

## تجربه کشورهای مختلف اسلامی در بکارگیری ابزارهای مالی منطبق با شریعت در بازار پول بین بانکی اسلامی دکتر کامران ندری<sup>۱</sup>، لیلا محرابی<sup>۲</sup>

### چکیده

بانکها و مؤسسات مالی اسلامی به ویژه در ارتباط با معاملات بین بانکی با سایر بانکها و همچنین با بانکهای متعارف با محدودیت‌های زیادی روبه‌رو هستند و دسترسی به ابزارهای بازار پول منطبق بر شریعت در میان کشورهای اسلامی متفاوت و محدود است. در این میان، بیش‌تر ابزارهای تأمین مالی کوتاه‌مدت بانک مرکزی نیز با اصول و قوانین شریعت سازگار نیست. از این رو، در ارتباط با بانکها و مؤسسات مالی اسلامی، مدیریت نقدینگی توسط بانک مرکزی هنوز در مراحل ابتدایی خود قرار گرفته است و همچنان این نگرانی ایجاد می‌شود که آیا مقام پولی با بینش اسلامی می‌تواند وظیفه اصلی خود را که ایجاد هماهنگی بین بخش پولی و بخش واقعی است، از طریق کنترل حجم پول به انجام رساند. با توجه به اهمیت موضوع، طی سالیان اخیر اقداماتی در جهت گسترش ابزارهای سیاست پولی در کشورهای اسلامی صورت گرفته که در این مقاله با تأکید بر تجربه‌های کشورهای چون مالزی، سودان، اندونزی و بحرین، ساختار و ویژگی‌های ابزارهای مورد استفاده توسط بانکها و مؤسسات مالی اسلامی با سایر بانکها در بازار بین بانکی برای مدیریت نقدینگی، ابزارهای بانک مرکزی برای عملیات بازار باز و تأمین مالی دولت در بازار بین بانکی و در نهایت ابزارهای بانکهای مرکزی و دولت‌ها جهت اعطای تسهیلات اعتباری به عنوان وام‌دهنده نهایی معرفی و بررسی شده است.

**واژگان کلیدی:** بانکداری اسلامی، سیاست پولی، بانکداری مرکزی، بازار بین بانکی.

**طبقه بندی JEL :** E40, E44, P40

<sup>۱</sup> استادیار اقتصاد دانشگاه امام صادق (ع) و مدیر گروه بانکداری اسلامی پژوهشکده پولی و بانکی بانک مرکزی

ج.ا.ا. k.nadri@gmail.com

<sup>۲</sup> پژوهشگر پژوهشکده پولی و بانکی بانک مرکزی ج.ا.ا. L.mehrabi@mbri.ac.ir (نویسنده مسئول)

## مقدمه

هر کشوری با هر نظام اقتصادی دارای هدف‌های معین اقتصادی است که برای رسیدن به آنها تلاش می‌کند. به عنوان مثال، نظام‌های اقتصادی کشورها، درصد دستیابی به هدف‌های رشد و توسعه اقتصادی، افزایش اشتغال و رفاه جامعه از طریق ابزارها و سیاست‌های اقتصادی هستند و برای رسیدن به وضعیت مطلوب، بهبود وضعیت موجود یا هدف‌های تعیین شده، راه معینی را پیش می‌گیرند که به عنوان سیاست کلان اقتصادی شناخته شده است. بنابراین شناخت این سیاست‌ها و اثرات آنها روی متغیرهای اقتصادی، همچنین کمیت و کیفیت ابزارهای مورد استفاده در این مسیر، فرآیند مؤثر این سیاست‌ها را تسهیل می‌کند.

سیاست‌های اقتصاد کلان به دو گروه مختلف سیاست‌های غیرمستقیم (سیاست‌های مدیریت تقاضا) که به طور عمده، شامل سیاست‌های مالی و پولی هستند و سیاست‌های مستقیم (سیاست‌های مدیریت عرضه) که شامل سیاست‌های بازرگانی و درآمدی است تقسیم می‌شوند. در این میان از طریق سیاست پولی، مقامات پولی کشور تلاش می‌کنند در چارچوبی هماهنگ با سایر سیاست‌های اقتصادی، عرضه و تقاضای پول را به نحوی کنترل کنند که متناسب با اهداف اقتصادی کشور باشد که مهم‌ترین این اهداف، ایجاد ثبات پولی در اقتصاد از طریق کنترل تورم و به حداقل رساندن آن است. از این‌رو اعمال سیاست پولی زمانی آسان و قطعی است که سیاست‌گذاران اقتصادی اطلاعات کافی در مورد ساختار اقتصادی و چگونگی وابستگی ابزار سیاست پولی با متغیرهای اقتصادی که هدف نهایی آن‌ها محسوب می‌شوند در اختیار داشته باشند.

با این اوصاف، سیاست‌های پولی به مجموعه تدبیرها و تصمیم‌هایی اطلاق می‌شود که از طریق بانک مرکزی و با استفاده از ابزارهای پولی معین برای کنترل حجم پول و اعتبار گرفته می‌شود. بدین منظور در اقتصاد سرمایه‌داری، از ابزارهایی مانند نرخ بهره، نرخ تنزیل، نرخ تنزیل مجدد، نرخ ذخیره قانونی و عملیات بازار باز<sup>۱</sup> استفاده می‌شود که

<sup>۱</sup> Open Market Operation (OMO)

همگی آنها نمی‌توانند در بانکداری بدون ربا بکار گرفته شوند؛ زیرا این ابزارها بیش‌تر بر پایه نرخ بهره عمل می‌کنند و بانک‌های مرکزی در اجرای سیاست پولی اسلامی تنها از ابزارهایی می‌توانند استفاده کنند که درباره عدم پرداخت و دریافت بهره در معاملات مالی، منطبق بر شریعت باشند. البته بسیاری از ابزارهای سنتی مستقیم کنترل پولی، مبتنی بر نرخ بهره نیستند و در نتیجه همسو با اصول اسلامی هستند، لیکن ابزارهای سنتی غیرمستقیم که نرخ بهره ثابتی را پرداخت می‌کنند در بانکداری اسلامی کاربردی ندارد و مهم‌تر اینکه استفاده از این ابزارها حتی می‌تواند موجب بروز ناکارآمدی در این نوع از نظام بانکداری شوند. در واقع، تحول نظام بانکی از نظام ربوی به بانکداری بدون ربا این نگرانی را در بر دارد که آیا با این تحول، وسیله و ابزاری برای انجام سیاست‌های پولی باقی می‌ماند و آیا نظام بانکی می‌تواند همچنان به عنوان اهرمی برای تنظیم و تعدیل دوره‌های رونق و رکود ایفای نقش کند.

در سال‌های اخیر، اقداماتی در جهت گسترش ابزارهای سیاست پولی در کشورهای اسلامی صورت گرفته و در این راستا اوراق قرضه اسلامی تحت عنوان صکوک به منظور اجرای عملیات بازار باز و یا تأمین مالی مخارج دولت در کشورهای متعدد منتشر شده است. در بسیاری از کشورهای اسلامی ابزارهای سنتی مانند تغییر در نرخ سپرده قانونی، کنترل کامل و یا نسبی اعتبارات، تغییر در پایه پولی از طریق مدیریت مسائل ارزی و ترغیب اخلاقی مورد استفاده قرار می‌گیرد و از آنجایی که قوانین اسلامی در عین حال که فرضیه نرخ بهره از پیش تعیین شده را رد می‌کنند، لیکن امکان پرداخت بازده متغیر براساس مشارکت در سهام، معامله و سایر فعالیت‌های اقتصادی را مجاز می‌دانند، در نتیجه عملیات بازار باز نیز در این نظام بانکی، امکان‌پذیر است. بدین منظور معامله و انتشار اوراق بهادار با پشتوانه دارایی‌های واقعی در بازار مالی همچون «گواهی مشارکت سهام»، «گواهی مضاربه در سرمایه‌گذاری جاری» یا «قرارداد مضاربه برای پس‌اندازهای سرمایه‌گذاری» در صورتی که بازده آنها مرتبط با سود حاصل از پروژه‌های سرمایه‌گذاری باشند، مجاز خواهند بود.

این تحقیق درصدد آن است که با بررسی و شناسایی ابزارهای پولی مورد استفاده در سایر کشورهای اسلامی به سوالات زیر پاسخ دهد:

- چه ابزارهایی از سوی بانکها و مؤسسات مالی اسلامی برای مدیریت نقدینگی با سایر بانکها در بازار بین بانکی وجود دارد؟
- بانک مرکزی از چه ابزارهایی برای عملیات بازار باز و تأمین مالی دولت در بازار بین بانکی استفاده می‌کند؟
- بانکهای مرکزی و دولت‌ها برای اعطای تسهیلات اعتباری و ایفای نقش خود به‌عنوان وام‌دهنده نهایی<sup>۱</sup> از چه روش‌هایی (ابزارهایی) استفاده می‌کنند؟

### پیشینه تحقیق

تحقیقات انجام شده در زمینه ابزارهای پولی اسلامی که عمدتاً در خارج از کشور انجام شده است، بسیار محدود و اندک بوده و بیشتر پژوهش‌های انجام‌شده به طور جامع به معرفی سازوکار سیاستگذاری پولی در کشورهای مختلف پرداخته و کمتر به معرفی ابزارها توجه شده است.

نوراحمد و دیگران (۲۰۰۵) در مقاله‌ای تحت عنوان «سازوکار سیاستگذاری پولی در پاکستان» معتقد است عملیات بازار باز به عنوان عمده‌ترین ابزار سیاست پولی پاکستان می‌تواند از طریق کانال‌های اعتبار، ثروت، نرخ بهره و نرخ ارز بر تقاضای کل تأثیر گذارد و عربی (۲۰۰۴)، در مقاله «بانک مرکزی پاکستان: ارزیابی، کارکردها و ساماندهی» ابزارهای پولی مورد استفاده در این کشور را تحت عناوین نرخ موافقت‌نامه بازخرید ۳ روزه بانک مرکزی پاکستان، مزایده اسناد خزانه، عملیات بازار باز، نسبت نقدینگی قانونی، نسبتی از دارایی‌های بانک‌های تجاری که می‌بایست به شکل نقد نگهداری شود و نسبت ذخیره قانونی برمی‌شمارد.

در گزارش تحقیقاتی انجام شده توسط الهیرایکا (۲۰۰۴)، سیاست پولی سودان به دو بخش قبل از اسلامی کردن بانکداری و بعد از اسلامی کردن تقسیم می‌شود. وی ابزارهای مورد استفاده در دوره قبل از اسلامی کردن بانکها را همان ابزارهای مرسوم بانکداری ربوی برمی‌شمارد که مهم‌ترین آنها عبارت‌اند از: تعیین نرخ بهره اسمی، کنترل

<sup>1</sup> Lender of Last Resort

کمیت و کیفیت اعتبار، تعیین نسبت ذخیره نقدی بانک‌های تجاری و حاشیه نقدی وام‌ها و اوراق بهادار خاص. بعد از اسلامی کردن نظام بانکداری در سودان، ابزارهای سیاست پولی تغییر یافته که عمده‌ترین ابزارها شامل نسبت مشارکت در سود و زیان، تعیین سقف اعتبار، تعیین نرخ ذخیره قانونی است.

در مقاله احمد اوصاف (۲۰۰۰) با عنوان «ابزارهای تنظیم و کنترل بانک‌های اسلامی به وسیله بانک‌های مرکزی»، بانک‌های تجاری کشور سودان را به سه دسته بانک‌های ملی، بانک‌های خارجی و بانک‌های مشارکتی تقسیم می‌کند و سقف اعتبار، نسبت ذخیره نقدی و بخشنامه‌ها و دستورالعمل‌های مستقیم را از جمله ابزارهای کنترل و قانونمند کردن بانک‌های تجاری این کشور عنوان می‌کند. وی همچنین در مورد کشور اردن با نظام بانکداری دوگانه اسلامی و متعارف، بیان می‌کند که نسبت ذخیره قانونی، سپرده‌های اختیاری نزد بانک مرکزی و ابزارهای کنترل اعتبار از ابزارهای قانونمندی و کنترل توسط بانک مرکزی اردن به شمار می‌رود.

نورحنیف و عباس میرآخور (۲۰۱۲)، به بررسی چارچوب سیاستگذاری پولی در مالزی پرداختند و معتقد هستند که پیامدهای بحران مالی اخیر ناشی از ضعف چارچوب سیاستگذاری پولی متعارف می‌باشد. در مقاله آنها ناتوانی سیاست‌های پولی انبساطی در تحریک وام‌های جدید در بسیاری از اقتصادها به عنوان شواهدی از اختلال در مکانیسم انتقال سیاست پولی متعارف در نظر گرفته شده است و آنها در مقاله خود در پی یافتن چارچوب سیاستگذاری مطلوب و البته مطابق با شریعت در مالزی هستند و ابزارهای مشارکت در ریسک را به عنوان ابزار سیاست پولی جایگزین معرفی می‌کنند.

### مدیریت نقدینگی در بانک‌های اسلامی

مدیریت نقدینگی، در چارچوب مدیریت ریسک صنعت خدمات مالی است که در تمام نهادهای مالی اعم از اسلامی و متعارف مشاهده می‌شود. مطالعه موضوع مدیریت نقدینگی نه تنها یک موضوع اساسی بلکه موضوعی بسیار پیچیده نیز است. نبود مدیریت صحیح نقدینگی می‌تواند تبعات و پیامدهایی همچون سقوط نظام بانکی را

در پی داشته باشد. بسیاری از دلایل سقوط بانک‌ها به مشکلات مدیریت نقدینگی آنها بازمی‌گردد. به همین دلیل است که قانونگذاران به موقعیت و وضعیت نقدینگی نهادهای مالی بسیار حساس بوده و بر تقویت چارچوب نقدینگی بانک‌ها تکیه می‌کنند. در این میان، برای نهادهای مالی اسلامی، مدیریت نقدینگی از ویژگی منحصر بفردی برخوردار است، زیرا بسیاری از ابزارهای مالی مرسوم موجود که برای مدیریت نقدینگی به کار می‌رود، مبتنی بر نرخ بهره هستند و از این رو از نظر شرعی و فقهی کاربرپذیر نیستند. این بدان معناست که در صورت در دسترس نبودن ابزارهای مالی شرعی، گسترش فعالیت‌های بین بانکی بازار پول بسیار محدود خواهد بود [۱۲].

به طور کلی، بازار پول جزء بسیار مهمی از چارچوب مدیریت نقدینگی به شمار می‌رود. در نظام بانکداری متعارف، بازار بین بانکی با توجه به دسترسی بانک‌ها به ابزارهای مختلف (با ویژگی‌های متفاوت) از توسعه بالایی برخوردار است. دسترسی به بازارهای پولی بین بانکی، اختیارات بسیاری به بانک‌های متعارف برای استقراض و تعدیل جریان نقدی کوتاه‌مدت، ارائه می‌کند. از سوی دیگر، بازار ثانویه ابزارهای موجود، خود به منبع مهمی برای مدیریت نقدینگی تبدیل شده‌اند. به گونه‌ای که بانک‌های متعارف می‌توانند برای مدیریت نقدینگی خود، به آنها تکیه کنند. اصولاً، در نظام بانکداری متعارف بانک‌ها می‌توانند برای نیازهای کوتاه‌مدت و پوشش وام‌های سررسید شده خود، به بازار پول بین بانکی مراجعه کنند. افزون بر آن، زمانی که این گونه بانک‌ها با کمبود جریان نقدی انتظاری در بازار بین بانکی، مواجه شوند، می‌توانند پرتفویی را از اوراق بهادار قابل عرضه به بازار تشکیل و آن را نگهدارند تا بتوانند به‌هنگام نیاز آن را به سرعت نقد کنند. لیکن در بانکداری اسلامی، ابزارهای مالی باید مبتنی بر دارایی باشند. بنابراین به بازار اوراق بدهی (اوراق قرضه) بیشتر ارتباط می‌یابند که به دلیل حرمت ربا با مشکل روبه‌رو می‌شود. در نتیجه این روش و مکانیزم سنتی مدیریت نقدینگی، که به اصطلاح به آن بازار بین بانکی، ابزارهای بازار ثانویه و درجه تنزیل از بانک مرکزی گفته می‌شود، همگی مبتنی بر بهره هستند و بنابراین نمی‌توانند در بانک‌های اسلامی مورد استفاده قرار گیرند. از این رو می‌توان عوامل به‌وجود آورنده مشکلات نقدینگی در بانکداری اسلامی و استفاده از ابزارهای مناسب را در تعداد کم مشارکت‌کنندگان، توسعه

کند ابزارهای اسلامی نسبت به متعارف، عدم وجود بازار بین بانکی اسلامی مورد پذیرش در تمام کشورها، وجود نداشتن بازار ثانویه نقدینه اسلامی و تفاسیر مختلف فقهی برشمرده [۴].

### زیرساخت‌های لازم برای مدیریت نقدینگی

نظر به مشکلاتی که نهادهای مالی اسلامی با آن روبه‌رو بودند، سبب شد که بانک‌های مرکزی کشورهای مالزی، اندونزی، برونئی، بحرین، سودان و بانک توسعه اسلامی گردهم جمع شوند و برای رهایی صنعت مالی اسلامی از این مشکلات موافقت‌نامه‌ای را مبنی بر تأسیس بازار مالی بین‌المللی اسلامی در نوامبر ۲۰۰۱ به امضا رسانند. اهداف اصلی این موافقت‌نامه به قرار زیر است:

- ۱- تلاش در ایجاد و توسعه بازار مالی بین‌المللی منطبق بر اصول و قوانین فقهی
- ۲- ارائه تمهیداتی برای مدیریت نقدینگی بانک‌های اسلامی
- ۳- گسترش بازار ثانویه فعال
- ۴- ایجاد محیطی که نهادهای مالی اسلامی و غیراسلامی را به مشارکت فعال در بازار ثانویه تشویق کند.

از این رو، بازار مالی اسلامی بین‌المللی به‌عنوان نقطه عطفی برای هماهنگی تفاسیر فقهی در بازار مالی جهانی عمل کرده و فاصله میان تفاسیر و تعبیر مختلف فقهی را پر می‌کند. این امر با معرفی و تأیید ابزارهای اسلامی ارائه شده توسط نهادهای مالی به‌وسیله محققان اسلامی انجام خواهد شد. این موضوع سبب می‌شود که ابزارهایی که به‌عنوان مثال در مالزی رایج شده در خاورمیانه یا برعکس مورد قبول قرار گیرد. بازار بین‌المللی اسلامی همچنین به هماهنگی میان نهادهای مالی اسلامی در سطح جهانی کمک می‌کند. این امر، اشاره به مشکل آگاهی نداشتن از امکانات و فرصت‌های سرمایه‌گذاری جذاب در سایر بازارها دارد [۴].

### وضعیت کلی بازار پولی بین‌بانکی در بانک‌ها و مؤسسات مالی اسلامی

جداول ۱ و ۲ با ارائه تصویری کلی از حجم معاملات و ابزارهای بازار پولی اسلامی و

متعارف نشان می‌دهند که متوسط ارزش روزانه معاملات بین‌بانکی در بانک‌ها و مؤسسات مالی اسلامی (با بانک‌های اسلامی دیگر، بانک‌های متعارف و بانک مرکزی) در مقایسه با معاملات بازار پول متعارف بسیار کمتر است. در بیشتر کشورها، بانک‌های اسلامی برای تأمین نقدینگی خود گرایش بیشتری به معامله با بانک مرکزی دارند. علاوه بر این، تفاوت عمده در نرخ بازدهی میان بازار پول اسلامی و متعارف به طور معنی‌داری بر نوع ابزارهای مورد استفاده، قابلیت عرضه و نقدشوندگی آنها دلالت دارد. در تحلیل این ارقام این نکته روشن است که همواره معاملات بین‌بانکی در بانک‌های اسلامی با توجه به عدم تطبیق ابزارهای مرسوم با شریعت با محدودیت روبه‌رو و بانک‌های اسلامی معمولاً عمده وجوه‌شان را از طریق سپرده‌گذاران و بر مبنای عقود مرابحه و وکالت تأمین می‌کنند<sup>۱</sup> [۱۸].

جدول شماره ۱: متوسط ارزش معاملات بین بانکی با سررسید کمتر از یک سال و متوسط نرخ بازدهی

بانک‌های متعارف (۲۰۰۹)		بانک‌ها و مؤسسات مالی اسلامی (۲۰۰۹)								
نرخ بازدهی ( )	با بانک مرکزی (میلیون دلار)	نرخ بازدهی ( )	با دیگر بانک‌های متعارف (میلیون دلار)	نرخ بازدهی ( )	با بانک مرکزی (میلیون دلار)	نرخ بازدهی ( )	با بانک‌های متعارف (میلیون دلار)	نرخ بازدهی ( )	با دیگر بانک‌های اسلامی (میلیون دلار)	
۱۰/۷۳	۲۴۱۹	۸/۹	۹۲۵	۵/۴۵	۲۵	۷/۶۲	۳	۵/۱۱	۳/۵	اندونزی
۳/۴۶	۲۴۴۳	۳/۵۱	۹۲۸	۳/۳۶	۷۷۸	-	-	۳/۴۷	۲۶۹	مالزی
۹/۰۲	۹۷	۹/۲۸	۵۴۸	-	-	۱۰/۲۲	۱	۸/۷۵	۰/۰۳	پاکستان
۴/۵	۲۲۶۴	۴/۶۳	۱۱۷۷۲۶	۴/۵	۱۳	۲/۹۷	۱۸۲۵۰	۵	۱۴۶۴	عربستان سعودی

مأخذ: [۱۴]

<sup>۱</sup> با توجه به مشکلات ناشی از دسترسی به آمار و اطلاعات ابزارهای پولی اسلامی در کشورهای مختلف، در این قسمت به منظور مقایسه بازار پول اسلامی و متعارف از آمار مربوط به کار تحقیقاتی گسترده‌ای که در IFSB با مشارکت بانک‌های مرکزی حدود ۱۶ کشور با عنوان «The Development of Islamic Money Markets» انجام شده، استفاده شده است.



جدول شماره ۲: ارزش ابزارهای بازار پول اسلامی و بازار متعارف (میلیون دلار)

بانک‌های متعارف			بانک‌ها و مؤسسات مالی اسلامی			
۲۰۰۹	۲۰۰۸	۲۰۰۷	۲۰۰۹	۲۰۰۸	۲۰۰۷	
۸۰۳	۵۷۷	۵۰۹	۱۰۷	۱۶۸	۳۷	بحرین
۲۹۰۰۰	۱۵۰۰۰	۱۲۰۰۰	۲۶۰	۲۶۸	-	اندونزی
-	۸۱۳	۱۲۷۱	۸۵۴	۱۵۸	۱۴۲	کویت
۹۱۸۷۲	۸۹۳۸۸	۸۴۹۵۶	۴۴۸۶۶	۳۶۶۸۸	۲۹۳۴۷	مالزی
۱۱۷۷۵	۹۲۹۴۴	۱۰۵۳۴	۱۴۳	۱۱	۶	پاکستان
۱۱۲۵۲	۷۸۴۰	۴۷۶۸	۳۱۲۹	۹۳۶	۹۰۰	قطر
۳۶۴۴۰	۳۰۸۰۲	۳۳۲۴۵	۳۱۸۴۱	۲۴۶۵۵	۱۹۴۷۵	عربستان سعودی

مأخذ: [۱۴]

از سوی دیگر، مطابق جدول شماره ۳ به دلیل نبود بازارهای پولی اسلامی و محدودیت دسترسی به ابزارهای پولی منطبق بر شریعت سبب شده است که بانک‌ها و مؤسسات مالی اسلامی به منظور انجام عملیات مربوط به مدیریت نقدینگی خود، نسبت به بانک‌های متعارف ذخایر اضافی بیشتری نزد بانک مرکزی نگهداری کنند. لیکن همان‌گونه که ملاحظه می‌شود در طول زمان به دلیل گسترش ابزارهای منطبق بر شریعت از میزان ذخایر اضافی نیز کاسته شده و در مورد کشور مالزی با توجه به گسترش ابزارهای بازار پولی منطبق بر شریعت، به بانک‌های اسلامی توانایی مدیریت موثر ذخایر اضافی در سطحی مشابه رقبای خود در سطح متعارف ایجاد کرده است.

جدول شماره ۳: ذخایر اضافی (درصدی از کل سپرده‌ها)

بانک‌های متعارف		بانک‌ها و مؤسسات مالی اسلامی		کشور
متوسط (درصد)		متوسط (درصد)		
۲۰۰۹	۲۰۰۶	۲۰۰۹	۲۰۰۶	
۲/۰۷	۲/۸	۲۰/۴۵	۲۳/۶۵	اندونزی
۶	۴	۵	۷	مالزی*
۰/۲۷	۰/۲۴	۳/۸۱	۳/۳۱	پاکستان
۲/۳۸	۲/۵۲	۵/۰۶	۶/۹۵	عربستان سعودی
-	-	۷	۷/۴	سودان
۲۴/۱	۲۸/۲	۵۷/۳	۶۹/۸	بنگلادش

\* این نسبت در مالزی در سال ۲۰۱۴ به ۲/۶ درصد رسیده است.

مأخذ: [۱۴ و ۲۴]

در مجموع، بازار پول اسلامی در بیش‌تر کشورها کوچک و در برخی دیگر بازارهای بین‌بانکی به دلایل مختلف از جمله تشکیل نشدن زیرساخت‌های مناسب منطبق بر شریعت وجود ندارد. در نتیجه، این امر سبب شده بسیاری از بانک‌ها و مؤسسات مالی اسلامی به مدیریت نقدینگی از طریق نگهداری میزان بیشتری از ذخایر اضافی اقدام کنند. با وجود تمام مشکلات پیش رو و با وجود کوچک بودن اندازه بازار پولی اسلامی، تمایل کشورهای اسلامی در طراحی و بکارگیری ابزارهای پولی منطبق بر شریعت در طول زمان درخور توجه است.

### ساختار ابزارهای بازار پولی بین‌بانکی در کشورهای مختلف اسلامی

بازار پولی بین‌بانکی مکانی است که نقدینگی از طریق عملیات پولی بانک مرکزی مدیریت و به شدت تحت تاثیر قرار می‌گیرد. ابزارهای متداول بازارهای پولی بین‌بانکی متعدد و بر مبنای وثیقه هستند. از این رو، کشورهای مختلف با توجه به نیاز بانک‌های اسلامی اقدام به تعدیل ابزارهای مرسوم و طراحی ابزارهایی منطبق بر شریعت از جمله سپرده مضاربه بین‌بانکی، مراحه کالا، صکوک کوتاه‌مدت و بلندمدت کرده‌اند. به طور

کلی، بانک‌ها و مؤسسات مالی اسلامی به ویژه در ارتباط با معاملات بین‌بانکی با سایر بانک‌ها و همچنین با بانک‌های متعارف با محدودیت‌های زیادی روبه‌رو هستند که با توجه به تقسیم‌بندی مختلف بازار پولی بین بانکی (رابطه بانک اسلامی با سایر بانک‌های اسلامی، بانک اسلامی با بانک متعارف، بانک اسلامی با بانک مرکزی) و نرخ‌های بازدهی مختلف، چالش‌هایی در مسیر اجرای سیاست پولی و توسعه بیشتر بازار نقدی ابزارهای بازار پول اسلامی مطرح است.

از سوی دیگر، توسعه عملیات بازار باز منطبق بر شریعت از طریق ریپو<sup>۱</sup> در راستای فعالیت‌های موثر پولی بانک مرکزی نقش بسیار مهمی را ایفا می‌کند. ریپو، این امکان را فراهم می‌آورد تا برخی اوراق بانک‌ها که مایل نیستند از سبد آنها خارج شود، قابلیت نقدشوندگی داشته باشند. این ابزار می‌تواند در بهبود مدیریت نقدینگی و کاهش ریسک آن و همچنین کاهش اضافه برداشت از بانک مرکزی نقش درخور توجهی داشته باشد. تقریباً اکثر بانک‌های مرکزی کشورهای مختلف عملیات بازار باز را انجام می‌دهند، لیکن تنها حدود ۲۰ درصد آن‌ها این عملیات (خرید و فروش دارایی تحت موافقت‌نامه بازخرید یا Repo) را جهت معامله با بانک‌ها و مؤسسات مالی اسلامی تطبیق داده‌اند. با توجه به اهمیت موضوع، لازم است ابزارهایی مناسب و منطبق با شریعت برای ایجاد و عملیات پولی کارا با بانک‌های اسلامی و توسعه بازار پولی اسلامی طراحی شود [۱۴].

بدین منظور، علاوه بر موارد بالا، تسهیلات اعتباری اعطایی<sup>۲</sup> که توسط بانک مرکزی با هدف تأمین نقدینگی کوتاه‌مدت بانک‌های تجاری و به نوعی مسیری اضطراری برای بانک‌ها محسوب می‌شود از دیگر ابزارهایی به شمار می‌رود که متأسفانه هنوز کشورهای اسلامی نتوانستند به یک اجماع کلی از لحاظ ساختار این‌گونه از تسهیلات که نقش مهمی در توسعه بازار پولی اسلامی دارد، دست یابند. در برخی کشورها، تسهیلات اعتباری در قالب موافقت‌نامه‌های مباحه کالایی، ترتیباتی برای تبادل سپرده بر مبنای جبران متقابل و کمک‌های نقدی موقتی (با هزینه صفر) صورت می‌گیرد. در گروهی از کشورهای دیگر نیز، بانک‌های مرکزی اعتبارات را متناسب با بازدهی مربوط به نرخ‌های

<sup>۱</sup> Repos

<sup>۲</sup> Standing Credit Facilities

سپرده بانک‌های دریافت‌کننده اعتبارات پرداخت می‌کنند یا ممکن است نقدینگی موردنیاز را از طریق بازخرید اوراق صکوک مشخص بانک‌ها تأمین کنند. در مجموع، با توجه به اینکه در چارچوب اسلامی پرداخت هرگونه مازاد، ربا به حساب می‌آید، امکان استفاده از ظرفیت تسهیلات اعتباری جهت سیاستگذاری بانک مرکزی وجود ندارد و هم‌اکنون ترتیبات اعتباری یادشده از سوی بانک مرکزی به دلیل نبود انعطاف‌پذیری لازم، انگیزه کافی برای رشد بازار بین‌بانکی بانک‌ها و مؤسسات مالی اسلامی را ایجاد نمی‌کند. از این‌رو، توسعه قرارداد ریپو (Repo) منطبق بر شریعت (براساس صکوک)، استفاده از ظرفیت عقود اسلامی و ابزارهایی با انعطاف‌پذیری بیشتر جهت انجام معاملات با سررسید کوتاه‌مدت امری ضروری به شمار می‌رود. زیرا در این صورت قیمت‌گذاری در سطحی مناسب و متناسب با بازدهی بازار تعیین و زمینه‌های توسعه بازارهای پولی اسلامی انجام می‌شود [۲۳] و [۲۴].

با این اوصاف، هرگونه تلاش در جهت توصیف وضعیت اقتصاد کشورهای دیگر و همچنین بازارهای پولی و مالی آنها با هدف الگوبرداری و استفاده از تجربیات دیگران، می‌بایست با حساسیت و دقت بالایی صورت پذیرد. زیرا تفاوت‌های عمیق کشورها از منظر مجموعه عوامل فرهنگی، سیاسی و اجتماعی مانع از این می‌شود که بتوان از یک الگوی واحد برای همه موارد استفاده کرد. با این حال، شناخت مسیر حرکت دیگران و نتایج حاصل از آزمون و خطا در سایر کشورها، با عنایت به وجوه افتراق موجود، می‌تواند مفید واقع شود. از این‌رو، در این بخش به بررسی تجربه برخی کشورهای اسلامی و معرفی ابزارهای پولی بین‌بانکی مورد استفاده در بانک‌ها و مؤسسات مالی اسلامی خواهیم پرداخت.

### تجربه کشور مالزی

کشور مالزی با داشتن توانایی‌های عظیم در زمینه بانکداری اسلامی و همچنین بازارهای سرمایه اسلامی به عنوان «کانون بانکداری و مالیه اسلامی» کاملاً استوار و پررونق بوده و طی سالیان اخیر بانک‌های کشور مالزی توانسته‌اند با ارائه روش‌های نوین بانکداری اسلامی نقش مهمی در جذب نقدینگی مسلمانان و حتی غیرمسلمانان ایفا

کنند. در نظام مالی مالزی، بانک‌ها از نظر بالا بودن سطح دارایی‌های خود دارای جایگاه ویژه‌ای هستند و نظام بانکداری در مالزی با بیش از یک دهه فعالیت در مسیر خصوصی‌سازی توانسته‌است با حمایت انجمن بانک‌های مالزی<sup>۱</sup>، در میان کشورهای آسیایی حوزه اقیانوس آرام، اعتبار به دست آورد. این انجمن در نوامبر ۱۹۷۳ با هدف تثبیت و استقرار یک نظم عملیاتی واحد بین بانک‌های این کشور و با مشارکت و همکاری مستقیم بانک مرکزی مالزی<sup>۲</sup> تأسیس شد.

پدیده بانکداری اسلامی در مالزی از دهه ۱۹۶۰ آغاز شد و نخستین نشانه‌های بانکداری اسلامی در مالزی را می‌توان در سال ۱۹۶۳، یعنی زمان تأسیس مؤسسه لمباگا تابونگ حاجی<sup>۳</sup> (درحقیقت صندوق پس‌انداز ویژه مسلمانانی بود که می‌خواستند راهی سفر حج شوند) ردیابی کرد. در سال ۱۹۸۱، کمیته ملی تحقیق<sup>۴</sup> به منظور مطالعه و ارائه راهکار به دولت در تمام زمینه‌های تأسیس و عملیات اجرایی بانک اسلامی در مالزی از جمله جنبه‌های قانونی، دینی و عملیاتی تأسیس شد و تحقیقات در این زمینه نشان داد که تأسیس یک بانک اسلامی در مالزی، از نظر سودآوری و عملیات پروژه‌های مفید و درخور اجرا است. از این‌رو پس از تصویب قانون بانکداری اسلامی در سال ۱۹۸۳، این شیوه از بانکداری رسماً کار خود را در کشور مالزی آغاز کرد و از سال ۱۹۹۳، با دادن مجوز به بانک‌های غیراسلامی نیز موجب شد، تمام مؤسسات بانکی در کشور مالزی بتوانند محصولات مربوط به بانکداری اسلامی را به مشتریان خود ارائه کنند [۵].

از نظر مبانی فقهی نیز دو چارچوب برای مؤسسات بانکداری اسلامی در مالزی مورد استفاده قرار می‌گیرد: یکی قانون مؤسسات مالی و بانکداری سال ۱۹۸۹ که اختیارات لازم را به بانک مرکزی مالزی می‌دهد تا نسبت به تنظیم و نظارت بر مؤسسات مجاز نظیر بانک‌های تجاری، تخصصی، خارجی و شرکت‌های تأمین مالی و مؤسسات تنزیلی و صرافی اقدام کند و دیگری قانون بانکداری اسلامی مصوبه ۱۹۸۳ است. در کشور مالزی

<sup>1</sup> Association of Banks in Malaysia

<sup>2</sup> Bank Negara Malaysia (Central Bank of Malaysia)

<sup>3</sup> Lembaga Tabung Haji (LTH)

<sup>4</sup> National Steering Committee

حدود ۴۰ بانک و مؤسسه مالی اسلامی، به صورت کاملاً اسلامی یا با بوجه‌های اسلامی مشغول به انجام فعالیت‌های مطابق با شریعت هستند. بانک‌های اسلامی در مالزی با به‌کارگیری بیش از ۸۰ محصول و خدمات مالی مختلف و با به‌کارگیری مفاهیمی از جمله مضاربه، مشارکت، مرابحه و با رشد متوسط سالانه ۳۷ درصد نسبت به دو دهه گذشته یکی از بخش‌های مالی با رشد سریع در مالزی را تشکیل می‌دهند. (حدود ۲۰ درصد کل دارایی‌های شبکه بانکی مالزی، دارایی‌های منطبق با شریعت است) [۵].

از نظر سیاست‌گذاری پولی اسلامی، کشور مالزی با جدیت بسیار زیاد، تلاش کرده است تا علاوه بر بازار بین بانکی متعارف و مبتنی بر بهره، بازار بین بانکی اسلامی را راه‌اندازی و توسعه دهد و از این طریق سیاست‌های پولی خود را اعمال و کنترل کند. بدین منظور «بازار پولی بین بانکی اسلامی»<sup>۱</sup> در سوم ژانویه ۱۹۹۴ توسط بانک مرکزی مالزی راه‌اندازی شد. عمده وظایف این بازار، خرید و فروش ابزارهای مالی اسلامی بین شرکت‌کنندگان در بازار، انجام فعالیت‌های سرمایه‌گذاری از طریق قرارداد مضاربه و نظام اسلامی تسویه و پایاپای چک‌ها<sup>۲</sup> است. ابزار و اسناد مالی اسلامی که هم‌اکنون در بازار بین بانکی اسلامی رد و بدل می‌شود، براساس قرارداد دین است و شامل اوراق قابل پذیرش نظام بانکی، برات‌های قابل قبول اسلامی، اوراق قرضه رهنی اسلامی<sup>۳</sup> و اوراق بدهی خصوصی اسلامی<sup>۴</sup> است. به علاوه مؤسسات مالی می‌توانند اوراق سرمایه‌گذاری دولتی را که براساس بانکداری اسلامی منتشر می‌شود به بانک مرکزی بفروشند تا نقدینگی موردنیاز خود را فراهم کنند. همچنین، بانک‌ها از طریق عقد مضاربه نیز می‌توانند برای تأمین وجوه نقدی موردنیازشان استفاده کنند. هم‌اکنون کشور مالزی از اوراق سرمایه‌گذاری دولتی، اوراق مضاربه کagamاس<sup>۵</sup> (خرید بدهی مسکن به روش اسلامی)، اسناد اعتباری پذیرش شده اسلامی<sup>۶</sup>، موافقت‌نامه بازخرید (فروش و خرید مجدد)<sup>۷</sup>،

<sup>1</sup> The Islamic Inter-bank Money Market (IIMM)

<sup>2</sup> Islamic Interbank Cheque Clearing System

<sup>3</sup> Islamic Mortgage Bond

<sup>4</sup> Islamic Private Debt Securities

<sup>5</sup> Cagamas Mudharabah Bonds (SMC)

<sup>6</sup> Bankers Acceptance

<sup>7</sup> Sell and Buy Back Agreement (SBBA)

اوراق سرمایه‌گذاری بین‌بانکی مضاربه<sup>۱</sup>، اوراق بدهی خصوصی اسلامی و گواهی (سپرده) مبتنی بر ودیعه<sup>۲</sup> به عنوان ابزارهای بازار بین بانکی اسلامی استفاده می‌کند که در ادامه به بررسی و تحلیل برخی از مهم‌ترین آن‌ها پرداخته می‌شود [۱۸] و [۲۶].

### اوراق سرمایه‌گذاری بین‌بانکی مضاربه<sup>۳</sup>

مضاربه یکی از عقود سرمایه‌گذاری است که بانک اسلامی را قادر می‌سازد تا از بانک اسلامی دیگر وجوه نقد موردنیاز را تأمین کند.<sup>۴</sup> این ابزار به عنوان تسهیلات سرمایه‌گذاری جهت استفاده از وجوه بین‌بانکی برای یک دوره محدود سرمایه‌گذاری از یک‌شبه تا یک‌ساله و بر مبنای نسبت سود توافق‌شده مورد استفاده قرار می‌گیرد. بانک‌های اسلامی می‌توانند مازاد نقدینگی خود را در بانک دیگر سرمایه‌گذاری و در سود بانک دریافت‌کننده منابع شریک شوند. سازوکار این ابزار به گونه‌ای است که مؤسسات بانکداری اسلامی که با کسری مواجه هستند (بانک سرمایه‌پذیر) می‌توانند از بانک‌های اسلامی دارای مازاد (سرمایه‌گذار) وجوهی را دریافت کنند. بانک سرمایه‌گذار در زمان معامله از میزان بازدهی اطلاعاتی ندارد و بازدهی واقعی در پایان دوره سرمایه‌گذاری تعیین می‌شود. نرخ بازگشت براساس نرخ خالص سود پیش از توزیع برای سرمایه‌گذاری‌های یک‌ساله بانک گیرنده وجوه تعیین می‌شود<sup>۵</sup> و سهم مشارکت در سود نیز قابل انتقال و تغییر است. در پایان دوره، اصل سرمایه به علاوه سهمی از سود حاصل

<sup>۱</sup> Mudarabah Interbank Investment (MII)

<sup>۲</sup> Wadiah Acceptance

<sup>۳</sup> Interbank Mudarabah investment

<sup>۴</sup> در فقه شیعه مضاربه فقط در بازرگانی کاربرد دارد. لیکن بر اساس باور اهل تسنن، کاربرد مضاربه در تمام بخش‌های اقتصادی مجاز است.

<sup>۵</sup> شیوه محاسبه و پرداخت سود به این سپرده‌ها، دقیقاً مشابه سپرده‌های سرمایه‌گذاری است. بی‌گمان نرخ‌های مورد توافق در بازار بین‌بانکی معمولاً متفاوت از نرخ‌های سود مورد توافق در سپرده‌های عادی بوده و بر اساس عرضه و تقاضای وجوه در بازار تعیین می‌شود.

از سرمایه‌گذاری انجام شده توسط بانک گیرنده به بانک اولیه پرداخت می‌شود [۲۶].

نمودار شماره ۱: اوراق سرمایه‌گذاری بین‌بانکی مضاربه



### اوراق سرمایه‌گذاری دولتی<sup>۱</sup>

سازوکار اوراق به گونه‌ای است که دولت دارایی‌های ویژه خود را با یک قیمت توافقی در مزایده به سرمایه‌گذاران (بانک دارای کسری منابع) فروخته به این شرط که بازخرید آن به ارزش اسمی در سررسید توافق شود (قیمت خرید و فروش توسط بانک مرکزی مالزی تعیین می‌شود). در اثر این دو معامله همزمان، کالا دوباره به دولت بازگشته و وجوه نیز در اختیار بانک متقاضی قرار می‌گیرد. سود مؤسسات مالی شرکت‌کننده نیز از تفاوت میان قیمت خرید و فروش حاصل می‌شود. این اوراق بر اساس عقود بیع‌العینه و بیع دین و با توجه به نیاز بانک‌های اسلامی در نگهداری و دریافت اینچنین اوراق‌های نقدی بدون بهره در مواجهه با کمبودهای نقدینگی احتیاطی منتشر می‌شود [۱۸].

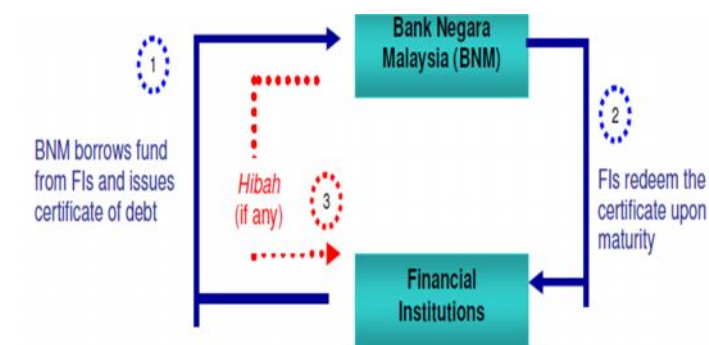
- این ابزار در بازار پولی بین‌بانکی اسلامی مالزی به طور فعالانه قابل معامله است.  
- در اصل، استفاده از این ابزار از نظر دسترسی به دارایی‌های قابل فروش محدودیت‌هایی را ایجاد می‌کند و ممکن است مورد پذیرش تمام هیئت‌های منطبق بر

<sup>1</sup> Government Investment Issues



شریعت نباشد و با توجه به محدودیت‌های معامله میان بانک‌ها و مؤسسات مالی اسلامی در نتیجه محدودیت نقدینگی بازار برای این دسته از اوراق را ایجاد می‌کند [۶].

نمودار شماره ۲: اوراق سرمایه‌گذاری دولتی

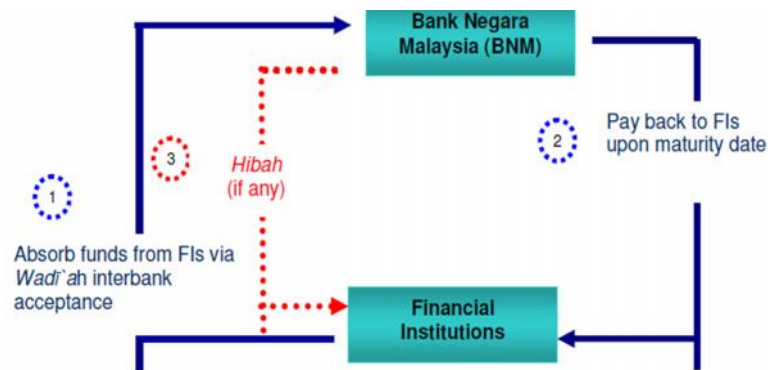


### گواهی ودیعه بانک مرکزی<sup>۱</sup>

این ابزار از سوی بانک مرکزی تحت عنوان گواهی نگهداری منابع مالی مازاد بانک‌ها با سررسیدهای متغیر منتشر می‌شود. سازوکار این ابزار به گونه‌ای است که مؤسسات و بانک‌های اسلامی، مازاد منابع خود را تحت عقد ودیعه در اختیار بانک مرکزی قرار می‌دهند که تحت این قرارداد، بانک مرکزی هیچ تعهدی به پرداخت بازدهی و سود به آنها را نداشته و در عوض مبلغی را به عنوان هبه (هدیه) در سررسید متناسب با متوسط بازدهی حساب سرمایه‌گذاری مضاربه بین‌بانکی پرداخت می‌کند. این ابزار در راستای تسهیل عملیات مدیریت نقدینگی بانک مرکزی از طریق جذب مازاد نقدینگی بانک‌ها و مؤسسات مالی اسلامی کاربرد دارد [۱۸] و [۲۶].

<sup>۱</sup> Central Bank Wadi'ah Certificates

نمودار شماره ۳: حواله ودیعه



### موافقتنامه فروش و خرید مجدد<sup>۱</sup>

این ابزار جهت انجام معاملات بازار پولی اسلامی مورد استفاده قرار می‌گیرد و بانک دارای کسری و بانک دارای مازاد با یکدیگر در قالب یک قرارداد، وارد دو معامله جدا از هم می‌شوند که معمولاً در این ابزار از عقد بیع نقدی و بیع‌العینه استفاده می‌شود. معامله اول مبتنی بر فروش کامل دارایی (اوراق) در یک قیمت توافقی و معامله دوم شامل توافقنامه‌ای است که بازخرید دارایی را در زمان آتی با یک قیمت مشخص در نظر می‌گیرد. خریداران و فروشندگان صرفاً بر مبنای قول و پیمان بسته شده (به طور اخلاقی) متعهد و ملزم به فروش و بازخرید این ابزار در سررسید هستند [۱۸].

این ابزار نیازمند یک بازار ثانویه فعال برای اوراق بلندمدت است که در آن معاملات آتی و لحظه‌ای انجام گیرد یا یک نهاد قدرتمندی (بانک مرکزی) که بتواند قیمت‌های خرید و فروش بنگاه‌ها را پیشنهاد کند. چنین الزاماتی می‌تواند استفاده از این ابزار را به عنوان ابزار بازار پول منطبق با شریعت (جایگزین ریپوی متعارف) محدود کند [۶].

<sup>1</sup> Sale and Buyback Agreements

### ابزارهای مالی قابل انتقال اسلامی<sup>۱</sup>

بانک‌های تجاری و شرکت‌های مالی واجد شرایط با استفاده از این ابزارها، از پس‌اندازهای داخلی عموم مردم بهره‌مند می‌شوند. این ابزارها به دو دسته گواهی بدهی قابل انتقال اسلامی<sup>۲</sup> و ابزارهای قابل انتقال اسلامی سپرده‌ها<sup>۳</sup> تقسیم می‌شوند. گواهی مذکور براساس مفهوم اسلامی فروش اقساطی<sup>۴</sup> و ابزارهای قابل انتقال اسلامی سپرده‌ها براساس مفهوم مضاربه ایجاد شده‌اند. هر دوی این ابزارها از سوی شورای مشورتی شریعت و بانک مرکزی مالزی مورد تأیید و حمایت قرار گرفته‌اند. این گواهی‌ها به اشکال زیر در بازارهای ثانویه (بورس) قابل معامله هستند:

الف- خرید و فروش قطعی: به انتقال مالکیت گروهی از فروشنده به خریداری غیر از ناشر اطلاق می‌شود. بدیهی است این خرید و فروش هیچ تأثیری در محاسبه تعهدات ناشر نخواهد داشت [۵].

ب- خرید و بازخرید: ناشر می‌تواند گواهی‌های خود را چنانچه حداقل یک ماه از انتشار آنها گذشته باشد، در مورد گواهی به قیمت بازار و در مورد سپرده تنها در موعد پرداخت سود، پیش از سررسید بازخرید کند.

ج- فروش و توافق بیع متقابل: در چنین حالتی فروشنده (مالک) گواهی را به بهای مورد توافق طرفین به خریدار (سرمایه‌گذار) می‌فروشد و خریدار تعهد می‌کند که گواهی را در زمان معین و به بهای مورد توافق مجدداً به فروشنده بفروشد.

### تسهیلات اعتباری بانک مرکزی<sup>۵</sup>

بانک مرکزی مالزی تسهیلاتی بر مبنای سپرده و از طریق عقد مرابحه برای بانک‌ها و مؤسسات مالی اسلامی ایجاد کرده است و نقش خود را به عنوان وام‌دهنده نهایی از

<sup>1</sup> Islamic Negotiable Instrument

<sup>2</sup> Negotiable Islamic Debt Certificate (NIDC)

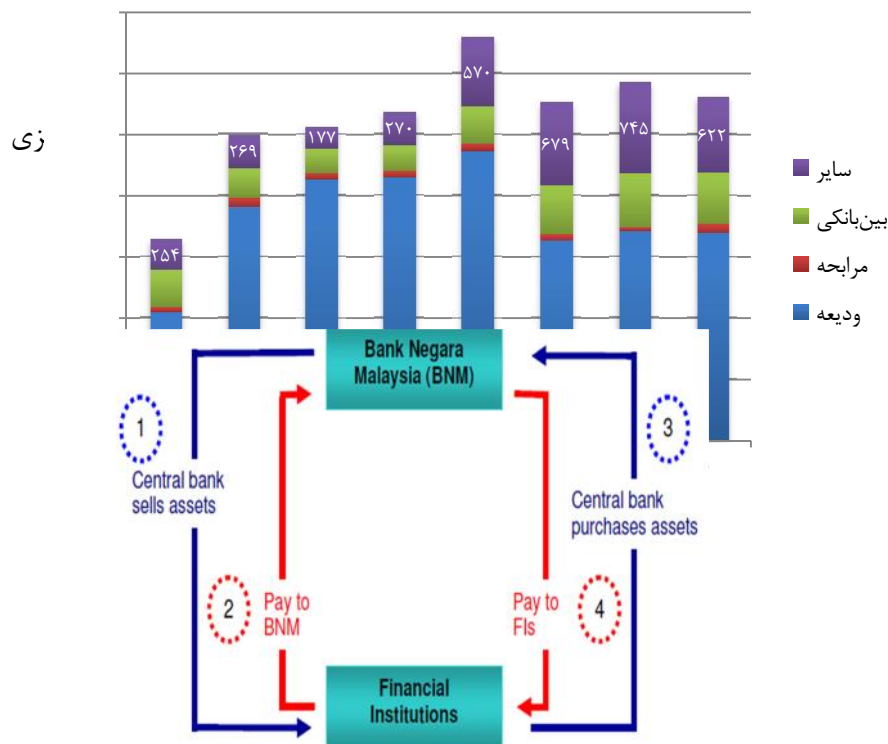
<sup>3</sup> Islamic Negotiable Instrument of Deposits (INID)

<sup>4</sup> Bai' Bithaman Ajil

<sup>5</sup> Standing Facilities

طریق قراردادهای مرابحه تضمین شده<sup>۱</sup>، فروش و خرید مجدد و همچنین عقد ودیعه ایفا می کند که نرخ بازدهی در دو روش اول ثابت و بر مبنای توافق میان خریدار و فروشنده است و در عقد ودیعه نرخ موردنظر از سوی بانک مرکزی تعیین می شود [۱۴]. در نمودار ۴، حجم ابزارهای مالی معامله شده در بازار پولی بین بانکی اسلامی مالزی از سال ۲۰۰۷ تا ۲۰۱۴ نشان داده شده است. در این دوره حجم ابزارهای معامله شده حدود صد درصد افزایش یافته است که بیانگر متوسط نرخ رشد سالانه حدود ۱۰ درصد است.

نمودار شماره ۴: حجم ابزارهای مالی بازار پول مالزی از سال ۲۰۰۷ تا ۲۰۱۴ (میلیارد رینگت)



<sup>1</sup> Collateralised Murabahah Contract



### تجربه کشور سودان

بانکداری در سودان در سال ۱۹۶۰ به جهت اداره کردن و نظارت بر کار شعبه‌هایی از بانک‌های خارجی که در سودان مشغول به فعالیت بودند، ایجاد شد. بانک فیصل به عنوان اولین بانک اسلامی در سال ۱۹۷۷ تأسیس شد و از سال ۱۹۸۳ تغییرات اساسی در عملیات بانک مرکزی سودان و در کل نظام بانکی کشور در زمینه اسلامی کردن فعالیت‌های بانکداری مرسوم آغاز شد. تضمین اسلامی شدن عملیات بانکی، الزام به استفاده از ضوابط حسابداری و حسابداری و مقررات مالی سازمان حسابداری و حسابداری نهادهای تأمین مالی اسلامی<sup>۱</sup>، اطمینان از اجرای مناسب مقررات بانکداری اسلامی و سیاست‌های اعتباری و پولی از پیامدهای اسلامی شدن سیاست‌های بانک مرکزی سودان بود. از این رو، تبدیل یکباره تمام قوانین مالی و اسلامی کردن آن‌ها در اقتصاد سودان دشوار بود تا اینکه از سال ۱۹۹۲، بخش مالی بر اساس مقررات اسلامی بنا شد و هر معامله‌ای که بر اساس قوانین شریعت نبود، ممنوع اعلام شد. در نتیجه هر بانک دارای یک کمیته شریعت به منظور تأیید و مشاوره در زمینه مسائل اسلامی است و خود بانک مرکزی نیز دارای کمیته شریعت است [۱۳].

<sup>1</sup> The Accounting and Auditing Organization for Islamic Financial Institutions (AAOIFI)

در رابطه با سیاست‌گذاری پولی اسلامی، به جرأت می‌توان گفت که از نظر تاریخی، اولین تلاش‌ها در زمینه طراحی ابزارهای عملیات بازار باز منطبق با شریعت در جهان، در کشور سودان مطرح و گسترش یافت. در این کشور پس از اعلام بانکداری اسلامی در اوایل دهه ۱۹۹۰، عقود اسلامی تأمین مالی مبنای فعالیت مؤسسات مالی قرار گرفتند و از آن زمان تاکنون، ابزارهایی چون نسبت تقسیم سود و زیان در قراردادهای مشارکتی، سیاست سقف اعتباری و سیاست تعیین نرخ سپرده قانونی به‌منظور اعمال سیاست پولی مورد استفاده قرار گرفت و جهت اجرایی‌سازی عملیات بازار باز نیز در این کشور از سال ۱۹۹۸، هم بانک مرکزی و هم دولت به طراحی ابزاری تحت عنوان اوراق مشارکت اسلامی با اهداف مدیریت نقدینگی و تأمین منابع مالی دولت منتشر کرده است که در ادامه به معرفی برخی از این ابزارها می‌پردازیم.

### اوراق مشارکت بانک مرکزی<sup>۱</sup>

ابزاری است مبتنی بر قرارداد مشارکت در سود و زیان و این اوراق با پشتوانه دارایی است که با مشارکت بانک مرکزی و وزارت اقتصاد جهت مالکیت بخشی از دارایی‌های بانک‌های تجاری انتشار یافته است. این اوراق برای اولین بار از سوی بانک مرکزی سودان در سال ۱۹۹۸ و به صورت تعداد محدودی به ازای سهم و مالکیت دولت در ۹ بانک تجاری انتشار یافت. ارزش هر یک از سهام با توجه به ارزش دارایی بانک‌ها متفاوت است. دارندگان CMC، سهامداران واقعی نیستند و سودی به آنها پرداخت نمی‌شود بلکه عایدی آنها ارزش اسمی سهام به اضافه منفعت و یا زیان حاصله است. از سوی دیگر، ریسک نگهداری این اوراق با توجه به تنوع دارایی‌ها پایین بوده و با توجه به فروش این اوراق در مزایده، بازدهی بانک بستگی به تفاوت بین نرخ خرید و فروش دارد [۱۳].

این اوراق با سررسید میان‌مدت، قابل انتقال و مبادله در بازار بورس است و می‌تواند به منظور تسویه بدهی یا به عنوان اوراق بهادار در قبال تأمین مالی مورد استفاده قرار

<sup>۱</sup> Central Bank Musharakah Certificates

گیرند. علاوه بر این کاملاً نقد بوده و در صورت نبودن خریدار، بانک مرکزی سودان خرید آنی آنها را تقبل می‌کند.

بانک مرکزی می‌تواند از این ابزار برای هدایت عملیات پولی استفاده کند.

این ابزار فرصتی را برای بانک‌ها جهت سرمایه‌گذاری ذخایر اضافی‌شان ایجاد می‌کند.

دسترسی به این گواهی مشارکت برای بانک‌های تجاری، شرکت‌هایی با مالکیت دولتی و شرکت‌های بیمه با محدودیت همراه است.

### اوراق مشارکت دولتی<sup>۱</sup>

ابزاری است مبتنی بر قرارداد مشارکت در سود و زیان و این اوراق با پشتوانه دارایی است که در سال ۱۹۹۹ به ازای سهم و مالکیت دولت (وزارت دارایی) در مالکیت نهادها و بنگاه‌های پربازده دولتی منتشر شده است. دارندگان گواهی مشارکت دولتی، علاوه بر ارزش اسمی ثابت، سهمی از منافع حاصل از فعالیت‌های شرکت‌ها را نیز به دست خواهند آورد.

این شرکت‌ها ملزم به ارائه حساب‌های بررسی‌شده فصلی هستند [۱۳] و [۱۴].

- این اوراق کسری بودجه دولت را به واسطه یک ابزار غیرتورمی جبران می‌کند و هم به عنوان ابزاری برای عملیات بازار باز می‌تواند مورد استفاده قرار گیرد. (کارکرد در سیاست‌گذاری مالی و پولی)

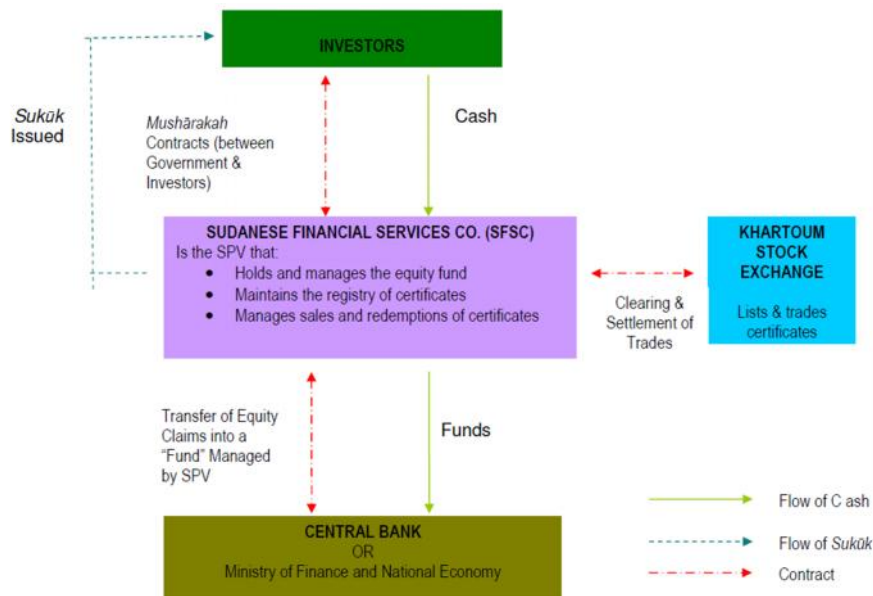
- اوراق بهاداری است با سررسید کوتاه‌مدت (ثابت و یک‌ساله) که سود آن متناسب با نرخ تورم تعیین می‌شود.

- این اوراق قابل مبادله و انتقال در بورس هستند و در دسترس بانک‌ها و سایر مؤسسات مالی، شرکت‌های دولتی و خصوصی و افراد قرار می‌گیرد.

- دولت بازخرید آنها را به قیمت اسمی ثابت و منافع حاصله تضمین می‌کند.

<sup>1</sup> Government Musharakah Certificates

## نمودار شماره ۷: اوراق مشارکت بانک مرکزی و دولتی

اوراق اجاره بانک مرکزی<sup>۱</sup>

این اوراق نشان دهنده مالکیت بخشی از دارایی‌های بانک مرکزی (یا دولت) است که از محل اجاره‌بهای آن دارایی‌ها (معمولاً شامل ساختمان یا دیگر دارایی‌ها می‌شود) به صاحبان اوراق اجاره داده می‌شود که این اجاره‌بها به واقع همان سود اوراق اجاره را تشکیل می‌دهد. مدت قرارداد اجاره مشخص است و می‌توان اجاره‌بها را در ابتدای دوره، انتهای دوره، با سررسیدهای ماهانه، فصلی یا سالانه پرداخت کرد. از آن جا که اوراق اجاره، اوراق بهاداری است که بیانگر مالکیت مشاع فرد است، می‌توان آن را در بازار ثانویه و به قیمتی که به وسیله عامل‌های بازار تعیین می‌شود، معامله کرد. انتشار اوراق اجاره باید تنها از طریق نهاد واسط انجام پذیرد و پس از واگذاری اوراق بهادار به سرمایه‌گذاران

<sup>۱</sup> Central Bank (or Government) Ijarah Certificates



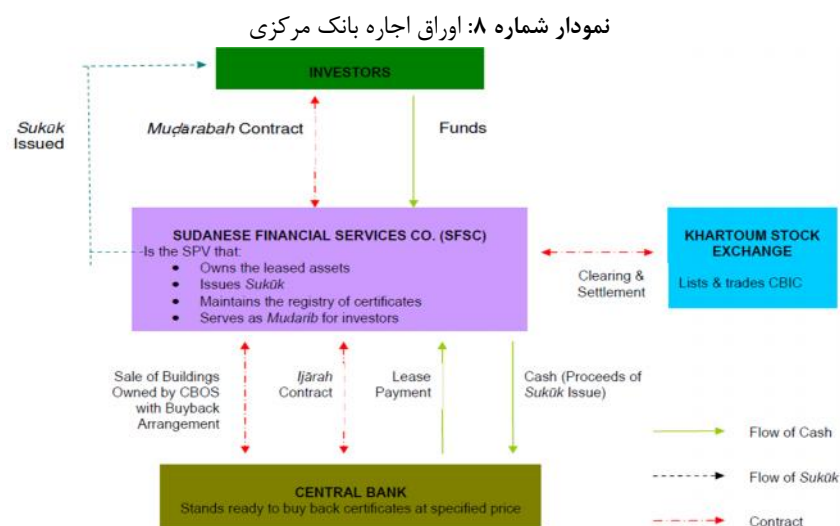
نهاد واسط ضمن انتقال اوراق به دارندگان اوراق، خود را به عنوان وکیل دارندگان در امر انعقاد قراردادهای مربوط به دارایی مبنای انتشار اوراق معرفی می‌کند [۱].

در کشور سودان، قرارداد میان SPV و سرمایه‌گذار بر مبنای مرابحه محدود شده است و فروش اولیه اوراق از طریق مزایده و با سررسیدهای متفاوت ۳ تا ۱۰ ساله انجام می‌گیرد و بازدهی مورد انتظار نیز با توجه به درآمد ثابت حاصل از اجاره تعیین می‌شود.

- بانک مرکزی می‌تواند از این ابزار برای انجام عملیات بازار باز و کنترل نقدینگی استفاده کند.

- در بورس قابل معامله است لیکن باز خرید آن تنها توسط بانک مرکزی امکان‌پذیر است.

- عرضه آن با توجه به قابلیت دسترسی به دارایی‌ها جهت فروش و بازگرداندن مورد اجاره محدود است.



### تسهیلات اعتباری بانک مرکزی

به استثنای حساب جاری برای نگهداری ذخایر قانونی و اضافی، تسهیلات اعتباری و سپرده‌ای خاصی برای بانک‌های اسلامی یا متعارف سودان وجود ندارد. از این رو بازدهی بر ذخایر اضافی نیز پرداخت نمی‌شود. با این حال، بانک‌ها و مؤسسات مالی اسلامی به

طیف وسیعی از صکوک قابل استفاده در مزایده برای سرمایه‌گذاری وجوه مازاد خود دسترسی دارند. هم‌اکنون تأمین مالی از سوی بانک مرکزی نیز از طریق بازخرید صکوک (در مزایده) و تأمین مالی از طریق سرمایه‌گذاری امکان‌پذیر است. بی‌گمان روش دوم (جذب منابع با هزینه صفر تا یک هفته و تبدیل آن در تراز بانک‌ها به صورت سرمایه‌گذاری مضاربه) با توجه به قابلیت دسترسی بیشتر بازخرید صکوک تقریباً کمتر مورد استفاده قرار می‌گیرد. شایان ذکر است در سال ۱۹۹۸ بانک مرکزی سودان، اضافه برداشت را جهت درجه تأمین مالی نقدینگی و نیز به عنوان ابزار آخرین تأمین‌کننده مالی برقرار کرد. همچنین بانک‌های تجاری که نیاز به استقراض از بانک مرکزی دارند، می‌توانستند وامی برای مدت دو هفته و حداکثر ۱۰ درصد از سپرده‌های جاری خود را از بانک مرکزی دریافت کنند و در صورت نیاز به وام برای مدتی بیش از دو هفته، بانک مرکزی در سود بانک شریک خواهد شد. همچنین بانک‌ها می‌توانند تأمین مالی براساس مضاربه محدود از بانک مرکزی را در ارتباط با تأمین مالی بخش‌های خاص، به ویژه بخش کشاورزی داشته باشند [۱۴].

### تجربه کشور اندونزی

در اندونزی نظام بانکی دوگانه وجود دارد و بانک‌های اسلامی تحت نظارت بانک مرکزی اندونزی مشغول فعالیت هستند. در این کشور، قانون بانکداری اسلامی به طور مجزا وجود ندارد و قوانین مربوطه تنها با افزودن بخش‌های خاصی به قانون بانکی تهیه شده است. علاوه بر این، بانک مرکزی اندونزی مقررات بازار بین‌بانکی را براساس فقه اسلامی تهیه می‌کند و جهت سیاست‌گذاری پولی و انجام عملیات بازار باز از گواهی ودیعه<sup>۱</sup> (اوراق ودیعه بانک مرکزی) در بازار بین بانکی، به عنوان ابزاری جهت مدیریت نقدینگی بانک‌هایی که بر اساس شریعت عمل می‌کنند، به کار می‌برد. تمام بانک‌های

<sup>۱</sup> Sertifikat Wadi'ah Bank Indonesia

از آقای حسین میسمی بابت در اختیار قراردادن ویژگی‌های این ابزار از پایان‌نامه دکترای خود با موضوع «طراحی مدل‌های عملیاتی اوراق بهادار (صکوک) منطبق با فقه امامیه جهت انجام عملیات بازار باز در نظام بانکی کشور: چارچوبی نوین برای سیاست‌گذاری پولی اسلامی» (۱۳۹۴) تشکر می‌شود.

تجاری که بر اساس فقه اسلامی عمل می‌کنند و مازاد نقدینگی دارند از طریق خرید گواهی سرمایه‌گذاری مضاربه بین‌بانکی که از سوی بانک اسلامی دارای کسری منتشر می‌شود، سرمایه‌گذاری می‌کنند. مبالغ دریافت شده توسط بانک صادرکننده گواهی در تاریخ سررسید به بانک سرمایه‌گذار بازپرداخت می‌شود. در بانکداری اسلامی که بر مبنای مشارکت در سود و زیان است، اطمینانی برای سود سرمایه‌گذاری برای بانک سرمایه‌گذار وجود ندارد. در مواردی که ضرر حاصل شده ناشی از قصور یا خلاف بانک صادرکننده نباشد، بانک سرمایه‌گذار می‌تواند زیان را حداکثر تا مقدار سرمایه‌گذاری شده اولیه فرض کند [۲۲].

به طور کلی، در سال ۲۰۰۰، بانک مرکزی اندونزی، بازار پول بین بانکی شرعی<sup>۱</sup> را راه‌اندازی کرد و گواهی ودیعه بانک اندونزی، برای اولین بار با هدف مدیریت نقدینگی بانک‌های اسلامی و فراهم شدن گزینه‌ای برای سرمایه‌گذاران منتشر شد. این ابزار در سال ۲۰۰۸ بر اساس قرارداد جعاله اصلاح و بر پایه آن گواهی شرعی بانک اندونزی<sup>۲</sup> معرفی شد. همچنین در سال ۲۰۰۸، بانک مرکزی اندونزی، صکوک دولتی و موافقت‌نامه بازخرید گواهی مذکور را عرضه کرد [۲۲].

### اوراق ودیعه بانک مرکزی

این اوراق یکی از ابزارهایی است که بانک مرکزی اندونزی برای انجام عملیات بازار باز در بازار بین بانکی منتشر می‌کند. اوراق بانک مرکزی اندونزی نوعی وجوه پس‌انداز کوتاه‌مدت در دوره‌های یک هفته، چند هفته (ماه) است که سود و زیان آن روزانه محاسبه می‌شود. اوراق مذکور بر اساس عقد جعاله طراحی شده است. بدین معنی که بانک مرکزی اعلام می‌دارد که قصد دارد تورم را به میزانی که تشخیص می‌دهد (مثلاً دو درصد) کاهش دهد و هر کس در انجام این کار مشارکت کند، مستحق جُعَل (سود اوراق) خواهد بود. بر این اساس بانک‌های دارای مازاد نقدینگی در بازار بین بانکی نسبت به خرید این اوراق اقدام کرده و در سررسید به سود موردنظر دست می‌یابند. نرخ سود

<sup>۱</sup> Sharia Interbank Money Market

<sup>۲</sup> Sharia Bank Indonesia Certificate

این اوراق پایین تر از نرخ بازدهی بازار پولی بین بانکی اسلامی و متناسب با سپرده‌های سرمایه‌گذاری مضاربه است.

### تسهیلات اعتباری بانک مرکزی

بانک مرکزی اندونزی به عنوان وام‌دهنده نهایی اقدام به پرداخت وام بلاعوض می‌کند یا منابع مالی را بر اساس مبانی شریعت اسلامی می‌پردازد تا مشکلات نقدینگی کوتاه‌مدت بانک‌ها را که به دلیل هماهنگ نبودن تأمین مالی آنها به وجود آمده است، جبران کند.

### تجربه کشور بحرین

کشور بحرین به دلیل برخورداری از تراکم بالای نهادهای مالی اسلامی در خاورمیانه به عنوان یکی از فعالان جهانی در حوزه تأمین مالی اسلامی شناخته شده است. هم‌اکنون حدود ۲۶ بانک کاملاً اسلامی در بحرین حضور دارند که در زمینه‌های بانکداری سرمایه‌گذاری و تجاری، بانکداری بین‌الملل و مدیریت وجوه فعالیت دارند. بحرین دارای نظام بانکداری اسلامی و متعارف است و بانک‌های اسلامی دارای شرایط و امتیازات مشابه بانک‌های متعارف هستند. هم‌اکنون بانکداری اسلامی در این کشور مشتمل بر ۳ نوع بانکداری شعبه‌ای، بانکداری خصوصی و بانکداری شرکتی است. این کشور پیشگام در ارائه ابزارها و تولیدات نوین بانکداری اسلامی بوده که از میان آنها می‌توان به انتشار اوراق بهادار اسلامی از جمله صکوک دولتی کوتاه‌مدت اشاره کرد. آژانس پولی بحرین<sup>۱</sup>، وظیفه تهیه مقررات نظارتی بانک‌های تجاری و سرمایه‌گذاری را بر عهده دارد و در این رابطه یک چارچوب احتیاطی و گزارش‌دهی کامل برای هر صنعت در ارتباط با مفاهیم بانکداری و تأمین مالی اسلامی تهیه کرده است. آژانس پولی بحرین از پیشگامان نوآوری در زمینه ابزارهای مالی جدید اسلامی برای عمیق کردن بازارهای مالی اسلامی و نیز تأمین مالی مؤسسات اسلامی با فرصت‌های بیشتر برای مدیریت نقدینگی به شمار می‌رود. به طور کلی بیش‌تر معاملات بانک‌ها و مؤسسات مالی

<sup>۱</sup> BMA: Bahrain Monetary Agency

اسلامی در بازار پولی بحرین از طریق دو ابزار ۱- اوراق سپرده مبتنی بر مباحه<sup>۱</sup> و مباحه معکوس<sup>۲</sup> و ۲- انتشار صکوک از سوی بانک مرکزی است. بانک‌های اسلامی و متعارف هر دو در بحرین می‌توانند در بازار پولی اسلامی فعالیت کنند. لیکن در این میان، بانک‌های متعارف بیشتر در بازار سپرده مبتنی بر مباحه فعال هستند و معاملات مباحه معکوس عمدتاً توسط بانک‌های اسلامی انجام می‌گیرد. همچنین بانک‌های اسلامی معمولاً از اوراق بهادار کوتاه‌مدت به دلیل هزینه بالای انتشار استفاده نمی‌کنند و به ازای آن تمایل زیادی در به‌کارگیری صکوک به عنوان ابزار سرمایه‌گذاری و همچنین مدیریت نقدینگی دارند. مدت زمان نگهداری قراردادهای مباحه کالایی از یک هفته تا یک سال با نرخ بازدهی لایبور بوده که معمولاً با توجه به پرتفوی نقدینگی بانک‌های اسلامی ۳ ماهه یا کمتر است. استفاده از مباحه کالایی به عنوان ابزار بین‌بانکی در بانک‌های اسلامی به دلیل هزینه‌بر بودن، نیاز به اسناد گسترده و غیرقابل مبادله بودن آن چندان مورد استقبال قرار نگرفته است. در نتیجه بیشتر بانک‌های اسلامی در معاملات بین‌بانکی از عقد وکالت استفاده می‌کنند که تحت آن به مدیریت نقدینگی با سایر بانک‌ها (به طور مشخص بانک‌ها و مؤسسات مالی اسلامی) در طول یک دوره خاص اقدام می‌کنند [۱۴].

در مجموع، می‌توان این‌گونه بیان کرد که فعالیت‌های خزانه‌داری بانک‌ها و مؤسسات مالی اسلامی، نقدینگی درخور توجهی را در بازار ایجاد کرده که در نتیجه مدیریت نقدینگی با وجود ابزارهای مناسب از اهمیت زیادی برخوردار می‌شود. این فعالیت‌ها بر مبنای ساختار متمرکز و غیرمتمرکز و با توجه به اندازه مؤسسات با سازوکاری متفاوت انجام می‌پذیرد. در بیش‌تر کشورها، مدیریت نقدینگی و همچنین پیش‌بینی جریانات نقدی در تمام واحدهای کسب و کار متمرکز بوده و ابزارهای مورد استفاده برای مدیریت نقدینگی در میان کشورها و بانک‌های اسلامی متفاوت است. از این‌رو در ادامه تلاش می‌شود ساختار و ویژگی‌های ابزارهای مهمی که در کشورهای مختلف مورد استفاده قرار می‌گیرد از منظر توسعه بازار پول اسلامی معرفی شود.

<sup>1</sup> Murabahah Deposits

<sup>2</sup> Reverse Murabahah

## صکوک سلف<sup>۱</sup>

صکوک سلف (سلم) از سوی یک نهاد واسط (SPV) انتشار و فروخته می‌شود که مبتنی بر دارایی است و به معنی بیعی است که به موجب آن، خریدار (سرمایه‌گذاران)، وجوه خود را از پیش به فروشنده (شرکت‌های واسط) می‌پردازد و متعهد می‌شود که جنس مورد معامله (آلومینیوم) را پس از انقضای مدت معین (سررسید ۹۱ روزه) به خریدار تحویل دهد. علاوه بر این، خریداران اوراق، می‌توانند نهاد واسط را در جایگاه نماینده فروش آن مقدار مشخص کالا در زمان تحویل (شاید با قیمتی بالاتر) منصوب کنند و تفاوت میان قیمت خرید و فروش اوراق همان سود شرکت‌ها واسط و بازدهی دارندگان اوراق سلف به شمار می‌رود.

در قرارداد سلف، شریعت (فقیهان شیعه و اهل سنت) فروش مجدد مبیع (بیع دین) سلف پیش از سررسید را مجاز نمی‌دانند، از این‌رو جهت حل این مشکل، هریک از فروشنده و خریدار سلف در کنار سلف اولیه، به معامله سلف مستقل دیگری با همان فرد یا افراد دیگر اقدام می‌کنند (سلف موازی). شایان ذکر است وجود این محدودیت‌ها از توانایی نقدشوندگی این ابزار کاسته و تا حدودی باعث کاهش انگیزه برای سرمایه‌گذاری می‌شود که تنها در پی خرید اوراق سلف و کسب سود با توجه به افزایش قیمت کالا در زمان سررسید هستند [۲۵].

## صکوک اجاره<sup>۲</sup>

صکوک اجاره، نوعی صکوک سرمایه‌گذاری است که بیانگر مالکیت واحدهای سرمایه‌گذاری با ارزش برابر از دارایی‌های بادوام فیزیکی هستند که به یک قرارداد اجاره، پیوند خورده است. از زمان معرفی آن یعنی آگوست ۲۰۰۲، تاکنون چندین بار صکوک اجاره منتشر و کل مقدار صکوک اجاره خریداری شده‌اند که این امر بیانگر نقدینگی بسیار زیاد در بازار و نیز تقاضای بالا برای ابزارهای مالی اسلامی است. گرچه برخی از این ابزارهای مالی منحصراً برای بازار داخلی منتشر شدند، لیکن صکوک اجاره‌ای که برای بازار منطقه‌ای

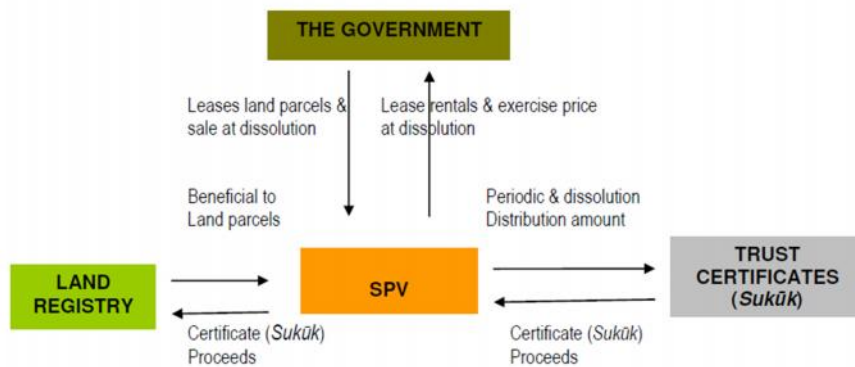
<sup>۱</sup> Sukuk Al-Salam

<sup>۲</sup> Sukuk Al-Ijarah

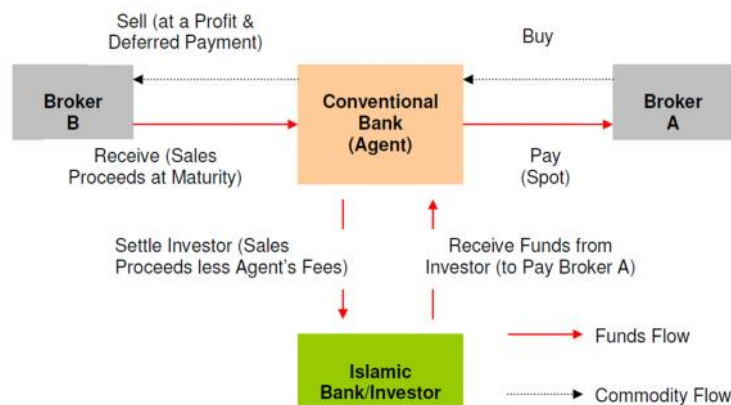
خاورمیانه و بازارهای بین‌المللی نیز منتشر شده‌اند، نیز همگی به فروش رفته‌اند. در مجموع، دو نوع صکوک اجاره کوتاه‌مدت (۱۸۲ روزه) به واحد پول بحرین و صکوک اجاره بلندمدت (بین ۳ تا ۱۰ سال) به دلار یا دینار بحرین منتشر می‌شود.

صکوک کوتاه‌مدت اجاره یک‌بار در ماه و با مقدار مشخص منتشر می‌شود و بازار ثانویه برای این اوراق اسلامی کوتاه‌مدت وجود ندارد. لیکن در مقابل صکوک بلندمدت اجاره با مقادیر مختلف منتشر و از طریق ایجاد تسهیلات بازخرید در سررسید از سوی بانک مرکزی در بازار بورس بحرین قابل خرید و فروش است. بازدهی این گروه از اوراق هم می‌تواند ثابت یا شناور باشد و به صورت سالانه پرداخت می‌شود.

نمودار شماره ۹: صکوک اجاره



نمودار شماره ۱۰: مباحثه کالایی



### تسهیلات اعتباری بانک مرکزی

بانک‌های اسلامی نمی‌توانند از تسهیلات ویژه سپرده‌ای که در دسترس بانک‌های متعارف است به دلیل عدم هماهنگی با اصول شریعت استفاده کنند. از این‌رو تنها بر ذخایر اضافی بدون بهره نگهداری شده در حساب جاری با بانک مرکزی بحرین می‌توانند تکیه کنند. با این حال، بانک‌ها و مؤسسات مالی اسلامی در بحرین به طیف وسیعی از ابزارهای مبتنی بر اجاره و صکوک (سلف) برای مدیریت نقدینگی دسترسی دارند [۱۴]. در این میان، طرفین معامله خرید و فروش ۳ نوع صکوک در بحرین شامل دارنده صکوک (بانک نیازمند نقدینگی)، بانک واسطه (فعالان بازار) و بانک مرکزی بحرین به‌عنوان تأمین‌کننده نقدینگی است. بی‌گمان هنوز تأمین مالی بانک مرکزی از طریق ایجاد راه‌حل‌هایی منطبق با شریعت برای ریپو در بانک‌ها و مؤسسات مالی اسلامی امکان‌پذیر نبوده و تأیید آن از سوی هیئت شریعت بانک مرکزی بحرین در حال بررسی است [۲۵].

### نتیجه‌گیری و جمع‌بندی

یکی از مهم‌ترین ابزارهای اجرای سیاست پولی در اکثر کشورهای پیشرفته و در حال توسعه، ابزارهای غیرمستقیم پولی است. این ابزارها در شرایطی که ارکان بازار پول از عمق و اندازه کافی برخوردار باشد، منشا اثر بوده و نتایج موردنظر را تأمین خواهد کرد. در کشورهایی که بازارهای ثانویه و خرید و فروش اوراق بهادار از پویایی و انسجام کافی برخوردار نباشد، اتکای ابزار غیرمستقیم پولی بیشتر بر بازار بین‌بانکی خواهد بود. از این‌رو، جایگاه بانک مرکزی در توسعه بازار بین‌بانکی از اهمیت درخور توجهی برخوردار است. هر قدر امکان دخالت بانک مرکزی در عملیات بازار بین‌بانکی بیشتر باشد، نقش آن موثرتر است و دامنه عمل بانک مرکزی گسترده‌تر خواهد بود. در این میان، با توجه به شرایط و ویژگی‌های بانک‌های اسلامی، راه‌اندازی بازار بین‌بانکی و تهیه ملزومات و زیرساخت‌های آن در کشورهای اسلامی و به کارگیری ابزارهای منطبق بر شریعت برای انجام عملیات بازار باز و مدیریت نقدینگی توسط بانک‌های مرکزی از جایگاه ویژه‌ای برخوردار می‌شود. بانک‌های مرکزی می‌بایست بیشتر در توسعه و طراحی ابزارهای قابل معامله منطبق بر شریعت با ویژگی‌هایی همچون ریسک‌پذیری پایین، توانایی انتشار به



میزانی مناسب در راستای رفع نیازهای سیاستگذاران پولی، تأمین مالی دولت و سرمایه‌گذاران و استفاده در تمام بانک‌های اسلامی و متعارف جهت اجتناب از طبقه‌بندی بازارهای پول متمرکز شوند. از این رو، در این نوشتار تلاش شد وضعیت بازار پولی در بانک‌ها و مؤسسات مالی اسلامی کشورهای مختلف مورد بررسی قرار گیرد و ابزارهای منطبق بر شریعت در این کشورها برای معامله در بازار بین بانکی با هدف مدیریت نقدینگی معرفی شوند.

جدول شماره ۴: خلاصه‌ای از ابزارهای مالی مورد استفاده در بازار پول بین بانکی اسلامی کشورهای مختلف

اوراق سرمایه‌گذاری بین بانکی مضاربه	ابزارهای مورد استفاده توسط بانک‌ها و مؤسسات مالی اسلامی با سایر بانک‌ها در بازار بین بانکی
مراجعه کالایی	
ابزاروکالت و ودیعه بین بانکی	
تراز دوجانبه جبرانی یا خنثی کننده	
اوراق مشارکت بانک مرکزی	ابزارهای بانک مرکزی برای انجام عملیات بازار باز و تأمین مالی دولت
اوراق مشارکت دولتی	
اوراق و گواهی ودیعه بانک مرکزی	
گواهی و اوراق سرمایه‌گذاری دولتی	
اوراق سرمایه‌گذاری دولتی	
اوراق اجاره بانک مرکزی	
موافقت‌نامه فروش و خرید مجدد	
اوراق سرمایه‌گذاری اسلامی دولتی	
صکوک سلف	

بررسی وضعیت کشورهای مختلف نشان می‌دهد که طراحی و ایجاد بازارهای غیرربوی یک شبه پول<sup>۱</sup>، بازارهای غیرربوی اعتبارات بانکی کوتاه‌مدت (از چند روز تا چند هفته) و همچنین اعتبار در حساب جاری<sup>۲</sup> با تأخیر و مشکلات زیادی روبه‌رو بوده و پیشرفت‌هایی که تاکنون به دست آمده، به صورت پراکنده و مقطعی است. کمبود یا نبود ابزارهای مالی باعث شده است که بازارهای بین‌بانکی و بازار پول اسلامی در بسیاری از کشورهای اسلامی و حتی در کشورهای با فضای مالی یکپارچه اسلامی ایجاد نشود. در نتیجه، در غیاب چنین بازارها و ابزارهای مالی اسلامی، بازار بین‌بانکی با محدودیت روبه‌رو بوده و بیش‌تر بانک‌ها جهت مدیریت نقدینگی و معامله با سایر بانک‌های اسلامی یا متعارف تنها می‌توانند از ابزارهایی چون مباحه کالایی و حساب‌های سپرده بدون بهره (مضاربه بین بانکی) استفاده کنند. از این رو لازم است از طریق گسترش طیفی از اوراق با ریسک‌ها و سررسیدهای متفاوت به عمق و توسعه این‌گونه از بازارها توجه ویژه‌ای شود. علاوه بر این، کمبود ابزارهای مناسب شرعی باعث می‌شود که بانک‌های مرکزی برای انجام عملیات بازار باز و همچنین ایفای نقش به عنوان وام‌دهنده نهایی با مشکل روبه‌رو شوند. از این رو، توسعه قرارداد ریپوی-منطبق بر شریعت (بر اساس صکوک) یا استفاده از ابزارهایی با انعطاف‌پذیری بیشتر جهت انجام معاملات با سررسیدهای کوتاه‌مدت امری ضروری به شمار می‌رود. زیرا در این صورت قیمت‌گذاری در سطحی مناسب و متناسب با بازدهی بازار تعیین و زمینه‌های توسعه بازارهای پولی اسلامی را ایجاد می‌کند.

- جهت توسعه بازار پول می‌بایست بر دو جزء اصلی از جمله بازار اوراق بانک مرکزی و دولت و همچنین معاملات بین‌بانکی بانک‌ها و مؤسسات مالی اسلامی با یکدیگر و با بانک مرکزی بر مبنای اوراق دولتی و بانک مرکزی توجه خاصی صورت گیرد. از این رو، لازم است دستورالعمل‌های بین‌المللی برای بانک‌ها و مؤسسات مالی اسلامی در استفاده از ابزارهای تکمیلی مختلف برای مدیریت نقدینگی در بازار بین‌بانکی بانک‌ها و مؤسسات مالی اسلامی طراحی و به کار گرفته شود.

<sup>1</sup> Overnight

<sup>2</sup> Overdraft Facility

- در ارتباط با ایجاد زیرساخت‌ها و ملزومات ایجاد بازار بین‌بانکی لازم است سیستم پرداخت‌ها و تعیین نظام تسویه با نیازهای مالی اسلامی از جمله تسویه اوراق بازار پول و سرمایه اسلامی و همچنین با وثایق و تسهیلات مالی مناسب با بانک‌ها و مؤسسات مالی اسلامی انطباق داده شود. از این رو، ایجاد زیرساخت‌های لازم، حمایت از بازار پول اسلامی و ابزارهای مالی دولت از اهمیت زیادی برخوردار می‌شود. علاوه بر این، توسعه قراردادهای سوپا و آتی منطبق بر شریعت در بازارهای ثانویه برای مدیریت دارایی- بدهی و دسترسی به سطح مطلوبی از مدیریت نقدینگی در بانک‌های اسلامی بسیار حیاتی است. در این زمینه، وجود شفافیت در اطلاعات بازار، ایجاد نظام رتبه‌بندی و تجزیه و تحلیل مالی مناسب از الزامات توسعه بازارهای پول و سرمایه و در نتیجه افزایش کارایی و عمق آن به‌شمار می‌رود.
- در کشورهایی با رویکرد اسلامی، گسترش و توسعه ابزارهای مالی دولت به میزان کافی برای مدیریت بدهی‌های دولت و انتخاب چارچوب مناسب برای آن، مستلزم استفاده از عقود منطبق بر شریعت (از جمله اجاره) و همچنین ایجاد هماهنگی‌های لازم میان دولت و بانک مرکزی است. زیرا ابزارهای بانک مرکزی می‌توانند نقش مهمی در جذب مازاد نقدینگی و ایجاد تعادل میان عملیات پولی و مالی را ایجاد کنند. از این رو، استفاده از ابزارهای مالی دولت در عملیات پولی توسط بانک مرکزی مستلزم توسعه ابزارهای کوتاه‌مدت از جمله موافقت‌نامه باز خرید (ریپو) منطبق بر شریعت همگام با طراحی ابزارهای اعطای تسهیلات ویژه بانک مرکزی برای مدیریت نقدینگی است. (در این میان استفاده از صکوک در میان بانک‌های مرکز اکثر کشورهای اسلامی مورد توافق واقع شده‌است)
- در پایان اینکه نظارت و مقررات احتیاطی با روش‌های مختلف، سلامت و امنیت بازار بین‌بانکی را تأمین می‌کند. از این رو لازم است بخش مستقلی در بانک مرکزی برای ساماندهی و هدایت عملیات بازار بین‌بانکی اسلامی تشکیل شود. در این میان شایسته است بخش تنظیم مقررات بازار بین‌بانکی تقویت و بخش نظارتی بازار بین‌بانکی از بخش عملیاتی و اجرایی آن جدا شود و در عین حال هماهنگی و ارتباط نزدیکی میان آنها وجود داشته باشد.

## منابع و مأخذ

۱. ابراهیم، نجم‌الدین (۱۳۹۰): *تجربه سیاستگذاری پولی در سودان*، همایش سیاستگذاری پولی در کشورهای اسلامی، پژوهشکده پولی و بانکی، بانک مرکزی جمهوری اسلامی ایران.
  ۲. حاجیان، محمدرضا (۱۳۹۲): *بازار بین‌بانکی ریالی*. تهران: پژوهشکده پولی و بانکی، بانک مرکزی ج.ا.ا.
  ۳. صدر، سیدکاظم و دیگران (۱۳۸۷): *بانکداری اسلامی*. تهران: بانک مرکزی جمهوری اسلامی ایران، اداره آموزش و مطالعات نیروی انسانی.
  ۴. عزیزی، فیروزه (۱۳۸۷): ابزارهای مالی کاربردپذیر در بازار مالی اسلامی، همایش اقتصاد اسلامی و توسعه.
  ۵. محرابی، لیلیا (۱۳۹۰): *ساختار بانکداری اسلامی در کشورهای مختلف: نمونه موردی مالزی*، گزارش پژوهشی، پژوهشکده پولی و بانکی بانک مرکزی ج.ا.ا.
6. Abdul Aziz, Norzila (2014); *Liquidity Management for Islamic Financial Institutions*, Global Islamic Finance Forum.
  7. Ahmad, Ausaf (2000); *Instruments of Regulation and Control of Islamic Banks by Central Banks, Second Edition*, Jeddah, Islamic Development Bank.
  8. Ahmed Ali Siddiqui (2007); *Islamic Liquidity Management Alternatives*, Islamic Financial Markets Conference, Karachi, Pakistan.
  9. Arby, Muhammad Farooq (2004); *The State Bank of Pakistan: Evolution, Functions & Organization*, First Edition.
  10. Bacha, Obiyathulla (2009), *The Islamic Interbank Money Market and a Dual Banking System: The Malaysian Experience*, MPRA Paper No. 12699.
  11. Chourhry, Nurun N & Abbas Mirakhor (1997); *Indirect Instruments of Monetary Control in an Islamic Financial System*, Islamic Economic Studies, Vol.4, No.2.
  12. Dziobek, Claudia, Hobbs, J. Kim and Marston, David (2000); *Toward a Framework for Systemic Liquidity Policy*. IMF Working

Paper No. 00/34.

13. Elhiraika, Adam B (2004); *On The Design and Effects on Monetary Policy in an Islamic Framework: The Experience of Sudan*, Research Paper No.64. IRTI, IDB.

14. Islamic Financial services Board (2009); *The Development of Islamic Money Markets*, Working Papers.

15. Khan, Mohsin S & Abbas Mirakhor (1994); *Monetary Management in an Islamic Economy*, Islamic Economic., Vol. 6, pp. 3-21.

16. Khan, Mohsin S. (2009); *The Design and Conduct of Monetary Policy: Lessons for Pakistan*, The Pakistan Development Review, 48 : 4 Part I .pp. 337–356.

17. Noor Ahmed, Hastam Shah, Asif Idrees Agha, Yasir Ali Mubarik (2005); Transmission Mechanism of Monetary Policy in Pakistan, State Bank of Pakistan, Working Papers, No.9.

18. Sari, Norhanim Mat & Abbas Mirakhor (2012); *Islamic Monetary Policy in Malaysia: A Conceptual Framework*, 2<sup>th</sup> Conference on Islamic Finance in a Challenging Economy: Moving Forward, Bank Negara Malaysia.

19. Shariq, Nisar (2006); Islamic Bonds (Sukuk): Its Introduction and Application: Latest information about Sukuk. ([www.financeinislam.com/article/8/1/546](http://www.financeinislam.com/article/8/1/546)).

20. [www.academia.edu/6182799/Role\\_and\\_Functions\\_of\\_Central\\_Banks\\_in\\_Islamic\\_Finance](http://www.academia.edu/6182799/Role_and_Functions_of_Central_Banks_in_Islamic_Finance)

21. [www.alhudacibe.com/newsletter/1-15dec/article\\_10.html](http://www.alhudacibe.com/newsletter/1-15dec/article_10.html)

22. [www.bi.go.id](http://www.bi.go.id)

23. [www.bis.org](http://www.bis.org)

24. [www.bnm.gov.my](http://www.bnm.gov.my)

25. [www.cbb.gov.bh](http://www.cbb.gov.bh)

26. [www.iimm.bnm.gov.my](http://www.iimm.bnm.gov.my)