر بانک مرکزی اوراق بخرد و طرف مقابل متعهد به بازخرید آن بعد از یک هفته باشد، اما به هر دلیل نتواند این کار را انجام دهد، اوراق در ملکیت بانک مرکزی قرار می‌گیرد و می‌تواند آن را در بازار بفروشد؛

سوم، عملیات رپو (برخلاف عملیات یک‌جا) تأثیر موقت بر حجم ذخایر موجود در بازار بین بانکی دارد و این با ماهیت کوتاه‌مدت سیاست‌گذاری پولی در چارچوب کریدوری سازگاری بیشتری دارد. در نهایت اینکه در عملیات رپو (برخلاف عملیات یک‌جا) بانک مرکزی می‌تواند به جای آنکه منابع خود را به صورت یک‌جا و دفعی در خرید یک نوع اوراق قرضه دولتی وارد کند،

1. Cobham

2. Repo Rate

۳. گفتنی است که شیوه کار فدرال رزرو بدین صورت نیست که در بازار بین بانکی با تمامی بانک‌ها و مؤسسات وارد معاملات رپو و یا معاملات یک‌جا شود؛ بلکه معمولاً بانک مرکزی معاملات مورد نظر خود را با مجموعه‌ای از مؤسسات اعتباری منتخب که در اصطلاح «معامله‌گران اولیه» (Primary Dealers) نامیده می‌شوند انجام می‌دهد و این معامله‌گران هستند که در ادامه اوراق را در بازار بین بانکی خرید و فروش می‌کنند. مثلاً بانک مرکزی به صورت یک‌جا اوراق خود را به این معامله‌گران می‌فروشد و آنها اوراق را در بازار بین بانکی به بانک‌های مختلف (توزیع اوراق بانک مرکزی) می‌فروشند.

4. Collateralized Loans

آنها در خرید انواع گوناگونی از اوراق قرضه دولتی وارد کند و از این طریق ریسک اعتباری سبد دارایی خود را حداقل نماید^۱ (وایتسل، ۲۰۰۶، ص ۲۴).

۵. تحلیل مدل استاندارد تسهیلات قاعده‌مند از منظر فقهی

پس از شناسایی نظریه و تجربه الگوی متعارف سیاست‌گذاری پولی در چارچوب کریدور نرخ بهره بازار پول، این پرسش مطرح می‌شود که آیا بانک مرکزی کشور ایران می‌تواند از الگوی متعارف سیاست‌گذاری پولی با تشکیل کریدور نرخ بهره استفاده کند؟ با توجه به اینکه در الگوی متعارف، بانک مرکزی همه شیوه‌های سپرده‌پذیری ذخایر مازاد بانک‌ها و عرضه تسهیلات به بانک‌ها را در قالب حقوقی قرض همراه با شرط زیاده انجام می‌دهد، قابلیت استفاده در چارچوب فقه امامیه و قانون عملیات بانکی بدون ربا را ندارد (نظریور و موسویان، ۱۳۹۳، ص ۲۴۷). به عبارت دیگر، هرچند اصل تشکیل کریدور بر اساس نرخ ذخایر در بازار پول با هدف سیاست‌گذاری پولی اشکال شرعی ندارد، ابزارها و شیوه‌های عملیاتی آن با فقه اسلامی سازگار نیست و طراحی الگوهای جایگزین اسلامی ضروری است.

۶. شیوه‌های جایگزین اسلامی به منظور ارائه تسهیلات قاعده‌مند

بانک مرکزی می‌تواند با استفاده از ظرفیت عقود اسلامی، شیوه‌هایی را جهت عرضه تسهیلات قاعده‌مند به بانک‌ها طراحی کند. نکته این است که تسهیلات قاعده‌مند، عملیاتی در بازار پولی کوتاه‌مدت است و به‌طور عمده، در سررسیدهای شبانه، سه‌روزه، هفتگی، ماهانه و به ندرت سالانه به‌وقوع می‌پیوندد. همچنین، لازم است این تسهیلات، حداقل ریسک و نرخ سود قطعی و از پیش تعیین‌شده را داشته باشند.

با توجه به این توضیحات، ابزارهای مبتنی بر عقود مشارکتی (مانند مشارکت، مضاربه، مزارعه و مساقات) از مجموعه ابزارسازی خارج می‌شوند؛ زیرا در این عقود، تعیین دقیق نرخ سود معاملات از ابتدا امکان ندارد. افزون بر این، عقود یادشده، به‌طور ذاتی، ریسک‌هایی دارند که مدیریت آنها یا امکان‌پذیر نیست یا مستلزم استفاده از شیوه‌هایی است که به‌صورتی شدن استفاده از این عقود می‌انجامد. در نهایت، عقود مشارکتی معمولاً در سررسیدهای کوتاه‌مدت (مثلاً شبانه یا سه‌روزه) قابل استفاده نیستند؛ زیرا معمولاً در این عقود لازم است منابع، در پروژه‌ای مشارکتی وارد شوند، پروژه، انجام و سود دو طرف محاسبه و تقسیم شود. انجام چنین پروژه‌هایی در

۱. جهت دریافت اطلاعات تکمیلی در مورد عملکرد نظام فدرال رزرو به تارنمای این بانک به آدرس ذیل مراجعه شود:
<http://www.federalreserve.gov>

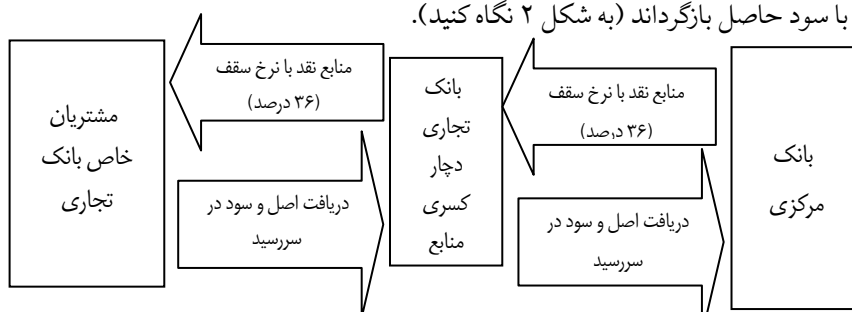
سررسیدهای کوتاه‌مدت یا اساساً شدنی نیست و یا اینکه اجرای واقعی آنها پر هزینه است. بنابراین، مناسب است جهت ابزارسازی برای تسهیلات قاعده‌مند از عقود مبادله‌ای استفاده شود. در ادامه به برخی از ابزارهای پیشنهادی که با استفاده از ظرفیت عقود مبادله‌ای طراحی شده‌اند اشاره می‌شود.

۶-۱. ابزارهای تسهیلات بانک مرکزی به بانک‌ها (سقف کریدور)

با استفاده از ظرفیت عقود مبادله‌ای می‌توان ابزارهایی جهت عرضه تسهیلات توسط بانک مرکزی به بانک‌ها طراحی کرد که در ادامه به سه مورد از آنها اشاره می‌شود:

الف) وکالت خاص جهت انعقاد عقود مبادله‌ای

این شیوه مخصوص بانک‌هایی است که مشتریان خاصی دارند که می‌توانند به آنها تسهیلات با نرخ‌های زیاد (مثلاً ۳۶ درصد) دهند (با فرض قانونی بودن این کار). در این وضعیت، ابتدا بانک تجاری به بانک مرکزی اعلام می‌کند مشتریان خاصی دارد که نیازمند ۱۰۰۰ میلیارد ریال منابع هستند و حاضرند بر اساس عقود مبادله‌ای ۳۶ درصد سود بپردازند. برای مثال، بانک می‌تواند کالاهایی را به صورت نقد برای آنها بخرد و با نرخ ۳۶ درصد، بر اساس عقد مباحه، به آنها بفروشد. بر اساس فرض، از طرفی، منابع داخلی بانک برای پرداخت این تسهیلات کفایت نمی‌کند و از طرف دیگر، این بانک (به هر دلیل) نتوانسته است نیاز خود را از بازار بین بانکی تأمین کند. بانک چاره‌ای جز مراجعه به بانک مرکزی ندارد. بانک مرکزی وضعیت بانک را بررسی می‌کند و در صورت تأیید وضعیت جهت استفاده از منابع بانک مرکزی، بر اساس عقد وکالت خاص (در انعقاد عقود مبادله‌ای)، ۱۰۰۰ میلیارد ریال منابع نقد در اختیار این بانک قرار می‌دهد تا به وکالت از طرف بانک مرکزی عقود مبادله‌ای با نرخ ۳۶ درصد منعقد کند و در سررسید، منابع این بانک را همراه با سود حاصل بازگرداند (به شکل ۲ نگاه کنید).

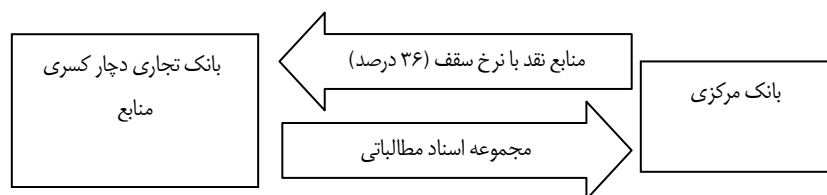


شکل ۲: تسهیلات بانک مرکزی به بانک‌ها بر اساس وکالت خاص

در عقد وکالت خاص، مانند اجاره، تمدید قرارداد با نرخ‌های بیشتر به لحاظ شرعی صحیح است. به‌طور مثال، اگر بانک تجاری در سررسید، امکان بازگرداندن منابع بانک مرکزی را نداشته باشد؛ اگر بانک مرکزی با تمدید موافق باشد، می‌تواند عقد وکالت خود را با نرخ‌های سود جدید تمدید کند. همان‌طور که ملاحظه می‌شود، این شیوه برخلاف دوروش پیشین، کارکرد عمومی ندارد و مخصوص بانک‌هایی است که مشتریان خاصی دارند و به لحاظ قانونی می‌توانند به آنها تسهیلات با نرخ‌های زیاد بدهند.

ب) بیع دین اسناد تجاری بانک‌ها

در این شیوه در وضعیتی که بانک مرکزی قصد عرضه تسهیلات به بانک‌های تجاری را داشته باشد از آنها تقاضا می‌کند اسناد مطالباتی خود را، که از مشتریان یا سایر بانک‌ها دریافت کرده‌اند، به‌صورت یک مجموعه درآورند و آن را نزد بانک مرکزی، با نرخی که این بانک تعیین می‌کند (نرخ سقف)، تنزیل کنند. عقد بیع دین که مورد تأیید مشهور فقهای شیعه و شورای نگهبان است، می‌تواند به‌صورت بسیار کوتاه‌مدت استفاده شود (به شکل ۳ نگاه کنید).



شکل ۳: تسهیلات بانک مرکزی به بانک‌ها بر اساس بیع دین

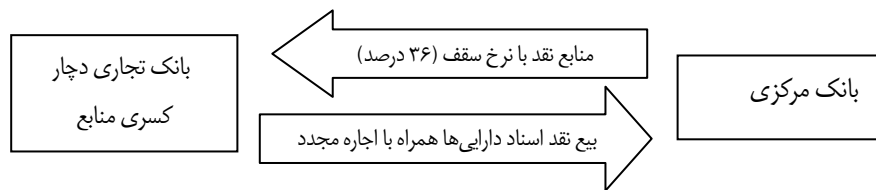
برای مثال، بانکی تجاری به‌طور موقت با کسری منابع مواجه است و در اتاق پایاپای توانایی نقد کردن چک‌های خود را ندارد و قصد اضافه برداشت از منابع بانک مرکزی (به میزان ۹۷۰ میلیارد ریال برای یک ماه) دارد؛ در این وضعیت، بانک مرکزی اعلام می‌کند که این تسهیلات فقط با نرخ سالانه ۳۶ درصد (ماهانه ۳ درصد) و در برابر دریافت اسناد مطالباتی بانک، پرداخت شدنی است. در ادامه، بانک تجاری مجموعه‌ای ۱۰۰۰ میلیارد ریالی را از اسناد مطالباتی (شامل چک، سفته و غیره) که از مشتریان خود یا سایر بانک‌ها در اختیار دارد، به‌صورت یک مجموعه درمی‌آورد و بر اساس عقد بیع دین با نرخ ماهانه ۳ درصد، به بانک مرکزی می‌فروشد و به مدت یک هفته به ۹۷۰ میلیارد ریال منابع نقد دست می‌یابد. در سررسید (پایان ماه)، بانک تجاری مبلغ ۱۰۰۰ میلیارد ریال در اختیار بانک مرکزی قرار می‌دهد و اسناد تجاری خود را دریافت می‌کند.

(اسناد تجاری را تنزیل مجدد می‌کند). بانک تجاری ضامن نقد شدن چک‌ها در سررسید خواهد بود. بهتر است اسناد تجاری که مبنای این عملیات قرار می‌گیرد، به لحاظ سررسید، همگن باشد. برای مثال، بانک تجاری مجموعه‌ای از چک‌ها را که از مشتریان (و سایر بانک‌ها) طلب دارد و سررسید آنها یک‌ساله است، به صورت مجموعه درمی‌آورد و آنها را نزد بانک مرکزی - برای یک ماه - تنزیل می‌کند. در این مرحله، بانک مرکزی یک ماه از مشتریان بانک تجاری طلبکار خواهد بود، اما در پایان ماه، این طلب دوباره به بانک تجاری، تنزیل و این بانک دوباره از مشتریان، طلبکار می‌شود. به طور خلاصه، اسناد مطالباتی بانک تجاری برای یک ماه در اختیار بانک مرکزی قرار می‌گیرد و دوباره به این بانک بازمی‌گردد. توجه شود که در عقد بیع دین، امکان تمدید قرارداد در سررسید با نرخ‌های بیشتر وجود ندارد و این کار در زمره ربای جاهلی قرار می‌گیرد. برای مثال، اگر در پایان ماه، بانک تجاری اعلام کند امکان پرداخت منابع بانک مرکزی را ندارد، بانک مرکزی می‌تواند اسناد را در بازار بین بانکی (با نرخ ۲۸ درصد) بفروشد و به نقدینگی دست یابد، اما اگر بانک مرکزی تصمیم گرفت قرارداد را با نرخ‌های بیشتر تمدید کند و به بانک تجاری فرصت بیشتری دهد، این کار به لحاظ شرعی ممکن نیست.

برای حل این مشکل، بانک مرکزی می‌تواند اسناد مطالباتی جدیدی از بانک دریافت کند و با تنزیل آنها (با نرخ‌هایی بیش از نرخ‌های قبل) منابع نقد جدید در اختیار بانک قرار داده و بانک با استفاده از این منابع جدید، بدهی گذشته خود را تسویه کند (تبدیل قرارداد قبلی به یک قرارداد جدید). البته، این بدان معنا نیست که بدهی بانک به صورت پیوسته و بدون ضابطه افزایش یابد، بلکه این راهکار فقط برای دفعات محدودی به کار می‌رود. اصل بر آن است که بانک در سررسید، بدهی خود را به بانک مرکزی بازگرداند و در صورت امتناع، بانک مرکزی اسناد وی را در بازار بین بانکی بفروشد؛ اما در وضعیت بسیار خاص، که بانک - با دلایل موجه - قصد تمدید موقت دارد، بانک مرکزی می‌تواند از این راهکار استفاده کند.

ج) بیع نقد و اجاره مجدد اسناد دارایی‌های قابل اجاره بانک‌ها

در این شیوه، بانک مرکزی اعلام می‌کند که بانک‌های نیازمند منابع می‌توانند مجموعه‌ای را از اسناد دارایی‌های غیر منقول (مثل ساختمان شعب) به صورت یک مجموعه درآورند و به این بانک به صورت نقد بفروشند و هم‌زمان (با نرخ‌هایی که این بانک تعیین می‌کند) اجاره به شرط تملیک کنند (به شکل ۴ نگاه کنید).



شکل ۴: تسهیلات بانک مرکزی به بانک‌ها بر اساس بیع نقد و اجاره مجدد

برای مثال، می‌توان فرض کرد بانکی تجاری به‌طور موقت دچار کسری منابع شده و در اتاق پایاپای توانایی نقد کردن چک‌های خود را ندارد و قصد اضافه برداشت از منابع بانک مرکزی (به میزان ۱۰۰۰ میلیارد ریال برای یک ماه) را کرده است. در این وضعیت، بانک مرکزی اعلام می‌کند این تسهیلات فقط با نرخ سالانه ۳۶ درصد (ماهانه ۳ درصد) و در ازای دریافت اسناد ساختمان‌های شعب، پرداخت‌شدنی است.

در ادامه، بانک تجاری مجموعه‌ای ۱۰۰۰ میلیارد ریالی از اسناد ساختمان‌های شعب خود را به‌صورت یک مجموعه درمی‌آورد و به‌صورت نقد به بانک مرکزی می‌فروشد و هم‌زمان اجاره به شرط تملیک می‌کند. بانک مرکزی نرخ اجاره را به میزان ماهانه ۳ درصد تعیین می‌کند. در سررسید (پایان ماه)، بانک مرکزی در ازای دریافت ۱۰۰۰ میلیارد ریال، دوباره این اسناد را به تملیک بانک تجاری درمی‌آورد (بیع مجدد).

در عقد اجاره برخلاف بیع دین، تمدید قرارداد با نرخ‌های بیشتر — به لحاظ شرعی — صحیح است. برای مثال، فرض کنید بانک تجاری در سررسید، امکان بازگرداندن منابع بانک مرکزی را ندارد. اگر بانک مرکزی به هر دلیل با تمدید موافق نباشد، اسناد دارایی‌هایی که در اختیار دارد را به فروش می‌رساند و به منابع خود دست می‌یابد و اگر با تمدید موافق باشد، دارایی‌ها را با نرخ‌های اجاره جدید (مثلاً ماهانه ۴ درصد) به بانک تجاری اجاره می‌دهد.

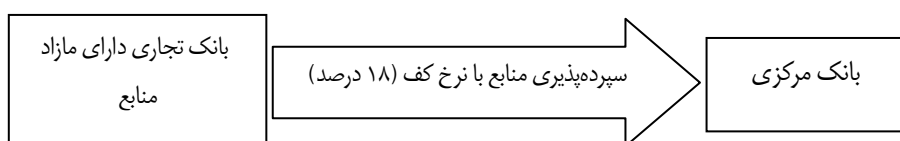
۶-۲. ابزارهای سپرده‌گذاری بانک‌ها نزد بانک مرکزی (کف کریدور)

با استفاده از ظرفیت عقود مبادله‌ای، می‌توان ابزارهایی جهت سپرده‌پذیری منابع مازاد بانک‌ها نزد بانک مرکزی معرفی کرد که در ادامه به چند مورد از آنها اشاره می‌شود:

الف) سپرده‌پذیری بر اساس وکالت خاص

در این شیوه، ابتدا بانک مرکزی استخری از فعالیت‌های سودده خود تشکیل می‌دهد و نرخ سود این استخر را مشخص می‌کند. برخی از فعالیت‌های سودده بانک مرکزی شامل این موارد است: ضرب

سکه، تولید کاغذ امنیتی و اسناد بهادار، کارمزد تبدیل دلار دولت به ریال و فروش دلار به بانک‌ها، عرضه خدمات خاص به بانک‌ها و دریافت کارمزد، سرویس چاپخانه بانک مرکزی و سپرده‌گذاری در بانک‌های داخلی و خارجی. در ادامه، بانک مرکزی با توجه به حجم استخر منابعی که دارد به سپرده‌پذیری منابع مازاد بانک‌ها اقدام می‌کند و با توجه به بازده استخر منابع، به آنها سود می‌پردازد (به شکل ۵ نگاه کنید). البته میزان سپرده‌پذیری در این شیوه محدود به حجم فعالیت‌های سودده بانک مرکزی (قرار گرفته در استخر دارایی‌ها) می‌باشد.



شکل ۵: تشکیل استخر دارایی‌های سودده بانک مرکزی و سپرده‌پذیری بر اساس وکالت خاص

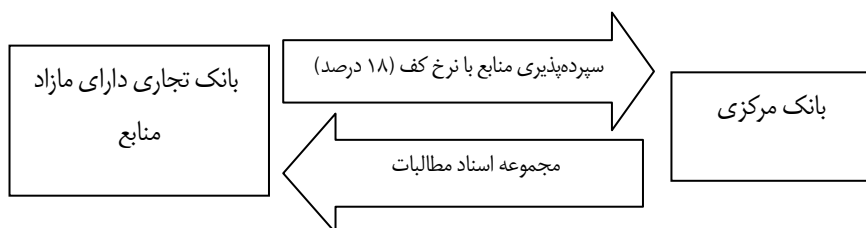
برای مثال، فرض می‌شود بانکی تجاری به‌طور موقت (در اردیبهشت) دارای مازاد منابع (به میزان ۱۰۰۰ میلیارد ریال) شده و به هر دلیل (مثلاً وجود ریسک)، قصد ندارد این منابع را در بازار بین بانکی با نرخ ۲۸ درصد در اختیار سایر بانک‌های نیازمند به منابع قرار دهد، بلکه می‌خواهد منابع خود را با ریسک کمتر به مدت یک ماه نزد بانک مرکزی سپرده‌گذاری کند و از نرخ سود کف کریدور (مثلاً ۱۸ درصد سالانه) برخوردار شود. واضح است هرچند بازار بین بانکی بازاری کوتاه‌مدت با حداقل ریسک است، ریسک بانک مرکزی از تمام بانک‌ها کمتر است و این ریسک کم انگیزه سپرده‌گذاری نزد بانک مرکزی است. در ادامه، بانک مرکزی (به وکالت از طرف بانک تجاری) منابع سپرده‌گذاری شده را در فعالیت‌های سودده خود استفاده می‌کند و اصل و سود حاصل را در سررسید (پایان ماه) به بانک تجاری بازمی‌گرداند.

در این شیوه، بهتر است بانک مرکزی فقط دارایی‌هایی را در استخر فعالیت‌های خود وارد کند که سود قطعی و از پیش تعیین شده دارد، تا بتواند نرخ بازده قطعی و از پیش تعیین شده استخراج کند و از ابتدا به سپرده‌گذاران (بانک‌های دارای مازاد) اعلام کند. همچنین در این شیوه، تمدید قرارداد با نرخ‌های سود جدید (در وضعیتی که سود استخر تغییر کند) ممکن است.

ب) تنزیل اسناد تجاری بانک مرکزی نزد بانک‌ها (بیع دین)

در این شیوه، در وضعیتی که بانک مرکزی قصد سپرده‌پذیری منابع مازاد بانک‌ها را دارد، اسناد مطالباتی را که از سایر بانک‌ها در اختیار دارد، نزد بانک دارای مازاد منابع تنزیل می‌کند. این رابطه

بر اساس عقد بیع دین سامان می‌یابد که همان‌طور که گفته شد، مورد تأیید مشهور فقهای شیعه و شورای نگهبان است (به شکل ۶ نگاه کنید).



شکل ۶: تنزیل اسناد تجاری بانک مرکزی نزد بانک‌ها بر اساس بیع دین

به‌طور قطع، این راهکار در وضعیتی عملیاتی خواهد شد که بانک مرکزی به اندازه‌ای اسناد مطالباتی از بانک‌ها در اختیار داشته باشد که بتواند آنها را نزد بانک دارای مازاد (با نرخ کف) تنزیل کند. بهترین منبع جهت تأمین این اسناد مطالباتی تسهیلات بانک مرکزی به بانک‌ها در سقف کریدور است. در وضعیتی که بانک مرکزی تسهیلات خود (شامل اضافه برداشت‌های بانک‌ها) را به عرضه اسناد مطالباتی بانک‌های دچار کسری مشروط کند، این اسناد در مدت قرارداد در اختیار بانک مرکزی قرار دارد و می‌تواند در کف کریدور تنزیل شود.

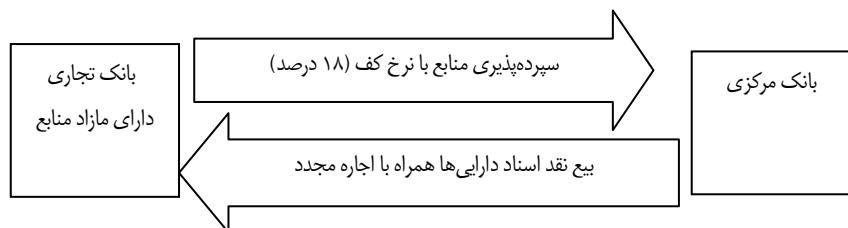
برای مثال، می‌توان فرض کرد که یک بانک تجاری ۹۷۰ میلیارد ریال از بانک مرکزی اضافه برداشت کرده و این کار را بر اساس تنزیل ۱۰۰۰ میلیارد ریال اسناد مطالباتی خود از مشتریان انجام داده است (با نرخ ماهانه ۳ درصد، معادل سالانه ۳۶ درصد). در این وضعیت، بانک مرکزی به مدت یک ماه مالک اسناد مطالباتی به میزان ۱۰۰۰ میلیارد ریال است و می‌تواند آنها را مثلاً برای یک هفته در کف کریدور نزد بانک دارای مازاد منابع تنزیل کند (با نرخ ماهانه ۱/۵ درصد معادل سالانه ۱۸ درصد).

در این وضعیت، بانک مرکزی اسناد مطالباتی را با نرخ تنزیل ۳۶ درصد در سقف کریدور دریافت می‌کند و با نرخ ۱۸ درصد در کف کریدور به بانک دارای مازاد منابع می‌فروشد و با این شیوه، سپرده‌پذیری با نرخ ثابت و از پیش تعیین شده انجام می‌دهد. مباحثی که پیشتر درباره تمدید قرارداد با نرخ‌های جدید مطرح شد، اینجا به‌صورت مشابهی کاربرد دارد.

ج) بیع نقد و اجاره مجدد اسناد دارایی‌های قابل اجاره بانک مرکزی

در این شیوه، در وضعیتی که بانک مرکزی قصد سپرده‌پذیری منابع مازاد بانک‌ها را داشته باشد، اسناد دارایی‌های غیر منقول خود را به‌صورت نقد به بانک تجاری می‌فروشد و هم‌زمان، اجاره به

شرط تملیک می‌کند. اجاره‌بها در این رابطه معادل نرخ کف کریدور (مثلاً ۱۸ درصد سالانه) تعیین می‌شود (به شکل ۷ نگاه کنید).



شکل ۷: تنزیل اسناد تجاری بانک مرکزی نزد بانک‌ها بر اساس بیع دین

این راهکار نیز در وضعیتی عملیاتی خواهد شد که بانک مرکزی دارایی‌های غیر منقولی در اختیار داشته باشد که بتواند آنها را به صورت نقد بفروشد و هم‌زمان، اجاره به شرط تملیک کند. مسئله آن است که آیا بانک مرکزی چنین اسناد دارایی را دارد؟ در پاسخ می‌توان این طور مطرح کرد: اول، بانک مرکزی دارایی‌های غیر منقولی دارد که می‌تواند مبنای این عملیات قرار گیرد (مانند ساختمان‌های اداری و غیراداری اجاره‌ای، نرم‌افزارهای خاصی که در اختیار دارد و غیره)؛ دوم، بر فرض هم که میزان این نوع دارایی‌های بانک مرکزی کم باشد، می‌تواند اسناد مالکیتی را که از بانک‌های دچار کسری در سقف کریدور دریافت کرده است، مبنای این عملیات قرار دهد.

برای مثال، فرض می‌شود ابتدا بانک مرکزی استخری را از دارایی‌های غیر منقولی که در اختیار دارد، تشکیل می‌دهد. این استخر شامل دارایی‌های غیر منقول خود بانک مرکزی و دارایی‌های بانک‌هاست که به دلیل استفاده از تسهیلات در سقف کریدور، در تملک بانک مرکزی قرار گرفته است. در این وضعیت، بانک دارای مازاد منابع که قصد سپرده‌پذیری منابع خود را نزد بانک مرکزی دارد، به این بانک مراجعه می‌کند و به اندازه سپرده خود، سهمی از این استخر می‌خرد (مالک بخشی از دارایی‌های موجود در استخر می‌شود). در ادامه، سهم خود را با نرخ ماهانه ۱/۵ درصد، دوباره به بانک مرکزی اجاره به شرط تملیک می‌کند. در این وضعیت، سپرده‌پذیری منابع بانک دارای مازاد نزد بانک مرکزی با نرخ کف سالانه ۱۸ درصد (ماهانه ۱/۵ درصد) اجرایی می‌شود.

البته، سررسید این سپرده‌پذیری در کف باید کوتاه‌تر از تسهیلات‌دهی در سقف باشد. یعنی مثلاً بانک مرکزی در سقف، قرارداد شش ماهه منعقد می‌کند و به مدت شش ماه مالک مجموعه‌ای از ساختمان‌ها می‌شود؛ اما در کف، مثلاً قرارداد یک هفته‌ای تدوین می‌کند و مالکیت خود را به مدت یک هفته به بانک دارای مازاد منتقل می‌کند. همچنین، مباحثی که پیشتر درباره تمدید قرارداد اجاره با نرخ‌های جدید مطرح شد، اینجا نیز به صورت مشابهی کاربرد دارد.

۷. جمع‌بندی، توصیه‌های سیاستی و پیشنهاداتی برای تحقیقات آتی

مسئله اصلی این مقاله امکان طراحی ابزارهای اسلامی جهت عرضه تسهیلات قاعده‌مند توسط بانک مرکزی، استفاده از آن برای تشکیل کریدور نرخ سود در بازار بین بانکی و سیاست‌گذاری پولی در داخل این کریدور است. همان‌طورکه ملاحظه شد، می‌توان با استفاده از ظرفیت عقود مبادله‌ای، انواعی از ابزارها و شیوه‌ها را جهت راه‌اندازی کریدور نرخ سود در چارچوب بانکداری بدون ربا طراحی کرد. در این تحقیق، سه ابزار برای راه‌اندازی سقف و سه ابزار برای راه‌اندازی کف کریدور طراحی شد. تشکیل کریدور نرخ سود می‌تواند در کشف نرخ منابع در بازار پول و استفاده از آن جهت سیاست‌گذاری پولی بانک مرکزی و علامت‌دهی به سایر بازارهای مالی، نقش مهمی داشته باشد. با توجه به تحلیل‌های این پژوهش، توصیه‌های سیاستی ذیل خطاب به بانک مرکزی کشور بیان می‌شود:

- در حال حاضر، درجه‌های اعتباری بانک مرکزی (شامل اضافه برداشت) کارکرد سیاست‌گذاری ندارد و از دیدگاه شرعی نیز توجیه‌پذیر نیست. پیشنهاد می‌شود تسهیلات بانک مرکزی فقط بر اساس عقود اسلامی با نرخ‌های مشخص و از پیش تعیین‌شده عرضه شود؛
- در حال حاضر، سپرده‌پذیری منابع مازاد بانک‌ها نزد بانک مرکزی کارکرد سیاست‌گذاری ندارد. پیشنهاد می‌شود بانک مرکزی با استفاده از ظرفیت عقود اسلامی سپرده‌های مشخصی با نرخ‌های از پیش تعیین‌شده طراحی کند؛
- در حال حاضر، فرایند سپرده‌پذیری و تسهیلات‌دهی بانک مرکزی چندان قاعده‌مند نیست. پیشنهاد می‌شود این فرایند، با استفاده از عقود اسلامی، قاعده‌مند و شفاف شود؛
- بانک مرکزی به‌صورت ترکیبی از ابزارهای پیشنهادی در این پژوهش استفاده کند. استفاده صرف از یک ابزار (به دلیل محدودیت‌هایی که در هر یک از ابزارها وجود دارد) توصیه نمی‌شود؛
- یکی از مهم‌ترین مباحث در موفقیت کریدور نرخ سود این است که بخش‌های کارشناسی بانک مرکزی نرخ‌های کف و سقف کریدور را به درستی تعیین کنند. بر این اساس، لازم است این نرخ‌ها ثابت نباشد و با توجه به وضعیت اقتصادی، به‌صورت سیاستی، تعیین شود؛
- تعیین نرخ‌ها باید به‌صورتی باشد که انگیزه بانک‌ها در سپرده‌گذاری نزد بانک مرکزی و تسهیلات‌گیری از این بانک را به‌صورت مناسبی متأثر کند و امکان تشکیل کریدور نرخ سود در بازار بین بانکی را فراهم کند؛
- لازم است بانک مرکزی با اتخاذ تدابیر لازم، اوضاع را به‌گونه‌ای مدیریت کند که عقود اسلامی (مانند بیع نقد، اجاره و غیره) به‌صورت واقعی و غیرصوری بین بانک‌ها و بانک مرکزی

منعقد شود. انجام نظارت شرعی و انتقال اسناد دارایی‌ها در دفاتر اسناد رسمی، به اجرای واقعی عقود کمک می‌کند؛

- به‌طور قطع، اولین باری که از شیوه‌های پیشنهادی در این تحقیق استفاده می‌شود، برای بانک مرکزی هزینه‌هایی ایجاد می‌گردد و انجام آنها زمان‌بر است؛ اما طی زمان، با آشنایی کامل ذی‌نفعان با این شیوه‌ها، به تدریج سرعت عملیات افزایش و هزینه‌های آن کاهش می‌یابد. لذا، پیشنهاد می‌شود شیوه‌ها ابتدا در حجم‌های محدود استفاده گردد و با آزمون و خطا، به تدریج توسعه یابد.

با توجه به جدید بودن ابزارهای مطرح شده در این پژوهش، مناسب است ابعاد و جزئیات استفاده از ابزارهای یادشده، در تحقیقات آتی پژوهش شود. به‌طور مشخص، تحقیقات آتی می‌توانند به این سؤالات پاسخ دهند:

- الگوی مناسب قیمت‌گذاری یا کشف نرخ‌های سود کوتاه‌مدت در رابطه با ابزارهای سقف و کف کریدور بانک مرکزی کدام است؟

- چگونه بانک مرکزی می‌تواند با هدایت نرخ‌های سود کوتاه‌مدت در بازار پول، به نرخ‌های سود سپرده‌ها و تسهیلات، نرخ سود ابزارهای بازار سرمایه، نرخ سود اسناد خزانه دولت و غیره، جهت داده و از این مسیر، تشکیل منحنی بازده را در بازارهای مالی پیگیری کند؟

- تدابیر لازم به منظور جلوگیری از صوری شدن روابط و عقود مورد استفاده بین بانک‌ها و بانک مرکزی در سقف و کف کریدور، کدام است؟ در این زمینه، انتقال اسناد دارایی‌ها در دفاتر اسناد رسمی، به چه میزان می‌تواند مفید باشد؟

- نظارت شرعی بر روابط بانک مرکزی و بانک‌ها در بازار پول به چه صورتی می‌تواند انجام شود؟ الگوی مناسب در این رابطه کدام است؟

- الزامات نظام موجود در بانکداری مرکزی متعارف کدام است؟ آیا امکان تغییر مسائل یا منحل شدن مسائل در نظامات رقیب بانکداری قابل تصور است؟

منابع و مأخذ

۱. حاجیان، محمدرضا (۱۳۹۲)، بازار بین بانکی ریالی، چاپ دوم، تهران: پژوهشکده پولی و بانکی.
۲. حسینی دولت آبادی، سیدمهدی و کامران ندری (۱۳۹۱)، «آثار بخشی سیاست پولی در چارچوب نظام بانکداری بدون ربا»، دوفصلنامه جستارهای اقتصادی ایران، ش ۱۷، ص ۹-۳۰.
۳. سلیمانی، محمد (۱۳۸۶)، «زیربناهای سازمانی لازم جهت مدیریت نقدینگی در بانکداری اسلامی»، مجموعه مقالات نخستین همایش مالی اسلامی، تهران: دانشگاه امام صادق (علیه السلام).
۴. شعبانی، احمد و وهاب قلیچ (۱۳۹۰)، «قابلیت اوراق بهادار اسلامی در مهار تورم به عنوان ابزار سیاستی»، اقتصاد اسلامی، ش ۴۳، ص ۲۵-۴۲.
۵. عباسی مقدم، ابوالفضل (۱۳۸۸)، امکان‌سنجی استفاده از اوراق غیرقرضه‌ای به عنوان ابزار عملیات بازار باز در سیاست پولی، پایان‌نامه کارشناسی ارشد اقتصاد، به راهنمایی دکتر احمد شعبانی، تهران: دانشگاه امام صادق (علیه السلام).
۶. ربی، سیدهادی و محسن معارفی (۱۳۸۹)، «بررسی مسئله گذار به ابزار غیرمستقیم پولی در کشورهای اسلامی: تحلیل فقهی-اقتصادی»، دوفصلنامه جستارهای اقتصادی، ش ۱۳، ص ۷۳-۱۰۱.
۷. قضاوی، حسین و حسین بازمحمدی (۱۳۹۱)، عملیات بازار باز در چارچوب بانکداری بدون ربا: مطالعه موردی: اسناد خزانه اسلامی، تهران: پژوهشکده پولی و بانکی.
۸. کیانی، حسن (۱۳۸۶)، سیاست‌گذاری پولی در بانکداری اسلامی، پایان‌نامه کارشناسی ارشد اقتصاد، به راهنمایی دکتر کامران ندری، تهران: دانشگاه امام صادق (علیه السلام).
۹. موسویان، سیدعباس و مهدی الهی (۱۳۸۹)، «امکان‌سنجی فقهی تشکیل بازار بین بانکی در بانکداری اسلامی»، اقتصاد اسلامی، ش ۳۸، ص ۵۵-۷۸.
۱۰. مؤمنی، فرشاد و حمیدرضا حری (۱۳۸۸)، «بانکداری مرکزی در نظام بانکداری اسلامی بدون ربا: شناسایی و ارزیابی ابزارهای پولی کارآمد»، پژوهشنامه اقتصادی، ش ۶، ص ۲۱-۴۳.
۱۱. نظریور، محمدنقی و سیدعباس موسویان (۱۳۹۳)، بانکداری بدون ربا: از نظریه تا تجربه، قم: انتشارات دانشگاه مفید.
۱۲. نظریور، محمدنقی و میثم حقیقی (۱۳۹۲)، «نقش بانک مرکزی در اعمال سیاست پولی به وسیله بازار بین بانکی»، اقتصاد اسلامی، ش ۴۹، ص ۵۹-۸۴.
۱۳. نودهی، محسن (۱۳۸۷)، «بررسی امکان طراحی اوراق مناسب عملیات شبه بازار باز»، اقتصاد اسلامی، ش ۳۰، ص ۲۱-۴۴.

14. Ahmad, O. (2001), *Islamic Financial Instruments to Manage Short-Term Excess Liquidity*, Jeddah: IDB.
15. Axilrod, S. (2009), *Inside the Fed*, Cambridge: The MIT Press.
16. Bacha, O. (2008), “The Islamic Interbank Money Market and a Dual Banking System: the Malaysian Experience”, *International Journal of Islamic and Middle Eastern Finance and Management*, Vol. 1 Issue. 3.
17. Berentsen, A, Marchesiani, A, and Christopher J. (2010), “Channel Systems: Why Is There a Positive Spread?”, *Federal Reserve Bank of St. Louis Working Paper Series*, No. 2010-049A.
18. Bindseil, U. and Jablecki, J. (2011), “The optimal width of the central bank standing facilities corridor and banks’ day-to-day liquidity management”, *ECB Working Paper*, No. 1350.
19. Bindseil, U, (2014), *Monetary Policy Operations and the Financial System*, London: Oxford University Press.
20. Chapman, J, J. Chiu, and Molico, M. (2010), “Central bank haircut policy”, *Bank of Canada Working Paper*, N. 23.
21. Clews, R, Salmon, C. and Weeken, O. (2010), “The Bank’s money market framework”, *Bank of England Quarterly Bulletin*, V. 4.
22. Cobham, D. (2012), “The Past, Present, and Future of Central Banking”, *Oxford Review of Economic Policy*, Vol. 28, No. 4.
23. Ferguson, N. (2008), *The ascent of money: a financial history of the world*, New York: The Penguin Press.
24. Kahn, G. (2010), “Monetary Policy under a Corridor Operating Framework”, *Federal Reserve Bank of Kansas Working Paper*, No. 45.
25. Lind, M. (2012), *Land of promise: an economic history of the United States*, New York: Harper Collins.
26. Wallace, W. (2013), *The American Monetary System: an Insider’s View of Financial Institutions, Markets and Monetary Policy*, Springer: Cham Heidelberg.
27. Whitesell, W. (2006), “Interest Rate Corridors and Reserves”, *Journal of Monetary Economics*, Vol. 53, No. 2, pp. 22-42.