

صکوک استصناع ایزاری برای اعمال سیاست پولی

کد موضوعی: ۲۲۰

شماره مسلسل: ۱۰۵۶۸

دی ماه ۱۳۸۹

دفتر: مطالعات اقتصادی

به نام خدا

فهرست مطالب

| | |
|----|---|
| ۱ | چکیده |
| ۲ | مقدمه |
| ۴ | ۱. عقد استصناع |
| ۴ | ۲. ماهیت فقهی عقد استصناع در دیدگاه فقها و مراجع |
| ۷ | ۳. چگونگی شکل‌گیری صکوک استصناع |
| ۱۰ | ۴. ویژگی‌های صکوک استصناع در کنار اوراق مشارکت |
| ۱۴ | ۵. تجارب انتشار بین‌المللی صکوک استصناع |
| ۱۵ | ۶. ضوابط طراحی ابزاری مناسب برای جایگزینی اوراق قرضه |
| ۱۷ | ۷. اعمال سیاست پولی از طریق صکوک استصناع |
| ۲۳ | ۸. تأثیر سیاست پولی بر قیمت صکوک استصناع |
| ۲۴ | ۹. عوامل مؤثر بر تقاضا و عرضه صکوک استصناع |
| ۲۵ | ۱۰. منحنی تقاضا و عرضه صکوک استصناع |
| ۲۵ | ۱۱. تعادل عرضه و تقاضا صکوک استصناع |
| ۲۸ | ۱۲. عوامل مؤثر در انتقال تابع تقاضای صکوک استصناع |
| ۳۰ | ۱۳. حکم فقهی و حقوقی خرید و فروش صکوک استصناع |
| ۳۲ | ۱۴. استقتا از مراجع پیرامون انتشار و خرید و فروش اوراق (صکوک) استصناع |
| ۳۴ | ۱۵. سازگاری صکوک استصناع با قوانین حقوقی ایران |
| ۳۵ | ۱۶. روند اجرایی و قانون پیشنهادی صکوک استصناع |
| ۳۸ | جمع‌بندی و توصیه‌های سیاستی |
| ۴۰ | منابع و مآخذ |



صکوک استصناع ابزاری برای اعمال سیاست پولی

چکیده

کنترل پول پر قدرت و حجم نقدینگی در چارچوب سیاست‌های پولی در اختیار بانک مرکزی کشورها قرار دارد و بانک مرکزی نیز با استفاده از ابزارهایی نظیر عملیات بازار باز (OMO)،^۱ تغییر نرخ ذخیره قانونی و تغییر نرخ تنزیل مجدد به اهداف خود نائل می‌آید. در عین حال، در این مجموعه ابزارها، عملیات بازار باز قدیمی‌ترین، شناخته شده‌ترین و در عین حال مهمترین ابزار شمرده می‌شود. نظر به ممنوعیت ربا (بهره) در اسلام و الغای کارکرد آن در نظام اقتصاد اسلامی و به تبع آن حرمت به‌کارگیری ابزارهای مبتنی بر بهره، عملکرد سیاست بازار باز که بر خرید و فروش اوراق قرضه مبتنی است، کارآیی نداشته و اساسی‌ترین ابزار سیاست پولی برای کنترل نقدینگی از اختیار بانک مرکزی خارج شده است.

با توجه به اعلام صحت فقهی عقد استصناع توسط اکثریت مراجع و فقهای بزرگوار شیعه و تصحیح خرید و فروش دین‌های واقعی (و نه صوری) در نظام بانکی کشور توسط شورای نگهبان قانون اساسی، صکوک استصناع قابلیت انتشار دارد. این صکوک می‌تواند ابزاری جایگزین برای اوراق قرضه تلقی شود و بانک مرکزی می‌تواند با خرید و فروش این صکوک در بازار ثانویه و با اعمال سیاست‌های پولی مناسب، به اهداف مورد نظر در اقتصاد کشور دست یابد. از سوی دیگر اجرایی شدن این صکوک و استفاده گسترده از آن، نیازمند مصوبه مجلس شورای اسلامی است.

این گزارش به روش توصیفی و تحلیل محتوا با استفاده از منابع کتابخانه‌ای با معرفی عقد استصناع و شکل‌دهی صکوک استصناع به صورت ابزاری برای اعمال سیاست پولی، به بررسی چگونگی تأمین مالی خرید صکوک استصناع به وسیله بانک مرکزی می‌پردازد و به اثبات این فرضیه می‌پردازد که «با اولویت‌دادن به تنزیل مجدد صکوک استصناع می‌توان از آن برای اعمال سیاست‌های انبساطی و انقباضی پولی استفاده و خلأ اوراق قرضه و عملیات بازار باز را تا حدودی پر نمود».

طبقه‌بندی JEL: E42, E52, E58



مقدمه

یکی از مهمترین وظایف نظام بانکی کنترل و هدایت متغیرهای اساسی اقتصاد کلان از طریق اجرای خردمندانانه سیاست‌های پولی و تنظیم عرضه پول است. قانون عملیات بانکی بدون ربا (بهره) نیز بر ساماندهی، کنترل و هدایت گردش پول و اعتبار به‌عنوان وظیفه نظام بانکی تأکید دارد.

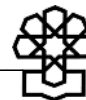
قانون عملیات بانکی بدون ربا برای نظام بانکی کشور اهدافی نظیر استقرار نظام پولی و اعتباری بر مبنای حق و عدل با ضوابط اسلامی به‌منظور گردش صحیح پول و اعتبار در جهت سلامت و رشد اقتصاد کشور، فعالیت در جهت تحقق اهداف و سیاست‌ها و برنامه‌های اقتصادی دولت با ابزارهای پولی و اعتباری و حذف ارزش پول و ایجاد تعادل در موازنه پرداخت‌ها و تسهیل مبادلات بازرگانی و... را تصویر کرده است. در عین حال وظایفی نظیر تنظیم، کنترل و هدایت گردش پول و اعتبار و اعمال سیاست‌های پولی و اعتباری و... را برعهده نظام بانکی کشور گذاشته و بانک مرکزی جمهوری اسلامی ایران مسئول تحقق این اهداف و عملیاتی کردن وظایف پیش‌گفته است.

با توجه به ممنوعیت بهره در اقتصاد اسلامی و عدم امکان به‌کارگیری آن برای اعمال سیاست پولی، اجرای عملیات بازار باز از طریق خرید و فروش اوراق قرضه که بر نرخ بهره مبتنی است، مطلقاً کارآیی نداشته و به این ترتیب عملاً قدیمی‌ترین و شناخته شده‌ترین و در عین حال مهمترین ابزار اعمال سیاست پولی که از طریق عملیات بازار باز برای مهار نقدینگی و حجم پول در اقتصاد صورت می‌پذیرفت، از مجموعه ابزارهای سیاست‌گذاری که در اختیار بانک مرکزی بود، کنار گذاشته شد.

تجربه ۲۶ سال اخیر جمهوری اسلامی ایران نیز نشان می‌دهد که ابزارهای متعارف دیگر مانند تغییر نرخ ذخیره قانونی، تغییر نرخ تنزیل مجدد و ابزارهایی که به‌ویژه در بانکداری بدون ربا مطرح شد، نظیر تعیین حداقل و حداکثر نسبت سود بانک‌ها در معاملات اقساطی و اجاره به شرط تملیک، تعیین انواع و میزان حداقل و حداکثر کارمزد خدمات بانکی و حق‌الوکاله و... کارآیی مطلوبی برای مهار نقدینگی و حجم پول نداشتند و نتوانستند خلأ انجام عملیات بازار باز را پر کنند.

ازاین‌رو گرچه لازم است از تجربیات کشورهای موفق برای ابزارسازی و تنوع‌بخشی به آن سود جست، اما ضروری است بازارهای پولی متناسب با ساختار و مکتب اقتصادی جامعه شکل گیرد و قبل از صدور مجوز برای ظهور ابزار خاصی باید جایگاه و کارکرد آن را در بازار به‌خوبی تبیین نمود. زیرا هر ابزاری پاسخگوی نیازی ویژه در بازار است. علاوه بر این، این ابزارها باید متناسب با شریعت اسلامی به‌گونه‌ای مناسب طراحی گردد تا به‌خوبی عهده‌دار نقل و انتقال و جوه باشد.

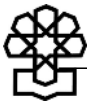
در ماده (۱۰) بند «ح» برنامه چهارم توسعه کشور، دولت به‌منظور اجرای سیاست‌های پولی به بانک مرکزی اجازه انتشار اوراق مشارکت و سایر ابزارهای مشابه در قالب عقود اسلامی موضوع



قانون عملیات بانکی بدون ربا با تصویب مجلس شورای اسلامی را داده بود. اما در طول برنامه چهارم دولت بیشتر به انتشار اوراق مشارکت تمایل نشان داد. با توجه به انگیزه‌های متفاوت سرمایه‌گذاران و درجات مختلف ریسک‌پذیری آنان می‌باید ابزارها به‌گونه‌ای طراحی شوند که انگیزه طیف وسیعی از سرمایه‌گذاران در نظر گرفته شود، تا از این طریق به کارآیی سیاست‌های پولی افزوده شود. لذا دولت در ماده (۸۲) لایحه برنامه پنجم توسعه کشور، برای برطرف نمودن این مشکلات به بانک مرکزی اجازه استفاده از ابزارهای پولی در چارچوب قانون عملیات بانکی بدون ربا را داده است. با توجه به کارکردها و ویژگی‌های صکوک استصناع (سفارش ساخت) می‌توان به اهدافی نظیر افزایش رشد اقتصادی، بهبود وضعیت اشتغال، تثبیت سطح عمومی قیمت‌ها و بهبود موازنه پرداخت‌های خارجی دست یافت. با توجه به ماده (۳) قانون بودجه سال ۱۳۸۹ که به دولت مجوز انتشار ۱۲/۵ میلیارد یورو اوراق مشارکت و صکوک داده شد، طراحی صکوک جدید با استفاده از تجربیات کشورهای دیگر می‌تواند دایره انتخاب صکوک را برای مؤسسات خواهان انتشار صکوک در ایران افزایش دهد.

بانک مرکزی می‌تواند در صورت قانونی‌شدن صکوک استصناع و با مجوز شورای پول و اعتبار، از طریق عملیات بازار باز تمام یا بخشی از این اوراق را از بانکها در چارچوب خرید دین، بخرد و با این عمل به سیاست پولی انبساطی اقدام ورزده (در وضعیت رکورد اقدام به خرید بیشتر این اوراق نمایند و بالعکس ...). مشکلی که وجود دارد، این است که هرگاه بانک مرکزی برای نخستین بار به خرید اوراق اقدام می‌کند تا بتواند در مراحل بعد با فروش آنها سیاست انقباضی اعمال کند، ازدیاد حجم پول را به‌دنبال داشته و اگر اقتصاد در وضعیت تورمی باشد، بر شدت آن افزوده می‌شود.

تلاش این گزارش بر آن است که با به‌کارگیری عقد استصناع و شکل‌دهی اوراق بهادار استصناع، به روش توصیفی و تحلیل محتوا با استفاده از منابع کتابخانه‌ای به اثبات این فرضیه پردازد که « صکوک استصناع ابزاری مناسب برای اعمال سیاست‌های انبساطی و انقباضی پولی بوده و می‌تواند در صورت گسترش تا حدودی خلأ اوراق قرضه را برای انجام عملیات بازار باز پر نماید». در این گزارش پس از بیان مقدمه به تعریف عقد استصناع، چگونگی شکل‌گیری صکوک استصناع، استصناع مستقیم و غیرمستقیم، ویژگی‌های صکوک استصناع در کنار اوراق مشارکت، ضوابط طراحی ابزاری مناسب برای جایگزینی اوراق قرضه و اعمال سیاست پولی از طریق صکوک استصناع پرداخته می‌شود.



۱. عقد استصناع

استصناع یا قرارداد سفارش ساخت قراردادی است بین دو شخص اعم از حقیقی و حقوقی مبنی بر تولید کالایی خاص یا اجرای پروژه یا طرحی با ویژگی‌های مشخص در آینده است که سفارش‌گیرنده (پیمانکار) در ازای گرفتن مبالغ آن در زمان‌های توافق شده 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، براساس زمانبندی کوتاه‌مدت یا بلندمدت مثلاً از یک‌ساله تا ده‌ساله، متعهد می‌شود مواد اولیه و کالاهای مورد نیاز برای اجرای پروژه را مستقیماً خود تهیه و در زمان مشخص کالا یا پروژه مورد نظر را به سفارش‌دهنده تحویل دهد.^۱

۲. ماهیت فقهی عقد استصناع در دیدگاه فقها و مراجع

برای اطمینان از صحت عقد استصناع از فقها و مراجع عالیقدر شیعه سؤالاتی در قالب نامه زیر تنظیم گردید:^۲

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 مورد نظر 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 درصد پیش‌پرداخت، ۵۰ درصد زمان تحویل و ۲۵ درصد بعدی 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:

- آیا چنین قراردادی صحیح است؟

- آیا این قرارداد که در کشورهای عربی به عقد استصناع معروف است در قالب یکی از عقود

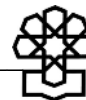
متعارف قرار می‌گیرد یا عقد مستقلی است؟

- در صورتی‌که عقد استصناع عقد مستقل باشد، آیا عقد لازم است یا عقد جایز؟

مراجع بزرگوار و فقهای عالی مقام شیعه این‌گونه پاسخ دادند (به ترتیب حروف الفبا):

۱. نظریور، ۱۳۸۵، ص ۵۰.

۲. نسخه اصلی جواب مراجع و فقهای بزرگوار در نزد نویسنده گزارش موجود و قابل استناد است.

**آیت‌الله 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».

آیت‌الله جوادی آملی: (۱۳۸۶/۱۱/۲۵)

«عقد مزبور هرچند مرکب از چند عقد است، ولی اگر مجموعاً تحت یک عقد قرار گیرند، مصداق یکی از عقود متعارف نبوده و عقد مستقل، صحیح و لازم‌الطرفین است».

آیت‌الله 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».

آیت‌الله خامنه‌ای (مقام معظم رهبری): (۱۳۸۶/۳/۲۴)

«قرارداد مذکور از مصادیق بیع و شراء است و مشمول ادله صحت و نفوذ بیع است اگرچه شرایط بیع نسیه و بیع سلف را ندارد، زیرا شرایط مذکوره شرایط حکم است و نه قید مقوم موضوع و عقدی لازم است».

آیت‌الله روحانی: (۱۳۸۶/۳/۲۰)

«گرچه این‌گونه معاملات را بعضی به‌عنوان صلح و بعضی به‌عنوان جعاله تصحیح نموده‌اند، ولی به‌نظر من عقد مستقلی است دلیل صحت آن هم آیه «تجاره عن تراض» و دلیل «الناس مسلطون علی اموالهم» و بنا عقلاً است. به هر حال این معامله بدون تردید صحیح است و به‌دلیل «اوفوا بالعقود» عقدی لازم است».

آیت‌الله صافی گلپایگانی: (۱۳۸۶/۴/۲۹)

«عقد مذکور می‌تواند تحت عنوان صلح، صحیح باشد. و اگر این عقد واجد شرایط صلح باشد از عقود لازمه است».

آیت‌الله گرامی: (۱۳۸۶/۹/۱۰)

«قرارداد مزبور صحیح است و لازم و نافذ. این عقد می‌تواند عقد مستقلی باشد و از آیه کریمه «اوفوا بالعقود» اعتبار بگیرد. به‌نظر اینجانب می‌تواند بیع هم حساب شود. در بیع به نظر اینجانب لازم نیست مبیع بالفعل موجود باشد. دلیلی هم بر منع کالی به کالی نیست و قدر مسلم منع بیع دین به دین است که این از آن مورد نیست».

آیت‌الله 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».



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

«ظاهراً عقد مستقل به حساب 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».

آیت‌الله مکارم شیرازی: (۱۳۸۶/۳/۱۹)

«در صورتی این قرارداد صحیح است که جنس مورد نظر از تمام جهات تعیین شود و تمام پول را بپردازد 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».

آیت‌الله موسوی اردبیلی: (۱۳۸۶/۴/۲۶)

«چنانچه حدود و مشخصات کالا و شرایط معین باشد تا معامله غرری نباشد، اشکال ندارد. این قرارداد احتمال دارد که عقد مستقلی باشد، هر چند بعید نیست مصداق بیع باشد، یعنی فروش مبیع کلی به طور نسبی با تعیین مشخصات کامل».

آیت‌الله منتظری: (۱۳۸۶/۴/۶)

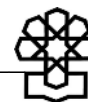
«عقد مذکور صحیح است و با توجه به اینکه در معاملات مذکور عوض و معوض هر دو مهلت دار است انشا آن به صورت بیع اشکال دارد، ولی انشا آن به صورت اجاره یا جعاله بر عملیات مثل اینکه بگوید: فلان چیز را بساز و تهیه مواد اولیه برعهده تو است و یا عقود مرکب از چند عقد قابل تصویر است و مانعی ندارد. همان طور که انشا آن به صورت عقد مستقل همچون تعهد طرفین به بیع و شراء در آینده نیز مانعی ندارد و اگر به صورت اجاره یا عقد مستقل باشد لازم است. ولی اگر به نحو جعاله باشد تا قبل از انجام عمل جایز است و برهم زدن آن مانعی ندارد».

آیت‌الله نوری همدانی: (۱۳۸۶/۵/۱۱)

«این عقد صحیح است و می‌تواند تحت عناوینی چون بیع و اجاره قرار گیرد و می‌تواند عقد مستقلی باشد. این عقد عقدی لازم است و شرایطی که در عقود لازم مانند بیع ضروری است، در آن نیز معتبر می‌باشد».

با توجه به پاسخ‌های مذکور در می‌یابیم که اکثریت مراجع و فقهای شیعه یا به صورت عقد مستقل و یا در قالب اجاره، بیع، جعاله و صلح به صحت این عقد اعتقاد دارند.^۱ بنابراین در صورتی که عقد استصناع را عقد مستقل، بیع، اجاره و صلح بدانیم، این عقد علاوه بر صحت، لازم خواهد بود و در صورتی که در قالب جعاله بگنجد عقدی جایز تلقی می‌شود و بنابراین در همه صور

۱. آیت‌الله فیاض از عالمان برجسته عراق نیز عقد استصناع را به عنوان عقدی که می‌توان در بانکداری اسلامی از آن استفاده نمود ذکر می‌کنند (هناک بدائل اخری منها الاجارة المنتهية الى التمليك، ومنها الاستصناع، ومنها غیر ذلك، ان بامكان البنك اللاربوي القيام بكل معاملة مشروعة مع عملائه حسب ما يراه فيها من المصلحة والفائدة للطرفين).
<http://www.annoormagazine.com/>



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 و در غیر این صورت صرفاً معامله‌ای صوری انجام شده است و لازم است پس از ساخت کالا معامله جدیدی در قالب بیع صورت پذیرد.

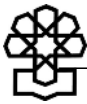
جدول دیدگاه فقها و مراجع شیعه در زمینه عقد استصناع

| ماهیت عقد استصناع | | | | | | آیات عظام و فقهای شیعه |
|-------------------|-----|-------|-------|-----|-----------|----------------------------|
| سلف | صلح | جعاله | اجاره | بیع | عقد مستقل | |
| | | | × | | | بهجت |
| | | | | | × | جوادی آملی |
| | | | × | | | حسینی شاهرودی |
| | | | | × | | خامنه‌ای (مقام معظم رهبری) |
| | | | | | × | روحانی |
| | × | | | | | صافی گلپایگانی |
| | | | | × | × | گرامی |
| | | | × | × | | علوی گرگانی |
| | | | | | × | مرحوم فاضل لنکرانی |
| × | | | | | | مکارم شیرازی |
| | | | | | × | موسوی اردبیلی |
| | | × | × | | | منتظری |
| | | | × | × | | نوری همدانی |

۳. چگونگی شکل‌گیری صکوک استصناع

بازارهای مالی از آن جهت که امکان تبادل و عرضه و تقاضای وجوه مالی را فراهم می‌آورند از اهمیت و ضرورت ویژه‌ای برخوردار هستند. دارندگان وجوه اندک نیز می‌توانند در این بازار سرمایه‌گذاری کنند و هرگاه نیاز به نقدینه داشته باشند، می‌توانند اوراق بهادار خود را در بازار بورس عرضه نموده و وجوه مورد نیاز خود را به دست آورند. در این میان ظهور و گسترش صکوک استصناع در مجموعه اوراق بهادار بی‌تردید بر گستره انتخاب خواهد افزود و منجر به رونق بازار بورس شده و زمینه کارآمدی بیشتر آن را فراهم می‌سازد.

طبیعی است برای اینکه صکوک مورد رغبت مردم قرار گیرد، باید ضمانت‌های لازم صورت پذیرد تا مردم با اطمینان از اینکه سرمایه‌هایشان محفوظ خواهد ماند، به این عرصه وارد شوند؛ از این رو لازم است انتشار این صکوک با ضمانت وزارت امور اقتصادی و دارایی یا سازمان



مدیریت و برنامه‌ریزی و با مجوز رسمی بانک مرکزی منتشر شود و در صورتی که بازار ثانویه بورس فراگیر و گسترده و سهل‌الوصول نیست همان‌گونه که در اوراق مشارکت از بانک‌های عامل ویژه استفاده شد، در این طرح نیز از آنان استفاده شود. همچنین لازم است سررسید این صکوک به تناسب طرح‌ها و کالاهای مورد نظر به دقت تعیین شود و کیفیت مراجعه تا زمان سررسید و در زمان خود سررسید نیز به‌طور کامل مشخص و شفاف باشد.

اگر همانند قراردادهای متعارف استصناع بخشی از مبلغ در زمان انعقاد عقد و باقیمانده در آینده و در زمان‌های مشخصی به‌صورت نقدی پرداخت گردد، طبعاً صکوک استصناعی شکل نمی‌گیرد و پس از تحویل کالا و پرداخت وجوه عقد استصناع پایان می‌پذیرد. اما اگر به هر علت همانند محدودیت‌های مالی و بودجه‌ای و یا ضرورت اعمال سیاست‌های مناسب اقتصادی، امکان پرداخت نقدی میسر نباشد، این نهادها ضمن مذاکره با مؤسسات مالی ناشر صکوک و یا بانک‌های سرمایه‌گذاری جهت قیمتگذاری و چگونگی انتشار و... وارد مذاکره شده و به آنان اجازه دهند اسناد یا اوراق بدهی استصناع با سررسید مشخص به تناسب قرارداد استصناع بسته شده با پیمانکاران و یا سازندگان، منتشر نموده و در بازار بورس عرضه و وجوه به‌دست آمده را به آنان تحویل نماید و یا در صورتی که پیمانکاران خود بپذیرند به‌جای پرداخت همه یا بخشی از مبالغ به‌صورت نقدی، این اوراق به آنان داده شود. در هر دو صورت صکوک استصناع شکل می‌گیرد.

صکوک استصناع مورد نظر گزارش حاضر در دو قالب استصناع مستقیم و غیرمستقیم قابل

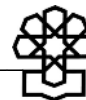
شکل‌گیری است:

الف) استصناع مستقیم

وزارتخانه‌ها، سازمان‌های دولتی، شهرداری‌ها و شرکت‌ها و مؤسسات تابعه و همچنین شرکت‌های سهامی عام و بانک‌های تجاری و تخصصی و مؤسسات پولی و اعتباری برای اجرای طرح‌های جدید یا تکمیل طرح‌های موجود، می‌توانند با شخصیت‌های حقیقی یا حقوقی که به‌صورت مناقصه به همکاری دعوت می‌شوند، قرارداد استصناع امضا نمایند.^۱

سررسید این صکوک لازم است به‌گونه‌ای تنظیم گردد که طرح در آن سررسید به اتمام می‌رسد یا در حال اتمام است یا بعد از مدتی به پایان می‌رسد. طبیعی است هرچه زمان سررسید طولانی‌تر باشد فاصله و شکاف بین مبالغ اسمی درج شده در این صکوک و مبلغ نقدی طرح (در صورت پرداخت نقدی) بیشتر خواهد شد. مبنای محاسبه این رقم، متوسط نرخ بازدهی سرمایه در بخش خاص و مورد نظر و توافق طرفین قرارداد می‌باشد.

۱. نظریه، ۱۳۸۴، ص ۹۸.



پیمانکاران و مجریان این طرح‌ها پس از اخذ صکوک (در صورتی‌که خود این صکوک را اخذ کرده باشند) 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 صورتی‌که به هر دلیل به پول نقد نیاز داشته باشند می‌توانند همه یا بخشی از این صکوک را در بازار ثانویه با نرخ تنزیل توافقی و یا به قیمت روز فروخته و به وجوه نقد دست یابند. بنابراین، تا قبل از تصمیم پیمانکاران و یا مجریان طرح‌ها برای ورود به بازار بورس و تبدیل صکوک به پول نقد، صکوک استصناع همانند سایر اسناد بدهی نظیر چک مدت‌دار، سند بدهکاری ناشر به دارندگان این صکوک است ولی در صورتی‌که این امکان برای دارندگان وجود داشته باشد این صکوک را به بازار مالی برده و قبل از سررسید به فروش برسانند صکوک استصناع به عنوان یک ابزار اعمال سیاست اقتصادی کارکرد خود را آغاز خواهد کرد. بنابراین در صورت فروش صکوک در بازار ثانویه، خریداران و سایر دارندگان این اوراق نیز می‌توانند به فروش این اوراق مبادرت نمایند و این روند همچنان ادامه یابد.

البته همان‌گونه که آشکار است شرط کارآیی مناسب این صکوک وجود بازارهای اولیه و ثانویه و مؤسسات مالی و بانک‌های سرمایه‌گذاری فعال است.

ب) استصناع غیرمستقیم یا موازی

در صورتی‌که طرح خیلی بزرگ باشد و پیمانکاران کوچک توان اجرای آن را نداشته و لازم باشد طرح بزرگ به طرح‌های کوچک تبدیل شود، یا اینکه پیمانکاران جزء نمی‌توانند با وزارتخانه‌ها یا سازمان‌های کشور وارد قرارداد شوند و یا اساساً تمایلی به انعقاد قراردادهای بلندمدت و ورود به بازارهای مالی را نداشته باشند و سفارش‌دهندگان یا بانیان اعم از وزارتخانه‌ها، شهرداری‌ها، سازمان‌ها و شرکت‌های دولتی و خصوصی حتی به واسطه بانک‌های سرمایه‌گذاری نتوانند قرارداد مستقلی با پیمانکاران، مجریان نهایی طرح و یا سازندگان نهایی کالاهای مورد نظر منعقد نمایند، می‌توانند با یک بانک سرمایه‌گذاری وارد مذاکره شده تا مقدمات انتشار صکوک استصناع و امور مربوط به قیمتگذاری و تاریخ‌های سررسید و... فراهم گردد. بانک سرمایه‌گذاری می‌تواند با یک بانک معتبر تجاری وارد قرارداد استصناع (استصناع اول) شود. ولی این بانک تجاری از آنجا که خود نمی‌تواند عملیات احداث یا ساخت را انجام دهد، قرارداد استصناع دیگری (استصناع دوم) با پیمانکاران و یا مجریان طرح مطابق استصناع دوم می‌بندد. در این صورت استصناع غیرمستقیم یا موازی صورت می‌پذیرد. بی‌تردید از آنجایی بانک تجاری با قبول استصناع اول به دنبال دریافت سودی مناسب است، دو قرارداد به‌گونه‌ای تنظیم می‌شود که دربردارنده سودی برای بانک تجاری باشد. بنابراین کمتر بودن مبلغ قرارداد استصناع دوم از اول امری طبیعی در عین حال لازم و ضروری است.



۴. ویژگی‌های صکوک استصناع در کنار اوراق مشارکت

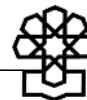
هدف از گزارش حاضر، معرفی صکوک استصناع به‌عنوان جایگزین اوراق مشارکت دولت و بانک مرکزی^۱ نیست؛ بلکه درصدد است صکوک استصناع را در کنار اوراق مشارکت و مکملی برای آن به‌منظور جایگزین اوراق قرضه برای اعمال سیاست‌های انبساطی و انقباضی پولی معرفی کند.

مشارکت به معنای واقعی آن بدین معناست که چند شخصیت حقیقی یا حقوقی برای انجام کاری مشخص با دریافت اوراقی که نشان‌دهنده مقدار مشارکت آنهاست براساس قرارداد خاص با هم شریک می‌شوند و پس از انجام کار، سود حاصل که سود سرمایه است به نسبت سهم مشارکت بین این عده تقسیم می‌شود. این اوراق همانند سندی که حکایت از یک دارایی مشاع دارد، قابل خرید و فروش در بازار (بازار ثانویه اوراق بهادار) خواهد بود. اگر قرار باشد که این اوراق در سطح وسیعی براساس مشارکت واقعی انتشار یابد لازم است مراجع ذیصلاح مجوز انتشار آن را صادر نمایند. در صورتی که وزارتخانه‌ها و نهادهای مربوط اقدام به انتشار این اوراق نمایند، می‌باید از منابع به‌دست آمده، در جایگاه وکیل مردم در پروژه مورد نظر و مشخصی سرمایه‌گذاری نموده و سود حاصل را در پایان پروژه به نسبت میزان مشارکت تقسیم نمایند.

با ملاحظه این ویژگی‌ها درمی‌یابیم که سود اوراق مشارکت از قبل تعیین شده نیست و متناسب با سودی است که در پایان پروژه به‌دست می‌آید؛ پس در اوراق مشارکت، میزان سود، غیرقطعی و همراه با مخاطره و ریسک است. اگر وضعیت اقتصادی و وضعیت کسب‌وکار مطلوب باشد، سود بالا و در غیر این صورت سود پایین یا حتی ممکن است منفی باشد. گرچه تضمین سود علی‌الحساب از مخاطره به مقدار بسیاری می‌کاهد، ولی اگر در پایان پروژه محاسبه دقیقی از سود به‌عمل آید، طبیعی است که مقدار اولیه سود علی‌الحساب نباید مبنای تصمیم‌گیری مشارکت‌کنندگان قرار گیرد؛ پس با توجه به معنا و ماهیت واقعی مشارکت افرادی به خرید اوراق مشارکت اقدام می‌کنند که ریسک‌پذیر باشند؛ ولی می‌دانیم افراد از نظر روان‌شناختی و روحیات شخصی یکسان نیستند. برخی ریسک‌پذیر هستند و همین که درآمد و بازده فراوانی را احتمال می‌دهند حاضرند در آن زمینه سرمایه‌گذاری کنند. این افراد مناسب است در اوراق مشارکتی سرمایه‌گذاری کنند. از سوی دیگر قشرهای دیگری از جامعه وجود دارند که به‌عللی تمایل دارند درباره مقدار بازده سرمایه‌شان مطمئن باشند. این افراد به‌طور طبیعی به سرمایه‌گذاری همراه با ریسک تمایل ندارند.

با انتشار صکوک استصناع می‌توان به جذب سرمایه‌های افراد ریسک‌گریز که به‌دنبال بازدهی

۱. گرچه اوراق مشارکت بانک مرکزی به‌صورتی که در گذشته منتشر شد توجیه شرعی نداشته و به همین دلیل مجلس شورای اسلامی با انتشار مجدد آن مخالف نمود، ولی می‌توان این اوراق را به‌صورت دیگری که ایراد شرعی نداشته باشد منتشر نمود.



ثابت و از پیش تعیین شده‌ای هستند، اقدام نمود. با دقت در ماهیت عقد استصناع در می‌یابیم از آنجا که صکوک استصناع دارای سررسید مشخص و معین به‌طور مثال دوساله، پنج‌ساله یا ده‌ساله است، فردی که این صکوک را با قیمت مشخصی در بازار اوراق بهادار می‌خرد می‌داند که در زمان سررسید مقدار مشخصی از پول را که همان مبلغ اسمی صکوک استصناع است که به‌وسیله انتشاردهنده آن مشخص شده به‌دست خواهد آورد و از الان می‌تواند با کمترین مخاطره و ریسکی روی آن مبلغ برای خود طرح و برنامه‌ای داشته باشد؛ زیرا قیمت این صکوک در سررسید متناسب با وضعیت رونق و رکود اقتصادی تغییر نخواهد کرد؛ بلکه همچنان مقدار ثابتی باقی خواهد ماند. گرچه اگر بخواهد قبل از سررسید بفروشد قیمت این صکوک متأثر از وضعیت اقتصادی خواهد بود.

هنگامی که صکوک استصناع به ازای انجام طرح و پروژه‌ای با قیمت مشخصی در زمان سررسید در استصناع مستقیم و غیرمستقیم به پیمانکار داده می‌شود، درواقع همه ریسک به او منتقل خواهد شد. چون کسی که صکوک استصناع را صادر می‌کند، در زمان سررسید مبلغ مشخصی را در ذمه خود پذیرفته است که با تغییر اوضاع و احوال اقتصادی سیاسی و اجتماعی تغییر نمی‌کند. اما پیمانکار که انجام این کار را تا زمان مشخصی تعهد کرده است ممکن است در اثر شرایط پیش‌گفته با سود بیشتر یا کمتر یا حتی با زیان قابل توجهی مواجه شود؛ اما افرادی که در صکوک استصناع سرمایه‌گذاری می‌کنند، با کمترین ریسک در زمان سررسید از سود از پیش تعیین شده بهره‌مند خواهند شد.

بنابراین انتشار صکوک استصناع می‌تواند وضعیت سرمایه‌گذاری و تأمین مالی کوتاه و بلندمدت طرح‌های عمرانی بخش دولتی و خصوصی را تسهیل کرده و وضعیت جذب نقدینگی طیف‌های ریسک‌گریز را فراهم سازد و اندوخته مورد نیاز منابع مالی مؤسسه‌های اقتصادی جامعه را گسترده‌تر و عمیق‌تر کند.^۱

از تفاوت بین این دو اوراق می‌توان نتیجه گرفت که چون سود انتظاری اوراق مشارکت همراه با مخاطره و عدم اطمینان است، باید نرخ سود انتظاری آن بالاتر از نرخ سود صکوک استصناع باشد تا افراد رغبت بیشتری به خرید آن از خود نشان دهند.

نکته دیگر که می‌توان درباره بازده شخصی مطرح کرد، این است که به جهت این نوع بازده که صکوک استصناع دارد گرچه هم برای پروژه‌های کوتاه‌مدت و هم برای پروژه‌های بلندمدت قابلیت به‌کارگیری دارد، برای پروژه‌های کوتاه‌مدت از جهاتی مناسب‌تر است؛ زیرا برای مثال قیمت فعلی پروژه با نرخ بازده ۱۰ یا ۱۵ درصد می‌تواند مبنای میزان قیمت اسمی صکوک استصناع قلمداد شود. از آنجا که نرخ‌های تورم خصوصاً برای کشور در حال توسعه‌ای نظیر ایران برای کوتاه‌مدت

۱. نظریور و ابراهیمی، ۱۳۸۸، ص ۸۰.

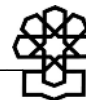


به‌طور مثال یک‌سال یا دو‌سال قابل پیش‌بینی است، این نرخ‌های بازده می‌تواند نرخ واقعی تلقی شود. دولت یا دستگاه‌های انتشاردهنده این صکوک می‌توانند با برنامه مشخص پروژه‌های کوتاه‌مدت خود را از این طریق تأمین مالی کنند و خریداران صکوک هم می‌توانند به بازدهی مورد انتظار دست یابند.

از آنجا که اگر اوراق مشارکت به معنای واقعی خود تحقق یابد، سود یا زیان احتمالی در آینده مشخص می‌شود، بهتر است از این اوراق در میان‌مدت یا بلندمدت بیشتر استفاده شود؛ چون مدت زمان اجرای طرح طولانی است، احتمال تغییرات در روند اقتصادی به سمت رونق یا رکود یا ترکیبی از این دو وجود دارد و از این رو دستیابی به سود قطعی آن هم به میزان مشخص به‌طور مثال ۱۰ یا ۲۰ درصد در طول پنج یا ده‌سال با مخاطره و ریسک مواجه است. در این صورت، اوراق مشارکت چون ریسک را بین همه سرمایه‌گذاران توزیع می‌کند و سود پایان انجام طرح برآیندی از ریسک‌ها و نااطمینانی طول دوره است به‌نظر مناسب‌تر باشد.

با توجه به طرح‌های فراوان نیمه‌تمامی که اغلب به جهت کمبود اعتبارات متوقف مانده‌اند، صکوک استصناع اهمیت ویژه‌ای می‌یابد؛ زیرا در زمان آغاز به این طرح‌ها که اغلب توجیحات فنی، اقتصادی یا حتی سیاسی دارند، مقداری بودجه اختصاص داده می‌شود و در سال‌های بعد به‌علت محدودیت اعتبارات اجرای آنها متوقف می‌شود؛ در صورتی‌که اگر در ابتدای طرح به پیمانکار صکوک استصناع داده شود، دولت خود را موظف می‌داند با تضمینی که وزارت اقتصاد و دارایی یا هر نهاد معتبری کرده است، در زمان سررسید، کل مبالغ پرداخت شود. در عین حال پیمانکار نیز که می‌تواند این صکوک را تا زمان سررسید نگه دارد و به پول تبدیل کند یا اینکه در ابتدا یا وسط دوره آن را با قیمت کمتر از قیمت اسمی بفروشد و دغدغه‌های اعتباری نداشته باشد، می‌کوشد در سر موعد مقرر طرح را به پایان رسانده، آن را تحویل دهد. گرچه در زمان سررسید صکوک استصناع نهاد سفارش‌دهنده و مؤسسه انتشاردهنده باید معادل مبلغ اسمی پول را در اختیار دارنده آن قرار دهد، از آنجا که طرح در مدت سررسید یا حوالی آن به اتمام رسیده و محصول آن به بازار می‌آید مشکلی از جهت افزایش نقدینگی نیز ایجاد نمی‌کند؛ زیرا متناسب با رشد محصول اگر پول بیشتری به جامعه تزریق شود نه تنها مشکلی را ایجاد نمی‌کند، بلکه به عکس نبود نقدینگی مناسب در این صورت مشکل‌زا خواهد بود.

نکته جانبی دیگری که در ویژگی صکوک استصناع می‌توان مطرح کرد، این است که نظام حسابداری برای این صکوک براساس بدهکار، بستانکار است که سهولت خاصی دارد و تصمیم‌گیری و میزان سود و زیان آسان‌تر محاسبه می‌شود؛ ولی نظام حسابداری در اوراق مشارکت از سنخ سرمایه و سود است، زیرا همه دارندگان آن با هم در یک فعالیت اقتصادی مشارکت کرده‌اند.



نکته قابل ذکر دیگر این است که صکوک استصناع، کارکردی نظیر اوراق قرضه اسلامی، با کوپن صفر دارد. اوراق قرضه با کوپن صفر همان اوراق تنزیلی هستند. گرچه هیچ پرداخت سود یا کوپنی به آن تعلق نمی‌گیرد، نرخ سود در تفاوت بین قیمت اسمی اوراق و ارزش تنزیلی آن مستتر است. اوراق قرضه اسلامی در قالب قرارداد بیع انجام می‌شود.^۱ همچنین صکوک استصناع از جهاتی مثل توافقی‌های بازرخرد است. توافقی‌های بازرخرد قراردادی است که یک معامله‌گر سرمایه‌گذار که دارنده اوراق بهادار است، این اوراق را به طرف دیگر معامله می‌فروشد و همزمان می‌پذیرد که بعداً آن را با قیمت معین و بالاتری بازرخرد کند.^۲ در صکوک استصناع نیز انتشاردهنده ارزش فعلی قرارداد ساخت را نزد خود محاسبه می‌نماید و به جهت تأخیری که تا زمان سررسید در پرداخت وجوه دارد، مبلغ مندرج در سررسید را ارزش آینده قرارداد ساخت، تعیین می‌کند. به همین جهت در اکثر انواع صکوک استصناع، خریدار می‌داند در زمان سررسید به میزان مبلغ اسمی درج شده دریافت خواهد داشت و این مبلغ بیش از مبلغی است که او از بازار خریداری نموده است و یا براساس آن قیمت با او رفتار شده است و از این جهت می‌توان اوراق استصناع را تا حدودی مشابه اوراق توافقی‌های بازرخرد^۳ تلقی نمود.

در مجموع انتشار صکوک استصناع و پذیرش آن در بازار بورس و استقبال مردم از آن می‌تواند کسری بودجه دولت را به شیوه‌ای مناسب تأمین مالی کند؛ نقدینگی بخش خصوصی را جمع‌آوری و آن را به سمت سرمایه‌گذاری‌های مولد و تولیدی سوق دهد و از نقدینگی جامعه در صورت نیاز کاسته و عرضه پول را کاهش داده، از این طریق به اهداف مورد نظر نظیر مهار تورم و ایجاد اشتغال و موازنه تجاری و... نائل آید.

صکوک استصناع با چنین کارکردهایی می‌تواند جایگزین خوبی برای اوراق قرضه دولتی باشد که در اقتصادهای سرمایه‌داری و بانکداری سنتی کاربرد گسترده و شایعی دارد. بنابراین با توجه به ویژگی‌های صکوک استصناع، می‌توان تا حدودی خلأ وجود اوراق قرضه را در اعمال سیاست‌های پولی پر نمود. از این رو لازم است با بسترسازی‌ها و تدوین قانون، زمینه اجرایی شدن آن را مهیا نمود.

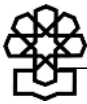
از طرفی با توجه به نیاز کشور به جذب سرمایه به‌منظور تأمین مالی طرح‌های اقتصادی و

۱. صالح آبادی، ۱۳۸۵، ص ۱۱۵.

۲. هال، ۱۳۸۴، ص ۱۹۰.

3. Repo Agreement

به موجب این موافقتنامه فروشنده، اوراق بهادار خود را در مقابل دریافت وجه به فروش می‌رساند و تعهد می‌نماید که اوراق بهادار مذکور را در زمان تعیین شده باز خرید نماید. براین اساس مالکیت اوراق بهادار تا قبولی معامله دوم به خریدار منتقل می‌شود. خریدار با وجود انتقال مالکیت، وجه کوپن‌های سود اوراق بهادار را با فروشنده صلح می‌نماید و در صورت دریافت هرگونه وجه ناشی از کوپن سود و مطالبه آن را از سوی فروشنده، وجه آن را به مالک اولیه مسترد می‌نماید.

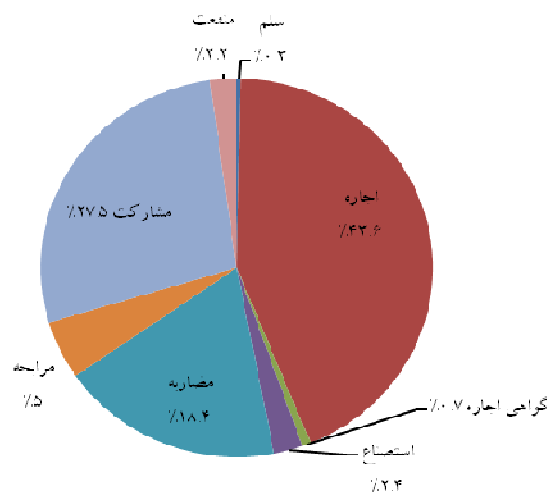


زیربنایی و از طرفی کمیبود منابع برای سرمایه‌گذاری در طرح‌های اقتصادی و عمرانی و همچنین کمیبود سرمایه‌گذاری‌های خارجی به دلیل اعمال تحریم‌های اقتصادی، دولت در ماده (۸۲) لایحه برنامه پنجم توسعه کشور، برای برطرف نمودن این مشکلات به بانک مرکزی اجازه استفاده از ابزارهای مالی (مصوب شورای عالی بورس و اوراق بهادار) و پولی در چارچوب قانون عملیات بانکی بدون ربا را داده است. همچنین در ماده (۳) قانون بودجه سال ۱۳۸۹ به منظور جذب سرمایه از بازارهای بین‌المللی به دولت اجازه انتشار ۱۲/۵ میلیارد یورو اوراق مشارکت به صورت ارزی و سایر انواع صکوک داده شده است. بنابراین با توجه به کارکردهای صکوک استصناع و همچنین نیاز به جذب سرمایه طیف وسیعی از سرمایه‌گذاران، می‌توان صکوک استصناع منتشر شده در بازارهای بین‌المللی را از یک سو به عنوان مکملی برای اوراق مشارکت ارزی و از سوی دیگر جانشینی برای اوراق قرضه به کار برد.

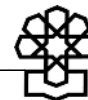
۵. تجارب انتشار بین‌المللی صکوک استصناع

با توجه به انتشار صکوک استصناع در بازارهای بین‌المللی توسط سایر کشورها، می‌توان تا حدودی از تجربیات آنها بهره جست. حجم انتشار صکوک استصناع در بازارهای بین‌المللی به صورت نمودار زیر می‌باشد:

نمودار ۱. انواع صکوک بین‌المللی منتشر شده (۲۰۰۱-۲۰۰۷)



Source: Global Research GCC, 2008, P.19.



همان‌طور که مشاهده می‌شود، صکوک استصناع منتشر شده تنها ۲/۴ درصد از حجم کل صکوک بین‌المللی را تشکیل می‌دهد.

در تعریف صکوک استصناعی که تاکنون توسط سایر کشورها منتشر شده است، آمده است: «صکوک استصناع، گواهی‌های باارزش یکسانی هستند که با هدف جذب منابع مالی منتشر می‌شوند. این نوع از صکوک برای تأمین مالی و توسعه دارایی‌های حقیقی، پروژه‌های صنعتی اولویت‌دار و یا تجهیزاتی نظیر توربین‌ها، موتورهای مولد، کشتی و هواپیما مورد استفاده قرار می‌گیرند. نهاد تأمین مالی اسلامی، منابع مالی مورد نیاز تولیدکننده و پیمانکار را در طول دوره ساخت دارایی تأمین می‌کند و مالکیت دارایی را دریافت می‌کند و به محض اتمام پروژه مالکیت را براساس بدهی مدت‌دار توافق شده به سفارش‌دهنده منتقل می‌کند و یا در صورت امکان، دارایی را به سفارش‌دهنده تحت عنوان صکوک اجاره، اجاره می‌دهد. نظر به اینکه دارایی‌های مورد نظر هنوز وجود خارجی ندارند، صکوک استصناع می‌باید تنها در قیمت اسمی مورد معامله قرار گیرد»^۱.

از آنجا که در فقه اهل سنت (به‌غیر از فقه شافعی) خرید و فروش دین مجاز نیست، صکوک استصناع به‌علت نداشتن بازار ثانویه قبل از سررسید از قدرت نقدشوندگی کمی برخوردار است، انتشار این صکوک در سطح بین‌المللی و در کشورهای اسلامی از محدودیت برخوردار است. ولی صکوک استصناع مورد نظر گزارش حاضر به‌دلیل مجاز بودن بیع دین و تنزیل از دید فقه امامیه، قابلیت مبادله در بازار ثانویه را دارا می‌باشند. از این‌رو انتظار می‌رود که انتشار این صکوک در داخل کشور و بین شیعیان در کشورهای اسلامی با استقبال بیشتری مواجه شود و از طریق انتشار آن بتوان منابع مالی مورد نیاز طرح‌ها را جذب نمود و با انتقال منابع مالی از بازارهای بین‌المللی به داخل کشور، حجم نقدینگی داخلی را افزایش داده و سیاست پولی انبساطی اعمال نمود. بنابراین با انتشار موفقیت‌آمیز آن در بازارهای بین‌المللی می‌توان همزمان به اعمال سیاست پولی و مالی همت گماشت.

۶. ضوابط طراحی ابزاری مناسب برای جایگزینی اوراق قرضه

بی‌تردید اوراق قرضه در چارچوب عملیات بازار باز یکی از مهمترین ابزارهای مالی در بازارهای پول و سرمایه به‌شمار می‌رود. فروش اوراق قرضه به معنای قرض گرفتن از دیگری همراه با شرط پرداخت بهره است و بنابراین امکان کاربرد این اوراق در اقتصاد اسلامی وجود ندارد. حال سؤال این است آیا ابزارهای جایگزین مناسبی می‌توان یافت تا در عین عهده‌داری کارکرد



مطلوب بتواند در چارچوب قانون عملیات بانکی بدون ربا قرار گیرد و با فقه اسلامی نیز مطابقت داشته باشد؟

نخستین ضابطه طراحی این ابزارها خروج از ماهیت عقد قرض است. با خروج از ماهیت قرض که تملیک مالی به دیگری همراه با ضمان است و متوسل شدن به سایر عقود می‌توان مشکل بازدهی ثابت و متغیر را حل کرد؛ برای مثال اگر اوراق بهادار در قالب حقوقی عقد مشارکت ریخته شود، کسی که این اوراق را می‌خرد، سرمایه صرف شده در این جهت در ملک خریدار باقی می‌ماند و سود حاصل از فعالیت اقتصادی مبتنی بر مشارکت با دیگران با نسبتی خاص قابلیت تقسیم بین مشارکت‌کنندگان را خواهد داشت و حکم ممنوعیت و حرمت ربا بر آن بار نخواهد شد.

افزون بر ضابطه پیشین، اوراق جایگزین باید به‌گونه‌ای باشد که دولت بتواند از طریق فروش آنها طرح‌های مشخصی را تأمین اعتبار کند و بانک مرکزی بتواند با مبادله آنها به افزایش و کاهش حجم پول و نقدینگی در اقتصاد اقدام کند و چنان طراحی شوند که اعتماد مردم به آنها جلب شود؛ به‌طوری که در عمل، بازاری فعال برای خرید و فروش آنها شکل گیرد. برای این منظور باید موارد ذیل مورد توجه قرار گیرد:

الف) اوراق باید دارای عنصر انگیزشی برای مردم باشد تا مردم و مؤسسه‌های بخش خصوصی به خرید و فروش آن اقدام کنند و این عنصر قابلیت تغییر داشته باشد تا بتوان با تغییر آن، مقدار خرید یا فروش مورد نظر را تأمین کرد.

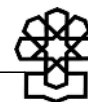
ب) اوراق باید از جهت مسائل حقوقی مالی دارای ضوابطی روشن باشد؛ یعنی مسائل مربوط به اصل مبالغ پرداختی، سود حاصله، زمان و مکان پرداخت نحوه خرید و فروش در بازار اولیه و ثانویه، نحوه رسیدگی به اختلاف‌های احتمالی به‌طور دقیق روشن باشد.

ج) اوراق باید قابلیت تجدید انتشار در سررسید داشته باشد تا بتوان در سررسید اوراق پیشین اوراق جدیدی را منتشر و جایگزین کرد.

د) منابع مالی حاصل از فروش اوراق امنیت کافی ولو از طریق پوشش‌های گوناگون بیمه داشته باشند.^۱

علاوه بر این ابزارهای سیاست پولی می‌باید انعطاف‌پذیر و کارآ (مؤثر) باشند. انعطاف‌پذیری^۲ به این معنی است که این ابزارها به هنگام نیاز به‌طور مکرر یا موردی در ابعاد بزرگ یا کوچک قابل تغییر باشند. بانک مرکزی باید بتواند آنها را در هر زمان که نیاز باشد حتی همزمان با اتخاذ تصمیم متوقف کرده و ابزار مخالف آن را برگزیند. ابزار مورد نظر باید بتواند به نحوی تمام عیار و

۱. موسویان، ۱۳۸۵، ص ۱۸۹.



یا در سطحی وسیع و کاملاً عمومی به کار گرفته شود. انعطاف‌پذیری همچنین به این معنی است که دسترسی یا استفاده از آنها در حد امکان و در مقایسه با سایر بانک‌ها و مؤسسات در اختیار بانک مرکزی باشد و این بانک باید شرایط آزادی اتخاذ تصمیم مستقل و یا در محدوده عوامل از پیش تعیین شده سیاست پولی را فراهم آورد.

کارآیی^۱ به معنای توانایی انتقال سریع آثار سیاستی و علائم هشداردهنده به تمام سیستم مالی و کل اقتصاد است تا بدین ترتیب بانک مرکزی را در رسیدن به اهداف کاربردی (عملیاتی) کمک کنند. ابزارهای کارآ به‌گونه‌ای باید طراحی شوند که نه تنها در مسیر عملکرد واسطه‌های مالی اخلاص ایجاد نکنند، بلکه باعث تخصیص غیربهبینه اعتبارات (وام‌ها) نیز نگردند.^۲ با توجه به ضوابط و خصوصیات پیش‌گفته کوشش می‌شود صکوک استصناع با دارا بودن این خصوصیات کارآیی مطلوب و مناسب داشته باشد و جایگزین مشروع و مطمئنی برای اوراق قرضه تلقی شود.

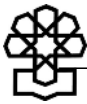
۷. اعمال سیاست پولی از طریق صکوک استصناع

در صورتی‌که پیمانکاران صکوک استصناع را به بانک‌ها بفروشند یا بانک‌ها از بازار ثانویه این صکوک را بخرند، بانک‌ها می‌توانند تا زمان سررسید صبر کنند یا در صورت نیاز به نقدینگی با فروش این صکوک نقدینگی لازم را به دست آورند؛ اما در صورتی‌که با تصویب قانون، بانک‌ها بتوانند این صکوک را به بانک مرکزی داده، 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 صکوک استصناع را بسته به موقعیت‌های اقتصادی با تنزیل بخرد و با پرداخت مبالغ مربوطه به اجرای سیاست انبساطی پولی اقدام کند؛ یعنی در وضعیت رکود اقتصادی با پرداخت قیمت بالا در مقایسه با وضعیت موجود بازار، انگیزه برای خرید این صکوک را افزایش دهد و از این طریق، حجم نقدینگی و به تبع آن مخارج کل و اعتبارات مؤسسه‌های پولی را افزایش دهند و بالعکس در وضعیت رونق اقتصادی سیاست انقباضی پولی را اعمال کرده و صکوک را با قیمت پایین‌تری به مردم فروخته است و از این طریق از نقدینگی موجود در جامعه بکاهد.

روند پیش‌گفته در صورتی می‌تواند به صورت ابزار مناسبی برای سیاست‌های پولی در طول زمان مورد استفاده قرار گیرد که صکوک استصناع طرح‌های مختلف در بخش‌های گوناگون

1. Effectiveness

۲. لیندگرن، ۱۳۷۸، صص ۱۱۰-۱۱۱.

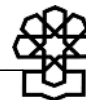


اقتصادی با سررسیدهای متفاوت و با تنوع گسترده‌ای منتشر شده باشد و همواره نیز همزمان با فرارسیدن سررسیدها، صکوک دیگری منتشر شود تا با جایگزینی برخی بر دیگری استمرار سیاستگذاری ممکن شود و بانک مرکزی بتواند با محاسبه تفاضل خرید و فروش‌ها، میزان نقدینگی لازم در جامعه را با سیاست‌های انقباضی یا انبساطی به خوبی کنترل کند.

نکته‌ای که باید بدان پرداخت این است که اولین بار که بانک مرکزی تصمیم می‌گیرد وارد بازار صکوک استصناع شده تا این صکوک را بخرد یا هر وقت تصمیم به افزایش سقف صکوک استصناع داشته باشد تا اندوخته صکوک برای اعمال سیاستگذاری پولی گسترده‌تر شود، به طور عملی سیاست انبساطی پولی به صورتی ناخواسته اعمال می‌شود؛ در صورتی که ممکن است اقتصاد در وضعیت تورمی باشد و با اعمال این سیاست آتش تورم شعله‌ورتر شود. یا اینکه اقتصاد در تعادل به سر می‌برد و اساساً نیازی به اعمال سیاست پولی اعم از انبساطی و انقباضی نداشته باشد. آیا شیوه‌هایی ممکن است ابداع کرد که بانک مرکزی بتواند با اعمال آنها آثار انبساطی این اقدام را به صفر یا به حداقل برساند؟

در پاسخ می‌توان گفت گرچه در سال‌های اخیر ارزهای حاصل از فروش نفت به منظور تأمین کسری بودجه دولت از سوی بانک مرکزی خریداری شده است، اما برای ورود صکوک استصناع به بازار می‌توان بخشی از این خرید را متوقف کرد و به جای آن بانک مرکزی اقدام به خرید صکوک استصناع کرده و در واقع همان مقدار نقدینگی را از طریق صکوک استصناع به اقتصاد تزریق نمود. گرچه باید پذیرفت که این سیاست نیز به نوبه خود سیاست پولی انبساطی محسوب می‌شود، از آنجا که این سیاست از طریق خرید ارز در هر صورت اعمال می‌شد و تنها نوع سیاست تغییر یافته است، کمترین هزینه متوجه اقتصاد کشور خواهد شد و از طرفی زمینه برای اجرای بدون مشکل عملیات بازار باز برای دولت فراهم خواهد آمد.

علاوه بر این 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 نشد و از بازار ثانویه این اوراق را خریداری نکرد، 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 می‌شود و این اوراق را خریداری می‌کند سیاست انبساطی پولی اتفاق می‌افتد.



این شیوه عملکردی بانک مرکزی دقیقاً همان چیزی است که در کیفیت ورود بانک مرکزی به بازار صکوک استصناع مطرح شد یعنی با ورود بانک مرکزی در 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 پیش بینی شد^۱ و این خود دقیقاً همان کارکردی را خواهد داشت که صکوک استصناع پیشنهادی گزارش دارد. یعنی در ابتدای ورود بانک مرکزی و خرید این صکوک، سیاست پولی انبساطی اعمال خواهد شد.^۲

صرفنظر از نکات پیش‌گفته از سه شیوه ذیل برای پاسخ به آن سؤال مهم و رفع نگرانی از سیاست انبساطی پولی ابتدایی می‌توان مدد جست:

الف) افزایش محدود نرخ ذخیره قانونی

برای اینکه از ماهیت انبساط پولی خریداری صکوک استصناع به وسیله بانک مرکزی جلوگیری کنیم می‌توانیم قبل از خرید، به تناسب مبالغی که بانک مرکزی می‌خواهد برای خرید صکوک استصناع اختصاص دهد؛ برای مثال، ۰/۵ یا ۱ درصد نرخ ذخیره قانونی بر سپرده‌های قرض‌الحسنه جاری و پس‌انداز (و نه سپرده‌های سرمایه‌گذاری مدت‌دار) افزایش یابد و دقیقاً بانک مرکزی همین میزان را صرف خرید صکوک استصناع کند. در این صورت، سیاست انقباضی پولی به جهت افزایش نرخ ذخیره قانونی با خرید این صکوک خنثی می‌شود و پول پر قدرت نیز افزایش نمی‌یابد.

این اقدام نیز با توجه به رویه جاری هیچ‌گونه ایرادی ندارد، زیرا یکی از مصوبات شورای پول و اعتبار در جلسه مورخ ۱۹ / ۲ / ۱۳۸۲ این است که «بانک مرکزی مجاز خواهد بود به تناسب شرایط اقتصادی و به‌منظور تحقق اهداف سیاست پولی نسبت سپرده قانونی را تا ۳ واحد درصد افزایش یا کاهش دهد».^۳

ب) اولویت‌دادن به تنزیل مجدد صکوک استصناع

بانک مرکزی می‌تواند با نرخ مشخصی اسناد بهادار در اختیار بانک‌ها را برای تأمین اعتبار مورد

۱. فرجی، ۱۳۸۲، ص ۱۷۷.

۲. لازم به‌ذکر است در طراحی یک ابزار مالی باید سازگاری درونی وجود داشته باشد به‌گونه‌ای که بتوان از طریق آن به اعمال سیاست مورد نظر پرداخت. اما اینکه در چه شرایطی از صکوک خاصی که مثلاً ماهیت سیاست انبساطی داشته و حجم پول را افزایش می‌دهد استفاده شود، بسته به شرایط و موقعیت‌های خاص اقتصادی دارد و این موضوع آسیبی بر اصل طراحی صکوک خاص وارد نمی‌کند.

۳. سایت بانک مرکزی جمهوری اسلامی ایران.



نیاز بانکها تنزیل مجدد کند و از این طریق، پایه پولی را افزایش دهد. بانک مرکزی در طرح پیشنهادی ما می‌تواند به جهت مزیت اعمال سیاست انقباضی به جهت فروش آینده صکوک استصناع در بازار ثانویه و جذب نقدینگی، تنزیل مجدد این صکوک را در اولویت قرار دهد.

با دقت در ماهیت صکوک استصناع درمی‌یابیم که این صکوک حاکی از بدهی واقعی انتشاردهنده آن به پیمانکار است. با ملاحظه واقعی بودن دین در این صکوک، خرید و فروش این دین در فقه اسلامی مطابق فتوای اکثر فقیهان جایز است.

با توجه به اینکه 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، به‌نظر می‌رسد صکوک استصناع باید با دقت نظر بیشتری در این مجموعه قرار گیرد؛ ولی بی‌تردید از نظر فقهی صکوک استصناع، صکوکی تلقی می‌شود که از دین واقعی حاکی است؛ از این رو فروش آن در چارچوب مباحث فقهی به‌وسیله پیمانکاران (در یک فرض) که اول بار 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 صکوک 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.

ج) تنزیل مجدد صکوک استصناع در چارچوب اضافه برداشت

تسهیلاتی که بانک مرکزی به بانکهای تجاری و تخصصی تخصیص می‌دهد، به‌صورت یکی از ابزارهای اجرای سیاست پولی امروزه مطرح است. این تسهیلات به‌ویژه در نیمه دوم سال برای بانکها حیاتی تلقی می‌شود؛ زیرا به‌طور عمده با مشکلات مربوط به نقدینگی مواجه می‌شوند و بانک مرکزی طبق قانون موظف به برطرف کردن این مشکل است و در غیر این‌صورت حتی ورشکسته شدن یک بانک کل سیستم بانکی کشور را دچار اختلال خواهد کرد؛ از این رو بانکها اوراق بهادار قابل قبول^۱ را به بانک مرکزی می‌دهند و بانک مرکزی با تنزیل این اوراق وجوه مورد نیاز را در اختیار آنها قرار خواهد داد و با این کار عملاً و اجباراً نقدینگی در پایان سال افزایش خواهد یافت و در عین حال، امکان سیاست انقباضی در این قالب وجود ندارد و تنزیل اوراق بهادار قابل قبول، به‌روشنی به سیاست انبساطی دامن می‌زند. پیشنهاد گزارش این است بانکهایی که صکوک استصناع در اختیار دارند طبق قانون بتوانند با تنزیل (زمانی که خود بانکها در قرارداد استصناع شرکت کرده و با واسطه‌شدن به پیمانکاران داده‌اند و قرارداد استصناع غیرمستقیم منعقد



نمودند) یا تنزیل مجدد این صکوک (زمانی که بانک‌ها این اوراق را از بازار ثانویه خریدند)، نزد بانک مرکزی وجوه مورد نیاز را به‌ویژه در نیمه دوم سال دریافت دارند.

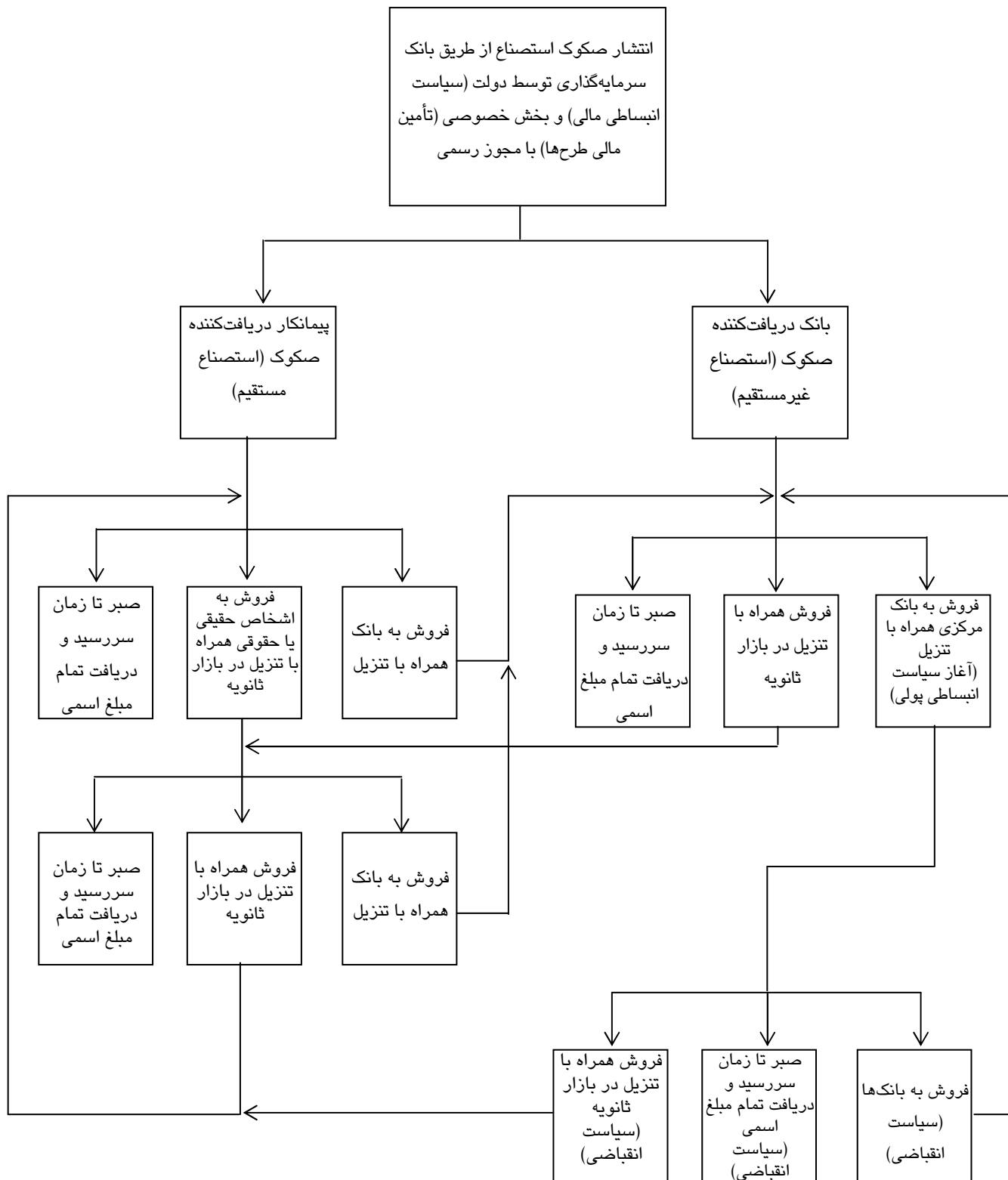
اگر این صکوک نزد بانک مرکزی به‌جای اوراق بهادار قابل قبول تنزیل شود نظیر سایر اوراق بهادار، بر حجم پول پر قدرت جامعه افزوده می‌شود، ولی از سوی دیگر این امکان برای بانک مرکزی نیز پدید می‌آید که با مراجعه به بازار ثانویه و فروش این صکوک همراه با تنزیل به خنثی‌سازی سیاست انبساطی پولی در پایان سال اقدام کند؛ درحالی که چنین موقعیتی در سایه تنزیل اوراق بهادار قابل قبول در قالب اضافه برداشت فراهم نمی‌آید.

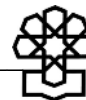
نمودار گردش صکوک استصناع که نشان‌دهنده چگونگی عملکرد آن از آغاز تا انتهاست ذیلاً

ترسیم گردیده است:



نمودار ۲. گردش صکوک استصناع





۸. تأثیر سیاست پولی بر قیمت صکوک استصناع

ارزش صکوک استصناع مانند سهام، صکوک قرضه و دارایی‌های حقیقی می‌تواند از سیاست‌های پولی تأثیرپذیر باشد. زیرا با کاهش ارزش پول به جهت اعمال سیاست انبساطی^۱، دارندگان این‌گونه دارایی‌ها متوجه می‌شوند که مقدار عرضه پول از تقاضای آن فزونی یافته است، بنابراین سعی خواهد کرد تا این پول اضافی عرضه شده را با افزایش در مخارج خود هزینه نماید از آنجا که بازار بورس صکوک بهادار که در آن صکوک استصناع نیز عرضه می‌شود یکی از مکان‌هایی است که مردم می‌توانند در آن خرج کنند این امر منجر به افزایش تقاضا برای این صکوک می‌شود و در نتیجه قیمت این صکوک افزایش و نرخ تنزیل کاهش می‌یابد. عکس این روند در صورت اعمال سیاست انقباضی رخ می‌دهد. در این صورت مردم متوجه می‌شوند که مقدار عرضه پول از مقدار تقاضای آن کمتر است و بنابر این سعی خواهند کرد تا این پول اضافی مورد تقاضا را با کاهش در تقاضای خود به دست آورند. بدین ترتیب این امر منجر به کاهش تقاضا و در نتیجه قیمت‌های پایین‌تری برای این صکوک خواهد شد.

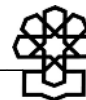
علاوه بر این با استفاده از ارزش حال جریان نقدی تنزیل شده، قیمت یک دارایی برابر ارزش حال عایدی‌های آن دارایی با یک نرخ تنزیل مشخص است و سیاست پولی انقباضی (انبساطی) با افزایش (کاهش) دادن نرخ‌های تنزیل، می‌تواند ارزش این دارایی‌ها را کاهش (افزایش) دهد. بنابراین قیمت صکوک استصناع در زمان حال برابر ارزش حال مبلغ سررسید است. گرچه در اقتصادهای مبتنی بر نرخ بهره، نرخ تنزیل متأثر از آن است و با اعمال سیاست پولی انقباضی (انبساطی) نرخ بهره افزایش (کاهش) یافته و به تبع آن نرخ تنزیل افزایش (کاهش) می‌یابد، ولی در اقتصاد اسلامی با اعمال سیاست انقباضی (انبساطی) و کاهش (افزایش) حجم پول، منابع بالقوه برای سرمایه‌گذاری یا منابع لازم برای خرید کالاها و خدمات مورد نیاز، کاهش (افزایش) یافته و افراد در قالب عقود مبادله‌ای، بازدهی ثابت بیشتری (کمتری) را طلب می‌کنند و این به معنای افزایش (کاهش) نرخ تنزیل در صکوک استصناع است. زیرا این صکوک حکایت از بدهی مشخص انتشاردهنده آن در زمان سررسید دارد و کسی که این صکوک را خریداری می‌کند در واقع در قالب بیع دین همراه با تنزیل این صکوک را از فروشنده آن تحویل می‌گیرد.

۱. در صورتی که رشد نقدینگی حاصل از سیاست انبساطی پولی بیش از رشد اقتصادی و نیازهای نقدینگی اقتصادی جامعه باشد.



۹. عوامل مؤثر بر تقاضا و عرضه صکوک استصناع

صکوک استصناع، همان‌گونه که بیان شد اوراق بهاداری است که توسط وزارتخانه‌ها، سازمان‌ها یا شرکت‌های دولتی و غیردولتی به‌صورت قانونی منتشر می‌شود. این صکوک دارای سررسید زمانی مشخص است که توسط انتشاردهنده آن بر روی این صکوک درج می‌شود و بر خلاف اوراق قرضه بازدهی مشخصی به‌صورت درصدی بر آن نوشته نمی‌شود و دارندگان این صکوک که در گام اول سفارش‌گیرندگان (پیمانکاران) می‌باشند، می‌توانند تا زمان سررسید صبر نموده و تمام مبلغ اسمی آن را بدون کم و کاست از انتشاردهنده آن دریافت نمایند. ولی در بسیاری از موارد از آنجا که سفارش‌گیرندگان به‌علت نیاز به نقدینگی و تأمین مخارج سرمایه‌گذاری نمی‌توانند منتظر بمانند تا در سررسید مبالغ درج شده را دریافت نمایند چاره‌ای ندارد که این صکوک 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 تومان باشد سفارش‌دهنده و پیمانکار با هم توافق می‌کنند که سفارش‌دهنده صکوک استصناع به مبلغ ۱۰۰۰ تومان با سررسید یک سال دیگر دریافت نماید و سرانجام کار را تحویل داده و در زمان سررسید مبلغ اسمی درج شده بر این صکوک را دریافت نماید. توافق پرداخت ۱۰۰۰ تومان در زمان سررسید با ملاحظه اینکه ارزش نقدی آن ۹۰۰ تومان است نظیر معاملات نسبی از نظر فقهی هیچ منعی ندارد، زمانی که قرارداد با ملاحظه تأخیر ۱۰۰۰ تومان فیما بین منعقد شده باشد نه اینکه قرارداد بر روی ۹۰۰ تومان باشد و چون طرف متقابل قادر به پرداخت آن نیست خودبه‌خود یا به توافق فیما بین به ۱۰۰۰ تومان افزایش یابد و پیمانکار با دریافت صکوک استصناع ۱۰۰۰ تومان 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 به‌فروش برساند. مثلاً با پیش‌بینی رونق و رکود اقتصادی پس از عقد قرارداد می‌تواند این صکوک را به‌ترتیب به قیمت ۸۵۰ و ۹۵۰ تومان بفروشد. زیرا در شرایط رونق پیمانکار می‌تواند با دریافت ۸۵۰ تومان (یعنی تنزیل ۱۵ درصدی) به ساخت‌وساز مشغول شود و با پایان کار، کار دیگری را با قیمت بالاتر بپذیرد. علاوه‌بر اینکه چون در شرایط رونق تورم ایجاد می‌شود ارزش حقیقی پول نیز تا زمان سررسید کم خواهد شد. لذا برای پیمانکار به‌صرفه 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 کسب‌وکار مواجه می‌شود دارنده صکوک استصناع مثلاً حاضر است تنها با قیمت ۹۵۰ تومان (یعنی تنزیل ۵ درصدی) این صکوک را به فروش برساند.



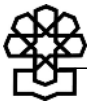
۱۰. منحنی تقاضا و عرضه صکوک استصناع

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

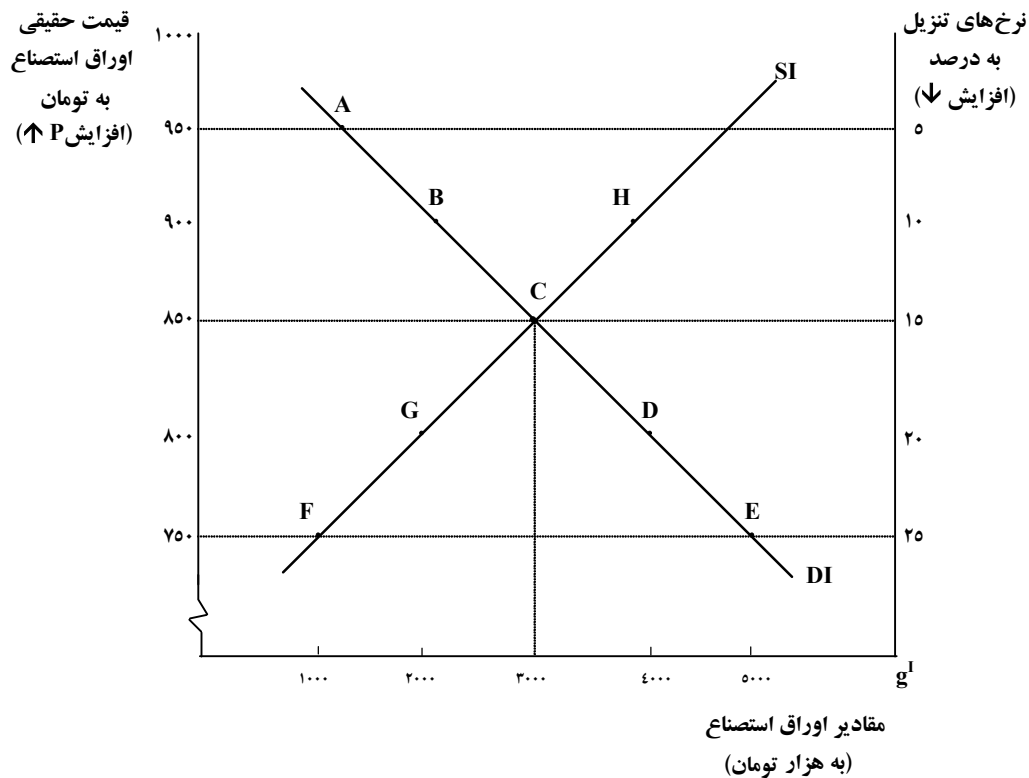
از سوی دیگر عرضه‌کنندگان صکوک استصناع در گام اول پیمانکارانی هستند که این صکوک را با سررسید مشخص به ازای انجام کاری در آینده از سفارش‌دهنده دریافت نمودند و هم‌اکنون به جهت نیاز به نقدینگی حاضرند این صکوک را با تنزیل به متقاضیان در بازار بورس بفروشند و در گام‌های بعدی عرضه‌کنندگان افرادی هستند که بی‌واسطه یا باواسطه به خرید این صکوک پرداخته و اکنون به هر دلیلی تمایل به نقد کردن آن دارند. مجموعه گسترده‌ای از این دو طیف عرضه‌کنندگان این صکوک را تشکیل می‌دهند. در صورتی که قیمت اسمی این صکوک بالا باشد (حداکثر ۱۰۰۰ تومان) عرضه‌کنندگان تمایل دارند مقادیر بیشتری از این صکوک 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 صکوک به دلایل گوناگون نظیر نیاز به نقدینگی و انتظارات درباره قیمت، تورم و سیاست‌های دولت ممکن است قیمت‌های متفاوتی را پیشنهاد بدهند.

۱۱. تعادل عرضه و تقاضا صکوک استصناع

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

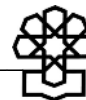


نمودار ۳. عرضه و تقاضای اوراق استصناع

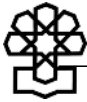


همان‌گونه که ملاحظه می‌شود در قیمت ۹۵۰ تومان برای صکوک استصناع مازاد عرضه و در قیمت ۷۵۰ تومان مازاد تقاضا وجود دارد. در نرخ تنزیل ۵ درصدی عرضه‌کنندگان حاضرند تقریباً ۵ میلیون تومان صکوک استصناع عرضه کنند، ولی تقاضاکنندگان در این نرخ تنها حاضرند تقریباً ۱ میلیون تومان صکوک قرضه تقاضا کنند و عکس این حالت در نرخ تنزیل ۲۵ درصدی اتفاق می‌افتد. زیرا در نرخ تنزیل ۵ درصدی عرضه‌کننده تنها برای اینکه یک سال زودتر پول خود را نماید تنها ۵۰ تومان از دست خواهد داد و در عوض با ۹۵۰ تومان به‌دست آمده می‌تواند یک‌سال زودتر به فعالیت اقتصادی بپردازد و بیش از ۵۰ تومان از دست داده سود به‌دست آورد. در مقابل تقاضاکننده از آن جهت که به‌واسطه حبس پولش به مدت یک‌سال تنها ۵۰ تومان 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 صکوک استصناع را به تصویر می‌کشد.

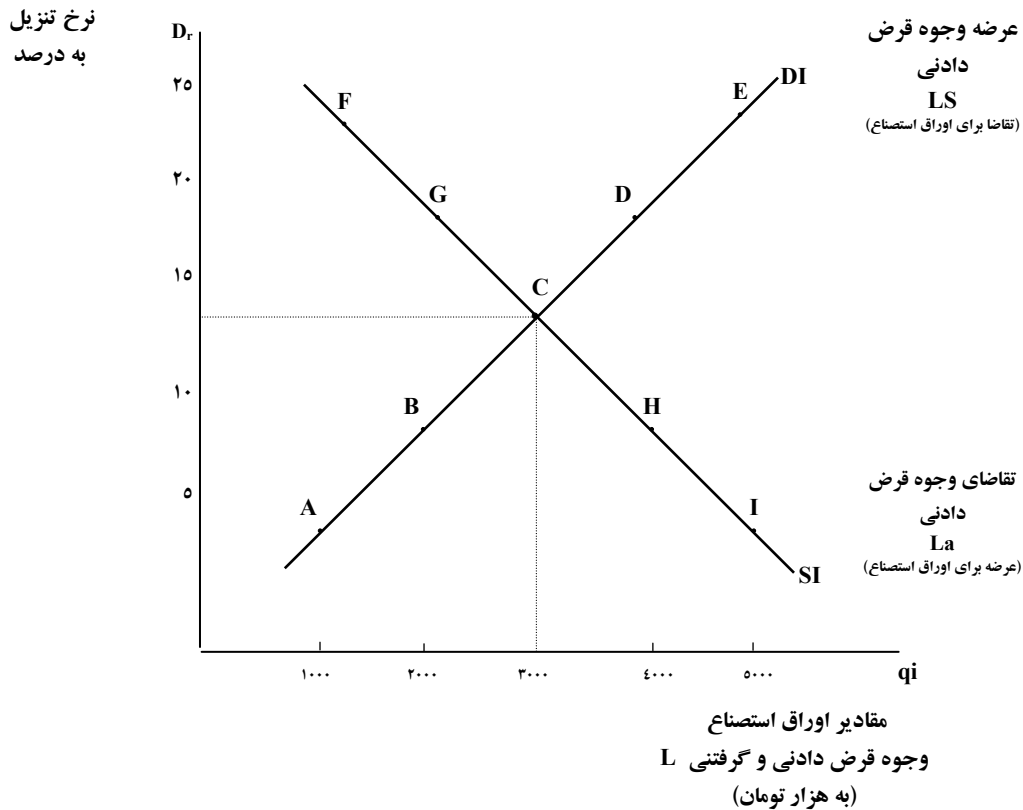
در نمودار فوق تقاضا و عرضه به‌صورت قراردادی ترسیم شده و قیمت در محور عمودی سمت چپ و تعداد در محور افقی نشان داده شده و دو محور عمودی به ما کمک می‌کند که در نقطه تعادل میزان نرخ تنزیل را به‌خوبی تشخیص و ارتباط معکوس قیمت حقیقی صکوک استصناع



و نرخ تنزیل را به خوبی تشخیص و ارتباط معکوس قیمت حقیقی صکوک استصناع و نرخ تنزیل را درک نماییم. ولی ویژگی نامطلوب نمودار فوق این است که نرخ‌های تنزیل به صورت 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 و بنابراین با بالا رفتن از محور مختصات نرخ‌های تنزیل نیز افزایش می‌یابد. گرچه قرار دادن نرخ تنزیل در محور عمودی سمت چپ مشکلی را ایجاد خواهد نمود و آن اینکه منحنی تقاضای صکوک 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 صکوک و نرخ تنزیل بدین معناست که قیمت صکوک استصناع در حال کاهش و از این رو مقادیر در حال افزایش است منحنی عرضه صکوک نیز به همین صورت قابل توجیه است. همان‌گونه که از نمودار بعد آشکار می‌شود عرضه و تقاضای صکوک دارای شیب غیرمتعارف منفی و مثبت است. ولی با نامگذاری مجدد می‌توانیم عرضه و تقاضای غیرمتعارف را بدین‌گونه توجیه نماییم. بنگاهی که عرضه‌کننده صکوک استصناع است، در واقع تقاضاکننده وجوهی است که خریداران این صکوک با آن وجوه می‌خواهند آن را خریداری نمایند. این وجوه اصطلاحاً وجوه قرض‌گرفتنی^۱ نامیده می‌شوند. به این ترتیب باید انتظار داشته باشیم اگر نرخ تنزیل بالا باشد میزان تقاضای وجوه قرض‌گرفتنی کم و اگر این نرخ پایین باشد میزان تقاضا افزایش می‌یابد. به همین صورت تقاضاکنندگان صکوک استصناع کسانی هستند که وجوه قرض‌گرفتنی را عرضه می‌کنند. پس اگر نرخ تنزیل بالا باشد انتظار داریم مبالغ بیشتر را عرضه نمایند و اگر پایین باشد مقادیر کمتری را عرضه خواهند نمود. نمودار ۴ این موضوع را به تصویر می‌کشد.



نمودار ۴. عرضه و تقاضا وجوه برای اوراق استنصاع

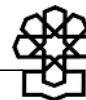


با استفاده از تحلیل فوق از جهت تئوریک به نرخ تنزیل تعادلی (D_r) نیز دست خواهیم یافت.

۱۲. عوامل مؤثر در انتقال تابع تقاضای صکوک استنصاع

روشن است اگر قیمت حقیقی صکوک استنصاع به جهت انتشار صکوک جدید استنصاع کاهش یابد و یا به علت فرارسیدن مدت سررسید و عدم انتشار صکوک 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:

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



ب) بازدهی انتظاری^۱ (ER): از آنجا که صکوک استصناع دارای سررسید مشخص یکساله تا پنجساله و دهساله و بیشتر است اگر خریداران حقیقی یا حقوقی تصمیم داشته باشند تا زمان سررسید صبر نموده و سپس کل مبلغ اسمی درج شده را از انتشاردهنده آن دریافت نمایند، مبلغ اسمی در زمان سررسید تضمین و بازدهی این صکوک از پیش تعیین شده خواهد بود و از این رو 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 صکوک با روشن شدن وضعیت نرخ تنزیل و میزان سوددهی، گستره و شفافیت معاملات و پیش‌بینی وضعیت رکود یا رونق اقتصادی شکل می‌گیرد. اگر بازدهی انتظاری این صکوک افزایش (کاهش) یابد افراد در همان قیمت سابق مقادیر بیشتر (کمتر) تقاضا خواهند کرد و این به معنای انتقال منحنی تقاضا به سمت راست (چپ) می‌باشد. همچنان‌که اگر بازدهی انتظاری سایر دارایی‌های مالی نظیر صکوک سهام کاهش (افزایش) یابد و بازدهی انتظاری صکوک استصناع ثابت بماند. منحنی تقاضا به سمت راست (چپ) شیفیت می‌کند.

ج) تورم انتظاری^۲ (EI): یک تغییر در تورم انتظاری می‌تواند بر انتقال منحنی تقاضای صکوک استصناع تأثیرگذار باشد. یک افزایش (کاهش) در تورم انتظاری در دارایی‌های واقعی^۳ نظیر خانه، زمین، طلا، اتومبیل منجر به افزایش (کاهش) انتظاری قیمت این دارایی‌ها شده و سبب می‌شود خرید (فروش) این دارایی‌ها سود بیشتری (کمتری) را عاید نماید. در چنین شرایطی دارندگان صکوک استصناع تمایل می‌یابند با افزایش (کاهش) تورم انتظاری و ثبات بازدهی این صکوک در هر قیمت داده شده‌ای کمتر (بیشتر) صکوک استصناع نگهداری نمایند و این به معنای انتقال منحنی تقاضا به سمت چپ (راست) می‌باشد. مثلاً با فرض افزایش تورم انتظاری نگه‌دارندگان صکوک استصناع تشخیص می‌دهند اگر این صکوک 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 به همین جهت تقاضای خود از صکوک استصناع را کاهش می‌دهند.

د) ریسک^۴ (R): همان‌گونه که در مورد بازدهی انتظاری بیان شد در صورتی‌که تقاضاکنندگان صکوک تنها منتظر فرا رسیدن سررسید صکوک استصناع باشند، اساساً تغییر قیمت بازار در قیمت سررسید و ارزش اسمی آن تغییری ایجاد نخواهند کرد و براین اساس چون قیمت ثابت باقی می‌ماند ریسکی نیز متوجه آنها نخواهد شد. ریسک در صورتی ظهور می‌کند که مواجه با واریانس در قیمت

1. Expected Return
2. Expected Inflation
3. Real Assets
4. Risk



صکوک باشیم و این زمانی تحقق می‌یابد که دارندگان این صکوک قبل از زمان سررسید بخواهند برای کسب نقدینگی وارد بازار بورس شده و صکوک استصناع را تنزیل نمایند. در صورتی که قیمت‌های این صکوک فرار باشد جذابیت آنها نسبت به دارایی‌های دیگر کم خواهد شد. براین اساس افزایش (کاهش) در میزان ریسک بازدهی صکوک استصناع سبب می‌شود منحنی تقاضا به سمت چپ (راست) منتقل شود.

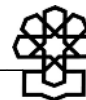
ه) **نقد شونددگی^۱ (L):** سرعت و آسانی فروش این صکوک و دستیابی به پول نقد میزان نقدشوندگی این صکوک را نشان می‌دهد. در صورتی که نقدشوندگی این صکوک افزایش (کاهش) یابد منحنی تقاضای صکوک به سمت راست (چپ) منتقل می‌شود. حتی اگر حق دلالی بازار سهام افزایش (کاهش) یابد و بدین جهت هزینه معاملات سهام افزایش (کاهش) یابد، نقدشوندگی سهام کاهش (افزایش) یافته و اگر نقدشوندگی صکوک استصناع ثابت باقی بماند در همان قیمت‌های گذشته تقاضاکنندگان تمایل بیشتری (کمتری) برای خرید صکوک استصناع از خود نشان می‌دهند و این به معنای انتقال به سمت راست (چپ) منحنی تقاضای این صکوک خواهد بود.

و) **سیاست انبساطی بانک مرکزی (CB_E):** با توجه به جواز و امکان ورود بانک مرکزی به بازار خرید و فروش صکوک استصناع یکی از تقاضاکنندگان عمده این صکوک بانک مرکزی است. در شرایطی که بانک مرکزی باید متناسب با رشد اقتصادی حجم پول را افزایش دهد و یا اینکه ابزاری برای اعمال سیاست‌های پولی برای خود فراهم سازد با خرید این صکوک در قیمت‌های جاری سبب می‌شود منحنی تقاضای این صکوک به سمت راست منتقل شود. پس می‌توانیم تابع تقاضای صکوک استصناع را به صورت زیر بنویسیم:

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

۱۳. حکم فقهی و حقوقی خرید و فروش صکوک استصناع

بانک مرکزی جمهوری اسلامی ایران باید به تصویب مجمع عمومی و یا شورای عالی شرکت‌های مربوط رسیده باشد. مشکل فقهی که خرید و فروش صکوک استصناع در بازار ثانویه اوراق بهادار با آن مواجه است، جواز یا عدم جواز خرید دین می‌باشد. زیرا صکوک استصناع که توسط وزارتخانه‌ها یا مؤسسات دیگر به پیمانکار داده می‌شود اوراق بهاداری است که حکایت از بدهی انتشاردهنده دارد. یعنی در زمان سررسید مبلغ اسمی صکوک استصناع باید به دارنده آن پرداخت شود. این صکوک زمانی کارآیی لازم را خواهد داشت که امکان خرید و فروش آن در بازار بورس



وجود داشته باشد و فروش این صکوک در صورتی جایز است که اساساً اصل بیع دین را جایز دانسته و علاوه بر آن بیع دین به کمتر از مبلغ اسمی به شخص ثالث را در چارچوب تنزیل این صکوک نیز مجاز بدانیم.^۱ زیرا در بازارهای اولیه و ثانویه صکوک استصناع قبل از سررسید به قیمت کمتری خرید و فروش می‌شود و تنها در این صورت است که انگیزه مناسب برای خریداران صکوک استصناع ایجاد خواهد شد. در غیر این صورت لازم است اوراق منتشره فقط توسط انتشاردهنده آن خریداری شود. از این رو لازم است دیدگاه فقیهان بزرگوار را در این زمینه مورد بررسی قرار دهیم، تا خرید و فروش این اوراق در بازار بورس با مانعی مواجه نشود.

بسیاری از فقیهان پیشین و معاصر^۲ بر این اعتقادند که بیع دین مطلقاً صحیح است و خریدار، مالک تمام دینی می‌شود که خریداری نمود. مرحوم یزدی صاحب العروة الوثقی در کتاب استفتائات بیع دین را به اقل تجویز کرد و مرحوم بروجردی بیان می‌دارد: اگر کسی از دیگری طلبی دارد که از جنس طلا و نقره و چیزهایی که با وزن یا پیمانه معامله می‌شود نباشد، می‌تواند آن را به شخص بدهکار یا به دیگری به کمتر بفروشد و وجه آن را نقد بگیرد و این کار که در حال حاضر بین تجار و کسبه معمول است که برات یا سفته‌هایی را که طلبکار از بدهکار گرفته و مدت آن نرسیده است، بانک یا شخص دیگر به کمتر می‌فروشد و پول آن را نقد می‌گیرد، اشکال ندارد چون اسکناس با وزن و پیمانه معامله نمی‌شود. مرحوم خویی نیز بر این اعتقاد است بیع دین در مقابل مال موجود صحیح است، هر چند ثمن کمتر باشد، در صورتی که ربوی یا همجنس نباشند. همچنین فقیهانی نظیر مرحوم تبریزی، وحید خراسانی، سیستانی و زنجانی این معامله را صحیح دانسته و بیان داشته‌اند مشتری می‌تواند تمام دین را از بدهکار بگیرد.^۳

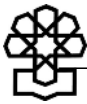
امام خمینی (ره) در تحریرالوسیله با خرید و فروش دین موافق هستند. ایشان پس از آنکه سفته‌ها را به سفته‌های حقیقی که حاکی از دین واقعی است و سفته‌های صوری تقسیم می‌کنند بیان می‌دارند اگر سفته‌های واقعی نزد شخص ثالثی به مبلغی کمتر از مبلغ اسمی که بر ذمه مدیون است تنزیل شود، اشکالی ندارد.^۴ اما در استفتائات خود فروش چک یا سفته به شخص ثالث به کمتر را، ربا و حرام می‌دانند. همچنین در پاسخ به این سؤال که اگر کسی در مقابل طلبی که دارد سفته یا براتی داشته باشد و بخواهد طلب خود را پیش از وعده آن به کمتر از آن بفروشد اشکال دارد یا

۱. قابل توجه اینکه تنزیل یک اصطلاح فقهی نیست ولی در فقه اسلامی از اصطلاحی استفاده می‌شود که با تنزیل ماهیت یکسانی دارد و آن اصطلاح بیع دین به کمتر از مبلغ اسمی آن است که به معنای بیع دینی است که به نفع بایع بر ذمه مشتری و یا شخص دیگری مستقر شده و مشتری به مبلغ کمتری آن را خریداری می‌کند.

۲. این بحث در کتب فقهی تحت عنوان «احکام بیع» و در رساله‌های توضیح المسائل در قالب «معاملات سفته» طرح شده است.

۳. موسوی بجنوردی، ۱۳۸۱، ص ۸۶.

۴. الموسوی الخمینی، ج ۲، ص ۵۸۱.



خیر؟ می‌فرماید: اگر سفته یا برات را به خود بدهکار بفروشد به کمتر مانع ندارد، ولی فروش آن به غیر مدیون به کمتر، ربا و حرام است.^۱ آیت الله خامنه‌ای نیز با دیدگاه استفتا موافق است.^۲

۱۴. استفتا از مراجع پیرامون انتشار و خرید و فروش اوراق (صکوک) استصناع

جهت اطلاع از نظرات فقها و مراجع بزرگوار شیعه، استفتائی به شرح ذیل در تاریخ ۱۳۸۹/۷/۲۵ تنظیم و برای دفاتر ایشان ارسال شد:

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 مورد نظر 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 درصد پیش‌پرداخت، ۵۰ درصد زمان تحویل و ۲۵ درصد بعد از دو ماه پس از تحویل) و در برخی موارد پیش‌پرداختی صورت نمی‌پذیرد. در این قراردادها به‌طور معمول مواد اولیه و مصالح به‌عهده سازنده است. مستدعی است نسبت به سؤالات زیر راهنمایی فرمایید:

۱. آیا مجاز است در قرارداد استصناع به‌جای مبلغ نقد در زمان‌های تعیین شده، اوراقی (که اوراق یا صکوک استصناع نام دارد) ازسوی سفارش‌دهنده به صانع داده شود که حکایت از بدهی سفارش‌دهنده به صانع دارد و سررسید آن اوراق نیز مثلاً یک سال و یا دو سال آینده و... باشد؟
۲. آیا می‌توان قبل از زمان سررسید این اوراق را به قیمتی کمتر از قیمت آن در زمان سررسید خریداری نمود؟

۳. آیا در صورت مجاز بودن خرید و فروش این اوراق به قیمتی کمتر در بار اول، آیا برای دفعات دیگر خرید و فروش این اوراق مجاز است. پاسخ فقها و مراجع (به‌ترتیب حروف الفبا):^۳

• آیت‌الله رضوانی

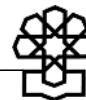
در صورتی‌که قرار استصناع در ضمن عقد خارج لازم شرط شود مقررات مرقوم بی‌اشکال است^۴

۱. همان، ص ۱۷۶، سؤال ۲۲۷.

۲. خامنه‌ای، اجوبه الاستفتائات، (۱۴۱۶)

۳. این استفتا برای دفاتر آیت الله خامنه‌ای مقام معظم رهبری، آیت الله صافی گلپایگانی، آیت الله جوادی آملی ارسال شد ولی متأسفانه تا زمان اتمام گزارش (۱۳۸۹/۹/۲۶) پاسخی دریافت نشد.

۴. ایشان ظاهراً عقد استصناع را نظیر عقد مضاربه عقدی جایز می‌دانند و به همین دلیل باید در ضمن عقد خارج لازم شرط شود. بنابراین همان‌گونه که می‌توان با این شرط اوراق مضاربه منتشر نمود، می‌توان اوراق استصناع نیز منتشر نمود. البته همه فقیهانی



وگرنه صحیح نیست.

• آیت‌الله روحانی

در پاسخ به سؤال اول:

در صورتی‌که دادن اوراق در معامله باشد هیچ اشکالی ندارد^۱ و اگر دادن اوراق به‌عنوان عوض پول نقد است منوط به رضایت سفارش‌دهنده است.

در پاسخ به سؤال دوم:

بلی می‌تواند چون ربا مختص به قرض است.

در پاسخ به سؤال سوم:

بلی مجاز است.

• آیت‌الله علوی گرگانی

در پاسخ به سؤال اول:

اگر این اوراق در عرف بازار دارای بها باشد و اعتبار داشته باشد مثل چک می‌توان به‌جای پول نقد به صانع تحویل داد و مدت سررسید آن براساس توافق طرفین می‌باشد.

در پاسخ به سؤال دوم:

اگر فروشنده بخواهد به قیمت کمتر بفروشد، مانعی ندارد.

در پاسخ به سؤال سوم:

مانعی ندارد.

• آیت‌الله فاضل لنکرانی (قه)

در پاسخ به سؤال اول:

مانعی ندارد.

در پاسخ به سؤال دوم:

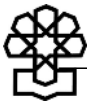
بلی فروش طلب به قیمت کمتر مانعی ندارد.

در پاسخ به سؤال سوم:

بله فروش مکرر آن اشکال ندارد.

که استصناع را در قالب عقد مستقل، بیع مستقل، اجاره و یا صلح تصحیح نمودند، این عقد را لازم می‌دانند. (رک: کمیجانی، نظریور، ۱۳۸۷).

۱. فرض اوراق استصناع این است که این اوراق در معامله واقعی که براساس قرارداد برای ساخت کالا و یا طرحی طراحی می‌شود پرداخت می‌گردد.

**• آیت‌الله گرامی**

در پاسخ به سؤال اول:

به نظر اینجانب اشکالی نیست و این را بیع دین به دین نمی‌دانیم.

در پاسخ به سؤال دوم:

اشکالی ندارد.

در پاسخ به سؤال سوم:

اگر یک طرف معامله نقد است^۱ اشکال ندارد.

• آیت‌الله مکارم شیرازی

هرگاه جنس از تمام جهات مشخص و موجود باشد پرداختن وجه آن به صورت اوراق بهادار یعنی چک و مانند آن مانعی ندارد و بعداً می‌توان آن چک را به مبلغ کمتری مصالحه کرد و گیرنده نیز می‌تواند آن را به مبلغی بفروشد.

• آیت‌الله موسوی اردبیلی

دادن اوراق که در واقع سند بدهکاری است اشکال ندارد. کما اینکه اصل قرارداد و معامله در صورتی که واجد سایر شرایط باب معاملات که در رساله ذکر شده باشد اشکال ندارد. خرید و فروش مافی‌الذمه به ثمن نقد کمتر و تکرار آن اشکال ندارد.

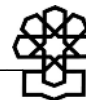
با دقت در پاسخ‌های فقها و مراجع عالی‌قدر درمی‌یابیم اکثریت قریب به اتفاق بر این اعتقادند که انتشار و خرید و فروش این اوراق صحیح می‌باشد و از آنجا که آیت‌الله مکارم شیرازی در صورتی این قرارداد استصناع را صحیح می‌دانند که جنس مورد نظر از تمام جهات تعیین شود و تمام پول را بپردازد در غیر این صورت این یک قرارداد صوری خواهد بود که به‌هنگام آماده شدن جنس برای تحویل معامله نهایی (بیع) صورت می‌گیرد^۲ و چون در قرارداد استصناع قرار است که کالا ساخته شود و نه کالا فعلاً موجود باشد، در دیدگاه ایشان عقد و اوراق استصناع مستقلاً صحیح نمی‌شود.

۱۵. سازگاری صکوک استصناع با قوانین حقوقی ایران

در ارتباط با چگونگی سازگاری صکوک استصناع با حقوق ایران نیز باید متذکر شد که مبحث مربوط به بیع دین در حقوق ایران عمدتاً در تنزیل اسناد تجاری از طرف بانک‌ها مطرح می‌شود.

۱. همان‌گونه که اشاره شد مبلغ این اوراق به صورت نقدی و نه به صورت دین، پرداخت می‌شود.

۲. کمیجانی، نظریور، ۱۳۸۷.



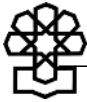
در حال حاضر از نظر قانونی براساس آیین‌نامه موقت تنزیل اسناد و اوراق تجاری (خرید دین) و مقررات اجرایی آن در چهارصد و هفتاد و یکمین جلسه شورای پول و اعتبار در تاریخ ۱۳۶۱/۸/۲۶ به تصویب رسید و متعاقب آن تأیید شورای نگهبان قانون اساسی با اکثریت آرا مبنی بر عدم مخالفت با شرع و قانون اساسی هیچ مانعی برای تنزیل اوراق خرید دین وجود نخواهد داشت. از این رو در بانکداری اسلامی، بیع دین از ابزارهایی است که جهت تأمین منابع 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.

البته برای عملیاتی شدن صکوک استصناع باید مصوبه خاصی تصویب گردد، زیرا برخی خصوصیات مندرج در آیین‌نامه نظیر ماده (۱) آنکه تصریح می‌کند که اسناد و اوراق بهادار باید مفاد آن حاکی از بدهی ناشی از معاملات تجاری باشد و ماده (۵) که سررسید آن نباید بیش از یک سال باشد^۱، ضرورتاً منطبق با این صکوک نخواهد بود. به نظر می‌رسد صکوک استصناع باید با دقت نظر بیشتری در این مجموعه قرار گیرد؛ ولی بی‌تردید از نظر فقهی صکوک استصناع، اوراقی تلقی می‌شود که از دین واقعی حاکی است؛ از این رو مطابق دیدگاه اکثریت فقها و مراجع، فروش آن در چارچوب مباحث فقهی به وسیله پیمانکاران که اول بار 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 صکوک را خریدند می‌توانند دوباره به اشخاص دیگری اعم از حقیقی و حقوقی بفروشند و هرچند بار که این معامله اتفاق بیافتد، از نظر فقهی بلامانع است.

۱۶. روند اجرایی و قانون پیشنهادی صکوک استصناع

سازمان یا نهادی که برای احداث یا تکمیل طرح مشخصی متقاضی انتشار صکوک استصناع است باید تقاضای خود را تسلیم بانک مرکزی نماید و سپس از متقاضی خواسته شود به یکی از بانک‌های تجاری و یا نهادی که قانون تعیین می‌کند مراجعه، تا توجیه فنی و اقتصادی و همچنین اولویت آن طرح مورد بررسی قرار گیرد. کمیته ویژه بانک تجاری یا نهاد مذکور که برای بررسی این موضوع تشکیل می‌شود، پس از مطالعه و بررسی کامل این طرح در زمینه قابلیت دسترسی به برنامه زمانبندی طرح و چگونگی تطبیق آن با برنامه ارائه شده و نحوه و میزان منابع تأمین مالی شده توسط مؤسسه‌ها و سرمایه‌گذاران و مزیت و سوددهی اقتصادی آن در مقایسه با طرح‌های

۱. هدایتی و دیگران، ۱۳۸۴، صص ۸-۲۸۷.



مشابه گزارشی تفصیلی مبنی بر تأیید یا عدم تأیید طرح مزبور با ذکر دلایل مورد نظر ارائه نموده و پس از آن طرح پیشنهادی توسط اداره نظارت بر بانک‌های بانک مرکزی از نقطه نظر اقتصادی، فنی و مالی نیز بررسی و پس از تأیید، مجوز انتشار صکوک استصناع و اعطای آن به صورت مستقیم یا غیرمستقیم به پیمانکاران و مجریان این‌گونه طرح‌ها صادر می‌گردد. براین اساس متن اولیه‌ای جهت صکوک استصناع قابل پیشنهاد است. بدیهی است برای تبدیل آن به متن قانونی این پیش‌نویس نیازمند ارزیابی دقیق‌تر خواهد بود:

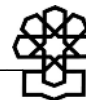
۱. به منظور اجرای طرح‌های عمرانی انتفاعی و غیرانتفاعی دولت مندرج در قوانین بودجه سالیانه کل کشور و طرح‌های سودآور تولیدی و ساختمانی و خدماتی به وزارتخانه‌ها و شرکت‌های دولتی و شهرداری‌ها و مؤسسات و نهادهای عمومی و غیردولتی و مؤسسات عام‌المنفعه و شرکت‌های وابسته به دستگاه‌های مذکور و همچنین شرکت‌های سهامی عام و خاص و شرکت‌های تعاونی تولیدی اجازه داده می‌شود طبق مقررات این قانون قسمتی از منابع مالی مورد نیاز برای اجرای طرح‌های مذکور را از طریق انتشار صکوک استصناع با سررسید مشخص و تحویل آن به پیمانکاران این طرح‌ها، تأمین نمایند.

۲. صکوک استصناع اوراق بهادار با نام یا بی‌نامی است که به موجب این قانون به قیمت اسمی مشخص برای مدت معین (مثلاً یک‌ساله تا پنج‌ساله) توسط بانک سرمایه‌گذاری یا مؤسسات مالی ناشر صکوک، منتشر می‌شود و در صورت توافق به پیمانکارانی که طبق قرارداد عهده‌دار اجرای طرح‌های مذکور هستند با اخذ ضمانت‌های لازم داده می‌شود و یا اینکه این صکوک توسط بانک‌های سرمایه‌گذاری در بازار بورس فروخته و مبلغ دریافتی آن به پیمانکاران فوق پرداخت می‌گردد. دارندگان این صکوک می‌توانند تا زمان سررسید صبر نموده و از انتشاردهنده آن کل مبلغ اسمی مندرج در صکوک را دریافت نمایند و یا در صورت نیاز به پول نقد، قبل از سررسید به قیمت بازاری در بازار ثانویه به فروش برسانند. خرید و فروش این صکوک مستقیماً به اشخاص حقیقی یا حقوقی ثالث و یا از طریق بانک‌ها یا بورس اوراق بهادار در قیمت توافقی مجاز می‌باشند.

نکته - در موارد استثنایی بانک مرکزی جمهوری اسلامی می‌تواند مدت مذکور را افزایش دهد.

۳. انتشار صکوک استصناع از طرف دولت صرفاً برای تأمین منابع مالی مورد نیاز جهت اجرای طرح‌های عمرانی انتفاعی و غیرانتفاعی دولت موضوع ماده (۱) به میزانی که در قوانین بودجه سالیانه کل کشور پیش‌بینی می‌شود، مجاز خواهد بود.

۴. بانک مرکزی جمهوری اسلامی ایران، طرح‌های شرکت‌های دولتی، شهرداری‌ها، مؤسسات و شرکت‌های غیردولتی را بررسی نموده و در صورتی‌که دارای توجیه کلی اقتصادی، فنی و مالی باشند، پس از ارائه تضمین کافی توسط مؤسسه و یا شرکت متقاضی به بانک سرمایه‌گذاری یا



- بانک عامل، مجوز انتشار صکوک استصناع به میزان لازم را صادر خواهد کرد.
- نکته -** در خواست انتشار صکوک استصناع توسط شرکت‌های دولتی قبل از ارائه به بانک مرکزی جمهوری اسلامی ایران باید به تصویب مجمع عمومی و یا شورای عالی شرکت‌های مربوط رسیده باشد.
- نکته -** حداکثر میزان (سقف) صکوک استصناع قابل انتشار برای طرح‌های موضوع این ماده در هر سال با توجه به سیاست‌های پولی و مالی کشور توسط شورای پول و اعتبار تعیین و اعلام می‌گردد.
- نکته -** میزان (سقف) صکوک استصناع قابل انتشار برای طرح‌های موضوع این ماده در مورد هریک از متقاضیان می‌باید متناسب با خالص دارایی‌های وی (مجموع دارایی‌ها منهای مجموع بدهی‌ها) باشد.
۵. وزارتخانه‌ها و شرکت‌های دولتی، شهرداری‌ها و مؤسسات و شرکت‌های غیردولتی موضوع ماده (۱) در صورت انتشار صکوک استصناع مکلفند مبالغ مندرج در سررسیدهای مقرر در صکوک مذکور را تعهد و تضمین نمایند. اگر ناشر در سررسیدهای مندرج به تعهد خود مبنی بر پرداخت مبلغ اسمی صکوک عمل نکند، بانک عامل می‌تواند با استفاده از تضمین‌های پیش‌بینی شده رأساً اقدام نماید.
۶. شرکت‌های سهامی عام می‌توانند طبق این قانون، صکوک استصناع قابل تبدیل به صکوک سهام، صکوک استصناع توأم با صکوک حق اختیار و یا صکوک استصناع تبدیل‌پذیر معکوس منتشر کنند.
۷. پس از انتقال این صکوک به مالکان حقیقی یا حقوقی در بازار بورس، بازدهی حاصل از این صکوک مشمول مالیات مقطوع به نرخ پنج درصد (۵٪) می‌باشد و هیچ‌گونه مالیات دیگری بر آنان تعلق نمی‌گیرد.
۸. در صورتی‌که شرکت‌های سهامی خاص وابسته به دستگاه‌های مذکور در ماده (۱) این قانون به سهامی عام تبدیل شوند، دارندگان صکوک استصناع شرکت‌های مزبور در خرید سهام از اولویت برخوردارند.
۹. صکوک استصناع صرفاً به جهت احداث، تکمیل طرح‌ها، ساخت و تولید کالاهای مورد نیاز منتشر می‌شود و انتشار این صکوک به صورت صوری و در غیر این موارد، غیرمجاز و جرم محسوب می‌شود.
۱۰. دستورالعمل‌های تفصیلی اجرایی متضمن مشخصات کالاها و طرح‌های تولیدی، ساختمانی و خدماتی، شرایط و میزان و نحوه انتشار و عرضه صکوک استصناع و چگونگی تبدیل صکوک



مذکور با سهام شرکت‌های سهامی عام و همچنین نحوه اعمال نظارت بر اجرای صحیح این قانون با پیشنهاد مشترک وزارت امور اقتصادی و دارایی، سازمان برنامه و بودجه و بانک مرکزی جمهوری اسلامی ایران و سازمان بورس صکوک بهادار ظرف مدت شش‌ماه به تصویب هیئت وزیران خواهد رسید.

۱۱. وزارت امور اقتصادی و دارایی و بانک مرکزی جمهوری اسلامی ایران مکلفند گزارشی متضمن میزان و انواع صکوک استصناع منتشره طی هر سال را همراه با اظهارنظر درخصوص آثار اقتصادی انتشار صکوک مذکور برای اطلاع کمیسیون‌های برنامه و بودجه، امور اقتصادی و دارایی و تعاون و دیوان محاسبات و بودجه مجلس شورای اسلامی ارسال نمایند.

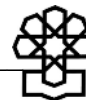
جمع‌بندی و توصیه‌های سیاستی

۱. با توجه به استفتائاتی که از مراجع شیعه صورت گرفت درمی‌یابیم اکثریت آنان به تصحیح استصناع در قالب عقد مستقل یا بیع، اجاره، جعاله و صلح پرداختند. بنابراین در به‌کارگیری این عقد در مجموعه عملیات بانکی با مشکلی مواجه نخواهیم بود و از آنجا که اکثریت فقها با خرید و فروش دین واقعی موافقت، با خرید و فروش صکوک استصناع نیز مخالفتی نخواهند داشت.

۲. علیرغم گسترش فوق‌العاده بازارهای سرمایه و بورس صکوک بهادار اولیه و ثانویه در دنیا، بازار سرمایه ایران بازاری درحال رشد و توسعه است و هنوز از تنوع لازم برای پاسخگویی به تمایلات سرمایه‌گذاران از یک سو و متقاضیان دریافت سرمایه از سوی دیگر برای فعالیت در عرصه‌های مختلف اقتصادی برخوردار نیست، معرفی صکوک استصناع و به‌کارگیری آن در بازار سرمایه می‌تواند عاملی برای تنوع و رونق بیشتر بازار سرمایه در ایران تلقی شود.

۳. صکوک 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 صکوک و عملیات بازار باز می‌تواند به وظیفه محوری خود یعنی تنظیم، کنترل و هدایت گردش پول و اعتبار و اعمال سیاست پولی و اعتباری عمل نماید.

۴. تا قبل از ورود بانک مرکزی به بازار خرید و فروش صکوک استصناع، این صکوک صرفاً کارکرد ابزار مالی خواهد داشت، اما با ورود بانک مرکزی ابتدا سیاست انبساطی پولی سپس سیاست انقباضی پولی می‌تواند شکل گیرد. بدین‌گونه که بانک مرکزی می‌تواند با مجوز شورای پول و اعتبار، از طریق عملیات بازار باز در وضعیت رکود اقتصادی با خرید صکوک استصناع از بانک‌ها در چارچوب خرید دین واقعی به سیاست انبساطی پولی اقدام ورزد و پول پر قدرت را



افزایش و به تبع آن بر مخارج کل و اعتبارات نهادهای پولی بیافزاید و در شرایط رونق اقتصادی این صکوک را با قیمت پایین‌تر در بازار بورس عرضه و حجم پول را کاهش دهد و در مجموع با خرید و فروش این صکوک 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.

۵. صکوک استصناع جایگزین اوراق مشارکت نیست، بلکه مکمل آن است. از آنجا که صکوک استصناع دارای بازدهی ثابت و اوراق مشارکت دارای بازدهی متغیر هستند و افراد جامعه نیز روحیات متفاوت دارند (برخی ریسک‌پذیر و عده‌ای ریسک‌گریزند)، انتشار صکوک استصناع در کنار اوراق مشارکت دولتی و بانک مرکزی و به‌عنوان مکملی برای آنها ضمن رونق‌بخشی به بازار سرمایه 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. برجستگی این صکوک نسبت به اوراق مشارکت قابلیت طراحی برای طرح‌های کوچک، متوسط و بزرگ است.

۶. برای به‌کارگیری صکوک استصناع به‌عنوان ابزار مالی و پولی لازم است بازارهای اولیه و ثانویه خصوصاً در مراحل اولیه شکل‌گیری از حمایت دولت و بانک مرکزی برخوردار باشند. این حمایت نه فقط در زمینه تشویق، زمینه‌سازی و توسعه بازارهای مالی و پولی لازم است صورت پذیرد بلکه پس از این مرحله نیز باید از سوی آنان نظارت و کنترلی بر عملکرد این بازارها اعمال گشته تا عملیات این بازارها منطبق بر احکام اسلام باشد. از سوی دیگر مقررات حاکم بر بازارهای ثانویه به‌گونه‌ای تنظیم شود که سرمایه‌گذار با سهولت هرچه بیشتر بتواند دارایی‌های خود را به وجوه نقد تبدیل نماید، زیرا تنها در این صورت است که نیازهای نقدی واحدهای اقتصادی انتشاردهنده صکوک بهادار به طرز شایسته‌ای امکان تأمین مالی خواهد داشت.

۷. با توجه به‌نظر مساعد اکثر فقها و مراجع، برای اجرایی کردن صکوک استصناع، ضمن معرفی فراگیر این صکوک باید قوانین و مقررات ناظر بر اجرای آن تدوین گردد. البته قوانین و مقررات موجود در زمینه انتشار صکوک مشارکت در کشور می‌تواند الگوی مناسبی برای تدوین قوانین و مقررات مربوط به صکوک استصناع باشد. بر همین اساس دستورالعمل اجرایی عقد استصناع و قانون پیشنهادی صکوک استصناع توسط نویسنده گزارش تنظیم و ارائه گردیده است. در صورت تصویب قوانین مربوطه، مناسب است در بودجه‌های سنواتی بخشی از تأمین اعتبار وزارتخانه‌های دولتی و مؤسسات تابعه از طریق انتشار صکوک استصناع صورت پذیرد.

۸. با توجه به اینکه فروش اوراق قرضه به‌عنوان مهمترین ابزار اجرای عملیات بازار باز، قرض همراه با بهره است و بنابراین امکان کاربرد این اوراق در اقتصاد اسلامی وجود ندارد، با

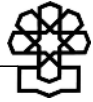


اولویت دادن به تنزیل مجدد صکوک استصناع می‌توان از آن در کنار اوراق مشارکت بانک مرکزی برای اعمال سیاست‌های انبساطی و انقباضی استفاده و خلأ اوراق قرضه و عملیات بازار باز را تا حدودی پر کرد.

منابع و مأخذ

الف) فارسی و عربی

۱. الخامنهای، سیدعلی. درالرفااید فی اجوبه القائد، دارالحق، بیروت، ۱۴۱۶ق.
۲. ژهان لینگرن، کارل. انتقال از ابزارهای مستقیم به ابزارهای غیرمستقیم سیاست پولی، ترجمه مهناز بهرامی، مجله روند ۲۶ و ۲۷، ۱۳۷۸.
۳. سایت بانک مرکزی، www.cbi.ir
۴. صالح آبادی، علی. بازارهای مالی اسلامی، انتشارات دانشگاه امام صادق(ع)، ۱۳۸۵.
۵. فرجی، یوسف. آشنایی با ابزارها و نهادهای پولی و مالی، مؤسسه عالی بانکداری ایران، ۱۳۸۲.
۶. مراجع تقلید، رساله توضیح المسائل، ج ۲، جامعه مدرسین حوزه علمیه، ۱۳۸۳.
۷. مراجع تقلید، استفتائات پیرامون عقد استصناع، جمع‌آوری شده توسط محمدنقی نظرپور، چاپ نشده.
۸. موسوی، سیدباقر. خرید و فروش دین(تنزیل)، فصلنامه تخصصی اقتصاد اسلامی، شماره ۷، پاییز ۱۳۸۱.
۹. الموسوی الخمينی (الامام) السیدروح‌الله. مناهج الوصول الی علم الاصول، ج ۲، مؤسسه تنظیم و نشر آثار امام خمینی، ۱۳۷۳.
۱۰. موسویان، سیدعباس. الگوی جدید بانکداری بدون ربا، فصلنامه علمی پژوهشی اقتصاد اسلامی، ش ۲۲، ۱۳۸۵.
۱۱. نظرپور، محمدنقی. اوراق بهادار استصناع (سفارش ساخت) ابزاری برای سیاست پولی، فصلنامه علمی پژوهشی اقتصاد اسلامی، ش ۲۰، ۱۳۸۴.
۱۲. نظرپور، محمدنقی. عملیات بازار باز از طریق اوراق استصناع (مشکلات و راه حل‌ها)، فصلنامه علمی پژوهشی اقتصاد اسلامی، ش ۲۲، ۱۳۸۵.
۱۳. نظرپور، محمدنقی و محبوبه ابراهیمی. طراحی صندوق سرمایه گذاری مشترک اسلامی در بازار سرمایه، فصلنامه علمی پژوهشی اقتصاد اسلامی، ش ۳۳، ۱۳۸۸.
۱۴. هال، جان. مبانی مهندسی مالی و مدیریت ریسک، ترجمه سجاد سیاح و علی صالح‌آبادی، شرکت کارگزاری مفید، ۱۳۸۴.
۱۵. هدایتی، علی‌اصغر و دیگران. عملیات بانکی داخلی ۲ (تخصیص منابع)، مؤسسه عالی بانکداری ایران، ۱۳۸۴.
۱۶. کمیجانی، اکبر و نظرپور، محمدنقی. چگونگی کاربرد عقد استصناع در قانون عملیات بانکی بدون ربا، فصلنامه علمی پژوهشی اقتصاد اسلامی، ش ۳۰، ۱۳۸۷.
۱۷. مراجع تقلید، رساله توضیح المسائل، ج ۲، جامعه مدرسین حوزه علمیه، ۱۳۸۳.
۱۸. موسوی بجنوردی، سیدمحمد. مجموعه مقالات فقهی، حقوقی و اجتماعی، پژوهشکده امام خمینی و انقلاب اسلامی، ۱۳۸۱.



١٩. موسوی خمینی (امام)، السیدروح‌الله، استفتائات جدید، جامعہ مدرسین حوزہ علمیہ قم، ١٣٧٥.
٢٠. الموسوی الخمينی(الامام)، السیدروح‌الله. تحریرالوسیله، مؤسسہ تنظیم و نشر آثار امام خمینی، ١٤٢١.

(ب) انگلیسی

21. Global Investment House (Global research GCC), sukuks- A new Dawn of Islamic Finance era, 2008.
22. International Islamic Financial Market (IIFM), Sukuk Report (A Comprehensive Study of the International Sukuk Market), 1st Edition, 2009.



شناسنامه گزارش

شماره مسلسل: ۱۰۵۶۸

عنوان گزارش: صکوک استصناع ابزاری برای اعمال سیاست پولی

نام دفتر: مطالعات اقتصادی (گروه بازارهای مالی)

تهیه و تدوین: محمدتقی نظرپور

همکار: رضا وفایی‌یگانه

ناظر علمی: احمد شعبانی

متقاضی: معاونت پژوهشی

ویراستار تخصصی: —

ویراستار ادبی: —

واژه‌های کلیدی:

۱. عقد استصناع

۲. صکوک استصناع

۳. عملیات بازار باز

۴. سیاست پولی

۵. بانکداری بدون ربا

تاریخ انتشار: ۱۳۸۹/۱۰/۵