

# عملیات بازار باز از طریق اوراق استصناع «مشکلات و راه‌حل‌ها»

محمدنقی نظریور\*

نویسنده در مقاله‌ای دیگر (نظریور، فصلنامه تخصصی اقتصاد اسلامی، ش ۲۰، زمستان ۱۳۸۴) اصل قابلیت اوراق استصناع را به صورت ابزاری برای سیاست پولی مطرح کرد و در این مقاله به بیان مشکلات عملیات بازار باز از طریق اوراق استصناع و ارائه راه‌حل‌های آن می‌پردازد.

## 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، تغییر نرخ ذخیره قانونی، تغییر نرخ تنزیل مجدد به اهداف خود نایل می‌آید. در عین حال، در این مجموعه ابزارها، عملیات بازار باز قدیمی‌ترین، شناخته شده‌ترین و در عین حال مهم‌ترین ابزار شمرده می‌شود. در جمهوری اسلامی ایران با توجه به ممنوعیت ربا (بهره) و به تبع آن عدم امکان به‌کارگیری اوراق قرضه که بر بهره مبتنی است، قانون عملیات بانکی بدون ربا امکان استفاده از این ابزار را به نظام بانکی کشور نداده است. این مقاله با معرفی عقد استصناع و شکل‌دهی اوراق استصناع به صورت ابزاری برای اعمال

\* عضو هیأت علمی و مدیر گروه اقتصاد دانشگاه مفید.

سیاست پولی، به بررسی چگونگی تأمین مالی خرید اوراق استصناع به وسیله بانک مرکزی می‌پردازد و بیان می‌دارد با اولویت‌دادن به تنزیل مجدد اوراق استصناع به‌طور کلی یا تنزیل مجدد در چارچوب «اضافه برداشت» می‌توان از اوراق استصناع کنار اوراق مشارکت بانک مرکزی برای اعمال سیاست‌های انبساطی و انقباضی استفاده، و خلا اوراق قرضه و عملیات بازار باز را تا حدودی پر کرد.

**واژگان کلیدی:** عقد استصناع، اوراق استصناع، سیاست پولی، عملیات بازار باز، بانکداری بدون ربا، بازار بورس اوراق بهادار اولیه و ثانویه.

## مقدمه

قانون عملیات بانکی بدون ربا (بهره) 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 کرد. در عین حال وظایفی نظیر تنظیم، کنترل و هدایت گردش پول و اعتبار و اعمال سیاست‌های پولی و اعتباری و ... را بر عهده نظام بانکی کشور گذاشته، و بانک مرکزی جمهوری اسلامی ایران مسئول تحقق این اهداف و عملیاتی‌کردن وظایف پیش‌گفته است.

با توجه به ممنوعیت بهره در اقتصاد اسلامی و عدم امکان به‌کارگیری آن برای اعمال سیاست پولی، اجرای عملیات بازار باز (OMO)\* از طریق خرید و فروش اوراق قرضه که بر نرخ بهره مبتنی است، مطلقاً کارایی نداشته، بدین طریق عملاً قدیم‌ترین 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 بیست سال اخیر جمهوری اسلامی ایران نیز نشان می‌دهد که ابزارهای متعارف

\* Open Market Operation.

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 ... کارایی مطلوبی برای مهار نقدینگی و حجم پول نداشتند و نتوانستند خلا انجام عملیات بازار باز را پر کنند.

تلاش این مقاله بر آن است که با به‌کارگیری عقد استصناع (سفارش ساخت) و شکل‌دهی اوراق بهادار استصناع، ابزاری جدید برای کنترل نقدینگی و تنظیم حجم پول پر قدرت در چارچوب فقه اسلامی و قانون عملیات بانکی بدون ربا در اختیار بانک مرکزی قرارداد و خلا وجود اوراق قرضه را برای اعمال سیاست پولی تا حدودی جبران کند. به نظر می‌رسد اوراق بهادار پیشنهادی استصناع کنار اوراق مشارکت بانک مرکزی می‌تواند جایگزین خوبی برای اوراق قرضه تلقی شود.

بانک مرکزی می‌تواند در صورت قانونی‌شدن اوراق 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 اقدام به سیاست پولی انبساطی اقدام ورزد؛ یعنی در وضعیت رکود اقتصادی این اوراق با قیمت بیشتری در مقایسه با قیمت رایج خریداری شده، از این طریق (با ثبات سایر شرایط) حجم نقدینگی جامعه و به تبع آن مخارج کل، اعتبارات مؤسسه‌های پولی و قیمت‌ها افزایش می‌یابد و بالعکس در شرایط رونق اقتصادی سیاست انقباضی پولی اعمال کرده، اوراق را با قیمت پایین‌تر به تقاضاکنندگان خواهند فروخت. در کل، بانک مرکزی می‌تواند با خرید و فروش این اوراق و اعمال سیاست پولی متناسب با وضعیت اقتصادی به اهدافی مانند ایجاد اشتغال، تثبیت سطح عمومی قیمت‌ها، موازنه پرداخت‌ها و در نهایت رشد اقتصادی دست یابد. 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.

پرسش این است: آیا شیوه‌هایی ممکن است ابداع کرد که بانک مرکزی بتواند با اعمال

آنها آثار انبساطی این اقدام را به صفر یا به حداقل برساند؟

بخش عمده این مقاله بر ارائه این شیوه‌ها متمرکز است و برای پاسخ به این پرسش، به معرفی این شیوه‌ها می‌پردازد؛ سپس به نقد و بررسی آنها همت می‌گمارد.

آیا برای ورود بانک مرکزی به بازار استصناع می‌توان بخشی از خرید ارز از دولت را که در سال‌های اخیر صورت می‌پذیرد متوقف کرد و به جای آن بانک مرکزی اقدام به خرید اوراق استصناع، و در واقع همان مقدار نقدینگی را اما از طریق خرید این اوراق به اقتصاد تزریق کند؟ آیا با افزایش محدود ذخیره قانونی به میزان خرید اوراق استصناع می‌توان سرجمع سیاست خنثای پولی اعمال کرد؟ و آیا اولویت‌دادن به تنزیل مجدد اوراق استصناع به‌طور کلی یا اعمال تنزیل مجدد در چارچوب «اضافه برداشت» مشکل‌گشا است و در نهایت بهترین شیوه و راه‌حل چه شیوه و راه‌حلی است؟

با توجه به این‌که نگارنده در مقاله دیگری ضمن معرفی عقد استصناع اصل قابلیت آن را برای سیاست پولی طرح کرد، در این مقاله ضمن معرفی کوتاهی از این عقد، به چگونگی شکل‌گیری و کاربرد اوراق استصناع برای اعمال سیاست پولی، شیوه‌های تأمین مالی برای خرید این اوراق، اوراق استصناع و رونق بازار بورس می‌پردازیم و سرانجام ملاحظات پایانی مطرح می‌شود.

### بیان اجمالی ماهیت عقد استصناع

استصناع قرارداد سفارش ساختی بین دو شخص اعم از حقیقی و حقوقی مبنی بر تولید کالایی خاص یا اجرای پروژه‌ای با ویژگی‌های مشخص در آینده است 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 باشد، متعهد می‌شود، مواد اولیه و کالاهای مورد نیاز پروژه را خود تهیه کند و در زمان مشخص، کالا یا پروژه موردنظر را به سفارش‌دهنده تحویل دهد. «عمل» و «عین» بر ذمه سفارش‌گیرنده مستقر می‌شود.

گرچه عقد استصناع از گذشته‌های دور وجود داشته و فقیهان بزرگوار نیز به تبیین

ماهیت فقهی و حقوقی آن پرداختند، همچنان اتفاق نظری در این زمینه وجود ندارد. از متقدمانی که به این موضوع پرداختند می‌توان از شیخ طوسی در خلاف (طوسی، ۱۴۱۱ق: ج ۳، ص ۲۱۵) و در المبسوط (طوسی، ۱۴۲۲ق: ج ۲ ص ۱۹۴) و شافعی در الام (شافعی، ۱۴۲۲ق: ج ۳ ص ۱۳۱) و سرخسی در المبسوط (سرخسی، بی‌تا: ج ۱۲ ص ۱۳۹) نام برد. همچنین از معاصران می‌توان از آیت‌الله هاشمی‌شاهرودی (هاشمی‌شاهرودی، ۱۳۷۸: ش ۱۹ - ۲۰) آیت‌الله مؤمن (مومن، ۱۳۷۶: ش ۱۱ - ۱۲)، آیت‌الله تسخیری (مجله مجمع الفقه الاسلامی العدد السابع، الجزء الثاني)، علی محیی‌الدین علی قره‌داغی (قره‌داغی، ۱۴۲۳ق)، محمد سلیمان اشقر (اشقر، ۱۴۱۸ق)، عبدالحمید محمود طهماز (طهماز، بی‌تا) و وهبه زحیلی (زحیلی، ۱۴۲۳ق) و محمد توفیق رمضان بوطی (بوطی، ۱۴۱۸ق) نام برد.

شایان ذکر است که عالمان اهل سنت در قالب «عقد الاستصناع» به جنبه‌های گوناگون آن پرداختند؛ ولی در کتاب‌های فقهی شیعه به گستردگی کتب فقهی اهل سنت به این موضوع پرداخته نشده است. در هر صورت با توجه به گستردگی عقد استصناع در وضعیت کنونی جامعه و نیاز به واقعی‌تر کردن عقود بانکی و اوراق منتشره به وسیله دولت و بانک مرکزی و یا گسترده و فراگیر ساختن آن‌ها، بررسی دقیق فقهی، حقوقی عقد استصناع و چگونگی امکان استفاده از آن در عرصه فعالیت‌های اقتصادی در سطح خرد و کلان به نظر ضرور می‌رسد. این‌که آیا استصناع اساساً عقد است یا ایقاع و در صورت عقد بودن آیا «سلم» است یا «بیع» و یا «بیع و اجاره» یا در ابتدا «بیع» و در انتها «اجاره» یا «اجاره محضه» و یا «وعد» و یا «مواعده» و یا این‌که عقدی مستقل شمرده می‌شود؟ آیا عقد استصناع، قراردادی لازم یا جایز است؟ در صورت لزوم، آیا اختیار بر هم‌زدن معامله (خیار) وجود دارد و کدام‌یک از خیارهای «رویت»، «عیب» و «وصف» در آن جریان دارد؟ و سایر احکام از مباحث بسیار مهمی است که در مباحث فقهی مربوط به استصناع باید موشکافی شود.

حتی مباحث در این سطح نیز خلاصه نمی‌شود؛ بلکه اگر بپذیریم که عقد استصناع در مجموعه عقود متعارف رایج در کتاب‌های فقهی شیعه نیست، آیا ممکن است عقدی را با این خصوصیات تاسیس کرد؟ آیا اساساً تاسیس عقد جدید (مستحدث) امکان‌پذیر و جایز است؟ نویسنده در مقاله پیشین به بخشی از این مباحث پرداخته، در تحقیق دیگری که در

دست تالیف دارد، با استفاده از کتاب‌های فقهی و اصولی قدما و متأخران و معاصران به بررسی اقوال و نظریه‌ها در این زمینه به صورتی به‌طور کامل فقهی و تخصصی و به‌شیوه‌ای اجتهادی در چارچوب فقه جواهری خواهد پرداخت به اجمال می‌توان گفت:

اولاً استصناع عقد است، نه ایقاع. ثانیاً استصناع عقدی مستقل از سایر عقود است؛ گرچه شباهت‌هایی با برخی از عقود دارد.

از آن‌جا که در عقد استصناع از پیمانکار خواسته می‌شود با مواد اولیه‌ای که خود تهیه می‌کند کالایی را با ویژگی‌هایی مشخص بسازد و در زمان مشخص تحویل بدهد؛ یعنی عقدی است که چه سبب آن پیمانکار در مقابل مبالغی که بخشی به صورت نقد و بخشی به صورت اقساطی دریافت می‌کند، «عمل» و «عین» (کالایی که می‌سازد) بر ذمه او مستقر می‌شود.

این عقد، مستقل از عقود متعارف است و از آن‌جا که اطلاق عقد بر آن عرفاً بلا مانع است، عمومیت آیه شریفه «اوفوا بالعقود» شامل آن خواهد شد و مشروعیت آن نیز اثبات می‌شود. افزون بر سیره متشرعه که حکایت از انعقاد و شیوع چنین عقودی دارد، به احتمال بسیار و در حد اطمینان می‌توان گفت که در گذشته‌های دور نیز جریان داشت و علی‌القاعده در دید امامان معصوم علیهم‌السلام و پیامبر بزرگوار صلی‌الله‌علیه‌وآله‌وسلم بوده و منع و ردعی از آنان صادر نشده است؛ گرچه در منابع روایی اهل سنت دو روایت نقل شده که حکایت از آن دارد:

۱. پیامبر اسلام سفارش ساخت انگشتری از طلا را به مردی داد که برای حضرت صلی‌الله‌علیه‌وآله‌وسلم ساخته شد.

۲. پیامبر صلی‌الله‌علیه‌وآله‌وسلم سفارش ساخت منبر را به زنی به نام سهل داد که به غلام خود امر کند منبری برای حضرت صلی‌الله‌علیه‌وآله‌وسلم بسازد.

روایت اول حتی در منابع صحاح اهل سنت وارد نشده و فقط در کتاب *النهاییه فی غریب الحدیث* از ابن‌اثیر (ابن‌اثیر، ۱۴۲۲ق: ج ۳، ص ۵۶) ذکر شده است؛ ولی روایت دوم گرچه در صحیح بخاری آمده، صریح در این نیست که خود پیامبر قرارداد استصناع بسته باشد؛ پس از نظر روایات نقل شده از پیامبر صلی‌الله‌علیه‌وآله‌وسلم حتی در منابع روایی اهل سنت نمی‌توان به دلیل مقتضی بر انعقاد عقد استصناع به وسیله حضرت دست یافت و در جوامع روایی شیعه نیز تا کنون نویسنده به روایاتی از این دست برخورد نکرده است.

به نظر می‌رسد غیر از عمومات و اطلاقات نظیر آیه شریفه «اوفوا بالعقود» و وجود سیره

مشرعه، روایت خاصی بر شرعیت عقد استصناع نداشته باشیم.

## چگونگی شکل‌گیری اوراق استصناع برای اعمال سیاست مالی

گرچه تمرکز عمده این نوشتار بر به‌کارگیری این اوراق برای اعمال سیاست پولی است، چارچوبی که در این مقاله برای اعمال این سیاست مطرح می‌شود، در برخی موارد باید از مجرای سیاست مالی باید عبور کند؛ از این‌رو به چگونگی شکل‌گیری اوراق استصناع برای اعمال سیاست مالی می‌پردازیم.

۵۳

اقتصاد اسلامی

عملیات بازار باز از طریق اوراق استصناع «مشکلات و راه‌حل‌ها»

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 که می‌خواهند چنین طرح‌هایی را اجرا کنند، همچنین بانک‌های تجاری و تخصصی و مؤسسه‌های پولی و اعتباری می‌توانند با شخصیت‌های حقیقی یا حقوقی که به‌صورت مناقصه به همکاری دعوت می‌شوند، قرارداد استصناع امضا کنند؛ بدین‌گونه که سفارش ساخت طرح‌های بزرگ نظیر راه‌سازی، سدسازی، مجتمع‌سازی‌های کوچک و بزرگ یا حتی تکمیل طرح‌های موجود و ... را به پیمانکاران بدهند در مقابل، نهادهای پیش‌گفته 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 برای مثال ۲ ساله، ۳ ساله یا ۵ ساله 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) است؛ البته این اوراق در صورتی قانونی و معتبر خواهد بود که با ضمانت وزارت امور اقتصادی 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 کرده، به پیش‌برند و در زمان سررسید تمام مبلغ اسمی را دریافت کنند 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 یا باید در این زمینه آن را فعال کرد و بانک‌های عامل نیز طبق قانون مجاز

**pdfMachine - is a pdf writer that produces quality PDF files with ease!**

Produce quality PDF files in seconds and preserve the integrity of your original documents. Compatible across nearly all Windows platforms, if you can print from a windows application you can use pdfMachine.

Get yours now for only US\$49 including free upgrades!

[www.pdfMachine.com](http://www.pdfMachine.com)

به اعمال تنزیل درباره این اوراق باشند) بفروشند یا به بانک‌های عامل داده، 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 کرد نیز می‌توانند تا سررسید صبر کرده، و مبالغ اسمی را از انتشاردهنده اوراق بطلبند و در این صورت مطابق برخی فروض و به تناسب وضعیت اقتصادی و وضعیت کسب و کار بیشترین سود را عاید خود کنند. اینان نیز در صورت نیاز به پول نقد می‌توانند پیش از سررسید به بازار ثانویه یا بانک‌های عامل دیگر مراجعه کرده، به وجوه نقدی مورد نیاز دست یابند.

با استفاده از اوراق استصناع، دولت و نهادها و سازمان‌های دولتی می‌توانند منابع لازم برای اجرای طرح‌های مصوب را که به‌طور کامل توجیه اقتصادی و ملی دارد، را تدارک دیده، به‌صورتی مناسب کسری بودجه در این زمینه را تأمین مالی کنند. شایان ذکر است از آن‌جا که سررسید این اوراق می‌تواند به‌گونه‌ای طراحی و تنظیم شود که متناسب با پیشرفت کار یا پس از اتمام طرح باشد و به‌طور طبیعی مبالغ در آن زمان به‌وسیله انتشاردهنده پرداخت می‌شود، به دلیل همراه‌بودن با افزایش کالاهای تولیدی این طرح یا احیاناً خدمات ارائه شده و متعاقب آن رشد اقتصادی، در مقایسه با طرح‌هایی که دولت در طول زمان مبالغ مورد نیاز را تزریق می‌کند و پس از چندین سال انتظار تولید آن وارد عرصه اقتصادی می‌شود وجود اوراق استصناع و دریافت مبالغ در سررسید فاقد آثار منفی تورمی است یا آثار منفی بسیار اندکی بر اقتصاد خواهد داشت.

دولت می‌تواند با استفاده از این اوراق به تناسب موقعیت‌های رکودی یا رونق اقتصادی سیاست‌های مالی انبساطی یا انقباضی موردنظر را اعمال کند. برای اعمال سیاست انبساطی این قراردادها امضا و سررسیدها کوتاه‌تر و برای اعمال سیاست انقباضی از اجرای طرح‌های مصوب صرف‌نظر می‌شود. شرکت‌ها و مؤسسه‌های غیردولتی نیز می‌توانند در صورت دارا بودن ضمانت‌ها و مجوزهای لازم از این اوراق برای تأمین مالی طرح‌ها و پروژه‌های موردنظر استفاده کنند؛ البته این‌گونه تأمین مالی گرچه در مجموعه سیاست مالی دولتی نمی‌گنجد، همان‌گونه که در بخش‌های دیگر مقاله به آن اشاره خواهیم داشت می‌تواند زمینه مناسب را برای اعمال سیاست‌های پولی فراهم سازد و در واقع از جهت اعمال سیاست پولی نیازی نیست که این اوراق را دولت انتشار دهد یا این‌که با مجوز



نهادهای دولتی ذریط به‌وسیله شرکت‌ها و سازمان‌های غیردولتی منتشر شود.

آنچه تا کنون مطرح شد، قرارداد استصناع مستقیم بود. در این نوع قراردادها، وزارتخانه‌ها و مؤسسه‌ها به‌طور مستقیم با پیمانکاران وارد مذاکره می‌شدند و اوراق استصناع را به خودشان می‌دادند؛ اما زمانی که طرح کوچک باشد یا طرح بزرگی به طرح‌های کوچک تبدیل شود و پیمانکاران جزء نتوانند با وزارتخانه و ... به‌طور مستقیم وارد مذاکره شوند یا تخصص و توان لازم را به هر جهت برای فروش اوراق استصناع در بازار ثانویه ندارند، این وزارتخانه‌ها می‌توانند با یک بانک معتبر قرارداد استصناع ببندند و اوراق استصناع را به بانک بدهند. بانک اکنون در جایگاه واسطه خود با پیمانکاران طرف قرارداد می‌شود و در این صورت می‌تواند قرارداد استصناع دیگری با پیمانکاران جزء منعقد کند و بخشی از مبلغ را هنگام قرارداد و بخش دیگری را به‌صورت اقساطی و متناسب با پیشرفت کار به این پیمانکاران تحویل می‌شود. بانک نیز می‌تواند تا سررسید اوراق استصناع صبر کند و کل مبلغ سررسید را از انتشاردهنده آن بطلبد 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 و خریداران این اوراق نیز می‌توانند این اوراق را تا زمان سررسید نگهداری کنند یا در بازار ثانویه به فروش برسانند.

### کاربرد اوراق استصناع در عملیات بازار باز

در صورتی که پیمانکاران اوراق استصناع را به بانک‌ها بفروشند یا بانک‌ها از بازار ثانویه این اوراق را بخرند، بانک‌ها می‌توانند تا زمان سررسید صبر کنند یا در صورت نیاز به نقدینگی با فروش این اوراق نقدینگی لازم را به‌دست آورند؛ اما در صورتی که با تصویب قانون، بانک‌ها بتوانند این اوراق 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 اوراق 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 اوراق را

افزایش دهد و از این طریق، حجم نقدینگی و به تبع آن مخارج کلّ و اعتبارات مؤسسه‌های پولی افزایش دهند و بالعکس در وضعیت رونق اقتصادی سیاست انقباضی پولی را اعمال کرده و اوراق 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 اوراق استصناع طرح‌های مختلف در بخش‌های گوناگون اقتصادی با سررسیدهای متفاوت و با تنوع گسترده‌ای منتشر شده باشد و همواره نیز همزمان با فرارسیدن سررسیدها، اوراق 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.

### شیوه‌های تأمین مالی برای خرید اوراق استصناع

پرسش بسیار مهمی پیش‌روی ما است و اگر نتوانیم برای این پرسش پاسخ مناسبی تدارک ببینیم، طرح پیشنهادی مقاله در توسل جستن به عقد و اوراق استصناع برای اعمال سیاست پولی تقریباً مورد سؤال قرار گرفته، کارایی خود را تا حدود بسیاری از دست خواهد داد. آن پرسش این است: اول‌بار که بانک مرکزی تصمیم می‌گیرد وارد بازار اوراق استصناع شده تا این اوراق را بخرد یا هر وقت تصمیم به افزایش سقف اوراق استصناع داشته باشد تا اندوخته اوراق برای اعمال سیاستگذاری پولی گسترده‌تر شود، به‌طور عملی سیاست انبساطی پولی به‌صورتی 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.

برای پاسخ به این پرسش از پاسخ نقضی و پاسخ‌های حلّی مدد جستیم، می‌کوشیم مسیر به‌کارگیری اوراق استصناع برای اعمال سیاست پولی را هموار سازیم.

## أ. پاسخ نقضی

فرض می‌کنیم به عللی توانستیم انتشار اوراق قرضه را از نظر شرعی و قانونی توجیه کنیم و بانک مرکزی از الان تصمیم بگیرد این اوراق را اول بار پس از سال‌ها منتشر کند یا این که حجم آن را گسترش داده، به مبلغ کل قابل توجهی برساند تا از آن طریق سیاست‌های انقباضی و انبساطی پولی سهل‌تر و مناسب‌تر عملی شود. آیا در این فرض اول بار، سیاست انقباضی پولی به صورتی ناخواسته تحقق نمی‌یابد در صورتی که ممکن است اقتصاد در وضع رکودی بوده یا در تعادل به سر می‌برد و اعمال این سیاست اصلاً مطلوب نباشد؛ پس اول باری که بانک مرکزی بخواهد وارد عملیات بازار باز شود، ممکن است سیاست مطلوبی اعمال نشود؛ ولی وقتی اندوخته اوراق قرضه افزایش یافت، با تغییر آن می‌توان به سیاست انقباضی یا انبساطی دست یافت.

ممکن است گفته شود انتشار اوراق قرضه زمانی صورت خواهد پذیرفت که اقتصاد نیاز به کاهش حجم نقدینگی داشته باشد. در پاسخ می‌گوییم اوراق استصناع را نیز زمانی بانک مرکزی بخرد که جامعه نیازی به افزایش حجم نقدینگی داشته باشد و این شرایط نیز خیلی دور از واقعیت نیست؛ زیرا متناسب با رشد اقتصادی باید حجم پول در گردش و نقدینگی افزایش یابد و در غیر این صورت اقتصاد با کاهش قیمت‌ها و رکود مواجه خواهد شد که مطلوب نیست و بانک مرکزی می‌تواند به جای افزایش نقدینگی برای پوشش دادن رشد اقتصادی اوراق استصناع موجود بانک‌ها را بخرد و متناسب با آن‌ها حجم پول و نقدینگی را افزایش دهد.

## ب. پاسخ‌های حلی

بی‌تردید آنچه در سال‌های اخیر در کشور ما اتفاق افتاد، افزایش قیمت نفت و به تبع آن افزایش درآمد ارزی حاصل از فروش آن بود و در این جهت بانک مرکزی باید با افزایش دارایی‌های خارجی خود اقلام طرف دارایی ترازنامه خود را افزایش داده، به ازای آن اسکناس و مسکوک جدید در اختیار دولت قرار دهد؛ یعنی عملاً سیاست انبساطی پولی اعمال می‌شد و در نتیجه پایه پولی و پول پر قدرت افزایش می‌یافت و دولت با دریافت این مبالغ کسری بودجه خود را تأمین مالی می‌کرد. در صورتی که انتشار اوراق استصناع

قانونی، و بانک مرکزی بتواند وارد این بازار شود، بانک مرکزی می‌تواند بخشی از خرید ارز از دولت را متوقف سازد و به جای آن اوراق استصناعی را که بخش دولتی منتشر کرد بخرد و از این طریق کسری بودجه دولت نیز برطرف شود. با خریداری این اوراق به‌وسیله بانک مرکزی که از طریق بانک‌ها انجام می‌شود، همان مقدار پول پرقدرت اما از طریق خرید اوراق استصناع وارد اقتصاد می‌شود.

مزیت قابل توجه در انتشار اوراق استصناع این است که دولت می‌تواند بخشی از پروژه‌های خود را از طریق انتشار این اوراق تأمین مالی کند که در صورت عدم انتشار قادر به تأمین مالی آن‌ها نیست؛ افزون بر این که با تأخیر در پرداخت وجوه مربوط به آن‌ها تا زمان سر رسید، با منابع مالی محدود تری در طول زمان قادر خواهد بود حجم بیشتری از پروژه‌ها را تأمین مالی کرده، از این طریق به اعمال سیاست مالی بپردازد؛ البته ضرورتاً همه اوراق استصناع را وزارتخانه‌ها و مؤسسه‌های دولتی انتشار نمی‌دهند. بخش خصوصی نیز با مجوز رسمی بانک مرکزی می‌تواند این اوراق را منتشر کند و در این صورت، سیاست مالی نیز اصلاً تحقق نمی‌یابد.

همان‌گونه که ملاحظه شد، با جابه‌جایی شیوه افزایش نقدینگی از طریق خرید ارز به خرید اوراق استصناع، درست است که نقدینگی افزایش می‌یابد و عملاً سیاست انبساطی پولی اعمال می‌شود، ولی پیش از خرید اوراق استصناع به‌وسیله بانک مرکزی عملاً سیاست انبساطی بود؛ ولی از راه دیگری اعمال می‌شد. در عین حال ویژگی افزایش نقدینگی از طریق خرید اوراق استصناع، فراهم شدن زمینه اعمال سیاست انقباضی پولی به‌واسطه فروش آن‌ها همراه با تنزیل در بازار ثانویه در مراحل بعدی است؛ افزون بر این که در پایان سر رسید نیز از آنجا که بانک مرکزی از انتشاردهنده این اوراق مبلغ اسمی آن را می‌طلبد عملاً سیاست انقباضی رخ خواهد داد؛ اما در صورت خرید ارز از دولت زمانی سیاست انقباضی عملیاتی می‌شود که بانک مرکزی مقادیری از ارز خریداری شده را به بازار ارز برده، بفروشد؛ ولی برای فروش بیشتر مقادیر ارز علی‌القاعده باید قیمت آن را کاهش دهد که خود با توجه به اهمیت ثبات نسبی نرخ ارز و ملاحظات دیگری که کاهش این نرخ به دنبال دارد، مطلوبیت چندانی ندارد.

شایان ذکر است اگر از سال‌های اخیر صرف نظر 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 به‌کلی منتفی است.

صرف نظر از نکته پیش گفته از سه شیوه ذیل برای پاسخ به آن سؤال مهم و رفع نگرانی از سیاست انبساطی پولی ابتدایی می‌توان مدد جست:

### ۱. افزایش محدود نرخ ذخیره قانونی

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

این اقدام از نظر قانونی نیز هیچ‌گونه منعی ندارد. 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» (سایت بانک مرکزی، [www.cbi.ir](http://www.cbi.ir)).

نکته قابل تامل این که گرچه تغییر نرخ ذخیره قانونی از اختیارات بانک مرکزی است،

این نرخ در بسیاری از کشورها زیر ۵ درصد و حتی در برخی کشورها صفر است و این در حالی است که این نرخ در ایران در سال‌های اخیر بین ۱۰ الی ۲۰ درصد متغیر است. نرخ‌های موجود در ایران براساس استانداردهای بین‌المللی بسیار بالا تلقی می‌شود. گرچه می‌پذیریم در سطح کلان اعمال سیاست پولی انبساطی به جهت خرید اوراق استصناع، با سیاست انقباضی به جهت افزایش ذخیره قانونی خنثا می‌شود، در سطح بانک‌ها سبب بیشتر شدن فاصله بین نرخ سود اعطایی به سپرده‌گذاران و نرخ سود دریافتی از تسهیلات خواهد شد؛ یعنی Spread بانکی و تفاوت نرخ‌های سود افزایش خواهد یافت و انگیزه سپرده‌گذاران برای سپرده‌گذاری را کم می‌کند و برخی از طرح‌های سرمایه‌گذاری را که قابلیت سوددهی با نرخ‌های پایین‌تر دارند، از جرگه متقاضیان تسهیلات خارج خواهند کرد.

به جهت اهمیت موضوع کاهش نرخ ذخیره قانونی، کشورهای اروپایی در سال‌های گذشته موفق شدند، تفاوت نرخ سود (بهره) دریافتی و پرداختی خود را تا حد ۱/۳ درصد کاهش دهند و این کاهش همچنان ادامه دارد. در حالی که به‌علت بی‌ثباتی اقتصادی کشورهای در حال توسعه این نرخ بسیار بالا و با تلاطم بسیاری همراه است. عوامل فراوانی در این زمینه وجود دارد که از آن جمله وجود بانک‌های دولتی و عدم فعالیت بانک‌های خصوصی و در نتیجه وجود انحصار چندجانبه در نظام بانکی، فشار دولت برای پرداخت وام‌های تکلیفی که به عدم بازپرداخت وام و هزینه سنگین مطالبات مشکوک الوصول برای بانک‌ها می‌انجامد و وجود نرخ‌های تبعیضی بین بخش‌های اقتصادی به‌صورت دستوری که باعث عدم کارایی وام‌های پرداختی از طرف بانک‌ها می‌شود (مجتهد ص ۱۴۸).

شایان ذکر است زمانی که نرخ ذخیره قانونی به هر دلیل افزایش یابد و به‌دلیل دستوری بودن نرخ تسهیلات هیچ رابطه منطقی بین نرخ ذخیره قانونی و نرخ تسهیلات وجود نداشته باشد و بانک‌ها قادر نباشند بخشی از هزینه‌های افزایش نرخ ذخیره قانونی را با افزایش نرخ تسهیلات به متقاضیان منتقل کنند یا با کاهش سود پرداختی بخشی از این هزینه‌ها به سپرده‌گذاران انتقال دهند، بانک‌ها دچار زیان شده، کارایی آن‌ها مختل می‌شود و به تبع آن واسطه‌گری‌های مالی از طریق رسمی کاهش می‌یابد و بازارهای غیررسمی (Curb Markets) و غیرمشکل فعال خواهند شد که در مجموع اقتصاد متحمل خسارت خواهد شد.

با توجه به مطالب پیش گفته در مجموع ذهنیت مثبتی درباره افزایش نرخ ذخیره قانونی وجود ندارد و مسؤولان نظام بانکی در کشور نیز می‌کوشند حداقل در افزایش این نرخ گام برندارند و اگر بتوانند نیز آن را کاهش خواهند داد؛ با وجود این اگر امکان استفاده از ابزارهای دیگر برای ختناسازی سیاست انبساطی پولی وجود داشته باشد، استفاده از افزایش نرخ ذخیره قانونی مطلوبیت چندانی ندارد؛ اما همان‌گونه که در گذشته به صورت گسترده و فراوان از این ابزار برای کنترل نقدینگی استفاده شد، در صورتی که ابزار دیگر چنین کارایی را نداشته باشد، استفاده از این ابزار همچنان با همه ضعف‌ها می‌تواند مورد استفاده قرار گیرد.

۶۱

اقتصاد اسلام

## ۲. اولویت‌دادن به تنزیل مجدد اوراق استصناع

همان‌گونه که در بخش‌های پیشین بیان شد، پیمانکاران می‌توانند اوراق استصناع دریافتی را نزد بانک‌ها تنزیل، و مبالغ مورد نیاز را پیش از سررسید اوراق دریافت کنند. بانک‌ها نیز می‌توانند این اوراق را تا سررسید نگهداری کنند و تمام مبلغ اسمی را دریافت دارد یا این‌که به بازار ثانویه برده، به شخصیت‌های حقیقی یا حقوقی با تنزیل بفروشند و راه سوم نیز تنزیل مجدد نزد بانک مرکزی است که همه این موارد در طرح پیشنهادی باید با مجوز قانونگذار و تعیین سقف‌های معین صورت پذیرد و در طرح پیشنهادی ما فرض می‌شود مراحل قانونی انجام این عملیات به خوبی صورت می‌پذیرد. می‌دانیم بانک مرکزی طبق قانون با نرخ مشخصی می‌تواند اسناد بهادار در اختیار بانک‌ها را برای تأمین اعتبار مورد 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 اوراق استصناع در بازار ثانویه و جذب نقدینگی، تنزیل مجدد این اوراق را در اولویت قرار دهد.

با دقت در ماهیت اوراق استصناع در می‌یابیم که 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

عملیات بازار باز از طریق اوراق استصناع «مشکلات و راه‌حل‌ها»

پول نقد چک تضمینی در زمان‌های از پیش تعیین شده پرداخت شود یا پس از اتمام قرارداد چک‌های معمول در تاریخ‌های معینی به طرف مقابل تحویل شود؛ پس اوراق استصناع از دین واقعی حاکی است که به واسطه عقد شرعی و عرفی ایجاد شده. با ملاحظه واقعی بودن دین در این اوراق، خرید و فروش این دین در فقه اسلامی مطابق فتوای اکثر فقیهان 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 به وسیله بانک‌ها آیین‌نامه موقت تنزیل اسناد و اوراق تجاری (خرید دین) و مقررات اجرایی آن است که در چهار صد 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 بی تردید از نظر فقهی اوراق استصناع، اوراقی تلقی 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.

در این چارچوب اولویت قائل شدن بانک مرکزی به خرید این اوراق همراه با تنزیل و در واقع تنزیل مجدد این اوراق هیچ شبهه شرعی ندارد؛ ولی برای شفاف‌سازی آن باید قوانین مربوط به روشنی تصویب شود و اجازه خرید و فروش این اوراق به بانک‌های تجاری و بانک مرکزی داده شود. گرچه بانک مرکزی می‌توانست وجوه مورد نیاز بانک‌ها



را از طریق تنزیل مجدد اوراق بهادار دیگر تأمین کند، از آنجا که بانک مرکزی با خرید این اوراق می‌تواند برای کاهش نقدینگی در مرحله دیگر به فروش آن‌ها در بازار ثانویه اقدام کند، اوراق استصناع مزیت بیشتری از اوراق دیگر دارد.

### ۳. تنزیل مجدد اوراق استصناع در چارچوب اضافه برداشت

تسهیلاتی که بانک مرکزی به بانک‌های تجاری و تخصصی، تخصیص می‌دهد، به صورت یکی از ابزارهای اجرای سیاست پولی امروزه مطرح است. این تسهیلات به ویژه در نیمه دوم سال برای بانک‌ها حیاتی تلقی می‌شود؛ زیرا به طور عمده با مشکلات مربوط به نقدینگی مواجه می‌شوند و بانک مرکزی طبق قانون موظف به برطرف کردن این مشکل است و در غیر این صورت حتی ورشکسته شدن یک بانک کل سیستم بانکی کشور را دچار اختلال خواهد کرد؛ از این رو بانک‌ها اوراق بهادار قابل قبول (Collateral Paper) 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، به روشنی به سیاست انبساطی دامن می‌زند. پیشنهاد مقاله این است بانک‌هایی که اوراق استصناع در اختیار دارند طبق قانون بتوانند با تنزیل (زمانی که خود بانک‌ها در قرارداد استصناع شرکت کرده و با واسطه شدن به پیمانکاران داده‌اند و قرارداد استصناع دومی را منعقد کردند) یا تنزیل مجدد این اوراق (زمانی که بانک‌ها این اوراق را از بازار ثانویه خریدند)، نزد بانک مرکزی وجوه مورد نیاز را به ویژه در نیمه دوم سال دریافت دارند. از آنجا که تنزیل اوراق استصناع در چارچوب خرید دین قرار خواهد گرفت و این دین نیز دین واقعی است که در قالب یک معامله ایجاد شده است؛ پس این تنزیل از نظر فقهی بلامانع است.

اگر این اوراق نزد بانک مرکزی به جای اوراق بهادار قابل قبول تنزیل شود گرچه نظیر سایر اوراق بهادار، بر حجم پول پر قدرت جامعه افزوده می‌شود، این امکان برای بانک مرکزی نیز پدید می‌آید که با مراجعه به بازار ثانویه و فروش این اوراق همراه با تنزیل به

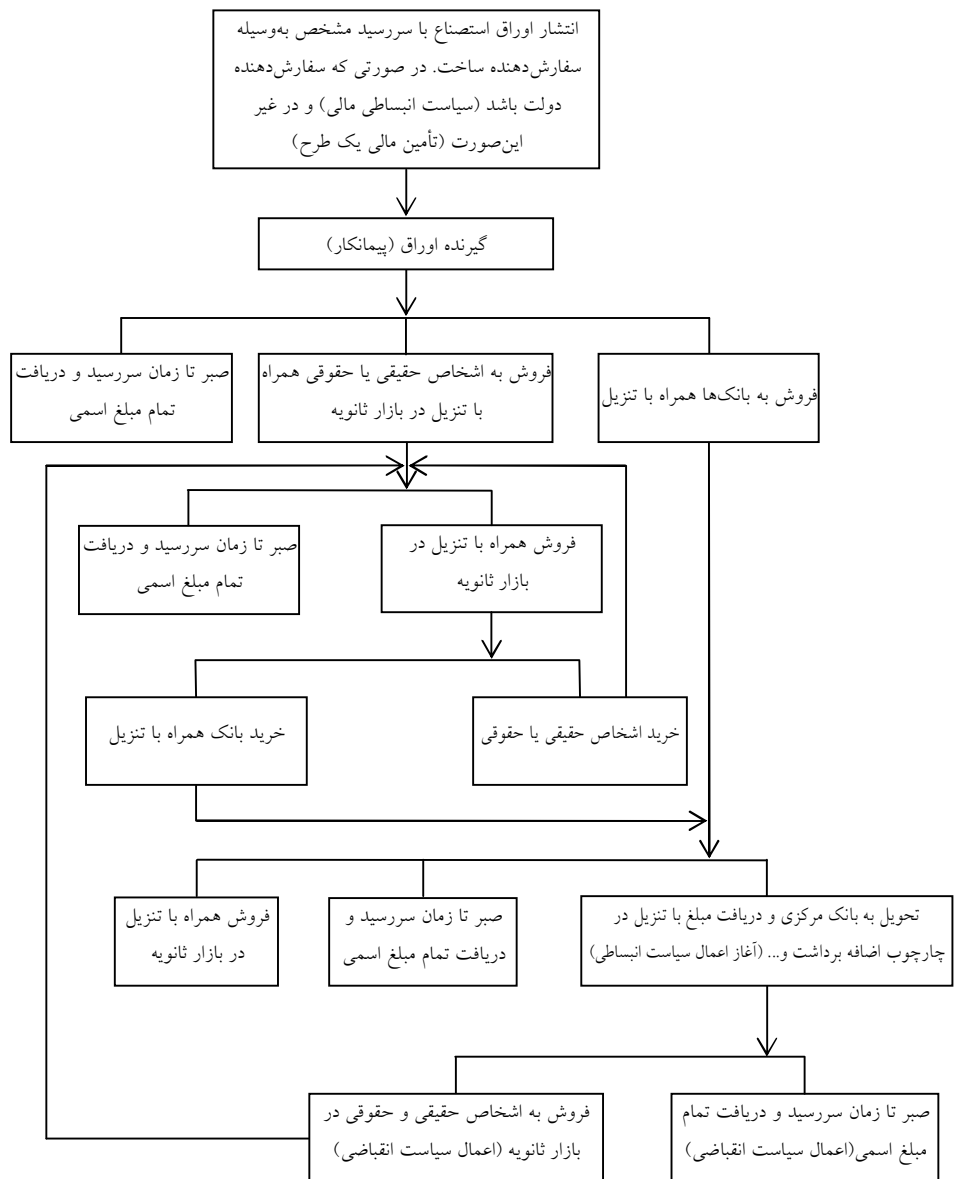
ختناسازی سیاست انبساطی پولی در پایان سال اقدام کند؛ در حالی که چنین موقعیتی در سایه تنزیل اوراق بهادار قابل قبول در قالب اضافه برداشت فراهم نمی‌آید.

شایان ذکر است این سیاست زمانی اجرا می‌شود که اوراق استصناع با نرخ تنزیل بیشتر در بازار اوراق ثانویه به فروش رسد؛ برای مثال اگر بانک مرکزی این اوراق را با نرخ ۱۵ درصد تنزیل کرد؛ به طور 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 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 جمع آورد. حال فرض کنید اگر بانک مرکزی این میزان پول را از جامعه در قالب اوراق مشارکت خود، بخواهد جمع آورده دست کم ۱۵/۵ درصد (بر مبنای نرخ سود مشارکت اعلام شده در سال ۱۳۸۴) باید به خریداران اوراق مشارکت بپردازد؛ یعنی حداقل ۱۵/۵ درصد در یک دوره زمانی مشخص بیش از اصل مبلغ مشارکت به مردم برگشت می‌کند 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 به طور مثال ۲ درصد به خریداران بفروشد؛ پس نرخ نهایی تنزیل یا هزینه اعمال سیاست پولی بسیار کاهش خواهد یافت و این از کارایی مناسب اوراق استصناع حکایت دارد.

شیوه دوم و سوم گرچه از نظر ماهیت و کارکرد یکسان است، شیوه دوم در همه ایام سال قابلیت کاربرد دارد و در واقع بانکها می‌توانند در عملیات بانکی خود برای حداکثر کردن سود حاصل از مجموع فعالیت‌های بانکی و توزیع و کاهش ریسک دارایی‌های خود از اوراق استصناع استفاده کنند؛ اما در شیوه سوم که اغلب در شش ماه دوم سال اتفاق می‌افتد، برای رفع مشکلات ناشی از عدم نقدینگی مورد نیاز بانکها است که در صورت عدم تأمین نقدینگی مربوط بانکها ممکن است با ورشکستگی مواجه شده و بانک مرکزی باید برای جلوگیری از این پدیده در چارچوب اضافه برداشت نقدینگی مورد نیاز را با اخذ اوراق استصناع در اختیار آنان قرار دهد.

نمودار گردش اوراق استصناع که نشان‌دهنده چگونگی عملکرد اوراق استصناع از آغاز تا انتها است ترسیم شده.

نمودار گردش اوراق استصناع



۶۵  
اقتصاد اسلامی  
عملیات بازار باز از طریق اوراق استصناع «مشکلات و راه‌حل‌ها»

## اوراق استصناع و رونق بازار بورس

همان گونه که در گذشته بیان شد، اجرایی شدن اوراق استصناع و ورود به صحنه واقعی اقتصادی منوط به وجود بازارهای ثانویه پر رونق و تا حدودی فراگیر است. خوشبختانه در سالهای اخیر گسترش بازار بورس اوراق بهادار به مراکز استانهای کشور این شرایط را تا حدودی فراهم ساخته است.

در عین حال لازم است بازار اوراق ثانویه ویژگی‌هایی داشته باشند تا بتوانند کارایی مناسبی از خود بروز دهند. ویژگی اول، کارآمدی این بازار است؛ یعنی بازده دارایی‌های سرمایه‌ای باید متناسب با ارزش آن دارایی‌ها باشد تا این بازار، کارآمد تلقی شود. ویژگی دوم، قدرت جذب سرمایه‌ها است به گونه‌ای که قادر باشد سرمایه‌های کوچک و بزرگ را برای تأمین جریان سرمایه‌گذاری در کشور فراهم سازد. ویژگی سوم، وجود اطلاعات کامل است در صورت وجود این ویژگی یکی از مهم‌ترین شرایط بازار رقابتی در این بازار فراهم خواهد شد و در این صورت، ریسک انجام معاملات تا حدود فراوانی کاهش می‌یابد. ویژگی چهارم، کاهش هزینه و سهولت مبادلات است. این بازارها باید به گونه‌ای باشند که هزینه مبادله‌ها و نقل و انتقال سرمایه به حداقل برسد. کاهش هزینه‌ها به کارایی بیشتر بازار خواهد انجامید و سرانجام ویژگی پنجم، تعامل بازارهای مالی با بازارهای پولی است. ایجاد تعاملی مناسب بین این دو کنار گسترش هر یک از آنها به همراه نوآوری، بهبود کیفیت و کارآمدی مطلوب‌تر می‌تواند روابط موجود در نظام اقتصادی کشور را ارتقا بخشد.

شایان ذکر است از آنجا که مطابق قانون عملیات بانکی بدون ربا، بانک‌ها می‌توانند در جایگاه وکیل سپرده‌گذاران در خرید اوراق بهادار و اوراق سهام سرمایه‌گذاری کنند؛ رونق بیشتر بازار بورس افزون بر این که می‌تواند در شکل‌گیری بیشتر پس‌اندازها و سپس هدایت آن‌ها به سرمایه‌گذاری گسترده‌تر و متنوع‌تر کمک کند، امکان سرمایه‌گذاری بیشتر و گسترده‌تر بانک‌ها را در بازار بورس فراهم سازد و از این طریق زمینه مناسبی برای سرمایه‌گذاری بیشتر و تأمین مالی مطمئن‌تر مالی برای بنگاه‌های اقتصادی فراهم می‌سازد.

۶۶

اقتصاد اسلامی

سال ششم / تابستان ۱۳۸۵

**pdfMachine - is a pdf writer that produces quality PDF files with ease!**

Produce quality PDF files in seconds and preserve the integrity of your original documents. Compatible across nearly all Windows platforms, if you can print from a windows application you can use pdfMachine.

Get yours now for only US\$49 including free upgrades!

[www.pdfMachine.com](http://www.pdfMachine.com)

از سوی دیگر بانک‌ها با داشتن افراد خبره و کارشناسان برجسته با محدودیت کمتری در مقایسه با اشخاص حقیقی یا حقوقی مواجه‌اند که این خود عاملی برای ثبات و بهبود نسبی بازده‌های حاصل از سرمایه‌گذاری بانک‌ها و کاهش احتمال زیان و سبب اعتماد مردم به سپرده‌گذاری در بانک‌ها می‌شود؛ از این رو می‌توانیم بگوییم: در صورت تعامل مثبت و سازنده بین دو نهاد پولی و مالی در کشور، رونق بازار بورس سبب رونق نظام بانکی و رونق نظام بانکی سبب رونق بازار بورس خواهد شد و رونق هر دو زمینه‌های رشد و توسعه اقتصادی را فراهم می‌سازد.

از سوی دیگر، مطالعات تجربی در زمینه نقش توسعه بازارهای مالی و رشد اقتصادی بسیار گویا است. به اجمال درباره رابطه بین تحولات مالی و رشد اقتصادی دو دسته نظریات مطرح شد: گروهی بازارهای مالی را فقط ابزاری برای تشکیل سرمایه‌گذاری دانستند و همچنان بر تمرکز سرمایه و تلاش دولت برای رسیدن به این هدف اهمیت دادند؛ اما به نظر گروه دیگری از اقتصاددانان نظیر گلد اسمیت (۱۹۹۶)، مک کینون (۱۹۷۳) و شاو (۱۹۷۳) بازارهای مالی برای رشد اقتصادی نقش کلیدی ایفا می‌کنند و نظام‌های مالی به‌طور مشخص واسطه‌های مالی و بازار اوراق بهادار کارآفرین را قادر می‌سازد تا به نوآوری دست بزنند. همچنین مطالعات تجربی انجام شده در ایران نیز از رابطه مستقیم میان رشد اقتصادی و گسترش بازارهای مالی حکایت دارد (ختیایی، خاوری‌نژاد، ۱۳۷۷: ص ۴۷۳ - ۴۷۸ و کازرونی، ۱۳۸۲: ص ۹۹).

در این میان ظهور و گسترش اوراق استصناع در مجموعه اسناد و اوراق بهادار می‌تواند بر رونق بازار بورس بیفزاید و زمینه‌های کارآمدی بیشتر آن را فراهم سازد. اساساً بازار ثانویه پرونق باعث گسترش و کارایی مطلوب بازار اولیه شده، رغبت اشخاص حقیقی و حقوقی را برای ورود به بازار بورس و سرمایه‌گذاری در آن بیشتر می‌کند. بازار بورس فعال و گسترده و دارای ویژگی‌های مالی مطلوب پنجگانه پیش گفتیم قابلیت جذب اوراق جدید نظیر اوراق استصناع را خواهد داشت؛ افزون بر این که ورود این اوراق و گستردگی آن در زمینه‌های گوناگون اقتصادی بر رونق بیشتر بورس می‌افزاید.

در خصوص خرید و فروش اوراق استصناع در بازار بورس اوراق بهادار باید سازوکار مشخصی از نظر قانونی و عملیاتی تدوین شود. از آنجا که این مقاله در صدد معرفی اوراق استصناع و چگونگی به‌کارگیری آن به‌صورت ابزاری برای اعمال سیاست پولی و چگونگی تأمین مالی خرید اوراق بهادار به‌وسیله بانک مرکزی بوده، به چگونگی قانون‌گذاری و جای‌دهی قانون اوراق استصناع در مجموعه قوانین پولی و بانکی پرداخته، همچنان‌که به عملیاتی‌کردن روشن این اوراق نیز در مقام اجرا و عمل پرداخت و این مهم به مقالات پژوهشی دیگر واگذار می‌شود.

گرچه فرایند قیمت‌گذاری بر اوراق استصناع به پیچیدگی سایر اوراق بهادار نظیر اوراق سهام شرکت جدید التاسیس و شرکت‌هایی که خواهان انتشار سهام جدیدند نیست، در عین حال باید مطالعات دقیقی به تناسب سررسید اوراق استصناع در قیمت‌گذاری این اوراق صورت پذیرد. به‌نظر می‌رسد بازدهی اوراق استصناع به تناسب سررسید به‌ویژه در نخستین انتشار باید مقداری بیشتر از بازده سپرده‌های کوتاه، میان و بلندمدت بانکی باشد تا رغبت برای خریداران آن ایجاد شود. افزون بر آن اگر با اوراق استصناع معامله‌ای نظیر معامله اوراق سهام شود و به سود حاصل سهم مالیات تعلق گیرد، طبیعی است که بازده این اوراق باید بیشتر از سپرده‌های بانکی باشد که مالیاتی به آن تعلق نمی‌گیرد.

شایان ذکر است که مقصود از بازده در اوراق استصناع همان تفاوت نرخ تنزیلی است که خریدار آن را می‌خرد و در زمان دیگر با نرخ پایین‌تری به دیگری وامی‌گذارد یا این‌که در زمان خاص آن را خریداری می‌کند و منتظر می‌ماند تا سررسید آن فرار رسد و از انتشاردهنده آن کل مبلغ اسمی را دریافت دارد که در این صورت کل نرخ تنزیل در معامله خرید نرخ بازده این اوراق شمرده می‌شود.

قابل ذکر است که بازده این اوراق باید بیش از نرخ تورم اعلام شده در برنامه‌های اقتصادی کشور یا بیش از پیش‌بینی‌های رسمی نرخ تورم باشد. در غیر این‌صورت، انگیزه چندانی برای ورود افراد به این بازار وجود نخواهد داشت؛ گرچه این نکته اختصاص به اوراق استصناع ندارد که باید به‌طور عمومی در هرگونه بازده اقتصادی به‌ویژه در سپرده‌های بانکی و اوراق مشارکت مورد توجه قرار گیرد.

## ملاحظات پایانی

۱. عقد استصناع گرچه شباهت‌هایی با عقد بیع، سلم، اجاره، جعاله یا مطلق وعد و مواعده دارد، از آن‌جا که در این معامله سفارش‌پذیر متعهد است با مواد اولیه‌ای که خود تهیه می‌کند طرح را تکمیل کرده؛ آن‌گاه تحویل دهد؛ یعنی به واسطه این معامله «عمل» و «عین» هر دو بر ذمه او می‌آید و به ازای آن سفارش‌دهنده متعهد می‌شود بخشی از مبالغ را در ابتدا و بخشی را بسته به توافق در زمان‌های دیگر به سفارش‌پذیر بپردازد، تفاوت ماهوی با سایر عقود دارد و از آن‌جا که این قرارداد مخالفتی با کتاب و سنت ندارد و صدق عقد بر این قرارداد نیز بلامانع است، مشمول عموم دلیل «اوفوا بالعقود» خواهد شد. متأسفانه در کتاب‌های عالمان شیعه بحث گسترده‌ای درباره استصناع مشاهده نمی‌شود؛ ولی فقیهان اهل سنت این بحث را بسیار گسترده تعقیب کرده‌اند. گرچه در فقیهان امامیه در سال‌های اخیر در این زمینه کوشیدند، بسیاری از جنبه‌های آن هنوز دارای ابهام است. به‌نظر می‌رسد تلاش علمی در این زمینه اهمیت به‌سزایی داشته باشد.

۲. عقد استصناع در عرصه‌های گوناگون تأمین مالی پروژه‌های کوچک و بزرگ جهت انتقال خطوط نفت و گاز کاربرد فراوان دارد و در برخی از کشورهای اسلامی در لایه‌های گوناگون نظام بانکی نفوذ کرده است؛ از این‌رو لازم است با بررسی دقیق تجربیات کشورهای گوناگون به قانونی و عملیاتی‌کردن این اوراق در اقتصاد کشور همت گمارد. گرچه تا کنون نویسنده مقاله اثری از به‌کارگیری اوراق استصناع و ابزارسازی آن برای اجرای سیاست پولی مشاهده نکرده، از این نظر این مقاله به‌طور کامل ابتکاری است.

۳. گسترش زمینه‌های انتشار اوراق استصناع، سرمایه‌گذاری و تأمین مالی پروژه‌های بخش دولتی (به‌ویژه هنگام کسری بودجه) و تأمین مالی پروژه‌های بخش خصوصی را سهل‌تر می‌کند؛ زیرا فروش این اوراق به مردم، شرایط جذب نقدینگی مردم را جهت هدایت به سرمایه‌گذاری گسترده بیشتر و بیشتر کرده و قطره‌های سرمایه مردمی می‌تواند استخر مورد نیاز منابع مالی مؤسسه‌های را گسترده‌تر و عمیق‌تر کند.

۴. اوراق استصناع تا حدی خلا عدم امکان عملیات بازار باز که در اقتصاد کشورها به‌طور عمده از طریق خرید و فروش اوراق قرضه صورت می‌پذیرد و از این طریق حجم

پول پر قدرت و نقدینگی تنظیم می‌شود را پر کند و ابزار جدیدی در اختیار بانک‌های مرکزی در کشورهای اسلامی قرار دهد.

۵. اوراق استصناع پیشنهادی مکمل و نه جایگزین اوراق مشارکت بخش خصوصی و دولتی در عرصه تأمین مالی طرح‌ها و سیاست‌های مالی است و نه جایگزین اوراق مشارکت بانک مرکزی در عرصه سیاست‌های پولی؛ بلکه به‌علت بازده ثابت اوراق استصناع در مقابل بازده متغیر اوراق مشارکت، افراد ریسک‌گریز که در تلاشند بازده ثابتی داشته باشند و برای آن در زندگی خود برنامه‌ریزی کنند، متقاضی آنند. ایجاد چنین شرایطی سبب می‌شود قشرهای جامعه که ترکیبی از افراد ریسک‌گریز و ریسک‌پذیرند، در سرمایه‌گذاری اقتصادی به‌نحو شایسته‌ای سهم شونند؛ البته این در صورتی است که اوراق مشارکت به معنای واقعی خود وجود داشته باشد و مشارکت‌کنندگان به‌صورتی واقعی در سود مشارکت شریک باشند.

۶. با توجه به این‌که گرایش بیشتر نهادهای پولی کشور به سمت بازده ثابت است و همان‌گونه که آمار و ارقام منتشرشده در گزارش‌های اقتصادی و ترازنامه‌های بانک مرکزی جمهوری اسلامی ایران (۱۳۸۲: ص ۱۲۰) نشان می‌دهد، بیشترین حجم مبادلات بانک‌ها مربوط به عقود با بازده ثابت است و حتی در بسیاری از موارد عملکرد بانک‌ها حکایت از تبدیل عملیاتی عقود با بازده متغیر به عقود با بازده ثابت دارد، ورود اوراق استصناع که بازده ثابتی دارد می‌تواند با ساختار عملیاتی و اجرایی حاکم بر کشور تطبیق کرده، جایگاه ویژه‌ای داشته باشد و در واقع در عرصه بانکداری تا حدود بسیاری از اسم‌های بی‌مسما و عقود با عملکردی متفاوت از واقعیت فاصله خواهیم گرفت و به‌نظر می‌رسد واقعی کردن عقود رسالتی عظیم برای معتقدان و کارگزاران بانکداری اسلامی تلقی شده، تصویر کارکرد قانون عملیات بانکی بدون ربا در صورت ورود این عقد به مجموعه عقود، بهتر از گذشته به نمایش گذارد و در عین حال شبیه ربوی بودن را در برخی معاملات بزداید.

۷. تا زمانی که بانک مرکزی وارد بازار خرید و فروش اوراق استصناع نشود فقط سیاست‌های انبساطی و انقباضی مالی به‌صورت مفیدی قابلیت اجرایی شدن دارد؛ اما هنگامی که بانک مرکزی وارد این عرصه می‌شود، سیاست‌های انبساطی و انقباضی پولی



شکل می‌پذیرد. از آن‌جا که نخستین خریدهای بانک مرکزی از اوراق استصناع به سیاست انبساطی پولی می‌انجامد، ضرورت دارد تدابیری اندیشه شود که این سیاست در صورتی که مورد نیاز اقتصاد جامعه نباشد به گونه‌ای خنثا شود. بخش عمده کوشش نویسنده در این مقاله بر ارائه راه‌حلهایی برای این موضوع متمرکز شد. افزایش محدود ذخیره قانونی به صورت یک راه‌حل و مشکلات آن مطرح شد. اولویت‌دادن به تنزیل مجدد اوراق استصناع به وسیله بانک مرکزی و تنزیل مجدد اوراق استصناع در چارچوب «اضافه برداشت» به نظر راه‌حلهایی است که کمترین اشکال و ایراد را خواهند داشت.

۷۱

اقتصاد اسلامی

۸. طراحی و برنامه‌ریزی برای ورود اوراق بهادار استصناع به بازار بورس سبب رونق آن خواهد شد. تجربیات گوناگون کشورها از جمله ایران نشان‌دهنده ارتباط معناداری بین گسترش بازارهای مالی و رشد اقتصادی است؛ زیرا با آسان‌کردن سازوکار پس‌انداز و تراکم بیشتر سرمایه در بازارهای مالی می‌توان وجوه مورد نیاز را برای سرمایه‌گذاری‌های گوناگون در همه عرصه‌های اقتصادی فراهم آورد. گسترش بازارهای مالی مستلزم استفاده گسترده‌تر از مؤسسه‌ها، نهادها و بنگاه‌های گوناگون اقتصادی و کاربرد ابزارهای متنوع و گسترده همراه با زمینه‌های قانونی و اجرایی در کشور است.

عملیات بازار: باز از طریق اوراق استصناع «مشکلات و راه‌حل‌ها»

**pdfMachine - is a pdf writer that produces quality PDF files with ease!**

Produce quality PDF files in seconds and preserve the integrity of your original documents. Compatible across nearly all Windows platforms, if you can print from a windows application you can use pdfMachine.

Get yours now for only US\$49 including free upgrades!

[www.pdfMachine.com](http://www.pdfMachine.com)

## منابع و مأخذ

۷۲ ا. فارسی

اقتصاد اسلام

سال ششم / تابستان ۱۳۸۵

۱. خنائی، محمود و خاوری‌نژاد، ابوالفضل، «گسترش بازارهای مالی و رشد اقتصادی»، مجموعه مقالات هشتمین کنفرانس سیاست‌های پولی و ارزی، ۱۳۷۷ش.
۲. صلاح‌منش، احمد و گودرزی، آتوسا، «تعامل شبکه بانکی و بانک مرکزی در تعیین نرخ بهره»، مجموعه مقالات چهاردهمین کنفرانس سیاست‌های پولی و ارزی، ۱۳۸۳ش.
۳. کازرونی، علی‌رضا، «رابطه بین توسعه مالی و رشد اقتصادی تجربیات ایران»، مجموعه مقالات سیزدهمین کنفرانس سیاست‌های پولی و ارزی، ۱۳۸۲ش.
۴. کمیجانی، اکبر، سیاست‌های پولی مناسب در جهت تثبیت فعالیت‌های اقتصادی، تهران، معاونت امور اقتصادی، ۱۳۷۲ش.
۵. گزارش اقتصادی و ترازنامه بانک مرکزی جمهوری اسلامی ایران، ۱۳۸۲ش.
۶. مجتهد، احمد، «بررسی عوامل موثر بر تفاوت نرخ سود (Spread) در ایران»، مجموعه مقالات چهاردهمین کنفرانس سیاست‌های پولی و ارزی، ۱۳۷۷ش.
۷. مومن، محمد، «استصناع (قرارداد سفارش ساخت)»، مجله فقه اهل بیت (علیهم‌السلام)، ش ۱۱ - ۱۲، ۱۳۷۶ش.
۸. نظرپور، محمدنقی، «اوراق بهادار استصناع (سفارش ساخت) ابزاری برای سیاست پولی»، فصلنامه تخصصی اقتصاد اسلامی، ش ۲۰، زمستان ۱۳۸۴ش.
۹. هاشمی‌شاهرودی، سیدمحمود، «استصناع»، مجله فقه اهل بیت (علیهم‌السلام)، ش ۲۰ - ۱۹، ۱۳۷۸ش.
۱۰. هدایتی، سیدعلی‌اصغر و همکاران، عملیات بانکی داخلی ۲ (تخصیص منابع)، تهران، مؤسسه عالی بانکداری ایران، دهم، ۱۳۸۴ش.

## ب. عربى

١. ابن اثير، مبارك بن محمد، *النهايه فى غريب الحديث و الاثر*، بيروت، دارالمعرفه، ١٤٢٢ش.
٢. اشقر، محمد سليمان و ابورخيه، ماجد محمد، *بحوث فقهيته فى قضايا معاصره*، لاردن، دارالنفيس، ١٤١٨ق.
٣. بوطى، محمد توفيق رمضان، *البيوع الشايعة*، دمشق، دارالفكر، ١٤١٨ق.
٤. زحيلي، وهبه، *المعاملات الماليه المعاصره*، لبنان، دارالفكر المعاصر، ١٤٢٣ق.
٥. سرخسى، شمس الدين، *كتاب المبسوط*، بيروت، دارالمعارف، بى تا.
٦. شافعى، محمد بن ادريس، الام، بيروت، دارالاحياء التراث العربى، ١٤٢٢ق.
٧. طوسى، محمد بن حسين، *الخلافا*، مؤسسه النشر الاسلامى، ١٤١١ق، ج ٣.
٨. ———، *المبسوط فى الفقه الاماميه*، قم، جامعه مدرسين حوزه علميه، ١٤٢٢ق.
٩. طهماز، عبدالحميد محمود، *الفقه الحنفى فى ثوبه الجديد*، دارالقلم، سوريه، بى تا.
١٠. عويش، عبدالحليم، *موسوعه الفقه الاسلامى المعاصر*، قاهره، دارالوفاء، ١٤٢٦ق.
١١. قره داغى، على محيى الدين على، *بحوث فى فقه المعاملات الماليه المعاصره*، بيروت، دارالبشائر الاسلاميه، ١٤٢٢ق.
١٢. ———، *بحوث فى الاقتصاد الاسلامى*، بيروت، دارالبشائر الاسلاميه، ١٤٢٣ق.
١٣. *مجله مجمع الفقه الاسلامى*، الدوره السابعه لمؤتمر مجمع الفقه الاسلامى المجلد السابق، الجزء الثانى، ١٤١٢ق.
١٤. نجفى، شيخ محمد حسن، *جواهر الكلام*، تهران، المكتبه الاسلاميه، ١٣٩٨ق، ج ٣٥.
١٥. وزارة الاوقاف والشئون الاسلاميه الكويت، *الموسوعه الفقهيه*، الجزء الثالث ١٤٢٥ق.

## ج. لاتين

1. Fry, Maxwell J, *Money, Interest, and Banking in Economic Development*, the Johns Hopkins University Press 1995.
2. Fry, Maxwell J, *Emancipating the Banking System and Developing Markets For Government Debt*, Routledge, Landon and New York 1997.

**pdfMachine - is a pdf writer that produces quality PDF files with ease!**

Produce quality PDF files in seconds and preserve the integrity of your original documents. Compatible across nearly all Windows platforms, if you can print from a windows application you can use pdfMachine.

Get yours now for only US\$49 including free upgrades!

[www.pdfMachine.com](http://www.pdfMachine.com)

صفحه خالی

**pdfMachine - is a pdf writer that produces quality PDF files with ease!**

Produce quality PDF files in seconds and preserve the integrity of your original documents. Compatible across nearly all Windows platforms, if you can print from a windows application you can use pdfMachine.

Get yours now for only US\$49 including free upgrades!

[www.pdfMachine.com](http://www.pdfMachine.com)