

# صکوک سلف؛ ابزاری مناسب برای تأمین مالی و پوشش ریسک

تاریخ دریافت: ۱۳۸۸/۷/۲۸ تاریخ تأیید: ۱۳۸۸/۱۱/۱ سعید فراهانی فرد\*

## چکیده

مطالعه‌های مالی جدید نشان می‌دهد که می‌توان با استفاده از عقودهای مشروع، ابزارهای مالی با کاربردهای گوناگون طراحی کرد. یکی از این ابزارهای مالی، اوراق سلف است که براساس عقد سلف طراحی می‌شود. این ابزار قابلیت دارد به صورت ابزار مناسبی برای تأمین کسری بودجه دولت، تأمین مالی بنگاه‌های اقتصادی، ابزار مناسبی برای پوشش ریسک و به صورت ابزار سیاست پولی به وسیله بانک مرکزی به کار گرفته شود.

در مقاله حاضر کوشیده شده به روش توصیفی تحلیلی و با استفاده از تجربه دیگر کشورهای اسلامی مدلی عملیاتی از اوراق سلف متناسب با فقه امامیه و قوانین و مقررات بازار سرمایه ایران ارائه شود. تحقیق حاضر نشان می‌دهد که معامله‌های بازار اولیه اوراق سلف هیچ مشکلی ندارد اما معامله‌های بازار ثانویه آن گرچه براساس موازین شریعت و قواعد عمومی معاملات قابل تصحیح است اما براساس دیدگاه مشهور فقیهان محل اشکال است، برای برون رفت از این اشکال راهکارهایی پیشنهاد می‌شود.

واژگان کلیدی: سلف، سلف موازی، اوراق سلف، سیاست مالی، سیاست پولی، تأمین مالی، پوشش ریسک.

طبقه‌بندی JEL: K22, E44, G24

## مقدمه

در نظام مالی متداول دنیا، بانک‌ها و دیگر مؤسسه‌های اعتباری واسطه وجوه بوده و به‌طور معمول از راه رابطه حقوقی قرض با بهره، وجوه صاحبان پس‌انداز را جمع‌آوری کرده و از راه همین رابطه حقوقی، آنها را در اختیار متقاضیان وام جهت سرمایه‌گذاری و مصرف قرار می‌دهند. از طرفی در همین نظام، بانک‌های مرکزی به منظور کنترل حجم پول در جریان و نظارت بر فعالیت اعتباری بانک‌ها و دیگر مؤسسه‌های اعتباری از ابزارهای سیاست پولی استفاده می‌کنند. یکی از مهمترین این ابزارها، اوراق قرضه است. بانک‌های مرکزی به منظور قبض و بسط حجم پول از آن استفاده می‌کنند.

در کنار بازار پول، بازار سرمایه نیز به منظور تأمین نقدینگی و پوشش ریسک مورد نیاز کارفرمایان و کارآفرینان، با ابداع انواع گوناگون ابزارهای مالی فعالیت دارد. در این بازار نیز اوراق قرضه نقش فعالی در تأمین وجوه مورد نیاز بنگاه‌ها ایفا می‌کند.

در نظام پولی اسلام، با توجه به حرمت بهره، بانک‌ها به منظور تجهیز و تخصیص وجوه از عقود اسلامی مانند: قرض الحسنه، وکالت، مضاربه، مرابحه و سلف استفاده می‌کنند، بانک مرکزی نیز در استفاده از ابزارهای سیاست پولی با محدودیت‌هایی روبه‌رو است. بازار سرمایه نیز برای تأمین مالی طرح‌های سرمایه‌گذاری نمی‌تواند از اوراق قرضه و مانند آن استفاده کند و به همین جهت برای اعمال سیاست پولی در بازار پول و نیز تأمین مالی در بازار سرمایه نیاز به طراحی ابزارهای جدیدی است تا ضمن مشروع بودن، بتواند هدف‌های این دو بازار را تحقق بخشد. این ابزارها که به صکوک شهرت یافته‌اند در سال‌های اخیر رشد چشمگیری داشتند و حتی در کشورهای غیراسلامی نمونه‌هایی از آن مورد توجه واقع شده است.

براساس آمارهای موجود، تا پایان سال ۲۰۰۷ میلادی ارزش کل صکوک منتشر شده بالغ بر ۱۰۰ میلیارد دلار عنوان شده است. کشورهای بحرین، مالزی، دبی، قطر و آلمان در جایگاه پیشگامان در این زمینه شناخته شده‌اند (Arsalan Tarig, Dar, 2007). در ایران نیز نخستین بار صکوک مشارکت (اوراق مشارکت) جهت تأمین مالی برخی از طرح‌های سرمایه‌گذاری و پس از آن به‌صورت ابزار سیاست پولی مورد توجه قرار گرفت. در فاصله

سال‌های ۱۳۷۳ تا پایان ۱۳۸۶، بالغ بر ۲۸۳۳۱۱/۸ میلیارد ریال اوراق مشارکت سرمایه‌گذاری جهت تأمین مالی طرح‌ها و پروژه‌های عمرانی منتشر شده و ۲۳۰۲۵۹/۱ میلیارد ریال آن به فروش رسید، و از سال ۱۳۷۹ تا پایان سال ۱۳۸۶ بالغ بر ۱۵۹۱۰۳/۸ میلیارد ریال اوراق مشارکت بانک مرکزی نیز منتشر شده و ۱۲۲۰۹۵/۵ میلیارد ریال آن به فروش رسیده است که هدف از انتشار این اوراق کنترل نقدینگی جامعه بوده است (موسویان، ۱۳۸۶: ۴۱۰ و ۴۴۲).

به دنبال اوراق مشارکت، معرفی انواع دیگر صکوک مانند: اوراق قرض الحسنه، مرابحه، اجاره، استصناع، مزارعه و مساقات بیشتر در جایگاه ابزار تأمین مالی در بازار سرمایه طراحی شد، که برخی قابلیت استفاده در جایگاه ابزار سیاست پولی را نیز داشتند (همان). ویژگی این ابزارها این است که به‌طور معمول برای طرح‌ها و پروژه‌های میان‌مدت و بلندمدت به کار می‌روند. بنابراین، برای تکمیل بازار پول و سرمایه، لازم است به اندیشه طراحی ابزارهای دیگر با کاربردهای کوتاه‌مدت بود، به نظر می‌رسد می‌توان با استفاده از قرارداد سلف این نیاز را برآورده کرد. اگر بتوان بحث‌ها و مشکل‌های فقهی قرارداد سلف را حل کرد می‌توان ابزار مناسبی برای تأمین مالی کوتاه‌مدت برای دولت، شرکت‌های دولتی، و بنگاه‌های خصوصی طراحی کرد. امتیاز دیگر این ابزار مالی، این است که افزون بر تأمین مالی، برای پوشش ریسک نیز به کار می‌رود. مقاله حاضر در صدد است با بررسی پیشینه اوراق سلف و تحلیل اجتهادی فقه قرارداد سلف، به روش توصیفی - اکتشافی، به طراحی اوراق بهادار سلف براساس فقه اسلامی بپردازد.

## ادبیات موضوع

صکوک سلف نخستین بار در بحرین منتشر شده است (مجله الشرق الاوسط، ۱۴۲۲: ۲۹، عدد ۸۲۱۸)، مؤسسه پولی بحرین برای نخستین مرتبه در حوزه کشورهای خلیج فارس در سال ۲۰۰۱ میلادی، اسناد دولتی مطابق با قوانین اسلامی منتشر کرد. ارزش این اسناد ۲۵ میلیون دلار امریکا، به شکل اوراق ۳ ماهه و با عنوان اوراق بهادار «صکوک سلم» بود. اوراق پیش‌گفته نرخ بازدهی ثابت ۳/۹۵ درصدی داشت که مبتنی بر نرخ بهره نبود. این صکوک در بحرین تا سال ۲۰۰۳ میلادی، ۲۳ بار منتشر شد و ارزش آن حدود ۶۲۵ میلیون

دلار بوده است. روال اجرایی این ابزار به این صورت است که دولت بحرین، آلومینیوم را به خریدار می‌فروشد و به جای تحویل فوری، تعهد می‌کند تا در تاریخ معینی در آینده، به وسیله بانک اسلامی، مقدار خاصی آلومینیوم عرضه کند. هم‌زمان، بانک اسلامی از دولت بحرین، در جایگاه عامل می‌خواهد که به هنگام عرضه آلومینیوم، آن را از راه کانال‌های توزیعی بانک، توزیع کند.

سیدعبدالرحمن باکر از مسئولین بانک مرکزی بحرین باور دارد که صکوک اسلامی و از جمله اوراق سلف در کشورهای اروپایی نیز رشد چشمگیری داشته است؛ به گونه‌ای که طی چند سال حجم آن از ۴ میلیارد دلار به ۱۲۰ میلیارد رسیده است (www.menafn.com). در خبر دیگر آمده است که دولت بحرین به منظور جبران بخشی از کسری بودجه حاصل از کاهش قیمت نفت اوراق سلم به مبلغ ۱۸ میلیون دینار منتشر کرده است (www.womengateway.com).

کشور دیگری که به استفاده از این ابزار اقدام کرده است، سودان است. بانک مرکزی این کشور، قراردادی به مبلغ ۶۵ میلیون یورو با شرکت سرمایه‌گذاری سودان از راه اوراق سلف نفت به مدت سه سال منتشر کرد، در این قرارداد ۸ بانک خارجی و دو بانک محلی مشارکت داشتند (Ministry of finance and national economy).

## کاربردهای صکوک سلف

### ۱. تأمین مالی بنگاه‌های اقتصادی

یکی از مهمترین موردهای استفاده از صکوک از جمله صکوک سلف، تأمین مالی بنگاه‌های اقتصادی است. با این روش، از یک سو پس‌اندازکنندگانی که به علت کوچک‌بودن حجم سرمایه خود یا به علت نداشتن مهارت کافی توانایی سرمایه‌گذاری مستقیم ندارند، می‌توانند با خرید اوراق پیش‌گفته از راکد ماندن وجوه خود جلوگیری کرده و از سود آن بهره‌مند شوند. از سوی دیگر، بنگاه‌های اقتصادی اعم از خصوصی یا دولتی که با کسری منابع مالی روبه‌رو هستند، می‌توانند از راه انتشار این اوراق و با پیش‌فروش محصول خود، بخشی از وجوه مورد نیاز خود را تأمین کنند. تفاوت این روش با اوراق سهام و اوراق مشارکت این است که اولاً، خریدار در مالکیت و مدیریت بنگاه شریک

نخواهد بود؛ در نتیجه در نیازهای مالی کوتاه‌مدت و موردی، برای صاحبان بنگاه ترجیح خواهد داشت. ثانیاً با توجه به امکان تعیین دامنه سود آن، برای افراد ریسک‌گریز و متعارف جاذبه خواهد داشت. ریسک مهم اوراق پیش‌گفته، کاهش قیمت کالا در سررسید است. قیمت اوراق در بازار ثانویه بر حسب پیش‌بینی از قیمت کالا در سررسید و فاصله زمانی تا سررسید تعیین می‌شود. به‌صورت طبیعی و در وضعیت یکسان هر چه به سررسید نزدیک‌تر شویم، قیمت اوراق سلف بالاتر خواهد رفت. بنابراین افرادی که زودتر اوراق را خریداری کرده‌اند به‌طور معمول سود خواهند کرد. مؤسسه‌های تولیدی می‌توانند با اعمال تخفیف‌هایی برای دارندگان اوراق نسبت به مشتریان دیگر انگیزه برای خرید اوراق پدید آورند.

## ۲. جبران کسری بودجه

برخی از دولت‌ها برای جبران کسری بودجه مورد نیاز خود به پیش‌فروش بین‌المللی محصولات و مواد خام اقدام می‌کنند، این کار باعث انتقال بخشی از ارزش افزوده ملی به خارج از کشور می‌شود. به‌ویژه زمانی که دولتی به علت نیاز مالی شدید احتیاج به تأمین مالی دارد و از طرف دیگر به علت وضعیت خاص سیاسی و اقتصادی قیمت فروش مواد خام پایین است. در این موردها دولت می‌تواند با انتشار اوراق سلف محصولات یا مواد خام را به مردم بفروشد سپس در سررسید به وکالت از طرف صاحبان اوراق محصولات یا مواد خام را به‌صورت نقد در بازارهای جهانی فروخته با صاحبان اوراق تسویه کند. به این ترتیب کسری بودجه دولت تأمین می‌شود و تفاوت قیمت نقد و سلف، در قالب سود اوراق سلف به مردم کشور می‌رسد.

به‌طور مثال، گاهی به علل سیاسی یا اقتصادی به‌صورت کوتاه‌مدت قیمت نفت کاهش پیدا می‌کند. در این موردها دولت ایران برای تأمین بودجه خود ناچار به فروش نقدی یا سلف نفت به قیمت روز است. در حالی که می‌داند چند ماه آینده قیمت نفت افزایش پیدا می‌کند، در این موردها دولت می‌تواند از راه انتشار اوراق سلف و فروش نفت به مردم، کسری بودجه خود را تأمین کند و فروش نفت به بازار جهانی را چند ماه به تأخیر بیندازد، در نتیجه سود قابل‌توجهی نصیب دولت و ملت ایران می‌شود.

### ۳. پوشش ریسک

یکی از مشکل‌هایی که تولیدکنندگان با آن روبه‌رو هستند، این است که درباره عرضه مواد اولیه و کالاهای واسطه‌ای که در فرایند تولید آنها مورد استفاده قرار می‌گیرد، نگران هستند. آنان نمی‌دانند آن مواد و کالاهای واسطه‌ای در آینده به اندازه کافی و با قیمت مناسب عرضه می‌شود یا نه؟ ممکن است، عرضه آنها در بازار در اثر حادثه‌ای طبیعی کم شود یا افرادی با پدیدساختن انحصار و تقاضاهای مصنوعی، قیمت آن را بالا ببرند. از طرفی دیگر فروشنده آن مواد اولیه و کالاهای واسطه‌ای نیز نگران هستند. آنان نیز نمی‌دانند مواد اولیه و کالاهای واسطه‌ای تولیدی خود را می‌توانند در آینده به اندازه کافی و با قیمت مناسب عرضه کنند یا نه؟ ممکن است افرادی با پدیدساختن انحصار و عرضه‌های مصنوعی، قیمت را پایین بیاورند. وجود بازار سلف برای مواد اولیه و کالاهای واسطه‌ای به‌ویژه در قالب اوراق سلف باعث رفع نگرانی درباره هر دو گروه از تولیدکنندگان می‌شود. تولیدکننده مواد اولیه و کالاهای واسطه‌ای با اطمینان از تقاضا و قیمت آینده، به برنامه‌ریزی اقدام می‌کند و استفاده‌کننده از آن مواد و کالاها نیز برای خود برنامه‌ریزی می‌کند.

### ۴. کشف قیمت

یکی از متغیرهای اساسی در بازار مواد اولیه و کالاهای واسطه‌ای نوسان‌های فصلی و مقطعی قیمت آنها است، مهمترین عامل تغییرهای کوتاه‌مدت قیمت کالاها، تغییرهای قیمت مواد اولیه و کالاهای واسطه‌ای است. وقتی عمده بنگاه‌های اقتصادی و کسانی که در تقاضای بازار نقش دارند از پیش مواد اولیه و کالاهای واسطه‌ای مورد نیاز خود را خریداری کرده باشند علت خاصی بر تغییرهای قیمت آنها نخواهد بود و به تبع آن قیمت محصولات نیز تثبیت می‌شود. ثبات مستمر و بادوام قیمت‌ها باعث کشف قیمت‌های واقعی و عادلانه در بازارهای گوناگون اقتصادی به‌ویژه در بازار مواد اولیه و کالاهای واسطه‌ای و بازار محصولات نهایی خواهد بود، گسترش معامله‌های سلف به‌ویژه به‌صورت اوراق بهادار، نقش مهمی در تثبیت قیمت‌ها و رسیدن بازار به قیمت‌های واقعی ایفا می‌کند.

### ۵. ابزار سیاست پولی برای عملیات بازار باز

با حذف اوراق قرضه دولتی به‌ویژه اسناد خزانه کوتاه‌مدت از نظام اقتصادی، اجرای

سیاست پولی با اختلال روبه‌رو می‌شود، چرا که عملیات بازار باز (خرید و فروش اوراق قرضه و اسناد خزانه به‌وسیله بانک‌های مرکزی) سریع‌ترین و موثرترین ابزار سیاست پولی شمرده می‌شود، اوراق سلف دولتی با سررسیدهای کوتاه‌مدت و میان‌مدت می‌تواند این خلأ را پر کند. اگر بانک مرکزی قصد اعمال سیاست پولی انبساطی داشته باشد با خرید این اوراق به قیمت بیشتر، نقدینگی را در جامعه تزریق خواهد کرد، در برابر برای انجام سیاست انقباضی به فروش این اوراق و جمع‌آوری نقدینگی در دست مردم اقدام می‌کند. بدیهی است در این صورت لازم است اوراق سلف را به قیمت پایین‌تر از قیمت بازار بفروشد تا مردم انگیزه خرید از بانک مرکزی را داشته باشند.

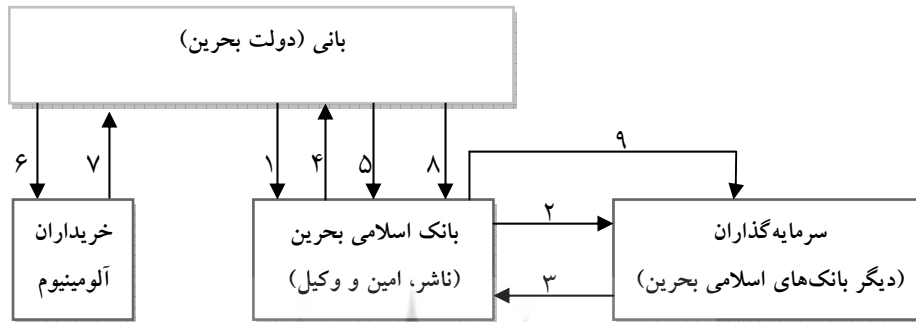
## مدل‌های عملیاتی اوراق سلف

برای اوراق سلف می‌توان مدل‌های عملیاتی گوناگونی طراحی کرد. در این قسمت با استفاده از تجربه‌های کشورهای گوناگون به‌ویژه بحرین مدل عملیاتی پیشنهاد می‌شود.

### ۱. مدل عملیاتی اوراق سلف دولت بحرین

در الگوی عملیاتی اوراق سلف دولت بحرین، آلومینیوم به‌صورت دارایی پایه در نظر گرفته شده است. دولت بحرین براساس قرارداد سلف گواهی‌هایی به ارزش یکسان را برای دریافت آلومینیوم به‌وسیله بانک اسلامی بحرین (BIB) به مشتریان می‌فروشد. بانک اسلامی بحرین در جایگاه امین و به نمایندگی از سوی دیگر بانک‌های اسلامی که مایل به شرکت در این قرارداد سلف (خریداران اوراق) هستند، معرفی می‌شود. براساس قرارداد سلف، دولت بحرین به تحویل مقدار مشخصی آلومینیوم به خریداران اوراق در آینده متعهد می‌شود. خریداران اوراق، دولت بحرین را در جایگاه نماینده فروش آن مقدار مشخص آلومینیوم در زمان تحویل از راه شبکه توزیع دولت منصوب می‌کنند. دولت بحرین تعهد دیگری نیز به بانک اسلامی بحرین می‌دهد مبنی بر اینکه آلومینیوم‌ها را به قیمتی بفروشد که برای صاحبان اوراق سلف، بازدهی برابر بازده دیگر ابزارهای کوتاه‌مدت بازار پولی متعارف داشته باشد. آن به این معنا است که اوراق بهادار سلف ویژگی شبیه اسناد خزانه دولتی کوتاه‌مدت دارند در مرحله دوم دولت براساس وکالتی که از طرف صاحبان اوراق

دارد، آلومینیوم پیش گفته را به صورت نقد به خریداران آلومینیوم فروخته پول آن را دریافت می کند، سپس با پرداخت آن به صورت اصل سرمایه و سود قرارداد سلف، اوراق سلف را از صاحبان اوراق پس می گیرد (Obaidullah, 2005: 165).



### ریسک اوراق سلف دولت بحرین

از آنجایی که قیمت سلف و قیمت فروش نقدی آلومینیوم در مرحله اول و دوم مستقل هستند؛ بنابراین خریداران اوراق و دولت مصون از ریسک نیستند (El-Gamal, 2006: 115). سرمایه گذاران در این اوراق افزون بر ریسک شراکت، ریسک بازاری را نیز متحمل می شوند. ریسک شراکت از این احتمال که دولت از تحویل کالا ناتوان باشد، ناشی می شود. ریسک بازاری نیز از این احتمال که دولت از فروش آلومینیوم در سررسید ناتوان باشد یا فروش به قیمتی کمتر از قیمت سلف باشد، ناشی می شود. البته این ریسک ها به واسطه تدبیرهایی که در معامله اتخاذ می شود، درباره خریداران اوراق کاسته می شوند به طوری که بیشتر ریسک متوجه دولت بحرین است (Obaidullah, 2005: 165).

### مسائل شرعی اوراق سلف دولت بحرین

بازار اولیه این اوراق مشکلی ندارد اما معامله های بازار ثانوی آنها با مشکل جدی روبه رو است. در بحث های فقهی قرارداد سلف بیان می کنیم که کالای خریداری شده به قرارداد سلف را نمی توان پیش از سررسید به فروش رساند؛ بنابراین خرید و فروش ثانوی اوراق سلف که در حقیقت بیانگر خرید و فروش مالکیت مشاع دارندگان اوراق از کالای خریداری شده است، مشکل فقهی پیدا می کند.



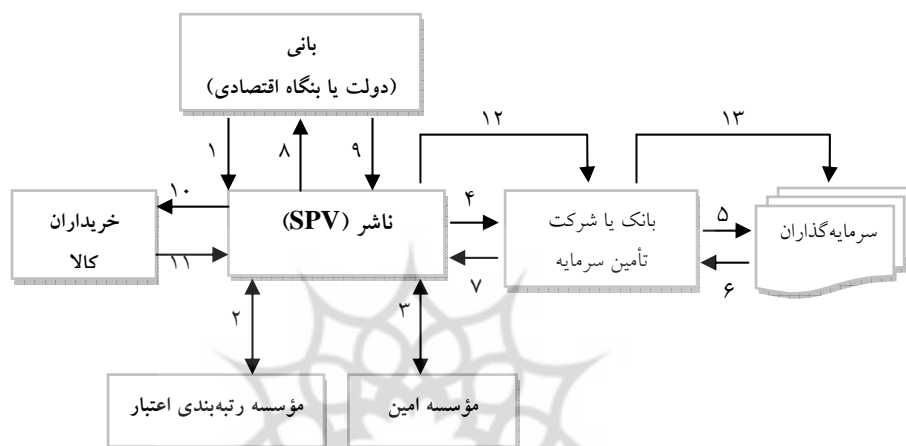
## ۲. مدل عملیاتی اوراق سلف (پیشنهادی برای ایران)

در این مدل\* بانی (دولت یا بنگاه اقتصادی بخش خصوصی) با تأسیس شرکت ناشر، طرح خود مبنی بر پیش‌فروش مقدار معینی محصول تولیدی مانند: نفت، گاز، مس، آلومینیوم یا فولاد را مطرح می‌کند، ناشر با تهیه امیدنامه، ویژگی‌های طرح، مانند: مقدار، جنس، نوع، سررسید، قیمت سلف و قیمت انتظاری فروش کالا در سررسید و ... را تعریف کرده، در اختیار مؤسسه رتبه‌بندی اعتبار قرار می‌دهد. مؤسسه با مطالعه امیدنامه، رتبه اعتباری طرح و اوراق را مشخص می‌کند. سپس ناشر با توافق بانی، مؤسسه‌ای معتبر را در جایگاه امین انتخاب می‌کند تا تمام مراحل طرح را نظارت و کنترل کند. بعد از موافقت امین، ناشر با کسب مجوز از سازمان بورس و اوراق بهادار به انتشار اوراق سلف اقدام کرده، به وسیله بانک یا شرکت تأمین سرمایه معتبری به سرمایه‌گذاران (خریداران اوراق) واگذار کرده، وجوه سرمایه‌گذاران را تجهیز می‌کند. آنگاه با وکالت از طرف آنان کالای مورد نظر را از بانی (دولت یا بنگاه اقتصادی) به صورت سلف خریداری می‌کند و قیمت آن را می‌پردازد. بانی براساس قرارداد سلف متعهد است کالای فروخته شده را در سررسید به ناشر تحویل دهد. ناشر به وکالت از طرف سرمایه‌گذاران کالا را تحویل گرفته، در بازار نقد به خریداران کالا می‌فروشد سپس وجوه حاصل از فروش کالا را پس از کسر کارمزد معین به سرمایه‌گذاران می‌پردازد و اوراق سلف را تسویه می‌کند.

به طور مثال، فرض کنید دولت جمهوری اسلامی ایران برای تأمین بخشی از کسری بودجه خود قصد پیش‌فروش یک میلیون بشکه نفت به قیمت هر بشکه ۷۰ دلار (هر دلار ۱۰ هزار ریال) به سررسید سه ماهه را دارد، برای این منظور شرکت ناشری را تأسیس می‌کند. ناشر با تعریف امیدنامه و کسب مجوزهای لازم از مؤسسه رتبه‌بندی، مؤسسه امین و سازمان بورس و اوراق بهادار، اوراق متحدالشکلی به ارزش اسمی ۷۰۰ میلیارد ریال منتشر کرده، به وسیله بانک یا شرکت تأمین سرمایه به سرمایه‌گذاران وامی‌گذارد. سپس با آن وجوه یک میلیون بشکه نفت را از دولت خریداری می‌کند و در سررسید نفت را

\* در طراحی این مدل کوشش شده از ادبیات مصوب سازمان بورس و اوراق بهادار ایران که در اوراق اجاره و استصناع به‌کار گرفته شده، استفاده شود.

تحویل گرفته، در بازار جهانی به فروش می‌رساند. اگر فرض کنیم قیمت هر بشکه نفت در سررسید ۷۵ دلار باشد و قیمت برابری دلار با ریال نیز تغییر نکرده باشد؛ صاحبان اوراق به مقدار پنج میلیون دلار معادل ۵۰ میلیارد ریال سود ناخالص خواهند داشت که بعد از کسر کارمزد به آنان پرداخت می‌شود.



شایان ذکر است، مشکل شرعی و ریسک‌هایی که در اوراق سلف مدل بحرین گذشت در مدل پیشنهادی نیز وجود دارد، یعنی اولاً، بازار ثانوی این اوراق نیز با مشکل فقهی پیش‌گفته روبه‌رو است، ثانیاً، در مدل پیش‌گفته نیز احتمال دارد بانی در سررسید کالای فروخته شده را تحویل ندهد یا ناشر بعد از تحویل‌گرفتن کالا، توان فروش به قیمت انتظاری را نداشته باشد. بنابراین در این مدل نیز لازم است از راه‌های مناسب پوشش ریسک، مخاطره‌های پیش‌گفته و مخاطره‌های دیگر تدبیر شود، البته مقایسه دو مدل عملیاتی نشان می‌دهد که مدل پیشنهادی کامل‌تر است چون به جهت ورود مؤسسه رتبه‌بندی و تفکیک مؤسسه امین از ناشر بخش مهمی از ریسک اوراق به‌صورت درون‌زا رفع می‌شود.

## بحث‌های فقهی اوراق سلف

از آنجا که استفاده از اوراق سلف در جایگاه ابزار تأمین مالی، پوشش ریسک و سیاست پولی، نیازمند امکان شرعی خرید و فروش آن در بازار اولیه و ثانویه است، لازم است بحث‌های فقهی مرتبط با این موضوع‌ها را درباره عقد سلف مورد بررسی قرار دهیم. مطالعه معامله‌های مطرح در مدل عملیاتی اوراق سلف، نشان می‌دهد که در بازار اولیه و

ثانویه این اوراق، معامله‌های ذیل صورت می‌گیرد.

۱. تأسیس شرکت ناشر که می‌تواند در قالب شرکت سهامی خاص یا عام باشد؛
۲. ناشر با انتشار اوراق و واگذاری آنها به سرمایه‌گذاران، در جایگاه وکیل آنان به خرید سلف اقدام می‌کند؛
۳. ناشر در جایگاه وکیل سرمایه‌گذاران، در سررسید، کالای خریداری‌شده را تحویل گرفته، در بازار نقد می‌فروشد و با سرمایه‌گذاران تسویه حساب می‌کند؛
۴. دارندگان اوراق سلف که در حقیقت مالکان مشاع کالای خریداری‌شده هستند می‌توانند تا سررسید منتظر مانده از سود انتظاری آن بهره‌مند شوند، همان‌طور که می‌توانند پیش از سررسید در بازار ثانوی فروخته و از بازار خارج شوند. روشن است معامله‌های بازار ثانوی ممکن است ده‌ها بار تکرار شود و یک ورق سلف تا سررسید ده‌ها بار خرید و فروش شود. بدیهی است که صحت شرعی مدل پیشنهادی بر صحت قراردادهای پیش‌گفته متوقف است. برای این منظور در این قسمت ابتدا می‌کوشیم تا با معرفی بُعدهای فقهی قرارداد سلف، ظرفیت‌ها و محدودیت‌های آن، امکان استفاده از اوراق سلف را در بازارهای اولیه و ثانویه فراهم سازیم و چنانکه کامیاب نبودیم در گام بعدی راه‌حل‌های دیگری که به صورت مکمل یا جایگزین عقد سلف مطرح می‌شوند را ارائه خواهیم کرد.

### تعریف سلف

سلف یا سلم از اقسام بیع و عکس نسبه است. طبق تعریف فقیهان، مبیع در سلف، کلی در ذمه است که در برابر مال نقد و برای سررسید معینی فروخته می‌شود (نجفی، بی تا: ۲۴، ۲۶۷). به مشتری مسلم به کسر لام و به فروشنده مسلم الیه گفته می‌شود. کالایی که فروخته می‌شود مسلم فیه و بهای آن را مسلم به فتح لام گویند (موسوی خمینی، بی تا: ۱، ۵۴۳).

### مشروعیت سلم

جواز و مشروعیت معامله سلف اجماعی است و افزون بر آن به ادله دیگری نیز استناد شده است. صاحب جواهر افزون بر اجماع به سنت متواتر و آیه شریفه «یا ایُّهَا الَّذِینَ آمَنُوا إِذَا تَدَايَنْتُمْ بِدَیْنٍ إِلَىٰ أَجَلٍ مُّسَمًّى فَآکْتُبُوهُ (بقره (۲)، ۲۸۲)» نیز استناد کرده است (نجفی، بی تا: ۲۴، ۲۶۷). در وسائل‌الشیعه بیش از ۵۰ روایت در ۱۳ باب تحت عنوان ابواب السلف آمده است (حرّ عاملی، ۱۴۰۹: ۱۸، ۲۸۴).

## شرایط سلف

در صحت سلف شرایطی معتبر است:

۱. کالایی که فروخته می‌شود باید جنس آن و نیز وصف‌هایی که در ثمن و رغبت مشتری اثر دارد، معین شود تا هیچ‌گونه غرر و ابهامی در کار نبوده باشد. این شرط در روایت امام صادق علیه السلام نیز آمده است (همان)؛
۲. ثمن نقد بوده و در مجلس عقد و پیش از جدا شدن فروشنده و مشتری از یکدیگر تحویل فروشنده شود. هرگاه مقداری از ثمن پرداخت شود معامله فقط نسبت به آن مقدار صحیح است. درباره این شرط با تفصیل بیشتری بحث خواهیم کرد؛
۳. مقدار کالا، با کیل، وزن یا شمارش، مشخص شود. این شرط نافی غرر است و ادله خاص (روایت‌ها) بر آن دلالت دارند. پیامبر اکرم صلی الله علیه و آله فرمود: «هر کس معامله سلف انجام می‌دهد اندازه و سررسید آن را معلوم کند» (نوری، ۱۴۰۸: ۱۳، ۳۸۱).
۴. سررسید تحویل کالا معین شود. این شرط نیز مقتضای نفی غرر است و افزون بر روایت شرط سابق، روایتی که امام صادق علیه السلام از امیرمؤمنان علیه السلام نقل می‌کند نیز بر آن دلالت دارد (کلینی، ۱۳۶۵: ۵، ۱۸۴)؛
۵. امکان تحویل کالا در سررسید و در محل تحویل آن، وجود داشته باشد. به عبارت دیگر، قدرت بر تحویل کالا داشته باشد. این هم از شرایط عمومی بیع است؛
۶. فروش مبیع سلف پیش از سررسید ممنوع است (نجفی، بی تا: ۲۴، ۳۲۰)؛
۷. معامله به ربا نیانجامد (همان: ۲۴، ۲۷۵).

## موانع ابزارسازی قرارداد سلف

در طراحی ابزار سلف در جایگاه ابزار تأمین مالی، پوشش ریسک و سیاست پولی، برخی از احکام فقهی سلف که به نظر می‌رسد مانع معامله‌های اوراق سلف در بازار اولیه یا ثانویه است، باید بررسی شود.

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

گذشت که یکی از شرایط صحت سلف این است که بهای کالای مورد معامله در جلسه عقد و پیش از تفرق متعاملین پرداخت شود. این در صورتی است که در معامله‌های

رایج در بازار، گاهی مشتری تمام یا بخشی از ثمن را بعد از انعقاد قرارداد می‌دهد. یعنی همان‌طور که کالا مؤجل است، ثمن نیز نقد پرداخت نمی‌شود و این به آن می‌انجامد که معامله تبدیل به کالی به کالی شود و مطابق نظر برخی از فقیهان باطل شود. بزرگانی مانند: شیخ طوسی (طوسی، ۱۳۸۷: ۲، ۱۷۰)، ابن‌زهیره (ابن‌زهیره، ۱۴۱۷: ۲۲۷)، ابن‌ادریس (ابن‌ادریس، ۱۴۱۰: ۲، ۳۰۷)، محقق (محقق حلی، ۱۴۰۸: ۲، ۵۷)، علامه (علامه حلی، بی‌تا: ۱۱، ۳۳۵) و صاحب‌جوهر (نجفی، بی‌تا: ۲۴، ۲۸۹) این شرط را ذکر کرده‌اند و عدم تحقق آن را سبب بطلان معامله دانسته‌اند.

شیخ مفید (مفید، ۱۴۱۳: ۳۷۲) به برخی از مسائل سلف اشاره کرده و متعرض این شرط نشده است. صدوق (صدوق، ۱۴۱۵: ۶۱۱) نیز فقط جواز سلف در هر کالایی را جایز دانسته است و متعرض شرایط صحت سلف نشده است. علامه حلی<sup>۱</sup> نوشته است: «اگر قسمتی از ثمن پیش از جدا شدن از یکدیگر پرداخت شود معامله در همان قسمت صحیح است» (علامه حلی، بی‌تا: ۱۱، ۳۳۵).

شهید ثانی نیز در صورتی که هنگام معامله اسمی از دین برده نشود اما بعد از آن، دین را به عنوان ثمن قرار دهند معامله صحیح می‌داند (عاملی (شهید ثانی)، ۱۴۱۳: ۳، ۴۱۲). امام خمینی<sup>۲</sup> بین دین مؤجل و حال تفصیل قائل شده و دین مؤجل را جایز نمی‌داند ثمن سلف قرار دهند و در دین حال نیز احتیاط می‌کنند (موسوی‌خمینی، بی‌تا: ۱، ۵۴۵).

کسانی که نقد بودن ثمن را شرط معامله می‌دانند دلایلی دارند، مهمترین آنها عبارت هستند از:

۱. اجماع (علامه حلی بی‌تا: ۱۱، ۳۳۵؛ ابن‌زهیره، ۱۴۱۷: ۲۲۷؛ نجفی، بی‌تا: ۲۴، ۲۸۹)؛

۲. اقتضای ماهیت عقد؛

۳. اصل عدم ملک و نقل (نجفی، بی‌تا: ۲۴، ۳۲۰)؛

۴. صدق بیع دین به دین (عاملی (شهید ثانی)، ۱۴۱۳: ۳، ۴۱۲)؛

۵. ادله نفی غرر.

در نقد این ادله می‌گوییم:

۱. به رغم اینکه بسیاری از فقیهان بزرگ دلیل اجماع را ذکر کرده و کسی هم به‌صورت جدی در اصل مسئله مخالفت نکرده است، اما احتمال مدرکی بودن آن زیاد است. یعنی احتمال دارد که فقیهان به جهت اینکه چنین معامله‌ای را از مصداق‌های بیع دین به دین دانسته‌اند، حکم به بطلان کرده‌اند. بنابراین اجماع نمی‌تواند به تنهایی مدرک قابل قبولی باشد، به‌ویژه اینکه

پیش از شیخ طوسی رحمته الله علیه کسی متعرض این شرط در قرارداد سلف نشده بود؛  
 ۲. کسانی که نقد بودن ثمن را مطابق مقتضای سلم دانسته‌اند باور دارند آنچه این معامله را از دیگر انواع بیع متمایز می‌کند همین شرط است. در پاسخ این استدلال گفته شده است: حتی اگر پرداخت ثمن در زمان معامله جزء ماهیت سلف باشد، معلوم نیست پرداخت فوری مراد باشد، اگر خریدار با فاصله کمی از زمان قرارداد آن را بپردازد از دید عرف منافات با ماهیت سلف ندارد. به همین جهت است که ابن جنید و مالک تأخیر تا سه روز را مضر نمی‌دانند (معصومی‌نیا، ۱۳۸۷: ۸۸)؛

۳. در استدلال درباره اصل عدم نقل، صاحب‌جوهر باور دارد که با وجود عمومات قرآنی چون «أَوْفُوا بِالْعُقُودِ» و «أَحْلَلَّ اللَّهُ الْبَيْعَ» تردیدی در حصول نقل و انتقال نیست (نجفی، بی‌تا: ۲۴، ۲۸۹) یعنی اینکه حتی اگر بپذیریم در صورت عدم پرداخت کل ثمن عنوان معامله سلف صادق نیست، بطلان چنین معامله‌ای، نیازمند دلیل است زیرا عمومات پیش‌گفته شامل آن می‌شوند؛

۴. غرر نیز نمی‌تواند دلیل بطلان چنین معامله‌ای باشد زیرا با تعیین وصف‌ها و ویژگی‌های آن و تعیین دقیق زمان پرداخت ثمن ابهامی در کار نمی‌ماند تا مصداق بیع غرری شود؛  
 ۵. اما شمول بیع دین به دین بر چنین معامله‌ای نیز ثابت نیست زیرا قدر متیقن از دین، دینی است که پیش از عقد ثابت شده باشد نه دینی که به واسطه خود عقد پدید بیاید (ر.ک: همان: ۸۹).

بنابراین حکم مسئله از نظر استدلال محل تردید جدی است، اما با توجه به فتوای مشهور فقیهان بلکه اجماع منقول بر لزوم پرداخت ثمن در مجلس قرارداد، باید در ابزارسازی، دیدگاه مشهور فقیهان رعایت شود چرا که سرمایه‌گذاران مالی و معامله‌گران این اوراق، تابع فتوای مشهور فقیهان هستند. بر این اساس مدل عملیاتی پیشنهادی به‌گونه‌ای طراحی شده که تمام قیمت قرارداد در مجلس عقد پرداخت شود. به این بیان که ناشر (SPV) بعد از موافقت اولیه با بانی و پیش از انعقاد قرارداد سلف، به انتشار اوراق سلف اقدام کرده، وجوه را جمع‌آوری می‌کند سپس با پرداخت آن وجوه کالای مورد نظر را پیش‌خرید می‌کند.

## ۲. ممنوعیت فروش مبیع پیش از سررسید

چنانکه گذشت یکی دیگر از احکام اختصاصی سلف، ممنوعیت فروش مبیع پیش از

سررسید است، هرگاه از عقد سلف به منظور تأمین مالی استفاده شود و درصد پدیدساختن بازار ثانویه برای آن نباشیم، مشکل خاصی از این جهت پیش نمی‌آید و امکان استفاده از قرارداد سلف حتی در معامله‌های کلان نیز وجود دارد؛ به طوری که افراد بتوانند به صورت مشاع آن کالا را مالک شوند، به طور مثال، ناشر (SPV) می‌تواند با انتشار اوراق سلف و با استفاده از منابع مالی صاحبان اوراق، یک میلیون بشکه نفت یا ده هزار تن فولاد یا یک هواپیما را به صورت سلف خریداری کند. صاحبان اوراق می‌توانند پس از سررسید، سهم خود از کالا را فروخته یا در بهره‌برداری از آن شریک باشند.

مشکل زمانی پیش می‌آید که بخواهیم از این عقد ابزار مالی قابل معامله در بازار ثانویه طراحی کنیم. این مسئله بر این مبتنی است که بتوان کالایی را که به صورت سلف خریداری شده و قیمت آن نیز پرداخت شده، پیش از سررسید در بازار ثانویه فروخت. در حالی که اکثر فقیهان چنین معامله‌ای را جایز نمی‌دانند.

در این قسمت ادله فقیهان در این باره را بررسی خواهیم کرد. در مسئله فروش مبیع قرارداد سلف، سه صورت قابل تصور است که فقط یک صورت آن درباره مسئله مورد بحث ما مرتبط است:

أ. فروش مبیع پیش از سررسید؛

ب. فروش مبیع بعد از سررسید و پیش از قبض؛

ج. فروش مبیع بعد از سررسید و بعد از قبض.

صورت سوم بدون هیچ اختلاف، جایز است، زیرا شبهه‌ای وجود ندارد که شخص کالایی را که خریده و قبض کرده، مالک شده است و می‌تواند به خود فروشنده و یا به هر فرد دیگری بفروشد. درباره صورت دوم هم اختلاف وجود دارد، اکثر فقیهان اصل جواز را هر چند با کراهت قبول دارند. اما جواز این دو صورت، برای استفاده از این عقد در ابزاری سازی کافی نیست.

یگانه صورتی که جواز یا عدم جواز آن در ابزاری سازی دخالت دارد، صورت نخست یعنی فروش مبیع پیش از سررسید، آن هم به شخص ثالث است که در ادامه به بررسی آن می‌پردازیم. صاحب جواهر چنین معامله‌ای را جایز نمی‌داند و دلیل آن را اجماع منقول از تنقیح، غنیه و جامع المقاصد می‌داند و قول به جواز صاحب وسیله و برخی از متأخران مانند: شهید

ثانی علیه السلام را مضر به این اجماع نمی‌داند. وی همچنین دلیل عدم جواز را عدم ملکیت خریدار یا قادر نبودن بر تسلیم مبیع نمی‌داند، زیرا به باور وی ملکیت با خود عقد حاصل شده و قدرت نیز در سررسید حاصل است (نجفی، بی تا: ۲۴، ۳۲۰). در *مفتاح الکرامه* نیز اجماع بر عدم جواز، از منابع متعددی مانند: *کشف الرموز*، *تنقیح غنیه*، *جامع المقاصد*، *مجمع البرهان*، *کفایه و حدائق* نقل شده است (عاملی، ۱۴۱۷: ۴، ۴۷۳).

سیدعلی طباطبایی (صاحب ریاض) نیز بیع سلف پیش از زمان سررسید را به طور مطلق جایز ندانسته و خلافتی در مسئله غیر از آنچه از برخی متأخران نقل شده است نمی‌داند (طباطبایی، ۱۴۱۸: ۹، ۱۲۸). در برابر اجماع منقول، دیدگاه‌های دیگری هم وجود دارد. ابن حمزه در *وسیله* می‌فرماید:

«هر گاه خریدار بخواهد در زمان سررسید یا پیش از آن مبیع را به خود فروشنده و به همان جنسی که خریده و به مبلغ بیشتری بفروشد، جایز نیست اما فروش به جنس دیگر اشکال ندارد» (ابن حمزه، ۱۴۰۸: ۲۴۲).

صاحب *حدائق* نیز بعد از نقل اجماع، با ذکر برخی از اقوال مخالف، در آن خدشه می‌کند. وی، شهید ثانی علیه السلام در *مسالك* و نیز در *روضه* را متمایل به جواز دانسته و همچنین قول به جواز را به علامه علیه السلام در *تذکره* و نیز پسر شهید ثانی در *حواشی* وی بر *شرح لمعه* و محقق اردبیلی علیه السلام نسبت می‌دهد (بحرانی، ۱۴۰۸: ۲۰، ۴۷ - ۴۶).

شهید ثانی علیه السلام در *مسالك* بعد از توضیح عبارت *شرايع*، اشکالی را طرح می‌کند مبنی بر اینکه خریدار حق مالی دارد و می‌تواند حق خود را به دیگری بفروشد و اینکه وی نمی‌تواند آن را پیش از سررسید، مطالبه کند، دلیل بر این نمی‌شود که نتواند آن را بفروشد. وی با این استدلال، تمایل خود به جواز چنین معامله‌ای را اظهار می‌دارد (عاملی) (شهید ثانی)، (۱۴۱۳: ۳، ۴۳۳). شهید اول علیه السلام و شهید ثانی علیه السلام و فاضل میسی علیه السلام صلح بر آن را نیز جایز دانسته‌اند (همان).

فقیهان اهل سنت نیز فروش سلف پیش از سررسید را جایز نمی‌دانند. در *منهاج الهدایه* آمده است:

«بیع سلم پیش از سررسید به طور مطلق جایز نیست اعم از اینکه به صورت نقد فروخته شود یا نسیه و به خود فروشنده اولی باشد یا شخص دیگری، توله باشد یا غیر آن، اما



بنابر اصح صلح آن جایز است» (کلباسی، بی تا: ۲۴۹).

ابن عبدالبر هم عدم جواز را قول ابوحنیفه، ثوری، اوزاعی، شافعی و لیث می داند و دلیل آنان را نهی پیامبر اکرم ﷺ از بیع «ما لیس عندک و ربیح مالم یضمن» برشمرده است. همچنین وی قول مالک را در جواز شرکت و تولیه در سلف نقل کرده و دلیل وی را هم این دانسته که شرکت و تولیه در نزدش عمل خیر و معروف است که مورد تشویق و ترغیب پیامبر اکرم ﷺ است (ابن عبدالبر، ۱۳۸۷: ۱۶، ۳۴۵).

در این قسمت دلایل عدم جواز بیع پیش از سررسید را بررسی می کنیم. فقیهان در مجموع به هفت دلیل استناد کرده اند که به نظر می رسد تمام آنها قابل پاسخ باشند.

۱. در قرارداد سلف، پیش از سررسید، خریدار هنوز مالک مبیع نشده است تا بتواند آن را بفروشد و به دیگری منتقل کند.

**پاسخ:** این استدلال صحیح نیست، زیرا مالکیت مبیع با انشای عقد سلف پدید می آید و پیش از سررسید خریدار مالک کلی در ذمه بایع است و در بیع دوم همان را به دیگری منتقل می کند.

۲. در قرارداد سلف، پیش از سررسید، خریدار قدرت بر تسلیم (تحویل) مبیع ندارد.

**پاسخ:** در قرارداد بیع، قدرت بر تسلیم در زمان انشای عقد، شرط صحت معامله نیست. بلکه قدرت بر تسلیم هنگام سررسید شرط است که در آن موقع امکان تسلیم وجود دارد.

۳. فروش مبیع سلف، پیش از سررسید، معامله غرری است.

**پاسخ:** اولاً، می توان در قرارداد با ذکر دقیق شرایط و وصف های مبیع و زمان سررسید، به طور کامل قرارداد را منضبط کرد و زمینه هر نوع غرری را از بین برد، ثانیاً، همین اشکال بر فرض وجود بر سلف اول هم وارد است، چون فرض بر این است همان کالایی که در سلف اول خریداری شده، فروخته می شود.

۴. در قرارداد سلف، پیش از سررسید، خریدار استحقاق مطالبه ندارد.

**پاسخ:** استحقاق مطالبه پیش از سررسید، شرط صحت سلف نیست و گرنه باید سلف

اول نیز باطل می شد.

۵. فروش سلف پیش از سررسید، از مصداق های بیع دین به دین است.

**پاسخ:** اولاً در اغلب موارد به ویژه در مسئله اوراق سلف، ثمن معامله نقد است.

بنابراین از مصداق‌های بیع دین به دین نخواهد بود. ثانیاً بیع دین به دین در صورتی باطل است که مبیع و ثمن پیش از قرارداد دین باشند نه به خود قرارداد و اگر یکی از ثمن یا مثنی به خود قرارداد دین شود از نظر صحت یا بطلان اختلاف نظر وجود دارد.

۶. فروش سلف پیش از سررسید، از مصداق‌های بیع دین پیش از قبض است.

**پاسخ:** مشهور فقیهان شیعه، بیع دین را جایز می‌دانند، چون عموم ادله بیع مانند: آیه شریفه «أَحَلَّ اللَّهُ الْبَيْعَ» شامل آن می‌شود و اگر دلیل خاصی در کار نباشد شامل چنین معامله‌ای شده و مشروعیت آن را اثبات می‌کند.

۷. اجماع، گذشت که فقیهان فراوانی بر ممنوعیت چنین معامله‌ای نقل اجماع کرده‌اند.

**پاسخ:** همان‌گونه که مشاهده می‌شود دلایل شش‌گانه نخست ممنوعیت فروش مبیع سلف پیش از سررسید، قابل پاسخ‌گویی است. مشکل عمده وجود اجماع بر خلاف است که به صورت مهمترین دلیل بر عدم جواز آورده شده است. درباره این اجماع نیز نکته‌های ذیل قابل تأمل است.

اولاً؛ اتفاق کامل بین فقیهان وجود ندارد زیرا همان‌گونه که اشاره شد، ابن‌حمزه رحمته الله، صاحب *حدائق*، شهید ثانی رحمته الله و برخی دیگر یا با صراحت یا تلویحاً قول به جواز را پذیرفته‌اند؛ ثانیاً با وجود دلایل پیش‌گفته احتمال فراوان وجود دارد که اجماع‌کنندگان هر یک به دلیلی استناد کرده باشند و با این احتمال، اجماع از اعتبار و حجیت ساقط می‌شود.

با این وجود، فتوا دادن در برابر شهرتی که نزدیک به اتفاق است، دشوار است. و از طرف دیگر، همان‌گونه که در بحث پیشین هم اشاره کردیم با توجه به اینکه اغلب متعاملان و سرمایه‌گذاران اوراق سلف، مقلد فقیهانی هستند که چنین معامله‌ای را جایز نمی‌شمارند، معامله‌های بازار ثانوی اوراق سلف در مدل عملیاتی بحرین و در مدل عملیاتی پیشنهادی، دچار مشکل جدی خواهد بود.

### ۳. بورس‌بازی با اوراق سلف

یکی از مبانی خرید و فروش صکوک سلف، جواز بورس‌بازی است. بورس‌بازی که به آن سفته‌بازی نیز گفته می‌شود در حالت کلی، فعالیتی اقتصادی است که به هدف دستیابی به سود از راه پیش‌بینی تغییرهای قیمت کالا، اوراق بهادار یا ارز صورت می‌گیرد. این

فعالیت ممکن است از راه خرید و فروش کالا یا خدمتی به صورت نقد، نسیه یا سلف انجام گیرد، اما به تناسب ماهیت مسئله در قراردادهای سلف، نمود بیشتری دارد. اغلب خریداران اوراق سلف قصد استفاده از کالای خریداری شده را ندارند بلکه هدف آنها از خرید و نگهداری اوراق، کسب سود یا پوشش ریسک است.

بنابراین اگر بورس‌بازی مشروع باشد، ورود سرمایه‌گذاران مالی و بورس‌بازان رونق فراوانی به بازار اولیه اوراق سلف خواهد داد اما اگر بورس‌بازی را نامشروع بدانیم بازار ثانوی اوراق سلف با محدودیت جدی روبه‌رو می‌شود و این باعث کم‌رنگ شدن بازار اولیه نیز می‌شود.

در بین فقیهان شیعه، فقط آیت‌الله صدر<sup>ره</sup> باور دارد سودی که از خرید و فروش به دست می‌آید باید نتیجه خدمتی باشد که تاجر ارائه می‌کند و صرف نقل و انتقال ملکیت بدون اینکه کاری صورت گیرد، نمی‌تواند مجوز سود بردن باشد (صدر، ۱۳۷۵: ۶۴۵). بر این اساس، شهید صدر<sup>ره</sup> بورس‌بازی را، مانند اینکه شخصی کالایی را به صورت نقد، نسیه یا سلف خریداری کند به قصد اینکه آن را گران‌تر فروخته بدون اینکه کاری روی آن انجام دهد، جایز نمی‌داند.

نویسندگان از اهل سنت نیز مانند: امینی و قرشی، منذرقحف (خورشید احمد، ۱۳۷۴: ۳۲۰ - ۳۱۹) ترکمانی و قلعاوی، بورس‌بازی را در اسلام ممنوع دانسته‌اند (ترکمانی، ۱۹۸۸: ۱۱۷ - ۱۱۵). قحف گفته است که اقتصاددانان بر مجاز نبودن بورس‌بازی دو دلیل دارند: ۱. سفته‌بازی نوعی قمار است؛ ۲. سفته‌بازی فروش چیزی است که فرد مالکش نیست. منان نیز سفته‌بازی را حرام دانسته که افراد در پی نفع شخصی خود بوده و با پدیدساختن کمبود مصنوعی در اقتصاد سبب فشار بر مسلمانان می‌شوند (خورشید احمد، ۱۳۷۴: ۳۱۹). قلعاوی نیز بورس‌بازی را نوعی معامله صوری دانسته، بدون اینکه نیت بر انجام معامله واقعی وجود داشته باشد (قلعاوی، ۱۴۱۸: ۱۴۷ - ۳۴۶).

بنابراین دقت در کلام اکثر اندیشه‌وران اهل سنت، بیانگر این است که آنان موردهای خاصی از بورس‌بازی را اراده کرده و آن را ممنوع کرده‌اند. از جمله اینکه بورس‌بازی، همراه با اشاعه کذب و تبانی برای پدیدساختن قیمت‌های مصنوعی و کمبود در بازار باشد یا همان‌گونه که قحف بیان کرد فروشنده، چیزی را که مالکش نیست بفروشد، اما در

صورتی که این معامله‌ها به صورت واقعی و بدون پدیدساختن اختلال در بازار باشد منعی بر آن نیست زیرا اطلاق ادله بیع مانند «أَحَلَّ اللَّهُ الْبَيْعَ» و «تِجَارَةٌ عَنِ تَرَاضٍ» شامل آن شده و دلیل خاصی هم بر منع آن وجود ندارد. افزون بر اینکه روایت‌های خاصی نیز وجود دارد که از آنها جواز بورس‌بازی به معنایی که گفته شد فهمیده می‌شود:

«محمد بن یعقوب به سند خود حدیثی را از ابراهیم کرخی نقل می‌کند که می‌گوید از امام صادق علیه السلام پرسیدم: من تعدادی درخت خرما به مبلغ معینی به فردی فروختم. وی پیش از اینکه پول آنها را به من بپردازد، آنها را به مبلغ بیشتری به دیگری فروخت، امام علیه السلام فرمودند: اشکال ندارد. آیا وی قیمت درختان را برای تو تضمین نکرده بود؟ گفتم: بلی، فرمود: بنابراین سود برای وی است» (حرّ عاملی، ۱۴۰۹: ۱۸، ۶۴، ح ۲۳۱۵۲).

در حدیث دیگری این کار به عدم اختلال به وضعیت معاش مردم مشروط شده است (همان: ۱۷، ۴۲۸ - ۴۲۷). به همین جهت است که فقیهان شیعه و اهل سنت چنین شرطی (عدم بورس‌بازی) را در صحت معامله‌ها شرط نکرده و به‌طور عموم براساس عمومات «أَحَلَّ اللَّهُ الْبَيْعَ» و «تِجَارَةٌ عَنِ تَرَاضٍ» چنین معامله‌هایی را مشروع دانسته‌اند.

بنابراین به نظر می‌رسد اگر مانع دیگری مانند کذب و تبانی وجود نداشته باشد، صرف انگیزه بورس‌بازی مانع از صحت معامله نخواهد بود و از این جهت مشکلی برای انتشار اوراق سلف و تشکیل بازار ثانوی آن نخواهد بود، البته بحث بورس‌بازی نیاز به تحقیق مستقل و مناسب خود دارد که باید در جای خود بررسی شود (میرمعزی، ۱۳۸۲: ۶۲ - ۵۱ و معصومی‌نیا، ۱۳۸۷: ۱۶۴ - ۱۶۰).

### راه‌حل‌های استفاده از اوراق سلف

بررسی دیدگاه‌های فقهی نشان می‌دهد مانع جدی بر سر راه ابزارسازی قرارداد سلف، جایز نبودن فروش مجدد مبیع سلف پیش از سررسید است که به باور اغلب فقیهان شیعه و اهل سنت اشکال دارد و اکثر افرادی که می‌خواهند به خرید یا فروش این اوراق اقدام کنند از این فقیهان تقلید می‌کنند. مشکل پیش‌گفته مانع شکل‌گیری بازار ثانوی برای اوراق سلف شده و آن را در بازار اولیه محدود می‌کند. برای حل مشکل راهکارهایی مطرح است که در این قسمت به نقد و بررسی آنها می‌پردازیم.

## ۱. سلف موازی

هر یک از فروشنده و خریدار سلف می‌تواند در کنار سلف اولیه به معامله سلف مستقل دیگری با همان فرد یا افراد دیگر اقدام کند. چنین معامله‌ای در عرف بازار متداول است. کسی که مقداری از کالایی را پیش‌خرید کرده است می‌تواند به منظور برخورداری از سود، با انعقاد معامله سلف دیگری کل یا مقداری از آن کالا را به افراد دیگری به قیمت بیشتری بفروشد. طبیعی است که سررسید سلف دوم باید هم‌زمان یا متأخر از سلف اول باشد، در معامله پیش‌گفته، خریدار در سلف اول، فروشنده در سلف دوم خواهد بود، به‌طور مثال، تاجر جزئی که به قراردادهای متعدد سلف، از ده کشاورز هر کدام یک تن برنج خریده است، جهت تأمین مالی یا پوشش ریسک خود به پیش‌فروش ده تن برنج به تاجر عمده اقدام می‌کند، همان‌طور که وی نیز ممکن است در قرارداد سلف دیگری به شخص دیگری واگذارد. چنین معامله‌هایی مشهور به سلف موازی هستند و تمام معامله‌ها بر روی مبیع کلی که وصف‌های آن در معامله تعیین شده، انجام می‌گیرد. هر یک از این معامله‌ها مستقل از دیگری است، به همین جهت اگر یکی از قراردادهای سلف مشکل پیدا کند، به سلف دیگر تعدی پیدا نمی‌کند. چنین معامله‌ای از نظر فقهی مشکلی ندارد زیرا فروش پیش از سررسید مبیع سلف، شامل آن نمی‌شود. در فقه اهل سنت نیز چنین معامله‌ای مشروع دانسته شده است. به همین مناسبت هیئت محاسبه و مراجعه مؤسسه‌های مالی اسلامی در بیانیه شماره ۱۰ خود قرارداد سلف و سلف موازی را تأیید کرده است (Shariq Nisar).

با این وجود، حل مشکل بازار ثانوی اوراق سلف از راه سلف موازی دشوار به نظر می‌رسد زیرا طراحی اوراق سلف باید به گونه‌ای باشد که وقتی دارنده اوراق سلف، آن را به دیگری فروخت ارتباط وی با بازار و کالای فروخته‌شده قطع شود و به اصطلاح از بازار خارج شود. در حالی که فروشنده سلف موازی هنگام سررسید باید کالای خود را تحویل گرفته و به خریدار سلف دوم تحویل دهد. وی نیز که به سلف موازی دیگری اقدام کرده، باید کالا را تحویل گرفته و به نفر بعدی تحویل دهد و همه معامله‌گران در برابر هم به ترتیب مسؤول هستند. در حالی که در بازارهای ثانوی همه معامله‌گران حد وسط از بازار خارج شده و مسؤولیتی نمی‌پذیرند و فقط فروشنده اولیه و خریدار نهایی است که در برابر هم مسؤولیت دارند.

ممکن است خریدار اول به دومی وکالت دهد که در سررسید از جانب وی کالا را تحویل بگیرد و به جای طلب خودش از وی قرار دهد. خریدار افزون بر وکالت تحویل به خریدار بعدی وکالت در توکیل نیز می‌دهد که بتواند به افراد دیگری نیز وکالت بدهد. مشکلی که ممکن است در این روش وجود داشته باشد این است که اولاً، عرف و معامله‌گران بازار، چنین معامله‌ای را بر روی همان کالای نخست می‌دانند و استقلال معامله‌ها را متوجه نمی‌شوند. در نتیجه قصد سلف‌های مستقل و موازی خلاف متفاهم بازار بوده، نیازمند تدوین دستورالعمل‌های شفاف است تا به تدریج ادبیات جدید را عرفی کند. ثانیاً، به مقتضای استقلال قراردادها چنانکه فروشنده اول درباره تعهد خود تخلف کند باید خریدار آخر به فروشنده آخر و وی به نفر پیش از خود و وی به نفر پیش از خود مراجعه کند تا به فروشنده اول منتهی شود؛ این در حالی است که در بازارهای مالی به جز فروشنده اول و خریدار نهایی، بقیه معامله‌گران از بازار خارج شده و به‌طور معمول دسترسی به آنان وجود ندارد و آنان نیز بعد از خروج از بازار مسئولیتی به عهده نمی‌گیرند. بنابراین باید در دریافت وثیقه‌ها و تضمین‌ها دقت لازم صورت گیرد تا فرایند اجرایی معامله با نکول روبه‌رو نشود.

## ۲. واگذاری وکالتی

وکالت، عقدی است که به واسطه آن کسی کاری را به دیگری وامی‌گذارد تا برای وی انجام دهد و نیاز به ایجاب و قبول دارد اما صیغه خاصی در آن معتبر نیست بلکه با هر عبارت یا نوشته‌ای که مقصود را برساند، کافی است. وکالت در جمیع عقدها مانند: بیع، صلح، اجاره و ... صحیح است (موسوی خمینی، بی تا: ۲، ۳۹). استفاده از عقد وکالت در بیع سلف به این صورت است که خریدار اولیه، هنگامی که قصد دارد اوراق سلف خود را که سند دال بر مالکیت مشاع وی بر کالای خاصی است بفروشد، به جای فروش با گرفتن مبلغی معادل قیمت روز اوراق سلف به صورت قرض، به دیگری وامی‌گذارد و به وی وکالت می‌دهد تا در سررسید، کالا را از جانب وی قبض کرده و به وکالت از وی به خودش یا دیگری به همان قیمت بفروشد و بابت طلبی که به صورت قرض از واگذار کننده اوراق سلف دارد بردارد. همچنین برای اینکه افراد دیگری هم بتوانند به بازار ثانوی این اوراق وارد شوند می‌تواند به دریافت‌کننده اوراق سلف افزون

بر وکالت در فروش، وکالت در توکیل هم بدهد. به این بیان که وی نیز حق داشته باشد با گرفتن مبلغی معادل قیمت روز اوراق سلف، وکالت در تحویل و فروش و تسویه کند. البته ضرور است این وکالت از راه عقد خارج لازم، لازم شده و نتوان آن را فسخ کرد. در این روش، خریدار با دادن وکالت به افراد بعدی پای خود را از معامله کنار می‌کشد و با توجه به این که معامله بعدی بعد از سررسید و حتی بعد از قبض صورت می‌گیرد، مشکل سلف موازی در آن وجود ندارد. اما مانند سلف موازی، هر گاه آخرین وکیل به دریافت و قبض کالا از فروشنده اصلی کالا موفق نشود به مقتضای وکالت باید به افراد پیشین مراجعه کرده و دریافت خسارت کند؛ در حالی که مطابق رویه بازارهای مالی امکان مراجعه به آنان وجود ندارد. در این روش نیز باید مانند روش پیشین باید تضمین‌های کافی گرفته شود.

مشکل دوم اینکه به مقتضای قرارداد وکالت چنانکه برای فروشنده اولیه یا یکی از خریداران واسطه مشکلی مانند: مرگ، جنون یا بیهوشی پیش بیاید، قرارداد وکالت باطل می‌شود و این باعث اختلال در بازار ثانویه می‌شود.

### ۳. صلح مبیع سلف

عقد صلح، عقدی است که دو نفر بر امری مانند: تملیک عین، منفعت یا اسقاط دین و حق و مانند آن تراضی و تسالم کنند. عقد صلح فایده عقدهای دیگر را داشته اما شرایط آنها در این عقد معتبر نیست (همان: ۱، ۵۶۱). به‌طور مثال قبض ثمن در بیع سلف لازم است اما در صلح بر آن لازم نیست. ویژگی دیگر عقد صلح، لزوم آن است یعنی بعد از انعقاد، هر یک از طرفین نمی‌تواند به تنهایی آن را فسخ کند مگر اینکه هر دو راضی بوده و به اقاله آن اقدام کنند (همان: ۵۶۲).

بر این اساس، در سلف، خریدار اول می‌تواند پیش از سررسید و قبض کالا، آن را از راه صلح به دیگری واگذارد. این به آن جهت است که در قرارداد صلح محدودیت‌هایی که در بیع وجود دارد، نیست. چنانکه پیش از این گفته شد فقیهانی مانند شهید اول علیه السلام و شهید ثانی علیه السلام و فاضل میسی علیه السلام صلح بر چنین کاری را جایز دانسته‌اند (عاملی، ۱۴۱۷). افراد بعد نیز از راه صلح می‌توانند این کار را ادامه دهند. در این روش به مقتضای قرارداد صلح خریداران اوراق سلف مالک مبیع در ذمه فروشنده اول شده و فروشندگان بعدی از بازار

خارج می‌شوند. بنابراین سرانجام نفر آخر با مراجعه به فروشنده اول، کالا را دریافت می‌کند. محدودیت این روش در آن است که به باور اکثر فقهای اهل سنت، قرارداد صلح عقد مستقل نبوده و در چنین مواردی قابل استفاده نیست؛ در نتیجه بازار ثانوی این ابزار کاربردی داخلی خواهد داشت و قابل عرضه در کشورهای مسلمان سنی‌نشین نخواهد بود.

## جمع‌بندی

مطالعه‌های مالی جدید نشان می‌دهد که می‌توان با استفاده از عقودهای مشروع، ابزارهای مالی با کاربردهای گوناگون طراحی کرد. اوراق سلف که براساس عقد سلف طراحی می‌شود قابلیت دارد در جایگاه ابزار مناسبی برای تأمین کسری بودجه دولت، تأمین مالی بنگاه‌های اقتصادی، ابزار مناسبی برای پوشش ریسک تغییرهای قیمت مواد اولیه و کالاهای سرمایه‌ای و سرانجام در جایگاه ابزار مناسبی برای سیاست پولی به‌وسیله بانک مرکزی به‌کار گرفته شود.

برای اوراق سلف: مدل‌های عملیاتی گوناگونی می‌توان طراحی کرد تا نیازهای مالی هر کشور را پوشش دهد، در مقاله حاضر کوشیده شد با استفاده از تجربه دیگر کشورهای اسلامی مدلی متناسب با قوانین و مقررات بازار سرمایه ایران ارائه شود. معامله‌های بازار اولیه اوراق سلف هیچ مشکلی ندارد اما معامله‌های بازار ثانویه آن گرچه براساس موازین شریعت و قواعد عمومی معاملات قابل تصحیح است اما براساس دیدگاه مشهور فقه اسلامی محل اشکال است، برای برون‌رفت از این اشکال راهکارهای سه‌گانه‌ای در مقاله پیشنهاد شد.



## منابع و مأخذ

۱. ابن عبدالبر، يوسف بن عبدالله، ۱۳۸۷ق، التمهيد، ۱۶، بيروت: دارالاحياء التراث الاسلامي.
۲. ابن حمزه، محمد بن علي بن، ۱۴۰۸ق، الوسيلة إلى نيل الفضيله، قم: مكتبة آية الله المرعشي النجفي، اول.
۳. بحراني، يوسف بن احمد، ۱۴۰۵ق، الحدائق الناضرة في أحكام العترة الطاهرة، قم: مؤسسه نشر اسلامي، اول.
۴. تركماني، عدنان خالد، ۱۹۸۸م، السياسة النقدية و المصرفية، بيروت: مؤسسة الرسالة.
۵. حرّ عاملي، محمد بن حسن، ۱۴۰۹ق، وسائل الشيعة، قم: مؤسسه آل البيت لإحياء التراث.
۶. حلبي، حمزه بن علي بن زهره، ۱۴۱۷ق، غنية النزوع إلى علمي الأصول و الفروع، تحقيق ابراهيم بهادري، قم: مؤسسه الامام الصادق، اول.
۷. حلي (محقق حلي)، جعفر بن حسن، ۱۴۰۳ق، شرايع الاسلام في مسائل الحلال و الحرام، بيروت: دارالاضواء.
۸. حلي (علامه حلي)، جمال الدين حسن بن يوسف، ۱۳۷۴ش، تذكرة الفقهاء، قم: مؤسسه آل البيت لإحياء التراث.
۹. حلي، محمد بن ادريس، ۱۴۱۰ق، السرائر، قم: مؤسسه نشر اسلامي.
۱۰. خورشيد احمد، ۱۳۷۴ش، مطالعاتي در اقتصاد اسلامي، ترجمه محمدجواد مهدوي، مشهد: بنياد پژوهش هاي آستان قدس رضوي.
۱۱. طباطبائي، سيدعلي، ۱۴۱۸ق، رياض المسائل في تحقيق الأحكام بالدلائل، قم: مؤسسه آل البيت لإحياء التراث، اول.
۱۲. طوسي، محمد بن حسن، ۱۳۸۷ق، المبسوط في فقه الاماميه، تهران: المكتبة المرتضوية لإحياء الآثار الجعفرية، الثالثة.
۱۳. عاملي، محمدجواد، ۱۴۱۷ش، مفتاح الكرامة في شرح قواعد، بيروت: مؤسسه فقه الشيعة.
۱۴. عاملي (شهيد ثاني)، زين الدين، ۱۴۱۳ق، مسالك الافهام، ۱۲، قم: مؤسسه معارف اسلامي، اول.
۱۵. قلعاي، عسان، ۱۴۱۸ق، المصارف الاسلامية ضرورة عصريه، بيروت: دارالمكتبي.
۱۶. كلباسي، ابراهيم، بي تا، منهاج الهداية، بي جا: مخطوطه.

۱۷. کلینی، محمد بن یعقوب، ۱۳۶۵ش، *الکافی*، تهران: دارالکتب الاسلامیه.
۱۸. معصومی نیا، غلام علی، ۱۳۸۷ش، *بررسی فقهی اقتصادی ابزارهای مشتقه*، تهران: پژوهشگاه فرهنگ و اندیشه اسلامی.
۱۹. موسویان، سیدعباس، ۱۳۸۶ش، *ابزارهای مالی اسلامی (صکوک)*، تهران: پژوهشگاه فرهنگ و اندیشه اسلامی.
۲۰. موسوی خمینی، سیدروح الله، بی تا، *تحریر الوسیله*، قم: مؤسسه دارالعلم، اول.
۲۱. موسوی خویی، سیدابوالقاسم، ۱۴۱۰ق، *منهاج الصالحین*، قم: مدینه العلم.
۲۲. میرمعزی، سیدحسین، ۱۳۸۲ش، «بورس بازی از نگاه فقه»، *فصلنامه اقتصاد اسلامی*، سال دوم، ش ۹.
۲۳. نجفی، محمدحسن، بی تا، *جواهر الکلام فی شرح شرائع الإسلام*، بیروت: داراحیاء التراث العربی، هفتم.
۲۴. نوری، میرزاحسین، ۱۴۰۹ق، *مستدرک الوسائل*، ۱۷، بیروت: مؤسسه آل البیت علیهم السلام لاحیاء التراث.
۲۵. *مجله الشرق الاوسط*، ۶ ربیع الاول ۱۴۲۲ق، ۲۹ العدد ۸۲۱۸.
۲۶. مفید، محمد بن محمد بن نعمان، ۱۴۱۳ق، *المقنعه*، قم: المؤتمر العالمی لالفقیه الشیخ المفید، اول.
۲۷. صدوق، محمد بن علی بن بابویه، ۱۴۱۵ق، *المقنعه*، قم: مؤسسه امام هادی علیه السلام، اول.
۲۸. صدر، سیدمحمدباقر، ۱۳۷۵ش، *اقتصادنا*، خراسان: انتشارات اعلام اسلامی، اول.

## ب. انگلیسی

1. Arsalan, AliTarig, Humayon, Dar, 2007, *Risks of Sukuk structures: Implications for resource mobilization*,
2. Obaidullah, Mohammed, 2005, *Islamic Financial Services*, Jaddah, King Abdulaziz.
3. Sharig, Nisar, 2007, *Slamic Bonds (Sukuk): Its Introduction and Application*.
4. <http://www.financeinislam.com>
5. <http://www.Menafn.com>.
6. <http://www.womengateway.com>.