

بررسی تطبیقی کانال‌های اثرگذاری سیاست پولی بر بخش واقعی در چارچوب اقتصاد نئوکلاسیک و اسلامی

تاریخ دریافت: ۱۳۹۴/۴/۱۴

تاریخ تأیید: ۱۳۹۴/۱۲/۱۹

سعید فراهانی فرد*
محمدنقی نظرپور**
موسی شهبازی غیائی***

چکیده

مقاله پیش رو می‌کوشد به روش تطبیقی سازوکارها و کانال‌های انتقال اثرهای سیاست پولی بر بخش واقعی را از دید اقتصاد نئوکلاسیک و اقتصاد اسلامی بررسی کند. پرسشی که تحقیق پیش رو در پی پاسخ‌گویی آن می‌باشد؛ این است که تفاوت بین اقتصاد اسلامی و نئوکلاسیک در سازوکارهای انتقال‌دهنده اثرهای سیاست پولی بر بخش واقعی چیست و نقاط اشتراک و افتراق دو رویکرد کدام هستند؟ فرضیه تحقیق این است که افزون بر وجود تفاوت در نوع متغیرها و کیفیت اثرگذاری سیاست پولی در اقتصاد اسلامی، سازوکارهای انتقال اثرهای سیاست پولی در دیدگاه اسلامی در تعامل و تناظر مستقیم با بخش واقعی بوده و در جهت دست‌یابی به اهداف سیاست پولی در اقتصاد اسلامی است. یافته‌ها و بررسی‌های تحقیق نشان می‌دهد که در چارچوب اقتصاد اسلامی مبنای اثرگذاری سیاست پولی، تحقق هدف اصلی سیاست پولی یعنی ثبات بخشی و کنترل نوسان‌های پولی در اقتصاد و تعامل و ارتباط مستقیم با بخش واقعی اقتصاد است و هم‌چنین عمده تفاوت‌ها بین اقتصاد اسلامی و دیدگاه نئوکلاسیک در هر یک از کانال‌های مصرف، سرمایه‌گذاری و تجارت خارجی به‌عنوان حوزه‌های تأثیرگذاری سیاست پولی بر اقتصاد، مربوط به سازوکار تغییر در بخش واقعی بوده و در برخی از کانال‌های مذکور تفاوت‌هایی در نوع متغیرهای انتقال اثر سیاست پولی وجود دارد.

واژگان کلیدی: سیاست پولی، سازوکار انتقال، بخش واقعی، دیدگاه نئوکلاسیک، اقتصاد اسلامی.

طبقه‌بندی JEL: E52, E59

۷۹

فصلنامه علمی پژوهشی اقتصاد اسلامی / سال شانزدهم / شماره ۶۱ / بهار ۱۳۹۵

Email: mnnazarpur@gmail.com.

*. دانشیار اقتصاد دانشگاه قم.

Email: saeed.farahanifard@gmail.com.

** . دانشیار اقتصاد دانشگاه مفید.

***. دانشجوی دکترای اقتصاد اسلامی پژوهشگاه فرهنگ و اندیشه اسلامی (نویسنده مسئول).

Email: shahbazymusa@gmail.com.

مقدمه

به سازوکاری که سیاست پولی از راه تغییر در برخی متغیرها، بر متغیرهای بخش واقعی اثر گذاشته و باعث تحقق هدف‌های سیاست پولی شود، سازوکار انتقال سیاست پولی گفته می‌شود. سازوکار انتقال پولی به تعبیر لیدلر (Lidler, 1987) فرایند یا رابطه علی از سیاست پولی به درآمد اسمی یا درآمد پولی است. این فرایند از سیاست پولی شروع و به تولید و قیمت‌ها ختم می‌شود. در بین سازوکارهای متعدد سیاست پولی در ادبیات اقتصاد متعارف، کانال‌هایی مانند نرخ‌های بهره کوتاه‌مدت، نرخ‌های بهره بلندمدت، قیمت‌های دارایی، کانال اعتباری، کانال انتظارت بیشتر در ادبیات اقتصادی بحث شده‌اند (Mishkin, 1995).

نقش سیاست‌های پولی در اقتصاد و سازوکارهای اثرگذاری آن بر انتخاب‌های مصرف و سرمایه‌گذاری در بخش واقعی همواره در علم اقتصاد مورد مناقشه بوده است. در این میان مکتب‌ها و دیدگاه‌های گوناگونی درباره سازوکارهای اثرگذاری سیاست پولی بر بخش واقعی وجود داشته که در این میان دیدگاه نئوکلاسیک در این مسئله ادبیات گسترده‌ای را در اقتصاد متعارف داشته است. تفاوت در کانال‌ها و سازوکارهای اثرگذاری تا حدود فراوانی تمایز بین نگرش‌ها به اثرهای سیاست پولی را نشان می‌دهد. در این میان تعیین نوع هدف‌ها و ابزارهای سیاست پولی متأثر از چارچوب نظام اقتصادی می‌تواند تعیین‌کننده سازوکار اثرگذاری سیاست پولی بر بخش واقعی باشد؛ به گونه‌ای که اگر در یک نظام اقتصادی عدالت به عنوان هدف سیاست‌ها مد نظر باشد، هدف‌گذاری و تعیین ابزارها و به تبع آن سازوکار اثرگذاری بر اقتصاد واقعی متأثر از آن هدف خواهند بود.

هدف از مطالعه سازوکارهای انتقال سیاست پولی، شناخت چگونگی اثرگذاری متغیرهای بخش پولی بر متغیرهای بخش واقعی است که از آن راه سیاست‌گذار هدف‌هایی مانند افزایش تولید و افزایش مصرف را از راه اعمال سیاست‌های پولی محقق کند. حال پرسش این است که تفاوت بین اقتصاد اسلامی و نئوکلاسیک در سازوکارهای اثرگذاری سیاست پولی بر بخش واقعی چه بوده و نقاط اشتراک و افتراق دو رویکرد چیست؟

فرضیه تحقیق این است که افزون بر وجود تفاوت در نوع متغیرها و کیفیت اثرگذاری سیاست پولی در اقتصاد اسلامی، سازوکارهای انتقال اثرهای سیاست پولی نیز در تعامل مستقیم با بخش واقعی بوده و در جهت دستیابی به هدف‌های نظام اقتصادی اسلام است.

گفتنی است به علت تعدد کانال‌های انتقال سیاست پولی، فقط کانال‌های حوزه اعتباری (بانکی) مورد بحث نبوده، کانال‌های مبتنی بر سرمایه‌گذاری، مصرف و تجارت نیز ارزیابی شده‌اند. پس از ارائه دیدگاه متعارف (نئوکلاسیک) در این حوزه، موضوع کانال‌های اثرگذاری سیاست پولی بر بخش واقعی در دیدگاه اقتصاد اسلامی تشریح و تبیین شده است.

ادبیات موضوع و پیشینه تحقیق

پرسش از چگونگی اثرگذاری سیاست پولی در اقتصاد همواره در بین مکتب‌های اقتصادی گوناگون مطرح بوده و تحقیق‌های فراوانی را به خود اختصاص داده است. محور اصلی بسیاری از مناقشه‌های این حوزه، چگونگی و میزان اثرپذیری متغیرهای بخش واقعی مانند تولید کل و اشتغال از تغییر در نرخ‌های بهره اسمی یا حجم پول - به عنوان سیاست‌های پولی - است.

بیشتر مطالعه‌های اولیه در این حوزه با تکیه بر تحلیل‌های جانب تقاضای اقتصاد به بررسی سازوکار انتقال سیاست پولی پرداخته‌اند و کم‌وبیش در تمام مطالعه‌ها وجود کانال قیمت‌داری‌ها و کانال نرخ بهره بلندمدت در سازوکار انتقال سیاست پولی تأیید شده است.

با گسترده‌شدن ادبیات انتقال سیاست پولی، توجه‌ها به «جانب عرضه» و «کانال هزینه» اقتصاد نیز متمایل شد، اهمیت کانال هزینه در سازوکار انتقال سیاست پولی در اقتصاد متعارف ابتدا در مقاله کریستیانو (Christiano & et al, 1997) سپس در مطالعه بارت و رامی (Barth, & Ramey, 2001)، پافشاری شد. بارت و رامی بر این باور بودند که سرمایه در گردش به‌عنوان جزء مهم تولید و توزیع در اقتصاد می‌تواند به‌عنوان کانال هزینه در انتقال سیاست پولی مؤثر باشد. مطالعه‌های دیگری نیز به‌وسیله شاپیرو (۱۹۸۱م)، بلایندر (۱۹۸۷م)، فارمر (۱۹۸۴م) و (Barth and Ramay, 2001, p.201) در این باره صورت گرفته است.

در تحقیق‌های مرتبط با کانال‌های انتقال پولی در کنار دیدگاه غالب یعنی دیدگاه سنتی پولی، دیدگاه دیگری تحت عنوان «کانال‌های اعتباری» مطرح شد. برنانکه و بلایندر (۱۹۹۲م) با توسعه مدل IS-LM به توسعه این دیدگاه کمک کردند. در این دیدگاه بانک‌ها در جایگاه محور اصلی انتقال سیاست پولی نقش ایفا می‌کنند. در ادامه به بررسی و شرح برخی تحقیق‌های صورت‌گرفته در این حوزه پرداخته می‌شود.

سکتی (Cecchetti, 1999) در مقاله خود با عنوان «ساختار حقوقی، ساختار مالی و سازوکار انتقال سیاست پولی» به بررسی علل و خاستگاه تفاوت در سازوکار انتقال سیاست پولی پرداخته و بیان می‌دارد که تفاوت در ساختارهای مالی که خود برآمده از تفاوت در ساختارهای حقوقی است به این مسئله می‌انجامد. محقق با تمرکز بر کشورهای اروپا با ارائه شواهدی استدلال کرده که تفاوت در ساختارهای مالی عامل پدیدآمدن عدم تقارن‌های بین کشوری در سازوکار انتقال سیاست پولی بر بخش واقعی است. وجود این تفاوت‌ها در سازوکار انتقال سیاست پولی به صورت نظام‌مند برآمده از وجود تفاوت‌ها در اندازه کشورها، درجه تمرکز اقتصادی، سلامت نظام بانکی، میزان دسترسی به بازارهای اولیه سرمایه و دیگر متغیرهای ناظر بر ساختار نظام مالی است. این مسئله درباره کشورهای اتحادیه اروپا صادق بوده و باعث شده است اثر برگزیدن سیاست پولی - مانند ابزار نرخ بهره - بر تولید و قیمت‌ها بین کشورها همگون و یکسان نباشد.

بانک تسویه بین‌المللی (Bank For International Settlements, 2008) در مجموعه مقاله‌هایی به مسئله سازوکارهای انتقال سیاست پولی در اقتصادهای نوظهور پرداخته است. یکی از مقاله‌های این مجموعه، مقاله موهانتی و ترنر (Mohanty & Turner, 2008)، با عنوان «انتقال سیاست پولی در اقتصادهای نوظهور؛ دستاوردهای جدید؟» است که به بررسی بُعدها و کانال‌های انتقال سیاست پولی و وضعیت آن در اقتصادهای نوظهور پرداخته‌اند. این تحقیق پس از بررسی چارچوب‌های سیاست پولی در این کشورها و تغییرهای صورت‌گرفته به تشریح کانال‌های انتقال سیاست پولی که عبارت هستند از: نرخ‌های بهره کوتاه‌مدت، نرخ‌های بهره بلندمدت و قیمت‌های دارایی، نرخ ارز، کانال اعتباری و کانال انتظارها و وضعیت هر یک در کشورهای مورد مطالعه می‌پردازد.

تحقیق‌های صورت‌گرفته درباره سازوکارهای انتقال پولی به‌طور عمده درباره کشورهای توسعه‌یافته بوده و مطالعه‌های کمتری به کشورهای در حال توسعه پرداخته است. برخی مطالعه‌ها مانند مونتایل (Montiel, 1991) و خان (Khan, 1998) سازوکار انتقال سیاست پولی در کشورهای در حال توسعه را مطرح کرده و نقاط اشتراک و افتراق آنها را با کشورهای توسعه‌یافته بررسی کردند. آنها ساختار اقتصادی بی‌ثبات، پیشینه تاریخی و ماهیت نهادی این کشورها را علت اصلی تفاوت این سازوکار می‌دانند.

دیاز (Diaz, 1998) نیز در مطالعه‌اش نشان می‌دهد که این تفاوت در غیاب بازار مالی توسعه‌یافته و منسجم و وجود پیشینه تاریخی و ساختارهای نهادی ویژه در کشورهای در حال توسعه برخی از کانال‌های انتقال را از بقیه کانال‌ها مؤثرتر می‌سازد.

پیشینه تحقیق در اقتصاد اسلامی

مطالعه‌های اقتصاد اسلامی در این باره اندک است. فقط در برخی مطالعه‌های مربوط به سیاست پولی در اقتصاد اسلامی به سازوکار اثرگذاری یا انتقال اثرها اشاره شده است؛ حتی در مقاله چپرا (۱۹۹۶م) که از مطالعه‌های مهم حوزه نظریه سیاست پولی اسلامی شمرده می‌شود به این مسئله پرداخته نشده است. در برخی مطالعه‌های این حوزه نیز به جنبه‌های تجربی اثرگذاری سیاست پولی در اقتصاد اسلامی پرداخته شده است.

خان و میرآخور (۱۹۸۹م) در تحقیق نظام مالی و سیاست پولی در یک اقتصاد اسلامی به این نتیجه رسیده‌اند که سرانجام اثر تغییر در عرضه پول به شکل متعارف با اثر تعیین سقف سود برای تسهیلات مضاربه در اقتصاد اسلامی تفاوتی ندارد و راه‌حلی که ممکن بود در نظام سنتی نرخ بهره به دست آید، در الگوی مضاربه نیز به دست می‌آید.

میرآخور و زبیدی (Mirakhor & Zaidi, 1992) با استفاده از مدل کلان اسلامی سیاست پولی به بررسی ارتباط بین بخش مالی و پولی با بخش‌های واقعی در اقتصاد باز با رژیم نرخ ارز شناور پرداخته‌اند. با توجه به این مدل، سیاست پولی می‌تواند بر نرخ‌های بازده بخش مالی و دارایی‌های واقعی و نیز تقاضا برای سرمایه‌گذاری واقعی، تولید و تراز پرداخت‌ها اثر بگذارد؛ البته مقام‌های پولی در این چارچوب نمی‌توانند نرخ‌های بازدهی بخش مالی را مستقیم تعیین کنند.

سنرگو و راسیدیانا (Sanrego & Rusydiana, 2013) در مقاله «سازوکار انتقال در سیستم پولی دوگانه: مقایسه نظام پولی شریعت و متعارف» با پرداختن به این موضوع که تفاوت در نظام پولی و مالی اسلامی و غیراسلامی می‌تواند در نوع سازوکارهای انتقال پولی مؤثر باشد به تحلیل سازوکار انتقال پولی در دو چارچوب شریعت و اقتصاد متعارف پرداخته‌اند. در مقاله پیش‌گفته پس از بررسی مسائل نظری و کیفی با استفاده از مدل‌های اقتصادسنجی تجربه اندونزی را در اثرگذاری ابزارهای سیاست پولی بر متغیرهای بخش واقعی از

کانال‌های گوناگون آزموده‌اند. نتیجه بخش تجربی مقاله نشان می‌دهد که افزایش ابزارهای سیاست پولی اسلامی - کانال‌های تأمین مالی اسلامی - اثر مثبتی را بر متغیرهای بخش واقعی داشته و نیز باعث پدیدآمدن تعادل رشد بین بخش پولی و واقعی می‌شود.

مؤمنی و حری (۱۳۸۸) در تحقیق خود به بررسی سازوکار انتقال پولی در نظام اسلامی پرداخته و نتیجه می‌گیرند که در نگرش اسلامی، سازوکار انتقال از راه تعامل و معاشرت بخش واقعی و بخش پولی است که خواسته‌های بخش پولی را به بخش واقعی می‌برد و برعکس. یکی از خواسته‌ها این است که تراز بین بخش پولی و بخش واقعی برقرار باشد. منظور از ابزار کارآمد و سازوکار پولی، سازوکاری است که به کمک ابزار در اختیار مقام پولی ما را به تغییری که می‌خواهیم، برساند.

حقیقی (۱۳۸۸) در پایان‌نامه کارشناسی ارشد خود با عنوان مدل‌سازی مکانیزم انتقال سیاست پولی در بانکداری بدون ربا (مورد ایران)، مبتنی بر این دیدگاه که در اقتصاد اسلامی سیاست پولی می‌تواند بر بخش واقعی اثرگذار باشد، بیان می‌دارد که در اقتصاد اسلامی، سازوکار انتقالی سیاست پولی می‌تواند از اقتصاد متعارف متفاوت باشد. در این تحقیق کانال‌های موجود در سازوکار انتقال سیاست پولی در دو دسته کانال‌های طرف عرضه و کانال‌های طرف تقاضا از جهت تطابق با اصول اسلامی بررسی شده است. نتیجه این بررسی نشان می‌دهد که مطابق با نظریه‌های سیاست پولی اسلامی و اصول اقتصاد، کانال بازدهی - و q توپین - کانال ثروت خانوار، کانال عرضه تسهیلات و کانال هزینه، سازوکارهای انتقال سیاست پولی در بانکداری بدون ربا هستند.

کمیحانی (۱۳۷۳ و ۱۳۷۴) در طرح تحقیقاتی سیاست‌های پولی مناسب جهت تثبیت فعالیت‌های اقتصادی با مدلسازی الگوی اقتصاد کلان ۴۲ معادله‌ای به بررسی علل عدم تعادل پولی پرداخته است. سرانجام نتیجه حاصل از طرح اینکه عدم تعادل پولی از عدم تعادل بخش دولت و بخش خارجی اقتصاد ناشی است. به عبارت دیگر کانال‌های مؤثر انتقال سیاست پولی در ایران مخارج دولت و بخش خارجی هستند.

سبحانی و ملکی (۱۳۹۲) در مقاله «درون‌زایی پول در نظام پولی و مالی اسلامی؛ تحلیلی مقایسه‌ای با رویکرد پول درون‌زای پساکینزین» مهم‌ترین تفاوت‌های نظری در تبیین مفهوم درون‌زایی پول بین رویکرد اسلامی و رویکردهای رقیب را بررسی کرده‌اند و نشان

می‌دهند درون‌زایی پول در ماهیت در فرایندی به‌طور کامل متفاوت با دیدگاه پساکینزین تبیین می‌شود و با پذیرش مفهوم درون‌زایی پول در نظام پولی اسلامی، چارچوب نظری حاکم بر سیاست‌گذاری پولی نیز شرایط و ویژگی‌های خاص خود را خواهد داشت. به‌رغم ادبیات گسترده در اقتصاد متعارف در ادبیات اقتصاد اسلامی، اولاً، موضوع سازوکارهای اثرگذاری سیاست پولی به‌دقت بررسی نشده؛ ثانیاً، بُعدهای گوناگون و تحلیل اثرهای اقتصادی کانال‌ها و وجوه افتراق و اشتراک آنها با کانال‌های اقتصاد متعارف توجه نشده است؛ از این رو تحقیق پیش رو کاری نو در این‌باره شمرده می‌شود.

سازوکارهای اثرگذاری سیاست پولی در دیدگاه نئوکلاسیک

درباره سازوکارهای اثرگذاری سیاست پولی بر بخش واقعی، کانال‌های گوناگونی معرفی شده است. به‌طور کلی سیاست پولی از کانال‌های گوناگونی مانند نرخ‌های بهره، کل‌های پولی (Monetary aggregates)، اعتبار، نرخ‌های ارز، قیمت‌های دارایی و انتظارات انتقال می‌یابد (Warjiyo & Agung, 2002).

تحقیق‌های اولیه در این حوزه بر نقش پول درونی و نرخ بهره سنتی در سازوکار اثرگذاری سیاست پولی متمرکز شده بود که به دیدگاه پولی (Money View) مشهور شده اما در طول دو دهه گذشته تحقیق‌های این حوزه معطوف بر حوزه اعتباری و کانال‌های مرتبط با ترازنامه بانک به‌عنوان دیدگاه اعتباری (Credit View) شده‌اند. از این دید دو دیدگاه در این‌باره مطرح شده است:

الف) دیدگاه نخست به کانال‌های نئوکلاسیکی انتقال سیاست پولی مشهور بوده که مبتنی بر کامل‌بودن بازارهای مالی است.

ب) دیدگاه غیرنئوکلاسیکی (اعتباری) که قائل به وجود ناکاملی در بازارهای مالی بوده و مشهور به دیدگاه اعتباری است (Boivin & et al, 2010, p.5).

بر اساس دیدگاه اعتباری در سازوکار انتقال پولی، سیاست پولی از راه اثرگذاری بر دارایی‌های بانکی همچون وام‌های اعطایی و بدهی‌های بانکی مانند سپرده‌ها عمل می‌کند (Bernanke & Blinder, 1992, p.901).

کانال‌های متعارف انتقال سیاست پولی مبتنی بر مدل‌های اصلی سرمایه‌گذاری، مصرف و تجارت خارجی مانند مدل‌های نئوکلاسیک جورگنسون (Jorgenson, 1963)، توبین (Tobin,)

1969)، مدل‌های مصرف مبتنی بر درآمد پایدار خانوار برومبرگ و مودیگیلیانی (Brumberg & Modiglian, 1954)، آندو و مودیگیلیانی (Ando & Modiglian, 1963) و فریدمن (Friedman, 1957) و مدل‌های تجارت بین‌الملل IS-LM مانند (Mundell, 1963) و فلیمینگ (Fleming, 1962) استوار است (Boivin & et al, 2010, p.7).

شناخت کانال‌ها و سازوکار انتقال سیاست پولی به چند علت مفید است:
الف) فهم این موضوع که کدام یک از متغیرهای بخش واقعی از سیاست پولی اثر می‌پذیرند باعث می‌شود ارتباط بین بخش پولی و بخش واقعی بهتر نمایان شود.
ب) فهم بهتر سازوکار انتقال به سیاست‌گذاران کمک می‌کند تا حرکت‌ها و راه تغییرهای کل‌های پولی را بهتر تشخیص دهند.
ج) اطلاعات بیشتر درباره سازوکار انتقال، هدف‌گذاری سیاست پولی را دقیق‌تر خواهد کرد (Ramey, 1993, p.3).

در دسته‌بندی کلی می‌توان کانال‌های اثرگذاری سیاست پولی بر بخش واقعی را در دیدگاه نئوکلاسیک به صورت زیر ارائه کرد:

۱. کانال‌های مبتنی بر سرمایه‌گذاری

معروف‌ترین کانال انتقال سیاست پولی که در مدل‌های نئوکلاسیک، کانال اثرگذاری نرخ‌های بهره بر هزینه‌داری و در پی آن فعالیت‌های تجاری و مخارج سرمایه‌گذاری است. وقتی سیاست پولی به افزایش نرخ‌های بهره کوتاه‌مدت بینجامد، نرخ‌های بهره بلندمدت نیز شروع به افزایش می‌کند؛ در نتیجه هزینه‌داری سرمایه‌داری افزایش می‌یابد و تقاضا برای دارایی سرمایه‌ای کاهش می‌یابد. کاهش در تقاضا برای دارایی سرمایه‌ای به پایین آمدن مخارج سرمایه‌گذاری می‌انجامد و عاملی برای کاهش مخارج کل و تقاضای کل می‌شود (Boivin & et al, 2010, p.8). از طرفی سیاست پولی انبساطی به کاهش نرخ‌های بهره واقعی می‌انجامد، به تبع آن هزینه سرمایه کاهش می‌یابد و باعث افزایش سرمایه‌گذاری می‌شود که در نتیجه افزایش تقاضای کل و افزایش تولید را به همراه دارد (میشکین، ۱۳۸۸)؛ البته این نتیجه در حالتی که سرمایه‌گذاری نسبت به نرخ بهره حساس نبوده یعنی منحنی IS به صورت عمودی یا اقتصاد در دام نقدینگی باشد اتفاق نمی‌افتد.

کانال بعدی در این حوزه، کانال q توبین (۱۹۶۹م) است. سازوکار اثرگذاری به این ترتیب است که وقتی سیاست پولی انبساطی رخ می‌دهد، مردم متوجه می‌شوند که نسبت به نیاز خود پول بیشتری دارند؛ بنابراین با مصرف کردن آن را تمام می‌کنند. جدول ۱: سازوکارهای اثرگذاری سیاست پولی مبتنی بر سرمایه‌گذاری

| کانال سرمایه‌گذاری | سازوکار اثرگذاری | اثر سیاست پولی انبساطی | اثر سیاست پولی انقباضی |
|--------------------------------|---|--|---|
| نرخ بهره (کوتاه‌مدت و بلندمدت) | تغییر نرخ‌های بهره، تغییر هزینه کاربری سرمایه و تقاضا برای دارایی سرمایه‌ای و تغییر سرمایه‌گذاری کل، مخارج کل و تقاضای کل | کاهش نرخ بهره و افزایش سرمایه‌گذاری و افزایش تولید | افزایش نرخ بهره و کاهش سرمایه‌گذاری و کاهش تولید |
| کانال q توبین | یک سیاست پولی از راه اثرگذاری بر نسبت ارزش بازاری بنگاه‌ها به هزینه جابه‌جایی سرمایه (نسبت q) به تغییر در تقاضا برای سرمایه‌گذاری انجامیده و بخش واقعی را متأثر می‌کند | افزایش تقاضای سهام به افزایش نسبت q انجامیده و مخارج سرمایه‌گذاری را بالا می‌برد | کاهش تقاضا برای سهام به علت کاهش حجم پول در دست مردم که به کاهش ارزش بازاری بنگاه‌ها انجامیده و سرمایه‌گذاری را کاهش می‌دهد |

۲. کانال‌های مبتنی بر مصرف

دومین مجموعه از کانال‌های اثرگذاری سیاست پولی بر بخش واقعی در دیدگاه نئوکلاسیک مربوط به مصرف است. کانال‌های مبتنی بر مصرف در دو کانال «اثرهای ثروت» و «اثرهای جایگزینی بین‌زمانی» است.

کانال اثرهای ثروت که بر مبنای فرضیه دوران زندگی در مصرف و پس‌انداز که مبتنی بر تحقیق‌های آندو و مودیگیلیانی (Ando & Modigliani, 1963) است، بیان می‌دارد که مخارج مصرفی بر اساس ثروت و دارایی‌های مصرف‌کننده در طول مدت‌زمان زندگی بوده که شامل سهام، املاک یا دیگر دارایی‌ها می‌شود. دومین کانالی که مبتنی بر مصرف عمل می‌کند، اثرهای جایگزینی بین‌زمانی (Inter-temporal Substitution Effects) است. توضیح آنکه با اعمال سیاست پولی انبساطی یا انقباضی نرخ‌های بهره کوتاه‌مدت تغییر می‌کنند، این تغییر باعث می‌شود مصرف‌کننده بین مصرف در زمان کنونی و مصرف در

آینده - با عایدی ناشی از نرخ بهره - تمایز قائل شود. سازوکار اثرگذاری این کانال‌ها در جدول دو تشریح شده است.

جدول ۲: سازوکارهای اثرگذاری سیاست پولی مبتنی بر مصرف

| کانال مصرف | سازوکار اثرگذاری | اثر سیاست پولی انبساطی | اثر سیاست پولی انقباضی |
|---------------------------------|--|---|---|
| اثرهای ثروت (کانال قیمت دارایی) | تغییر در نرخ‌های بهره برآمده از اعمال سیاست پولی باعث تغییر در قیمت دارایی‌ها - غیرنقدی - شده و با تغییر در ارزش ثروت خانوار مصرف کل را دست‌خوش تغییر قرار می‌دهد. | کاهش نرخ بهره و اثر آن بر نرخ تنزیل دارایی‌ها باعث افزایش قیمت دارایی‌ها و ثروت خانوار شده و باعث تحریک تقاضای کل و مصرف خانوار می‌شود. | افزایش نرخ بهره و اثر آن بر نرخ تنزیل دارایی‌ها باعث کاهش ارزش کل ثروت خانوار شده و کاهش مصرف کل را در پی دارد. |
| اثرهای جایگزینی بین‌زمانی | تغییر در نرخ‌های بهره بلندمدت موجب می‌شود مصرف‌کننده نسبت مصرف در زمان حاضر به مصرف در آینده را تغییر دهد. | کاهش نرخ بهره و در نتیجه افزایش نسبی مصرف حال نسبت به آینده. | افزایش نرخ بهره و افزایش بازدهی انتظاری پول و کاهش مصرف حال نسبت به آینده. |

۳. کانال‌های مبتنی بر تجارت خارجی (نرخ ارز)

کانال‌های مبتنی بر تجارت خارجی که ارتباط تنگاتنگ بین سیاست ارزی و سیاست پولی را نشان می‌دهد، اهمیت فراوانی در اثرگذاری بر بخش واقعی به‌ویژه در اقتصادهای بازار دارد. کانال نرخ ارز به‌عنوان مهم‌ترین این کانال‌ها به این شکل اثرگذار است که وقتی بانک مرکزی نرخ‌های بهره را تغییر می‌دهد، بازدهی دارایی‌های داخلی نسبت به دارایی‌های خارجی دست‌خوش تغییر شده و ارزش دارایی‌های داخلی نسبت به دیگر دارایی‌های نقدی تغییر یافته و پول داخلی نیز دچار تقویت یا تنزل می‌شود (Boivin & et al, 2010, p.14). برای مثال، اعمال سیاست پولی انبساطی و در پی آن کاهش نرخ‌های بهره واقعی داخلی، جذابیت دارایی‌های پول داخلی نسبت به دارایی‌هایی که به ارز هستند، کمتر می‌شود؛ در نتیجه ارزش دارایی‌های پول ملی نسبت به دیگر دارایی‌های پولی کاهش می‌یابد و دلار افزایش بها پیدا می‌کند. کاهش ارزش پول داخلی باعث ارزان‌تر شدن کالاهای داخلی نسبت به کالاهای

خارجی می‌شود و به این ترتیب باعث افزایش خالص صادرات و به تبع آن افزایش تولید کل می‌شود (میشکین، ۱۳۸۸، ص ۱۱۹۹).

درباره کانال نرخ ارز، آبسفلد و روگوف (Obstfeld & Rogoff, 1995) بیان می‌دارند که در طرف تقاضا، انبساط پولی که نرخ بهره واقعی داخلی را کاهش می‌دهد، در وضعیت برابری بهره بدون پوشش ریسک، ارزش واقعی پول داخلی را تنزل می‌دهد. با کاهش ارزش واقعی پول، صادرات رقابتی‌تر می‌شود و به تبع آن خالص صادرات نیز افزایش می‌یابد و سرانجام تقاضای کل نیز بالا می‌رود.

هدف‌های سازوکارهای اثرگذاری سیاست پولی در اقتصاد اسلامی

سازوکار اثرگذاری سیاست پولی بر بخش واقعی متأثر از مبانی و هدف‌های سیاست پولی در چارچوب نظام اقتصادی است. بر همین اساس ویژگی‌های نهادی و ساختاری اقتصاد نقش مهمی در نوع و چگونگی سازوکار انتقال سیاست پولی ایفا می‌کند. در سازوکارها و کانال‌های انتقال سیاست پولی در چارچوب اقتصاد اسلامی، نقش ساختار و هدف‌های نظام اقتصادی اسلام و ترتیب‌های نهادی در اقتصاد اسلامی تعیین‌کننده است؛ برای مثال، مسئله ممنوعیت ربا - بهره پولی - به‌عنوان مبنای اساسی در سیاست پولی اسلامی فقط کارکرد دستوری نداشته بلکه این مهم از راه مجموعه‌ای از روابط و سازوکارهای اثرگذاری سیاست پولی در تعامل با بخش واقعی اقتصاد خود را نشان می‌دهد.

نظام اقتصاد اسلامی هدف‌ها و اجزایی دارد که حرکت هر جزء آن باید در جهت سوق‌دادن تمام نظام به سمت هدف غایی باشد. سیاست‌گذاری پولی نیز به‌عنوان جزئی از نظام اقتصاد اسلامی با جهت‌گیری هدف‌های میانی، در صدد دستیابی به یک سری هدف‌های نهایی - غایی - در چارچوب نظام اقتصادی اسلام است. بر این اساس پیش از بررسی و شرح سازوکارهای اثرگذاری سیاست پولی به بررسی مبانی، هدف‌ها و اصول سیاست پولی در اقتصاد اسلامی پرداخته می‌شود.

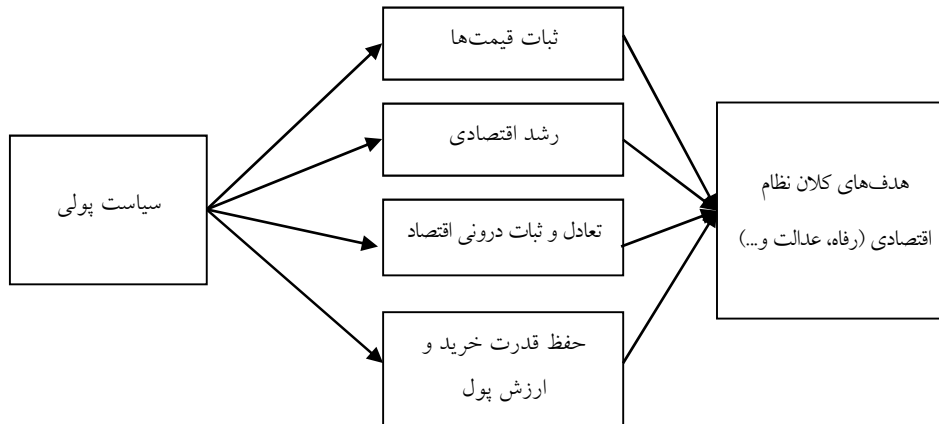
برای بررسی سازوکارهای انتقال و اثرگذاری سیاست پولی در اقتصاد اسلامی ابتدا لازم است هدف‌های ناظر بر سیاست‌های پولی را تبیین کنیم. به‌عبارت دیگر باید به این پرسش پاسخ دهیم که سیاست پولی به کجا منتقل می‌شود و سرانجام چه نتیجه‌هایی در بر دارد؟

صدیقی (Siddiqi, 1982)، اقبال و خان (Eghbal & Khan, 1981) و چپرا (Chapra, 1983) هدف‌های سیاست پولی را ثبات قیمت‌ها، ثبات ارزش پول، ثبات درونی اقتصاد و رشد و رفاه اقتصادی دانسته‌اند. احمد (Ahmad, 1982) نیز افزون بر هدف‌های متعارف، عدالت توزیعی را به‌عنوان هدف سیاست پولی در اقتصاد اسلامی معرفی کرده است. بر همین اساس بانک مرکزی به‌عنوان نهاد سیاست‌گذار پولی به‌منظور دستیابی به رشد و توسعه اقتصادی متوازن با دو ویژگی عدالت اجتماعی و توزیع عادلانه درآمد و ثروت باید ابزارها و سیاست‌ها را به‌کار گیرد.

خان و میرآخور (khan & Mirakhor, 1994) نیز هدف‌های سیاست پولی در اقتصاد اسلامی را ثبات اقتصاد کلان، ثبات قیمت‌ها و تعادل پایدار در تراز پرداخت‌ها معرفی کرده‌اند. زنگنه و سلام (Zangeneh & Salam, 1993) نیز در تحقیق خود هدف نخست سیاست‌گذار پولی در اقتصاد اسلامی را فراهم‌آوردن ذخیره‌های پولی - عرضه پول - برای جلوگیری از نوسان‌های فراوان در سطح قیمت‌ها و نرخ بیکاری می‌دانند (Zangeneh & Salam, 1993, p.2). در شکل یک هدف‌های سیاست پولی در اقتصاد اسلامی مستخرج از ادبیات و پیشینه پژوهش در این حوزه ارائه شده است.

چپرا باور دارد که رسیدن به رفاه عمومی و رشد اقتصادی، هدف مشترک نظام اسلامی و متعارف است؛ اما به‌علت تفاوت‌های اساسی در ریشه‌های نظام اقتصاد متعارف و اسلامی، محدودیت‌هایی برای رسیدن به این هدف‌ها در نظام اسلامی وجود دارد: اولاً، ربا در اسلام ممنوع است؛ ثانیاً، حصول به رفاه عمومی باید از راه عدالت دنبال شود. افزون بر این پدیدساختن عدالت اقتصادی در نظام پولی اسلام، از اجزای ناگسستنی فلسفه اخلاقی است. به این جهت در اجرای سیاست پولی؛ اولاً، تشویق به اسراف و زیاده‌روی ناپسند است؛ ثانیاً، لازم است سرمایه‌گذاری از راه مشارکت تشویق شود (چپرا، ۱۴۰۴ق، ص ۳).

شکل ۱: رابطه هدف‌های سیاست پولی و نظام اقتصادی اسلام



همان‌طور که بیان شد، هدف‌های گوناگون برای سیاست پولی در اقتصاد اسلامی از دید محققان اقتصاد اسلامی بیان شده است؛ اما باید دید که آیا تمام این هدف‌ها جزء هدف‌های سیاست پولی است یا اینکه هدف‌های سیاست‌های اقتصاد اسلامی به‌طور کلی است. با اندیشیدن در این حوزه در می‌یابیم که اغلب اندیشه‌وران اقتصاد اسلامی بین هدف‌های سیاست‌های اقتصادی اسلام در حوزه سیاست پولی و دیگر حوزه‌ها تفکیک لازم را صورت نداده‌اند چرا که برخی از این هدف‌ها به سیاست‌های مالی اسلامی مربوط است و نه پولی.

«در ادبیات اقتصادی، سیاست‌های اقتصادی به دو دسته هدف‌های مثبت و هدف‌های دفاعی تقسیم شده‌اند» (فراهانی فرد، ۱۳۷۸، ص ۴۹)؛ هدف‌های مثبت به‌طور مستقیم مربوط به تأمین معاش و افزایش رفاه افراد جامعه است و عبارت هستند از: رشد اقتصادی، بهبود توزیع درآمد، اشتغال و تخصیص مطلوب منابع. در برابر، هدف‌های دفاعی مربوط به ممانعت از نوسان‌ها و تلاطم‌های متغیرهای اقتصادی است؛ مانند حفظ قدرت خرید پول. بر این اساس هدف‌های سیاست پولی در دسته دوم سیاست‌ها قرار می‌گیرند. دسته نخست مربوط به دیگر حوزه‌های اقتصاد اسلامی است. نگارندگان بر این باور هستند که در اقتصاد اسلامی نیز هر بخش از نظام اقتصادی هدف‌های مجزا اما هماهنگی را دنبال می‌کنند که سرانجام به هدف‌های نظام اقتصادی اسلام ختم می‌شود. به عبارت دیگر، رشد و اشتغال و هدف‌هایی از این دست در حوزه سیاست پولی نبوده بلکه در حوزه سیاست مالی اسلامی جا می‌گیرد؛ چرا که ماهیت سیاست‌گذاری پولی به‌طور عمده ماهیت ثبات‌دهنده و کنترل‌کننده دیگر

سیاست‌های اقتصادی است؛ البته گفتنی است که بر اساس مطالعه‌های تجربی و علمی متعدد، مسئله ثبات اقتصادی و ثبات سطح قیمت‌ها یکی از شرط‌ها و الزام‌های اصلی رشد اقتصادی است؛ بنابراین هدف سیاست پولی هدفی زمینه‌ساز برای سیاست‌های اقتصاد اسلامی - در حوزه‌های غیر از سیاست پولی - بوده و رشد اقتصادی هدف اولیه سیاست‌گذار پولی نبوده چرا که با ماهیت و طبیعت سیاست‌گذاری پولی هم‌خوانی ندارد.

گفتنی است که در اقتصاد اسلامی نیز میان سیاست‌های پولی و سیاست‌های مالی هماهنگی - و نه وابستگی - از حیث هدف‌گذاری و اجرای سیاست‌ها وجود دارد، به طوری که سیاست‌گذار پولی تا زمانی که به هدف‌ها و اولویت اصلی خود یعنی ثبات و کنترل نوسان‌های پولی، ضرری نمی‌رسد به سیاست‌های مالی دولت کمک می‌کند اما این پشتیبانی از سیاست‌های مالی نباید استقلال سیاست‌گذار پولی را به مخاطره بیندازد. با این تبیین هدف‌های سیاست‌ها در اقتصاد اسلامی به صورت نظام‌مند دنبال می‌شود و تعارض بین سیاست‌ها در مقام عمل با تعیین اولویت‌های سیاستی قابل رفع است؛ بنابراین می‌توان چنین جمع‌بندی کرد که هدف اصلی سیاست پولی در اقتصاد اسلامی، پدیدساختن و حفظ ثبات و کنترل نوسان‌های پولی است. تعیین و شفاف‌شدن هدف‌های سیاست‌گذار پولی این امکان را می‌دهد تا قواعد سیاستی و ابزارهای لازم برای کنترل متغیرهای پولی در اقتصاد به گونه‌ای انتخاب شود که از راه سازوکارها و کانال‌های مشخصی به بخش واقعی اصابت کرده و هدف‌های از پیش تعیین‌شده را محقق کند؛ بنا بر این مبنا و جهت‌گیری اصلی سازوکار اثرگذاری سیاست پولی بر بخش واقعی در اقتصاد اسلامی، پدیدساختن ثبات و کنترل نوسان‌های پولی به منظور شکل‌گیری بستر مناسب برای فعالیت در بخش واقعی است.

سازوکارهای اثرگذاری سیاست پولی بر بخش واقعی در اقتصاد اسلامی

در بخش مبانی کانال‌های انتقال اثرهای سیاست پولی، مهم‌ترین هدف‌های سیاست پولی در اقتصاد اسلامی به عنوان جهت‌گیری نهایی سیاست‌گذاری پولی در چارچوب اقتصاد اسلامی تبیین شد. در این بخش کانال‌های انتقال اثرهای سیاست پولی در اقتصاد اسلامی بررسی می‌شود. گفتنی است افزون بر کانال‌هایی که در مقاله پیش رو در چارچوب دیدگاه پولی (Money View) ارائه می‌شود، کانال‌های دیگری نیز مبتنی بر دیدگاه اعتباری (Credit View)

وجود دارند که به علت گستردگی آنها در تحقیق پیش رو بررسی نشده‌اند. به علت امکان تطبیق و مقایسه، کانال‌های اثرگذاری سیاست پولی در این بخش مطابق با تقسیم‌بندی ارائه شده در بخش نخست مقاله - دیدگاه نئوکلاسیک - تحلیل و بررسی می‌شود.

شاید این پرسش مطرح شود که آیا می‌توان قبل از شناخت و پاسخ به چیستی سیاست پولی و ابزارهای آن در اقتصاد اسلامی، بحثی از سازوکار اثرگذاری آن کرد؟ پاسخ این است که این دو مسئله مستقل از یکدیگر هستند، همان‌طور که در ادبیات تحقیق اقتصاد متعارف نیز مشاهده می‌شود، تحلیل و بررسی کانال‌های اثرگذاری سیاست پولی مستقل از شناخت کامل بُعدهای سیاست پولی است. مسئله اصلی این است که سیاست پولی به معنای مجموعه اقدام‌ها، سیاست‌ها و ابزارهایی که نهاد سیاست‌گذار پولی به منظور کنترل متغیرهای پولی با هدف رسیدن به رشد اقتصادی، کنترل تورم و ثبات اقتصادی برمی‌گزیند، با چه سازوکارها و کانال‌هایی بر بخش واقعی اثر می‌گذارد و در اساس، تغییرهای بخش پولی چگونه به بخش واقعی منتقل می‌شود.

۱. کانال‌های مبتنی بر سرمایه‌گذاری در دیدگاه اسلامی

در دیدگاه نئوکلاسیک دو کانال نرخ بهره و q توین به عنوان کانال‌های مبتنی بر سرمایه‌گذاری مطرح بوده که در بخش پیش بررسی شد. سازوکار اثرگذاری سیاست پولی از کانال سرمایه‌گذاری در اقتصاد اسلامی تفاوت‌هایی را با دیدگاه نئوکلاسیک دارد که در ادامه ذکر می‌شود. آنچه مسلم است اینکه در نظام اقتصاد اسلامی با تحریم ربا یا بهره - شرط زیاده پولی در عقد قرض - راه اثرگذاری پول در سرمایه‌گذاری در چارچوب خاصی، مجاز شمرده شده است. حرمت ربا - نرخ بهره - در اقتصاد اسلامی به عنوان سازوکار انتقال فقط مسئله ارزشی نبوده بلکه اثرهای قابل ملاحظه‌ای در سیاست‌ها، رفتارها و روابط بین عاملان اقتصادی از نظر معیار قرارنگرفتن درآمد بهره‌ای پول در اقتصاد دارد؛ بنابراین تمایز اصلی اقتصاد اسلامی با اقتصاد متعارف در کانال سرمایه‌گذاری این است که سیاست پولی در اقتصاد اسلامی در این کانال، در چارچوب حقوقی و اقتصادی مشخص و معینی اثر می‌گذارد که عبارت هستند از:

۱. سرمایه‌گذاری در حوزه‌های با سود (بازدهی) ثابت؛

۲. سرمایه‌گذاری در حوزه‌های با سود (بازدهی) متغیر.

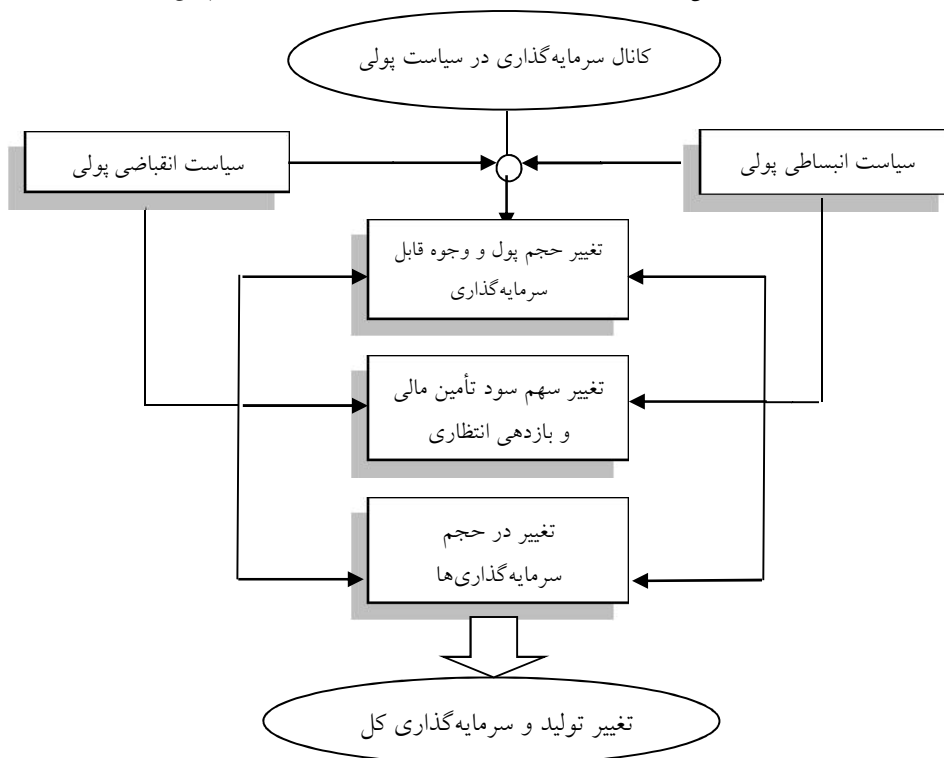
حوزه نخست مربوط به آن دسته از سرمایه‌گذاری‌ها یا مبادله‌هایی است که از نظر اسلامی، بازدهی یا سود آنها معین و از پیش تعیین شده است که به‌طور عموم در چارچوب قراردادهای مبادله‌ای مانند مباحه شکل می‌گیرند. نرخ‌های بازدهی یا سودی که در این حوزه به صاحبان وجوه تعلق می‌گیرد متناسب با بازدهی‌های بخش حقیقی و نرخ‌های نسبی یا نرخ تنزیل بر اساس عرضه و تقاضای بازار شکل می‌گیرد. بر این اساس در اقتصاد اسلامی، نرخ بهره - ربا - که در اقتصاد متعارف مبنای سرمایه‌گذاری و کانال انتقال پولی تلقی می‌شود، وجود نداشته بلکه جایگزین‌هایی برای آن وجود دارد که در عین داشتن چارچوب حقوقی و اقتصادی مشخص با بخش واقعی اقتصاد ارتباط مستقیم و غیرمستقیم دارد.

بر این اساس سیاست پولی در چارچوب اسلامی می‌تواند در وضعیت‌های گوناگون بسته به وضعیت اقتصاد، ابزارهایی را به‌منظور اثرگذاری بر نرخ‌های سود در این بازار به کار گیرد؛ برای مثال، با فرض وجود گروه عرضه‌کننده وجوه سرمایه‌گذاری و گروه متقاضی مبادله یا سرمایه‌گذاری - تقاضاکننده کالاها یا نهاده‌های واسطه‌ای / نهایی - چنان‌که سیاست پولی انبساطی با اثرگذاری بر افزایش وجوه قابل عرضه در این بازار، نرخ‌های سود ثابت - عایدی مربوط به عرضه‌کنندگان وجوه سرمایه‌گذاری - در این بازار را کاهش داده و تقاضا برای انجام مبادله و سرمایه‌گذاری از سوی متقاضیان کالاها و نهاده‌های سرمایه‌گذاری افزایش یافته و بخش عرضه اقتصاد نیز با افزایش روبه‌رو می‌شود.

در حوزه دوم مربوط به سرمایه‌گذاری در حوزه با سود - بازدهی - متغیر نیز سیاست پولی از کانال تغییرها در نرخ‌های بازدهی انتظاری و سهم‌های سود در سرمایه‌گذاری‌های مشارکتی بر سرمایه‌گذاری اثرگذار بوده و از این راه بخش واقعی نیز تحت اثر و تغییر قرار می‌گیرد. در این حوزه نهاد یا فرد تأمین‌مالی‌کننده، در سودزبان فعالیت اقتصادی با سرمایه‌گذار شریک است؛ بنابراین سود تحقق‌یافته به سرمایه‌گذاران به‌عنوان متغیر تصمیم‌گیری برای سرمایه‌گذاری در دوره‌های آتی، در بخش واقعی اقتصاد تعیین می‌شوند. حال در این چارچوب برگزیدن سیاست پولی انبساطی، عرضه وجوه برای سرمایه‌گذاری در حوزه با سود متغیر را افزایش داده و به کاهش نرخ سود انتظاری و سهم سود - در قراردادهای مشارکتی - انجامیده و باعث افزایش تقاضا برای سرمایه‌گذاری می‌شود - به‌علت افزایش سود انتظاری سرمایه‌گذاری - که

سرانجام باعث افزایش مخارج کل سرمایه‌گذاری و تولید می‌شود. به بیان دیگر اگر چنان‌که سیاست پولی انبساطی برگزیده شود، حجم پول در دسترس برای سرمایه‌گذاری بالا رفته و باعث می‌شود عرضه وجوه برای سرمایه‌گذاری افزایش یابد که به‌علت کاهش سهم سود تأمین مالی کننده، سود سرمایه‌گذاری افزایش یافته و به تبع آن، افزایش حجم سرمایه‌گذاری و تولید را به‌همراه داشته و بخش واقعی را متأثر می‌سازد. اگر چنان‌که سیاست انقباضی پولی در اقتصاد برگزیده شود، کانال سهم سود سرمایه‌گذاری به این ترتیب اثر سیاست پولی را انتقال می‌دهد که در پی کاهش حجم پول ناشی از سیاست انقباضی، عرضه وجوه به‌منظور سرمایه‌گذاری کاهش یافته و پروژه‌هایی که بازده انتظاری کمتری دارند تأمین مالی نمی‌شوند و این باعث کاهش سرمایه‌گذاری و تولید می‌شود. سازوکار انتقال اثرهای سیاست پولی در کانال سرمایه‌گذاری در شکل زیر نشان داده شده است.

شکل ۲: سازوکار اثرگذاری کانال سرمایه‌گذاری در سیاست پولی



درباره درونزا یا برونزا بودن متغیرهای مربوط به کانال سرمایه‌گذاری نیز می‌توان چارچوب اقتصاد اسلامی را با دیدگاه نئوکلاسیک مقایسه کرد. از این دید یک تفاوت بین کانال‌های مبتنی بر سرمایه‌گذاری در سازوکار انتقال پولی بین اقتصاد اسلامی و نئوکلاسیک این است که در اقتصاد اسلامی اثر کانال مورد نظر بر بخش واقعی برآمده از رابطه درونی و سازگار با بخش واقعی بوده و به‌علت تعیین آن بر مبنا یا متناسب با بخش واقعی می‌تواند اثرهای هم‌سو و هم‌جهت با بخش واقعی اقتصاد بر جا بگذارد. افزون بر آن، اینکه در چارچوب این کانال در اقتصاد اسلامی تأخیر در اثرگذاری سیاست پولی بر بخش واقعی آن‌چنان‌که در دیدگاه نئوکلاسیک وجود دارد تا حد فراوانی برطرف خواهد شد؛ زیرا در بسیاری از حوزه‌ها رابطه تنگاتنگی بین بخش واقعی و بخش پولی و اعتباری وجود دارد.

۲. کانال‌های مبتنی بر مصرف در دیدگاه اسلامی

اثرگذاری سیاست پولی بر بخش واقعی در چارچوب اسلامی از کانال‌های مبتنی بر مصرف نیز صورت می‌پذیرد؛ به‌صورتی که با برگزیدن سیاست‌های پولی، قیمت دارایی‌ها - ثروت، اوراق بهادار و مستغلات - و ارزش پول دست‌خوش تغییر شده که از این راه مصرف در جامعه تغییر می‌یابد. با تغییر در مصرف نیز بخش‌های واقعی اقتصاد دست‌خوش تغییر می‌شود. در ادامه سازوکار این اثرگذاری تشریح می‌شود.

در چارچوب اقتصاد اسلامی افراد در کنار درآمد ناشی از کار، دارایی‌ها و ثروت‌هایی دارند که می‌تواند از نوع املاک و مستغلات، اوراق بهادار اسلامی و دیگر ثروت‌ها از راه‌های ارث یا ... باشد. حال پرسش این است که سیاست پولی در چارچوب اسلامی چگونه از کانال قیمت دارایی‌ها - اثر ثروت - بر بخش واقعی - مصرف - اثر می‌گذارد؟

پیش از بیان سازوکار اثرگذاری سیاست پولی در کانال قیمت دارایی‌ها باید تبیین شود که آیا در الگوی اسلامی مصرف افراد متأثر از ثروت و دارایی‌های مالی - غیر از وجوه حاصل از درآمد - است؟

در پاسخ به پرسش پیش‌گفته می‌توان بیان کرد که پس‌انداز و سرمایه‌گذاری به‌عنوان یکی از موارد تخصیص درآمد فرد مسلمان مطرح بوده و با استناد به روایت‌ها و ادله شرعی

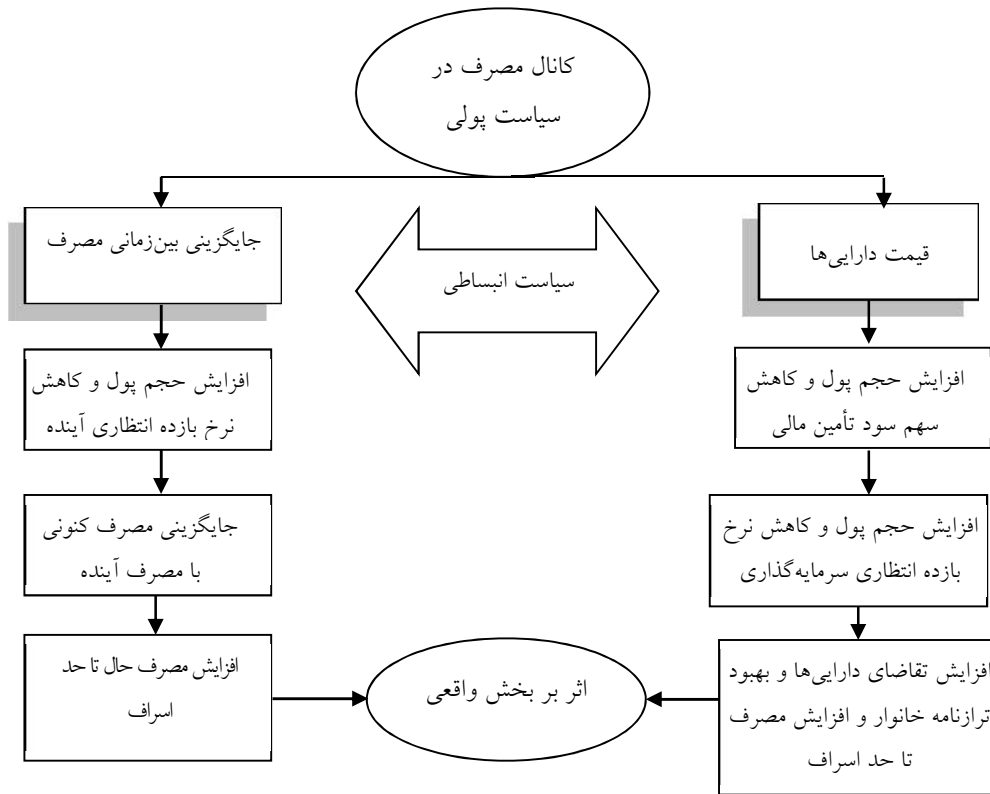
اثبات می‌شود که بخشی از درآمد فرد مسلمان به جبران استهلاک سرمایه، تأمین نیازهای شخصی آینده، افزایش توان تولیدی جامعه و ... اختصاص داده می‌شود (حسینی، ۱۳۸۸). در کنار این مصداق‌ها، با هدف پس‌انداز و حفظ و توسعه قدرت خرید می‌توان دارایی‌های مالی از نوع اوراق اسلامی و نوع دارایی‌های ثابت و عینی تحصیل کرد. تصمیم به خرید یا عدم خرید این نوع دارایی‌ها نیز به حجم پول، بازده بالقوه دارایی‌های نقدی در مقایسه با دارایی‌های مالی غیرنقد بستگی دارد.

در توضیح چگونگی کارکرد سازوکار قیمت دارایی‌ها در اثرگذاری سیاست پولی بر بخش واقعی، چنان‌که سیاست انبساطی پولی برگزیده شود، باعث افزایش حجم پول در اقتصاد شده و به علت افزایش عرضه وجوه سرمایه‌گذاری، سهم بازده - سود - عرضه‌کننده وجوه کاهش یافته و بازده انتظاری نیز به تبع آن کاهش می‌یابد و این باعث می‌شود سپرده‌های سرمایه‌گذاری به بازار دارایی‌ها منتقل شده و تقاضا برای دارایی‌ها - مانند املاک و مستغلات و ... - افزایش یابد که نتیجه آن بهبود خالص ارزش دارایی‌های ترانزنامه نهاد‌های اقتصادی از جمله خانوارهاست. با افزایش خالص ارزش دارایی‌های خانوارها، سطح مصرف خانوارها به علت اثر درآمدی تا رسیدن به حداکثر آن - سطح اسراف - افزایش می‌یابد و باعث رشد تقاضای کل و رشد تولید می‌شود. گفتنی است در مصرف کل جامعه اسلامی از آنجایی که مصرف تجملی و غیرضرور در سطح بسیار پایین است، افزایش مصرف - پیش از رسیدن به حد اسراف - باعث می‌شود تقاضا برای کالاهای وابسته به تولید مولد و واقعی افزایش یافته و از این راه باعث رشد بخش واقعی شود.

کانال‌های مبتنی بر مصرف در اقتصاد اسلامی برخلاف دیدگاه نئوکلاسیک به صورت مطلق و بدون قید و شرط صورت نمی‌گیرند بلکه اثرگذاری آنها بستگی به سطح مصرف افراد و میانگین مصرف کل جامعه دارد؛ به طوری که اگر سطح مصرف در جامعه فاصله فراوانی با حد اسراف داشته باشد، اثرگذاری آن حتمی بوده و قیدی وجود ندارد؛ اما چنان‌که سطح مصرف جامعه در مرز اسراف باشد و از طرفی چنان‌که سیاست پولی به افزایش قیمت دارایی‌ها بینجامد، سطح مصرف تغییری نمی‌کند.

دومین کانالی که مبتنی بر مصرف عمل می‌کند، منعکس‌کننده کانال اثرات جایگزینی بین‌زمانی است. پرسش این است که آیا در چارچوب رفتار عاملان اقتصادی در چارچوب اقتصاد اسلامی، مسئله انتخاب یا جایگزین کردن مصرف بین زمانی می‌تواند متأثر از سیاست پولی قرار گیرد؟ نخست آنکه بر اساس مبانی اقتصاد اسلامی به‌طور کلی مال، ارزشی دارد که صاحب آن نباید به‌گونه‌ای آن را مصرف کند که باعث اتلاف یا مصرف در غیر از موضع قوام آن شود. با قبول این شرط، مسئله انتخاب بین مصرف و بهره‌برداری از اموال بین دو زمان حال و آینده نیز پدید می‌آید؛ یعنی ممکن است مصرف‌کننده مسلمان به این نتیجه برسد که مصرف مال یا اموالی را به‌علت بهره‌برداری مطلوب‌تر - یا پرهیز از اتلاف مال - به آینده موکول کند؛ اما انتخاب این امر نیازمند شاخص و معیاری است که بتوان بر اساس آن تصمیم گرفت. این شاخص در اقتصاد اسلامی نرخ بازده بالقوه پول است که دارنده پول - مال - در جایگاه کسی که حق مال خود را باید ادا کند، مؤظف است در زمانی از آن استفاده کند که بازدهی مطلوبی عاید شود؛ برای مثال اگر بازدهی انتظاری آینده بیشتر از بازدهی بالقوه کنونی باشد، مصرف به آینده موکول می‌شود. حال تغییر در حجم پول به‌واسطه سیاست‌های پولی برگزیده باعث تغییر نرخ بازده بالقوه پول می‌شود که به‌عنوان کانال انتقال سیاست پولی - اثر بین زمانی - بر مصرف واقعی اثر می‌گذارد.

در این میان به‌علت اینکه در اقتصاد اسلامی، عنصر انفاق به دیگران در بین افراد وجود دارد، یکی از عامل‌هایی که باعث می‌شود از مصرف آینده حتی با در نظر گرفتن انتظار افزایش بازدهی آن، صرف‌نظر شود وجود نیاز ضروری فرد مسلمان دیگری است که در این وضعیت بر فرد واجب است از مصرف آتی خود صرف‌نظر کند. این مسئله را می‌توان به عنوان جایگزینی بین مصرف در دنیا و آخرت آن‌گونه که برخی اقتصاددانان مسلمان نیز همچون تحف (۱۹۷۳م)، حسینی (۱۳۸۸م) و ... اشاره کرده‌اند، دانست.



۳. کانال‌های مبتنی بر تجارت خارجی در دیدگاه اسلامی

نرخ ارز و تغییرهای آن به‌عنوان کانال انتقال سیاست پولی در چارچوب اقتصاد اسلامی نیز وجود داشته و می‌تواند اثرگذار باشد. توضیح آنکه در نظام اقتصادی اسلام نیز روابط اقتصادی کشور اسلامی با دیگر کشورها مبتنی بر چارچوبی وجود داشته و افراد برای تجارت نیازمند پول‌های خارجی هستند، ضمن اینکه سطح تقاضا برای پول‌های خارجی می‌تواند متأثر از متغیرهای فراوانی دست‌خوش تغییر شود.

نرخ ارز، ابزار سیاست‌گذاری است که بانک مرکزی می‌تواند از راه تغییر در آن سیاست ارزی مورد نظر خویش را به اجرا در آورد. تغییر در نرخ ارز از دو راه بر اقتصاد کشور اثر می‌گذارد. یکی از راه اثری که بر بخش خارجی اقتصاد خواهد داشت و دیگری به‌وسیله تغییری که در عرضه پول اسمی پدید می‌آورد.

درباره سازوکار تعیین نرخ ارز در اقتصاد اسلامی برخی باور دارند نرخ ارز در بازار تعیین می‌شود و دخالت در بازار ارز نیز به وسیله مقام‌های مرتبط فقط با هدف حفظ و ارتقای ترجیح‌های عموم مجاز است (Khan, 1998).

درباره تعیین نرخ ارز در اقتصاد اسلامی اصولی وجود دارد همچون این اصل که دولت - بانک مرکزی - می‌تواند در بازار نرخ ارز خارجی برای حفظ ترجیح‌های عموم دخالت کند (اصل مصلحت). ویژگی اصلی نظام ارزی در اقتصاد اسلامی ثبات است که نه به‌طور کامل وابسته به بازار است و نه به‌طور کامل کنترل شده بلکه رویکرد میانه است - شناور مدیریت شده - در بلندمدت نیز با رشد تولید و با افزایش مبادله‌های اقتصادی، تقاضا برای پول افزایش می‌یابد. یکی از عامل‌های ثبات پیش‌گفته این است که عرضه پول در اقتصاد اسلامی به پشتوانه دارایی منتشر می‌شود. بانک مرکزی به‌منظور کنترل و پدیدساختن ثبات، در زمانی که تقاضا برای پول زیاد می‌شود سیاست‌های پولی مبتنی بر عملیات بازار باز شامل اوراق مبتنی بر دارایی (Asset-Backed Securities) را به کار می‌گیرد. تغییرهای کوتاه‌مدت در تقاضای پول که برآمده از نوسان‌های در تراز پرداخت‌هاست، به وسیله عملیات بازار باز که شامل ارز نیز می‌شود کنترل می‌شود. همچنین بانک مرکزی به‌منظور حفظ ثبات نرخ ارز در محدوده مشخص، می‌تواند اقدام به خرید و فروش پول خارجی کند (Ahmed, 2001, p.10-11).

برای تعیین نرخ ارز در بلندمدت برای کشورهای اسلامی با به‌کارگیری نظریه برابری قدرت خرید و شرط برابری بازده نشان داده می‌شود که نرخ ارز برای اقتصاد بدون بهره به وسیله راه‌های عرضه پول، سطح قیمت‌های داخلی، درآمد کشور خارج و نیز نرخ سود انتظاری تعیین می‌شود. در شرایط مبادله دو کشور اسلامی، ارتباط نرخ ارز با تغییر حجم پول به شکل زیر قابل بررسی است (اسلاملوییان، ۱۳۹۰، صص ۱۴۴-۱۴۶):

بر اساس رابطه زیر:

$$E = \left(\frac{p}{p^*} \right) = \frac{M/KY}{M^*/K^*Y^*} \quad (1)$$

که در آن E نرخ ارز اسمی، P سطح عمومی قیمت‌ها، M حجم پول، K ضریب ثابت، Y تولید ملی و علامت ستاره به معنای کشور خارج است، در بلندمدت سیاست پولی انبساطی در کشور داخل فقط به افزایش سطح عمومی قیمت‌ها و در نتیجه نرخ ارز اسمی

می‌انجامد. به عبارت دیگر، اعمال این سیاست باعث کاهش ارزش پول ملی می‌شود. به همین صورت سیاست پولی انبساطی در کشور خارج باعث افزایش سطح عمومی قیمت‌ها در خارج شده و نرخ ارز را در بلندمدت کاهش داده و ارزش پول ملی را افزایش می‌دهد. همچنین با فرض ثابت بودن پارامتر K می‌تواند باعث افزایش تقاضا برای پول شده و در صورت عدم Y افزایش سطح درآمد افزایش متناسب در حجم پول به کاهش سطح قیمت‌ها و در نتیجه کم‌شدن نرخ ارز یا افزایش ارزش پول ملی انجامد.

در مجموع می‌توان چنین بیان کرد که کانال نرخ ارز در چارچوب سیاست پولی اسلامی می‌تواند متأثر از تغییر در نرخ سود انتظاری، سهم سود مشارکت، نرخ سود سهام، نرخ بازده سهام و مانند آن بر بخش واقعی اثرگذار باشد؛ به صورتی که با افزایش حجم پول در داخل (خارج) سطح قیمت‌ها در داخل (خارج) افزایش یافته و در نتیجه نرخ ارز را افزایش (کاهش) و ارزش پول ملی را کاهش (افزایش) می‌دهد. از طرف دیگر اگر انتظار رونق اقتصادی باعث افزایش نرخ سود انتظاری در بخش واقعی اقتصاد شود، تقاضا برای نگهداری پول کاهش یافته و در صورت عدم تغییر حجم پول، سطح عمومی قیمت‌ها - به علت مازاد عرضه پول - افزایش می‌یابد. این امر به نوبه خود باعث تغییر نرخ ارز در بلندمدت می‌شود که سرانجام از این راه بخش تجارت خارجی و سرانجام تولید ناخالص داخلی دست‌خوش تغییر می‌شود.

دو ملاحظه درباره کانال نرخ ارز در چارچوب اقتصاد اسلامی وجود دارد. نخست آنکه در اساس مبادله و پدیدساختن روابط اقتصادی کشور اسلامی با کشورهای غیراسلامی باید مبتنی بر رعایت قاعده نفی سبیل و حفظ استقلال یا خوداتکایی اقتصادی بوده و با رعایت آن به مبادله و تجارت اقتصادی بپردازد. ملاحظه دوم نیز این است که ممکن است کشور اسلامی بخشی یا تمام مبادله‌های اقتصادی خود را با کشورهای دیگر با استفاده از ارزهای ملی به صورت پدیدساختن پیمان پولی دو یا چندجانبه انجام دهد؛ یعنی دریافت‌ها و پرداخت‌ها میان دو یا چند کشور با پول‌های ملی خود کشورها در حساب‌های مشترک در بانک‌های مرکزی صورت گیرد و از دیگر ارزهای جهان‌روا استفاده نشود؛ البته در این وضعیت نیز سیاست‌های پولی در داخل هر کشور بر ارزش پول ملی آن کشور اثر گذاشته

و به تبع آن ارزش پول نزد کشور طرف مبادله دست‌خوش تغییر می‌شود اما دیگر یک ارز مشترک بین دو کشور مبادله نمی‌شود.

جمع‌بندی و نتیجه‌گیری

در مقاله پیش رو یکی از بحث‌های مهم سیاست پولی یعنی سازوکارهای اثرگذاری آن بر بخش واقعی به صورت تطبیقی در اقتصاد اسلامی و دیدگاه نئوکلاسیک بررسی شد. بررسی‌های انجام‌شده نشان داد در ادبیات پولی در حوزه اقتصاد اسلامی به این موضوع - شناخت سازوکارهای اثرگذاری سیاست پولی - بسیار اندک پرداخته شده است. این در حالی است که شناخت این سازوکارها و کانال‌های اثرگذاری، نقش مهمی در شناخت بُعدهای سیاست پولی در اقتصاد اسلامی و نیز سیاست‌گذاری مطلوب در دست‌یابی به هدف‌های سیاست پولی در نظام اقتصادی اسلام دارد.

به‌منظور بررسی تطبیقی سازوکارهای انتقال اثرهای سیاست پولی بر بخش واقعی، کانال‌های اثرگذاری در چند حوزه سرمایه‌گذاری، مصرف و تجارت خارجی دسته‌بندی و تحلیل شد. ابتدا سازوکارها و کانال‌های اثرگذاری سیاست پولی بر اقتصاد در دیدگاه متعارف بررسی شد. در بخش سرمایه‌گذاری کانال‌های نرخ بهره و کانال q توبین، در کانال‌های مبتنی بر مصرف، کانال ثروت و کانال جایگزینی بین‌زمانی و در کانال‌های مبتنی بر تجارت بین‌الملل نیز کانال نرخ ارز بررسی شده و تأثیر و اثرپذیری هر یک از این سازوکارها تشریح شد.

در بخش دوم مقاله، سازوکار انتقال سیاست پولی در اقتصاد اسلامی بررسی شد. نخست مبانی و هدف‌های سازوکار اثرگذاری سیاست پولی بر اقتصاد توضیح داده شد. بر این اساس در چارچوب اقتصاد اسلامی مبنای اثرگذاری سیاست پولی بر بخش واقعی، هدف‌های نظام اقتصادی اسلام در حوزه سیاست‌گذاری پولی با محوریت ثبات‌بخشی و کنترل نوسان‌های پولی در اقتصاد بوده و هر گونه سیاست پولی باید با در نظرگرفتن اثرهای آن بر بخش‌های واقعی اقتصاد صورت گیرد.

در ادامه سازوکارهای اثرگذاری سیاست پولی بر بخش واقعی در هر یک از حوزه‌های سرمایه‌گذاری، مصرف و تجارت خارجی در دیدگاه اقتصاد اسلامی بررسی شد. روش

تحلیل در این بخش مبتنی بر استدلال و تحلیل منطقی با تکیه بر چارچوب نظام اقتصاد اسلامی بوده است.

در بخش سرمایه‌گذاری، دو حوزه سرمایه‌گذاری با سود ثابت و سود متغیر با اثرپذیری از انواع متغیرها به‌عنوان کانال‌های انتقال‌دهنده سیاست پولی بر بخش واقعی معرفی شدند. در بخش مصرف نیز پس از تبیین متغیرهای اثرگذار بر مصرف در الگوی اقتصاد اسلامی، اثر تغییر در ارزش‌داری‌ها بر مصرف جامعه اسلامی بررسی و چگونگی اثرگذاری سیاست پولی انبساطی یا انقباضی بیان شد. در این بخش مهم‌ترین تفاوت کانال مصرف در دیدگاه اسلامی با دیدگاه سرمایه‌داری این‌گونه عنوان شد که کانال‌های مبتنی بر مصرف در اقتصاد اسلامی بر خلاف دیدگاه نئوکلاسیک به‌صورت مطلق و بدون قید و شرط صورت نمی‌گیرند بلکه اثرگذاری آنها به سطح مصرف افراد و میانگین مصرف کل جامعه بستگی دارد؛ به‌صورتی که اگر سطح مصرف در جامعه فاصله فراوانی با حد اسراف داشته باشد، اثرگذاری آن حتمی بوده و قیدی وجود ندارد؛ اما چنان‌که سطح مصرف جامعه در مرز اسراف باشد و از طرفی چنان‌که سیاست پولی به افزایش قیمت‌داری‌ها بینجامد، سطح مصرف تغییری نمی‌کند. همچنین کانال اثرهای جایگزینی بین‌زمانی - مصرف حال و آینده - نیز تشریح شد.

در بخش نهایی نیز کانال‌های مبتنی بر تجارت خارجی (نرخ ارز) بررسی و سازوکار تعیین نرخ ارز و اثرهای متقابل آن بر سیاست پولی و چگونگی اثرگذاری بر بخش واقعی بررسی و تشریح شد.

پژوهش‌های بیشتر در حوزه سازوکارهای اثرگذاری سیاست پولی در اقتصاد اسلامی با بررسی کانال‌های دیگر مانند کانال‌های بانکی و اعتباری در شناخت فرایند سیاست‌گذاری پولی اهمیت دارد. بر همین اساس پژوهش‌های آتی می‌توانند به بررسی این کانال‌ها و اثرهای آن بر بخش واقعی بپردازند.

منابع و مأخذ

۱. اسلاملوئیان، کریم؛ «تعیین نرخ ارز در بلندمدت برای اقتصاد بدون بهره: یک رویکرد پولی»؛ فصلنامه علمی پژوهشی اقتصاد اسلامی، س ۱۱، ش ۴۱، ۱۳۹۰.
۲. چپرا، محمد عمر؛ «النظام النقدي و المصرفي في الاقتصاد الإسلامي»؛ مجله ابحاث الاقتصاد الإسلامي، العدد الثاني، المجلد الاول. ۱۴۰۴ق.
۳. حسینی، سیدرضا؛ «الگوی مطلوب مصرف در چارچوب الگوی تخصیص درآمد اسلامی»؛ فصلنامه علمی پژوهشی اقتصاد اسلامی، س ۸، ش ۳۴، ۱۳۸۸.
۴. حقیقی، ایمان؛ مدل سازی مکانیزم انتقال سیاست پولی در بانکداری بدون ربا (مورد ایران) با روش گشتاوری تعمیم یافته؛ پایان نامه کارشناسی ارشد، دانشگاه امام صادق علیه السلام، ۱۳۸۸.
۵. سبحانی، حسن و منصور ملکی؛ «درون زایی پول در نظام پولی و مالی اسلامی؛ تحلیل مقایسه ای با رویکرد پول درون زای پساکینزین»؛ جستارهای اقتصادی ایران، س ۱۰، ش ۲۰، ۱۳۹۲.
۶. کميجانی، اکبر؛ سیاست های پولی مناسب در جهت تثبیت فعالیت های اقتصادی؛ تهران: معاونت امور اقتصادی - وزارت امور اقتصادی و دارایی؛ ۱۳۷۴.
۷. مؤمنی، فرشاد و حمیدرضا حری؛ «بانکداری مرکزی در نظام بانکداری اسلامی بدون ربا: شناسایی و ارزیابی ابزارهای پولی کارآمد»؛ پژوهشنامه اقتصادی، ش ۶، ۱۳۸۸.
۸. میشکین، فردریک اس؛ اقتصاد پول، بانکداری و بازارهای مالی؛ ترجمه و تألیف حسین قضاوی؛ تهران: مؤسسه عالی بانکداری ایران، ۱۳۸۸.
۹. نوفرستی، محمد؛ «بررسی تأثیر سیاست های پولی و ارزی بر اقتصاد ایران در چارچوب یک الگوی اقتصادسنجی کلان پویا»؛ مجله تحقیقات اقتصادی، ش ۷۰، ۱۳۸۴.

10. Ahmed, Habib; "Exchange Rate Stability: Theory and Policies from an Islamic Perspective"; **research paper**, No.57, Islamic Development Bank, 2001.

11. Ahmad, M; “Distributive Justice and Fiscal and Monetary Economics in Islam”, in Ariff, M. (ed.), **Monetary and Fiscal Economics of Islam** (Jeddah: International Centre for Research in Islamic Economics, King Abdul Aziz University), 1982.
12. Ando, A. & Modigliani, F; “The 'Life-Cycle' Hypothesis of Saving: Aggregate Implications and Tests”; **American Economic Review**, 53 (1), 1963.
13. Ariff, Mohamed (ed.); **Monetary And Fiscal Economics of Islam**; Jeddah: International Center for Research in Islamic Economics, King Abdulaziz University, 1982.
14. Bank for International Settlements; “emerging market economies: an overview”; **BIS Policy Papers**, no 3, 2008.
15. Barth, Valerie and A. Ramey; “The Cost Channel of Monetary Transmission”; Marvin J. in **NBER Macroeconomics Annual 2001**, Vol 16, 2001.
16. Bernanke, B. and Blinder, A; “The Federal Funds Rate and the Channels of Monetary Transmission”; **The American Economic Review**, 82, 1992.
17. Bernanke, Ben S., Mark Gertler, Simon Gilchrist; “The financial accelerator in a quantitative business cycle framework”; In: John B. Taylor and Michael Woodford, Editor(s), **Handbook of Macroeconomics**, Elsevier, Vol 1, 1999.
18. Boivin, J., Kiley, Mishkin, F; “How Has The Monetary Transmission Mechanism Evolved Over Time?, National Bureau Of Economic Research”; Working Paper 15879, 2010.

19. Cecchetti G. Stephen; “Legal Structure, Financial Structure, and the Monetary Policy Transmission Mechanism”; **NBER Working Paper**, No. 7151, 1999.
20. Chapra, M.U; “Monetary Policy in an Islamic Economy”; in Z. Ahmad, M. Iqbal and M.F. Khan (eds.), **Money and Banking in Islam** (Islamabad: Institute of Policy Studies), 1983.
21. _____; “Monetary Management In An Islamic Economy”; **Islamic Economic Studies**, Vol. 4, No. 1, 1996.
22. Diaz, F.G; “Monetary Policy and Its Transmission Channels in Mexico”; in S. Kamin, P. Turner, and J.Van't dack (eds.). **The Transmission of Monetary Policy in Emerging Market Economies. BIS Policy Papers**, 3. From www.Bis.org, 1998.
23. Elhiriaka, Adam B; **On the Design and Effects of Monetary Policy in an Islamic Framework: The Experience of Sudan**; Jeddah, IRTI, IDB, 2004.
24. Hubbard, R.G. “Is there a credit channel for monetary policy?”; **Federal Reserve Bank of St Louis Review**, 77, 1995.
25. Iqbal, Munawar & Khan, M. Fahim; **A Survey of Issues and a Programme for Research in Monetary and Fiscal Economics of Islam**; International Centre for Research in Islamic Economics, King Abdulaziz University, Jeddah and Institute of Policy Studies, Islamabad, 1981,
26. Kahf, Monzer; “A Contribution to the study of the Economics of Islam”; Utah U.S.A., Univ. of Utah July, 1973.

27. Khan, G.A; “Monetary Transmission Mechanisms: Their Operation Under Fixed and Floating Rate Regimes”; Caribbean Centre for Monetary Studies, **Occasion Paper Series** 6, 1998.
28. Khan, M. S., & Mirakhor, A; **Monetary management in an Islamic economy**; Islamic Economics, 6 (1), 1994.
29. _____; “The Financial System and Monetary Policy in an Islamic Economy”; **Islamic Econ**, Vol. 1, 1989.
30. Kuttner, K. & Mosser, P; **Financial Innovation and Monetary Transmission**, New York: Federal Reserve Bank of New York, 2001,
31. Laidler, D; “Money and Money Income: An Essay on the Transmission Mechanism”; **Journal of Monetary Economics**, 4(2), 1978.
32. Mirakhor, A. & I. Zaidi; **Stabilization and Growth in an Open Islamic Economy**; in A. Ahmed and K. R. Awan (eds.), Lectures on Islamic Economics, Jeddah, Saudi Arabia: IRTI, Islamic Development Bank, 1992.
33. Mishkin, Frederic S; “Symposium on The Monetary Transmission Mechanism” **Journal of Economic Perspectives**, 9(4), 1995.
34. Montiel, Peter J; “The Transmission Mechanism for Monetary Policy in Developing Countries”; **Staff Papers** - International Monetary Fund Vol. 38, No. 1, 1991.
35. Obstfeld, M. & Rogoff, K; “The Mirage of Fixed Exchange Rates”; **Journal of Economic Perspectives**, 9(4), 1995.

36. Ramey, Valerie; “How important is the credit channel in the transmission of monetary policy?”; **Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy** 39, 1993.
37. Sanrego, Yulizar D, & Rusydiana, Aam Slamet; “Transmission Mechanism In Dual Monetary System: Comparison Between Shariah And Conventional Monetary System”; **Journal of Islamic Economics, Banking and Finance**, Vol. 9 No. 2, 2013.
38. Siddiqi, M. Nejatullah (1982) Islamic Approaches to Money, Banking and Monetary Policy: A Review, in M. Ariff (ed.), **Monetary and Fiscal Economics of Islam**. Jeddah: International Centre for Research in Islamic Economics.
39. Taylor, J.B; “The monetary transmission mechanism: an empirical framework”; **Journal of Economic Perspectives**, 9 (4), 1995.
40. Warjiyo, Perry & Judo Agung [Eds]; **Transmission Mechanisms of Monetary Policy in Indonesia**; Jakarta: Bank Indonesia, 2002.
41. Zangeneh, Hamid & Ahmad Salam; “Central Banking in an Interest Free Banking System J.KAU”; **Islamic Economics**, Vol. 5, 1993,