

## **صکوک سلف ارزی بانک مرکزی، ابزاری برای کنترل نوسان‌های ارزی**

وهاب قلیچ\*

### چکیده

شوک‌های ارزی از جمله شوک‌هایی هستند که آثار آن، هم طرف تقاضای اقتصاد و هم طرف عرضه اقتصاد را متأثر می‌سازد. اگر به‌توان با استفاده از اوراق بهادار اسلامی به کنترل این شوک‌ها اقدام کرد، آثار بسیار مثبتی در اقتصاد ملی به‌وجود خواهد آمد. الگوی پیشنهادی انتشار صکوک سلف ارزی بانک مرکزی در کنار انعقاد قرارداد حق خرید سبد کالای مورد سلف از دولت، این امکان را فراهم می‌کند که در زمان‌هایی که سیاستگذار احساس می‌کند لازم است حجم ارز از بازار کاهش یابد، با استفاده از این ابزار به گردآوری و حبس ارز و مدیریت نوسان‌های آن پردازد. این تحقیق که به روش توصیفی تحلیلی تهیه شده است، افزون بر ارائه ابزار کنترل نوسان‌های ارزی و نحوه استفاده آن در بازار اولیه، به چالش‌های صکوک سلف در بازار ثانویه می‌پردازد و ضمن نقد و بررسی راهکارهای مختلف، روش جدیدی را برای این بازار پیشنهاد می‌کند.

**کلمات کلیدی:** ارز، صکوک سلف، سیاست ارزی، بانک مرکزی، دولت.

**طبقه‌بندی JEL:** F31, O24, E58, E42

## مقدمه

نظام ارز شناور بیش تر توسط کشورهای توسعه یافته با زیرساخت‌های مناسب انتخاب می‌شود. لیکن در آن دسته از کشورهای در حال توسعه که از صادرات منابع طبیعی تأمین مالی عمده‌ای دارند و بانک مرکزی عرضه‌کننده عمده ارز بازار است، حفظ تعادل بازاری این نظام به‌طور طبیعی و آزاد، چندان معنادار نخواهد بود؛ زیرا بانک مرکزی با دریافت درآمدهای ارزی صادرات دولت، در عرصه عرضه ارز، مهم‌ترین بازیگر شناخته شده و موقعیتی شبه انحصاری در آن دارد. همچنین بانک مرکزی با قدرتی که در خلق پول ملی دارد، دارای قدرت خرید بسیار بالا در بازار ارز نیز به حساب می‌آید. از این رو این امکان برای بانک مرکزی فراهم است تا به سبب دستیابی به اهداف دیگر، همچون کنترل تورم و تقویت سطح تولید، به نحو مؤثر بر قیمت ارز تأثیر بگذارد و تعادل بازاری نرخ ارز شناور را دستخوش تغییر گرداند.

این دخالت در روند تعادل‌یابی نرخ ارز با هدف کنترل حجم پول و تورم داخلی، باعث می‌شود که رابطه منطقی بین تغییرات قیمت‌های داخلی با تغییرات نرخ ارز کم‌رنگ شود. عدم تعدیل چندباره نرخ ارز طی زمان‌های مختلف، متناسب با سطح تورم، باعث می‌شود نرخ اسمی ارز از نرخ واقعی آن به تدریج فاصله بگیرد (مشابه آنچه در دو دهه اخیر در ایران اتفاق افتاده است) و در زمان‌هایی که بنا به شرایط اقتصادی، عرضه ارز کاهش می‌یابد (همچون کاهش صادرات نفت) و امکان استفاده از سیاست نرخ ارز اسمی ثابت از بین می‌رود، شوک‌های ارزی از طریق اضافه تقاضا به اقتصاد وارد شود. از این رو است که به عقیده شماری از اقتصاددانان از جمله عوامل مهمی که موجب شد بانک مرکزی، قدرت کافی در برابر شوک‌های ارزی ۹۱-۱۳۹۰ را نداشته باشد، تعدیل نشدن تدریجی نرخ ارز در سال‌های پیش از بحران بوده است (بوستانی و جبل عاملی، ۱۳۹۲: ۲۸). شوک‌های ارزی از جمله شوک‌هایی هستند که آثار آن، هم طرف تقاضای اقتصاد و هم طرف عرضه اقتصاد را متأثر می‌سازد. در سمت تقاضا، افزایش سریع نرخ ارز موجب ارزان‌تر شدن کالاهای صادراتی و افزایش

قیمت کالاهای وارداتی می‌شود؛ از این رو تقاضا برای کالاهای داخلی رو به افزایش می‌گذارد. همچنین کاهش ارزش پول ملی، تقاضای نقدینگی را بالا می‌برد و به افزایش تقاضای پول در اقتصاد می‌انجامد.

همچنین در سمت عرضه اقتصاد، به موجب کاهش ارزش پول ملی، هزینه واردات کالاهای واسطه‌ای و سرمایه‌ای افزایش یافته و سرانجام از طریق افزایش هزینه تولید، بخش عرضه اقتصاد در تنگنا قرار می‌گیرد (سامتی و همکاران، ۱۳۸۹). برونو (۱۹۷۹) و وینبرگن (۱۹۸۹) بیان می‌کنند که در یک کشوری که نهاده‌های اساسی تولید، همچون کالاهای واسطه‌ای و سرمایه‌ای وارد می‌شوند و امکان تولید آنان در داخل کشور به راحتی مقدور نیست، کاهش ارزش پول داخلی، هزینه‌های تولید را افزایش می‌دهد و بر سطح قیمت‌های داخلی می‌افزاید.

تحلیل آثار شوک‌های ارزی را می‌توان به صورت جداگانه در دو بازار کالا و بازار پول مورد بررسی قرار داد. در بازار کالا، با افزایش نرخ ارز، به ظاهر قیمت کالاهای وارداتی نسبت به کالاهای داخلی و صادراتی افزایش می‌یابد و با افزایش تقاضا برای کالاهای داخلی، رقابت‌پذیری و انگیزه بنگاه‌های تولیدی و به دنبال آن، سطح تولید داخلی افزایش می‌یابد. لیکن در شرایطی که تولیدات داخلی یک کشور خود به شدت وابسته به آن دسته از نهاده‌های تولیدی باشند که از خارج وارد می‌شوند، نمی‌توان به افزایش رقابت‌پذیری بنگاه‌های داخلی امیدوار بود و پاسخی درخور به تقاضای افزایش یافته کالاهای داخلی داد. از این رو حاصل افزایش نرخ ارز را باید تنها در افزایش سطح عمومی قیمت‌ها (چه کالاهای وارداتی و چه تولیدات داخل)، خلاصه کرد. در بازار پول نیز افزایش نرخ ارز، تقاضای بنگاه‌ها برای پول را افزایش می‌دهد و این افزایش تقاضا منجر به افزایش هزینه تأمین مالی می‌شود. با این افزایش، در تنگنا قرار گرفتن بنگاه‌های تولیدی دور از ذهن نخواهد بود و این به معنای افزایش هزینه کل تولید، افت میزان تولید و سرانجام افزایش سطح قیمت‌ها است.

این حقیقت که شوک‌های مثبت نرخ ارز بر تولید واقعی تأثیر چندانی ندارد و بیش‌تر به افزایش سطح قیمت‌ها منجر می‌شود، توسط پژوهشگران مورد بررسی و تأیید قرار گرفته است (ختایی و دانش جعفری، ۱۳۸۱ و بهمنی اسکویی، ۱۳۷۲ و مزینی و یآوری، ۱۳۸۴). همچنین آثار نامتقارن شوک‌های ارزی بر تولید نیز از جمله موضوع‌های قابل تحقیق بوده است. کندیل (۲۰۰۰) با بررسی شوک‌های ارزی در کشورهای در حال توسعه، این نامتقارنی را تأیید کرده و بدین نتیجه رسیده است که شوک‌های مثبت نرخ ارز که معادل کاهش ارزش پول ملی است از طریق افزایش هزینه کالاهای واسطه‌ای وارداتی به کاهش سطح تولید و افزایش قیمت‌ها منتج شده و شوک‌های منفی نرخ ارز نیز از مسیر کاهش سطح صادرات، تولید را کاهش می‌دهد، لیکن بر سطح قیمت‌ها اثر چندانی نداشته است. سامتی و همکاران (۱۳۸۹) با بررسی اقتصاد ایران، بدین نتیجه رسیدند که فرضیه متقارن بودن آثار شوک‌های ارزی روی سطح تولید پذیرفته می‌شود، در حالی که این فرضیه برای سطح قیمت‌ها پذیرفته نخواهد شد.

تحقیق پیش‌رو که با استفاده از منابع کتابخانه‌ای و به روش توصیفی - تحلیلی تهیه شده است، به دنبال بررسی کاربرد صکوک سلف در کنترل نوسان‌های ارزی است. همچنین این تحقیق راهکار جدیدی را برای درستی جواز معامله این اوراق در بازار ثانویه ارائه می‌دهد.

### ۱- پیشینه پژوهش

فراهانی فرد (۱۳۸۸) با استفاده از تجربه کشور بحرین، کوشیده است یک الگوی عملیاتی از صکوک سلف متناسب با فقه امامیه و قوانین و مقررات مرتبط بازار سرمایه ایران ارائه دهد. وی ضمن بیان کاربردهای متنوع صکوک سلف، همچون تأمین مالی بنگاه‌های اقتصادی، جبران کسری بودجه دولت، پوشش ریسک، کشف قیمت و نیز سیاستگذاری پولی، عنوان می‌کند که معامله این نوع اوراق در بازارهای اولیه بدون

مشکل است؛ لیکن معامله آن در بازارهای ثانویه گرچه براساس قواعد عمومی معاملات قابل تصحیح است، لیکن براساس دیدگاه مشهور محل اشکال است. نویسنده در ادامه راهکارهایی را برای برونرفت از این اشکال ارائه می‌دهد. موسویان (۱۳۸۹)، با معرفی صکوک سلف آن را ابزاری برای تأمین مالی پروژه‌های بالادستی صنعت نفت بر می‌شمارد. وی در این تحقیق در پی اثبات این فرضیه است که با قراردادهای ترکیبی سلف موازی استاندارد و حواله، می‌توان ابزار مشروع و با ریسک بازدهی کنترل شده طراحی کرد که در بازارهای ثانویه نیز دارای مشروعیت نقل و انتقال باشد.

تحقیق پیش‌رو با موضوع «صکوک سلف ارزی بسته صادراتی، ابزاری برای کنترل نوسان‌های ارزی» از دو نظر دارای نوآوری است. اول آنکه براساس بررسی‌های انجام شده، تاکنون پژوهش درخور توجهی درباره کاربرد صکوک سلف در کنترل شوک‌ها و نوسان‌های ارزی به‌عنوان ابزار سیاست‌گذاری اقتصاد کلان به‌انجام نرسیده و بیش‌تر مباحث بر موضوع تأمین مالی خرد و پوشش ریسک‌های مالی متمرکز بوده است. دوم آنکه در این تحقیق، الگوها و راهکارهای پیشنهادی سایر پژوهشگران، مبنی بر مشروع‌سازی استفاده از صکوک سلف در بازار ثانویه مورد نقد و بررسی قرار گرفته و راهکار جدیدی ارائه شده است.

## ۲- صکوک سلف در جایگاه ابزار سیاستی

ابزارسازی صکوک در کنترل شوک‌ها و نوسان‌های ارزی نیازمند صکوک‌ی مبتنی بر عقود مبادله‌ای است؛ زیرا عقود مبادله‌ای همچون مرابحه، بیع نسبه (فروش اقساطی)، بیع دین، اجاره، جعاله، استصناع و سلف از جمله عقود هستند که توانایی آن را دارند که مبنای انتشار صکوک با نرخ سود ثابت قرار گیرند.

در این تحقیق، برای ابزارسازی صکوک در کنترل نوسان‌های ارزی از صکوک سلف استفاده شده است؛ چرا که عمده دارایی ارزآور در کشور نفت و گاز است و صکوک سیاستی می‌بایست مرتبط با فروش این فرآورده‌ها باشد. صکوک سلف که می‌تواند

به دو صورت ارزی و ریالی منتشر شود، بر پایه عقد سلف تعریف می‌شود. مزیت این نوع صکوک آن است که منحصر به پروژه خاصی نیست و وجوه حاصل از فروش آن به مالکیت ناشر درمی‌آید و ناشر می‌تواند وجوه را در هر امری که خود صلاح می‌داند مصرف کند. حال آنکه در صکوک مشارکت و یا استصناع وجوه گردآوری شده می‌بایست در همان پروژه خاص قرارداد مورد استفاده قرار گیرد.

### ۳- معرفی عقد و صکوک سلف

سلف (سلم) در واژه به معنای پیش‌پرداخت است و بیع سلف به مفهوم پیش خرید یا پیش فروش، برعکس بیع مدت‌دار است. بیع سلف هنگامی است که مبیع کلی و در ضمه، ثمن نقد و معلوم و تعهد فروشنده (مسلم‌الیه) در تسلیم مبیع به خریدار (مسلم)، مؤجل است. در این عقد، در ابتدا خریدار قیمت کالا را پرداخت می‌کند و کالا را در زمانی معین در آینده تحویل می‌گیرد.

سازوکار صکوک سلف، بدین منوال است که بانی اوراقی با عنوان صکوک سلف منتشر می‌کند، به طوری که هر ورق از این صکوک، بیانگر یک قرارداد مستقل است. در این قرارداد، شرکت به عنوان فروشنده و سرمایه‌گذارانی که اقدام به خرید این اوراق می‌کنند خریدار کالای مندرج در قرارداد که بی‌گمان می‌بایست کالایی مثلی باشد به شمار می‌روند. هر ورقه سلف، متضمن تحویل مقدار مشخصی از یک کالای خاص از جانب شرکت به دارنده اوراق است. کمیت و کیفیت کالا به صورت کامل در ورقه مشخص می‌شود. بانی اوراق، وجوه را از خریداران اوراق سلف، دریافت و آن را صرف نیازهای مالی خود می‌کند. سپس در تاریخ سررسید ملزم و متعهد می‌شود کالاهای مندرج در قرارداد را به خریداران تحویل دهد. از این رو با انتشار اوراق سلف، بانی می‌تواند نیاز نقدینگی خود را مرتفع سازد و سرمایه‌گذاران نیز با خرید اوراق سلف این فرصت را دارند که کالای مورد نیاز خود را در تاریخ سررسید تهیه

کنند و چنانچه قیمت کالا در بازار در تاریخ سررسید بیش تر از قیمت توافقی در قرارداد سلف باشد، آن گاه مابه‌التفاوت این دو مبلغ، سود سرمایه‌گذاران را تشکیل می‌دهد. در صکوک سلف، برخلاف صکوک مشارکت و سهام، خریدار در مالکیت و مدیریت بنگاه شریک نخواهد بود. همچنین امکان تعیین دامنه سود در این صکوک وجود دارد و از این نظر این صکوک برای افراد ریسک‌گریز مناسب به نظر می‌رسد.

#### ۴- الگوی پیشنهادی: صکوک سلف ارزی بسته صادراتی

در این الگوی پیشنهادی، ناشر اوراق، بانک مرکزی است که از یک سو با انعقاد قرارداد حق خرید کالای سلف از دولت، خریدار کالای سلف است (طرف اول) و از سوی دیگر با فروش اوراق به سرمایه‌گذاران حقیقی و حقوقی در جایگاه فروشنده کالای سلف به‌شمار می‌آید (طرف دوم).

در طرف اول بانک مرکزی با خرید حق خرید از دولت، دولت را متعهد می‌کند که کالایی که قرار است توسط اوراق به‌طور سلف به خریداران اوراق به فروش برسد را در سررسید آن اوراق به بانک مرکزی به‌فروش برساند. علت انتخاب حق اختیار خرید آن است که ممکن است بخش زیادی از دارندگان اوراق، پیش از سررسید با تسویه نقدی، اوراق را به بانک مرکزی بازگردانند و نیازی به تحویل تمامی کالا نباشد و تنها به اندازه‌ای که برخی از دارندگان اوراق خواهان تحویل فیزیکی کالا یا فروش وکالتی آن هستند، با استفاده از حق اختیار خرید از دولت، کالا خریداری شود و به آنان تحویل شود یا با وکالت از جانب آنان در بازار به قیمت روز به فروش رسانده شود.

در طرف دوم، افراد حقیقی و حقوقی قادر خواهند بود با سرمایه کلان و خرد این اوراق را از بانک مرکزی بخرند. خریدار این اوراق، مالک مقدار معینی کالای کلی استاندارد است، که بر عهده و ذمه ناشر اوراق است. بانک مرکزی (ناشر) متعهد می‌شود که در سررسید آن کالا را به‌همان نحوی که در قرارداد مشخص شده است، به خریدار اوراق تحویل دهد یا در صورت تمایل دارنده اوراق با وی تسویه نقدی کند.



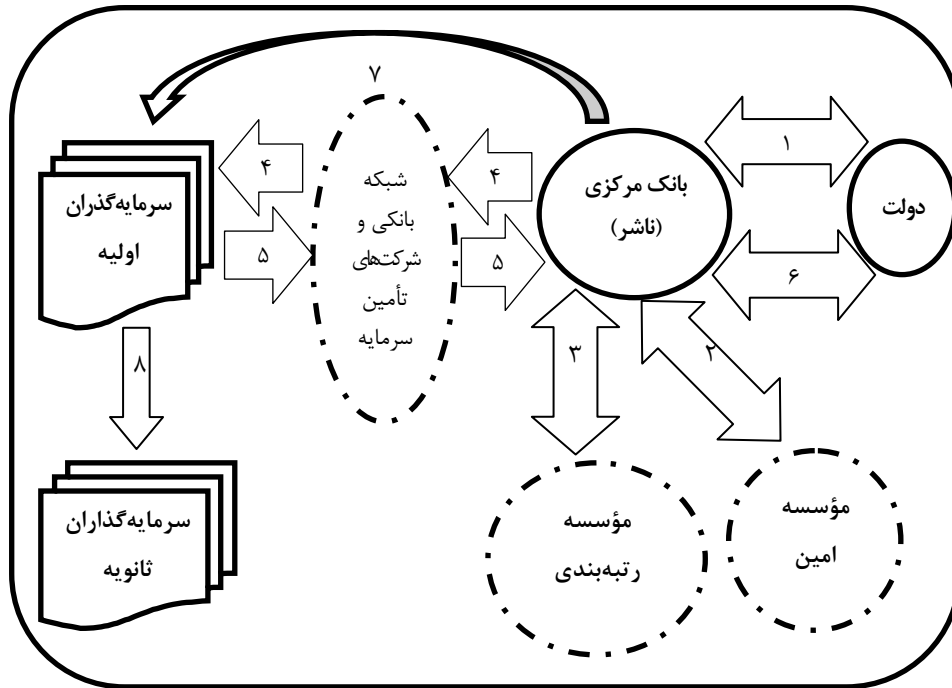
کالای مورد نظر در این ابزار، سیدی از کالاهای صادراتی است که دولت متولی تولید و صادرات آن است. اقلام این سبد می‌تواند مواردی همچون نفت، ماتونل، بوتان مایع شده، پروپان مایع شده، سنگ آهن، سیمان و...<sup>۱</sup> با مقدار، جنس و نوع مشخص باشد که از نظر کمیت و موجود بودن در بازار بر حسب تجارب گذشته، همواره وضعیت مناسبی داشته باشد. مزیت تشکیل سبد کالای صادراتی نسبت به انتخاب یک کالا، همانند نفت و یا سنگ آهن، کاهش آثار و شوک‌های قیمتی است که به‌طور فراگیر در یک یا چند کالای صادراتی محدود به‌وقوع می‌پیوندد. ترکیب سبد کالایی بسته به شرایط موجود در هنگام انتشار اوراق، قابل تغییر است.

#### ۱-۴- الگوی عملیاتی

با توجه به آنچه در نمودار شماره ۱ مشخص است، مراحل عملیاتی استفاده از صکوک سلف بدین طریق است:

<sup>۱</sup> براساس تازه‌ترین آمار گمرک ایران پروپان مایع شده با ۳۷۵ میلیون دلار بیش‌ترین کالای صادراتی کشور در دو ماهه نخست سال ۱۳۹۳ کشور بوده است. همچنین متانول با ۲۵۳ میلیون دلار و بوتان مایع شده با ۲۴۷ میلیون دلار رده‌های دوم و سوم عمده‌ترین کالاهای صادراتی کشور را به‌خود اختصاص دادند. ضمن اینکه رده‌های چهارم تا دهم فهرست کالاهای عمده صادرات غیرنفتی کشور در دو ماهه اول ۱۳۹۳ به‌ترتیب به قیر نفت (۲۲۳ میلیون دلار)، سنگ آهن هماتیت دانه‌بندی (۱۹۹ میلیون دلار)، پلی اتیلن گرید فیلم (۱۵۵ میلیون دلار)، محصولات آهنی و فولادی (۱۴۲ میلیون دلار)، سیمان پورتلند (۱۲۲ میلیون دلار)، انواع پسته خندان (۹۶ میلیون دلار) و استیرن (۹۵ میلیون دلار) اختصاص یافته است. بسته صادراتی پیشنهادی ترکیبی از کالاهای مهم صادراتی کشور است. (آمار گمرک ایران، خرداد ۱۳۹۳)

نمودار شماره ۱: مراحل عملیاتی استفاده از صکوک سلف



۱- بانک مرکزی مقدار مشخصی کالا تحت عنوان سبد کالایی را (به‌میزانی که به انتشار اوراق برای سیاست‌گذاری نیاز دارد) با ویژگی‌های مشخص از دولت می‌خرد. بدین‌معنا که در صورت تمایل در سررسید مشخص با پرداخت مبلغی مشخص می‌تواند سبد کالایی مشخص شده را از دولت خریداری کند و دولت موظف به تحویل سبد کالایی به بانک مرکزی است.

۲- بانک مرکزی به‌عنوان ناشر اوراق، با مراجعه به مؤسسه امین دارای اعتبار، وضعیت خود را مبنی بر انتشار اوراق برای پیش فروش سبد کالایی صادراتی با مشخصات مقداری و نوعی معین، ارائه می‌دهد. مؤسسه امین یک شخصیت

- حقوقی است که به منظور حفظ منافع سرمایه‌گذاران، مسئولیت نظارت بر کل فرآیند انتشار اوراق را بر عهده دارد.
- ۳- بانک مرکزی با تهیه امیدنامه ویژگی‌های اوراق همچون مقدار، نوع و شرایط سبد کالای صادراتی موضوع عقد سلف، سررسید، قیمت سلف و قیمت انتظاری فروش سبد کالایی در سررسید را تعریف می‌کند و در اختیار مؤسسه رتبه‌بندی اعتبار قرار می‌دهد. این مؤسسه با بررسی امیدنامه و شرایط ناشر، رتبه اعتباری اوراق را اعلام می‌کند.
- ۴- بانک مرکزی زیر نظر امین، اوراق صکوک سلف را از طریق بانک‌ها و یا شرکت‌های تأمین سرمایه به‌دست متقاضیان می‌رساند. متقاضیان سبد کالایی مورد نظر و مورد توافق را از بانک مرکزی بر مبنای عقد سلف، پیش خرید می‌کنند. در این حال، بانک مرکزی متعهد می‌شود که در سررسید سبد کالایی مدنظر را مهیا و به دارندگان اوراق تحویل دهد.
- ۵- وجوه گردآوری از طریق بانک‌ها و یا شرکت‌های تأمین سرمایه به‌دست ناشر می‌رسد.
- ۶- در سررسید، بانک مرکزی با پرداخت وجه خرید سبد کالا که در اختیار خرید مشخص شده است، سبد کالا را از دولت تحویل می‌گیرد.
- ۷- دارندگان اوراق (مالکان حقیقی سبد کالایی)، که دارای تمایل به تحویل فیزیکی سبد کالایی هستند و شرایط آن را نیز دارا هستند، سبد کالا را از بانک مرکزی تحویل می‌گیرند. البته بانک مرکزی می‌تواند سبد کالای آن دسته از دارندگان اوراق را که مایل به فروش سبد خود هستند را از طریق وکالت دولت برای آنان به فروش برساند. بدین‌نحو که بانک مرکزی به وکالت از دارندگان اوراق و دولت به وکالت از بانک مرکزی (توکیل) سبد کالایی را در بازار به قیمت روز می‌فروشد و وجه آن را تحویل دارندگان اوراق می‌دهد. از این‌رو سبد کالایی تحویل فیزیکی به بانک مرکزی و بعد از آن به دارندگان اوراق نمی‌شود. شایان

ذکر است که وکلا حق الوکاله خود را برای انجام عملیات فروش سبد کالایی در بازار از مبلغ کل کسر کرده و بقیه را به دارندگان اوراق پرداخت می‌کنند.

۸- دارندگان اوراق قادرند با تحویل اوراق به افراد دیگر در بازار ثانویه تحت قرارداد سلف موازی، کالایی که مالک هستند و در ذمه ناشر است را به آنان به فروش رسانده و با دریافت وجه، آنان را مالک سبد کالایی پیش خرید شده کنند. درباره سلف موازی و گفت و گوی پیش‌روی آن در آینده بیش‌تر بحث می‌شود.

#### ۲-۴- مدیریت ریسک نوسان‌های قیمتی

از آنجاکه ممکن است قیمت سبد کالایی از دوران خرید سلف تا سررسید، نوسان زیادی داشته باشد و دارندگان اوراق را با ریسک بالایی روبه‌رو کند و جذابیت و کارایی آن را تحت‌الشعاع قرار دهد، می‌توان از قراردادهای تبعی اختیار معامله استفاده کرد. روش کار بدین‌صورت است که ناشر در کنار قرارداد اصلی سلف، سبد کالای مورد سلف را به قیمت معین در سررسید به خریداران سلف می‌فروشد (حق اختیار فروش) و در مقابل سبد کالای مورد سلف را به قیمت معین در سررسید از خریداران سلف می‌خرد (حق اختیار خرید). شایان به ذکر است، در این شرایط خریداران سلف (دارندگان اوراق) می‌توانند در سلف موازی که سبد کالا را به فرد دیگری می‌فروشند، این دو حق اختیار را به خریدار جدید منتقل کنند.

فرض می‌شود  $P_1$  قیمت سبد کالایی که طی قرارداد اختیار خرید بین بانک مرکزی و دولت منعقد می‌شود،  $P_2$  قیمت سبد کالایی هنگام خرید اوراق (قیمت پیش فروش سبد کالا)،  $P_3$  قیمت بازاری سبد کالا در سررسید که فرد می‌تواند با فروش سبدر بازار (توسط خود یا توسط وکیل) بدان دست یابد، باشد. همچنین اختیار فروش بر روی قیمت  $P_A$  و اختیار خرید بر روی قیمت  $P_B$  بین بانک مرکزی و دارندگان اوراق بسته شده است ( $P_2 < P_A < P_B$ ).

بنا بر قیمت سبد کالایی در سررسید ( $P_3$ ) چهار حالت قابل تصور است: در حالت اول، اگر قیمت سبد کالایی در سررسید زیر  $P_A$  بود، دارندگان اوراق برای آن که خیلی زیانمند نشوند، از اختیار فروش خود استفاده می‌کنند و سبد کالا را به ناشر به قیمت  $P_A$  می‌فروشند. در حالت دوم، اگر قیمت سبد کالایی در سررسید بالای  $P_B$  بود، ناشر از اختیار خرید خود استفاده می‌کند و سبد کالا را از دارنده اوراق به قیمت  $P_B$  می‌خرد. در حالت سوم، اگر قیمت سبد کالایی در سررسید بین  $P_A$  و  $P_B$  بود و فرد مایل به داشتن سبد کالا بود، می‌تواند با اثبات داشتن شرایط، سبد کالا را به‌طور فیزیکی تحویل بگیرد؛ و در حالت چهارم، اگر قیمت سبد کالایی در سررسید بین  $P_A$  و  $P_B$  بود، لیکن فرد مایل به داشتن سبد کالا نبود، می‌تواند ناشر را وکیل کند تا سبد کالای وی را در بازار بفروشد و پس از کسر حق‌الوکاله خود، بقیه وجوه را به او پرداخت کند و با وی تسویه نقدی کند. وضعیت سود دارنده اوراق، بانک مرکزی و دولت در چهار حالت فوق، بدین شرح است:

$P_A$ قیمت اعمال اختیار فروش (کف قیمت) - $P_B$ قیمت اعمال اختیار خرید (سقف قیمت) $P_1$ قیمت سبد کالایی که طی قرارداد اختیار خرید بین بانک مرکزی و دولت منعقد می‌شود. $P_2$ قیمت سبد کالایی هنگام خرید (قیمت پیش فروش) - $P_3$ قیمت سبد کالا در سررسید $\rho_{CB}$ حق الوکاله بانک مرکزی برای فروش سبد کالا در بازار $\rho_G$ حق الوکاله دولت برای فروش سبد کالا در بازار					
میزان سود و زیان دولت	میزان سود و زیان بانک مرکزی	میزان سود دارنده اوراق	اقدام	وضعیت $P_3$	
$P_1 - P_3$	$P_2 - P_1 - P_A + P_3$	$P_A - P_2$ سود حداقلی	دارنده اوراق از اختیار فروش خود استفاده می‌کند و سبد کالا را به ناشر به قیمت $P_A$ می‌فروشد.	$P_3 < P_A$	حالت اول
$P_3 - P_1$	$P_2 - P_1 - P_B + P_3$	$P_B - P_2$ سود حداکثری	ناشر از اختیار خرید خود استفاده کرده و سبد کالا را از دارنده اوراق به قیمت $P_B$ خریداری می‌نماید.	$P_3 > P_B$	حالت دوم
$P_3 - P_1 + \rho_G$	$P_2 - P_1 + \rho_{CB}$	$P_3 - P_2 - \rho_{CB} - \rho_G$ سود میانه	اگر فرد مایل به داشتن سبد کالا نبود، می‌تواند ناشر را وکیل کرده تا سبد کالای وی را در بازار به فروش برساند.	$P_A < P_3 < P_B$	حالت سوم
$P_3 - P_1$	$P_2 - P_1$	از سبد کالا استفاده می‌نماید.	اگر فرد مایل به داشتن سبد کالا بود، می‌تواند سبد کالا را به‌طور فیزیکی تحویل بگیرد.	$P_A < P_3 < P_B$	حالت چهارم

### ۳-۴- بررسی فقهی ابزار پیشنهادی

براساس تعریف فقهی، سلف از انواع بیع بوده و مبیع در آن کلی در ذمه است که در برابر مال نقد و برای سررسید معینی به فروش می‌رود (نجفی، بی تا: ج ۲۴، ۲۶۷). جواز معامله سلف، اجماعی است. در وسای الشیعه نیز حدود پنجاه روایت در سیزده باب تحت عنوان ابواب السلف آمده است (حرعاملی، ۱۴۰۹: ج ۱۸، ۲۸۴). در عقد سلف نیز مانند سایر انواع بیع، قواعد عمومی قراردادها از جمله اهلیت طرفین، توافق دو اراده، مشروعیت جهت معامله و ... از شرایط اساسی صحت عقد است. جهت صحت یافتن معامله سلف شرایطی وجود دارد. از جمله آنکه:

- بایستی جنس و مشخصات کالای پیش فروش شده، همچون مقدار کالا با کیل و وزن یا شمارش، (حرعاملی، ۱۴۰۹: ج ۱۸، ۲۸۴ و نوری، ۱۴۰۹: ج ۱۳، ۳۸۱) و نیز سررسید تحویل کالا (کلینی، ۱۳۶۵: ج ۵، ۱۸۴ و نجفی، بی تا: ج ۲۴، ۲۹۹) که در ثمن و تصمیم مشتری اثر دارد، معین شود تا که معامله غرری نگردد.

- ثمن نقد باشد و در مجلس عقد پیش از جدا شدن فروشنده و خریدار از همدیگر تحویل فروشنده سلف شود. هرگاه مقداری از ثمن پرداخت شود، معامله فقط نسبت به همان مقدار صحیح است.

- فروش مبیع سلف پیش از سررسید ممنوع است (نجفی، بی تا: ج ۲۴، ۳۲۰).

- شرایط عمومی معامله همچون امکان تحویل کالا در سررسید و در محل تحویل آن و یا پرهیز از ربا و سایر محرمات الهی رعایت شده باشد (نجفی، بی تا: ج ۲۴، ۳۰۴). کالایی که زمان تحویل آن فرارسیده، لیکن به سبب پیدایش مشکلی همچون نایاب شدن، امکان تحویل آن نباشد، خریدار بین فسخ معامله و صبر تا زمان فراوانی و فراهم آمدن زمینه تحویل، مخیراست (نجفی، بی تا: ج ۲۴، ۳۳۶).

## ۵- چالش‌های فقهی ابزارسازی صکوک سلف و راه‌حل آن‌ها

بررسی فقهی صکوک سلف نشان می‌دهد که استفاده از این ابزار در بازار اولیه بدون مشکل فقهی است؛ لیکن معامله این اوراق به‌عنوان ابزار مالی سه چالش فقهی دارد که در ادامه به آن پرداخته می‌شود:

### ۵-۱- پرداخت کل مبلغ سلف در هنگام معامله

همان‌طور که بیان شد، یکی از شرایط درستی معامله سلف آن است که ثمن در مجلس عقد پیش از جدا شدن فروشنده و خریدار از یکدیگر به‌طور نقد تحویل فروشنده سلف شود. از آنجاکه در سلف مثنی با تأخیر تحویل می‌شود، اگر ثمن نیز درجا پرداخت نشود، شبهه بیع کالی به کالی پیش می‌آید. برخی فقها همچون شیخ طوسی (۱۳۸۷: ج ۲، ۱۷۰)، ابن ادریس (۱۴۱۰: ج ۲، ۳۰۷)، ابن زهره (۱۴۱۷: ۲۲۷)، محقق حلی (۱۴۰۳: ج ۲، ۲۸۹)، علامه حلی (۱۳۷۴: ج ۱۱، ۳۳۵) و نجفی صاحب جواهر (بی‌تا: ج ۲۴، ۲۸۹) این شرط را ذکر کرده و تحقق نیافتن آن را سبب از میان رفتن معامله قلمداد کرده‌اند. با نگاهی به آراء و گواه‌آوری فقها درمی‌یابیم که این افراد بنا به دلایلی نقد بودن ثمن را شرط صحت معامله سلف دانسته‌اند که مهم‌ترین آنان عبارت است از اجماع (علامه حلی، ۱۳۷۴: ج ۱۱، ۳۳۵) و ابن زهره، ۱۴۱۷: ۲۲۷ و نجفی، بی‌تا: ج ۲۴، ۲۸۹)، اقتضای ماهیت عقد، اصل عدم ملک و نقل (نجفی، بی‌تا: ج ۲۴، ۳۲۰)، نفی بیع دین به دین (عاملی، ۱۴۱۳: ج ۳، ۴۱۲) و نفی غرر (فراهانی‌فرد، ۱۳۸۸: ۱۹).

در پاسخ باید گفت، اگر پرداخت ثمن در زمان معامله را جزئی از ماهیت عقد سلف برشماریم، دلیلی وجود ندارد که پرداخت فوری را از آن برداشت کنیم. اگر با فاصله کمی پس از قرارداد، ثمن پرداخته شود، از دید همگان ناسازگاری با ماهیت عقد ملاحظه نمی‌شود. به‌همین دلیل است که ابن جنید و مالک تأخیر سه روزه را مضر عقد نمی‌دانند (معصومی‌نیا، ۱۳۸۷: ۸۸). در زمینه عدم نقل،



صاحب جواهر معتقد است وجود عمومات قرآنی همچون «وَقُوا بِالْعُقُودِ» و «أَحِلَّ اللَّهُ الْبَيْعَ» صحت نقل و انتقال را می‌رساند و بطلان چنین معامله‌ای نیازمند استدلال است (نجفی، بی‌تا: ج ۲۴، ۲۸۹). همچنین با توجه به مشخص بودن ویژگی‌های کالای مورد سلف و تاریخ و مکان تحویل آن، جایی برای غرر باقی نمی‌ماند. افزون بر این، مراد از دین در بیع دین به دین، دینی است که پیش از عقد وجود داشته باشد، نه دین عقد سلف که به واسطه خود عقد به وجود می‌آید (نجفی، بی‌تا: ج ۲۴، ۸۹). گرچه حکم این مسئله جای تردید دارد؛ لیکن بنا به رعایت نظر مشهور فقها در لزوم پرداخت ثمن سلف در مجلس قرارداد، الگوی عملیاتی به‌نحوی پیشنهاد شده است که کل قیمت کالای مورد سلف، در مجلس عقد پرداخت شود.

## ۲-۵- سفته‌بازی با صکوک سلف

منظور از سفته‌بازی فعالیتی اقتصادی است که با پیش‌بینی تغییرات قیمتی کالا، اوراق بهادار یا ارز به‌دنبال کسب سود باشد. در قرارداد سلف، اغلب خریداران قصد استفاده از کالای پیش خرید شده را ندارند، بلکه هدف آنان کسب سود یا مدیریت ریسک است.

در بین فقهای شیعه، به ظاهر تنها آیت‌الله شهید صدر معتقد است که سفته‌بازی به این طریق که فرد کالایی را به‌طور نقد، نسبه و یا حتی سلف خریداری کند، به قصد آنکه بدون آنکه کاری روی آن انجام دهد، آن را گران‌تر بفروشد، جایز نیست (صدر، ۱۳۷۵: ۶۴۵). همچنین برخی از فقهای اهل تسنن موردهایی خاص از سفته‌بازی را غیرمجاز می‌دانند. از جمله آنکه این فعالیت توأم با ترویج کذب و تناصر و ایجاد قیمت‌های مصنوعی و کمبود در بازار باشد، یا که فرد چیزی را که مالکش نیست را به‌فروش برساند. لیکن در حالتی که سفته‌بازی به‌صورت واقعی و

بدون ایجاد اختلال و شوک در بازار به انجام برسد، منعی بر آن وارد نیست (احمد، ۱۳۷۴: ۳۲۰-۳۱۹).

از این رو اگر مانعی چون کذب و تبانی وجود نداشته باشد، صرف سفته‌بازی مانع درستی معامله نیست. از این رو فقهای شیعه و اهل تسنن شرط عدم سفته‌بازی را در صحت معاملات شرط نکرده و براساس عمومات مشروعیت چنین معاملاتی را صحیح دانسته‌اند (فراهانی‌فرد، ۱۳۸۸: ۲۶).

### ۳-۵- ممنوعیت فروش دوباره سلف پیش از سررسید

این چالش موجب می‌شود که استفاده از صکوک سلف به‌عنوان ابزار سیاست‌گذاری در بازار ثانویه با مشکل جدی روبه‌رو شود. چراکه از نظر فقهی کالای پیش خرید شده در قرارداد سلف، را نمی‌توان پیش از سررسید به فروش رساند. اگر هدف تأمین مالی باشد و بازار اولیه کفایت هدف انتشار صکوک سلف را بنماید، مانعی وجود نخواهد داشت؛ لیکن از آنجا که ابزارسازی اوراق بهادار اسلامی در سیاست‌گذاری کلان اقتصادی به‌شدت نیازمند بازار ثانویه و خرید و فروش مجدد است، می‌بایست این مشکل را بیش‌تر مورد بررسی قرار داد و راه‌حلهایی را برای آن پیدا کرد. مهم‌ترین دلایل فقهای شیعه و اهل تسنن بر نبود جواز بیع کالا پیش از سررسید در عقد سلف و پاسخ آنان بدین شرح است (فراهانی‌فرد: ۱۳۸۸، ۲۴-۲۳):

اول- در قرارداد سلف پیش از سررسید، خریدار سلف هنوز مالک کالا نشده است؛ بنابراین نمی‌تواند آن را به دیگری بفروشد. / پاسخ: مالکیت کالا با انشای عقد سلف ایجاد می‌شود و پیش از سررسید خریدار مالک کلی، در ذمه فروشنده سلف است و در بیع دوم همین را به فرد دیگر منتقل می‌کند.

دوم- در قرارداد سلف، قبل از سررسید خریدار سلف قدرت بر تسلیم و تحویل کالا به فرد دیگر را ندارد./ پاسخ: قدرت بر تسلیم کالای مورد سلف در زمان سررسید شرط است و نه در زمان انشای عقد. بنابراین از این نظر مانعی وجود ندارد. سوم- فروش کالا پیش از سررسید در معامله سلف، غرری است./ پاسخ: می‌توان در قرارداد با ذکر دقیق شرایط و ویژگی‌های کالا و زمان و مکان تحویل، مانع به وجود آمدن شرایط غرر شد.

چهارم- فروش کالا در عقد سلف پیش از سررسید مصداق بیع دین به دین است./ پاسخ: در صکوک سلف طراحی شده به عنوان ابزار سیاستی، ثمن معامله نقد است. از این رو مصداق چنین بیعی نخواهد بود. همچنین دین در بیع دین به دین به آن دینی گفته می‌شود که پیش از قرارداد وجود داشته باشد، نه آنکه با انشای قرارداد به وجود آید.

پنجم- فروش کالا پیش از سررسید در عقد سلف مصداق خرید و فروش دین است./ پاسخ: بنا به ادله عمومات معامله، مشهور فقهای شیعه، بیع دین را جایز می‌دانند.

۶- ممنوعیت چنین فعالیتی نزد فقهای فراوانی به اجماع رسیده است./ پاسخ: اول آنکه در این مسئله، اتفاق نظر کامل بین فقها وجود ندارد و افرادی چون ابن حمزه، صاحب حدائق و شهید ثانی و برخی دیگر آشکارا و یا سربسته جواز را پذیرفته‌اند. دوم آنکه از اجماع حکم نمی‌توان به اجماع دلیل حکم رسید و چه بسا فقها، هر یک بنا به دلیلی از دلایل مذکور در بالا به چنین حکمی رسیده باشند که این مطلب از اعتبار و حجیت اجماع می‌کاهد.

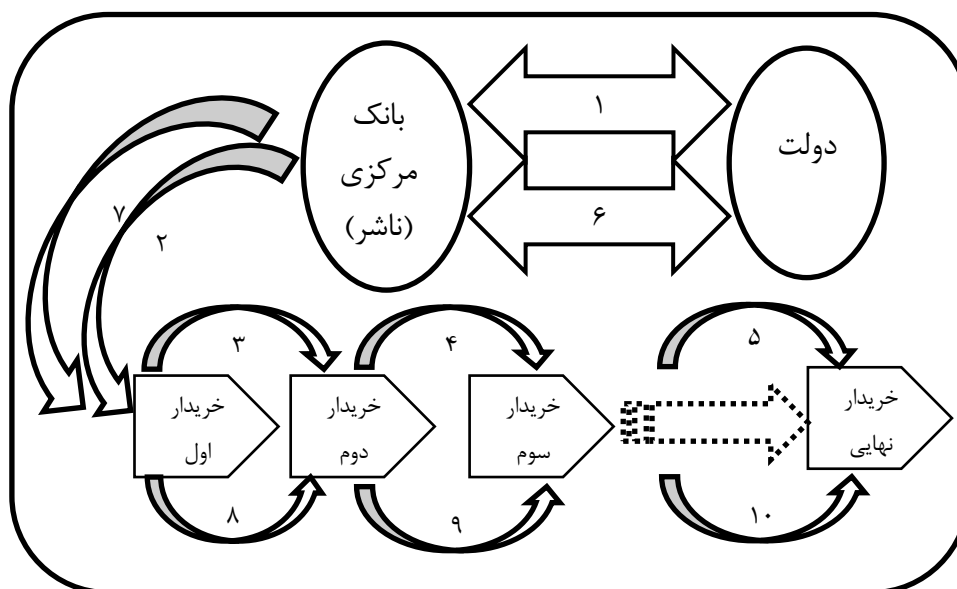
لیکن همین مورد آخر، یعنی اجماع بسیاری از فقها بر ممنوعیت فروش کالا در عقد سلف پیش از سررسید ما را بر آن می‌دارد تا راه‌حلی برای حل مشکل بیندیشیم.

### ۱-۳-۵- سلف موازی

در سلف موازی به موازات قرارداد سلف اولیه، قرارداد سلف ثانویه‌ای منعقد می‌شود که از نظر تعهدات و آثار مترتب بر قرارداد، استقلال کاملی نسبت به قرارداد اول دارد؛ به این نحو که خریدار در قرارداد سلف اول، در موضع فروشنده در قرارداد سلف ثانویه قرار می‌گیرد. فروشنده در سلف موازی می‌تواند به خریدار خود وکالت و یا حواله می‌دهد تا وی در زمان سررسید امکان مراجعه به فروشنده سلف اولیه را داشته باشد و مبیع سلف موازی را از او دریافت کند. در این الگو، کسی که کالایی را توسط صکوک سلف پیش خرید کرده است (خریدار اول) می‌تواند به منظور کسب سود، با انعقاد قرارداد سلف موازی کل یا مقداری از آن کالا را به دیگری (خریدار دوم) بفروشد. بدیهی است سررسید سلف دوم باید همزمان یا متأخر از سررسید سلف اول باشد. در ادامه خریدار دوم نیز می‌تواند کل یا مقداری از آن کالا را به فرد دیگری (خریدار سوم) توسط قرارداد سلف موازی جدیدی، بفروشد. این معاملات سلسله‌وار بر روی کالای کلی که وصف آن در معامله تعیین می‌شود انجام گرفته و هر یک مستقل از دیگری است. از این رو اگر مشکلی در یکی از قراردادها پیش بیاید، به سلف دیگر رسوخ نمی‌کند. چنین معامله‌ای از نظر فقهی دشوار نیست (موسویان، ۱۳۸۹: ۱۰۴).

الگوی عملیاتی این پیشنهاد به‌نحو زیر است. برای اختصار و گویایی نمودار از آوردن دوباره مؤسسه امین، مؤسسه رتبه‌بندی و شبکه بانکی و شرکت‌های تأمین سرمایه خودداری شده است.

نمودار شماره ۲: سلف موازی و خریدار اول و دوم و سوم



اول- بانک مرکزی حق اختیار خرید مقدار مشخصی کالا با عنوان سبد کالایی را (به‌میزانی که به انتشار اوراق برای سیاستگذاری نیاز دارد)، با ویژگی‌های مشخص از دولت را خریداری می‌کند بدین‌معنا که در صورت تمایل در سررسید مشخص با پرداخت مبلغی مشخص می‌تواند سبد کالایی مشخص شده را از دولت خریداری کرده و دولت موظف به تحویل سبد کالایی به بانک مرکزی است.

دوم- بانک مرکزی اوراق صکوک سلف را از طریق بانک‌ها و یا شرکت‌های تأمین سرمایه به‌دست متقاضیان می‌رساند. متقاضیان سبد کالایی مورد توافق را از بانک مرکزی بر مبنای عقد سلف، پیش خرید می‌کنند و قیمت آن را که همان وجوه گردآوری شده است را پرداخت می‌کنند. در این حال، بانک مرکزی

متعهد می‌شود که در سررسید، سبد کالایی مدنظر را مهیا و به دارندگان اوراق تحویل دهد.

سوم، چهارم، پنجم - خریدار اول قادر است با تحویل اوراق به فرد دیگر در بازار ثانویه تحت قرارداد سلف موازی، کالایی که مالک بوده و در ذمه ناشر است را به وی بفروشد و با دریافت وجه، او را مالک سبد کالایی پیش خرید شده کند. این روند برای خریداران بعدی نیز رخ می‌دهد، تا که به خریدار نهایی برسد. ششم - در سررسید، بانک مرکزی با پرداخت وجه خرید سبد کالا را که در اختیار خریدار مشخص شده است، سبد کالا را از دولت تحویل می‌گیرد.

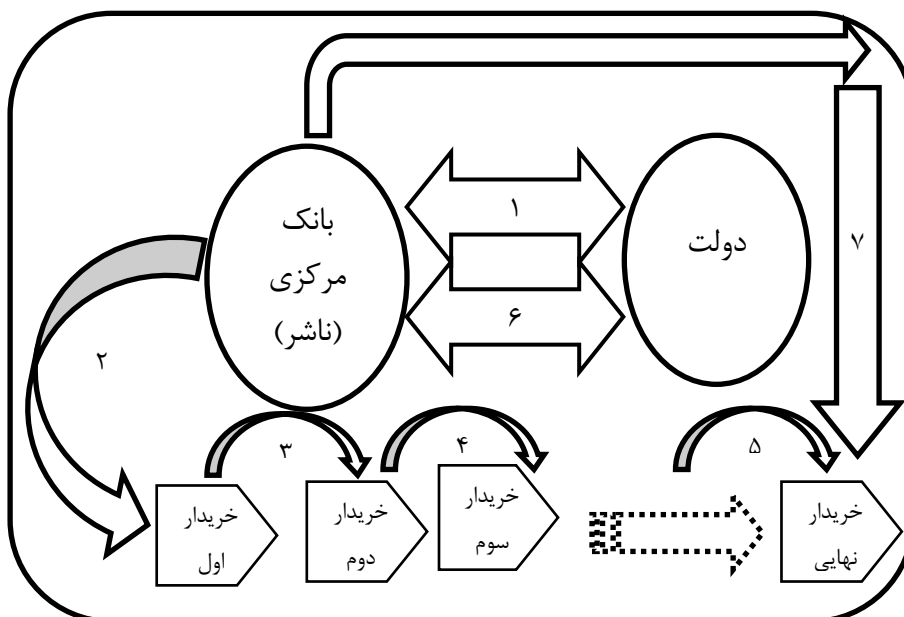
هفتم - خریدار اول، سبد کالا را از بانک مرکزی تحویل می‌گیرند. هشتم، نهم، دهم - خریدار اول کالا را به خریدار دوم می‌رساند و این جریان تا خریدار آخری ادامه می‌یابد. البته خریدار نهایی می‌تواند ناشر را وکیل کند تا کالا را در بازار به فروش رسانده و پس از کسر حق‌الوکاله خود، وجه آن را به او تحویل دهد.

مسئله‌ای که در اینجا وجود دارد آن است که دارنده صکوک سلف، وقتی آن را به دیگری به‌طور سلف موازی می‌فروشد، ارتباط وی با بازار و کالای فروخته شده قطع نمی‌شود. زیرا هنگام فرارسیدن سررسید، خریدار سلف اول باید کالا را از فروشنده سلف اول تحویل گرفته و به خریدار سلف دوم واگذار کند. خریدار سلف دوم نیز اگر سلف موازی دیگری را استفاده کرده باشد، باید کالا را تحویل گرفته و به خریدار سلف سوم برساند. بدین طریق همه افراد در برابر هم مسئول هستند. این در حالی است که در ابزارسازی صکوک سلف، نیازمند آن هستیم که معامله‌گران حد وسط، از بازار خارج شوند و تنها فروشنده سلف اول و خریدار سلف آخر در برابر هم مسئولیت داشته باشند. از این‌رو این پیشنهاد جهت استفاده سیاستی از صکوک سلف چندان مفید به نظر نمی‌رسد.

### ۲-۳-۵- قرارداد مرکب از سلف موازی و وکالت

به منظور رفع نقص راه حل گذشته، صکوک سلف می تواند این گونه طراحی شود که خریدار سلف اول پس از انعقاد سلف موازی با خریدار دوم به وی وکالت دهد که در سررسید از جانب وی (خریدار سلف اول) کالا را از فروشنده سلف اول (ناشر) تحویل بگیرد و به خودش منتقل کند. خریدار سلف اول قادر است تا افزون بر وکالت تحویل کالا به خریدار دوم، وکالت در توکیل را نیز به او بدهد تا که وی نیز بتواند به خریدار سوم این وکالت را انتقال دهد و این جریان به صورت سلسله وار به خریداران بعدی ادامه یابد. الگوی عملیاتی مختصر این پیشنهاد به نحو نمودار شماره ۳ است.

نمودار شماره ۳: قرارداد مرکب از سلف موازی و وکالت



اول و دوم- همانند مراحل ۱-۲ در نمودار ۲.

سوم، چهارم و پنجم- خریدار اول قادر است با تحویل اوراق به فرد دیگر در بازار ثانویه تحت قرارداد سلف موازی، کالایی که مالک بوده و در ذمه ناشر است را به وی بفروشد و با دریافت وجه، او را مالک سبد کالایی پیش خرید شده کند. خریدار سلف اول پس از انعقاد سلف موازی با خریدار دوم به وی وکالت می‌دهد که در سررسید از جانب وی (خریدار سلف اول) کالا را از فروشنده سلف اول تحویل بگیرد و به خودش منتقل کند این روند برای خریداران بعدی نیز رخ می‌دهد تا که به خریدار نهایی برسد.

ششم- دولت در سررسید سبد کالایی مدنظر را مهیا و به ناشر تحویل می‌دهد. هفتم- ناشر سبد کالایی مدنظر را به خریدار نهایی تحویل می‌دهد. البته خریدار نهایی می‌تواند ناشر را وکیل کند تا کالا را در بازار بفروشد و پس از کسر حق‌الوکاله خود، وجه آن را به او تحویل دهد.

مزیت این روش نسبت به روش سلف موازی آن است که دیگر نیاز نیست هر یک از خریداران سلف موازی، کالا را از فروشنده قبلی تحویل بگیرند و به بعدی منتقل کنند. بلکه تنها نیاز است که خریدار نهایی در زمان سررسید به فروشنده اول مراجعه و برحسب وکالت‌هایی که در اختیار دارد، کالا را از وی تحویل گیرد. لیکن مشکلی که در این روش وجود دارد آن است اول آنکه معامله‌گران بازار چنین معامله‌ای را بر روی همان کالای نخست قلمداد می‌کنند و استقلال معاملات از یکدیگر را تشخیص نمی‌دهند. دوم آنکه چنانکه فروشنده سلف اول، تخلف در تعهد داشته باشد، خریدار آخر باید به فروشنده آخر (موکل خود) و او نیز به فروشنده ماقبل خود (موکل خود) و همین‌طور کلیه افراد درگیر در معامله به افراد پیش از خود مراجعه کنند تا سرانجام به این فرد متخلف (فروشنده اول) برسد. این در شرایطی است که در کاربرد ابزار سیاستی صکوک سلف به‌جز فروشنده اول و خریدار آخر بقیه معامله‌گران از بازار خارج می‌شوند و دسترسی به آنان



وجود نخواهد داشت (فراهانی فرد: ۱۳۸۸، ۲۷)، سوم آنکه چنانچه برای فروشنده اول یا یکی از خریداران واسطه، مشکلی همچون مرگ و یا جنون پیش آید، قرارداد وکالت باطل و باعث اخلال در بازار ثانویه می‌شود. از این رو این پیشنهاد نیز برای استفاده سیاستی از صکوک سلف چندان مفید به نظر نمی‌رسد.

### قرارداد مرکب از سلف موازی، وکالت و قرض

این پیشنهاد بدین صورت است که خریدار اولیه سلف، وقتی قصد فروش اوراق خود را دارد، به جای فروش با گرفتن مبلغی معادل قیمت روز اوراق در قالب عقد قرض، اوراق خود را به دیگری واگذار می‌کند و به وی وکالت می‌دهد تا در سررسید، کالا را از جانب او قبض کرده و به وکالت از وی به خودش و یا به دیگری به همان قیمت بفروشد و وجه آن را بابت قرض داده شده، تسویه نماید. همچنین برای آنکه افراد دیگر هم بتوانند به بازار ثانویه این اوراق وارد شوند می‌توان به دریافت‌کننده صکوک سلف افزون بر وکالت در فروش، وکالت در توکیل هم داده شود. بی‌گمان می‌بایست این وکالت از راه عقد خارج لازم، قرار داده شود. از طرح کلی، نمودار این روش نیز همانند نمودار شماره ۳ است. با این تفاوت که در مراحل سوم، چهارم و پنجم به جای فروش کالای مورد سلف، خریدار مبلغی معادل قیمت روز اوراق را قرض داده و اوراق را تحویل می‌گیرد.

حُسن این روش نسبت به روش سلف موازی آن است که دیگر نیاز نیست در سررسید خریدار سلف اول کالا را از فروشنده سلف اول تحویل گیرد و به خریدار سلف دوم واگذار کند و الی آخر؛ بلکه کافی است خریدار نهایی برحسب وکالت‌هایی که در اختیار دارد به فروشنده اول مراجعه کند. همچنین مزیت این روش نسبت به روش قرارداد مرکب از سلف موازی و وکالت آن است که دیگر نیازی به تشخیص معامله‌گران نسبت به استقلال معاملات فروش سلف و سلف موازی از یکدیگر نیست؛ چرا که تنها یک عملیات پیش خرید انجام شده است و آن هم پیش خرید

خریدار اول از فروشنده اول است و بقیه روابط در قالب واگذاری اوراق و وکالت و قرض وجه انجام پذیرفته است.

در این روش نیز مشکل زمانی پدید می‌آید که به‌علت رعایت نکردن تعهد فروشنده اصلی، خریدار نهایی نتواند از وی کالا را تحویل بگیرد. در این حالت وی مجبور می‌شود به خریدار پیشین مراجعه کند و دریافت خسارت کند، خریدار ماقبل آخر نیز مجبور است به خریدار قبل از خود و به‌همین ترتیب تا نفر اول مراجعه شود. این در شرایطی است که در بازارهای مالی امکان این مراجعه‌ها سلسله‌وار وجود ندارد. مشکل دیگر همانند مورد فوق آن است که چنانکه برای فروشنده اولیه یا یکی از خریداران واسطه مشکلی چون مرگ و جنون پیش آید، قرارداد وکالت باطل و باعث اخلال در بازار ثانویه می‌شود. مشکل سوم آنکه اگر قیمت کالای پیش خرید شده کاهش یابد، به مقتضای عقد وکالت، خریدار نهایی حق خواهد داشت تقاضای مبلغ قرض داده شده را کند و کالای سلف را به فروشنده واگذار کند و وی نیز به نفر قبلی مراجعه کند که این مورد نیز با ماهیت و کارکرد بازارهای مالی سازگاری ندارد (موسویان، ۱۳۸۹: ۱۰۶-۱۰۵). از این‌رو این پیشنهاد نیز برای استفاده سیاستی از صکوک سلف چندان مفید به‌نظر نمی‌آید.

#### ۴-۳-۵- صلح کالای مورد سلف

براساس این پیشنهاد در سلف اول، خریدار اول می‌تواند پیش از سررسید و قبض کالا، به‌جای فروش کالای پیش خرید شده، آن را از طریق عقد صلح به دیگری واگذار (مصالحه) کند. خریداران بعدی نیز قادرند از همین طریق این کار را ادامه دهند و از بازار خارج شوند. سرانجام این خریدار نهایی است که مالک کالای مورد سلف در ذمه فروشنده اول است و با مراجعه به وی، کالا را دریافت می‌کند. فقهای چون شهید اول، شهید ثانی و فاضل میسی، صلح بر چنین کاری

را جایز دانسته‌اند. طرح کلی، نمودار این روش نیز همانند نمودار شماره ۳ است، با این تفاوت که در مراحل سوم، چهارم و پنجم به جای فروش کالای مورد سلف، خریدار با عقد صلح با فروشنده روبه‌رو شده و اوراق را تحویل می‌گیرد. فایده‌ای که عقد صلح دارد آن است که برخلاف بیع سلف که قبض ثمن ضروری است، در صلح این قبض ضروری نیست. همچنین عقد صلح لازم است و هر یک از طرفین نمی‌توانند بدون رضایت یکدیگر به تنهایی آن را فسخ کنند. تنها مشکل این روش آن است که به اعتقاد فقهای اهل تسنن، عقد صلح عقدی مستقل نبوده و در این موارد جواز کاربرد ندارد (فراهانی‌فرد: ۱۳۸۸، ۲۹). از این‌رو این پیشنهاد نیز برای استفاده سیاستی از صکوک سلف در کل کشور که مناطق سنی‌نشین نیز دارای مبادلات اقتصادی هستند، چندان فراگیر به نظر نمی‌آید.

#### ۵-۳-۵- قرارداد مرکب از سلف موازی و حواله

در این پیشنهاد، فروشنده سلف نخست، با دریافت قیمت کالا گواهی‌ای را در اختیار خریدار قرار می‌دهد تا به سبب آن خود خریدار یا هر کسی که خریدار وی را حواله می‌دهد، حق داشته باشد در سررسید مقرر به فروشنده اول مراجعه کند و کالای مورد سلف را تحویل بگیرد. در این وضعیت، خریدار سلف یا تا سررسید صبر کرده و کالا را تحویل می‌گیرد و یا آنکه پس از فروش سلف موازی خریدار جدیدی را برای دریافت کالا در سررسید به فروشنده اول حواله می‌دهد. این روش تا سررسید چندین مرتبه قابل تکرار است. در این وضعیت، ذمه فروشنده سلف موازی نسبت به خریدار سلف موازی از دین بری می‌شود و ذمه ناشر (محال علیه) به آنچه به وی حواله شده است مشغول می‌شود. این به مفهوم خروج فروشنده سلف موازی از بازار است.

در این وضعیت، ناشر با صدور گواهی سلف پیشاپیش رضایت کلی خود را برای حواله اعلام می‌کند. نکته دیگر آنکه، در حواله بر محال علیه‌ای که بدهکار نیست

اختلاف فقهی است؛ لیکن در حواله بر محال علیه بدهکار هیچ اختلافی وجود ندارد (مراجع تقلید، ۱۳۸۲: ج ۲، ۳۴۷). در این راهکار نیز محال علیه (ناشر)، بدهکار فروشنده سلف موازی است (موسویان، ۱۳۸۹: ۱۰۷).

طرح کلی، نمودار این روش نیز همانند نمودار شماره ۳ است، با این تفاوت که در مراحل سوم، چهارم و پنجم همراه با فروش کالای مورد سلف، خریدار سلف اول، خریدار دوم را برای دریافت کالا در سررسید به فروشنده اول حواله می‌دهد که در سررسید کالا را از وی تحویل بگیرد و به خودش منتقل نماید. این روند برای خریداران بعدی نیز رخ می‌دهد تا که به خریدار نهایی برسد.

گرچه این روش پیشنهادی نسبت به پیشنهادهای پیشین، از قدرت بالاتری برخوردار است، لیکن به ظاهر در این روش نیز شبهه‌های باقی است. از جمله اول آنکه همانند روش قرارداد مرکب از سلف موازی و وکالت، در این روش نیز معامله‌گران بازار چنین معامله‌ای را بر روی همان کالای نخست قلمداد می‌کنند و استقلال معاملات از یکدیگر را تشخیص نمی‌دهند و در قصد و نیت معامله‌گران و واقعی بودن آن خلل ایجاد می‌شود.

دوم آنکه شماری از فقها، حواله را فقط موجب انتقال «حق مطالبه» داین از مدیون به ذمه محال علیه دانسته و معتقداند که «اصلدین» در ذمه محیل باقی می‌ماند (جزیری، ۱۴۰۴: ج ۳، ۲۱۲-۲۱۰ و نجفی، ۱۹۸۱: ج ۲۶، ۱۶۳)، از این رو بنا بر قول این دسته از فقها، امکان خروج از بازار برای فروشندگان سلف موازی مهیا نیست.

سوم آنکه حواله زمانی رخ می‌دهد که خرید و فروش سلف موازی انجام پذیرفته و فروشنده سلف موازی مدیون و خریدار سلف موازی، طلبکار شده باشد؛ پس از این است که محیل (فروشنده) می‌تواند محتال (خریدار) را به سمت محال علیه (ناشر) حواله دهد. این در شرایطی است که می‌دانیم به نظر مشهور در فقه امامی، عقد حواله در واقع میان محیل و محتال صورت می‌گیرد و محال علیه

طرف اصلی عقد نیست (نجفی، ۱۹۸۱: ج ۲۶، ۱۶۱ و موسوی بجنوردی، ۱۳۷۷: ج ۶، ۱۲۴). بنابراین فقها درباره ضروری بودن رضایت محیل و محتال برای انعقاد حواله کم‌تر تردید کرده‌اند، زیرا ایجاب و قبول را این دو انجام می‌دهند و اراده و رضایت آنان در تکوین عقد نقش اساسی دارد و نمی‌توان آنان را به حواله مجبور ساخت. تا حدی که گفته می‌شود پس از انشای ایجاب عقد حواله از سوی محیل، قبول آن بر محتال لازم نیست و وی می‌تواند، حتی در صورت توانگر بودن محال‌علیه، از پذیرفتن آن سرباز زند (نجفی، ۱۹۸۱: ج ۲۶، ۱۶۶). از این‌رو در حالتی که پس از عقد سلف موازی و پدید آمدن دائن و مدیون، فروشنده و خریدار (دائن و مدیون) نخواهند به هر دلیلی از عقد حواله استفاده کنند و یا به بیان دیگر فروشنده سلف موازی بخواهد کالا را خود از ناشر (فروشنده اول سلف) تحویل بگیرد و به خریدار تحویل دهد یا آن که خریدار نخواهد کالای خود را از ناشر تحویل بگیرد و به نوعی موافق حواله شدن به سمت ناشر نباشد، در روند بازار اوراق خلل وارد می‌شود. البته شاید گفته شود که می‌توان با شرط ضمن عقد سلف موازی این مشکل را تا حدی مرتفع ساخت، لیکن دقت بر روی این نکته مهم است که در شرط ضمن عقد حداقل یک طرف باید مایل به شرط باشد؛ از این‌رو در حالتی که هر دو طرف (خریدار و فروشنده سلف موازی) مایل به شرط حواله نباشند، آن هنگام چه کسی می‌تواند این شرط را ضمن عقد این دو قرار دهد، یا به بیان دیگر چه تضمینی مبنی بر وضع شرط ضمن عقد وجود خواهد داشت؟

چهارم آنکه در صورتی که محال‌علیه (ناشر) مُعسر و ورشکسته مالی باشد یا نتواند تعهد خود را به انجام برساند، و محتال (خریدار سلف) از اعسار او آگاه نباشد، محتال می‌تواند حواله را فسخ کند. در این حال او به محیل (فروشنده سلف) مراجعه می‌کند، فروشنده سلف نیز به نفر قبل خود و به‌همین ترتیب تا که به فروشنده اول برسد. در این وضعیت نیز مانند گذشته، مراجعه‌های مکرر و سلسله‌واری پدید می‌آید که در بازارهای مالی امکان آن وجود ندارد.

### ۶-۳-۵- قرارداد مرکب از سلف موازی و وکالت با حضور نماینده ناشر

پیشنهاد جدید آن است که برای استفاده از صکوک سلف در قالب یک ابزار سیاستگذاری می‌توان این صکوک را چنین طراحی کرد که بانک مرکزی به‌عنوان ناشر اوراق، هنگام پیش فروش کالا به خریدار اول با شرط ضمن عقد سلف چنین شرط کند که وی در صورت تمایل به انعقاد سلف موازی و خروج از بازار، تنها می‌تواند این کالا را به نماینده ناشر که در بازار ثانویه فعال است به‌فروش برساند و نه شخص دیگر. نماینده ناشر یک شخصیت حقوقی مستقل از ناشر بوده و امکان خرید و فروش سلف، وکالت و یا توکیل در وکالت را داراست.

از این‌رو خریدار سلف می‌تواند تا سررسید صبر کند و کالای پیش خرید شده را تحویل بگیرد و یا آنکه با واگذاری اوراق سلف خود به نماینده ناشر، ضمن عقد سلف موازی با وی و دریافت قیمت روز کالای مورد سلف، به وی وکالت دهد تا در سررسید از جانب وی (خریدار سلف اول) کالا را از فروشنده سلف اول (ناشر) تحویل بگیرد و به خودش منتقل کند. در این حالت خریدار اول پس از انعقاد عقد سلف موازی با نماینده ناشر از بازار خارج می‌شود. در ادامه نماینده ناشر با خریدار دوم در بازار ثانویه وارد عقد سلف موازی می‌شود و به وی وکالت می‌دهد، چنانچه اوراق را تا سررسید نزد خود نگه می‌دارد، در سررسید از جانب وی (نماینده ناشر) کالا را از فروشنده سلف اول (ناشر) تحویل بگیرد و به خودش منتقل کند. در این حالت نیز نماینده ناشر هنگام فروش سلف موازی کالا به خریدار دوم با شرط ضمن عقد سلف چنین شرط می‌کند که وی در صورت تمایل به انعقاد سلف موازی و خروج از بازار، تنها می‌تواند این کالا را به نماینده ناشر که در بازار ثانویه فعال است بفروشد و نه شخص دیگر.

شایان ذکر است که فروشندگان سلف موازی قادر هستند به خریداران، وکالت در توکیل را نیز اعطا کنند، تا این جریان به‌صورت سلسله‌وار به خریداران بعدی ادامه یابد و در سررسید نیاز به حضور واسطه‌های این معامله که اکنون از بازار

خارج شده‌اند نباشد. همچنین تمام دادوستدهای بازار ثانویه در این روش، همانند بازارهای ثانویه متعارف و به‌قیمت روز انجام شود و نماینده ناشر، فاقد اختیار تعیین قیمت و یا سایر اختیارات خود ناشر باشد. نماینده ناشر تنها یک فعال بازار ثانویه است که بخشی از شوک‌های ناشی از عدم تعهد ناشر را پوشش می‌دهد. الگوی عملیاتی مختصر این پیشنهاد به‌نحو زیر است.

اول و دوم- همانند مراحل ۱-۲ در نمودار شماره ۲.

سوم، چهارم و پنجم- خریدار اول در صورتی که مایل به نگهداری اوراق تا سررسید نیست، می‌تواند براساس شرط ضمن عقدی که متقبل شده است، با تحویل اوراق به نماینده ناشر در بازار ثانویه تحت قرارداد سلف موازی، کالایی که مالک بوده و در ذمه ناشر است را به وی بفروشد و با دریافت وجه، او را مالک سبد کالایی پیش خرید شده کند. نماینده ناشر نیز همانند یک فعال بازار ثانویه می‌تواند این اوراق را به‌همین نحو به خریدار دوم بفروشد. این روند برای خریداران بعدی نیز رخ می‌دهد تا که به خریدار نهایی برسد.

ششم- در سررسید، بانک مرکزی با پرداخت وجه خرید سبد کالا که در اختیار خریدار مشخص شده است، سبد کالا را از دولت تحویل می‌گیرد.

هشتم- ناشر سبد کالایی مدنظر را به خریدار نهایی تحویل می‌دهد. البته خریدار نهایی می‌تواند ناشر را وکیل کند تا کالا را در بازار بفروشد و پس از کسر حق‌الوکاله خود، وجه آن را به او تحویل دهد.

ممکن است این تصور پیش بیاید که این نوع معامله به واسطه اینکه ناشر هنگام پیش فروش کالا به خریدار اول با شرط ضمن عقد سلف شرط می‌کند که در صورت تمایل به انعقاد سلف موازی، تنها می‌تواند این کالا را به نماینده ناشر که در بازار ثانویه فعال است به‌فروش برساند و نه شخص دیگر، دارای شبهه بیع‌العینه است. در پاسخ باید گفت که اولاً بیع‌العینه به خرید کالا به‌صورت نسبه

و فروش نقدی آن به بهای کم‌تر گفته می‌شود (خوئی، ۱۳۷۷: ج ۵، ۵۳۱). در حالی که در این مرحله فروش نسبی وجود ندارد. ثانیاً بیع‌العینه بدین نحو است که معامله نخست به انجام معامله دوم مشروط شود (خوئی، ۱۳۷۷: ج ۵، ۳۸۲). در صورتی که در این مرحله، خریدار می‌تواند تا سررسید صبر کرده و کالا را تحویل بگیرد، یا که به نماینده ناشر بفروشد. از این‌رو اگر فروش اوراق به نماینده ناشر هم صورت نپذیرد، معامله اول درست است.

شبهه دوم آن است که شرط فروش اوراق تنها به یک نفر و آن هم نماینده ناشر مخالف مقتضای عقد است. در پاسخ بدین شبهه باید گفت در احکام بیع، اسقاط‌خيارات (غیر از خيار غبن فاحش) در شرط ضمن عقد از نظر شرعی مانع ندارد. اگر محدودسازی طرفین معامله با اسقاط‌خيارات مخالف مقتضای عقد نیست، به‌طریق اولی محدودسازی وی در فروش اوراق به یک نفر هم مخالف مقتضای عقد نخواهد بود.

این روش پیشنهادی از چندین مزیت نسبت به روش‌های پیشین برخوردار است. اول آنکه برخلاف روش سلف موازی، دیگر نیاز نیست در سررسید هر یک از خریداران سلف موازی، کالا را از فروشنده قبلی تحویل بگیرند و به بعدی منتقل کنند. بلکه تنها نیاز است که خریدار نهایی در زمان سررسید به فروشنده اول (ناشر) مراجعه و برحسب وکالت‌هایی که از افراد قبلی در اختیار دارد کالا را از وی تحویل بگیرد. دوم اینکه از آنجا که در این روش، در هر بار معامله پای نماینده ناشر به‌عنوان یک شخصیت حقوقی مستقل و فعال در بازار ثانویه در میان است، معامله‌گران بازار استقلال معاملات را از یکدیگر تشخیص می‌دهند. سوم آنکه برخلاف روش قرارداد مرکب از سلف موازی و وکالت، چنانکه فروشنده سلف اول (ناشر)، تخلف در تعهد داشته باشد، نیازی نیست که خریدار آخر به سرمایه‌گذاری که اکنون در بازار نیست مراجعه کند. اگر خریدار آخر این بازار، نماینده ناشر باشد، روشن است که مشکلی به‌وجود نمی‌آید. لیکن اگر خریدار آخر



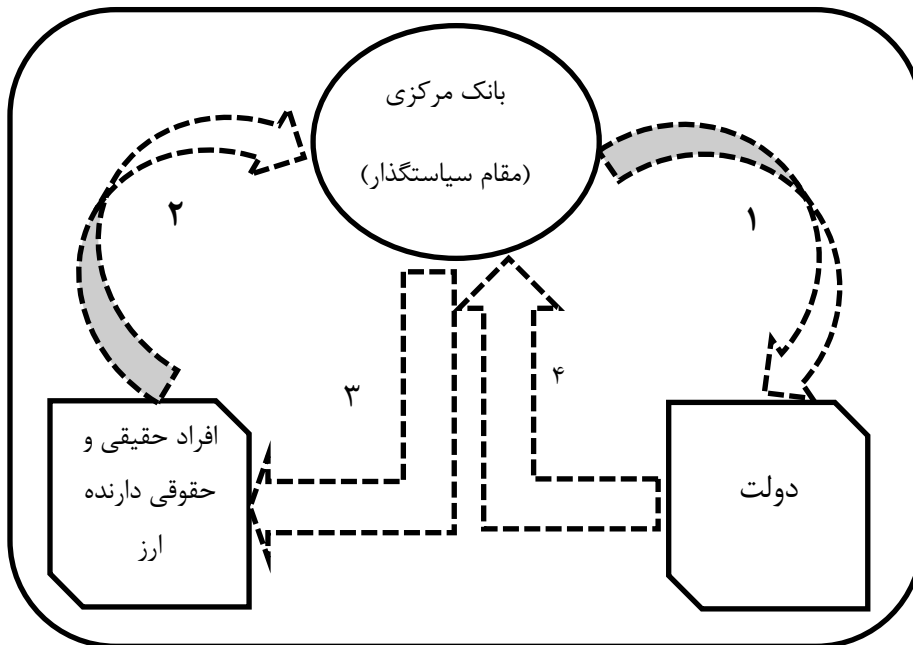
کسی غیر از نماینده ناشر باشد، وجود نماینده ناشر در حلقه‌های اتصال این سلسله خرید و فروش‌های سلف موازی منجر بدان می‌شود که در صورت پدید آمدن چنین نقض عهده‌ی از سوی فروشنده اصلی، این خریدار نهایی تنها به نماینده ناشر (موکل خود) مراجعه کند. این حضور پیوسته و فعال نماینده ناشر در سلسله خرید و فروش‌های سلف موازی در بازار ثانویه باعث می‌شود، معامله‌گران حد وسط به راحتی و بدون پذیرش مسئولیت از بازار خارج شوند. چهارمین مزیت آنکه چنانچه برای فروشنده اول یا یکی از خریداران واسطه مشکلی چون مرگ و یا جنون پیش آید، گرچه قرارداد وکالت وی باطل می‌شود لیکن وجود نماینده ناشر در بین سلسله خرید و فروش‌های سلف موازی در بازار ثانویه مانع ایجاد اخلال در این بازار می‌شود. پنجمین مزیت آنکه در این روش مشکلات و محدودیت‌های فقهی پیش گفته در عقد صلح و یا حواله، احساس نمی‌شود؛ مانند آنکه حالتی پیش نمی‌آید که هر دو طرف درگیر در معامله، با ایجاد شرط ضمن عقد مخالف باشند و خللی در بازار ثانویه ایجاد شود.

#### ۶- کارکرد اقتصادی الگوی پیشنهادی در کنترل نوسان‌های ارزی

همان‌گونه که در نمودار شماره ۱ تشریح شد، بانک مرکزی به‌عنوان ناشر اوراق از یک‌سو با خرید حق خرید از دولت در زمان  $t_0$ ، او را متعهد می‌کند که سبد کالای مشخص شده را در زمان  $t_1$  به بانک مرکزی بفروشد. از سوی دیگر، افراد حقیقی و حقوقی قادر خواهند بود با خرید اوراق سلف ارزی از بانک مرکزی با سررسید  $t_1$ ، مالک مقدار معینی کالای کلی استاندارد که بر عهده و ذمه ناشر اوراق است شوند. بانک مرکزی متعهد می‌شود که در سررسید، آن کالا را به‌همان نحوی که در قرارداد مشخص شده است به خریدار اوراق تحویل دهد یا در صورت تمایل با یکدیگر تسویه نقدی کنند.

آن طور که مشخص است طی این سیاست، در زمان  $t_0$  که سیاستگذار احساس می کند لازم است حجم ارز از بازار کاهش یابد، با انعقاد این دو قرارداد به گردآوری و حبس ارز و کنترل نوسان های آن می پردازد. از این رو فروش صکوک سلف ارزی در راستای سیاستگذاری کلان، موجب کاهش حجم ارز در بازار می شود (نمودار شماره ۴).

نمودار شماره ۴



- ۱- خرید حق خرید سبد کالایی در زمان  $t_0$ .
- ۲- خرید صکوک سلف ارزی سبد کالایی و پرداخت وجوه ارزی در زمان  $t_0$ .
- ۳- تحویل سبد کالا و یا ارز ناشی از فروش وکالتی آن توسط بانک مرکزی در زمان  $t_1$ .

۴- استفاده از حق خرید و تحویل سبد کالا (و یا ارز ناشی از فروش وکالتی آن) از دولت در زمان t<sub>1</sub>.

این ابزار به دو نحوه مستقیم و غیرمستقیم قابلیت کنترل نوسان‌های ارزی را دارد:

#### ۱-۶- روش مستقیم

منظور از روش مستقیم، روشی است که خود ارز و یا صکوک ارزی به صورت مستقیم در روند داد و ستد قرار می‌گیرد.

#### ۱-۱-۶- عملیات دادوستدهای خارجی<sup>۱</sup> (FXO) توسط صکوک دوسویه سلف ارزی

منظور از اوراق دوسویه ارزی اوراقی است که بر خرید و فروش آن توسط دو واحد پولی متفاوت انجام می‌پذیرد. به عنوان نمونه این اوراق می‌تواند بر پایه پول ملی (ریال) منتشر شود، لیکن هنگام گردآوری آن پول واحد ارزی به دارندگان اوراق داده شود (ابوالحسنی و بهاروندی، ۱۳۹۲).

در مواقعی که بازار دچار شوک مثبت ارزی شده و قیمت ارز بالا رفته باشد، مقام‌های پولی با استفاده از عملیات دادوستدهای خارجی انقباضی، با گردآوری پایه پولی ملی (ریال)، صکوک دوسویه سلف ارزی سبد کالایی با ویژگی‌های و مشخصات معلوم و تعیین شده را به افراد حقیقی و حقوقی می‌فروشند. در این شرایط ضمن کاهش میزان موجودی پول ملی، به موجودی صکوک ارزی این بخش افزوده می‌شود. در این حالت براساس الگوی سبد دارایی<sup>۲</sup> (نصراللهی و شجری، ۱۳۸۷)، با کاهش پایه پول ملی و افزایش سهم دارایی‌های خارجی در ترکیب سبد دارایی افراد، ارزش پول ملی افزایش می‌یابد یا به بیان دیگر شوک مثبت ارزی جبران شده و نرخ برابری ارز پایین می‌رود.

<sup>۱</sup> FXO: Foreign Exchange Operation.

<sup>۲</sup> The Portfolio Balance Model.

۲-۱-۶- عملیات عقیم‌سازی آثار دادوستدهای خارجی<sup>۱</sup> توسط صکوک دوسویه سلف ارزی در مواقعی که سیاستگذار تصمیم بگیرد شوک مثبت ارزی را از بازار پس بگیرد به شرطی که پایه پولی تغییری نکند، می‌تواند سیاست عقیم‌سازی آثار سیاست ارزی بر پایه پولی را به‌کارگیرد. این عملیات حاصل استفاده ترکیبی از دو عملیات دادوستدهای خارجی (FXO) و عملیات بازار باز<sup>۲</sup> (OMO) است. در این عملیات ابتدا یک سیاست دادوستدهای خارجی انقباضی انجام می‌شود. یعنی مقام‌های پولی صکوک سلف ارزی را با گردآوری پول ملی به‌فروش می‌رسانند. سپس عملیات بازار باز انبساطی انجام می‌شود و پایه پولی کاهش یافته در عملیات مبادلات خارجی را با خرید صکوک سلف ریالی یا هر صکوک ریالی موجود در بازار، جبران می‌کند. به بیان دیگر آثار تغییرات پایه پولی عملیات مبادلات خارجی را عقیم می‌سازد. مزیت مهم این سیاست آن است که صکوک ارزی تا حدی جایگزین صکوک ریالی می‌شود و پایه پولی تفاوت چندانی نمی‌کند. در این حالت براساس الگو سبب دارایی، با افزایش حجم صکوک ارزی در پی سیاست مبادلات خارجی انقباضی، کاهش نرخ ارز لازمه دست یافتن به سبب بهینه دارایی است. زیرا با افزایش سهم دارایی‌های ارزی در سبب دارایی‌ها، افراد تقاضای خرید ارز را پایین می‌برند (افزایش عرضه ارز در بازار) تا سهم ارزی سبب دارایی به تعادل بهینه برسد. بدیهی است کاهش تقاضای ارز موجب افت نرخ ارز می‌شود. بدین طریق شوک مثبت ارزی وارده شده به بازار جبران می‌شود.

### ۳-۱-۶- مبادله صکوک سلف ارزی با ارز

ضعف عمده دو سیاست قبلی این است که مقام‌های پولی با استفاده از اوراق دوسویه ارزی، صکوک سلف ارزی را با گردآوری پول ملی (ریال) به‌فروش

<sup>۱</sup> SFXO: Sterilized Foreign Exchange Operation.

<sup>۲</sup> Open Market Operation.

می‌رسانند. گرچه در سیاست عقیم‌سازی اثر دادوستدهای خارجی، این کاهش پایه پولی دوباره با اعمال سیاست بازار باز انبساطی جبران می‌شود و سرانجام پایه پولی ثابت باقی می‌ماند، لیکن خرید و فروش صکوک سلف ارزی با پول ملی از جذابیت و امکان سیاستگذاری‌های دیگر می‌کاهد. حال به ارائه سیاستی می‌پردازیم که خرید و فروش صکوک سلف ارزی تنها توسط واحد ارزی صورت پذیرد.

در مواقعی که بازار ارز دچار شوک مثبت شده و نرخ ارز رو به افزایش می‌گذارد، مقام‌های پولی بخشی از ارز موجود نزد بخش خصوصی را با فروش صکوک سلف ارزی گردآوری می‌کنند. در این وضعیت صکوک ارزی جایگزین ارز می‌شود و براساس الگوی سبد دارایی این سیاست توأم با کاهش عرضه صکوک ریالی و یا به بیان دیگر افزایش تقاضای آن می‌شود تا تعادل سبد بهینه دارایی حفظ شود. براساس این الگو آثار شوک مثبت نرخ ارز را جبران می‌کنند.

## ۲-۶- روش غیرمستقیم

منظور از روش غیرمستقیم، روشی است که در شروع اعمال سیاست، خود ارز و یا صکوک ارزی به صورت مستقیم در روند دادوستد قرار نمی‌گیرد، بلکه مبادله ریال و صکوک ریالی بر نرخ ارز اثر می‌گذارد.

### ۱-۲-۶- مبادله ریال با صکوک ریالی

در مواقعی که بازار ارز دچار شوک مثبت شده است و نرخ ارز رو به بالا نوسان کرده است، می‌توان با مبادله صکوک سلف ریالی با ریال به طور غیرمستقیم بر نرخ ارز اثر گذاشت. در این حالت، مقام‌های پولی، بخشی از ریال موجود نزد بخش خصوصی را با فروش صکوک سلف ریالی گردآوری می‌کنند. در این وضعیت ضمن افزایش میزان موجودی صکوک ریالی، حجم ریال کاسته می‌شود. براساس

سازوکار الگوی سبد دارایی، انتظار آن است که با کاهش پایه پولی در بازار، ارزش پول ملی رو به افزایش بگذارد و آثار شوک مثبت ارزی با این سیاست خنثی شود و نرخ ارز کاهش یابد.

### جمع‌بندی و نتیجه‌گیری

شوکه‌های ارزی از جمله شوک‌هایی هستند که آثار آن، هم طرف تقاضای اقتصاد و هم طرف عرضه اقتصاد را متأثر می‌سازد. در سمت تقاضا، افزایش سریع نرخ ارز موجب ارزان‌تر شدن کالاهای صادراتی و افزایش قیمت کالاهای وارداتی می‌شود؛ از این رو تقاضا برای کالاهای داخلی رو به افزایش می‌گذارد. همچنین کاهش ارزش پول ملی، تقاضای نقدینگی را بالا برده و به افزایش تقاضای پول در اقتصاد می‌انجامد. همچنین در سمت عرضه اقتصاد، به‌موجب کاهش ارزش پول ملی، هزینه واردات کالاهای واسطه‌ای و سرمایه‌ای افزایش یافته و سرانجام از طریق افزایش هزینه تولید، بخش عرضه اقتصاد در تنگنا قرار می‌گیرد.

الگوی پیشنهادی این تحقیق مبتنی بر انتشار صکوک سلف ارزی بانک مرکزی در کنار انعقاد قرارداد حق خرید سبد کالایی از دولت است. این الگو این امکان را فراهم می‌کند که در زمان‌هایی که سیاستگذار احساس می‌کند لازم است حجم ارز از بازار کاهش یابد، با استفاده از این ابزار به گردآوری و حبس ارز و مدیریت نوسان‌های آن بپردازد. همچنین از آنجاکه ممکن است قیمت سبد کالایی از دوران خرید سلف تا سررسید، نوسان زیادی داشته باشد و دارندگان اوراق را با ریسک بالایی روبه‌رو کند و جذابیت و کارایی آن را تحت‌الشعاع قرار دهد، می‌توان از قراردادهای تبعی اختیار معامله استفاده کرد. بدین‌صورت که ناشر در کنار قرارداد اصلی سلف، حق اختیار فروش سبد کالایی مورد سلف را به‌قیمت معین در سررسید به خریداران سلف می‌فروشد تا اگر قیمت سبد کالا در سررسید پایین‌تر از آن آمد، دارنده اوراق از حداقل سود برخوردار باشد. در مقابل ناشر حق اختیار خرید

سبد کالای مورد سلف را به قیمت معین در سررسید از خریداران سلف می‌خرد، تا اگر قیمت سبد کالا در سررسید بالاتر از آن آمد، اوراق را به همان قیمت از وی خریداری کند.

پس از ارائه ابزار کنترل نوسانات ارزی و نحوه استفاده آن در بازار اولیه، چالش‌هایی برای صکوک سلف در بازار ثانویه عنوان گردید. از جمله آن که ممنوعیت فروش مجدد سلف پیش از سررسید موجب می‌شود که استفاده از صکوک سلف به عنوان ابزار سیاستگذاری در بازار ثانویه با مشکل مواجه باشد؛ چرا که از نظر فقهی کالای پیش خرید شده در قرارداد سلف، را نمی‌توان پیش از سررسید به فروش رساند. برای این مشکل راهکارهایی همچون استفاده از سلف موازی، قرارداد مرکب از سلف موازی و وکالت، قرارداد مرکب از سلف موازی، وکالت و قرض، صلح کالای مورد سلف و همچنین قرارداد مرکب از سلف موازی و حواله ارائه شده است. این تحقیق پس از نقد و بررسی این راهکارها، روش جدیدی را ارائه داده است که ضمن داشتن محاسن و مزایای راهکارهای قبلی، از مشکلات و محدودیت‌های کم‌تری نسبت به آنان برخوردار است.

در انتها کارکرد اقتصادی الگوی پیشنهادی در مدل سبد بهینه دارایی در قالب‌های چون عملیات مبادلات خارجی (FXO) توسط صکوک دوسویه سلف ارزی، عملیات عقیم‌سازی اثرات مبادلات خارجی (SFXO) توسط صکوک دوسویه سلف ارزی، مبادله صکوک سلف ارزی با ارز و مبادله ریال با صکوک ریالی مورد بیان قرار گرفته است که حاکی از قابلیت این الگو در کنترل نوسان‌های ارزی می‌باشد.

## کتابنامه

## الف - فارسی

ابوالحسنی، اصغر و احمد بهاروندی: *اوراق دوسوسه ارزی؛ رویه‌ای برای معاملات ارزی در یک اقتصاد مقاومتی نوعی*، دو فصلنامه مطالعات اقتصاد اسلامی، سال ۵، ش ۲، پیاپی ۱۰، ۱۳۹۲.

خورشید، احمد: *مطالعاتی در اقتصاد اسلامی*، ترجمه محمدجواد مهدوی، مشهد: بنیاد پژوهش‌های آستان قدس رضوی، ۱۳۷۴ ش.

بوستانی، رضا و پویا جبل عاملی: *نسخه‌ای برای نوسان‌های ارزی*، فصلنامه تازه‌های اقتصاد، ش ۱۳۹، ۱۳۹۲.

بهمنی اسکوئی، محسن: *اثرات کلان اقتصادی کاهش ارزش خارجی ریال*، سومین کنفرانس سیاست‌های پولی و ارزی، تهران: پژوهشکده پولی و بانکی بانک مرکزی، ۱۳۷۲.

جزیری، عبدالرحمان: *الفقه علی المذاهب الاربعه*، استانبول، ۱۳۸۴.

حر عاملی، محمدبن حسن: *وسائل الشیعه*، قم: مؤسسه آل‌البیت علیهم‌السلام لاحیاء التراث، ۱۴۰۹ ق.

حلی، جعفر بن حسن (محقق حلی): *شرایع الاسلام فی مسائل الحلال و الحرام*، بیروت: دارالضواء، ۱۴۳ ق.



حلی، جمال‌الدین حسن بن یوسف (علامه حلی): *تذکره الفقهاء*، قم: مؤسسه آل‌البیت علیهم‌السلام لاحیاء التراث، ۱۳۷۴ ش.

ختایی، محمود و داوود دانش جعفری: *بررسی اثرات تکانه‌های تولید، بر سطح قیمت‌ها، ارز و پول در نوسان‌های اقتصاد کلان: رهیافت خودرگرسیون برداری ساختاری*، مجله برنامه و بودجه، سال هفتم، ش ۷۵، ۱۳۸۱.

نصرالهی، خدیجه و هوشنگ شجری: *نظریه‌های نرخ ارز و جهانی‌سازی بازارهای بین‌المللی سرمایه*، تهران: نشر چشمه، چاپ اول، ۱۳۸۷.

خوئی، ابوالقاسم: *مصباح الفقاهه*، قم: نشر داوری، چاپ اول، ۱۳۷۷.

سامتی، مرتضی و آزاد خانزادی و مهدی یزدانی: *بررسی فرضیه وجود اثرات نامتقارن شوک‌های نرخ ارز بر سطح تولید و قیمت: (مطالعه موردی: کشور ایران)*، فصلنامه سیاست پولی (پول و اقتصاد)، ش ۴، ۱۳۸۹.

صدر، سید محمدباقر: *اقتصادنا*، خراسان: انتشارات اعلام اسلامی، چاپ اول، ۱۳۷۵.

طوسی، محمد بن حسن: *المبسوط فی فقه الامامیه*، تهران: المکتبه المرتضویه لاحیاء الآثار الجعفریه، الثالثه، ۱۳۸۷ ق.

عاملی، زین‌الدین (شهید ثانی): *مسالك الافهام*، قم: مؤسسه معارف اسلامی، اول، ۱۴۱۳ ق.

فراهانی فرد، سعید: *صکوک سلف؛ ابزاری مناسب برای تأمین مالی و پوشش ریسک*، فصلنامه اقتصاد اسلامی، سال ۹، ش ۳۳، ۱۳۸۸.

کلینی، محمد بن یعقوب: *الکافی*، تهران: دارالکتب الاسلامیه، ۱۳۶۵.

مراجع تقلید: *توضیح المسائل*، قم: جامعه مدرسین حوزه علمیه قم، ۱۳۸۲.

مزینی، امیرحسین و کاظم یاوری: *اثر تغییرات نرخ ارز بر بخش تجاری کشور*، فصلنامه پژوهش‌های اقتصادی، ش ۱۴، ۱۳۸۴.

معصومی‌نیا، غلامعلی: *بررسی فقهی اقتصادی ابزارهای مشتقه*، تهران: پژوهشگاه فرهنگ و اندیشه اسلامی، ۱۳۸۷.

موسوی بجنوردی، حسن: *القواعد الفقهیه*، قم: چاپ مهدی مهریزی و محمدحسین درایتی، ۱۳۷۷.

موسویان، سیدعباس: *اوراق سلف، ابزاری برای تأمین مالی پروژه‌های بالادستی صنعت نفت*، فصلنامه اقتصاد اسلامی، ش ۳۹، ۱۳۸۹.

نجفی، محمدحسن بن باقر (بی‌تا): *جواهرالکلام فی شرح شرائع الاسلام*، بیروت: دار احیاء التراث العربی، هفتم.

نوری، میرزا حسین: *مستدرک الوسائل*، بیروت: مؤسسه آل البيت عليهم السلام لاحیاء التراث؟، ۱۴۰۹ ق.

## ب- بیگانه

Bruno, M. (1979): *Stabilization and Stagflation in a Semi Industrial Economy*, Baltimore: Johns Hopkins University Press.

Kandil, M. (2000): *The Asymmetric Effect of Exchange rate Fluctuation: Theory and Evidence from Developing Countries*. IMF Working Paper, 184.

Wijnbergen, S, V. (1989): *Exchange Rate Management and Stabilization Policies in Developing Countries*, Journal of Development Economics, 23, 227-247.