

# صکوک سلف بانک مرکزی، ابزاری نوین برای سیاست‌گذاری پولی

تاریخ دریافت: ۱۳۹۳/۶/۲۵ تاریخ تأیید: ۱۳۹۳/۱۰/۲۲

محمود عیسوی\*  
وهاب قلیچ\*\*

## چکیده

محدودیت‌های ابزارهای سیاست پولی در اقتصاد کشور باعث شده است که سیاست‌گذاران در اعمال سیاست‌های اقتصاد کلان با مشکل‌هایی روبه‌رو باشند. صکوک سلف یکی از ابزارهایی است که کمتر در جایگاه ابزار سیاست‌گذاری کلان به آن توجه شده است. پرسش اصلی تحقیق آن است که آیا می‌توان با استفاده از این اوراق دست به اعمال سیاست پولی زد.

تحقیق پیش رو که با استفاده از منابع کتابخانه‌ای و به روش توصیفی - تحلیلی تهیه شده است، با بررسی فرضیه «کاربرد داشتن صکوک سلف بانک مرکزی در جایگاه ابزار سیاست پولی» نتیجه می‌گیرد که این بانک می‌تواند با استفاده از این ابزار در زمان‌هایی که احساس می‌کند لازم است حجم پول در بازار کاهش یابد، طی سیاست انقباضی به جمع‌آوری و حبس پول بپردازد. همچنین تحقیق پیش رو به چالش‌های صکوک سلف در بازار ثانویه پرداخته و ضمن نقد و بررسی راهکارهای گوناگون، روش «قرارداد مرکب از سلف موازی و حواله با حضور نماینده ناشر» را پیشنهاد می‌کند.

واژگان کلیدی: صکوک سلف، سیاست پولی، بانک مرکزی، دولت.

طبقه‌بندی JEL: E52، E42، E58.

۱۳۱

فصلنامه علمی پژوهشی اقتصاد اسلامی / سال چهاردهم / شماره ۵۴ / تابستان ۱۳۹۳

\* استادیار و عضو هیئت‌علمی دانشکده اقتصاد دانشگاه علامه طباطبایی. Email: eisavim@yahoo.com.

\*\* دانشجوی دکترای دانشکده اقتصاد دانشگاه علامه طباطبایی و کارشناس پژوهشکده پولی و بانکی بانک

Email: vahabghelich@gmail.com.

مرکزی.

## مقدمه

امروزه در جهان، عمده کاربرد و توسعه نظری اوراق بهادار اسلامی، به روش‌های تأمین مالی بنگاه‌ها و نهادهای اقتصادی یا مدیریت انواع ریسک آنها معطوف می‌شود. آنچه در این بین کمتر مورد توجه محققان و صاحب‌نظران قرار گرفته، استفاده از اوراق بهادار اسلامی در قامت ابزار سیاست‌گذاری کلان اقتصادی مانند ابزار سیاست پولی است. با توجه به محدودیت‌های ابزارهای سیاستی در اقتصاد کشور، نیاز است که در کنار دیگر ابزارهای مشروع سیاست‌گذاری کلان با نگاهی متفاوت به اوراق بهادار اسلامی، در طراحی و ارائه الگوهای نوین در این حوزه بکوشیم.

تحقیق پیش رو که با استفاده از منابع کتابخانه‌ای و به روش توصیفی - تحلیلی تهیه شده است، به دنبال بررسی کاربرد صکوک سلف بانک مرکزی به عنوان ابزار سیاست پولی است. در ضمن تحقیق پیش رو راهکار جدیدی را برای صحت جواز معامله این دسته از اوراق در بازار ثانویه ارائه می‌کند.

## پیشینه تحقیق

تاکنون پیشنهادهایی برای طراحی اوراق بهادار اسلامی برای سیاست‌گذاری پولی ارائه شده است که از جمله جدیدترین آنان به ترتیب زمانی می‌توان به موارد ذیل اشاره کرد:

عربی و معارفی (۱۳۸۹) با روش توصیفی - تحلیلی برای حل مشکل فقهی عملیات بازار باز و پرداخت سود اوراق، ابزاری پولی با استفاده از عقود اسلامی جعاله، قرض الحسنه و خریدوفروش دین معرفی و از دید اقتصادی و فقهی مورد بررسی قرار داده‌اند. نتیجه‌های این مطالعه نشان می‌دهد که برای طراحی ابزار مدنظر عقودهای پیش‌گفته قابلیت خوبی دارند.

موسویان (۱۳۸۹) با معرفی صکوک سلف آن را ابزاری برای تأمین مالی پروژه‌های بالادستی صنعت نفت بر می‌شمارد. وی در پی اثبات این فرضیه است که با قراردادهای ترکیبی سلف موازی استاندارد و حواله می‌توان ابزار مشروع و با ریسک بازدهی کنترل‌شده طراحی کرد که در بازارهای ثانویه نیز مشروعیت نقل و انتقال داشته باشد.

قضاوی و بازمحمدی (۱۳۹۰) با معرفی اسناد خزانه اسلامی، نقش آن را در اجرای عملیات بازار باز در چارچوب بانکداری بدون ربا مورد مطالعه قرار داده‌اند.

شعبانی و قلیچ (۱۳۹۰) قابلیت‌های ابزارهای مالی اسلامی جهت کاهش تورم را مورد بررسی قرار می‌دهند. این تحقیق که چهار نوع صکوک اوراق مشارکت، اجاره، مباحه و استصناع را مورد بحث قرار داده است، نشان می‌دهد که اوراق پیش‌گفته به کاهش تورم پولی، تورم فشار هزینه، تورم فشار تقاضا و تا حدودی تورم وارداتی قادر است. نظریور و همکاران (۱۳۹۱) به این نتیجه می‌رسند که گواهی سپرده قابل معامله به‌عنوان ابزاری مکمل دیگر اوراق اسلامی، می‌تواند در عملیات بازار باز در بانکداری بدون ربا به‌کار گرفته شود و بانک مرکزی با خرید و فروش این اوراق، می‌تواند به مدیریت نقدینگی و اعمال سیاست‌گذاری پولی مؤثر در اقتصاد کشور بپردازد. موسویان (۱۳۹۱) نیز با معرفی انواع صکوک، اشاره‌هایی به کاربرد هر یک از آنها در سیاست‌گذاری پولی داشته است.

در مطالعه‌های خارجی نیز قحط (۱۹۸۹) به طرح بحث استفاده از اوراق مشارکت و اوراق اجاره و مضاربه برای سیاست‌گذاری پولی اشاره کرده است. تحقیق پیش رو از دو حیث نوآوری دارد: الف) براساس بررسی‌های انجام‌شده، تاکنون پژوهش قابل‌توجهی درباره کاربرد صکوک سلف در سیاست‌گذاری پولی به انجام نرسیده و عمده سابقه مطالعاتی این نوع صکوک بر موضوع تأمین مالی خرد و پوشش ریسک‌های مالی متمرکز بوده است. ب) در تحقیق پیش رو الگوها و راهکارهای پیشنهادی دیگر محققان مبنی بر استفاده مشروع از صکوک سلف در بازار ثانویه مورد نقد و بررسی قرار گرفته و راهکار جدیدی ارائه شده است.

## ابزارهای سیاست پولی در اقتصاد ایران

با پیروزی انقلاب اسلامی و تصویب قانون عملیات بانکی بدون ربا، جهت‌گیری‌های کلی سیاست‌های اقتصاد کلان در برنامه‌های توسعه تحت تأثیر هدف‌های این قانون قرار گرفت که مهم‌ترین اقدام آن، حذف بهره از نظام بانکی ایران و جایگزینی سود بانکی (بازدهی) به جای آن بود. بنابر اعلام سایت بانک مرکزی در دسته‌بندی کلی می‌توان از دو نوع ابزار سیاست پولی قابل تفکیک که در اختیار بانک مرکزی ایران قرار دارد، نام برد: الف) ابزارهای مستقیم که شامل مواردی مانند کنترل نرخ‌های سود بانکی و سقف اعتباری

می‌شود. ب) ابزارهای غیرمستقیم که شامل نسبت سپرده قانونی، اوراق بانک مرکزی و سپرده ویژه بانکها نزد بانک مرکزی است.

## صکوک سلف در جایگاه ابزار سیاست پولی

در تحقیق پیش رو، صکوک سلف بانک مرکزی به عنوان ابزاری برای سیاست‌گذاری پولی پیشنهاد شده است. مزیت این نوع صکوک آن است که به پروژه خاصی منحصر 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 وجوه جمع‌آوری شده باید در همان پروژه خاص قرارداد مورد استفاده قرار گیرد.

## معرفی عقد و صکوک سلف

سلف (سلم) در لغت به معنای پیش‌پرداخت و بیع سلف به مفهوم پیش‌خرید یا پیش‌فروش است. بیع سلف هنگامی است که مبیع کلی و در ذمه، 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 می‌پردازد و کالا را در زمانی معین در آینده تحویل می‌گیرد.

سازوکار صکوک سلف به این شکل است که بانی اوراقی با عنوان صکوک سلف منتشر می‌کند، به طوری که هر ورق از این صکوک، بیانگر قراردادی مستقل است. در این قرارداد، شرکت به عنوان فروشنده و سرمایه‌گذارانی که به خرید این اوراق اقدام می‌کنند خریدار کالای مندرج در قرارداد شمرده می‌شوند. هر ورقه سلف، متضمن تحویل مقدار مشخصی از یک کالای خاص 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 چنان‌که قیمت کالا در بازار در تاریخ سررسید بالاتر از قیمت توافقی در قرارداد سلف باشد آن‌گاه مابه‌التفاوت این دو مبلغ، سود سرمایه‌گذاران را تشکیل می‌دهد.

## الگوی پیشنهادی: صکوک سلف بسته صادراتی

کالای مورد نظر در این ابزار، سبیدی از کالاهای صادراتی است که دولت متولی تولید و صادرات آن است. ارقام این سبید می‌تواند مواردی مانند نفت، متانول، بوتان مایع‌شده، پروپان مایع‌شده، سنگ آهن، سیمان و ... با مقدار، جنس و نوع مشخص باشد که از لحاظ کمیت و موجود بودن در بازار بر حسب تجربه‌های گذشته، همواره وضعیت مناسبی داشته باشد. مزیت تشکیل سبید کالای صادراتی نسبت به انتخاب یک کالا مانند نفت یا سنگ آهن، کاهش اثرها و شوک‌های قیمتی است که به‌طور عموم در یک یا چند کالای صادراتی محدود به وقوع می‌پیوندد. ترکیب سبید کالایی بسته به شرایط موجود در هنگام انتشار اوراق، قابل تغییر است. در این الگو ناشر، بانک مرکزی است که از یک‌سو با فروش اوراق به سرمایه‌گذاران حقیقی و حقوقی در جایگاه فروشنده کالای سلف قرار دارد (طرف اول) و از سوی دیگر با انعقاد قرارداد حق خرید کالا از دولت، خریدار کالا است (طرف دوم).

۱۳۵

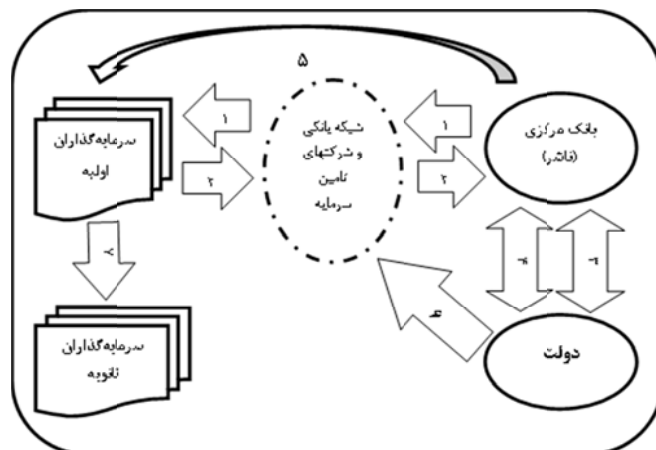
در طرف اول، افراد حقیقی و حقوقی قادر خواهند بود با سرمایه کلان و خرد این اوراق را از بانک مرکزی بخرند. خریدار این اوراق، مالک مقدار معینی کالای کلی استاندارد که بر ذمه ناشر اوراق است می‌شود. بانک مرکزی (ناشر) متعهد می‌شود که در سررسید آن کالا را به همان صورتی که در قرارداد مشخص شده است، به خریدار اوراق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

در طرف دوم بانک مرکزی با خرید حق خرید از دولت، دولت را متعهد می‌کند که سبید کالایی که قرار است به‌وسیله اوراق به‌طور سلف به خریداران اوراق فروخته شود را در سررسید آن اوراق به بانک مرکزی بفروشد. علت انتخاب حق اختیار خرید آن است که ممکن است در طرف اول بخش فراوانی 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 خریده شده و به آنان تحویل شود یا با وکالت از طرف آنان در بازار به قیمت روز فروخته شود.

## الگوی عملیاتی

با توجه به آنچه در نمودار ۱ مشخص است، مراحل عملیاتی استفاده از صکوک سلف به صورت ذیل می‌باشد:

نمودار ۱



۱. بانک مرکزی اوراق صکوک سلف را به وسیله بانک‌ها یا شرکت‌های تأمین سرمایه به دست متقاضیان می‌رساند. متقاضیان سبد کالایی مورد نظر و مورد توافق را از بانک مرکزی بر مبنای عقد سلف، پیش‌خرید می‌کنند. در این حال، بانک مرکزی متعهد می‌شود که در سررسید سبد کالایی مدنظر را تهیه و به دارندگان اوراق تحویل دهد.
۲. وجوه جمع‌آوری به وسیله بانک‌ها یا شرکت‌های تأمین سرمایه به دست ناشر جهت اعمال سیاست پولی می‌رسد.
۳. بانک مرکزی حق اختیار خرید مقدار مشخصی کالا تحت عنوان سبد کالایی را (به میزانی که به انتشار اوراق برای سیاست‌گذاری نیاز دارد) با ویژگی‌های مشخص از دولت می‌خرد؛ به این معنا که در صورت تمایل بانک مرکزی در سررسید مشخص با پرداخت مبلغی مشخص می‌تواند سبد کالایی مشخص شده را از دولت خریده و دولت موظف به تحویل سبد کالایی به وی است.
۴. در سررسید، بانک مرکزی با پرداخت وجه خرید سبد کالا (به مقدار اوراقی که تسویه نشده و هنوز در تعهد بانک مرکزی است)، آن را از دولت تحویل می‌گیرد.

۵. دارندگان اوراق (مالکان حقیقی سبد کالایی) که تمایل به تحویل فیزیکی سبد کالایی دارند و شرایط آن را نیز دارند، سبد کالا را از بانک مرکزی تحویل می‌گیرند.

۶. البته دولت می‌تواند سبد کالایی آن‌دسته از دارندگان اوراق را که مایل به فروش سبد خود هستند، به وکالت از طرف آنان در بازار به قیمت روز فروخته و وجه آن را تحویل دارندگان اوراق دهد؛ از این‌رو سبد کالایی تحویل فیزیکی نمی‌شود. شایان اشاره است که دارندگان اوراق در زمان خرید اوراق این وکالت را به دولت داده و دولت در جایگاه وکیل دارندگان اوراق حق‌الوکاله خود را برای انجام عملیات فروش سبد کالایی در بازار از مبلغ کل کسر کرده و مابقی را پرداخت می‌کند.

۷. دارندگان اوراق قادر هستند 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 بفروش رسانده و با دریافت وجه، آنان را مالک سبد کالایی پیش‌خرید شده کنند.

### بررسی فقهی الگوی پیشنهادی

جواز معامله سلف، اجماعی است. در *وسایل الشیعه* نیز حدود پنجاه روایت در سیزده باب تحت عنوان ابواب السلف آمده است (حرّ عاملی، ۱۴۰۹ق، ج ۱۸، ص ۲۸۴). در عقد سلف نیز مانند دیگر انواع بیع، قواعد عمومی قراردادها از جمله اهلیت طرفین، توافق دو اراده، مشروعیت جهت معامله و ... از شرایط اساسی صحت عقد است.

### بررسی چالش‌های فقهی

بررسی فقهی صکوک سلف نشان می‌دهد که استفاده از این ابزار در بازار اولیه بدون مشکل فقهی است؛ اما معامله این اوراق به‌عنوان ابزار مالی ممکن است پنج چالش فقهی را مطرح سازد که در ادامه به آن پرداخته می‌شود:

#### ۱. پرداخت کل مبلغ سلف در هنگام معامله

یکی از شرایط صحت معامله سلف آن است که ثمن در مجلس عقد پیش از جدایی فروشنده و خریدار از همدیگر به‌طور نقد تحویل فروشنده سلف شود. از آنجا که در سلف مثنی با تأخیر تحویل می‌شود، اگر ثمن نیز فی‌المجلس پرداخت نشود، شبهه بیع کالی به

کالی پیش می‌آید. برخی فقیهان مانند شیخ طوسی رحمته الله علیه (شیخ طوسی، ۱۳۸۷، ج ۲، ص ۱۷۰)، ابن‌ادریس رحمته الله علیه (ابن‌ادریس، ۱۴۱۰ق، ج ۲، ص ۳۰۷)، ابن‌زهره رحمته الله علیه (ابن‌زهره، ۱۴۱۷ق، ص ۲۲۷)، محقق حلّی رحمته الله علیه (محقق حلّی، ۱۴۰۳ق، ج ۲، ص ۲۸۹)، علامه حلّی رحمته الله علیه (علامه حلّی، ۱۳۷۴، ج ۱۱، ص ۳۳۵) و نجفی (نجفی، [بی‌تا]، ج ۲۴، ص ۲۸۹) این شرط را ذکر کرده و عدم تحقق آن را سبب بطلان معامله قلم‌داد کرده‌اند. با نگاهی به نظرها و استدلال‌های فقیهان درمی‌یابیم که این افراد بنا به دلایلی نقدبودن ثمن را شرط صحت معامله سلف دانسته‌اند که مهم‌ترین آنان عبارت است از اجماع (علامه حلّی، ۱۳۷۴، ج ۱۱، ص ۳۳۵ / ابن‌زهره، ۱۴۱۷ق، ص ۲۲۷ / نجفی، [بی‌تا]، ج ۲۴، ص ۲۸۹)، اقتضای ماهیت عقد، اصل عدم ملک و نقل (نجفی، [بی‌تا]، ج ۲۴، ص ۳۲۰)، نفی بیع دین به دین (عاملی، ۱۴۱۳ق، ج ۳، ص ۴۱۲) و نفی غرر (فراهانی‌فرد، ۱۳۸۸، ص ۱۹).

در پاسخ باید گفت گرچه در حکم این مسئله جای تردید وجود دارد؛ اما بنابه رعایت نظر مشهور فقیهان در لزوم پرداخت ثمن سلف در مجلس قرارداد، الگوی عملیاتی به‌صورتی پیشنهاد شده است که کل قیمت کالای مورد سلف در مجلس عقد پرداخت شود.

## ۲. سفته‌بازی با صکوک سلف

منظور از سفته‌بازی فعالیتی اقتصادی است که با پیش‌بینی تغییرهای قیمتی کالا، اوراق بهادار یا ارز به‌دنبال کسب سود است. در قرارداد سلف، اغلب خریداران قصد استفاده از کالای پیش‌خرید شده را ندارند؛ بلکه هدف آنان کسب سود یا مدیریت ریسک است. در بین فقیهان شیعه بنابه نظر اکثریت در حالتی که سفته‌بازی به‌صورت واقعی و بدون پدیدساختن اختلال و شوک در بازار به انجام برسد، منعی بر آن وارد نیست (احمد، ۱۳۷۴، ص ۳۱۹-۳۲۰)؛ بنابراین اگر مانعی چون کذب و تبانی وجود نداشته باشد، صرف سفته‌بازی مانع صحت معامله نیست؛ از این‌رو فقیهان شیعه و اهل تسنن شرط عدم سفته‌بازی را در صحت معامله‌ها شرط نکرده و براساس عمومات مشروعیت چنین معامله‌هایی را صحیح دانسته‌اند (فراهانی‌فرد، ۱۳۸۸، ص ۲۶).



### ۳. شبهه بیع العینه

ممکن است این تصور پیش بیاید که این نوع معامله به واسطه اینکه ناشر هنگام پیش‌فروش کالا به خریدار اول با شرط ضمن عقد سلف شرط می‌کند که در صورت تمایل به انعقاد سلف موازی فقط می‌تواند این کالا را به نماینده ناشر که در بازار ثانویه فعال است بفروشد و نه شخص دیگر، شبهه بیع‌العینه دارد. در پاسخ باید گفت؛ اولاً، بیع‌العینه به خرید کالا به صورت نسیه و فروش نقدی آن به بهای کمتر گفته می‌شود (موسوی خویی، ۱۳۷۷، ج ۵، ص ۵۳۱)؛ در حالی که در این مرحله فروش نسیه وجود ندارد؛ ثانیاً، بیع‌العینه به این صورت است که معامله نخست به انجام معامله دوم مشروط شود (همان، ج ۵، ص ۳۸۲). به عبارتی اگر معامله دوم رخ ندهد صحت معامله اول نیز خدشه‌دار می‌شود. در صورتی که در این مرحله، خریدار می‌تواند تا سررسید صبر کرده و کالا را (یا وجه ناشی از فروش وکالتی آن را) شخصاً تحویل بگیرد و بدون پدیدآمدن معامله دوم، معامله اول به‌طور صحیح به پایان برسد؛ از این رو اگر فروش اوراق به نماینده ناشر هم صورت نپذیرد یا به عبارتی معامله دوم به ثمر نرسد باز هم معامله اول صحیح است.

### ۴. شرط مخالف مقتضای عقد

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

### ۵. ممنوعیت فروش دوباره سلف پیش از سررسید

از لحاظ فقهی کالای پیش‌خرید شده در قرارداد سلف را نمی‌توان پیش از سررسید فروخت. اگر هدف، تأمین مالی باشد و بازار اولیه کفایت هدف انتشار صکوک سلف را بکند، مانعی وجود نخواهد داشت؛ اما از آنجا که ابزارسازی اوراق بهادار اسلامی در سیاست‌گذاری کلان اقتصادی به‌شدت نیازمند بازار ثانویه و خریدوفروش دوباره است، باید این مشکل را بیشتر مورد بررسی قرار داد و راه‌حلهایی برای آن پیدا کرد؛ گرچه برای

اهم دلایل فقیهان شیعه و اهل تسنن بر عدم جواز بیع کالا پیش از سررسید در عقد سلف، پاسخ‌هایی عنوان شده است (فراهانی‌فرد، ۱۳۸۸، ص ۲۳-۲۴)؛ اما بنابر نظر بسیاری از فقیهان مبنی بر ممنوعیت فروش کالا در عقد سلف پیش از سررسید، ما را بر آن می‌دارد تا راه‌حلی جهت حل مشکل بیان‌دیشیم.

## بررسی راه‌حل‌های ارائه‌شده در چالش پنجم

### الف) سلف موازی

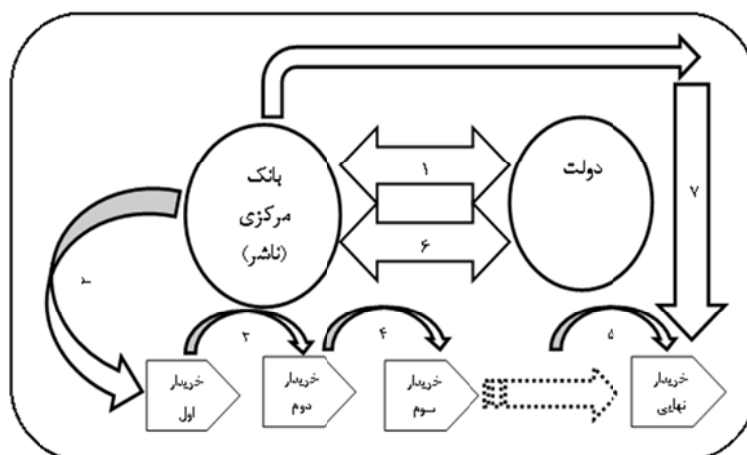
در سلف موازی به موازات قرارداد سلف اولیه، قرارداد سلف ثانویه‌ای منعقد می‌شود که از نظر تعهدات و اثرهای مترتب بر قرارداد، استقلال کاملی نسبت به قرارداد اول دارد. در این الگو کسی که کالایی را به‌وسیله صکوک سلف پیش‌خرید کرده است (خریدار اول) می‌تواند به‌منظور کسب سود با انعقاد قرارداد سلف موازی کل یا مقداری 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) به‌وسیله قرارداد سلف موازی جدیدی بفروشد. این معامله‌های سلسله‌وار بر روی کالای کلی که وصف آن در معامله تعیین می‌شود انجام گرفته و هر یک مستقل از دیگری است؛ از این‌رو اگر مشکلی در یکی از قراردادهای پیش‌بیاید به سلف دیگر رسوخ نمی‌کند. چنین معامله‌ای از لحاظ فقهی بلامشکل است (موسویان، ۱۳۸۹، ص ۱۰۴).

وقتی دارنده صکوک سلف آن را به دیگری به‌طور سلف موازی می‌فروشد، ارتباط وی با بازار و کالای فروخته‌شده قطع نمی‌شود؛ چرا که هنگام فرارسیدن سررسید خریدار سلف اول باید کالا را از فروشنده اول تحویل گرفته و به خریدار دوم واگذارد. خریدار دوم نیز اگر سلف موازی دیگری را استفاده کرده باشد باید کالا را تحویل گرفته و به خریدار سوم برساند. به این روش همه در برابر هم مسئول هستند. این در حالی است که در صکوک نیازمند آن هستیم که معامله‌گران حد وسط از بازار خارج شده و فقط فروشنده اول و خریدار آخر در برابر هم مسئولیت داشته باشند (فراهانی‌فرد، ۱۳۸۸، ص ۲۷)؛ از این‌رو این پیشنهاد جهت استفاده سیاستی از صکوک سلف چندان مفید به‌نظر نمی‌رسد.

## ب) قرارداد مرکب از سلف موازی و وکالت

جهت رفع نقص راه‌حل گذشته، صکوک سلف می‌تواند این‌گونه طراحی شود که خریدار سلف اول پس از انعقاد سلف موازی با خریدار دوم به وی وکالت دهد که در سررسید از طرف 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 وی بدهد تا که وی نیز بتواند به خریدار سوم این وکالت را انتقال بخشد و این جریان به صورت سلسله‌وار به خریداران بعدی ادامه یابد. الگوی عملیاتی مختصر این پیشنهاد به صورت ذیل است:

نمودار ۲



۱. بانک مرکزی حق اختیار خرید مقدار مشخصی کالا تحت عنوان سبد کالایی را (به میزانی که به انتشار اوراق برای سیاست‌گذاری نیاز دارد) با ویژگی‌های مشخص از دولت می‌خرد؛ به این معنا که در صورت تمایل در سررسید مشخص با پرداخت مبلغی مشخص می‌تواند سبد کالایی مشخص شده را از دولت خریده و دولت موظف به تحویل سبد کالایی به بانک مرکزی است.

۲. بانک مرکزی اوراق سلف را از کانال بانک‌ها یا شرکت‌های تأمین سرمایه به دست متقاضیان می‌رساند. متقاضیان سبد کالایی مورد توافق را از بانک مرکزی بر مبنای عقد سلف، پیش خرید می‌کنند و قیمت آن که همان وجوه جمع‌آوری شده است را می‌پردازد. در

این حال، بانک مرکزی متعهد می‌شود که در سررسید سبد کالایی مدنظر را تهیه و به دارندگان اوراق تحویل دهد.

۳، ۴ و ۵. 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، وی را مالک سبد کالایی پیش‌خرید شده کند. خریدار سلف اول پس از انعقاد سلف موازی با خریدار دوم به وی وکالت می‌دهد که در سررسید از طرف 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.

۶. دولت در سررسید سبد کالایی مدنظر را تهیه و به ناشر تحویل می‌دهد.

۷. ناشر سبد کالایی مدنظر را به خریدار نهایی تحویل می‌دهد؛ البته خریدار نهایی می‌تواند ناشر را وکیل کند تا کالا را در بازار فروخته و پس از کسر حق‌الوکاله خود، وجه آن را به وی 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 پیشین تحویل بگیرند و به بعدی منتقل کنند؛ بلکه فقط نیاز است که خریدار نهایی در زمان سررسید به فروشنده اول مراجعه و بر حسب وکالت‌هایی که در اختیار دارد کالا را از وی تحویل گیرد؛ اما مشکلی که در این روش وجود دارد آن است که؛ اولاً، معامله‌گران بازار چنین معامله‌ای را بر روی همان کالای نخست قلم‌داد کرده و استقلال معامله‌ها از یکدیگر را تشخیص نمی‌دهند؛ ثانیاً، چنان‌که فروشنده سلف اول، تخلف در تعهد داشته باشد خریدار آخر باید به فروشنده آخر (موکل خود) و وی نیز به فروشنده پیش از خود (موکل خود) و همین‌طور تمام 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 به جز فروشنده اول و خریدار آخر بقیه معامله‌گران از بازار خارج می‌شوند و دسترسی به آنان وجود نخواهد داشت؛ ثالثاً، چنان‌که برای فروشنده اول یا یکی از خریداران واسطه، مشکلی مانند مرگ یا جنون پیش آید، قرارداد وکالت باطل و باعث اخلال در بازار ثانویه می‌شود (فراهانی‌فرد،

۱۳۸۸، ص ۲۷)؛ از این رو این پیشنهاد نیز جهت استفاده سیاستی از صکوک سلف چندان مفید به نظر نمی‌رسد.

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

این پیشنهاد به این 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 وامی‌گذارد و به وی وکالت می‌دهد تا در سررسید کالا را از طرف وی قبض کرده و به وکالت از وی به خودش یا به دیگری به همان قیمت فروخته و وجه آن را بابت قرض داده‌شده، تسویه کند. 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؛ البته باید این وکالت از راه عقد خارج لازم، قرار داده شود. از لحاظ شماتیک، نمودار این روش نیز همانند نمودار ۲ است با این تفاوت که در مراحل ۳، ۴ و ۵ به جای فروش کالای مورد سلف، خریدار مبلغی معادل قیمت روز اوراق را قرض داده و اوراق را تحویل می‌گیرد.

مزیت 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 گرفته و به خریدار سلف دوم واگذارد و...؛ بلکه کافی است خریدار نهایی بر حسب وکالت‌هایی که در اختیار دارد به فروشنده اول مراجعه کند. مزیت این روش نسبت به روش قرارداد مرکب از سلف موازی و وکالت نیز آن است که دیگر نیازی به تشخیص معامله‌گران نسبت به استقلال معامله‌های فروش سلف و سلف موازی از یکدیگر نیست؛ چرا که فقط یک عملیات پیش‌خرید انجام شده و آن هم پیش‌خرید خریدار اول از فروشنده اول است و مابقی روابط در قالب واگذاری اوراق و قرض و وکالت انجام پذیرفته است.

در این روش نیز مشکل زمانی پدید می‌آید که به‌علت عدم رعایت تعهد فروشنده اصلی، خریدار نهایی نتواند از وی کالا را تحویل بگیرد. در این حالت وی مجبور می‌شود به خریدار پیشین مراجعه کرده و دریافت خسارت کند، خریدار پیش از آخر نیز مجبور است به خریدار پیش از خود و به همین ترتیب تا نفر اول مراجعه شود. این در شرایطی

است که در بازارهای مالی امکان این مراجعه‌های سلسله‌وار وجود ندارد. مشکل دیگر مانند مورد پیش‌گفته آن است که چنان‌که برای فروشنده اولیه یا یکی از خریداران واسطه مشکلی چون مرگ و جنون پیش‌آید، قرارداد وکالت باطل و باعث اخلال در بازار ثانویه می‌شود. مشکل سوم آنکه اگر قیمت کالا کاهش یابد به مقتضای عقد وکالت، خریدار نهایی حق خواهد داشت تقاضای مبلغ قرض داده شده را بکند و کالای سلف را به فروشنده واگذارد و وی نیز به نفر پیشین مراجعه کند که این مورد نیز با ماهیت و کارکرد بازارهای مالی سازگاری ندارد (موسویان، ۱۳۸۹، ص ۱۰۵-۱۰۶). مشکل چهارم آنکه در این فعالیت مالی قصد قرض از سوی خریدار چندان جایگاه منطقی ندارد؛ از این‌رو این پیشنهاد نیز جهت استفاده سیاستی از صکوک سلف چندان مفید به نظر نمی‌آید.

#### د) صلح کالای مورد سلف

براساس این پیشنهاد در سلف اول، خریدار اول می‌تواند پیش از سررسید و قبض کالا به جای فروش کالای پیش‌خرید شده، آن را از راه عقد صلح به دیگری واگذارد (مصالحه). خریداران بعدی نیز قادر هستند از همین راه 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. از لحاظ شماتیک، نمودار این روش نیز مانند نمودار ۲ است با این تفاوت که در مرحله‌های ۳، ۴ و ۵ به جای فروش کالای مورد سلف، خریدار با عقد صلح با فروشنده روبه‌رو شده و اوراق را تحویل می‌گیرد.

برخلاف بیع سلف که قبض ثمن ضروری است، در صلح این قبض ضروری نیست؛ در ضمن عقد صلح لازم است و هر یک از طرفین نمی‌توانند به تنهایی آن را فسخ کنند. یگانه مشکل این روش آن است که به باور فقیهان اهل تسنن عقد صلح عقدی مستقل نبوده و در این موارد جواز کاربرد ندارد (فراهانی‌فرد، ۱۳۸۸، ص ۲۹)؛ از این‌رو این پیشنهاد نیز جهت استفاده سیاستی از صکوک سلف در کل کشور که مناطق سنی‌نشین نیز مبادله‌های اقتصادی دارند، چندان فراگیر به نظر نمی‌آید.

## ه) 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 یا آنکه پس از فروش سلف موازی خریدار جدیدی را جهت دریافت کالا در سررسید به فروشنده اول حواله می‌دهد. این رویه تا سررسید چند مرتبه قابل تکرار است. در این وضعیت، ذمه فروشنده سلف موازی نسبت به خریدار سلف موازی از دین بری می‌شود و ذمه ناشر (محال‌علیه) 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 محال‌علیه‌ای که بدهکار نیست، اختلاف فقهی است؛ اما در حواله بر محال‌علیه بدهکار هیچ اختلافی وجود ندارد (مراجع تقلید، ۱۳۸۲، ج ۲، ص ۳۴۷). در این راهکار نیز محال‌علیه (ناشر)، بدهکار فروشنده سلف موازی است (موسویان، ۱۳۸۹، ص ۱۰۷). از لحاظ شماتیک، نمودار این روش نیز مانند نمودار ۲ است با این تفاوت که در مراحل ۳، ۴ و ۵ همراه با فروش کالای مورد سلف، خریدار سلف اول، خریدار دوم را جهت دریافت کالا در سررسید به فروشنده اول حواله می‌دهد که در سررسید کالا را از وی تحویل بگیرد و به خودش منتقل کند. این روند برای خریداران بعدی نیز رخ می‌دهد تا که به خریدار نهایی برسد.

گرچه این روش پیشنهادی نسبت به پیشنهادهای پیشین قدرت بالاتری دارد؛ اما به ظاهر در این روش نیز شبهه‌هایی باقی است؛ الف) مانند روش قرارداد مرکب از سلف موازی و وکالت، در این روش نیز معامله‌گران بازار چنین معامله‌ای را بر روی همان کالای نخست قلم‌داد کرده و استقلال معامله‌ها از یکدیگر را تشخیص نمی‌دهند و در قصد و نیت معامله‌گران و واقعی بودن آن خلل پدید می‌آید. ب) شماری از فقیهان حواله را فقط باعث انتقال «حق مطالبه» داین از مدیون به ذمه محال‌علیه دانسته و باور دارند که «اصل دین» در ذمه محیل باقی می‌ماند (جزیری، ۱۴۰۴ق، ج ۳، ص ۲۱۰-۲۱۲ / نجفی، ۱۹۸۱م، ج ۲۶،

ص ۱۶۳)؛ از این رو بنا بر قول این دسته از فقیهان، امکان خروج از بازار برای فروشندگان سلف موازی آماده نیست؛ البته از آنجا که این نظر چندان شهرت ندارد می توان آن را نادیده گرفت.

ج) حواله زمانی رخ می دهد 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) می تواند محتال (خریدار) را به سمت محال علیه (ناشر) حواله دهد. این در شرایطی است که می دانیم به نظر مشهور در فقه امامی، عقد حواله در حقیقت میان محیل و محتال صورت می گیرد و محال علیه طرف اصلی عقد نیست (نجفی، ۱۹۸۱م، ج ۲۶، ص ۱۶۱ / موسوی بجنوردی، ۱۳۷۷، ج ۶، ص ۱۲۴)؛ بنابراین فقیهان درباره ضروری بودن رضایت محیل و محتال برای انعقاد حواله کمتر تردید کرده اند؛ زیرا ایجاب و قبول را این دو انجام می دهند و اراده و رضایت آنان در تکوین عقد نقش اساسی دارد و نمی توان با اجبار آنان را به حواله مجبور ساخت؛ تا حدی که گفته می شود پس از انشای ایجاب عقد حواله از سوی محیل، قبول آن بر محتال لازم نیست و وی می تواند حتی در صورت توانگر بودن محال علیه از پذیرفتن آن سر باز زند (نجفی، ۱۹۸۱م، ج ۲۶، ص ۱۶۶)؛ از این رو در حالتی که پس از عقد سلف موازی و پدید آمدن دائن و مدیون، فروشنده و خریدار (دائن و مدیون) نخواهند به هر علتی از عقد حواله استفاده کنند یا به بیان دیگر فروشنده سلف موازی بخواهد کالا را شخصاً از ناشر (فروشنده اول سلف) تحویل بگیرد و به خریدار تحویل دهد یا آنکه 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 می شود؛ البته شاید گفته شود که می توان با شرط ضمن عقد سلف موازی این مشکل را تا حدی مرتفع ساخت؛ اما دقت بر روی این نکته مهم است که در شرط ضمن عقد حداقل یک طرف باید مایل به شرط باشد؛ از این رو در حالتی که هر دو طرف (خریدار و فروشنده سلف موازی) مایل به شرط حواله نباشند، آن هنگام چه کسی می تواند این شرط را ضمن عقد این دو قرار دهد یا به عبارتی چه تضمینی مبنی بر وضع شرط ضمن عقد وجود خواهد داشت؟

د) در صورتی که محال علیه (ناشر) مُعسر و ورشکسته مالی باشد یا نتواند تعهد خود را به انجام برساند و محتال (خریدار سلف) از اعسار وی آگاه نباشد، محتال می تواند حواله را



فسخ کند. در این حال وی به محیل (فروشنده سلف) مراجعه می‌کند، فروشنده سلف نیز به نفر پیش از خود و به همین ترتیب تا که به فروشنده اول برسد. در این وضعیت نیز مانند گذشته، مراجعات مکرر و سلسله‌واری پدید می‌آید که در بازارهای مالی امکان آن وجود ندارد.

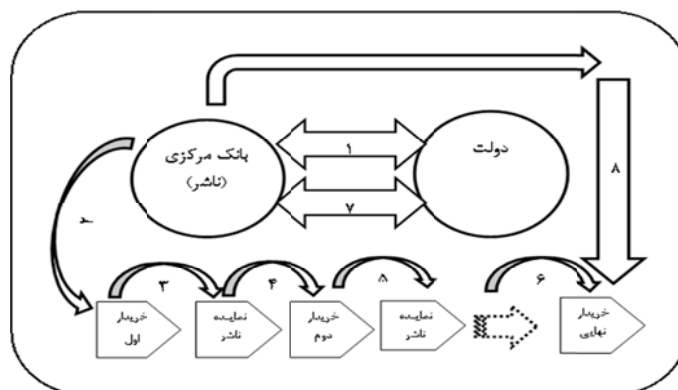
### **(و) پیشنهاد: قرارداد مرکب از سلف موازی و حواله با حضور نماینده ناشر**

پیشنهاد تحقیق پیش رو آن است که برای استفاده از صکوک سلف در قالب ابزار سیاست‌گذاری می‌توان این صکوک را چنین طراحی کرد که بانک مرکزی در جایگاه ناشر اوراق، هنگام پیش‌فروش 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، فقط می‌تواند این کالا را به نماینده ناشر که در بازار ثانویه فعال است بفروشد و نه شخص دیگر. نماینده ناشر شخصیت حقوقی بوده و امکان خرید و فروش سلف و حواله را دارد؛ از این‌رو خریدار سلف می‌تواند تا سررسید صبر کرده و کالای پیش‌خرید شده را تحویل بگیرد یا آنکه با واگذاری اوراق سلف خود به نماینده ناشر، ضمن عقد سلف موازی با وی و دریافت قیمت روز کالای مورد سلف، وی را به فروشنده سلف اول (ناشر) حواله دهد تا در سررسید 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 وی را حواله می‌دهد. چنان‌که اوراق را تا سررسید نزد خود نگه می‌دارد، در سررسید 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، فقط 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، دوباره حواله داده تا این جریان به صورت سلسله‌وار به خریداران بعدی ادامه یابد و در سررسید نیاز به حضور واسطه‌های این معامله که اکنون از بازار خارج شده‌اند نباشد. در این وضعیت، ذمه

فروشنده سلف موازی نسبت به خریدار سلف موازی از دین بری می‌شود و ذمه ناشر (محال‌علیه) به آنچه به وی حواله شده است، مشغول شود. تمام مبادله‌های بازار ثانویه در این روش نیز مانند بازارهای ثانویه متعارف و به قیمت روز انجام شده و نماینده ناشر فاقد اختیار تعیین قیمت یا دیگر اختیارات خود ناشر است. نماینده ناشر فقط یک فعال بازار ثانویه بوده که بخشی از شوک‌های ناشی از عدم تعهد ناشر را پوشش می‌دهد. الگوی عملیاتی مختصر این پیشنهاد به صورت ذیل است:

نمودار ۳



۱ و ۲. مانند مرحله‌های ۱ و ۲ در نمودار ۲.

۳، ۴، ۵ و ۶. خریدار اول در صورتی که مایل به نگهداری اوراق تا سررسید نیست، می‌تواند براساس شرط ضمن‌عقدی 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، وی را مالک سبد کالایی پیش‌خرید شده کند. نماینده ناشر نیز مانند فعال بازار ثانویه می‌تواند این اوراق را به همین صورت به خریدار دوم بفروشد. این روند برای خریداران بعدی نیز رخ می‌دهد تا که به خریدار نهایی برسد.

۷. در سررسید، بانک مرکزی با پرداخت وجه خرید سبد کالا که در اختیار خرید

مشخص شده است، سبد کالا را از دولت تحویل می‌گیرد.

۸. ناشر سبد کالایی مدنظر را به خریدار نهایی تحویل می‌دهد؛ البته خریدار نهایی می‌تواند ناشر را وکیل کند تا کالا را در بازار فروخته و پس از کسر حق‌الوکاله خود، وجه آن را به وی تحویل دهد.

## مزیت‌های راه‌حل پیشنهادی

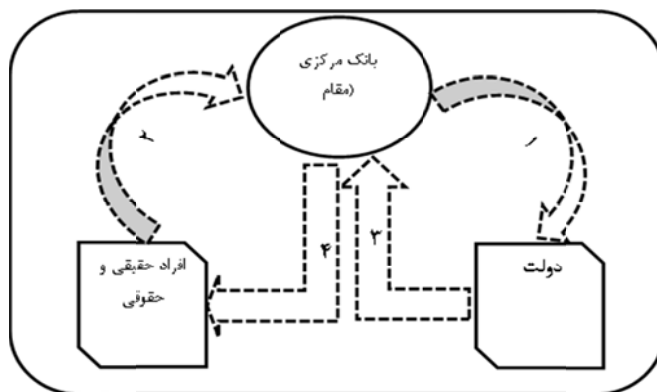
این روش پیشنهادی چند مزیت نسبت به روش‌های پیشین دارد: الف) برخلاف روش سلف موازی، دیگر نیاز نیست در سررسید هر یک از خریداران سلف موازی، کالا را از فروشنده پیشین تحویل بگیرند و به بعدی منتقل کنند؛ بلکه فقط نیاز است که خریدار نهایی در زمان سررسید به فروشنده اول (ناشر) مراجعه و بر حسب حواله‌ای که از نفر پیشین در اختیار دارد کالا را از وی تحویل بگیرد. ب) از آنجا که در این روش در هر بار معامله پای نماینده ناشر به‌عنوان شخصیت حقوقی مستقل و فعال در بازار ثانویه در میان است، معامله‌گران بازار استقلال معامله‌ها از یکدیگر را نسبت به روش‌های پیشین بیشتر تشخیص می‌دهند چرا که در هر بار معامله با یک شخصیت حقوقی روبه‌رو می‌شوند. ج) برخلاف روش قرارداد مرکب از سلف موازی و وکالت (بدون حضور نماینده ناشر)، 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 پدید نمی‌آید؛ اما اگر خریدار آخر کسی غیر از نماینده ناشر باشد، وجود نماینده ناشر در حلقه‌های اتصال این سلسله خرید و فروش‌های سلف موازی به آن می‌انجامد که در صورت پدید آمدن چنین نقض عهدی از سوی فروشنده اصلی، این خریدار نهایی فقط به نماینده ناشر (محیل 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. د) به علت عدم استفاده از عقد وکالت، چنان‌که برای فروشنده اول یا یکی از خریداران واسطه مشکلی چون مرگ یا جنون پیش آید به واسطه ویژگی‌های حواله، اخلاقی در بازار ثانویه پدید نمی‌آید. پنجمین مزیت آنکه در این روش حالتی پیش نمی‌آید که هر دو طرف درگیر در معامله به‌طور هم‌زمان با پدید ساختن شرط ضمن عقد مخالف باشند و در بازار ثانویه خللی پدید آید؛ چرا که همواره یکی از دو طرف معامله، نماینده ناشر است که رضایت وی حاصل خواهد بود.

## کارکرد اقتصادی الگوی پیشنهادی در سیاست‌گذاری پولی

همان‌گونه که تشریح شد، افراد حقیقی و حقوقی قادر خواهند بود با خرید اوراق سلف از بانک مرکزی در زمان  $t_0$  (سیاست انقباضی پولی) مالک مقدار معینی کالای کلی استاندارد که بر عهده و ذمه ناشر اوراق است شوند. بانک مرکزی متعهد می‌شود که در سررسید  $t_1$ ، آن کالا را به همان صورتی که در قرارداد مشخص شده است به دارنده اوراق تحویل داده یا در صورت تمایل با یکدیگر تسویه نقدی کنند. از سوی دیگر بانک مرکزی در جایگاه ناشر اوراق با خرید حق خرید از دولت در زمان  $t_0$ ، وی را متعهد می‌کند که سبد کالای مشخص شده را در زمان  $t_1$  به بانک مرکزی بفروشد (سیاست انبساطی پولی).

آن‌طور که مشخص است طی این سیاست در زمان  $t_0$  که سیاست‌گذار احساس می‌کند لازم است حجم پول از بازار کاهش یابد، با انعقاد این دو قرارداد به جمع‌آوری و حبس پول می‌پردازد (سیاست انقباضی پولی) و در زمان  $t_1$  آن را به بازار برمی‌گرداند (سیاست انبساطی پولی) (نمودار ۴). به عبارتی ابتدا سیاست انقباضی در زمان  $t_0$  است؛ سپس سیاست انبساطی در زمان  $t_1$ . از این‌رو این ابزار برای زمان فعلی ( $t_0$ ) که نیاز است بانک مرکزی دست به اعمال سیاست انقباضی بزند مفید خواهد بود.

نمودار ۴



۱. خرید حق خرید سبد کالایی در زمان  $t_0$ .
۲. خرید صکوک سلف سبد کالایی و پرداخت وجوه به بانک مرکزی در زمان  $t_0$ .
۳. استفاده از حق خرید و تحویل گرفتن سبد کالا از دولت در زمان  $t_1$ .

۴. تحویل سبد کالا یا وجه ناشی از فروش وکالتی آن به وسیله بانک مرکزی به دارندگان اوراق در زمان  $t_1$ .

## بررسی چالش‌های اقتصادی الگوی پیشنهادی

### ۱. چالش رخدادهای سیاست انبساطی در سررسید اوراق

نکته قابل تأمل آن است که در مرحله ۳ از نمودار ۴، بانک مرکزی با استفاده از حق خرید خود مبلغی ریالی را به دولت پرداخت کرده و سبد کالا (یا وجه ناشی از فروش وکالتی آن در بازار به وسیله دولت) را تحویل می‌گیرد و به دارندگان اوراق منتقل می‌سازد. شاید در مرحله پیش‌گفته این چالش مطرح شود که این سازوکار با پرداخت ریال از سوی بانک مرکزی به دولت، باعث نوعی سیاست انبساطی پولی در سررسید اوراق (دوره  $t_1$ ) و پس از اعمال یک سیاست انقباضی (دوره  $t_0$ ) می‌شود؛ حال آنکه ممکن است اقتصاد در دوره  $t_1$  در شرایط غیررکودی قرار داشته و نیازی به اعمال سیاست انبساطی نداشته باشد و این رفتار به افزایش حجم نقدینگی و نرخ تورم دامن بزند.

در پاسخ می‌توان چنین بیان داشت که زمانی می‌توان این سیاست را سیاست کارای پولی نامید که دولت بتواند زمان انقباض پولی را تحت کنترل خود داشته باشد؛ از این رو اعمال این سیاست در دوره‌ای آغاز می‌شود که دولت نیازمند انقباض پولی است (دوره  $t_0$ )؛ حال اگر در زمان سررسید (دوره  $t_1$ ) دولت مایل به سیاست پولی انبساطی نباشد می‌تواند با دو راهکار سیاست انقباضی خود را مدت‌دار کند: الف) در زمان سررسید اوراق، دوباره این سیاست تکرار شود و به نوعی معادل وجوهی که از بانک مرکزی به دولت داده می‌شود با انتشار دوباره اوراق سلف از بازار جمع‌آوری شود. در این حالت سیاست انقباضی مدت‌دار خواهد شد و سیاست انبساطی تا زمانی که نیاز به آن احساس شود (دوره  $t_n$ ) به تعویق می‌افتد. ب) می‌توان با اعمال سیاست مکمل انقباضی به وسیله افزایش موقتی نرخ ذخیره قانونی و محدودسازی حجم اعطای تسهیلات و خلق پول نظام بانکی، به نتیجه رسیدن راهکار اول را سرعت بخشید.

## ۲. چالش عدم توان نماینده ناشر در فروش اوراق

اگر تمام اوراق در بازار ثانویه در یک زمان محدود به نماینده ناشر مرجوع شود و وی نتواند آن را در بازار دوباره بفروشد، سیاست‌گذاری با مشکل روبه‌رو می‌شود. در پاسخ باید عنوان کرد که در شرایط طبیعی در هر زمان، مقداری از اوراق نزد نماینده ناشر و مقداری دیگر نزد افراد حقیقی و حقوقی باقی خواهد بود؛ چرا که با توجه به تعدد فعالان بازار ثانویه و قیمت اوراق، در بلندمدت احتمال ارجاع تمام اوراق به نماینده ناشر و عدم بازفروش آن معادل فرض تقاضای فروش تمام سهام یک شرکت به‌وسیله سهام‌داران در بازار در یک زمان مشخص است که چندان محتمل به‌نظر نمی‌رسد؛ البته باید اذعان داشت در شرایط بحران اقتصادی این احتمال قابل تصور خواهد بود و این در حالی است که این مشکل برای تمام ابزارها مشکل‌آفرین است. در این شرایط می‌توان با ارائه تدبیرهایی اثرهای سوء آن را کاهش بخشید.

پاسخ دیگر آن است که نقش بازارگردانی در این شرایط بحرانی بسیار ضروری و مفید خواهد بود. اصطلاح بازارگردانی به معنای فعالیت‌هایی است که با هدف تنظیم عرضه و تقاضا، تجدید دامنه نوسان قیمت‌ها و افزایش نقدشوندگی اوراق بهادار انجام می‌شود. بازارگردان موظف است در شرایط ضروری سفارش‌های خرید و فروش خود را با رعایت سه شرط به انجام برساند: الف) قیمت‌های پیشنهادی در این سفارش‌ها باید در دامنه مجاز نوسان باشند. ب) تفاوت بین کمترین قیمت خرید در سفارش‌های خرید و بیشترین قیمت فروش در سفارش‌های فروش بازارگردان، حداکثر برابر دامنه موردنظر باشد. ج) حجم سفارش‌های خرید و فروش باید با یکدیگر برابر و هر یک معادل یا بیش از حداقل سفارش انباشته باشد. در صورتی که در اثر انجام معامله، حجم سفارش خرید یا فروش کمتر از حداقل سفارش انباشته شود یا تساوی میان آنها از بین برود، بازارگردان موظف است جهت برقراری تعادل در بازار حجم سفارش‌های پیش‌گفته را با یکدیگر برابر و معادل یا بیش از حداقل سفارش انباشته کند.

### ۳. چالش عدم تناسب عملکردی بانک مرکزی با الگوی پیشنهادی

با توجه به ماهیت سبد کالایی پیشنهادی، احتمال تقاضای دریافت فیزیکی کالا از سوی خریداران اوراق به مراتب اندک خواهد بود. گرچه در صورت ارائه این درخواست نیز سبد کالا مستقیم از دولت به دارنده اوراق منتقل می‌شود؛ اما در حالت غالب که دولت وکیل در فروش سبد کالا (توکیل) می‌شود، بانک مرکزی فقط واسطه انتقال وجوه و مبالغ فروش سبد کالایی از دولت به دارندگان اوراق می‌شود. از این حیث بانک مرکزی عملیات خاصی مبنی بر فعالیت اقتصادی یا تولیدی انجام نمی‌دهد؛ حتی می‌توان پیشنهاد کرد که تمام این واسطه‌گری‌ها به وسیله یک یا چند بانک یا شرکت تأمین سرمایه به نیابت از بانک مرکزی انجام پذیرد و در برابر آن حق الوکاله دریافت کنند. بدیهی است نقش عمده بانک مرکزی در این ابزار، نقش سیاست‌گذاری و اعطای وکالت در این روند خواهد بود.

### ۴. مدیریت ریسک

مهم‌ترین ریسک‌های مدل پیشنهادی را می‌توان در دو مورد ریسک اعتباری و ریسک نوسان‌های قیمتی خلاصه کرد:

#### الف) مدیریت ریسک اعتباری

چنان‌که دارنده اوراق مایل به تحویل فیزیکی سبد کالایی در سررسید باشد، باید در تاریخ مشخص سبد کالایی به وی تحویل داده شود. جهت مدیریت ریسک اعتباری که ناشی از عدم تحویل سبد کالایی در سررسید است، می‌توان از دریافت وثیقه‌های مطمئن، مشتقات اعتباری مانند سوآپ نکول اعتباری (Credit Default Swap) (CDS) یا وضع جرایم تأخیر استفاده کرد. هم‌اکنون در بورس کالای ایران جهت مدیریت ریسک عدم تحویل کالای مورد سلف از جریمه تأخیر استفاده می‌شود. بدیهی است وضع جریمه تأخیر انگیزه تأخیر را کاهش داده و ریسک ناشی از این رخداد را حداقل می‌سازد.

#### ب) مدیریت ریسک نوسان‌های قیمتی

از آنجا که ممکن است قیمت سبد کالایی از دوران خرید سلف تا سررسید، نوسان فراوانی داشته باشد و دارندگان اوراق را با ریسک بالایی روبه‌رو سازد و جذابیت و کارایی آن را

تحت الشعاع قرار دهد، می‌توان از قراردادهای تبعی اختیار معامله استفاده کرد. روش کار به این صورت است که ناشر در کنار قرارداد اصلی سلف، حق اختیار فروش سبد کالای مورد سلف را به قیمت معین در سررسید به خریداران سلف می‌فروشد و در برابر حق اختیار خرید سبد کالای مورد سلف را به قیمت معین در سررسید از خریداران سلف می‌خرد. شایان 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 پیش‌فروش سبد کالا)،  $P_3$  قیمت بازاری سبد کالا در سررسید که فرد می‌تواند با فروش سبد در بازار (شخصاً یا به‌وسیله وکیل) به آن دست یابد، باشد. نیز اختیار فروش بر روی قیمت  $P_A$  و اختیار خرید بر روی قیمت  $P_B$  بین بانک مرکزی و دارندگان اوراق بسته شده است ( $P_2 < P_B < P_A$ ) و  $\rho_{CB}$  حق‌الوکاله بانک مرکزی برای فروش سبد کالا در بازار و  $\rho_G$  حق‌الوکاله دولت برای فروش سبد کالا در بازار است.

بنابر قیمت سبد کالایی در سررسید ( $P_3$ ) چهار حالت قابل تصور است: الف) اگر قیمت سبد کالایی در سررسید زیر  $P_A$  بود، دارندگان اوراق برای آنکه خیلی متضرر نشوند، از اختیار فروش خود استفاده کرده و سبد کالا را به ناشر به قیمت  $P_A$  می‌فروشند. ب) اگر قیمت سبد کالایی در سررسید بالای  $P_B$  بود، ناشر از اختیار خرید خود استفاده کرده و سبد کالا را از دارنده اوراق به قیمت  $P_B$  می‌خرد. ج) 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. د) اگر قیمت سبد کالایی در سررسید بین  $P_B$  و  $P_A$  بود اما فرد مایل به داشتن سبد کالا نبود، می‌تواند ناشر را وکیل کرده تا سبد کالای وی را در بازار فروخته و پس از کسر حق‌الوکاله خود، مابقی وجوه را به وی بپردازد و با وی تسویه نقدی کند.



حالت اول	حالت دوم	حالت سوم	حالت چهارم	وضعیت $P_3$
$P_3 < P_A$	$P_3 > P_B$	$P_A < P_3 < P_B$	$P_A < P_3 < P_B$	
دارنده اوراق از اختیار فروش خود استفاده می‌کند و سبد کالا را به ناشر به قیمت $P_A$ می‌فروشد	ناشر از اختیار خرید خود استفاده کرده و سبد کالا را از دارنده اوراق به قیمت $P_B$ می‌خرد	اگر فرد مایل به داشتن سبد کالا نبود، می‌تواند ناشر را وکیل کرده تا سبد کالای وی را در بازار بفروشد	اگر فرد مایل به داشتن سبد کالا بود، می‌تواند سبد کالا را به‌طور فیزیکی تحویل بگیرد	عایدی دارنده اوراق
$P_A - P_2$ سود حداقلی	$P_B - P_2$ سود حداکثری	$P_3 - P_2 - \rho_{CB} - \rho_G$ سود میانه	از سبد کالا استفاده می‌کند	عایدی بانک مرکزی
$P_2 - P_1 - P_A + P_3$	$P_2 - P_1 - P_B + P_3$	$P_2 - P_1 + \rho_{CB}$	$P_2 - P_1$	عایدی دولت
$P_1 - P_3$	$P_3 - P_1$	$P_3 - P_1 + \rho_G$	$P_3 - P_1$	

ممکن است این شبهه پدید آید که در زمانی که قیمت سبد کالایی در سررسید بالای  $P_B$  بود و ناشر از اختیار خرید خود استفاده کرده و سبد کالا را از دارنده اوراق به قیمت  $P_B$  می‌خرد، این فروش دوباره سبد کالا به قیمت  $P_B$  به ناشر، بیع‌العینه است. در پاسخ باید گفت این یک اختیار خرید مستقل از قرارداد صکوک سلف است و هیچ وابستگی و مشروطیتی نسبت به هم وجود ندارد. به این صورت که در سررسید حتی اگر قیمت بسته کالای مورد سلف بالای  $P_B$  بود باید آن بسته کالا به دارنده اوراق تحویل شود و پرونده قرارداد سلف بسته می‌شود؛ سپس براساس حق اختیاری که ناشر در اختیار دارد سبد کالایی با همان ویژگی‌ها را باید با قیمت  $P_B$  از فرد تحویل بگیرد. حال می‌خواهد این همان سبد کالایی باشد که طی قرارداد سلف به وی منتقل نهایی شده یا یک سبد کالایی جدید باشد. بدیهی است که دارنده اوراق جهت کاهش هزینه‌های خود همان سبد کالایی که طی صکوک سلف خریده است را به ناشر برمی‌گرداند. به عبارتی آن را بدون نقل و انتقال

فیزیکی با قیمت  $P_B$  با ناشر معامله می‌کند؛ از این رو فسخ یا به نتیجه نرسیدن قرارداد دوم به صحت قرارداد اول لطمه‌ای وارد نمی‌سازد و شبهه بیع‌العینه رفع می‌شود.

### جمع‌بندی و نتیجه‌گیری

ثمره تحقیق پیش رو، ارائه الگوی پیشنهادی انتشار صکوک سلف بانک مرکزی در کنار انعقاد قرارداد حق خرید سبد کالایی از دولت به‌عنوان ابزاری مشروع برای سیاست‌گذاری پولی بوده است. این الگو این امکان را فراهم می‌سازد که در زمان‌هایی که سیاست‌گذار احساس می‌کند لازم است حجم پول از بازار کاهش یابد با استفاده از این ابزار طی یک سیاست پولی انقباضی، به جمع‌آوری و حبس پول بپردازد. بررسی چالش‌های فقهی و اقتصادی الگوی پیشنهادی و ارائه راهکار از دیگر بخش‌های تحقیق پیش رو بوده است. از جمله آنکه چالش‌هایی برای صکوک سلف در بازار ثانویه عنوان شد؛ مانند ممنوعیت فروش دوباره سلف پیش از سررسید که باعث می‌شود استفاده از صکوک سلف به‌عنوان ابزار سیاست‌گذاری در بازار ثانویه با مشکل روبه‌رو باشد. برای این مشکل راهکارهایی مانند 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. تحقیق پیش رو پس از نقد و بررسی این راهکارها، روش «قرارداد مرکب از سلف موازی و حواله با حضور نماینده ناشر» را پیشنهاد می‌کند که ضمن داشتن مزیت‌های راهکارهای پیشین، مشکل‌ها و محدودیت‌های کمتری نسبت به آنان دارد.

### منابع و مأخذ

۱. ابن‌ادریس، محمد؛ السرائر؛ ج ۲، قم: مؤسسه نشر اسلامی، ۱۴۱۰ق.
۲. ابن‌زهره، حمزه؛ غنیه النزوع؛ قم: مؤسسه الامام الصادق علیه السلام، ۱۴۱۷ق.
۳. احمد، خورشید؛ مطالعاتی در اقتصاد اسلامی؛ ترجمه محمدجواد مهدوی؛ مشهد: بنیاد پژوهش‌های آستان قدس رضوی، ۱۳۷۴.
۴. جزیری، عبدالرحمان؛ الفقه علی المذاهب الاربعه؛ استانبول: [بی‌نا]، ۱۴۰۴ق.
۵. حر عاملی، محمدبن حسن؛ وسائل الشیعه؛ قم: مؤسسه آل‌البیت علیهم السلام لاهیات التراث، ۱۴۰۹ق.

۶. حلی، جعفر بن حسن (محقق حلی): شرایع الاسلام فی مسائل الحلال و الحرام؛ بیروت: دارالضواء، ۱۴۰۳ق.
۷. حلی، جمال‌الدین حسن بن یوسف (علامه حلی): تذکرة الفقهاء؛ قم: مؤسسه آل‌البيت علیهم‌السلام لاحیاء التراث، ۱۳۷۴.
۸. سایت بانک مرکزی جمهوری اسلامی ایران؛ بخش ابزارهای سیاست پولی در ایران.
۹. شعبانی، احمد و وهاب قلیچ؛ «قابلیت اوراق بهادار اسلامی در مهار تورم به‌عنوان ابزار سیاستی (مطالعه موردی: اوراق مشارکت، اجاره، مرابحه و استصناع)»؛ فصلنامه علمی پژوهشی اقتصاد اسلامی؛ س ۱۱، ش ۴۳، ۱۳۹۰.
۱۰. شیخ طوسی، محمد بن حسن؛ المبسوط فی فقه الامامیه؛ ج ۳، تهران: المكتبة المرتضویه لاحیاء الآثار الجعفریه، ۱۳۸۷ق.
۱۱. صدر، سید محمد باقر؛ اقتصادنا؛ ج ۱؛ مشهد: انتشارات اعلام اسلامی، ۱۳۷۵.
۱۲. عاملی، زین‌الدین (شهید ثانی)؛ مسالك الافهام؛ ج ۱، قم: مؤسسه معارف اسلامی، ۱۴۱۳ق.
۱۳. عربی، سیده‌ادی و محسن معارفی؛ «بررسی مسائل گذار به ابزار غیرمستقیم پولی در کشورهای اسلامی (بررسی فقهی - اقتصادی)»؛ دوفصلنامه جستارهای اقتصادی ایران، س ۷، ش ۱۳، ۱۳۸۹.
۱۴. فراهانی‌فرد، سعید؛ «صکوک سلف؛ ابزاری مناسب برای تأمین مالی و پوشش ریسک»؛ فصلنامه علمی پژوهشی اقتصاد اسلامی، س ۹، ش ۳۳، ۱۳۸۸.
۱۵. \_\_\_\_\_؛ سیاست‌های اقتصادی در اسلام؛ تهران: پژوهشگاه فرهنگ و اندیشه اسلامی، ۱۳۸۱.
۱۶. قحف، منذر؛ سندات القراض و ضمان الفريق الثالث و تطبيقاتهما فی تمويل التنمية فی البلدان الاسلامیه؛ جده: جامعه الملك عبدالعزيز، ۱۹۸۹م.
۱۷. قضاوی، حسین و حسین بازمحمدی؛ «عملیات بازار باز در چارچوب بانکداری بدون ربا؛ مطالعه موردی: اسناد خزانه اسلامی»؛ تهران: پژوهشکده پولی و بانکی، گزارش پژوهشی، ش ۹، ۱۳۹۰.
۱۸. کلینی، محمد بن یعقوب؛ الکافی؛ تهران: دار الکتب الاسلامیه، ۱۳۶۵.

۱۹. مراجع تقلید؛ توضیح المسائل؛ قم: جامعه مدرسین حوزه علمیه قم، ۱۳۸۲.
۲۰. موسویان، سیدعباس و ابوذر سروش؛ «آسیب‌شناسی فقهی، اقتصادی و مالی انتشار اوراق مشارکت در ایران»؛ فصلنامه بورس اوراق بهادار، س ۴، ش ۱۴، ۱۳۹۰.
۲۱. \_\_\_\_\_؛ «اوراق سلف، ابزاری برای تأمین مالی پروژه‌های بالادستی صنعت نفت»؛ فصلنامه علمی پژوهشی اقتصاد اسلامی، س ۱۰، ش ۳۹، ۱۳۸۹.
۲۲. \_\_\_\_\_؛ «بررسی فقهی اقتصادی ابزارهای جایگزین اوراق قرضه»؛ فصلنامه فقه و حقوق، س ۶، ش ۲۳، ۱۳۷۹.
۲۳. \_\_\_\_\_؛ ابزارهای مالی اسلامی (صکوک)؛ تهران: پژوهشگاه فرهنگ و اندیشه اسلامی، ۱۳۸۶.
۲۴. \_\_\_\_\_؛ بازار سرمایه اسلامی؛ تهران: سازمان انتشارات پژوهشگاه فرهنگ و اندیشه اسلامی، ۱۳۹۱.
۲۵. موسوی‌بجنوردی، حسن؛ القواعد الفقهية؛ قم: مهدی مهریزی و محمدحسین درایتی، ۱۳۷۷.
۲۶. موسوی‌خویی، سیدابوالقاسم؛ مصباح الفقاهه؛ ج ۱؛ قم: نشر دآوری، ۱۳۷۷.
۲۷. نجفی، محمدحسن‌بن‌باقر؛ جواهرالکلام فی شرح شرائع الاسلام؛ ج ۷، بیروت: دار احیاء التراث العربی، [بی‌تا].
۲۸. نظریور، محمدنقی؛ «اوراق بهادار استصناع (سفارش ساخت) ابزاری برای سیاست پولی»؛ فصلنامه علمی پژوهشی اقتصاد اسلامی، س ۵، ش ۲۰، ۱۳۸۴.
۲۹. نظریور، محمدنقی؛ محمدرضا یوسفی و میثم حقیقی؛ «امکان‌سنجی اجرایی گواهی سپرده قابل معامله به‌عنوان ابزار عملیات بازار باز در نظام بانکداری بدون ربا»؛ فصلنامه پژوهش‌های اقتصادی ایران، س ۱۷، ش ۵۳، ۱۳۹۱.
۳۰. نودهی، محسن؛ «بررسی امکان طراحی اوراق مناسب عملیات شبه بازار باز: با استفاده از تجربه‌های بانک‌های مرکزی ج.ا.ایران و سودان»؛ فصلنامه علمی پژوهشی اقتصاد اسلامی، س ۸، ش ۳۰، ۱۳۸۷.
۳۱. نوری، میرزاحسین؛ مستدرک‌الوسائل؛ بیروت: مؤسسه آل‌البیت علیه‌السلام لاجیاء التراث، ۱۴۰۹ق.