

چکیده

عملیاتی شدن اوراق استصناع به‌عنوان جایگزینی برای اوراق قرضه در بانکداری اسلامی و خرید و فروش آن توسط بانک مرکزی در قالب اجرای سیاست عملیات بازار باز، نیازمند تدبیر و تعمق بیشتر و انجام کارهای کارشناسی گسترده‌تر است.

در این راستا جهت تشخیص ماهیت فقهی عقد استصناع سؤالاتی تنظیم و برای مراجع عالی‌قدر شیعه ارسال شد. با دقت در پاسخ‌ها درمی‌یابیم که اکثریت مراجع به‌صورت عقدی مستقل و یا در قالب بیع، اجاره و جعاله به صحت این عقد اعتقاد دارند و در صورت انشاء آن به‌صورت عقد مستقل، بیع، اجاره این عقد علاوه بر صحت، عقدی لازم خواهد بود و در صورت انشاء آن در قالب جعاله عقدی جایز است. بنابراین در همه صور مذکور صحت این عقد منوط به پرداخت تمام مبلغ قرارداد در مجلس عقد نیست. بر این اساس می‌توان قرارداد استصناع منعقد نمود و به‌جای پرداخت همه مبالغ به‌صورت نقدی، اوراق استصناع را که حکایت از دین واقعی انتشاردهنده آن در سررسید مشخص در آینده دارد، به‌عنوان سند بدهی، به طرف مقابل تحویل نمود. این اوراق به‌گونه‌ای طراحی می‌شود که قابلیت خرید و فروش در بازار ثانویه اوراق بهادار را خواهد داشت و بانک مرکزی نیز می‌تواند به خرید و فروش آن اقدام نماید.

عوامل مؤثر در انتقال تابع تقاضا عبارت از ثروت، بازدهی انتظاری، تورم انتظاری، ریسک، نقدشوندگی این اوراق و سیاست انبساطی بانک مرکزی و عوامل انتقال تابع عرضه عبارت از سوددهی انتظاری فرصت‌های سرمایه‌گذاری، تورم انتظاری، وضعیت کسری بودجه دولت و سیاست انقباضی پولی می‌باشند.

از طریق انتشار این اوراق با مجوز رسمی دولت و بانک مرکزی و با جمع‌آوری سرمایه‌های کوچک و سرگردان، می‌توان منابع لازم را برای اجرای طرح‌های اقتصادی وزارتخانه‌ها، شرکت‌های دولتی و غیردولتی تدارک دید و کسری بودجه دولت را تأمین مالی کرده و به گسترش بازار سرمایه و تنوع بخشی آن همت گماشت و مهم‌تر از همه، می‌توان با توجه به ممنوعیت بهره در بانکداری اسلامی و به تبع آن عدم امکان به‌کارگیری اوراق قرضه، ابزار مناسبی را برای اعمال سیاست انبساطی و انقباضی پولی جهت کنترل حجم پول و نقدینگی در اختیار بانک مرکزی قرارداد.

کلمات کلیدی: عقد استصناع، اوراق استصناع، سیاست پولی، ابزار پولی، عملیات بازار باز (OMO)، بانک مرکزی، بانکداری اسلامی.

۱- مقدمه

از معرفی اوراق استصناع به عنوان ابزار پولی و تدوین مقالاتی در این زمینه مدت زمان زیادی نمی‌گذرد. برای عملیاتی کردن این اوراق به عنوان جایگزینی برای اوراق قرضه در بانکداری اسلامی و خرید و فروش آن توسط بانک مرکزی در قالب اجرای سیاست عملیات بازار باز، هنوز راه‌های طی نشده بسیار و مشکلات ویژه‌ای وجود دارد که نیازمند تدبیر و تعمق بیشتر و انجام کارهای کارشناسی گسترده‌تر است.

در این راستا مقاله حاضر ضمن بیان اجمالی معنای اصطلاحی عقد استصناع با استناد به استفتائات صورت گرفته از برخی مراجع تقلید شیعه، مشروعیت، صحت و لزوم این عقد مورد تأکید قرار می‌گیرد. سپس به اختصار، چگونگی استفاده از این عقد برای شکل‌گیری اوراق استصناع به عنوان یک ابزار پولی تشریح می‌گردد. آنگاه ویژگی‌های این اوراق بیان و منحنی‌های تقاضا و عرضه و نقطه تعادلی این دو معرفی می‌گردد. در گام بعدی عوامل مؤثر در انتقال تابع تقاضا (ثروت، بازدهی انتظاری، تورم انتظاری، ریسک، نقدشوندگی این اوراق و سیاست انبساطی بانک مرکزی) و انتقال تابع عرضه (سوددهی انتظاری فرصت‌های سرمایه‌گذاری، تورم انتظاری، وضعیت کسری بودجه دولت و سیاست انقباضی پولی) تبیین می‌گردد. ملاحظات پایانی، بخش‌هایی مقاله را تشکیل می‌دهد.

از طریق انتشار این اوراق با مجوز رسمی دولت و بانک مرکزی و با جمع‌آوری سرمایه‌های کوچک و سرگردان، می‌توان منابع لازم را برای اجرای طرح‌های اقتصادی وزارتخانه‌ها، شرکت‌های دولتی و غیردولتی تدارک دید، کسری بودجه دولت را تأمین مالی کرد و به گسترش بازار سرمایه و تنوع بخشی آن همّت گماشت و مهم‌تر از همه، می‌توان با خرید این اوراق توسط بانک مرکزی از بانک‌های عامل و تنزیل مجدد آن‌ها و فروش این اوراق در بازار ثانویه بورس اوراق بهادار، ابزار مناسبی برای اعمال سیاست انبساطی و انقباضی پولی در اختیار این بانک قرارداد.

بدین ترتیب اوراق استصناع در کنار اوراق مشارکت دولتی و بانک مرکزی، ضمن تأمین مالی طرح‌ها و رونق بخشی به بازار سرمایه می‌تواند تا حدودی خلاء وجود اوراق قرضه در کسری بودجه دولتی و تأمین مالی طرح‌ها و اعمال سیاست پولی در نظام اسلامی را پر نماید.

۲- معنای اصطلاحی استصناع

استصناع یا قرارداد سفارش ساخت قراردادی است بین دو شخص اعم از حقیقی و حقوقی

مبنی بر تولید کالایی خاص یا اجرای پروژه‌ای با ویژگی‌های مشخص در آینده که سفارش‌گیرنده (پیمانکار) در ازای گرفتن مبالغ آن در زمان‌های توافق‌شده که بخشی از آن می‌تواند به صورت نقد و بخشی از آن به صورت اقساط به تناسب پیشرفت فیزیکی کار و یا حتی مستقل از آن باشد، بر اساس زمان‌بندی کوتاه‌مدت یا بلندمدت مثلاً یک‌ساله تا ده‌ساله، متعهد می‌شود مواد اولیه و کالاهای موردنیاز برای اجرای پروژه را مستقیماً خود تهیه و در زمان مشخص کالا یا پروژه موردنظر را به سفارش‌دهنده تحویل دهد. و سفارش‌دهنده نیز در صورت تطابق کامل کالا یا پروژه با مشخصات قید شده در قرارداد، آن را تحویل خواهد گرفت.

نکات زیر در تعریف استصناع قابل توجه است:

- ۱- استصناع از آنجا که قرارداد (عقد) است، باید دو طرف داشته باشد که شرایط عمومی قراردادها (نظیر اختیار، عقل، بلوغ، و...) را دارا گشته و طرفین با تراضی خود که به صورت ایجاب و قبول نمایان می‌شود، آن را امضاء نمایند. آن‌ها می‌توانند افراد حقیقی یا نمایندگانی از نهادها، مؤسسات و شرکت‌ها و بنگاه‌های اقتصادی و غیراقتصادی باشند.
- ۲- کالا یا طرح در زمان انعقاد قرارداد معدوم است و مقصود از قرارداد، تولید و ایجاد آن است.
- ۳- استصناع در مورد کالاهایی جریان می‌یابد که ساخته می‌شود و در کالاهای طبیعی نظیر میوه‌ها و سبزیجات و حیوانات جریان نمی‌یابد فروش این کالاها در قالب سلم^۱ می‌تواند محقق شود. گرچه بسته‌بندی این کالاها را می‌توان در قالب عقد استصناع قرارداد.
- ۴- در استصناع باید اوصاف کالا یا ویژگی‌های پروژه موردنظر به خوبی تبیین گردد به گونه‌ای که هیچ‌گونه ابهام و جهالتی در بین نباشد.
- ۵- مبلغ قرارداد باید معلوم و معین باشد ولی لازم نیست در مجلس عقد پرداخت شود. بلکه می‌توان با توافق طرفین قرارداد، بخشی به صورت بیعانه قبل از شروع کار و باقیمانده به تناسب پیشرفت فیزیکی کار یا مستقل از آن با زمان‌بندی خاص و یا به‌طورکل به صورت اقساط به سازنده یا پیمانکار پرداخت شود.
- ۶- مواد اولیه و سایر تجهیزات مورد نیاز برای ساخت کالا با همه خصوصیات و ویژگی‌های موردنظر باید توسط سفارش‌گیرنده تدارک دیده شود و سفارش‌دهنده موظف به تدارک این امور نیست و مبلغی که سفارش‌دهنده می‌پردازد شامل همه کالاها و خدماتی می‌شود که برای تحویل نهایی کالا یا طرح مورد قرارداد باید تدارک دیده شود.

^۱سلم: پیش فروش غله است و همچنین عقد یا بیع سلم هم به معنای گردن نهادن و اطاعت کردن است که به آن بیع سلم گویند.

۷- در صورت تطابق کالا یا طرح موردنظر با مشخصات مذکور در قرارداد، سفارش‌دهنده ملزم به تحویل و انجام تعهدات متقابل می‌باشد.

۳- ماهیت فقهی عقد استصناع در دیدگاه مراجع

آیا عقد استصناع در چهارچوب حقوقی عقدهای متعارف نظیر بیع، اجاره، سلم و جعاله و ... قرار می‌گیرد و یا اینکه عقد مستقلی است؟ اگر در چارچوب عقدهای متعارف بگنجد طبیعی است در صورت داشتن شرایط ویژه آن عقود همان احکام بر این عقد نیز بار می‌شود و اگر عقد مستقلی محسوب شود لازم است ماهیت آن و چارچوبی که عقلاء برای آن در نظر می‌گیرند و بدان عمل می‌کنند تبیین شود.

برای اطمینان از صحت عقد استصناع، با ارسال نامه‌ای از مراجع عالیقدر شیعه، استصناع به‌عمل آمد که متن آن در ذیل می‌آید:

با سلام و احترام، چنانچه مستحضرید گاهی مردم عادی یا بنگاه‌های اقتصادی برای تهیه کالاهای مورد نیاز خود، به سازنده آن کالاها سفارش ساخت می‌دهند. مانند سفارش ساخت در، پنجره، اتومبیل، کشتی، هواپیما، خانه، بیمارستان و ... در این موارد سازنده طی قراردادی متعهد می‌شود کالای موردنظر را با مشخصات معین ساخته در تاریخ مشخص تحویل دهد و سفارش‌دهنده نیز متعهد می‌شود مبلغ معینی را طبق زمان‌بندی مشخص بپردازد (برای مثال ۲۵٪ پیش پرداخت، ۵۰٪ زمان تحویل و ۲۵٪ بعد از دو ماه پس از تحویل). در این قراردادها به‌طور معمول مواد اولیه و مصالح به‌عهده سازنده است.

مستدعی است نسبت به سؤالات زیر راهنمایی فرمایید.

۱- آیا چنین قراردادی صحیح است؟

۲- آیا این قرارداد که در کشورهای عربی به عقد استصناع معروف است، در قالب یکی از عقود متعارف قرار می‌گیرد یا عقد مستقلی است؟

۳- در صورتی که عقد استصناع عقد مستقل باشد، آیا عقد لازم است یا عقد جایز؟

آیات عظام: مرحوم فاضل لنکرانی، خامنه‌ای، بهجت، صانعی و مکارم شیرازی این‌گونه پاسخ

دادند:

مرحوم آیت اله فاضل لنکرانی: (۱۳۸۶/۳/۲۳ سه روز قبل از رحلت)

ظاهراً عقد مستقل به‌حساب آمده مگر اینکه خیار در آن قرار دهند یا مشمول خیار عامه

شود و شرایط کلی صحت معاملات از جمله عدم جهالت بایستی در آن رعایت شود.

آیت اله خامنه‌ای: (۱۳۸۶/۳/۲۴)

قرارداد مذکور از مصادیق بیع و شر است و مشمول ادله صحت و نفوذ بیع است اگر چه شرایط بیع نسبه و بیع سلف را ندارد زیرا شرایط مذکوره شرایط حکم است و نه قید مقوم موضوع و عقدی لازم است.

آیت اله بهجت: (۱۳۸۶/۳/۲۹)

عقد مذکور عقد اجاره است که استیجار کرده و شرایط اجاره را دارد و اگر عمل نکند به مقدار عمل اجرت می‌گیرد.

آیت اله صانعی: (۱۳۸۶/۳/۱۴)

چنین قراردادی در فرض سؤال صحیح و این عقد عقدی مستقل و لازم است.

آیت اله مکارم شیرازی: (۱۳۸۶/۳/۱۹)

در صورتی این قرارداد صحیح است که جنس مورد نظر از تمام جهات تعیین شود و تمام پول را پردازد در غیر این صورت یک قرارداد صوری است و به هنگام آماده شدن جنس برای تحویل، معامله نهایی صورت می‌گیرد و در این صورت احکام بیع را دارد.

با دقت در پاسخ‌های مذکور در متن و پیوست درمی‌یابیم که اکثریت مراجع یا به صورت عقدمستقل و یا در قالب بیع، اجاره، جعاله به صحت این عقد اعتقاد دارند و در صورت انشاء آن به صورت عقد مستقل، بیع، اجاره این عقد علاوه بر صحت، لازم خواهد بود و در صورت انشاء آن در قالب جعاله عقدی جایز است و بنابراین در همه صور مذکور، صحت این عقد منوط به پرداخت تمام مبلغ قرارداد در مجلس عقد نیست و تنها به نظر آیت‌الله مکارم شیرازی این عقد در قالب عقد سلم قابلیت تصحیح دارد و از این رو باید در مجلس عقد کل مبلغ قرارداد پرداخت گردد.

۴- چگونگی شکل‌گیری و انتشار اوراق استصناع

نظر به اهمیت اجرای سرمایه‌گذاری‌های زیربنایی در سطح ملی یا منطقه‌ای و یا حتی محدودتر و در عین حال محدودیت اعتبارات تخصیصی لازم برای اجرای این سرمایه‌گذاری‌ها در زمان حاضر، وزارتخانه‌ها و سازمان‌های دولتی و شرکت‌ها و مؤسسات تابعه و همچنین شرکت‌های سهامی عام همچنین بانک‌های تجاری و تخصصی و مؤسسات پولی و اعتباری برای احداث واحدهای تابعه یا تکمیل طرح‌های موجود، می‌توانند با شخصیت‌های حقیقی یا حقوقی که به صورت مناقصه به همکاری دعوت می‌شوند، به دو صورت مستقیم یا غیرمستقیم زیر، قرارداد استصناع امضاء نمایند:

الف- استصناع مستقیم: نهادها و مؤسسات مذکور سفارش ساخت طرح‌های بزرگ نظیر راه‌سازی، سدسازی، مجتمع‌سازی‌های کوچک و بزرگ و یا حتی تکمیل طرح‌های موجود و... را به پیمانکاران بدهند در مقابل، این نهادها به‌جای پرداخت همه یا بخشی از مبالغ به‌صورت مبالغ نقدی، به آنان اوراق استصناع با سررسید مشخص که طرح در آن سررسید به اتمام می‌رسد یا در حال اتمام است مثلاً ۲ ساله، ۳ ساله یا ۵ ساله و یا تلفیقی از آنها به تناسب قرارداد داده می‌شود. طبیعی است بسته به زمان سررسید، مبالغ اسمی درج‌شده در این اوراق، بیش از مبلغ نقدی طرح (در صورتی که قرار بر پرداخت نقدی می‌بود) می‌باشد. البته این اوراق در صورتی قانونی و معتبر خواهد بود که با ضمانت وزارت اموراتصادی و دارایی یا سازمان مدیریت و برنامه‌ریزی و با مجوز رسمی بانک مرکزی منتشر شود. پیمانکاران و مجریان این طرح‌ها پس از اخذ اوراق استصناع می‌توانند با منابع دیگری که احیاناً در اختیار دارند طرح را آغاز نموده و به پیش ببرند و در زمان سررسید تمام مبلغ اسمی را دریافت نمایند. و در صورتی که به هر دلیل به پول نقد نیاز داشته باشند می‌توانند همه یا بخشی از این اوراق را در بازار ثانویه (طبق فرض، بازار ثانویه فعال وجود دارد و یا باید در این زمینه آن را فعال نمود و بانک‌های عامل نیز طبق قانون مجاز به اعمال تنزیل در ارتباط با این اوراق باشند) بفروشند و یا به بانک‌های عامل داده و با نرخ تنزیلی توافقی به وجوه نقد دست یابند. اشخاص حقیقی یا حقوقی که این اوراق را در بازار ثانویه در اختیار گرفتند، یا بانک عاملی که این اوراق را تنزیل نمود نیز می‌توانند تا سررسید صبر نموده و مبالغ اسمی را از انتشاردهنده اوراق طلب نمایند و در این صورت مطابق برخی فروض و به تناسب شرایط اقتصادی و وضعیت کسب و کار، بیشترین سود را عاید خود نمایند. اینان نیز در صورت نیاز به پول نقد می‌توانند قبل از سررسید به بازار ثانویه یا بانک‌های عامل دیگر مراجعه و با فروش اوراق استصناع به وجوه نقدی موردنیاز دست یابند.

ب- استصناع غیر مستقیم: در قرارداد استصناع مستقیم، وزارتخانه‌ها و مؤسسات مستقیماً با پیمانکاران وارد مذاکره می‌شدند و اوراق استصناع را به خودشان می‌دادند اما زمانی که طرح کوچک باشد و یا طرح بزرگی به طرح‌های کوچک تبدیل شود و پیمانکاران جزء نتوانند با وزارتخانه و... مستقیماً وارد مذاکره شوند و یا تخصص و توان لازم را به هر جهت برای فروش اوراق استصناع در بازار ثانویه نداشته و یا اساساً تمایلی به انعقاد چنین قراردادی نداشته باشند، این نهادها و مؤسسات می‌توانند با یک بانک معتبر قرارداد استصناع ببندند و اوراق استصناع را به بانک بدهند، بانک اکنون به‌عنوان واسطه خود با پیمانکاران طرف قرارداد می‌شود و در این صورت بانک می‌تواند قرارداد استصناع دیگری با پیمانکاران جزء منعقد

نماید و بخشی از مبلغ را هنگام قرارداد و بخش دیگری را به صورت اقساطی و متناسب با پیشرفت کار به این پیمانکاران تحویل دهد. بانک نیز می‌تواند تا سررسید اوراق استصناع صبر و کل مبلغ سررسید را از انتشاردهنده آن طلب نماید و یا اینکه با مراجعه به بازار ثانویه و با تن دادن به تنزیل و متناسب با مدت باقیمانده تا سررسید، به پول نقد دست یابد. خریداران این اوراق نیز می‌توانند این اوراق را تا زمان سررسید نگهداری کنند یا در بازار ثانویه به فروش برسانند.

با ورود اوراق استصناع به عنوان ابزار سیاست مالی، هم دولت می‌تواند از این طریق منابع مورد نیاز را جذب و به سیاست‌گذاری اقدام و هم بخش خصوصی می‌تواند منابع مالی مورد نیاز برای طرح‌های اقتصادی را تأمین نماید.

۵- اعمال سیاست پولی از طریق اوراق استصناع

در صورتی که پیمانکاران، اوراق استصناع را به بانک‌ها بفروشند یا بانک‌ها از بازار ثانویه این اوراق را خریداری کنند، بانک‌ها می‌توانند تا زمان سررسید صبر کنند یا در صورت نیاز به نقدینگی با فروش این اوراق نقدینگی لازم را به دست آورند. اما در صورتی که با تصویب قانون، بانک‌ها بتوانند این اوراق را به بانک مرکزی داده و با تنزیل، وجوه مورد نیاز را از بانک مرکزی اخذ کنند در این صورت حجم پول افزایش و سیاست انبساطی پولی تحقق می‌یابد. در این چارچوب بانک مرکزی می‌تواند از طریق عملیات بازار باز، تمام یا بخشی از این اوراق استصناع را بسته به موقعیت‌های اقتصادی با تنزیل خریداری و با پرداخت مبالغ مربوطه اقدام به اجرای سیاست انبساطی پولی نماید یعنی در شرایط رکود اقتصادی با پرداخت قیمت بالا نسبت به وضعیت موجود بازار، انگیزه برای خرید این اوراق را افزایش دهد و از این طریق حجم نقدینگی و به تبع آن مخارج کل و اعتبارات مؤسسات پولی را افزایش دهد و بالعکس در شرایط رونق اقتصادی سیاست انقباضی پولی اعمال نموده و اوراق را با قیمت پایین‌تری به مردم فروخته و از این طریق از نقدینگی موجود در جامعه بکاهد.

روند فوق‌الذکر در صورتی می‌تواند به عنوان ابزار مناسبی برای سیاست‌های پولی در طول زمان مورد استفاده قرار گیرد که اوراق استصناع طرح‌های مختلف در بخش‌های گوناگون اقتصادی با سررسیدهای متفاوت و با تنوع وسیعی منتشر شده باشد و همواره نیز هم‌زمان با فرارسیدن سررسیدها، اوراق دیگری منتشر شود تا با جایگزینی برخی نسبت به برخی دیگر استمرار سیاست‌گذاری ممکن شود و بانک مرکزی بتواند با محاسبه تفاضل خرید و فروش‌ها، میزان

نقدینگی لازم در جامعه را با سیاست‌های انقباضی یا انبساطی به‌خوبی کنترل نماید. نکته‌ای که باید بدان پرداخت، این است: اول بار که بانک مرکزی می‌خواهد وارد بازار اوراق استصناع شود تا این اوراق را بخرد یا هر وقت که می‌خواهد سقف آن را افزایش دهد، عملاً سیاست انبساطی پولی به‌صورت ناخواسته اعمال می‌شود، به چه دلیلی بانک مرکزی وارد این ورطه شود در حالی که اقتصاد نیازمند این سیاست نیست؟

در پاسخ به این سؤال باید بیان داشت در اغلب کشورها بانک مرکزی اوراق بهادار منتشر نمی‌کند تا از ابتدا انقباض پولی صورت پذیرد، بلکه بانک مرکزی برای اعمال سیاست پولی خود اوراق قرضه منتشر شده دولت را خریداری می‌کند و این به معنای سیاست پولی انبساطی است. بدین معنی که دولت‌ها می‌توانند با افزایش یا کاهش حجم اوراقی که در اختیار مردم قرار می‌دهند به اعمال سیاست انبساطی یا انقباضی مالی اقدام نمایند. تا زمانی که بانک مرکزی وارد صحنه نشده، و از بازار ثانویه این اوراق را خریداری نکرده، هیچ‌گونه سیاست پولی اتفاق نمی‌افتد اما هنگامی که بانک مرکزی اقدام به خرید اوراق قرضه دولتی نماید در این صورت سیاست انبساطی پولی عملی می‌شود یعنی پایه پولی و به تبع آن حجم نقدینگی افزایش می‌یابد. پس، بار اولی که بانک مرکزی وارد بازار شده و این اوراق را خریداری می‌کند سیاست انبساطی پولی اتفاق می‌افتد. در بسیاری از کشورها نظیر آمریکا این دولت است که اوراق قرضه چاپ می‌کند و نه بانک مرکزی (برانسون، ج ۲، ص ۴۴۵).

این شیوه عملکردی بانک مرکزی دقیقاً همان چیزی است که در کیفیت ورود بانک مرکزی به بازار اوراق استصناع مطرح شد. یعنی با ورود بانک مرکزی در این بازار ابتدا سیاست انبساطی پولی صورت می‌پذیرد.

علاوه بر این در برنامه سوم توسعه جمهوری اسلامی ایران، دخالت بانک مرکزی در بازار پول از طریق خرید و فروش اوراق مشارکت دولتی پیش‌بینی شد (فرجی، ۱۳۸۲، ص ۱۷۷). این خود دقیقاً همان کارکردی را خواهد داشت که اوراق استصناع پیشنهادی مقاله دارد. یعنی در ابتدای ورود بانک مرکزی و خرید این اوراق، سیاست پولی انبساطی اعمال خواهد شد.

مضافاً اینکه با توجه به نیاز جامعه به افزایش پول پر قدرت و به تبع آن افزایش نقدینگی متناسب با رشد اقتصادی، بانک مرکزی می‌تواند با هماهنگی لازم بخشی از خرید ارز از دولت را متوقف و به‌جای آن اوراق استصناعی که بخش دولتی و شرکت‌های تابعه منتشر و کسری بودجه خود را تأمین مالی نمودند را از طریق بانک‌های عامل خریداری کند تا همان میزان پول پر قدرت اما از طریق خرید اوراق استصناع وارد اقتصاد شود.

در عین حال، ویژگی افزایش نقدینگی از طریق خرید اوراق استصناع، فراهم شدن زمینه

اعمال سیاست انقباضی پولی به جهت فروش آن‌ها همراه با تنزیل در بازار ثانویه اوراق بهادار است. اما در صورت خرید ارز از دولت برای اعمال سیاست انقباضی لازم است بانک مرکزی در بازار، ارز بیشتری تزریق کند و برای فروش آن‌ها قیمت را کاهش دهد که با توجه به ثبات نسبی نرخ ارز و ملاحظات جانبی، تقویت پول داخلی مطلوبیت چندانی ندارد.

شایان ذکر است اگر از سال‌های اخیر صرف‌نظر کنیم که با افزایش قیمت نفت درآمد ارزی دولت افزایش چشمگیری داشت و دولت کسری بودجه خود را از طریق فروش ارز به بانک مرکزی تأمین مالی کرد و به سال‌های قبل که قیمت نفت پایین بود برگردیم، ملاحظه می‌کنیم که دولت از طریق استقراض از بانک مرکزی حجم پول پر قدرت را افزایش می‌داد و عملاً سیاست انبساطی پولی تحقق می‌یافت و از آن‌جا که دولت به‌طور معمول قرض‌ها را بازپرداخت نمی‌کند، سیاست انقباضی در استقراض معنا و مفهومی ندارد. در این صورت طبیعی بود افزایش پول پر قدرت آثار نامطلوب خود را بر اقتصاد بر جای می‌گذاشت؛ در حالی که اگر تأمین مالی از طریق فروش اوراق استصناع برای طرح‌های مشخص صورت پذیرد، اساساً حجم پول در ابتدا افزایش نمی‌یابد و سیاست پولی و افزایش پول پر قدرت به کلی منتفی است.

علاوه بر آن‌چه گذشت اگر طبق قانون اوراق استصناع، در مجموعه اوراق بهادار قابل قبول (Collateral paper) قرار گیرد بانک‌های تجاری می‌توانند در صورت دارا بودن منابع مازاد، این اوراق را با کسر مبلغی به‌عنوان تنزیل خریداری نمایند. و در نیمه دوم سال که با مشکل نقدینگی مواجه می‌شوند، بانک مرکزی این اوراق را تنزیل مجدد نموده و وجوه موردنیاز را در اختیار آنان قرار دهد.^۱ سپس بانک مرکزی در صورت صلاحدید می‌تواند با عرضه این اوراق با قیمت پایین‌تر در بازار ثانویه بورس اوراق بهادار به اعمال سیاست انقباضی پولی اقدام نماید. و عملاً سیاست انبساطی که به جهت تنزیل مجدد این اوراق صورت پذیرفت را تا حدودی خنثی کند. توجه به این نکته نیز لازم است که هزینه اعمال سیاست انقباضی از این طریق نسبت به‌صورتی که بانک مرکزی رأساً به فروش اوراق مشارکت خود اقدام نماید، بسیار پایین‌تر خواهد بود.

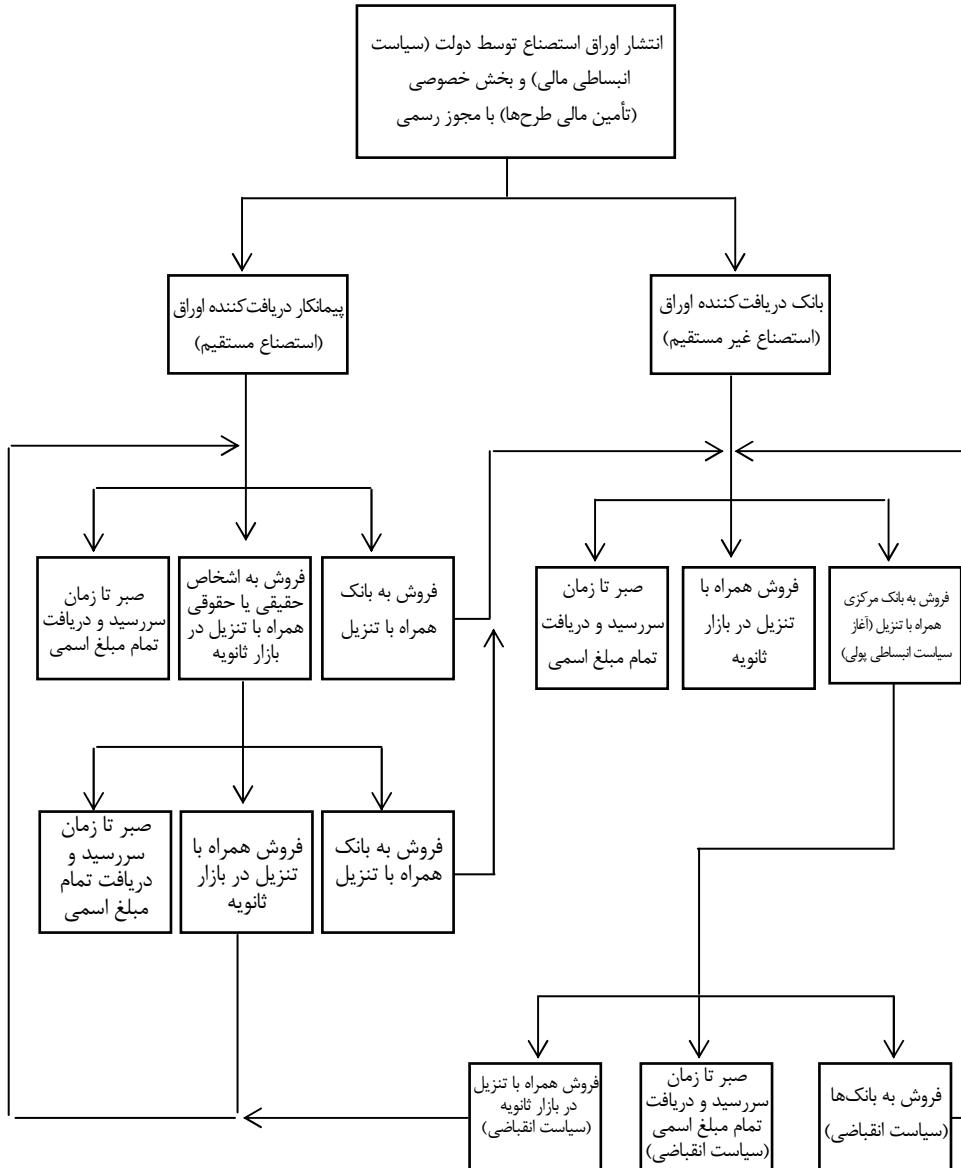
برای مثال اگر بانک مرکزی این اوراق را با نرخ ۱۵ درصد تنزیل کرد؛ به‌طور مثال ورقه استصناع ۱۰۰ واحدی را با سررسید یک سال آینده ۸۵ واحد خرید و این میزان را به بانک پرداخت، اکنون جهت ایجاد انگیزه برای خریداران، این اوراق را با نرخ ۱۷ درصد یعنی ۸۳ واحد

^۱ البته هم‌اکنون نیز این تسهیلات به ویژه در نیمه دوم سال در قالب اوراق بهادار قابل قبول از سوی بانک مرکزی به بانک‌ها داده می‌شود و عملاً و به اجبار نقدینگی در پایان سال افزایش می‌یابد ولی امکان سیاست انقباضی در پایان سال وجود ندارد.

می‌فروشد و در این صورت نرخ نهایی تنزیل ۲ درصد است؛ پس بانک مرکزی توانسته است با پرداخت ۲ درصد اضافی به صورت هزینه، حدود ۸۳ واحد نقدینگی را از اقتصاد جمع‌آوری کند. حال فرض کنید اگر بانک مرکزی بخواهد خود این میزان پول را در قالب اوراق مشارکت، از جامعه جمع‌آوری کند، دست‌کم باید ۱۵/۵ درصد (بر مبنای نرخ سود مشارکت اعلام‌شده در سال ۱۳۸۴) به خریداران اوراق مشارکت بپردازد؛ یعنی حداقل ۱۵/۵ درصد در یک دوره زمانی مشخص بیش از اصل مبلغ مشارکت به مردم برگشت می‌دهد که برای تأمین مالی آن، چه بسا مجبور باشد اوراق مشارکت اضافی نیز بفروشد؛ ولی در صورتی که به جای اوراق مشارکت، اوراق استصناع را با نرخ تنزیل معینی از بانک‌ها بخرد، خواهد توانست با نرخ تنزیل بیشتری به‌طور مثال ۲ درصد به خریداران بفروشد؛ پس نرخ نهایی تنزیل یا هزینه اعمال سیاست پولی به طرز محسوسی کاهش خواهد یافت و این از کارایی مناسب اوراق استصناع حکایت دارد (نظریور، ۱۳۸۵، ص ۶۴).

چگونگی گردش اوراق استصناع در صفحه بعد به صورت نموداری تبیین شده است.

نمودار-۱: چگونگی گردش اوراق استصناع



۶- مشروعیت فقهی خرید و فروش اوراق استصناع

در صورتی که فروش دین به کمتر از مبلغ اسمی (تنزیل) جایز نباشد، گرچه اعطای این اوراق از طرف سفارش‌دهنده به پیمانکار مشکلی ندارد ولی شکل‌گیری بازار ثانویه برای این اوراق ممکن نخواهد بود. زیرا خریداران نوعاً تمایلی به خرید این اوراق به مبلغ اسمی آن که سررسید آن در زمان آینده است، ندارند. ولی از آن‌جا که این معامله به اعتقاد مشهور فقهای شیعه صحیح است، بازار ثانویه نیز قابل شکل‌گیری است. گرچه برخی از فقهای شیعه و مشهور عالمان اهل سنت اعتقاد به صحت آن ندارند.

همچنین در صورتی که فروش دین را به فرد ثالث به کمتر از مبلغ اسمی آن جایز ندانیم، باز بازار ثانویه این اوراق دچار مشکل خواهد شد. زیرا در این صورت تنها می‌توان این اوراق را به انتشاردهنده این اوراق قبل از زمان سررسید فروخت. البته ممکن است در شرایط خاصی که قابل اعتنا نیست، به واسطه فراهم شدن منابع داخلی و مستقل برای انتشاردهنده چنین موقعیتی تحقق یابد. ولی فروش به خود مدیون و نه به اشخاص ثالث به کلی این اوراق را از کارایی مطلوبش ساقط می‌کند. ولی اکثریت فقها نیز فروش به اشخاص ثالث را بلاشکال می‌دانند.

نکته دیگر این‌که با دقت در ماهیت اوراق استصناع درمی‌یابیم، این اوراق حاکی از بدهی واقعی انتشاردهنده آن به پیمانکار است؛ یعنی به ازای تعهدی که پیمانکار برای اجرای طرح مشخص با همه شرایط و ویژگی‌های مربوط به سفارش‌دهنده طرح می‌دهد، سفارش‌دهنده در چارچوب عقد استصناع به جای پول نقد به او اوراق استصناع می‌دهد که این اوراق مدت‌دار است. نظیر این‌که در معامله‌ای که بین افراد و پیمانکاران منعقد می‌شود به‌جای پول نقد، چک تضمینی در زمان‌های از پیش تعیین شده پرداخت شود یا پس از اتمام قرارداد چک‌های معمولی در تاریخ‌های معینی به طرف مقابل تحویل شود؛ پس اوراق استصناع از دین واقعی حاکی است که به‌واسطه عقدشرعی و عرفی ایجاد شده. با ملاحظه واقعی بودن دین در این اوراق، خرید و فروش این دین در فقه اسلامی نیز مطابق فتوای اکثر فقها جایز است.

در بانکداری اسلامی، «بیع دین» از جمله ابزارهایی است که جهت تأمین منابع مالی مورد نیاز واحدهای تولیدی، بازرگانی و خدماتی از طریق تنزیل اسناد و اوراق تجاری متعلق به این قبیل واحدها طبق ضوابط مربوط مورد استفاده قرار می‌گیرد. شایان ذکر است که مجوز خرید دین به‌وسیله بانک‌ها آیین‌نامه موقت تنزیل اسناد و اوراق تجاری (خرید دین) و مقررات اجرایی آن است که در چهارصد و هفتاد و یکمین جلسه مورخ ۱۳۶۱/۸/۲۶ شورای پول و اعتبار به تصویب رسیده و

متعاقباً در شورای نگهبان نیز مطرح و با اکثریت آرا مغایر با موازین شرع و قانون اساسی شناخته نشده است (هدایتی و همکاران، ۱۳۸۴: ص ۲۴۴).

با توجه به این که در قانون، خرید دین از جمله تسهیلات اعطایی کوتاه‌مدت جهت تأمین مالی نیازهای مالی واحدهای تولیدی، بازرگانی و خدماتی به‌شمار می‌رود که سررسید این نوع تسهیلات نمی‌تواند بیش از یک سال باشد (همان)، به‌نظر می‌رسد اوراق استصناع باید با دقت نظر بیشتری در این مجموعه قرار گیرد؛ ولی بی‌تردید از نظر فقهی اوراق استصناع به اوراقی گفته می‌شود که از دین واقعی حاکی است؛ از این‌رو فروش آن در چارچوب مباحث فقهی به‌وسیله پیمانکاران که اول‌بار از انتشاردهنده آن دریافت می‌دارند، در بازار ثانویه یا بانک‌ها به اشخاص حقیقی یا حقوقی همراه با تنزیل مبلغ اسمی به تناسب سررسید، بلامانع است. همچنین اشخاصی که از پیمانکاران در بازار ثانویه این اوراق را خریدند می‌توانند دوباره به اشخاص دیگری اعم از حقیقی و حقوقی بفروشند و هر چند بار که این معامله اتفاق بیفتد، از نظر فقهی بلامانع است.

۷- ویژگی‌های اوراق استصناع

- ۱- دارندگان اوراق استصناع نظیر دارندگان اوراق قرضه هیچ‌گونه دخالتی در مدیریت فعالیت‌های اقتصادی ناشر اوراق ندارند و تنها در سررسید مشخص می‌توانند با مراجعه به بانک‌های عامل مبلغ اسمی درج شده در این اوراق را دریافت دارند.
- ۲- دارندگان اوراق استصناع می‌توانند براساس عرضه و تقاضای بازار برای این اوراق قبل از فرارسیدن سررسید، این اوراق را خود مستقیماً به افراد حقیقی یا حقوقی همراه با تنزیل به فروش رسانند و یا با مراجعه به بانک یا فروش در بازار بورس مبلغ تنزیل شده که کمتر از مبلغ اسمی درج شده در اوراق است را متناسب با مدت باقیمانده تا سررسید دریافت دارند. بنابراین اگر دارندگان این اوراق تا زمان سررسید صبر کنند هیچ‌گونه ریسک مستقیمی را از ناحیه این اوراق متحمل نخواهند شد اما اگر بخواهند قبل از سررسید آن‌را به‌فروش برسانند بسته به شرایط رونق و رکود و نرخ‌های سود اعلام شده توسط بانک مرکزی، قیمت بازاری این اوراق از قیمت اسمی آن فاصله خواهد گرفت. از این رو بازدهی این اوراق بسته به نوع تصمیم‌گیری راجع به نگهداری یا فروش متفاوت خواهد بود.
- ۳- با توجه به تمهیداتی که لازم است اندیشیده شود در صورتی که تا زمان سررسید، این اوراق را نزد خود نگه دارند اصل سرمایه و سود حاصل از تغییر قیمت افرادی که اوراق استصناع

خریداری نمودند کاملاً تضمین می‌شود. اما در صورتی که بخواهند قبل از سررسید آن را به فروش برسانند اگر اقتصاد در شرایط عادی باشد متناسب با مدت نگهداری این اوراق سودی معادل افزایش قیمت این اوراق به جهت نزدیک‌تر شدن به زمان سررسید عاید دارندگان آن خواهد شد. اما اگر اقتصاد از حالت عادی به شرایط رکود یا رونق سوق یابد و یا از شرایط رکود به رونق و یا بالعکس منتقل شود واریانس سود بسیار تغییر خواهد کرد. در برخی از شرایط، اصل سرمایه حفظ می‌شود و در شرایط دیگر ممکن است از مبلغ اصل سرمایه (قیمت خرید استصناع) نیز کاسته شود.

۴- در صورتی که بازار بورس ثانوی فعالی برای اوراق استصناع به وجود آید، این اوراق از قدرت نقدشوندگی بالایی برخوردار خواهند بود. بدین معنی که افراد با مراجعه به بازار بورس در نرخ تنزیل جاری می‌توانند این اوراق را قبل از سررسید مندرج در این اوراق به فروش رسانده و به نقدینگی موردنظر دست یابند. از این‌رو درجه نقدینگی این اوراق کمتر از سپرده‌های بانکی است که میزان سود آن از پیش کاملاً معین است و بیشتر از اوراق سهامی است که ارزش بازاری آن معین نیست و بسته به قیمت روز آن دارد و از این‌رو سود معینی را نمی‌توان برای آن پیش‌بینی کرد.

۵- شرکت‌های سهامی عام برای احداث واحدهای تابعه شرکت یا طرح‌های تکمیلی خود می‌توانند اوراق استصناع قابل تبدیل یا تعویض با سهام منتشر نمایند. بدین معنی که این شرکت‌ها به جای این که مبالغ اسمی مندرج در این اوراق را در زمان سررسید به مالکان این اوراق تحویل دهند، در صورت تمایل مالکان می‌توانند معادل این مبالغ، اوراق سهام این شرکت را دریافت کنند.

البته این تبدیل یا تعویض، زمانی به‌عنوان امتیاز برای دارندگان این اوراق تلقی می‌شود که ارزش بازاری سهام این شرکت‌ها از ارزش اسمی مندرج در آن بالاتر و تقاضا برای خرید سهام این شرکت‌ها زیاد باشد.

۸- عوامل مؤثر بر تقاضا و عرضه اوراق استصناع

اوراق استصناع یا سفارش ساخت همان‌گونه که قبلاً بیان شد، اوراق بهاداری است که توسط وزارت‌خانه‌ها، سازمان‌ها یا شرکت‌های دولتی و غیردولتی به‌صورت قانونی منتشر می‌شود. این اوراق دارای سررسید زمانی مشخص است که توسط انتشاردهنده آن بر روی این اوراق درج می‌شود و برخلاف اوراق قرضه بازدهی مشخصی به‌صورت درصدی بر آن نوشته نمی‌شود و

دارندگان این اوراق که درگام اول سفارش‌گیرندگان (پیمانکاران) می‌باشند می‌توانند تا زمان سررسید صبر نموده و تمام مبلغ اسمی آن را بدون کم و کاست از انتشاردهنده آن دریافت کند. ولی در بسیاری از موارد از آنجا که سفارش‌گیرندگان به علت نیاز به نقدینگی و تأمین مخارج سرمایه‌گذاری نمی‌توانند منتظر بمانند تا در سررسید مبالغ درج شده را دریافت دارند چاره‌ای ندارد که این اوراق را در بازار ثانویه برده و با تنزیل آن‌ها به پول نقد دست یابند. نرخ تنزیل نیز بسته به شرایط رونق یا رکود اقتصادی می‌تواند متفاوت باشد. مثلاً اگر فرض کنیم قیمت نقدی کاری که توسط پیمانکار در آینده انجام می‌پذیرد ۹۰۰ ریال باشد، سفارش‌دهنده و پیمانکار با هم توافق می‌کنند که سفارش‌دهنده اوراق استصناع به مبلغ ۱۰۰۰ ریال با سررسید یک‌سال دیگر دریافت و سرانجام کار را تحویل داده و در زمان سررسید مبلغ اسمی درج شده بر این اوراق را دریافت نماید. توافق پرداخت ۱۰۰۰ ریال در زمان سررسید با ملاحظه این‌که ارزش نقدی آن ۹۰۰ ریال است نظیر معاملات نسبه از نظر فقهی هیچ معنی ندارد. زمانی که قرارداد با ملاحظه تأخیر ۱۰۰۰ ریال فیما بین منعقد شده باشد نه این‌که قرارداد بر روی ۹۰۰ ریال باشد و چون طرف مقابل قادر به پرداخت آن نیست خود به خود یا به توافق فیما بین به ۱۰۰۰ ریال افزایش یابد و پیمانکار با دریافت اوراق استصناع ۱۰۰۰ ریال با سررسید یکسال رضایت خویش را اعلام نماید. پس پیمانکار می‌تواند در زمان سررسید کل مبلغ اسمی را دریافت دارد. اگر بخواهد سریع‌تر به پول نقد دست یابد، باید با قیمت کمتر از مبلغ سررسید و متناسب با زمان باقیمانده تا سررسید در بازار ثانویه آن را به فروش برساند. مثلاً با پیش‌بینی رونق و رکود اقتصادی پس از عقد قرارداد می‌تواند این اوراق را به ترتیب به قیمت ۸۵۰ و ۹۵۰ ریال بفروشد. زیرا در شرایط رونق پیمانکار می‌تواند با دریافت ۸۵۰ ریال (یعنی تنزیل ۱۵ درصدی) به ساخت و ساز مشغول شود و با پایان کار، کار دیگری را با قیمت بالاتر بپذیرد. علاوه بر این چون در شرایط رونق، تورم ایجاد می‌شود ارزش حقیقی پول نیز تا زمان سررسید کم خواهد شد. لذا برای پیمانکار به صرفه خواهد بود که زودتر به پول نقد (ولو مقداری کمتر) دسترسی یابد. ولی در شرایط رکود از آنجا که اقتصاد با کاهش قیمت‌ها و عدم رونق کسب و کار مواجه می‌شود دارنده اوراق استصناع مثلاً حاضر است تنها با قیمت ۹۵۰ ریال (یعنی تنزیل ۵ درصدی) این اوراق را به فروش برساند.

۹- منحنی تقاضا و عرضه اوراق استصناع

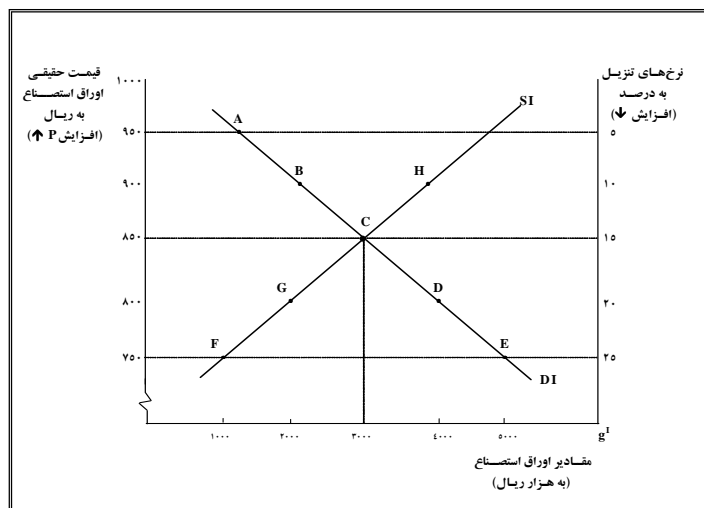
اوراق استصناع نظیر همه کالاها و خدمات، دارای تقاضاکنندگان و عرضه‌کنندگان خاصی است. تقاضاکنندگان اوراق کسانی هستند که پول نقد در اختیار دارند و تمایل دارند با تأمین مالی یک فعالیت اقتصادی، سودی را عاید خود کنند. این افراد با ورود به بازار بورس اوراق بهادار بسته به سود انتظاری حاصل از ما به‌التفاوت قیمت اسمی این اوراق در زمان معامله و قیمت اسمی درج شده بر آن به خرید این اوراق اقدام می‌نمایند. بر این اساس در صورتی که قیمت اسمی این اوراق بالا باشد چون انتظار سوددهی کمتری دارند کمتر و زمانی که قیمت اسمی پایین باشد تعداد بیشتری خریداری خواهند کرد. بنابراین بین قیمت اسمی اوراق استصناع و نرخ تنزیل رابطه معکوس وجود دارد.

از سوی دیگر عرضه‌کنندگان اوراق استصناع درگام اول پیمانکارانی هستند که این اوراق را با سررسید مشخص به ازای انجام کاری در آینده از سفارش‌دهنده دریافت نموده و هم اکنون به‌جهت نیاز به نقدینگی حاضرند این اوراق را با تنزیل به متقاضیان در بازار بورس بفروشند و در گام‌های بعدی عرضه‌کنندگان افرادی‌اند که بی‌واسطه یا باواسطه به خرید این اوراق پرداخته و اکنون به هر دلیلی تمایل به نقدکردن آن دارند. مجموعه گسترده‌ای از این دو طیف عرضه‌کنندگان این اوراق را تشکیل می‌دهند. در صورتی که قیمت اسمی این اوراق بالا باشد (حداکثر ۱۰۰۰ ریال) عرضه‌کنندگان تمایل دارند مقادیر بیشتری از این اوراق را به فروش برسانند و اگر قیمت پایین باشد این مقادیر کاهش می‌یابد. حتی در شرایط یکسان اقتصادی مثلاً دوران رکود یا رونق، دارندگان این اوراق به دلایل گوناگون نظیر نیاز به نقدینگی و انتظارات درباره قیمت، تورم و سیاست‌های دولت ممکن است قیمت‌های متفاوتی را پیشنهاد دهند.

۱۰- تعادل عرضه و تقاضا اوراق استصناع

تعادل هنگامی اتفاق می‌افتد که مقداری که تقاضاکنندگان تمایل به خرید آن با قیمت معینی دارند دقیقاً معادل مقداری باشد که عرضه‌کنندگان در همان قیمت حاضر به عرضه‌اند. یعنی در نمودار ۱ تعادل در نقطه C وقتی که منحنی تقاضا و عرضه در قیمت اوراق استصناع برابر ۸۵۰ ریال و مقدار ۳ میلیون ریال با هم تلاقی می‌کنند، اتفاق می‌افتد. در محور عمودی سمت راست برخلاف محور عمودی سمت چپ، نرخ تنزیل از بالا به پایین افزایش می‌یابد و بیانگر رابطه معکوس قیمت اوراق استصناع و نرخ تنزیل می‌باشد.

نمودار ۱

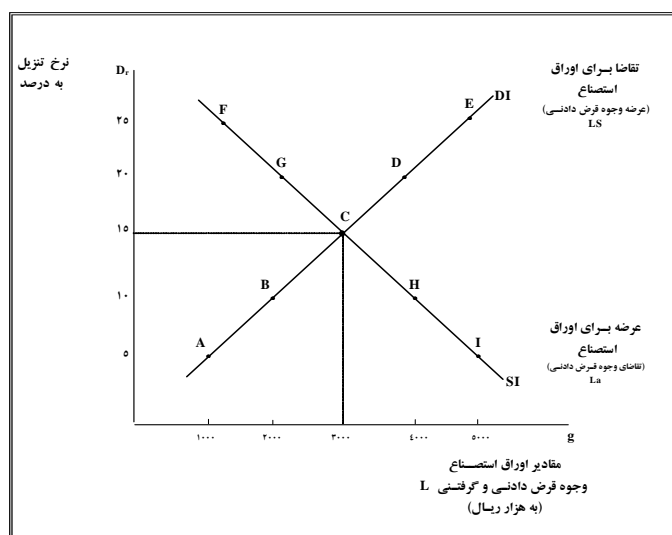


همان‌گونه که ملاحظه می‌شود در قیمت ۹۵۰ ریال برای اوراق استصناع، مازاد عرضه و در قیمت ۷۵۰ ریال، مازاد تقاضا وجود دارد. در نرخ تنزیل ۵ درصدی عرضه‌کنندگان حاضرند تقریباً ۵ میلیون ریال اوراق استصناع عرضه کنند ولی تقاضاکنندگان در این نرخ تنها حاضرند تقریباً ۱ میلیون ریال اوراق قرضه تقاضا کنند و عکس این حالت در نرخ تنزیل ۲۵ درصدی اتفاق می‌افتد. زیرا در نرخ تنزیل ۵ درصدی عرضه‌کننده تنها برای این‌که یک سال زودتر پول خود را دریافت نماید تنها ۵۰ ریال از دست خواهد داد و درعوض با ۹۵۰ ریال به‌دست آمده می‌تواند یک‌سال زودتر به فعالیت اقتصادی بپردازد و بیش از ۵۰ ریال از دست داده سود به‌دست آورد. در مقابل تقاضاکننده از آن جهت که به‌واسطه حبس پولش به مدت یک‌سال تنها ۵۰ ریال به‌دست آورده رضایت چندانی ندارد از این‌رو بسیار کمتر از میزان عرضه شده تقاضا می‌کند و عکس این حالت در نرخ تنزیل ۲۵ درصدی اتفاق خواهد افتاد. نمودار فوق به‌خوبی رابطه عکس نرخ تنزیل و قیمت حقیقی اوراق استصناع را به‌تصویر می‌کشد.

در نمودار شماره ۱ تقاضا و عرضه به‌صورت قراردادی ترسیم شده و قیمت در محور عمودی سمت چپ و تعداد در محور افقی نشان داده شده و دو محور عمودی گر چه به ما کمک می‌کند که در نقطه تعادل میزان نرخ تنزیل را به‌خوبی تشخیص و ارتباط معکوس قیمت حقیقی اوراق استصناع و نرخ تنزیل را به‌خوبی تشخیص و ارتباط معکوس قیمت حقیقی اوراق استصناع و نرخ تنزیل را درک نماییم. ولی ویژگی نامطلوب نمودار ۱ این است که نرخ‌های تنزیل به‌صورت غیرمعمول در محور عمودی سمت راست قرار گرفته است زیرا با رفتن به سمت

بالا نرخ تنزیل به جای افزایش کاهش می‌یابد. ما می‌توانیم با رسم نمودار دیگری نرخ تنزیل را تنها در محور عمودی سمت چپ قرار دهیم. بنابراین با بالا رفتن از محور مختصات، نرخ‌های تنزیل نیز افزایش می‌یابد. گرچه قرارداد نرخ تنزیل در محور عمودی سمت چپ مشکلی را ایجاد می‌کند و آن این که منحنی تقاضای اوراق استصناع، شیب مثبت و منحنی عرضه، شیب منفی خواهد داشت. ولی هنگامی که از نقطه A به سمت B و سپس C حرکت می‌کنیم با توجه به رابطه معکوس اوراق و نرخ تنزیل بدین معناست که قیمت اوراق استصناع در حال کاهش و از این رو مقادیر در حال افزایش است. منحنی عرضه اوراق نیز به همین صورت قابل توجیه است. همان‌گونه که از نمودار ۲ آشکار می‌شود عرضه و تقاضای اوراق دارای شیب غیرمتعارف منفی و مثبت است. ولی با نام‌گذاری مجدد می‌توانیم عرضه و تقاضای غیرمتعارف را بدین‌گونه توجیه نماییم. بنگاهی که عرضه‌کننده اوراق استصناع است در واقع تقاضا کننده وجوهی است که خریداران این اوراق با آن وجوه می‌خواهند آن را خریداری نمایند. این وجوه اصطلاحاً وجوه قرض‌گرفتنی (Loanable funds) نامیده می‌شود. به این ترتیب باید انتظار داشته باشیم اگر نرخ تنزیل بالا باشد میزان تقاضای وجوه قرض‌گرفتنی کم می‌شود و اگر این نرخ پایین باشد میزان تقاضا افزایش می‌یابد. به همین صورت تقاضاکنندگان اوراق استصناع کسانی هستند که وجوه قرض‌گرفتنی را عرضه می‌کنند. پس اگر نرخ تنزیل بالا باشد انتظار داریم مبالغ بیشتری و اگر پایین باشد مقادیر کمتری عرضه کنند. نمودار شماره ۲ این موضوع را به تصویر می‌کشد.

نمودار ۲



با استفاده از تحلیل فوق از جهت تئوریک به نرخ تنزیل تعادلی (Dr) نیز دست خواهیم یافت.

۱۱- ساز و کار خودکار عرضه و تقاضای اوراق استصناع

سازوکار خودکار تعادلی در موقعیت‌های رکودی و تورمی شکل می‌گیرد. در حالت رکودی که وزارتخانه‌ها و شرکت‌های دولتی و خصوصی با محدودیت منابع مالی مواجه و نیازمند پول و اعتبار هستند، تمایل بیشتری به انتشار اوراق استصناع و سایر اسناد بدهی دارند تا بتوانند طرح‌های موردنظر را با به تأخیر انداختن مبالغ آن، اجراء کنند و در این صورت تقاضای پول در سطح کلان اقتصادی کاهش می‌یابد. از سوی دیگر به دلیل کمبود پول در شرایط رکودی نرخ تنزیل این اوراق در بازار ثانویه اوراق بهادار رو به افزایش می‌گذارد و از این جهت افراد کمتری حاضر به ارائه اوراق استصناع و سایر اسناد بدهی خود با این نرخ تنزیل می‌شوند. در نتیجه، افزایش رو به گسترش تقاضای پول در شرایط رکودی فروکش می‌کند. در چنین وضعیتی اوراق استصناع و سایر اسناد بدهی ممکن است خود در یک طرف معاملات قرار بگیرند که حاصل این فرآیند ایجاد مانعی جدی در مسیر افزایش تقاضای فزاینده پول در شرایط رکودی باشد. عکس این پروسه در شرایط تورمی تحقق خواهد یافت. البته این سازوکار خودکار زمانی عملی خواهد شد که حجم معتناهی از اوراق استصناع و سایر اسناد بدهی در اقتصاد وجود داشته باشد.

۱۲- عوامل مؤثر در انتقال تابع تقاضای اوراق استصناع

روشن است اگر قیمت حقیقی اوراق استصناع به جهت انتشار اوراق جدید استصناع کاهش یابد و یا به علت فرارسیدن مدت سررسید و عدم انتشار اوراق جدید قیمت آن افزایش یابد، از نقطه‌ای روی منحنی تقاضا به نقطه دیگری روی همان منحنی منتقل خواهیم شد. اما اگر غیر از قیمت و مقدار، عوامل دیگری که در ترسیم نمودار ثابت فرض نمودیم تغییر کند با انتقال منحنی تقاضا مواجه خواهیم بود. این عوامل را می‌توان به شرح زیر برشمرد:

۱- ثروت (W)^۱: در صورتی که ثروت تقاضاکنندگان این اوراق افزایش "یا کاهش" یابد، مقادیر اوراق استصناع نسبت به مقادیری که در همان قیمت یا همان نرخ تنزیل تقاضا می‌شد افزایش "یا کاهش" می‌یابد. به همین دلیل منحنی تقاضا به سمت راست "یا چپ" منتقل می‌شود.

¹ Wealth

- ۲- بازدهی انتظاری (ER)^۱: از آنجاکه اوراق استصناع دارای سررسید مشخص یک‌ساله تا پنج‌ساله و ده‌ساله و بیشتر است اگر خریداران حقیقی یا حقوقی تصمیم داشته باشند تا زمان سررسید صبر و سپس کل مبلغ اسمی درج شده را از انتشاردهنده آن دریافت نمایند، مبلغ اسمی در زمان سررسید تضمین و بازدهی این اوراق از پیش تعیین شده خواهد بود و از این‌رو بدون ملاحظه شرایط رکودی و رونق از میزان بازدهی قطعی برخوردار می‌باشد.
- اما اگر خریداران از اول تصمیم به صبر تا زمان سررسید ندارند بلکه قبل از سررسید تصمیم به فروش داشته باشند، بازدهی انتظاری متفاوت از بازدهی قطعی شکل می‌پذیرد. این بازدهی می‌تواند در طول عملکرد یک‌ساله یا بیشتر این اوراق با روشن شدن وضعیت نرخ تنزیل و میزان سوددهی، گستره و شفافیت معاملات و پیش‌بینی وضعیت رکود یا رونق اقتصادی شکل بگیرد. اگر بازدهی انتظاری این اوراق افزایش "یا کاهش" یابد افراد در همان قیمت سابق مقادیر بیشتر "یا کمتر" تقاضا خواهند کرد و این به معنای انتقال منحنی تقاضا به سمت راست "یا چپ" می‌باشد. همچنان‌که اگر بازدهی انتظاری سایر دارایی‌های مالی نظیر اوراق سهام کاهش "یا افزایش" یابد و بازدهی انتظاری اوراق استصناع ثابت بماند. منحنی تقاضا به سمت راست "یا چپ" میل می‌کند.
- ۳- تورم انتظاری (EI)^۲: یک تغییر در تورم انتظاری می‌تواند بر انتقال منحنی تقاضای اوراق استصناع تأثیرگذار باشد. یک افزایش "یا کاهش" در تورم انتظاری در دارایی‌های واقعی (Real Assets) نظیر خانه، زمین، طلا، اتومبیل منجر به افزایش "یا کاهش" انتظاری قیمت این دارایی‌ها شده و سبب می‌شود خرید "یا فروش" این دارایی‌ها سود بیشتر "یا کمتری" را عاید نماید. در چنین شرایطی دارندگان اوراق استصناع تمایل می‌یابند با افزایش "یا کاهش" تورم انتظاری و ثبات بازدهی این اوراق در هر قیمت داده شده‌ای کمتر "یا بیشتر" اوراق استصناع نگهداری نمایند و این به معنای انتقال منحنی تقاضا به سمت چپ "یا راست" می‌باشد. مثلاً با فرض افزایش تورم انتظاری نگهدارندگان اوراق استصناع تشخیص می‌دهند اگر این اوراق را حتی با نرخ تنزیلی بیشتر از نرخ بازار تنزیل نماید می‌توانند با مبالغ به‌دست آمده دارایی‌های واقعی خریداری نمایند و از افزایش قیمت آن در آینده بهره‌مند شوند و به‌همین جهت تقاضای خود از اوراق استصناع را کاهش دهند.

¹ Expected Return

² Expected Inflation

- ۴- ریسک (R): همان گونه که در مورد بازدهی انتظاری بیان شد در صورتی که تقاضاکنندگان اوراق تنها منتظر فرارسیدن سررسید اوراق استصناع باشند، اساساً تغییر قیمت بازار در قیمت سررسید و ارزش اسمی آن تغییری ایجاد نخواهند کرد و بر این اساس چون قیمت، ثابت باقی می ماند ریسکی نیز متوجه آن ها نخواهد شد. ریسک در صورتی ظهور می کند که مواجه با واریانس در قیمت اوراق باشیم و این زمانی تحقق می یابد که دارندگان این اوراق قبل از زمان سررسید بخواهند برای کسب نقدینگی وارد بازار بورس شده و اوراق استصناع را تنزیل نمایند. در صورتی که قیمت های این اوراق فرار باشد جذابیت آن ها نسبت به دارایی های دیگر کم خواهد شد. بر این اساس افزایش "یا کاهش" در میزان ریسک بازدهی اوراق استصناع سبب می شود منحنی تقاضا به سمت چپ "یا راست" متمایل شود.
- ۵- نقد شوندگی (L): سرعت و آسانی فروش این اوراق و دستیابی به پول نقد میزان نقدشوندگی این اوراق را نشان می دهد. در صورتی که نقدشوندگی این اوراق افزایش "یا کاهش" یابد، منحنی تقاضای اوراق به سمت راست "یا چپ" متمایل می شود. حتی اگر حق دلالی بازار سهام افزایش "یا کاهش" یابد و بدین جهت هزینه معاملات سهام افزایش "یا کاهش" یابد، نقدشوندگی سهام کاهش "یا افزایش" یافته و اگر نقدشوندگی اوراق استصناع ثابت باقی بماند در همان قیمت های گذشته تقاضاکنندگان تمایل بیشتر "یا کمتری" برای خرید اوراق استصناع از خود نشان می دهند و این به معنای تمایل به سمت راست "یا چپ" منحنی تقاضای این اوراق خواهد بود.
- ۶- سیاست انبساطی بانک مرکزی (CB_E):^۳ با توجه به جواز و امکان ورود بانک مرکزی به بازار خرید و فروش اوراق استصناع، یکی از تقاضاکنندگان عمده این اوراق بانک مرکزی است. در شرایطی که بانک مرکزی باید متناسب با رشد اقتصادی حجم پول را افزایش دهد و یا این که ابزاری برای اعمال سیاست های پولی برای خود فراهم سازد با خرید این اوراق در قیمت های جاری سبب می شود منحنی تقاضای این اوراق به سمت راست متمایل شود. پس می توانیم تابع تقاضای اوراق استصناع را به صورت زیر بنویسیم:

$$D^I = f(W, ER, EI, R, L, CB_g)$$

¹ Risk

² liquidity

³ Expextionray Monetry

۱۳- عوامل مؤثر در تغییر تابع عرضه اوراق استصناع

عوامل متعددی می‌توانند سبب تغییر منحنی عرضه اوراق استصناع شوند. این عوامل را می‌توان به شرح زیر برشمرد:

- ۱ - سوددهی انتظاری فرصت‌های سرمایه‌گذاری (EP)^۱: اگر وزارت خانه‌ها، سازمان‌ها یا شرکت‌های دولتی و غیردولتی تشخیص دهند که با انتشار اوراق استصناع و به تأخیر انداختن وجوه پرداختی سرمایه‌گذاری به تناسب پیشرفت فیزیکی طرح‌ها می‌توانند از فرصت‌های سرمایه‌گذاری موجود در اقتصاد استفاده نمایند و به منابع بلندمدت یا کوتاه‌مدت خود دست یابند، حتی در قیمت‌های حقیقی موجود اوراق استصناع اوراق بیشتری منتشر می‌کنند و این سبب افزایش موجودی اوراق استصناع خواهد شد. این منافع در اغلب طرح‌ها خصوصاً طرح‌های عمومی که دولت عهده‌دار اجرای آن می‌شود به خوبی نمایان است. مثلاً در صورتی که جامعه به دلیل رشد اقتصادی و محدودیت منابع، نیازمند نیروگاه اتمی است ولی دولت نمی‌تواند هزینه‌های ساخت آن را متحمل شود، می‌تواند با تأخیر در بازپرداخت و دادن اوراق استصناع به پیمانکاران، اعم از داخلی و خارجی در سررسیدهای مشخص متناسب با پیشرفت کار، در ساخت نیروگاه تعجیل نموده و منافع بلندمدتی را عاید کشور نماید. با تصدیق چنین منافع، دولت برای عرضه گسترده‌تر اوراق استصناع، انگیزه بیشتری خواهد داشت. برای شرکت‌های غیردولتی که مجوز انتشار دریافت می‌دارند نیز در شرایط رونق اقتصادی انتشار اوراق استصناع به صرفه‌تر از استقراض از بانک‌های دولتی و خصوصی خواهد بود. پس در صورتی که سوددهی انتظاری فرصت‌های سرمایه‌گذاری افزایش "یا کاهش" یابد، عرضه اوراق استصناع به سمت راست "یا چپ" متمایل خواهد شد.
- ۲- تورم انتظاری (EI): در یک نرخ تنزیل مشخص، وقتی تورم انتظاری افزایش "یا کاهش" یابد هزینه واقعی انتشار اوراق استصناع کاهش "یا افزایش" می‌یابد. زیرا انتشار دهنده این اوراق به جای پول نقدی که می‌بایست به پیمانکار پرداخت نماید، اوراق استصناع با سررسید یک‌ساله یا بیشتر به او داده است و در واقع تفاوت قیمت نقدی و مبلغ اسمی اوراق استصناع را نرخ نسبی یا نرخ تنزیل مشخص می‌کند. بر این اساس، کاهش "یا افزایش" هزینه انتشار این اوراق، سبب افزایش "یا کاهش" حجم اوراق استصناع در یک قیمت معین می‌شود و این به معنای تمایل منحنی عرضه به راست "یا چپ" خواهد بود.

¹ Expected Profitability of Investment Opportunities

۳- وضعیت بودجه دولت (GB)^۱: دولت‌ها در بسیاری از موارد به علت عدم تحقق درآمدها و ضرورت انجام هزینه‌های پیش‌بینی شده با کسری بودجه مواجه می‌شوند و به شیوه‌های مختلفی باید این کسری بودجه را تأمین مالی کنند. دولت‌ها با فروش اوراق قرضه دولتی، استقراض از بانک مرکزی، استقراض خارجی یا داخلی به تأمین مالی کسری بودجه می‌پردازند. قطعاً یکی از شیوه‌های مناسب، انتشار اوراق استصناع است که از این طریق دولت می‌تواند به‌جای پرداخت پول نقد در هزینه‌های عمرانی خود این اوراق را انتشار دهد و متناسب با پیش‌بینی پیشرفت کار، سررسیدهای این اوراق را مشخص نماید. بر این اساس در صورتی که دولت با کسری بودجه مواجه باشد می‌تواند در همان قیمت‌های سابق اوراق بیشتری منتشر نماید، یعنی عرضه اوراق استصناع را افزایش دهد و در صورتی که از وضعیت بودجه‌ای مناسبی برخوردار باشد از انتشار این اوراق سرباز زند و کم‌کم با فرارسیدن زمان سررسید و پرداخت مبلغ اسمی، اوراق استصناع جدیدی را جایگزین نکند و از این طریق، منحنی عرضه، با افزایش (کاهش) حجم اوراق استصناع به سمت راست "یا چپ" متمایل خواهد شد.

آنچه که گفته شد در صورتی بود که دولت انتشار دهنده اوراق استصناع باشد ولی ممکن است شرکت‌های غیردولتی نیز با مجوز رسمی اقدام به انتشار اوراق نمایند. در این صورت وضعیت بودجه دولت چه نقشی می‌تواند در افزایش میزان عرضه این اوراق توسط بخش غیردولتی داشته باشد؟

به نظر می‌رسد تغییر در عرضه این اوراق توسط بخش غیردولتی، به شیوه تأمین مالی دولت بستگی داشته باشد، در صورتی که تأمین مالی از طریق استقراض از بانک مرکزی یا فروش دلارهای نفتی به بانک مرکزی صورت پذیرد با افزایش حجم نقدینگی، تورم انتظاری افزایش می‌یابد و سازوکاری که در تورم انتظاری بیان شد در این مورد جریان خواهد یافت یعنی تورم انتظاری موجب کاهش هزینه واقعی انتشار اوراق و عرضه بیشتر آن خواهد شد.

۴- اعمال سیاست انقباضی بانک مرکزی^۲: با توجه به امکان ورود بانک مرکزی به بازار خرید و فروش اوراق استصناع مهم‌ترین عرضه‌کننده این اوراق بانک مرکزی خواهد بود که در شرایطی که اقتصاد نیازمند سیاست انقباضی است به عرضه و فروش این اوراق اقدام می‌کند. از آن‌جاکه در هر زمان، عرضه و تقاضا در قیمت و مقادیر موجود در شرایط تعادلی

¹ Governments budget

² Contractionary monetary Policy

است، بانک مرکزی چاره‌ای ندارد جز آن که قیمت اوراق استصناع را از طریق افزایش نرخ تنزیل کاهش دهد تا با ایجاد تقاضای بیشتر برای این اوراق بتواند مقادیر مورد نیاز از نقدینگی را کاهش دهد. و این به معنای انتقال منحنی عرضه این اوراق به سمت راست است که سبب می‌شود هم قیمت کاهش و هم نرخ تنزیل افزایش یابد. پس می‌توانیم تابع عرضه اوراق استصناع را به صورت زیر بنویسیم:

$$S^I = f(EP, EI, GB, CB_c)$$

۱۴- آثار اقتصادی و سیاستی اوراق استصناع

انتشار مرتب و نوبه نوی اوراق استصناع می‌تواند آثار اقتصادی مثبت زیر را از خود بر جای گذارد.

۱۴-۱- تأمین منابع مالی برای طرح‌های اقتصادی

با توجه به ممنوعیت و الغای بهره در نظام اقتصادی اسلام و به دنبال آن تغییر قانون عملیات بانکی در ایران و عدم امکان به‌کارگیری اوراق قرضه برای تأمین منابع مورد نیاز وزارتخانه‌ها و شرکت‌های دولتی و شهرداری‌ها و مؤسسات و نهادهای عمومی و غیردولتی و مؤسسات عام‌المنفعه و شرکت‌های وابسته، اوراق استصناع می‌تواند تا حدودی خلاء وجود اوراق قرضه را برای تأمین منابع مالی طرح‌های اقتصادی پر نموده و شیوه جدیدی برای تأمین مالی ایجاد کند.

۱۴-۲- تأمین کسری بودجه دولت

دولت‌ها به دلایل مختلف دچار کسری بودجه می‌شوند و همان‌گونه که اوراق قرضه در میان شیوه‌های تأمین مالی نسبت به تأمین مالی از طریق استقراض از بانک مرکزی یا فروش ارز به بانک مرکزی از ویژگی‌های ممتازی برخوردار است، اوراق استصناع نیز در میان شیوه‌های دیگر تأمین مالی از اولویت برخوردار است. زیرا در صورت تأمین مالی کسری بودجه دولت از طریق انتشار اوراق استصناع و نه استقراض از بانک مرکزی، پایه پولی و به تبع آن حجم نقدینگی افزایش نمی‌یابد.

علاوه بر این، می‌توان سررسید این اوراق را به‌گونه‌ای تنظیم کرد که همزمان با ورود محصولات و تولیدات طرح‌های تأمین مالی شده، ناشر این اوراق مبالغ اسمی درج شده بر روی اوراق استصناع را به دارندگان آن تحویل دهد. این امر اثرات منفی تورمی بسیار اندکی در

اقتصاد از خود بر جای می‌گذارد چون متناسب با افزایش تقاضای کل، تولید کالاها نیز افزایش می‌یابد.

ضمناً همان‌طور که می‌دانیم فروش ارز به دولت و تأمین مالی کسر بودجه از این طریق، از یک سو موجب سیاست انبساطی پولی ناخواسته شده و از سوی دیگر به علت ثابت بودن عملی نرخ ارز و عدم امکان کاهش این نرخ، امکان اعمال سیاست انقباضی را از بین می‌برد و در نتیجه حجم پول بر قدرت به شدت افزایش می‌یابد که تورم‌زا است. اما در صورت تأمین مالی طرح‌ها از طریق انتشار اوراق استصناع، حجم پول افزایش نخواهد یافت.

۳-۱۴- جمع‌آوری سرمایه‌های کوچک و سرگردان

با اطمینان می‌توان گفت سرمایه‌های مازاد و کوچک و بزرگ فراوانی در اختیار افراد است که در صورت مدیریت مطلوب و صحیح و کارا و ایجاد اعتماد مردم نسبت به بازگشت اصل سرمایه و سود مناسب اقتصادی، می‌توان آن‌ها را به سمت سرمایه‌گذاری و تولید و در نتیجه رشد اقتصادی بیشتر رهنمون ساخت. در صورت وجود اعتماد عمومی نسبت به اوراق استصناع، این اوراق به سهولت مورد پذیرش پیمانکاران و سازندگان کالاها و پروژه‌های اقتصادی قرار خواهد گرفت و آنان نیز اطمینان خواهند یافت در صورتی که منابع در اختیارشان کفاف سرمایه‌گذاری در این کالاها و پروژه‌های اقتصادی را ندهد، می‌توانند با فروش همراه با تنزیل این اوراق در بازار بورس یا در بانک‌های عامل، به منابع مورد نیاز دست یابند و مردمی که این اوراق را خریداری کنند مطمئن شوند که قبل از سررسید در مدت زمان کم و با هزینه‌ای اندک امکان فروش همراه با تنزیل آن را خواهند داشت و همچنین در صورت نگهداری تا زمان سررسید می‌توانند همه مبالغ اسمی مندرج در این اوراق را در اختیار گیرند. فراهم شدن چنین شرایطی سبب خواهد شد انگیزه نگهداری سرمایه کوچک و سرگردان در نزد خود یا ورود به عرصه خرید کالاها با دوام اعم از زمین، مسکن، سکه و ارز و انجام واسطه‌گری‌های نامطلوب، از افراد جامعه سلب شده و سلیقه‌های مردم در انتخاب نوع نگهداری پس‌انداز تغییر یافته و منابع موجود به فعالیت‌های تولیدی و عمرانی پرثمر سوق یابد و از این طریق بر میزان مشارکت مردم در سرمایه‌گذاری‌های خرد و کلان افزوده شود.

۴-۱۴- تنوع بخشی به بازار سرمایه

گسترش بازارهای سرمایه و فراگیر نمودن و شفافیت اطلاعات جامع و گسترده و تسهیل

در خرید اوراق بهادار و تنوع بخشی اوراق به تناسب روحیات ریسک‌گریزی و ریسک‌پذیری می‌تواند شرایط مطلوبی را بر بازار سرمایه در هر کشوری ایجاد نماید.

ورود اوراق استصناع بی‌تردید حجم فیزیکی اوراق بهادار را افزایش و بر گسترده انتخاب خواهد افزود. علاوه بر این از آن‌جاکه اوراق استصناع دارای سررسید مشخص و معین به‌طور مثال ۲ ساله، ۵ ساله و یا ۱۰ ساله هستند، فردی که این اوراق را با قیمت مشخصی در بازار اوراق بهادار می‌خرد می‌داند که در زمان سررسید، مقدار مشخص سرمایه را که همان مقدار اسمی اوراق استصناع است (که به‌وسیله انتشار دهنده آن مشخص شده) به‌دست خواهد آورد و از زمان خرید می‌تواند بدون هیچ مخاطره و ریسکی روی آن مبلغ برای خود برنامه‌ریزی کند. البته قیمت قبل از سررسید متأثر از شرایط رکود و رونق اقتصادی خواهد بود (نظریور، ۱۳۸۴، ص ۱۰۴).

در بازار سرمایه ایران علاوه بر سیستم بانکی، تنها ابزاری که تا حدودی توانسته رابطه قابل توجهی بین صاحبان وجوه و متقاضیان آن برقرار کند اوراق سهام شرکت‌های سهامی عام است که از طریق بازار بورس اوراق بهادار خرید و فروش می‌شود و روشن است که این مقدار از تنوع نمی‌تواند اهداف و سلايق عرضه‌کنندگان و تقاضاکنندگان وجوه را تأمین کند و همین باعث شده تا بخشی از وجوه به سمت کشورهای همسایه، بازارهای غیررسمی و واسطه‌گری کشیده شوند (رحیمی، ۱۳۸۱، ص ۸۹).

اگر اوراق استصناع در کنار سایر اوراق به‌صورت مستمر و متنوع توسط نهادهای دولتی و غیردولتی به‌صورتی گسترده منتشر شود، متناسب با ویژگی‌های خود می‌تواند عرضه‌کنندگان و تقاضاکنندگان خاصی را به خود جلب نموده و بازار سرمایه و بورس اوراق بهادار را متنوع و بر غنای آن بیفزاید. و این روند می‌تواند بازار اولیه و ثانویه این اوراق را به سمت رقابت بیشتر و کارایی بالاتر رهنمون سازد. و با تحقق بازار رقابت کامل انتظار می‌رود بازدهی این اوراق (مابه‌التفاوت قیمت خرید و قیمت فروش) به سمت بازدهی سرمایه در بخش واقعی اقتصاد سوق یابد.

۵-۱۴- اوراق استصناع به‌عنوان ابزاری برای اعمال سیاست پولی بانک مرکزی

بانک مرکزی می‌تواند با مجوز شورای پول و اعتبار، از طریق عملیات بازار باز در وضعیت رکود اقتصادی با خرید اوراق استصناع از بانک‌ها در چارچوب خرید دین واقعی به سیاست انبساطی پولی اقدام ورزد و پول پر قدرت را افزایش و به‌تبع آن بر مخارج کل و اعتبارات نهادهای پولی بیفزاید و در شرایط رونق اقتصادی این اوراق را با قیمت پایین‌تر در بازار بورس

عرضه و حجم پول را کاهش دهد و در مجموع با خرید و فروش این اوراق و اعمال سیاست پولی متناسب با وضعیت اقتصادی، اموری نظیر: اشتغال بیشتر، تثبیت سطح عمومی قیمت‌ها، موازنه پرداخت‌ها و در نهایت رشد اقتصادی را هدف‌گیری نماید.

نتیجه‌گیری

با توجه به تصحیح عقد استصناع توسط اکثریت مراجع عالی‌قدر به‌عنوان عقدی مستقل یا در قالب عقد بیع، اجاره و جعاله، طراحی اوراق استصناع به‌عنوان ابزاری برای اعمال سیاست پولی با مشکل فقهی مواجه نیست. تنها در صورتی که عقد استصناع در قالب عقد سلم تصحیح گردد، امکان طراحی اوراق استصناع با سررسید آینده وجود ندارد. و از آن‌جاکه مشروعیت خرید و فروش دین واقعی مورد تأیید شورای نگهبان قانون اساسی قرار گرفت، خرید و فروش این اوراق در بازار ثانویه توسط افراد حقیقی و حقوقی نیز بلامانع است.

اوراق استصناع می‌تواند جایگزین مناسبی برای اوراق قرضه دولتی و بانک مرکزی که مبتنی بر نرخ بهره است تلقی شود به‌گونه‌ای که بانک مرکزی در کشورهای اسلامی با خرید و فروش این اوراق و عملیات بازار باز می‌تواند به‌وظیفه محوری خود یعنی تنظیم، کنترل و هدایت گردش پول و اعتبار و اعمال سیاست پولی و اعتباری عمل نماید.

انتشار اوراق استصناع در کنار اوراق مشارکت دولتی و بانک مرکزی و به‌عنوان مکملی برای آن‌ها می‌تواند شرایط سرمایه‌گذاری و تأمین مالی کوتاه و بلندمدت طرح‌های عمرانی بخش دولتی (به‌ویژه هنگام کسر بودجه) و بخش خصوصی را تسهیل نموده و ابزار پولی مناسبی در اختیار بانک مرکزی قرار دهد.

تا قبل از ورود بانک مرکزی به بازار خرید و فروش اوراق استصناع، این اوراق صرفاً کارکرد ابزار مالی خواهد داشت اما با ورود بانک مرکزی ابتدا سیاست انبساطی پولی سپس سیاست انقباضی پولی می‌تواند شکل گیرد. از آن‌جاکه در آغاز ورود بانک مرکزی (نظیر خرید اوراق قرضه دولتی در کشورهای دیگر) سیاست انبساطی تحقق می‌یابد مناسب است راهکارهایی اندیشیده شود که در صورتی که اقتصاد در وضعیت رونق قرار دارد و سیاست انبساطی پولی به‌صورتی غیرضروری بر رونق می‌افزاید، این سیاست در ابتدای خود تا حدودی خنثی شود. در مقاله دیگری (نظرپور، ۱۳۸۵) راه‌کارهایی برای حل این مشکل ارائه شد.

علی‌رغم گسترش فوق‌العاده بازارهای سرمایه و بورس اوراق بهادار اولیه و ثانویه در دنیا، بازار سرمایه ایران بازاری در حال رشد و توسعه است و هنوز از تنوع لازم برای پاسخ‌گویی به

انتظارات سرمایه‌گذاران از یک‌سو و متقاضیان دریافت سرمایه از سوی دیگر برای فعالیت در عرصه‌های مختلف اقتصادی برخوردار نیست. معرفی اوراق استصناع و به‌کارگیری آن در بازار سرمایه می‌تواند عاملی برای ایجاد تنوع و رونق بیشتر بازار سرمایه در ایران تلقی شود. برای اجرایی کردن این اوراق ضمن معرفی فراگیر این اوراق باید قوانین و مقررات ناظر بر اجرای آن نیز تدوین گردد. البته قوانین و مقررات موجود در زمینه انتشار اوراق مشارکت در کشور می‌تواند الگوی مناسبی برای تدوین قوانین و مقررات مربوط به اوراق استصناع باشد.

پیوست

برخی دیگر از فقها نیز به سؤالات مطرح شده در زمینه عقد استصناع این‌گونه پاسخ دادند:

آیت اله روحانی: (۱۳۸۶/۳/۲۰)

عقد مذکور صحیح و مستقل و لازم است.

آیت اله علوی گرگانی: (۱۳۸۶/۳/۱۶)

عقد مذکور صحیح است ولی عقد مستقلی نیست بلکه در بعضی موارد اجاره است و در بعضی موارد بیع است.

آیت اله حسینی شاهرودی: (۱۳۸۶/۳/۳۰)

قرارداد مذکور صحیح است و در قالب عقد اجاره قرار می‌گیرد و اجرت بر عمل معین می‌باشد و عقدی لازم است.

آیت اله منتظری: (۱۳۸۶/۴/۶)

عقد مذکور صحیح است و با توجه به این‌که در معاملات مذکور عوض و معوض هر دو مهلت‌دار است، انشاء آن به‌صورت بیع اشکال دارد، ولی انشاء آن به‌صورت اجاره یا جعاله بر عملیات مثل این‌که بگوید: فلان چیز را بساز و تهیه مواد اولیه بر عهده تو است و یا عقود مرکب از چند عقد قابل تصویر است و مانعی ندارد. همان‌طور که انشاء آن به‌صورت عقد مستقل همچون تعهد طرفین به بیع و شراء در آینده نیز مانعی ندارد و اگر به‌صورت اجاره یا عقد مستقل باشد لازم است. ولی اگر به‌نحو جعاله باشد تا قبل از انجام عمل جایز است و بر هم زدن آن مانعی ندارد.

منابع و مأخذ

- برانسون، ویلیام.اچ. ۱۳۷۳. "اقتصاد کلان". ترجمه: عباس شاکری، چاپ دوم. نشر نی.
- رحیمی، زهرا. ۱۳۸۱. "بررسی آثار اقتصادی انتشار اوراق مشارکت و روش‌های گسترش کاربرد آن در تأمین مالی". تهران: پژوهشکده پولی و مالی بانک مرکزی ج.ا.ایران.
- فرجی، یوسف. ۱۳۸۲. "آشنایی با ابزارها و نهادهای پولی و مالی". مؤسسه عالی بانکداری ایران.
- مراجع عظام. "استفتائات پیرامون عقد استصناع". جمع‌آوری شده توسط محمد نقی نظرپور، چاپ نشده.
- موسوی بجنوردی، سید محمد. ۱۳۸۱. "مجموعه مقالات فقهی". حقوقی و اجتماعی، پژوهشکده امام خمینی و انقلاب اسلامی.
- مؤمن، محمد. ۱۳۷۶. "استصناع (قرارداد سفارش ساخت)". مجله فقه اهل بیت (علیهم السلام) شماره ۱۱-۱۲.
- نظرپور، محمدنقی. ۱۳۸۴. "اوراق بهادار استصناع (سفارش ساخت) ابزاری برای سیاست پولی". مجله تخصصی اقتصاد اسلامی، شماره ۲۰.
- نظرپور، محمدنقی. ۱۳۸۵. "عملیات بازار باز از طریق اوراق استصناع «مشکلات و راه حل‌ها»". مجله تخصصی اقتصاد اسلامی، شماره ۲۲، تابستان.
- هاشمی شاهرودی، سید محمود. ۱۳۷۸. "استصناع". مجله فقه اهل بیت (علیهم السلام) شماره ۱۹-۲۰.
- هدایتی، علی اصغر و دیگران. ۱۳۸۴. "عملیات بانکی داخلی ۲ (تخصیص منابع)". مؤسسه عالی بانکداری ایران.

Fry, Maxwell J. 1995. "Money, Interest, and Banking in Economic Development" the Johns Hopkins University Press.

Fry, Maxwell J.1997."*Emancipating the Banking System and Developing Markets For Government Debt*".Routledge, Landon and New York.

mishkin, frededics.1995. "*the Economics of money, Banking and Financial Market*". fourth Edition, Harper collins.

The world Bank. 8 international monetary fand (2001). "*developinG Government bond markets*". wb and Imf.