

طراحی انواع صکوک دولت و بانک مرکزی به منظور عملیات بازار باز: چارچوبی نوین برای توسعه بازار پول در کشور

دکتر حسین میثمی*، دکتر کامران ندری**

چکیده

در این پژوهش^۱ تلاش می‌شود تا با موضوع شناسی صحیح عملیات بازار باز در بانکداری مرکزی نوین، این عملیات از منظر بانکداری اسلامی مورد بررسی قرار گرفته و به طراحی انواع اوراق بهادار اسلامی (صکوک) به عنوان ابزارهای جایگزین اوراق متعارف پرداخته شود. یافته‌های این پژوهش که به روش تحلیلی-توصیفی به دست آمده است، نشان می‌دهد که هر چند به دلیل وجود ربا امکان استفاده از ابزارهای متعارف عملیات بازار باز توسط بانک مرکزی کشور وجود ندارد، اما می‌توان با استفاده از ظرفیت عقود مبادله‌ای، انواعی از اوراق بهادار اسلامی (صکوک) را به عنوان جایگزین اوراق قرضه طراحی نمود. حالت استاندارد و گزینه نخست، آن است که دولت در بازار اولیه اقدام به انتشار صکوک برای تأمین مالی نموده و بانک مرکزی با ورود در بازار ثانویه اوراق، به اعمال سیاست‌های پولی خود اقدام کند. برخی از ابزارهای پیشنهادی برای این گزینه عبارت است از: اسناد خزانه اسلامی (صکوک بیع دین دولت)، صکوک مباحه دولت، صکوک اجاره و اجاره به شرط تملیک دولت و صکوک استصناع دولت. با توجه به اینکه در کوتاه مدت امکان تشکیل بازار ساختاریافته در رابطه با صکوک دولتی (بازار دیون با کیفیت) در نظام پولی کشور فراهم نیست، پیشنهاد می‌شود بانک مرکزی به صورت موقت، صکوک بیع دین و اجاره برای عملیات بازار باز را انتشار دهد. این اوراق می‌تواند جایگزین یا مکمل اوراق مشارکت بانک مرکزی به حساب آید. طراحی و استفاده از انواع مختلف صکوک دولت و بانک مرکزی در میان مدت، می‌تواند به توسعه بازار بدهی‌های کوتاه‌مدت منطبق با شریعت (بازار پول) کمک شایانی کند.

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

طبقه‌بندی JEL: D53, E52

meisami@isu.ac.ir

*استادیار پژوهشکده پولی و بانکی بانک مرکزی

**استادیار دانشکده معارف اسلامی و اقتصاد، دانشگاه امام صادق (ع)

۱. نسخه اولیه این پژوهش با عنوان یادداشت کوتاه، به صورت شفاهی در بیست و پنجمین همایش سالانه سیاست‌های پولی و ارزی ارائه شده است.

۱. مقدمه

در نظام بانکداری متعارف، بانک‌های مرکزی برای مداخله غیرمستقیم در بازار پول در حالت کلی از سه ابزار نسبت سپرده قانونی، نرخ تنزیل و عملیات بازار باز استفاده می‌کنند؛ در حالی که تأثیرگذاری این ابزارها بر متغیرهای حجم پول و نرخ بهره بازار قطعی است، ولی در طی زمان اهمیت آنها در سیاست‌گذاری پولی فراز و فرودهایی داشته است. در حال حاضر مهم‌ترین ابزاری که در کشورهای توسعه‌یافته و در حال توسعه به‌منظور سیاست‌گذاری پولی استفاده می‌شود، عملیات بازار باز است. در واقع، هر چند عملیات بازار باز در مقایسه با دو ابزار سنتی دیگر طول عمر کوتاه‌تری در متون سیاست‌گذاری پولی دارد، اما به دلیل مزایای برجسته خود، از کاربرد وسیعی در مداخلات روزانه بانک‌های مرکزی در بازارهای مالی کشورهای توسعه‌یافته و در حال توسعه برخوردار شده است.^۱

عملیات بازار باز در بیشتر کشورهای پیشرفته که دارای بازارهای ثانویه ساختاریافته بر روی «اوراق بهادار دولتی»^۲ هستند، از طریق ورود و خروج بانک مرکزی در این بازار صورت می‌پذیرد. در واقع، زمانی که اقتصاد به دلیل عرضه کم پول با نرخ بهره بالا رو به‌رو بوده و مؤسسه‌های تولیدی و تجاری با کمبود نقدینگی مواجه هستند، بانک مرکزی به خرید اوراق بهادار از مردم پرداخته و به این وسیله، پایه پولی را افزایش می‌دهد. در نتیجه، عرضه پول افزایش یافته، نرخ‌های بهره کاهش می‌یابد و به دنبال آن مشکل نقدینگی حل شده و سرمایه‌گذاری و رشد اقتصادی افزایش می‌یابد. در مقابل، زمانی که اقتصاد به دلیل بالابودن حجم نقدینگی با تورم روبه‌رو است، بانک مرکزی با فروش اوراق بهادار، به جمع‌آوری نقدینگی و کاهش تقاضای کل و در نتیجه، پایین آمدن سطح عمومی قیمت‌ها می‌پردازد. در مقابل، در برخی از کشورهای در حال توسعه که فاقد بازارهای ثانویه کارا بر روی اوراق قرضه دولتی هستند، بانک مرکزی به انتشار مستقیم «اوراق بهادار بانک مرکزی»^۳ اقدام نموده و عملیات بازار باز را از این طریق سامان می‌دهد.^۴

1. Mishkin. (2013). P. 156.

2. Government Securities

3. Central Bank Securities

4. Mishkin. (2013). P. 189.

در میان کشورهای در حال توسعه، تجربه ایران در سیاست‌گذاری پولی قابل توجه است. ارزیابی تجربه ایران نشان می‌دهد که تورم دو رقمی، پدیده‌ای است که در سه دهه اخیر همواره با اقتصاد ایران همراه بوده و با توجه به اثرگذاری منفی این پدیده در حوزه‌های مختلف از جمله تولید ملی و سرمایه‌گذاری‌های اقتصادی، بانک مرکزی به تلاش در جهت ارائه ابزارهای سیاست پولی اقدام نموده است.

از سوی دیگر، با توجه به اینکه در کشور قانون عملیات بانکی بدون ربا از سال ۱۳۶۲ تصویب شده و در حال اجرا بوده و بر اساس این قانون (و بر اساس نظر مراجع تقلید و فقهای معظم) استفاده از اوراق قرضه برای عملیات بازار باز ناصحیح است، بسیاری از ابزارهای متعارف سیاست‌گذاری پولی از دسترس بانک مرکزی خارج شده و این بانک مجبور به ارائه ابزارهای سازگار با تعالیم بانکداری اسلامی شده است. در این راستا، از سال ۱۳۷۳ اوراق مشارکت در کشور توسط نهادهای مختلف (مانند شهرداری‌ها و وزارت‌خانه‌ها) برای تأمین مالی و از سال ۱۳۸۰ به عنوان ابزار عملیات بازار باز توسط بانک مرکزی، مورد استفاده قرار گرفت و تاکنون تنها از این ابزار برای عملیات بازار باز اسلامی استفاده شده است. جدیدترین استفاده از این ابزار توسط بانک مرکزی نیز مربوط به انتشار اوراق مشارکت در اسفند ماه سال ۱۳۹۲ است که ۳۰۰۰ میلیارد تومان اوراق مشارکت منتشر شد که از این رقم حدود ۷۵ درصد آن (۲۲۰۰ میلیارد تومان)، به فروش رسید.^۱

با این حال، همان طور که پژوهش‌های گوناگون نشان می‌دهد، اوراق مشارکت بانک مرکزی (به دلیل ابهام در پروژه‌های سودده مبنای انتشار اوراق) به لحاظ شرعی با شبهه جدی مواجه بوده و به لحاظ اقتصادی نیز ابزار مناسبی برای عملیات بازار باز به حساب نمی‌آید.^۲

با توجه به آنچه مطرح شد، به نظر می‌رسد تلاش در جهت طراحی ابزارهای جایگزین اسلامی به‌منظور عملیات بازار باز یک ضرورت غیرقابل انکار است. بر این اساس، در این پژوهش تلاش می‌شود تا به پرسش‌های زیر پاسخ دهد:

۱. به نقل از تارنمای بانک مرکزی ایران به آدرس: www.cbi.ir.

۲. میثمی و ندری. (۱۳۹۵)، ص ۲۳۴.

الف) با استفاده از ظرفیت عقود اسلامی، چه نوع اوراق بهادار اسلامی (صکوک) به منظور انتشار توسط دولت در بازار اولی و عملیات بازار باز توسط بانک مرکزی کشور در بازار ثانوی می‌توان پیشنهاد کرد؟

ب) با استفاده از ظرفیت عقود اسلامی، چه نوع اوراق بهادار اسلامی (صکوک) به منظور انتشار مستقیم توسط بانک مرکزی کشور در بازار اولی می‌توان پیشنهاد کرد؟

ساختار مقاله بدین صورت است که پس از مقدمه، پیشینه پژوهش ارائه شده، سپس، به موضوع شناسی عملیات بازار باز در بانکداری مرکزی نوین پرداخته می‌شود. در ادامه، الگوی متعارف عملیات بازار باز از منظر فقهی تحلیل شده و انواع صکوک دولت و بانک مرکزی که قابلیت استفاده در عملیات بازار باز را دارد، تبیین می‌شود. بخش پایانی نیز به نتیجه‌گیری اختصاص یافته و توصیه‌های سیاستی مشخصی برای دولت و بانک مرکزی ارائه می‌شود.

۲. پیشینه پژوهش

پژوهش‌هایی که تاکنون در حوزه بانکداری اسلامی در ایران و کشورهای دیگر انجام شده، به‌طور کلی به بانکداری تجاری اسلامی اختصاص یافته و بحث بانکداری مرکزی اسلامی و ابعاد آن کمتر مورد توجه پژوهشگران قرار گرفته است. بحث عملیات بازار باز و طراحی ابزارهای اسلامی برای انجام این عملیات در چارچوب اسلامی نیز از جمله موضوع‌های اساسی در بانکداری مرکزی اسلامی است که پژوهش‌های کمی در مورد آن انجام شده است؛ با این حال، برخی پژوهش‌ها وجود دارند که به این مسأله پرداخته‌اند که در این قسمت به برخی از آنها اشاره می‌شود.

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

- سلیمانی (۱۳۸۶) پس از بررسی چالش‌های مدیریت نقدینگی در بانک‌های اسلامی، زیربناهای نهادی مدیریت نقدینگی از جمله بازار پول بین بانکی، صندوق بازار پول غیرربوی و بازار مالی بین‌المللی اسلامی را مطرح کرده و به تجربه برخی کشورهای اسلامی در این زمینه اشاره می‌کند. در این پژوهش، به مقوله نقش بانک مرکزی در بازار بین بانکی تأکید می‌شود.
- نودهی (۱۳۸۷) ضمن تبیین شیوه اجرایی‌سازی سیاست پولی با استفاده از ابزار عملیات بازار باز، شیوه جایگزین نمودن اوراق مشارکت با اوراق قرضه را برجسته می‌نماید. در این مقاله در کنار عقد مشارکت، به نحوه ترکیب بیع دین با مشارکت نیز اشاره می‌شود. در این پژوهش، بیشتر به مقایسه اوراق مشارکت ایران و سودان پرداخته شده و ابزارهای جایگزین اوراق مشارکت برای عملیات بازار باز طراحی نشده است.
- صابری نیا (۱۳۸۷) با توجه به اقسام اوراق مشارکت، وجوه شباهت و تمایز اوراق مشارکت، اوراق قرضه و سهام را بررسی نموده و پس از بررسی فقهی اوراق مشارکت، ابهامات شرعی و حقوقی را در مورد این اوراق بیان نموده و راه‌حلهایی را ارائه کرده است. در این پژوهش، به طور خاص بر کاستی‌های فقهی و قانونی اوراق مشارکت برای تأمین مالی نیازهای دولت و شرکت‌های دولتی تأکید شده است.
- مومنی و حری (۱۳۸۸) به مقوله تجربه کشورهای اسلامی در سیاستگذاری پولی اسلامی می‌پردازند. یافته‌های آنها نشان می‌دهد بین کشورهای اسلامی و کشورهای دیگر، در عمل تفاوت معناداری در کاربرد ابزارهای پولی وجود نداشته و این کشورها نتوانسته‌اند ابزارهای سیاستگذاری پولی مناسب با شرایط خود را ارائه نموده و مورد استفاده قرار دهند.
- عباسی مقدم (۱۳۸۸) به امکان‌سنجی استفاده از اوراق غیر قرضه‌ای به عنوان ابزار عملیات بازار باز در سیاست پولی می‌پردازد. یافته‌های وی نشان می‌دهد بانک مرکزی در گسترش عملیات بازار باز باید چهار قاعده (اصل) را در نظر داشته باشد که عبارتند از: حفظ استقلال ابزاری، حداقل سازی اثرات عملیات بانک مرکزی بر تخصیص اعتبارات و قیمت‌های نسبی، دستیابی به نقدینگی سبک

دارایی و کنترل ریسک و سرانجام، شفافیت و محاسبه‌پذیری. در این پژوهش، قواعدی که باید مورد توجه بانک مرکزی قرار گیرد، برجسته شده و ابزارهای جایگزین اسلامی طراحی نشده‌اند.

— اسکینی (۱۳۸۸) از منظر حقوقی به این پرسش، پاسخ می‌دهد که آیا اوراق مشارکت همان اوراق قرضه با عنوانی متفاوت است و یا اینکه واقعاً ماهیتی متفاوت دارد؟ به منظور پاسخ به این پرسش، تلاش می‌کند تا با دقت در ماهیت و شروط عقد مضاربه و عقد شرکت، رابطه ناشر و صاحب ورقه مشارکت را مورد بحث قرار داده و چالش‌های حقوقی موجود را برجسته می‌نماید.

— قضاوی و بازمحمدی (۱۳۹۰) به تبیین کارکردهای اسناد خزانه اسلامی به منظور سیاستگذاری پولی می‌پردازند. در این دیدگاه، اسناد خزانه، اوراق بهاداری هستند که گواه تعهد ناشر (بیشتر، دولت‌ها) به بازپرداخت مبلغ اسمی آنها در آینده هستند. این اوراق به پشتوانه تعهد و اعتبار دولت‌ها منتشر شده و معاف از مالیات دولت‌های مرکزی و ایالتی هستند. بانک مرکزی می‌تواند با ورود در بازار ثانوی اسناد خزانه دولتی، به سیاستگذاری پولی اقدام ورزد.

— شعبانی و قلیچ (۱۳۹۰) قابلیت‌های ابزارهای مالی اسلامی برای کاهش تورم را مورد بحث قرار می‌دهند. یافته‌های آنها که بر روی چهار نوع صکوک (اوراق مشارکت، اجاره، مرایحه و استصناع) تمرکز می‌کند، نشان می‌دهد این اوراق قادر به کاهش تورم پولی، تورم فشار هزینه، تورم فشار تقاضا و تا حدودی تورم وارداتی هستند.

— نظریور و حقیقی (۱۳۹۲) به مقوله سیاستگذاری پولی در بازار بین بانکی می‌پردازند. یافته‌های آنها نشان می‌دهد در یک الگوی اسلامی، بانک مرکزی می‌تواند با استفاده از عملیات بازار باز، تعیین نسبت سپرده قانونی، مدیریت نرخ تنزیل مجدد و سرانجام، عملیات شبه بازار باز، به اعمال سیاست‌های پولی بپردازد که برخی از این روش‌ها با دخالت مستقیم بانک مرکزی در بازار همراه بوده و برخی به صورت غیرمستقیم و با واسطه اجرا می‌شود. در این پژوهش، به صورت خاص به طراحی ابزارهای اسلامی برای عملیات بازار باز پرداخته نشده است.

— حاجیان (۱۳۹۲) به معرفی بازار بین بانکی، ارزیابی تجربه‌های کشورهای مختلف در راه‌اندازی و مدیریت این بازار و ارائه الگویی برای تشکیل بازار بین بانکی ریالی در ایران پرداخته است. در این

پژوهش، به صورت کوتاه به چگونگی تعامل بانک مرکزی با بانک‌های تجاری در بازار بین بانکی برای اعمال سیاست‌های پولی پرداخته شده است.

– میثمی و دیگران (۱۳۹۵) به استخراج و رتبه‌بندی چالش‌های فقهی-اقتصادی اوراق مشارکت بانک مرکزی بر اساس نظر خبرگان می‌پردازند. یافته‌های آنها نشان می‌دهد که: یکم، اوراق مشارکت بانک مرکزی از چالش‌های گوناگون فقهی و اقتصادی رنج برده و به همین دلیل، بهترین گزینه آن است که بانک مرکزی برای انجام عملیات بازار باز، خود اقدام به انتشار اوراق بهادار نکند؛ بلکه این عملیات را با استفاده از خرید و فروش اوراق بهادار دولتی در بازار ثانویه به انجام رساند. دوم، اگر به هر دلیل (به طور مثال، نبود بازار ثانویه اوراق بهادار دولتی) بانک مرکزی در کوتاه مدت مجبور به انتشار اوراق بهادار در بازار اولیه باشد، باز هم اوراق مشارکت بهترین گزینه نبوده و می‌توان از ابزارهای دیگر اسلامی که با ویژگی‌های عملیات بازار باز سازگاری بالاتری دارند (مانند صکوک اجاره که نرخ سود ثابت و ریسک حداقلی دارد)، استفاده کرد.

– پاشا^۱ (۲۰۰۸) فعالیت بازار بین بانکی اسلامی مالزی را در یک نظام بانکداری دوگانه با بازار بین بانکی متعارف مقایسه کرده و ریسک نرخ بهره را به عنوان یکی از ریسک‌های مهم این بازار بررسی نموده است. در این پژوهش، بر امکان استفاده بانک مرکزی از بازار بین بانکی به‌منظور سیاستگذاری پولی تأکید شده است.

در جمع‌بندی پیشینه پژوهش، می‌توان این طور بیان کرد که پژوهش‌های پیشین، هم در زمینه موضوع‌شناسی عملیات بازار باز در بانکداری مرکزی نوین و هم در طراحی ابزارهای اسلامی جایگزین در دو سطح (ابزارهای دولت و ابزارهای بانک مرکزی) دارای خلأ هستند. در واقع، هر چند در برخی از کتاب‌ها و مقالات مرتبط، به بحث اوراق مشارکت و یا ابزارهای دیگر برای سیاستگذاری پولی پرداخته شده، اما پژوهشی که در آن به صورت خاص به طراحی مجموعه‌ای از ابزارهای اسلامی برای عملیات بازار باز بانک مرکزی (به تفکیک عملیات بازار باز بر روی اوراق بهادار دولت و بانک مرکزی) پرداخته باشد، تاکنون انجام نشده است.

۳. موضوع‌شناسی عملیات بازار باز در بانکداری مرکزی نوین

گرچه در گذشته عملیات بازار باز صرفاً در خرید و فروش اوراق بهادار توسط بانک مرکزی به منظور کنترل نقدینگی خلاصه می‌شد، در دو دهه اخیر با توسعه دانش اقتصاد پولی و بانکداری مرکزی، عملیات بازار باز نیز دچار تحول شده است. در واقع، در حال حاضر عملیات بازار باز توسط بانک‌های مرکزی در بستر و چارچوبی نوین اجرایی می‌شود که پیش از طراحی ابزارهای اسلامی، لازم است موضوع‌شناسی درستی در مورد آن ارائه شود. در ادامه، به صورت کوتاه، به موضوع‌شناسی این عملیات در بانکداری مرکزی نوین پرداخته می‌شود.

۳-۱. تعریف

به لحاظ تعریف، منظور از عملیات بازار باز فعالیتی است که در آن بانک مرکزی با خرید و فروش گروه خاصی از اوراق بهادار، تلاش می‌کند تا اهداف سیاستی خود در بازار پول (بازار بین بانکی) را اعمال نماید. وجه تسمیه «بازار باز»، آزادبودن عوامل اقتصادی در ورود و خروج در این بازار و مشارکت در عملیات بانک مرکزی است؛ یعنی از یک سوی، بانک مرکزی اختیار دارد که به خرید و فروش اوراق اقدام کند و از سوی دیگر، بانک‌ها (که طرف دیگر معامله هستند) نیز اختیار دارند که این اوراق را بخرند یا بفروشند.^۱

۳-۲. ماهیت

ماهیت عملیات بازار باز را می‌توان مدیریت «ذخایر بانک مرکزی»^۲ در بازار پول در نظر گرفت. به بیان دیگر، بانک مرکزی به دلیل حقی قانونی به نام «حق‌الضرب»^۳، به صورت انحصاری و نامحدود امکان انتشار پول پُر قدرت را در اختیار دارد که منبع ذخایر بانک مرکزی را شکل می‌دهد. بانک مرکزی در بازار بین بانکی وارد شده و از طریق عملیات بازار باز (خرید و فروش اوراق)، عرضه و تقاضای این ذخایر را به نحوی مدیریت می‌کند که نرخ بهره رایج بازار به سمت نرخ بهره سیاستی (هدف) هدایت

1. Palgrave .(1992). No.2, P. 22.

2. Central Bank Reserves

3. Seigniorage

شود. بنابراین، ماهیت عملیات بازار باز چیزی نیست جز «مدیریت ذخایر در بازار پول از طریق خرید و فروش اوراق بهادار».^۱

۳-۳. اهداف

هدف اصلی عملیات بازار باز، مدیریت نرخ‌های بهره کوتاه‌مدت در بازار بین بانکی (ابزار یا هدف میانی سیاستگذار) است. در واقع، هدف بانک مرکزی از خرید و فروش اوراق، هدایت نمودن نرخ‌های موجود بازار به سمت نرخ بهره هدف است. در نتیجه مدیریت نرخ بهره کوتاه‌مدت، تورم موجود نیز به سمت تورم هدف بانک مرکزی هدایت شده و این هدف نهایی سیاستگذار پولی را تأمین می‌کند.

هر چند امروزه بانک‌های مرکزی در بیشتر کشورها، هدف اصلی خود را هدایت نرخ بهره سیاستی در بازار پول قرار داده‌اند، اما در کنار این هدف اصلی برخی اهداف فرعی را نیز پیگیری می‌نمایند. یکی از این اهداف فرعی، کشف نرخ‌های بهره پایه یا مینا^۲ در بازار پول در طول زمان و شکل دادن «منحنی بازده»^۳ است. تشکیل این منحنی به بانک مرکزی در راستای هدف فرعی دوم خود، یعنی «علامت‌دهی»^۴ به بازارهای دیگر مالی کمک می‌کند. در واقع، بانک مرکزی با تشکیل منحنی بازده، انتظارات خود از آینده بازار پول را به ذینفعان اقتصادی در بازارهای دیگر علامت داده و زمینه تعیین نرخ‌های بهره میان‌مدت و بلندمدت در بازارهای یادشده را فراهم می‌سازد. در شبکه بانکی نیز نرخ بهره سپرده‌ها و تسهیلات (نرخ بهره در سطح خرد) با توجه به این نرخ مینا (نرخ بهره در سطح کلان) تعیین می‌شود.^۵

1. European Central Bank (ECB). (2012). P. 121.

2. Benchmark

3. Yield Curve

4. Signaling

5. Mishkin .(2013). P. 513.

۴-۳. تسهیلات قاعده‌مند به عنوان بستر اجرای عملیات بازار باز

تسهیلات قاعده‌مند (SF)^۱ مجموعه‌ای از ابزارهای مالی هستند که امکان قرض‌دهی و قرض‌گیری بسیار کوتاه‌مدت (شبانه) بین بانک مرکزی و بانک‌ها را فراهم می‌کنند. این ابزارها که معمولاً در بازار بین بانکی استفاده می‌شوند، به بانک‌های فعال در بازار کمک می‌کنند 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 نمایند.^{۲ و ۳}

امکانات قرض‌دهی و قرض‌گیری در این روش در عمل، به‌گونه‌ای تعیین می‌شود که «کریدور نرخ بهره»^۴ شکل گیرد. در واقع 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 ارائه تسهیلات به بانک‌های متقاضی درخواست می‌نماید.

سازوکار اجرایی^۵ عملیات بازار باز در کریدور بهره تسهیلات قاعده‌مند بدین صورت است که ابتدا نرخ بهره واقعی بازار پول (که در اصطلاح، نرخ بهره بازاری^۶ نامیده می‌شود) توسط بانک مرکزی شناسایی می‌شود. در ادامه، با استفاده از امکانات قرض‌دهی و قرض‌گیری بانک مرکزی، «کریدور نرخ بهره» شکل می‌گیرد.

با توجه به اینکه نرخ بهره بازاری بین نرخ بهره کف و سقف کریدور قرار داشته و از سوی دیگر، نرخ بهره هدف بانک مرکزی نیز با توجه به اهداف نهایی (مانند کنترل تورم) مشخص شده است، بنابراین، بانک مرکزی قادر خواهد بود با ورود در بازار بین بانکی و تحت تأثیر قراردادن عرضه و تقاضای ذخایر در این بازار، نرخ بازاری را به نرخ هدف خود نزدیک کند. در واقع، در شرایطی که نرخ

1. Standing Facilities

۲. گفتنی است که در گذشته (در بیشتر پژوهش‌ها)، آن بخش از تسهیلات قاعده‌مند که بر مبنای قرض‌دهی به بانک‌ها سامان می‌یابد، با عنوان «پنجره تنزیل» (Discount Window) مورد بحث قرار می‌گرفت؛ اما امروزه در متون سیاست‌گذاری پولی، بیشتر از عبارت جامع «تسهیلات قاعده‌مند» استفاده می‌شود.

3. European Central Bank (ECB). (2013). P. 28.

4. Interest Rate Corridor

5. Mechanism

6. Market Interest Rate

بهره بازار بالاتر از نرخ بهره هدف باشد، بانک مرکزی می‌تواند نسبت به خرید اوراق بهادار در بازار بین بانکی اقدام نموده و با این کار عرضه ذخایر افزایش و نرخ بهره کاهش می‌یابد. در مقابل، اگر نرخ بهره پایین‌تر از نرخ هدف باشد، بانک مرکزی با فروش اوراق بهادار در بازار بین بانکی نسبت به جمع‌آوری ذخایر موجود در بازار بین بانکی و افزایش نرخ بهره کوتاه‌مدت اقدام می‌ورزد.^۱

۳-۵. ویژگی‌های اقتصادی اوراق مبنای عملیات بازار باز

از نکات مهم در رابطه عملیات بازار باز، اوراقی است که می‌تواند مبنای خرید و فروش واقع شود. هر چند در متون سیاست پولی، در تعریف عملیات بازار باز بیشتر بر خرید و فروش «اسناد خزانه دولتی»^۲ تأکید می‌شود، اما این روش (به‌رغم کاربرد فراوانی که دارد) تنها اوراق مبنای عملیات نبوده و در کشورهای گوناگون، اوراق دیگری نیز در عملیات بازار باز استفاده می‌شوند. برخی از این اوراق عبارتند از: اوراق بهادار دولتی،^۳ اوراق بهادار بانک مرکزی،^۴ اوراق قرضه دولتی،^۵ توافقی‌های بازخرید^۶ و اسناد خزانه خارجی.^۷ در بیشتر کشورها، بانک‌های مرکزی پیش از شروع عملیات بازار باز، فهرستی از اوراق بهادار قابل قبول برای این عملیات را اعلام نموده و در شرایط گوناگون (رونق و رکود) نیز نسبت به تعدیل فهرست اقدام می‌کند.^۸

حال، پرسشی که مطرح می‌شود آن است که «آیا تمامی اوراق بهادار موجود در بازارهای مالی می‌توانند مبنای خرید و فروش بانک مرکزی برای انجام عملیات بازار باز واقع شوند؟». بررسی نظریه سیاست‌گذاری پولی و تجربه انجام عملیات بازار باز در کشورهای گوناگون نشان می‌دهد که پاسخ این پرسش، منفی است. به بیان دیگر، تنها آن دسته از اوراق بهادار می‌توانند مبنای عملیات بازار باز واقع

1. Bindseil. (2014). P. 231.

2. Treasury Bills

3. Government Securities

4. Central Bank Securities

5. Government Bonds

6. Repurchase Agreements (REPOs)

7. Foreign Treasury Bills

8. Bindseil and Jablecki. (2011). P. 34.

شوند که از ویژگی‌های خاصی برخوردار باشند. در ادامه، به برخی از مهم‌ترین این ویژگی‌ها اشاره می‌شود.

الف) حداقل ریسک

نخستین و مهم‌ترین ویژگی اوراق بهادار قابل استفاده برای عملیات بازار باز، داشتن «حداقل ریسک»^۱ است. در واقع، به دلیل آنکه اوراقی که بانک مرکزی در این عملیات خریداری می‌کند، در ستون دارایی ترازنامه بانک مرکزی وارد می‌شوند، لازم است از ریسک بسیار پایینی برخوردار باشند تا ترازنامه بانک مرکزی با مخاطره مواجه نشود. از سوی دیگر، عملیات بازار باز اساساً فعالیتی بسیار کوتاه‌مدت با حداقل ریسک در بازار پولی است.

وجود ریسک حداقلی در اوراق، یکی از مهم‌ترین شاخص‌هایی است که در «رتبه اعتباری»^۲ اوراق اثرگذار است. بر این اساس، تنها اوراقی می‌توانند در عملیات بازار باز استفاده شوند که بالا بودن رتبه اعتباری آنها برای بانک مرکزی احراز شود. در کشورهای دیگر، «مؤسسات رتبه‌بندی اعتباری»^۳ به طور کلی، وظیفه تعیین رتبه اعتباری انواع اوراق بهادار را بر عهده دارند و با توجه به اینکه معمولاً اوراق بهادار دولتی رتبه‌های اعتباری بالایی کسب می‌نمایند، برای عملیات بازار باز بیشتر استفاده می‌شوند.^۴

به هر حال، این مسأله که کف یا حداقل رتبه اعتباری به‌منظور پذیرش اوراق برای عملیات بازار باز کدام است، بستگی به صلاحدید بانک مرکزی داشته و در دوره‌های مختلف متفاوت است. به عنوان مثال، در شرایط رکودی و در زمانی که بازار ثانوی اوراق بهادار خیلی فعال نیست، بانک مرکزی مجبور خواهد بود تا فهرست اوراق قابل پذیرش خود را توسعه دهد. به بیان دیگر، اوراق با رتبه اعتباری معمولی را نیز مورد پذیرش قرار دهد؛ اما در شرایطی که بازار در رونق بوده و انواعی از اوراق بهادار وجود دارد، بانک مرکزی فهرست خود را محدود به اوراق بهادار با حداکثر رتبه اعتباری خواهد

1. Minimum Risk

2. Credit Rating

3. Credit Rating Agencies (CRAs)

4. Bindseil. (2014). P. 255.

نمود. تغییر فهرست اوراق بهادار قابل پذیرش در شرایط رونق و رکود در کشورهای گوناگون مانند آمریکا، انگلستان و ژاپن به دفعات تجربه شده است.^۱

ب) نقدشوندگی

«نقدشوندگی»^۲ دومین ویژگی با اهمیت در مورد اوراق مبنای عملیات بازار باز است. منظور از نقدشونده بودن اوراق بهادار آن است که بتوان آنها را در بازار ثانوی با حداقل هزینه به پول نقد تبدیل کرد. به طور خلاصه می توان نقدشوندگی اوراق بهادار را به معنای «جانشین نزدیک پول نقد»^۳ بودن آنها در نظر گرفت.

ج) دوره زمانی کوتاه مدت

سومین مقوله با اهمیت در مورد اوراق مبنای عملیات بازار باز، «دوره زمانی کوتاه مدت»^۴ است. در واقع، اوراقی بیشتر توسط بانک‌های مرکزی برای این عملیات استفاده می‌شوند که در نهایت، سررسید یک ساله داشته باشند. به بیان دیگر، اوراق بازار پول مناسب عملیات بازار باز هستند و نه اوراق بازار سرمایه. مهم‌ترین این موارد، «اسناد خزانه دولتی» است که در کشورهای گوناگون به میزان قابل توجهی توسط بانک‌های مرکزی برای عملیات بازار باز استفاده می‌شود. اسناد خزانه دولتی، اوراق بدهی دولتی هستند که در بازار اولی برای رفع نیازهای مالی دولت منتشر شده و در بازار ثانوی (توسط بانک مرکزی) برای عملیات بازار باز خرید و فروش می‌شود.^۵

د) قابلیت قبض و بسط پایه پولی

ویژگی مهم دیگر در مورد اوراق مبنای عملیات بازار باز، امکان یا قابلیت قبض و بسط پایه پولی است. همان‌طور که پیشتر بیان شد، عملیات بازار باز بانک مرکزی در بازار بین بانکی، به مقوله «خلق و

1. Wallace .(2013). P. 179.

2. Liquidity

3. Near Cash

4. Short-term Duration

5. Mishkin .(2013). P. 421.

نابودی پایه پولی»^۱ (پول پُر قدرت یا ذخایر بازار پول) از طریق خرید و فروش اوراق مرتبط می‌شود که لازمه آن، امکان پذیر بودن بلوکه نمودن ذخایر است. به بیان دیگر، بانک مرکزی باید تنها از اوراقی استفاده کند که به طور مثال، با فروش آنها بتواند به راحتی منابع نقدی را از بازار بین بانکی خارج نموده و از این مسیر بر نرخ بهره کوتاه مدت تأثیر گذارد.

ه) قابلیت وثیقه گذاری

از ویژگی‌های دیگر بسیار مهم برای اوراق مبنای عملیات بازار باز، قابلیت استفاده به عنوان «وثیقه»^۲ است. در واقع، در بازارهای بین بانکی توسعه یافته، بیشتر وام‌هایی که به صورت شبانه، سه روزه، یک هفته‌ای، یک ماهه، سه ماهه، شش ماهه و حتی یک ساله بین بانک‌های فعال در بازار جابه‌جا می‌شود، «وام‌های وثیقه‌دار»^۳ هستند که این وثایق هم در بیشتر موارد اوراق بهادار کوتاه مدت هستند.

۴. تحلیل الگوی متعارف عملیات بازار باز از منظر فقهی

پرسشی که در اینجا مطرح می‌شود، آن است که آیا بانک مرکزی کشور می‌تواند از الگوی متعارف عملیات بازار باز برای سیاست‌گذاری پولی استفاده کند؟ به نظر می‌رسد پاسخ به این پرسش، منفی است؛ زیرا عملیات بازار باز در عمل یا با استفاده از اوراق قرضه دولتی انجام می‌شود و یا با استفاده از اوراق قرضه بانک مرکزی. در حالت نخست، به لحاظ حقوقی بانک مرکزی در بازار ثانوی وارد شده و اوراق دولتی را که در اختیار دارد، نزد بانک‌های دارای مازاد منابع تنزیل می‌کند (عملیات انقباضی) و یا اوراقی را که بانک‌ها در اختیار دارند، تنزیل می‌کند (عملیات انبساطی). در هر دو صورت، این معامله از منظر حقوقی «بیع دین اصل و بهره اوراق قرضه دولتی» بوده که از نظر شرعی قابل پذیرش نیست. در حالت دوم نیز بانک مرکزی سند بدهی خود را منتشر نموده و آن را در بازار بین بانکی در اختیار بانک‌های نیازمند قرار می‌دهد که به لحاظ حقوقی قرض همراه با بهره است. در واقع، بانک‌هایی که این اوراق را خریداری می‌کنند، می‌پذیرند که منابع خود را برای مدتی مشخص به بانک مرکزی

1. Creating and Destroying Monetary Base

2. Collateral

3. Collateralized Loans

قرض داده و در سررسید اصل و بهره آن را دریافت کنند. این شیوه نیز دارای مبنای شرعی نبوده و در زمره حکم حرمت ربا قرار می‌گیرد.

۵. طراحی اوراق بهادار اسلامی (صکوک) به منظور عملیات بازار باز

هر چند امکان استفاده از ابزارهای متعارف عملیات بازار باز در چارچوب بانکداری اسلامی و در نظام بانکی کشور وجود ندارد، اما می‌توان با استفاده از ظرفیت عقود اسلامی نسبت به طراحی اوراق بهادار اسلامی (صکوک) برای استفاده توسط بانک مرکزی اقدام نمود.

نکته مهمی که در اینجا لازم است مورد توجه قرار گیرد، آن است که تمامی عقود اسلامی برای طراحی ابزارهای عملیات بازار باز، دارای ظرفیت نیستند؛ چرا که این عملیات، یکی از اجزای بازار پول به حساب آمده و ابزارهای مورد استفاده در آن، لازم است از ویژگی‌های اقتصادی خاصی (مانند حداقل ریسک و نقدشوندگی در بازار ثانوی)، برخوردار باشند. حال، پرسشی که مطرح می‌شود آن است که در حالت کلی کدامیک از عقود می‌توانند این ویژگی‌ها را تأمین کنند؟

در پاسخ به این پرسش، به نظر می‌رسد اگر تمام عقود اسلامی در سه گروه عقود غیرانتفاعی، عقود مشارکتی و عقود مبادله‌ای جای داده شوند، آنگاه می‌توان مدعی بود که تنها عقود مبادله‌ای از ظرفیت کافی برای طراحی ابزار عملیات بازار باز برخوردارند. در واقع، عقود غیرانتفاعی (مانند قرض الحسنه و وقف)، اساساً فاقد عنصر نرخ سود بوده، بنابراین، فاقد عنصر انگیزشی هستند.

ابزارهای مبتنی بر عقود مشارکتی (مانند مشارکت، مضاربه، مزارعه و مساقات) نیز از مجموعه قابل تصور برای ابزارسازی خارج می‌شوند؛ چرا که در مورد این عقود نیز امکان تعیین دقیق نرخ سود معاملات از ابتدا وجود نداشته که خود باعث ایجاد ریسک در این معاملات می‌شود. افزون بر این، فعالیت‌های اقتصادی مبنای این عقود به‌طور ذاتی همراه با ریسک‌هایی هستند. به دلیل وجود ریسک، این دسته از ابزارها برای عملیات بازار باز مناسب نیستند؛ هر چند ممکن است برای تأمین مالی در بازار سرمایه، تأمین مالی طرح‌های اقتصادی دولت و جزاینها، مزیت داشته باشند.

بنابراین، تنها عقود مبادله‌ای (مانند مرابحه، اجاره و جعاله) برای ابزارسازی برای عملیات بازار باز دارای ظرفیت هستند. البته در بین عقود مبادله‌ای عقد سلف استثناست؛ چرا که سلف، هر چند جزء عقود مبادله‌ای به حساب می‌آید، اما به دلیل آنکه امکان تعیین قطعی نرخ سود از ابتدا در مورد آن وجود نداشته و بازار ثانوی آن نیز به دلیل «ممنوعیت فروش مبیع سلف پیش از سررسید»، با اشکال مواجه است، بنابراین، در عمل نمی‌تواند معیار نقدشوندگی در بازار ثانوی را تأمین کند، در نتیجه، امکان طراحی ابزار برای عملیات بازار باز را نخواهد داشت.^۱

گفتنی است که خروج ماهیت حقوقی ابزارهای عملیات بازار باز از قالب قرض، باعث می‌شود تا چالش ربا در بیشتر موارد از ابزارها مرتفع شود. به عنوان مثال، در شرایطی که از عقد اجاره به شرط تملیک به جای قرض استفاده می‌شود،^۲ دیگر مسأله ربا معنا ندارد. حتی اگر هم فرض شود برخی از شرایط صحت قرارداد اجاره محقق نشود، در بدترین حالت عقد یادشده، باطل خواهد شد و در همه موارد بطلان عقد، طبق قاعده تابعیت نمای از اصل، اصل مال، از آن صاحب مال خواهد بود و چون مستأجر مدتی از کالای مورد اجاره استفاده نموده است، موجر استحقاق دریافت اجرت‌المثل را خواهد داشت. یعنی می‌تواند مبلغی را که معمولاً برای چنین عین مستاجرهای در عرف پرداخت می‌شود، مطالبه کند (بدین‌روی، دیگر نمی‌تواند اجرت‌المسمی یا اجاره بهای مورد توافق را طلب نماید). به هر حال، مسأله حرمت ربا در اینجا اساساً معنا ندارد.

با در نظر گرفتن نکاتی که در این قسمت مطرح شد، در ادامه تلاش می‌شود به طراحی برخی از انواع صکوک برای عملیات بازار باز پرداخته شود. این طراحی‌ها در دو گروه کلی انجام می‌شود که عبارتند از صکوک دولت و صکوک بانک مرکزی. در گروه اول (که الگوی استاندارد است)، ابتدا دولت

۱. گفتنی است که برخی از پژوهشگران برای حل این دو مشکل راه‌حلهایی ارائه نموده‌اند (فراهانی‌فرد، ۱۳۸۸، ص ۲۴)؛ اما به نظر می‌رسد به‌کارگیری راه‌حل‌های یادشده برای تعیین قطعی نرخ سود سلف از ابتدا و همچنین حل چالش بازار ثانوی، در عمل به پیچیدگی بیش از اندازه استفاده از صکوک سلف می‌انجامد که این خود قابلیت ابزار برای اجرای عملیات بازار باز را کم می‌کند. همچنین، برخی از راهکارهای پیشنهادی (به‌ویژه راهکارهای تعیین قطعی نرخ سود از ابتدا) ممکن است در عمل به‌صورتی شدن عقد سلف و خروج این عقد از ماهیت خود، بیانجامد.

۲. به‌طور مثال، به جای آنکه فردی به فرد دیگر برای خرید خانه صد میلیون با بهره بیست درصد قرض بدهد، خانه را نقدی خریده و با نرخ بیست درصد به وی اجاره به شرط تملیک دهد.

در بازار اولی نسبت به انتشار صکوک اقدام کرده (سیاست مالی) و سپس، بانک مرکزی با ورود در بازار ثانوی اوراق و خرید و فروش صکوک دولتی به اعمال سیاست‌های مورد نظر خود می‌پردازد (سیاست پولی)؛ اما در گروه دوم (که مخصوص شرایطی است که بازار ثانوی اوراق دولتی وجود ندارد)، بانک مرکزی به‌طور مستقیم به انتشار صکوک می‌پردازد.

۵-۱. طراحی صکوک برای تأمین مالی دولت و عملیات بازار باز در بازار ثانوی

در این قسمت تلاش می‌شود، نمونه‌ای از اوراق بهادار اسلامی (صکوک) که می‌تواند در بازار اولی (بازار بین بانکی) توسط دولت به‌منظور تأمین مالی منتشرشده و در بازار ثانوی توسط بانک مرکزی برای عملیات بازار باز استفاده شود، بحث شود.^۱

۵-۱-۱. اسناد خزانه اسلامی (صکوک بیع دین دولت)

«اسناد خزانه دولت» اصلی‌ترین اوراقی است که توسط بانک‌های مرکزی برای عملیات بازار باز استفاده می‌شوند؛ به نحوی که در حال حاضر بخش مهمی از ارقام دارایی موجود در ترازنامه بانک‌های مرکزی، اسناد خزانه دولت (در کنار اوراق دیگر بهادار کم ریسک) است. این اوراق معمولاً توسط دولت در قطع بالا، بدون ریسک، به صورت تنزیلی (اوراق با کوپن صفر) و در بازار بین بانکی (بازار پول) ارائه شده و بانک مرکزی و بانک‌ها و مؤسسات اعتباری غیر بانکی، مشتری اصلی این دسته از اوراق به حساب می‌آیند.^۲

ساختار متعارف اسناد خزانه مبتنی بر دیون واقعی نبوده و در واقع، قرض همراه با زیاده به حساب می‌آید که به اتفاق نظر تمامی فقهای امامیه و عامه مشمول حکم حرمت می‌شود. در واقع،

۱. شایان ذکر است که بیشتر ابزارها و صکوک پیشنهادی در این قسمت، بیشتر توسط پژوهشگران دیگر مطرح شده است. تفاوت اوراق بهادار پیشنهادی در این قسمت با ادبیات پژوهش در تأکیدی است که بر سیاست پولی و عملیات بازار باز وجود دارد. به بیان دیگر، در حالی که پژوهش‌های پیشین اوراق بهادار اسلامی را برای تأمین مالی دولت و یا شرکت‌ها پیشنهاد داده‌اند، در این قسمت طراحی اوراق به گونه‌ای است که برای عملیات بازار باز بانک مرکزی قابل استفاده باشد. افزون بر این، ابزارها بر حسب اهمیت و قابلیت کاربرد مطرح می‌شوند.

۲. قضاوی و بازمحمدی. (۱۳۹۱)، ص ۳۶.

فروش اولی اوراق توسط دولت به بانک مرکزی (به صورت تنزیلی) مشمول حکم حرمت ربا بوده و به دلیل وجود مانع در بازار اولی، بازار ثانوی اوراق نیز امکان شکل‌گیری ندارد.

می‌توان با استفاده از ظرفیت عقد بیع دین در فقه امامیه، صکوک طراحی نموده که با چالش شرعی مواجه نبوده و تقریباً تمامی کارکردهای اقتصادی اسناد خزانه متعارف را داشته باشد. این ابزار را می‌توان «اسناد خزانه اسلامی» نامید. بر اساس تعریف، اسناد خزانه اسلامی، ابزاری مالی است که مبتنی بر بدهی بخش دولتی به نظام بانکی، همچنین، ذینفعان و تأمین‌کنندگان دیگر بوده و به وسیله خزانه‌داری کل وزارت امور اقتصادی و دارایی، منتشر می‌شود. این اوراق بدون کوپن، به صورت تنزیلی و بر اساس عقد بیع دین قابلیت انتشار دارد.^۱ در ادامه، برخی از ابعاد آن (با تأکید بر شیوه کاربرد به‌منظور عملیات بازار باز) بحث و بررسی می‌شود.

شیوه کاربرد این اوراق برای عملیات بازار باز بدین صورت است که ابتدا دولت در بازار اولی به انتشار اسناد خزانه اسلامی اقدام نموده و آنها را به پیمانکارانی که از دولت طلب دارند، تحویل می‌دهد. در ادامه، اشخاص حقیقی و یا حقوقی که از دولت طلب داشته‌اند و در ازای آن اسناد خزانه اسلامی تحویل گرفته‌اند، نسبت به تنزیل این اوراق در بازار ثانوی و دستیابی به منابع نقد اقدام می‌نمایند. در این شرایط، بانک مرکزی نیز می‌تواند با ورود در بازار ثانوی این اوراق و انجام خرید و فروش، نسبت به اعمال سیاست‌های انقباضی و انبساطی مورد نظر خود اقدام کند.

از منظر معیارهای فقهی، اسناد خزانه اسلامی بر اساس عقد بیع دین طراحی شده که مورد تأیید مشهور فقهای امامیه و شورای نگهبان است. این اوراق همچنین، تمامی معیارها و ویژگی‌های اقتصادی را که لازم است در اوراق مبنای عملیات بازار باز موجود باشد، تأمین می‌کند. مهم‌ترین ویژگی این ابزار، ریسک حداقلی آن است؛ چرا که اسناد خزانه جزء دیون ممتاز دولتی شناخته می‌شود؛ به این معنا که در زمان سررسید این اوراق، دولت موظف است ابتدا نسبت به تصفیه این اوراق اقدام نموده و پس از آن، به پرداخت دیون دیگر خود اقدام نماید.

۱. موسویان و دیگران (۱۳۸۹)، ص ۱۵.

نرخ سود این اسناد نیز به صورت کاملاً مشخص در بازار ثانوی کشف می‌شود و این با ماهیت ابزارهای عملیات بازار باز، سازگاری دارد. افزون بر این، دارندگان این اوراق (مانند دارندگان اوراق قرضه و اسناد خزانه متعارف)، هیچ‌گونه دخالتی در مدیریت فعالیت‌های اقتصادی دولت نداشته و فقط در سررسید مشخص می‌توانند با مراجعه به بانک‌های عامل، مبلغ اسمی درج شده بر روی اوراق را دریافت کنند.

نکته مهم دیگر در مورد این اوراق، نقدشوندگی بالای آن است. در واقع، در شرایطی که دولت در بازار بین بانکی، اقدام به ارائه اسناد خزانه اسلامی نماید، عرضه و تقاضای بازار شکل خواهد گرفت و انجام مبادلات در این بازار، نقدشوندگی این اوراق را تضمین می‌کند. در نهایت، شایان ذکر است که این اوراق کوتاه‌مدت (زیر یک سال) بوده و می‌تواند با سررسیدهای گوناگون (با نرخ‌های تنزیل متفاوت) منتشر شود و این به استخراج منحنی بازده بازار پول کمک شایانی می‌نماید. بدین‌روی، می‌توان انواعی از صکوک بیع دین با سررسیدها و نرخ‌های مختلف طراحی کرد.

۵-۱-۲. صکوک اجاره و اجاره به شرط تملیک دولت

اوراق اجاره، اوراق بهاداری است که بر اساس عقد اجاره منتشرشده و نشان‌دهنده مالکیت مشاع دارندگان آن، در دارایی مبنای انتشار اوراق است که اجاره داده می‌شود. این اوراق انتفاعی بوده و قابل معامله در بازار ثانوی است. شیوه کاربرد صکوک اجاره برای عملیات بازار باز، کاملاً مشابه صکوک مرابحه است؛ بدین صورت که دولت (شامل وزارتخانه‌ها، شرکت‌های دولتی و جزاینها) برای تأمین نیازهای خود به کالاها و خدمات، شرکتی واسط را انتخاب کرده و نیازهای خود به اجاره کالاها را به این شرکت اعلام می‌کند.

واسط پس از کسب مجوزهای لازم، اوراق بهاداری را با عنوان «صکوک اجاره» یا «صکوک اجاره به شرط تملیک» منتشر کرده و با واگذاری آنها به مردم، منابع لازم را جمع‌آوری می‌کند. سپس، با استفاده از آن منابع و به وکالت از سوی خریداران اوراق، کالاهای سرمایه‌ای و مصرفی بادوام را خریداری کرده و بر اساس قرارداد اجاره، به دولت واگذار می‌کند. سپس، اجاره بهای آنها را در

سررسیدهای مقرر از دولت دریافت نموده و پس از کسر حق الزحمه، مابقی را به عنوان سود در اختیار صاحبان اوراق قرار می‌دهد. دارندگان اوراق می‌توانند تا سررسید منتظر مانده و از سود مباحه استفاده کنند و یا پیش از سررسید، اوراق خود را در بازار ثانوی (بازار بین بانکی) به فروش برسانند. بانک مرکزی نیز (به عنوان بازیگر اصلی در بازار پول) در بازار این اوراق وارد شده و با خرید و فروش صکوک اجاره، به اعمال سیاست‌های پولی مورد نظر خود اقدام می‌کند.

صکوک اجاره دولت نیز می‌تواند با نرخ سود مشخص و از پیش تعیین‌شده، با حداقل ریسک (و یا با ریسک‌هایی که به راحتی قابل مدیریت هستند)، با قابلیت تشکیل بازار ثانوی و نقدشوندگی مناسب، با سررسیدهای کوتاه‌مدت (زیر یک سال) و با قابلیت وثیقه‌گذاری در بازار بین بانکی منتشر شود. بنابراین، توانایی تأمین ویژگی ابزارهای مناسب برای عملیات بازار باز را دارد.

۵-۱-۳. صکوک مباحه دولت

اوراق مباحه، اوراق بهاداری است که دارندگان آنها به صورت مشاع مالک دارایی مالی (دینی) بوده که بر اساس قرارداد مباحه حاصل شده است. این اوراق بازدهی ثابت داشته و قابل فروش در بازار ثانوی است.^۱ شیوه کاربرد این اوراق بدین صورت است که دولت در بازار اولی به انتشار اوراق مباحه برای تأمین نیازهای واقعی خود به کالاها و خدمات اقدام می‌نماید. خریداران این اوراق نیز می‌توانند آنها را در بازار ثانوی بفروشند. با تشکیل بازار صکوک مباحه دولت، بانک مرکزی می‌تواند در شرایط خاص، در این بازار وارد شده و با خرید و فروش اوراق، به عملیات بازار باز بپردازد.

صکوک مباحه دولت از منظر فقهی بر اساس عقد مباحه طراحی شده که مورد تأیید فقهای شیعه و اهل سنت است. از منظر اقتصادی نیز می‌تواند تمامی ویژگی‌های ابزار مطلوب عملیات بازار باز را تأمین کند؛ چرا که این اوراق با نرخ سود قطعی و از پیش تعیین شده بوده و به دلیل آنکه دولت ناشر و تضمین‌کننده آن است، از ریسک نکول بسیار پایینی نیز برخوردار است. افزون بر این، صکوک مباحه دولت این قابلیت را دارد که در سررسیدهای کوتاه‌مدت (به‌طور مثال، هفتگی، ماهانه و سه

۱. موسویان، (۱۳۹۱)، ص ۲۲۱.

ماهه) منتشر شود و در صورت تشکیل بازار ثانوی، از نقدشوندگی و قابلیت معامله بالایی نیز برخوردار خواهد بود.

بانک مرکزی می‌تواند منابع به دست آمده از خرید و فروش این اوراق در بازار ثانوی را به هر شکلی که صلاح می‌داند، استفاده کند (به‌طور مثال، منابع حاصل از فروش اوراق را برای عملیات انقباضی بلوکه کند). افزون بر این، صکوک مباحه دولت می‌تواند در روابط بین بانک مرکزی و بانک‌ها به عنوان وثیقه استفاده شود. در نهایت، گفتنی است که توسعه استفاده از صکوک مباحه دولت در بازار بین بانکی برای عملیات بازار باز، به افزایش تقاضا برای این اوراق منجر شده که علاوه بر تأمین اهداف سیاستگذار پولی، به تأمین نیازهای مالی دولت نیز کمک می‌کند.

۵-۱-۴. صکوک استصناع دولت

صکوک استصناع دولت، اوراق بهاداری است که بر اساس عقد استصناع منتشر شده و هدف از آن، تولید کالایی خاص و یا اجرای پروژه‌های با ویژگی‌های معین در آینده است. در این نوع اوراق، دولت سفارش ساخت کالا یا پروژه‌های خاص را به پیمانکار ارائه کرده و به جای پول نقد، اوراق بهادار حاکی از طلب پیمانکار از دولت در اختیار او قرار می‌دهد. شیوه استفاده از صکوک استصناع برای عملیات بازار باز بدین صورت است که ابتدا دولت به جای پول نقد، این نوع اوراق را به پیمانکاران طرف قرارداد ارائه می‌کند. پیمانکاری که این اوراق را می‌گیرد، یا می‌تواند تا سررسید صبر کرده و مبلغ اسمی اوراق را از دولت دریافت کند و یا اینکه پیش از سررسید، اوراق را در بازار ثانوی بفروشد (تنزیل کند). بانک مرکزی نیز می‌تواند با ورود در بازار ثانوی، به اعمال سیاست‌های مورد نظر خود اقدام کند.^۱

صکوک استصناع دولت، علاوه بر مشروعیت فقهی، توانایی تأمین معیارهای اقتصادی لازم در اوراق مبنای عملیات بازار باز را دارد؛ چرا که از منظر بازدهی، نرخ سود مشخص و از پیش تعیین شده دارد؛ بدین معنا که در صکوک استصناع دولت، مالک طرح، دولت است؛ اما به دلیل کمبود نقدینگی، از ابتدا کل مبلغ قرارداد را به واسطه نمی‌دهد. بلکه تمام یا بخش قابل توجهی از آن را به‌صورت اوراق با

سررسید مشخص (صکوک استصناع دولت)، تحویل واسط می‌دهد؛ به گونه‌ای که مجموع قیمت اسمی اوراق تحویل داده شده به واسط، از قیمت فعلی طرح (در صورتی که به صورت نقدی پرداخت می‌شد)، بیشتر است. به همین دلیل، واسط می‌تواند با فروش اوراق در بازار ثانوی به عموم مردم، به نقدینگی دست‌یافته و آن را در قرارداد استصناع دومی برای ساخت پروژه در اختیار پیمانکاران قرار دهد.

بنابراین، تفاوت قیمت استصناع اول و دوم، در عمل، سودی مشخص و از پیش تعیین‌شده را ایجاد می‌کند. به بیان دیگر، صکوک استصناع از نوع اوراق بدون کوپن سود بوده و سود آنها از مابه‌التفاوت قیمت خرید و قیمت اسمی مندرج بر روی برگه اوراق شکل می‌گیرد.

صکوک استصناع دولت از منظر ریسک نیز از ویژگی‌های مناسبی برای استفاده در عملیات بازار باز برخوردار است؛ چرا که این اوراق به پشتوانه تعهد دولت منتشرشده و در عمل مانند اسناد خزانه اسلامی، بدون ریسک است. در واقع، قیمت این اوراق در سررسید متناسب با وضعیت رونق و رکود اقتصادی، تغییر نخواهد کرد؛ بلکه همچنان مقدار ثابتی باقی خواهد ماند.

از منظر سررسید نیز صکوک استصناع دولت از قابلیت انتشار در سرسیدهای کوتاه‌مدت (زیر یک سال) برخوردار بوده، همچنین، به دلیل داشتن بازار ثانوی، از نقدشوندگی بالا نیز برخوردار است. افزون بر این، صکوک استصناع دولت بخشی از هزینه‌های دولت را پوشش داده و نیاز به منابع بانک مرکزی و فشار بر پایه پولی را کاهش می‌دهد. سرانجام اینکه می‌توان از این ابزار به عنوان وثیقه مبادلات در بازار بین بانکی استفاده کرد.

۵-۲. طراحی صکوک به منظور انتشار توسط بانک مرکزی و عملیات بازار باز در بازار اولی

در کشورهایی که از بازار پول توسعه یافته، ساختار یافته و با عمق کافی برخوردار نیستند، بانک مرکزی ناچار به انتشار اوراق بهادار خود برای عملیات بازار باز است. در کشور ایران نیز به دلیل آنکه بازار بین بانکی تنها در چند سال اخیر تشکیل شده، ابزارهای بسیار محدودی در آن خرید و فروش می‌شود و از عمق بسیار کمی برخوردار است، بنابراین، بانک مرکزی ناچار است دست‌کم در کوتاه‌مدت، به‌طور مستقیم به انتشار اوراق برای سیاست‌گذاری پولی اقدام کند. در آنچه در پی می‌آید، به دو مورد از

ابزارهای اسلامی که می‌تواند برای انتشار اوراق در بازار اولی توسط بانک مرکزی مورد استفاده واقع شود، اشاره می‌شود.

۵-۲-۱. صکوک بیع دین بانک مرکزی

صکوک بیع دین بانک مرکزی، ابزاری مالی است که بر مبنای عقد بیع دین، بر اساس مطالباتی که بانک مرکزی از دولت و بانک‌ها دارد، منتشر شده و بدون کوپن سود (به صورت تنزیلی) در بازار بین بانکی عرضه می‌شود. دین مبنای انتشار اوراق باید حقیقی (غیر صوری) بوده و قابلیت تبدیل شدن به اوراق بهادار را نیز داشته باشد.

با فروش دین، مالکیت دین به غیر بانک مرکزی واگذار شده و این امکان برای مالک جدید نیز به وجود می‌آید که دین را بار دیگر به فروش برساند. با فروش این اوراق نقدینگی از اقتصاد جمع‌آوری شده و خالص دارایی‌های دیگر در ترازنامه بانک مرکزی کاهش می‌یابد که این به معنای کاهش پایه پولی و اعمال سیاست انقباضی است. عملیات انبساطی نیز به صورتی کاملاً مشابه و با خرید اوراق اتفاق می‌افتد.

از منظر معیارهای فقهی، هر چند عقد بیع مورد تأیید است، اما نکته اساسی آن است که بین طرفین دین اتحاد مالکیت وجود نداشته و دیون غیرصوری به حساب آیند؛ یعنی تنها دیون واقعی می‌تواند مبنای انتشار صکوک بیع دین قرار گیرد.^۱

از منظر اقتصادی نیز این ابزار از قابلیت کافی برای تأمین معیارها و ضوابط عملیات بازار باز برخوردار است؛ چرا که صکوک بیع دین می‌تواند با نرخ قطعی و از پیش تعیین شده باشد. بدین معنا که پس از آنکه در بازار بین بانکی ارائه شد، نرخ آن به صورت قطعی استخراج می‌شود. از منظر ریسک نیز به دلیل آنکه بانک مرکزی ناشر این اوراق است، بنابراین، این دسته از اوراق مشابه اسناد خزانه، از حداقل ریسک برخوردار هستند. افزون بر این، صکوک بیع دین می‌تواند در بازه‌های زمانی بسیار کوتاه‌مدت، به طور مثال، یک ماهه منتشر شود و این قابلیت ابزار را در عمل بالا می‌برد. از منظر نقدشوندگی و قابلیت وثیقه‌گذاری نیز ابزار صکوک بیع دین از ظرفیت کافی برخوردار است. همچنین،

۱. موسویان و میثمی. (۱۳۹۴)، ص ۳۴۵.

منابعی که بانک مرکزی در اثر فروش این اوراق جمع‌آوری نموده، به تملیک این بانک درآمده و می‌تواند به راحتی آن را بلوکه نماید.

گفتنی است که صکوک بیع دین بر خلاف انواع دیگر صکوک، نیازمند نقل و انتقال دارایی‌های فیزیکی نبوده و این به ساده‌بودن فرآیند اجرایی استفاده از ابزار کمک می‌کند. از منظر حسابداری نیز شیوه حسابداری این اوراق مشابه اوراق قرضه متعارف است.

۵-۲-۲. صکوک اجاره بانک مرکزی

شیوه کاربرد صکوک اجاره بانک مرکزی برای عملیات بازار باز بدین صورت است که بانک مرکزی ابتدا اقدام به تشکیل استخری از دارایی‌های مشروع و دارای بازدهی می‌نماید. دارایی‌هایی که در این استخر قرار می‌گیرد یا متعلق به خود بانک مرکزی است و یا اینکه از سوی دولت در اختیار این بانک قرار می‌گیرد. این دارایی‌ها باید از منظر عرف قابلیت اجاره داده شدن و ایجاد «جریان درآمد» را داشته باشند. در ادامه، بانک مرکزی با انتشار صکوک اجاره بر روی این استخر و فروش آن در بازار بین بانکی، اقدام به جمع‌آوری نقدینگی و اجرای عملیات بازار باز انقباضی می‌نماید. به این معنا که این دارایی‌ها را به بانک‌های دارای مازاد منابع فروخته (به‌طور مثال، به مدت شش ماه) و هم‌زمان اجاره به شرط تملیک می‌نماید.

از منظر معیارهای فقهی این نوع صکوک بر اساس عقد محوری اجاره منتشر می‌شود که مورد تأیید شرع است؛ اما مسأله مهمی که در اینجا باید به آن توجه شود، وجود چالش بیع‌العینه در رابطه با این ابزار است. در واقع، یکی از نکات فقهی اثرگذار در قرارداد بیع، مسأله مشروط نشدن دو عقد بیع به یکدیگر است. به بیان دیگر، ترکیب دو عقد بیع با یکدیگر تنها در صورتی درست است که دومی در اولی شرط نشده باشد؛ بنابراین، اگر فروشنده در بیع نقد بر مشتری شرط کند که پس از خرید، مبیع را باردیگر به خود او بفروشد یا خریدار شرط کند که فروشنده (بایع) پس از فروش، آن را از خریدار

بخرد، درست نیست. به چنین معاملاتی «بیع العینه» گفته می‌شود که در فقه امامیه مورد تأیید نیست؛ هر چند در برخی از کشورهای اسلامی مانند مالزی استفاده شده است.^۱

در صکوک اجاره بانک مرکزی، ابتدا دارایی‌های سرمایه‌ای در بازار بین بانکی فروخته شده و هم‌زمان اجاره به شرط تملیک می‌شود. در اینجا سه رابطه فقهی وجود دارد که عبارتند از: بیع نقد اولی، اجاره و شرط تملیک در پایان دوره قرارداد. حال، پرسشی که مطرح می‌شود آن است که آیا شروط موجود در بیع نقد، در زمره بیع‌العینه قرار می‌گیرد؟

به نظر می‌رسد، پاسخ این پرسش، منفی است؛ چرا که یکم، بیع‌العینه مخصوص باب بیع بوده و در ترکیب هم‌زمان دو عقد بیع و وجود شرط میان آنها معنا می‌یابد. از این رو ترکیب عقد بیع و اجاره از نظر تخصصی از باب عینه خارج بوده و مشمول عموماًمانی مانند اصل صحت قرار می‌گیرد. دوم، می‌توان شرط تملیک در پایان قرارداد را نه به صورت بیع، بلکه به صورت هبه (یا صلح) طراحی کرد. به این معنا که طرفین توافق می‌کنند در پایان مدت قرارداد، موجر مورد اجاره را به مستأجر هبه (صلح) کند. در این صورت مسأله بیع‌العینه کاملاً برطرف خواهد شد.

از منظر معیارهای اقتصادی نیز صکوک اجاره بانک مرکزی از قابلیت کافی برای تأمین معیارها و ضوابط عملیات بازار باز برخوردار است؛ چرا که این نوع صکوک با نرخ سود ثابت و از پیش تعیین شده است. از منظر ریسک نیز به دلیل آنکه بانک مرکزی یا دولت ضامن پرداخت سود اوراق هستند، بنابراین، از حداقل ریسک برخوردار است.

افزون بر این، صکوک اجاره بانک مرکزی می‌تواند در بازه‌های زمانی کوتاه‌مدت (زیر یک سال) منتشر شود. از منظر نقدشوندگی و قابلیت وثیقه‌گذاری نیز ابزار صکوک اجاره بانک مرکزی از ظرفیت کافی برخوردار است. همچنین، منابعی که بانک مرکزی در اثر فروش این اوراق جمع‌آوری نموده به تملیک این بانک درآمده و می‌تواند به راحتی آن را بلوکه نماید.

۶. جمع‌بندی و ارائه پیشنهاد های سیاستی

مسأله اصلی این پژوهش، امکان‌سنجی فقهی-اقتصادی طراحی اوراق بهادار اسلامی (صکوک) برای انجام عملیات بازار باز در نظام بانکی کشور بود. یافته‌های پژوهش نشان می‌دهد که هر چند امکان استفاده از ابزار متعارف عملیات بازار باز (اوراق قرضه) فراهم نیست، اما می‌توان با استفاده از قالب‌های دیگر حقوقی، انواع دیگری از اوراق بهادار را بدین منظور طراحی کرد. گزینه نخست، آن است که دولت در بازار اولی اقدام به انتشار صکوک برای تأمین مالی نموده و بانک مرکزی با ورود در بازار ثانوی اوراق، به اعمال سیاست‌های پولی خود اقدام کند. برخی از ابزارهای پیشنهادی برای این گزینه عبارتند از: اسناد خزانه اسلامی (صکوک بیع دین دولت)، صکوک مرابحه دولت، صکوک اجاره و اجاره به شرط تملیک دولت و صکوک استصناع دولت. با توجه به اینکه در کوتاه‌مدت امکان تشکیل بازار ساختاریافته در مورد صکوک دولتی در نظام مالی کشور فراهم نیست، پیشنهاد می‌شود بانک مرکزی به صورت موقت به انتشار صکوک بیع دین و اجاره برای عملیات بازار باز اقدام نماید.

با توجه به تحلیل‌های ارائه‌شده در این پژوهش، می‌توان پیشنهاد های سیاستی زیر را خطاب به

بانک مرکزی کشور ارائه نمود:

در حال حاضر بازار بین بانکی کشور از عمق کافی برخوردار نیست و در آن تنها از یکی دو ابزار خاص (مانند سپرده‌پذیری و به ندرت بیع دین) استفاده می‌شود. در این شرایط امکان ورود بانک مرکزی در این بازار برای عملیات بازار باز فراهم نیست؛ چرا که این بازار کشش ورود بازیگری اصلی به نام بانک مرکزی را ندارد. به‌منظور حل این مشکل پیشنهاد می‌شود دولت (با هماهنگی بانک مرکزی) به انتشار انواع مختلف صکوک برای تأمین مالی نیازهای خود اقدام نموده و این اوراق را در بازار بین بانکی بفروشد. این کار به تقویت عمق بازار و شکل‌گیری بازار ساختاریافته دیون با کیفیت دولتی، کمک می‌کند و زمینه ورود بانک مرکزی در میان‌مدت فراهم می‌شود.

پیشنهاد می‌شود بانک مرکزی در کوتاه‌مدت به جای اوراق مشارکت، از صکوک بیع دین و صکوک اجاره استفاده کند. مزیت این دو نوع اوراق آن است که برخلاف اوراق مشارکت، دارای نرخ

سود ثابت و از پیش تعیین شده بوده و نیازی به استفاده از منابع حاصل از آنها در پروژه‌های خاص اقتصادی وجود ندارد.

اگر به هر دلیل امکان کنار نهادن اوراق مشارکت بانک مرکزی و استفاده از صکوک به عنوان ابزار جایگزین فراهم نیست، پیشنهاد می شود بانک مرکزی به صورت مکمل و هم‌زمان، به انتشار صکوک در کنار اوراق مشارکت اقدام کند. این کار زمینه تدریجی جایگزینی انواع دیگر صکوک با اوراق مشارکت را فراهم می‌سازد.

توسعه انواع گوناگون صکوک دولت و بانک مرکزی با نرخ‌ها و سررسیدهای گوناگون، به تقویت بازار بدهی‌های کوتاه‌مدت (بازار پول) در کشور کمک شایانی می‌نماید. بازار پول یکی از بازارهای مفقوده در نظام مالی کشور بوده و تشکیل چنین بازاری منافع بسیار مهمی در میان‌مدت و بلندمدت برای اقتصاد به همراه خواهد داشت. مناسب است دولت در جهت تعمیق بازار پول تلاش کند.

۸. منابع

- اسکینی، ربیعا. (۱۳۸۸). تأملاتی در خصوص ساختار و ماهیت حقوقی اوراق مشارکت مؤسسات و شرکت‌های دولتی و خصوصی. فصلنامه مدرس علوم انسانی، شماره ۶۳.
- حاجیان، محمدرضا. (۱۳۹۲). بازار بین بانکی ریالی. چاپ دوم، تهران: پژوهشکده پولی و بانکی، چاپ دوم.
- سلیمانی، محمد. (۱۳۸۶). زیربناهای سازمانی لازم جهت مدیریت نقدینگی در بانکداری اسلامی. مجموعه مقالات نخستین همایش مالی اسلامی، تهران، دانشگاه امام صادق (ع).
- شعبانی، احمد و قلیچ، وهاب. (۱۳۹۰). قابلیت اوراق بهادار اسلامی در مهار تورم به عنوان ابزار سیاستی. نشریه اقتصاد اسلامی، شماره ۴۳.
- صابری‌نیا، علی، ۱۳۸۷، بررسی فقهی و حقوقی اوراق مشارکت، پایان‌نامه دوره کارشناسی ارشد رشته اقتصاد، قم: دانشگاه مفید.
- صالح آبادی، علی. (۱۳۸۴). بررسی اوراق قرضه اسلامی در مالزی از دیدگاه فقه امامیه. فصلنامه پژوهشی دانشگاه امام صادق (ع)، شماره ۲۵.
- عباسی مقدم، ابولفضل. (۱۳۸۸). امکان‌سنجی استفاده از اوراق غیر قرضه ای به عنوان ابزار عملیات بازار باز در سیاست پولی. پایان‌نامه کارشناسی ارشد اقتصاد، دانشگاه امام صادق (ع).
- عربی، سید هادی و معارفی، محسن. (۱۳۸۹). بررسی مسأله گذار به ابزار غیرمستقیم پولی در کشورهای اسلامی: تحلیل فقهی-اقتصادی. دوفصلنامه جستارهای اقتصادی، شماره ۱۳.
- فراهانی فرد، سعید. (۱۳۹۱). سیاست‌های پولی در بانکداری بدون ربا: بررسی فقهی-اقتصادی. قم: بوستان کتاب.
- قضاوی، حسین و بازمحمدی، حسین. (۱۳۹۱). عملیات بازار باز در چارچوب بانکداری بدون ربا: مطالعه موردی: اسناد خزانه اسلامی. تهران: پژوهشکده پولی و بانکی.
- کیائی، حسن. (۱۳۸۶). سیاست‌گذاری پولی در بانکداری اسلامی. پایان‌نامه کارشناسی ارشد اقتصاد، دانشگاه امام صادق (ع).

- موسویان، سید عباس و میثمی، حسین. (۱۳۹۴). بانکداری اسلامی (۱): مبانی نظری-تجارب عملی. تهران: پژوهشکده پولی و بانکی، ویرایش چهارم.
- موسویان، سید عباس. (۱۳۹۱). بازار سرمایه اسلامی. قم: پژوهشگاه فرهنگ و اندیشه اسلامی.
- موسویان، سید عباس؛ نظریور، محمد نقی و خزائی، ایوب. (۱۳۸۹). امکان‌سنجی فقهی طراحی اسناد خزانه اسلامی در بازارهای مالی اسلامی. فصلنامه اقتصاد اسلامی، شماره ۴۰.
- موسویان، سیدعباس و الهی، مهدی. (۱۳۸۹). امکان‌سنجی فقهی تشکیل بازار بین‌بانکی در بانکداری اسلامی. فصلنامه اقتصاد اسلامی، شماره ۳۸.
- مومنی، فرشاد و حری، حمیدرضا. (۱۳۸۸). بانکداری مرکزی در نظام بانکداری اسلامی بدون ربا: شناسایی و ارزیابی ابزارهای پولی کارآمد. فصلنامه پژوهشنامه اقتصادی، شماره ۶.
- میثمی، حسین و ندری، کامران. (۱۳۹۵). طراحی مدل‌های عملیاتی اوراق بهادار (صکوک) جهت انجام عملیات بازار باز: چارچوبی نوین برای سیاست‌گذاری پولی اسلامی. تهران: دانشگاه امام صادق (ع).
- میثمی، حسین؛ موسویان، سید عباس و ندری، کامران. (۱۳۹۵). استخراج و رتبه‌بندی چالش‌های فقهی-اقتصادی اوراق مشارکت بانک مرکزی بر اساس نظر خبرگان. فصلنامه پژوهش‌های پولی و بانکی، ۲۳ (در دست چاپ).
- نجفی، محمد حسن. (۱۴۱۷ق). جواهرالکلام فی شرح شرائع الإسلام. بیروت: دار إحياء التراث العربی، چاپ هفتم.
- نظریور، محمد نقی و موسویان، سیدعباس. (۱۳۹۳). بانکداری بدون ربا: از نظریه تا تجربه. قم: انتشارات دانشگاه مفید.
- نظریور، محمدنقی و حقیقی، میثم. (۱۳۹۲). نقش بانک مرکزی در اعمال سیاست پولی به وسیله بازار بین بانکی. فصلنامه اقتصاد اسلامی، شماره ۴۹.
- نظریور، محمدنقی. (۱۳۹۲). عقد و اوراق استصناع: کاربردهای استصناع در بازارهای مالی اسلامی. تهران: سمت.

- نودهی، محسن. (۱۳۸۷). بررسی امکان طراحی اوراق مناسب عملیات شبه بازار باز. نشریه اقتصاد اسلامی، شماره ۳۰.

- Ahmad, O. (2001). Islamic Financial Instruments to Manage Short-Term Excess Liquidity. Jeddah: IDB.
- 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.
- 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. ۱۳۵۰.
- Bindseil, U., (2014). Monetary Policy Operations and the Financial System. London: Oxford University Press.
- European Central Bank. (2012). Euro Money Market Survey. Frankfurt: ECB.
- Hubbard, O. (2012). Money, Banking, and the Financial System. Boston: Prentice-Hall.
- Mishkin, Frederic. (2013). the Economics of Money, Banking, and Financial Markets. 10th Edition, Princeton: Prentice Hall.
- The New Palgrave Dictionary of Money and Finance. (1992). London: Macmillan.
- Wallace, W. (2013). The American Monetary System: an Insider's View of Financial Institutions, Markets and Monetary Policy. Springer: Cham Heidelberg.
- Whitesell, W. (2006). Interest Rate Corridors and Reserves. Journal of Monetary Economics, Vol. 53.