

## صکوک سلف موازی ارز؛ ابزار در راستای تنظیم بازار ارز

میثم حقیقی<sup>۱</sup>

ناهید مؤمنی نژاد<sup>۲</sup>

تاریخ پذیرش: ۹۴/۱۰/۲۷

تاریخ دریافت: ۹۴/۸/۲۵

### چکیده

نوسان نرخ ارز خارجی در مقابل پول ملی یکی از عوامل اصلی ایجادکننده شرایط ناطمینانی و در نتیجه نابسامانی بازار ارز است. بدین منظور کشورهای جهان با استفاده از معاملات سلف ارز، با این روش که ثمن و مثن در آینده مورد مبادله قرار می‌گیرد، اقدام به مدیریت و مهار این نوسانات ارزی کرده‌اند. اما با توجه به آنکه معاملات دین در برابر دین بر اساس فقه امامیه، نامشروع است، نمی‌توان از این روش برای مدیریت نوسانات نرخ ارز در کشورمان استفاده کرد و تنها در صورتی که تمام شرایط عقد سلف رعایت شود، امکان استفاده از آن وجود دارد. از سویی، استفاده از ظرفیت بالای ابزارهای مالی، بر مبنای عقد شرعی امکان مدیریت این نوسانات را برای مقامات پولی و ارزی فراهم می‌آورد. لذا یکی از این ابزارهای مالی، می‌تواند «صکوک سلف ارز» باشد.

مقاله حاضر با روش توصیفی تحلیلی و استفاده از منابع کتابخانه‌ای معتبر تلاش کرده است به اثبات این فرضیه بپردازد که «صکوک سلف موازی ارز، ابزاری برای تنظیم نوسانات، کنترل نقدینگی و رفتار سوداگرانه در بازار ارز می‌باشد» و به این نتیجه می‌رسد که صکوک سلف ارز را می‌توان برای تنظیم و کنترل سه عامل عمده نابسامانی بازار ارز؛ یعنی تثبیت دستوری نرخ ارز توسط بانک مرکزی، حجم بالای نقدینگی و رفتارهای سوداگری، مورد استفاده قرار داد.

**واژگان کلیدی:** ابزارهای مالی، سلف موازی، صکوک سلف ارز، بازار ارز، ریسک بازار ارز.

طبقه‌بندی JEL: G24, E44, F31

۱. کارشناس معاونت اعتبارات بانک انصار و کارشناس ارشد علوم اقتصادی دانشگاه مفید

Mhaghghi1367@gmail.com

momeni6768@yahoo.com

۲. کارشناس ارشد اقتصاد اسلامی دانشگاه مفید

## مقدمه

بازار ارز، یکی از بخش‌های مهم اقتصادی هر کشور است، که از اهمیت ویژه‌ای برخوردار می‌باشد و دیگر بخش‌های اقتصادی از آن متأثر می‌شود. به گونه‌ای که بازار ارز کم‌نوسان و پایدار، می‌تواند به عنوان یکی از شاخصه‌های مهم رشد و توسعه اقتصادی باشد و شرایط تحقق این مهم را فراهم آورد. از این رو یکی از روش‌های متداول در سطح جهان به منظور مدیریت ریسک ناشی از نوسانات نرخ ارز، استفاده از معاملات آتی ارز در قالب سلف ارز می‌باشد. به این صورت که، این کشورها با خرید و فروش مقدار معینی ارز در آینده و بر اساس نرخ آینده، اقدام به تثبیت نرخ ارز و پیش‌بینی پذیر کردن آن می‌کنند.

از سویی ارتباطات وسیع تجاری بانک‌های داخلی کشور با دیگر کشورها و همچنین نوسانات مختلف موجود در سیستم‌های اقتصادی جهان، باعث آشفتگی و بی‌ثباتی در بازار ارز می‌شود. از این رو این بی‌ثباتی بازار ارز در یک کشور - که اصطلاحاً شوک‌های ارزی نیز گفته می‌شود - اگر منجر به افزایش نرخ ارز شود، از یک سو (سمت تقاضای اقتصاد) باعث کاهش ارزش پول ملی، افزایش تقاضای نقدینگی، افزایش تقاضای پول و به دنبال آن افزایش قدرت رقابتی آن کشور می‌شود که ارزان‌تر شدن کالاهای صادراتی و گران‌تر شدن کالاهای وارداتی برای آن کشور را از طریق افزایش هزینه‌های واردات کالاهای واسطه‌ای و سرمایه‌ای - که منجر به افزایش هزینه‌های تولید برای تولیدکنندگان می‌شود - به دنبال دارد (سمت عرضه اقتصاد). از این رو تقاضا برای کالاهای داخلی آن کشور افزایش پیدا می‌کند و این امر منجر به افزایش تراز تجاری خواهد شد و بالعکس. لذا سیاست‌گذاری‌های مقامات پولی و ارزی باید براساس یک استراتژی دقیق و مناسب ارز در جهت پیش‌بینی پذیر کردن این احتمالات و به حداقل رسانی تأثیرات منفی آن بر تولید، تراز پرداخت‌ها و... باشد.

در اقتصادهای سنتی، برای کنترل این نوسانات در بازار ارز از معاملات سلف ارز<sup>۱</sup> استفاده می‌کنند. اما در کشورهای اسلامی به علت نامشروع بودن معاملات دین در برابر دین (دین به دین)، معاملات سلف ارز، قابلیت عملیاتی شدن در اقتصاد را ندارد و تنها در صورتی که در معاملات سلف ارز، شروط عقد سلف رعایت گردد، امکان استفاده از آن، میسر خواهد شد. در حال حاضر صاحبان صنایع و فعالان اقتصادی هنگامی که نسبت به نرخ ارز در آینده تردید دارند با مراجعه به بانک‌ها، ارز را با نرخ بین بانکی پیش‌خرید می‌کنند. در واقع در این حالت، بانک‌ها تنها می‌توانند اقدام به پیش‌فروش ارز با نرخ سلف ارز به متقاضیان آن نمایند.

بنابراین شرایط اقتصادی حاکی از آن است که به علت محدودیت در طرف‌های معاملات سلف ارز و استفاده از این روش تنها در شرایط خاص اقتصادی، نمی‌توان به یک بازار ارز منسجم و باثبات

## 1. Forward exchange

رسید. لذا در جهت آن که بتوان آشفتنگی در بازار ارز و تأثیرات منفی ناشی از نوسانات نرخ ارز بر بخش‌های اقتصادی مرتبط با آن را کاست، باید شرایطی را فراهم کرد که معاملات سلف ارز در سطح گسترده و با تعدد معاملات، زمینه ساماندهی بازار را فراهم آورد که استفاده از ابزار مالی بر مبنای عقد سلف ارز می‌تواند تا حدودی این مهم را امکان‌پذیر سازد. اوراق سلف ارز بر پایه قرارداد سلف طراحی می‌شود و خریدار آن، مالک مقدار معینی ارز استاندارد بر عهده ناشر اوراق می‌شود و ناشر اوراق متعهد است که در سررسید یا سررسیدهای معین، ارز موردنظر را بر اساس نرخ تعیین شده، تحویل دهد و یا در صورت تمایل طرفین با هم معادل ارزش ریالی آن را تسویه نمایند.

مقاله حاضر با روش توصیفی تحلیلی و با استفاده از منابع کتابخانه‌ای معتبر و موجود به اثبات این فرضیه می‌پردازد که «صکوک سلف ارز، ابزاری مناسب برای تنظیم نوسانات، کنترل نقدینگی و رفتار سوداگرانه در بازار ارز می‌باشد». سؤال اصلی مقاله حاضر نیز به این صورت است که «با توجه به اینکه در نظام اقتصادی اسلام، به علت نامشروع بودن معاملات دین به دین، آیا می‌توان از صکوک سلف ارز برای تنظیم بازار ارز، کنترل نقدینگی و رفتارهای سوداگرانه استفاده نمود؟ در صورت مثبت بودن جواب، چگونه این امکان وجود دارد؟»

مقاله در ابتدا ضمن بیان ادبیات و پیشینه موضوع، به بررسی معنای اصطلاحی سلف ارز و مباحث فقهی آن می‌پردازد، سپس مدل پیشنهادی صکوک سلف موازی ارزی با حواله را تبیین کرده و در ادامه، امکان بکارگیری این صکوک در جهت تنظیم نوسانات بازار ارز را مورد بررسی قرار می‌دهد.

### ادبیات و پیشینه تحقیق

در نظام‌های مبتنی بر ربا، یکی از مهم‌ترین ابزارهای تأمین مالی، فروش اوراق قرضه است. اما با توجه به اینکه بکارگیری این اوراق در اقتصاد اسلامی با مشکل شرعی مواجه می‌باشد، لذا اقتصاددانان و نظریه‌پردازان مسلمان درصدد طراحی ابزارهای جایگزین اوراق قرضه برآمدند که امکان بکارگیری در بازار مالی اسلامی را داشته باشد. لذا اوراقی چون؛ مشارکت، استصناع، سلف، مرابحه و... طراحی نمودند. از میان این اوراق طراحی شده، اوراق سلف، ابزاری در جهت تأمین مالی و کنترل ریسک، قابل استفاده می‌باشد. تجربیات، مطالعات و مقالاتی که پیرامون سلف ارز و صکوک سلف صورت گرفته در ذیل به اختصار به بیان آن پرداخته می‌شود:

اوراق سلف نخستین بار در بحرین منتشر شده است. 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 آمریکا، به شکل اوراق سه ماهه و با عنوان «صکوک سلم» بود. اوراق پیش گفته، نرخ بازدهی ثابت ۳/۹۵ درصدی داشت که بر نرخ بهره مبتنی 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، بوسیله 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 (مجله الشرق الاوسط، ۱۴۲۲: ش ۲۹، عدد ۸۲۱۸).

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

کشور دیگری که با استفاده از این ابزار اقدام کرده است، کشور 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 ۲ بانک محلی مشارکت داشتند (Ministry of finance and national economy).

عزیزی (۱۳۷۷) در مقاله‌ای با عنوان «بازار سلف ارز؛ موانع و مشکلات ایجاد آن در ایران»، در سه بخش؛ معاملات و بازار سلف ارز، نیازمندی‌ها و زمینه‌های ایجاد بازار سلف ارز و موانع و مشکلات ایجاد بازار سلف ارز در ایران، به بررسی آن پرداخته و در آخر بحث راه حل‌های پیشنهادی بر اساس نظریات آیت‌الله رضوانی (عضو محترم فقهای شورای نگهبان) و آیت‌الله بجنودی (عضو سابق شورای عالی قضایی) را بیان نموده است.

فراهانی‌فرد (۱۳۸۸) در مقاله‌ای تحت عنوان «صکوک سلف، ابزاری مناسب برای تامین مالی و پوشش ریسک»، ضمن بیان کارکرد صکوک سلف، به تبیین مدل عملیاتی از اوراق سلف متناسب با فقه امامیه و قوانین و مقررات بازار سرمایه ایران می‌پردازد. وی در این مقاله، موانع و مشکلات شرعی این اوراق را مورد بررسی قرار داده و برای برون‌رقت از این اشکالات، راه‌کارهایی را پیشنهاد داده است. موسویان (۱۳۸۹) در مقاله خود تحت عنوان «اوراق سلف، ابزاری برای تامین مالی پروژه‌های بالادستی صنعت نفت»، اوراق سلف را بر پایه قراردادهای ترکیبی سلف موازی استاندارد و حواله، با ریسک بازدهی کنترل شده از طریق حق اختیار خرید و حق اختیار فروش طراحی کرده است و در نهایت، برای آن کاربردهای گوناگونی از جمله تامین مالی پروژه‌های بالادستی صنعت نفت را عنوان می‌نماید.

قلیچ (۱۳۹۳) در مقاله خود تحت عنوان «صکوک سلف ارزی بانک مرکزی، ابزاری برای کنترل نوسان‌های ارزی»، الگویی در جهت کاربرد صکوک سلف ارز صادراتی در کنترل نوسانات ارز پیشنهاد می‌کند. وی بیان می‌کند که 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 بپردازد. با بررسی مطالعات پیشین مشخص می‌شود که بیشتر مطالعات صورت گرفته به مشروع‌سازی صکوک سلف ارز و موضوع تأمین مالی خرد و پوشش ریسک‌های مالی متمرکز بوده است و تنها مطالعه قلیچ (۱۳۹۳) به بررسی کاربرد صکوک سلف ارز در کنترل نوسانات ارزی می‌پردازد. لذا مقاله حاضر ضمن تکمیل پژوهش‌های پیشین، به بررسی امکان به کارگیری صکوک سلف ارز، ضمن تنظیم نوسانات بازار ارز، ابزاری در جهت کنترل نقدینگی و مهار سودگری بازار ارز می‌پردازد و از این جهت، مقاله دارای نوآوری و برتری نسبت به مطالعات پیشین است.

### معنای اصطلاحی سلف ارز

قراردادهایی که طی آن مقادیری ارز خارجی قابل پرداخت در مقطعی از زمان در آینده در بازار سلف ارز در مقابل ارز ملی یا ارز خارجی دیگر معامله می‌شود را معامله سلف ارز می‌گویند. در این‌گونه قراردادها، نرخ سلف ارز به مبلغ سررسید در زمان عقد قرارداد تعیین می‌گردد (عزیزی، ۱۳۷۷: ۴۶). همچنین، قرارداد سلف ارز، قراردادی است که امروزه، بانک‌ها برای کسب مقدار معینی پوند در تاریخ تحویل برای تعداد مشخصی دلار که توسط نرخ ارز سلف تعیین می‌شود، منعقد می‌کنند. نرخ این قراردادها با نرخ نقد متفاوت است، زیرا تاریخ تحویل بیش از دو روز در آینده است. در این قرارداد، پیمان ارز در زمان حاضر منعقد می‌گردد، ولی معامله واقعی ارزها تا روز موعود انجام نمی‌گیرد (پلیارد و فیلد، ۱۳۷۸: ۵۶).

در بازار سلف ارز سه دسته شرکت‌کننده وجود دارند که عبارتند از؛

- ۱) پوشش‌دهندگان<sup>۱</sup> که جهت پوشش نیاز واقعی خود در بازار حضور دارند، نظیر صادرکنندگان که نگران افت ارز خارجی در مقابل پول ملی و کاهش درآمدهای آتی خود بوده و یا واردکنندگان که نگران افزایش ارز خارجی و افزایش هزینه‌های خود می‌باشند.
- ۲) سوداگران<sup>۲</sup> که با پذیرش ریسک، به بازار عمق بخشیده و خود، به دنبال سود ناشی از این پذیرش ریسک هستند.

- 
1. Hedgers
  2. Speculators

۳) آربیتراژکنندگان<sup>۱</sup> که با تعقیب و مقایسه نرخ‌های موجود در بازارهای مختلف، در پی خرید از یک بازار و فروش همزمان آن به بازار دیگر در نرخ بالاتر و سود هر چند کم، ولی تضمین شده هستند و با این عمل بلافاصله مغایرت‌های موجود در نرخ ارز بازارهای مختلف را از بین برده و نرخ‌های یکسانی را در تمام بازارها، حاکم می‌کند.

در این بین صادرکنندگان، به عنوان فروشندگان آتی ارز و واردکنندگان، بعنوان خریداران آتی ارز، فعالان عمده بازار ارز هستند که می‌توانند از طریق سلف ارز، اقدام به تنظیم بازار ارز و پیش‌بینی پذیرکردن نرخ ارز و کاهش ریسک سرمایه‌گذاری در جهت تسهیل فعالیت‌های تجاری‌شان کرد (عزیزی، ۱۳۷۷: ۴۸-۴۹).

### بررسی مباحث فقهی سلف ارز

از آنجا که استفاده از اوراق سلف در جایگاه ابزار تأمین مالی، پوشش ریسک، سیاست پولی و تنظیم-کننده بازار ارز، نیازمند امکان شرعی خرید و فروش آن در بازار اولیه و ثانویه است، لازم است که بحث‌های فقهی مرتبط با این موضوع را دربارهٔ عقد سلف مورد بررسی قرار دهیم:

#### تعریف

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: ج ۲۵، ۲۶۷). در واقع از دید عُرف، سلف، قراردادی است که در آن تحویل مبیع (موضوع سلف از قبیل؛ کالا، میوه و...) در آینده و تحویل ثمن (قیمت مبیع)، نقد و در زمان حال باشد.

#### ۱. شرایط سلف

- 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.
- ۲) ثمن نقد بوده و در مجلس عقد و پیش از جدا شدن فروشنده و مشتری از یکدیگر، تحویل فروشنده می‌شود. هرگاه مقداری از ثمن پرداخت شود، معامله فقط نسبت به آن مقدار صحیح است.
- ۳) مقدار کالا با کیل، وزن یا شمارش مشخص می‌شود.
- ۴) سررسید تحویل کالا مشخص شود.
- ۵) امکان تحویل کالا در سررسید و در محل تحویل آن، وجود داشته باشد. بعبارت دیگر، قدرت

1. Arbitrageurs

تحویل کالا را داشته باشد.

۶) فروش بیع سلف (مبیع) پیش از سررسید ممنوع است (همان: ج ۲۴، ۳۲۰).

۷) معامله به ربا نیانجامد (همان: ج ۲۴، ۲۷۵).

## ۲. مشروعیت سلف ارز

معاملات سلف ارز به شیوه معمول بین الملل (ثمن و مثن هر دو به زمان آتی موكول می‌گردد) از نوع معامله «کالی به کالی» است، یعنی به اصطلاح، دین و ذمه، با دین و ذمه دیگری مبادله می‌شود، که این از نظر اسلام باطل می‌باشد. مبنای باطل بودن این نوع معامله روایت و به طور عمده اجماع است (عبداللهی، ۱۳۷۱: ۱۱۱، ۱۱۴) و در خبری آمده است که طلحه بن زید در روایت موثقی از امام صادق (ع) نقل می‌کند که فرمود:

قال رسول الله (ص): «لا یباع الدین بالدین»؛ دین در مقابل دین فروخته نمی‌شود (وسائل الشیعه، ج ۱۸، ص ۲۹۸، ح ۲). مطابق این روایت، هر بیعی که در آن عوضین (مبیع و ثمن) هر دو مدت‌دار باشند، باطل خواهد بود. لذا در اینجا، در خصوص حل مشکلات مشروعیت سلف ارز، شرحی از نظرات آیت الله رضوانی، به طور خلاصه در ذیل آورده می‌شود<sup>۱</sup>: معاملات سلف ارز، در صورتی که ثمن و مثن دو ارز متفاوت باشند، مجاز است. هر چند معامله نقدی اسکناس های پول واحد، مجاز است، ولی معامله سلف دو واحد، مجاز نیست و ربا محسوب می‌شود.

بنابراین طبق نظر ایشان، باید ثمن و مثن، یکی در زمان موجود بوده و تحویل و تحول گردد و هیچ چاره‌ای برای مبادله هر دو در زمان سررسید، وجود نخواهد داشت.

## مدل پیشنهادی صکوک سلف ارز موازی با حواله

در این مدل پیشنهادی، ارز به صورت دارایی پایه در نظر گرفته شده است. بانی (عرضه‌کنندگان ارز اعم از بخش خصوصی یا دولتی) از طریق تأسیس و یا انتخاب شرکت ناشر، طرح خود، که مبتنی بر پیش‌فروش مقدار معینی ارز با نرخ سلف ارز است را مطرح می‌کند و ناشر با تهیه امیدنامه‌ای ویژگی‌های طرح مانند: مقدار ارز، نوع ارز، سررسید، نرخ سلف ارز، نرخ نقدی ارز (نرخ انتظاری ارز آتی) در زمان سررسید و... را تعیین می‌کند و در اختیار موسسه رتبه‌بندی اعتبار قرار می‌دهد.

بعد از تعیین رتبه، ناشر، مؤسسه امین را انتخاب می‌کند تا تمام مراحل طرح را نظارت و کنترل کند. ناشر با کسب مجوز از مراجع ذی‌ربط و ذی‌صلاح، اقدام به انتشار صکوک سلف ارز در بازار می‌کند.

۱. جلسه پرسش و پاسخ دکتر احمد عزیزی، معاونت ارزی بانک مرکزی ج.ا.ا. از آیت الله رضوانی، عضو محترم فقهای شورای نگهبان، ۱۳۷۵.

اشخاص حقیقی یا حقوقی و یا بانک‌ها (متقاضیان ارز اعم از دولتی یا خصوصی)، خریداران این اوراق هستند و ناشر به وکالت از طرف آنان، ارز موردنظر را از بانی به صورت سلف خریداری می‌کند و قیمت آن را می‌پردازد. بانی (عرضه‌کنندگان ارز اعم از خصوصی یا دولتی) براساس قرارداد سلف، متعهد است که بعد از صادرات محصولات خود و وصول ارز، ارز را در سررسید به ناشر تحویل دهد. ناشر نیز به وکالت از طرف خریداران اوراق سلف، ارز را تحویل گرفته و معادل ریالی آن یا خود ارز را عیناً پس از کسر کارمزد معین، به خریداران اوراق می‌پردازد و اوراق سلف را تسویه می‌کند.

جهت امکان معامله صکوک سلف ارز قبل از سررسید و تحویل کالا، در کنار قرارداد سلف ارز، اوراقی به عنوان «گواهی سلف» به خریداران تحویل داده می‌شود که به سبب آن، خریداران سلف موازی ارز می‌توانند در سررسید مراجعه کرده و معادل ریالی ارز موردنظر یا خود ارز موردنظر را عیناً دریافت کنند یا با فروش سلف موازی، گواهی سلف را تحویل خریدار سلف موازی داده، وی را برای دریافت ارز به بانی حواله می‌دهند.

قیمت روی ورقه صکوک سلف ارز، براساس نرخ نقدی ارز و مقدار استاندارد ارز معین شده در زمان انتشار اوراق تعیین می‌شود و نرخ سلف ارز براساس مدت زمان سررسید، نرخ نقدی ارز در زمان انتشار، نرخ تورم یا نرخ سود بانکی برآورد می‌گردد. لذا می‌تواند سود پرداختی مبتنی بر مابه‌التفاوت نرخ نقدی سلف ارز و نرخ نقدی ارز در زمان انتشار باشد، اما با توجه به اینکه نرخ نقدی ارز متغیر است، از روش مابه‌التفاوت نرخ سلف ارز و نرخ نقدی آن متأثر از تفاوت نرخ بهره (تورم یا نرخ سود بانکی) دو ارز مربوطه در بازارهای بین‌المللی استفاده کنیم که در سطح بین‌الملل به آن «حاشیه سلف»<sup>۱</sup> اطلاق می‌شود. به عبارت دیگر، می‌توان بدون اعلام نرخ سلف، صرفاً نرخ نقدی را اعلام نمود و بصورت جداگانه‌ای، در کنار آن حاشیه سلف را بعنوان سود اوراق بیان کرد.

بعنوان مثال: بانی (صادرکننده، بانک مرکزی) از طریق ناشر، اقدام به فروش اوراق سلف ارز با سررسید کوتاه‌مدت (۵ یا ۱۰ روزه یا ۳ ماهه، ۶ ماهه و یا ۱۲ ماهه) با مقدار استاندارد ۱۰۰ دلار، «با نرخ برابری ۳۲/۲۶۰ ریال در مقابل دلار»، همراه با گواهی سلف به خریداران اوراق می‌کند. ناشر به وکالت از طرف خریداران اوراق سلف ارز در زمان سررسید، نرخ سلف ارز مورد انتظار محقق شده «با نرخ برابری ۳۲/۵۶۰ ریال در مقابل دلار» دریافت داشته و معادل ریالی آن یا خود ارز را بعد از کسر کارمزد به خریداران اوراق می‌پردازد و اوراق را تسویه می‌کند.

### بکارگیری صکوک سلف ارز موازی با حواله در جهت تنظیم بازار ارز

اقتصاد همیشه در مواجهه با بی‌ثباتی و شوک‌های مختلف قرار داشته است و نمی‌توان آن را بصورت

1. Forward Margin.

مستقل و جزیره‌ای از تغییرات اقتصادی جهان تعریف کرد. در چنین شرایطی، یک استراتژی مناسب و دقیق ارزی ایجاد می‌کند که بازار ارز بتواند مقابل شوک‌های مختلف صرف‌نظر از ماهیت آنان مقاومت کند. «صکوک سلف موازی ارز»، قابلیت بالایی در کاهش ریسک نوسانات نرخ ارز خارجی در مقابل پول ملی دارد. این ابزار مالی از طریق معاملاتی که در بازار اولیه و ثانویه انجام می‌گیرد توانایی کشف نرخ واقعی ارز را داشته و در نهایت با پیش‌بینی پذیر کردن نرخ ارز و مهار عوامل نابسامانی بازار ارز، زمینه تنظیم بازار را فراهم می‌آورد. به گونه‌ای که طراحی و استفاده از ابزارهای مالی اسلامی همچون صکوک سلف در بخش ارزی اقتصاد ایران می‌تواند در تحقق این مهم نقش بسزایی داشته باشد.

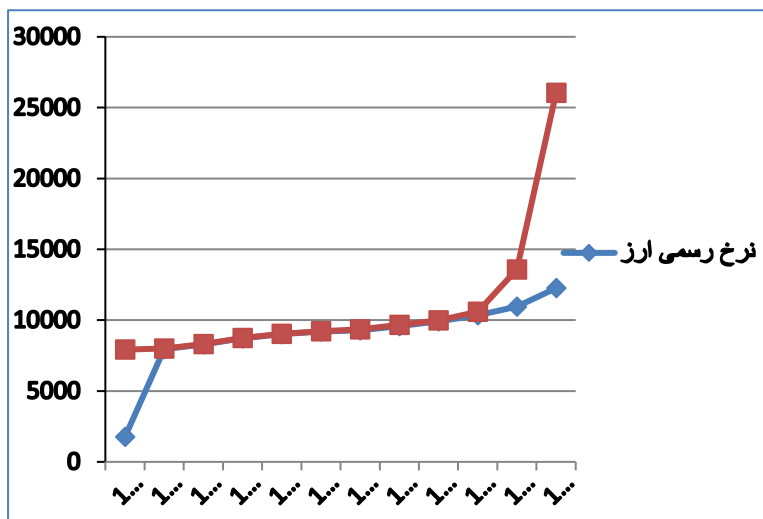
جهت بررسی عوامل اصلی تغییر نرخ ارز در اقتصاد ایران، ابتدا باید ساختار بازار ارز را مورد بررسی قرار دهیم. در بازار ارز ایران، دولت نقش مهمی بازی می‌کند. از یک طرف به واسطه درآمدهای ارزی حاصل از صادرات نفت، دولت بزرگ‌ترین عرضه‌کننده ارز در بازار ارز است. از طرف دیگر دولت به عنوان یک واردکننده بزرگ، متقاضی عمده در بازار ارز نیز می‌باشد. با توجه به نقش عمده دولت در بازار ارز، درآمدهای نفتی و سیاست‌های ارزی دولت به عنوان دو عامل بسیار مهم، روند تغییرات نرخ ارز را رقم می‌زند. در جدول زیر میزان تفاوت نرخ رسمی ارز با نرخ بازار غیر رسمی ارز و نمودار آن برای سال‌های ۱۳۸۰ تا ۱۳۹۱ نشان داده شده است:

جدول ۱. میزان تفاوت بین نرخ رسمی ارز با نرخ بازار غیر رسمی ارز<sup>۱</sup> (ارقام به ریال)

| سال  | نرخ رسمی | نرخ غیررسمی | میزان تفاوت نرخ‌ها |
|------|----------|-------------|--------------------|
| ۱۳۸۰ | ۱۷۵۵     | ۷۹۲۵        | ۶۱۷۰               |
| ۱۳۸۱ | ۷۹۵۸     | ۷۹۹۱        | ۳۳                 |
| ۱۳۸۲ | ۸۲۸۲     | ۸۳۲۳        | ۴۱                 |
| ۱۳۸۳ | ۸۷۱۹     | ۸۷۴۷        | ۲۸                 |
| ۱۳۸۴ | ۹۰۲۳     | ۹۰۴۲        | ۱۹                 |
| ۱۳۸۵ | ۹۱۹۵     | ۹۲۲۶        | ۳۱                 |
| ۱۳۸۶ | ۹۲۸۵     | ۹۳۵۷        | ۷۲                 |
| ۱۳۸۷ | ۹۵۷۴     | ۹۶۶۷        | ۹۳                 |
| ۱۳۸۸ | ۹۹۲۰     | ۹۹۷۹        | ۵۹                 |
| ۱۳۸۹ | ۱۰۳۳۹    | ۱۰۶۰۱       | ۲۶۲                |
| ۱۳۹۰ | ۱۰۹۶۲    | ۱۳۵۶۸       | ۲۶۰۶               |
| ۱۳۹۱ | ۱۲۲۶۰    | ۲۶۰۵۹       | ۱۳۷۹۹              |
| ۱۳۹۲ | NA       | NA          | -                  |
| ۱۳۹۳ | NA       | NA          | -                  |
| ۱۳۹۴ | NA       | NA          | -                  |

۱. براساس آخرین آمار موجود بر روی سایت بانک مرکزی

## نمودار ۱. نرخ رسمی و غیر رسمی بازار ارز



همانطور که از جدول و نمودار فوق قابل مشاهده است در طی سال‌های ۹۰ و ۹۱ میزان تفاوت نرخ در دو بازار افزایش یافته است. همچنین طی سال‌های فوق، نرخ ارز رسمی و غیررسمی به مرور افزایش یافته است. به گونه‌ای که در طی سال‌های اخیر - که متأسفانه آمار آن در دسترس نیست - میزان نوسانات در بازار ارز به صورت روزانه و هفتگی با تغییرات فراوان و شدیدی مواجه بوده است. از این رو در ذیل به چند عامل عمده و مهم در به وجود آمدن نا اطمینانی و راه‌های مهار آنان توسط صکوک سلف ارز می‌پردازیم:

## الف) ابزاری برای نظام ارز شناور مدیریت شده

نظام ارز شناور بیش‌تر 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 عرضه کننده عمده ارز بازار است، حفظ تعادل بازاری این نظام به طور طبیعی و آزاد، چندان معنادار نخواهد بود؛ زیرا بانک مرکزی با دریافت درآمدهای ارزی حاصل از 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 بحساب می‌آید. از این رو این امکان برای بانک مرکزی فراهم است تا به سبب دستیابی به اهداف دیگر، به

نحو مؤثر بر قیمت ارز تأثیر بگذارد و تعادل بازار نرخ ارز شناور را دستخوش تغییر گرداند (قلیچ، ۱۳۹۳: ۴۴۸). بنابراین تثبیت دستوری نرخ ارز توسط مقامات پولی و ارزی باعث اثرات منفی بر بخش‌های تولیدی، ترازپرداخت‌های تجاری و سایر متغیرهای مهم اقتصادی خواهد شد. اما سازوکار بازار بدون دخالت مستقیم در تعیین پارامترهای مؤثر در بازار ارز زمینه تثبیت نرخ ارز را بصورت پایدار فراهم می‌آورد.

با توجه به آنکه رفتارهای فعالان بازار ارز، به لحاظ عوامل مؤثر بر نرخ ارز داخلی همچون تورم، سیاست‌های پولی و مالی، شوک‌های اقتصادی بین‌المللی و دیگر پارامترهای مهم اقتصادی شکل می‌گیرد، صکوک سلف ارز بعنوان یک ابزار مدیریتی، توان جهت‌دهی مناسب به این رفتارها را دارا می‌باشد. این ابزار، بعنوان یک ابزار سیاستی و مدیریتی در دست مقامات پولی و ارزی در بازار اولیه و ثانویه انتشار اوراق از طریق به تعادل رساندن و ساماندهی عرضه و تقاضای ارز در کوتاه‌مدت (البته در صورت استمرار و تعدد معاملات در بازار اولیه و خصوصاً بازار ثانویه) و در بلندمدت و پیش‌بینی‌پذیر کردن نرخ واقعی ارز، باعث کاهش نوسانات و آشفتگی نرخ ارز در کوتاه‌مدت شده و امکان تثبیت نرخ ارز را در دوره‌های بلندمدت فراهم می‌آورد و مقامات پولی و ارزی می‌توانند از طریق عملیات بازار باز (OMO) سیاست‌های ارزی مطلوب را متناسب با اهداف و شرایط اقتصادی کشور اعمال نمایند. بعنوان مثال؛ در مواقعی که بازار دچار شوک مثبت ارزی شده و قیمت ارز بالا رفته باشد، مقام‌های پولی با استفاده از عملیات بازار باز (سیاست انبساطی پولی)، اقدام به فروش اوراق صکوک سلف ارز (بر پایه ارز در اختیار) در بازار نموده و با گردآوری پایه پول ملی (ریال) و کاهش میزان آن، به موجودی صکوک سلف ارز می‌افزایند. در واقع، با کاهش پایه پول ملی و افزایش سهم دارایی‌های خارجی در ترکیب سبد دارایی افراد، ارزش پول ملی افزایش می‌یابد و ضمن جبران شوک مثبت ارزی، نرخ برابری ارز نیز پایین می‌رود (قلیچ، ۱۳۹۳: ۴۸۰).

### ب) مدیریت حجم بالای نقدینگی

بعلت عدم وجود بازار سرمایه کارآ و فعال در بخش دارایی‌های مجازی و همچنین حضور تورم مداوم در اقتصاد ایران، باعث انتقال حجم عظیمی از منابع ریالی به بخش‌های حقیقی اقتصاد مانند ارز شده است. فشار تقاضای ایجاد شده در بازار حقیقی خصوصاً در بازار ارز، سبب افزایش نرخ ارز گردیده است. لذا هر سیاست اقتصادی نادرستی که مقامات پولی و ارزی اتخاذ کنند، می‌تواند باعث انتقال حجم بالایی از منابع ریالی از یک بخش به بخش دیگر شود و نابسامانی‌هایی را در آن بخش ایجاد کند که بازار ارز نیز از آن مستثنی نیست. البته باید توجه داشت قدرت مانور سیاست‌های ارزی دولت،

#### 1. Open Market Operation.

تا حد بالایی به وضعیت درآمدهای نفتی وابسته است. در واقع زمانی که درآمدهای نفتی در سطح بالایی قرار دارد و ذخایر ارزی انباشت شده دولت از نقش مسلط در بازار ارز برخوردار است و می‌تواند با تغییر عرضه ارز، نرخ ارز را کنترل نماید؛ بنابراین در شرایط رونق بازار نفت، عموماً نرخ واقعی ارز به دلیل افزایش عرضه ارز از سوی دولت، کاهش می‌یابد، اما زمانی که درآمدهای نفتی و به تبع آن ذخایر ارزی کاهش می‌یابد، قدرت مانور دولت برای عرضه ارز و کنترل نرخ ارز کاهش می‌یابد و در نتیجه نرخ واقعی ارز در چنین دوره‌هایی افزایش خواهد یافت. به علاوه دولت می‌تواند با انباشت ذخایر ارزی در دوره رونق نفتی، تا حدی از کاهش عرضه ارز به بازار در دوره رکود نفتی جلوگیری نماید. در مجموع، میزان درآمدهای نفتی و سیاست‌های دولت و بانک مرکزی در مدیریت ذخایر ارزی، نقش مسلط را در تعیین نرخ ارز در اقتصاد ایران ایفا می‌نماید. لذا با توجه به حجم عظیم درآمدهای نفتی که از کانال سیاست مالی دولت به چرخه اقتصاد وارد می‌شود، قدرت مانور بانک مرکزی برای کنترل تزریق ارز به بازار ارز اندک است، چون افزایش ذخایر ارزی بانک مرکزی به معنای افزایش پایه پولی و به تبع آن حجم پول است؛ بنابراین اعمال سیاست ارزی نیازمند هماهنگی کامل دولت و بانک مرکزی جهت مدیریت ذخایر ارزی کشور است.

صکوک سلف ارز بعنوان یک ابزار پولی و مالی می‌تواند این منابع را بصورت هدفمند جذب کرده و اثرات فشار تقاضای ناشی از انتقال ناگهانی منابع ریالی بر بازار دارایی‌های حقیقی، خصوصاً ارز را بکاهد و با انتقال آن به بازارهای مالی، سبب مهار نابسامانی در این بازار می‌شود و زمینه رشد اقتصادی را فراهم می‌آورد.

### ج) کنترل سوداگری (سفته‌بازی)

حفظ تعادل در خرید و فروش ارز از طرف بانک مرکزی در شرایط ناطمینانی ساده نخواهد بود. زیرا سفته‌بازان در شرایط ناطمینانی از موقعیت بانک مرکزی، به جای همسویی با بانک مرکزی و فروش ارز، خلاف جهت بانک مرکزی عمل خواهند نمود (شجری، ۱۳۸۹: ۴۹-۵۰). از این رو در این زمان سفته‌بازان تشدیدکننده بحران ارزی خواهند بود.

بنابراین یکی دیگر از عوامل بحران و نابسامانی در بازار ارز، معاملات غیررسمی بازار ارز توسط سفته‌بازان موجود در بازار ارز خواهد بود که غالباً مدیریت آن به علت تأخیر در آشکارسازی نمادهای اقتصادی از دستان مقامات ارزی کشور خارج است، لذا این مسئله تنها با اقدامات پیشگیرانه قابل مهار است.

صکوک سلف ارز بخش عظیمی از منابع ارزی را از طریق نظارت بر عملکرد آن در بازار اولیه و ثانویه توسط بانک مرکزی، مدیریت خواهد کرد و شرایط تصمیم‌گیری صحیح و به موقع را در خصوص

رفتار سوداگران و همچنین سایر فعالان بخش ارزی، فراهم می‌آورد. بنابراین، با توجه به مباحث فوق، می‌توان بیان کرد که صکوک سلف ارز، ابزاری مناسب برای تنظیم بازار ارز و کنترل نابسامانی‌های این بازار می‌باشد و می‌توان آن را در این زمینه مورد استفاده قرار داد.

### جمع بندی و نتیجه‌گیری

نوسان نرخ ارز خارجی در مقابل پول ملی یکی از عوامل اصلی ایجادکننده شرایط نااطمینانی و در نتیجه نابسامانی بازار ارز است. بدین منظور کشورهای جهان با استفاده از معاملات سلف ارز، با این روش که ثمن و مثنی در آینده مورد مبادله قرار می‌گیرد، اقدام به مدیریت و مهار این نوسانات ارزی کرده‌اند. اما با توجه به آنکه معاملات دین در برابر دین بر اساس فقه امامیه، نامشروع است، نمی‌توان از این روش برای مدیریت نوسانات نرخ ارز استفاده کرد و تنها در صورتی که تمام شرایط عقد سلف رعایت شود، امکان استفاده از آن وجود دارد. استفاده از ظرفیت بالای ابزارهای مالی، بر مبنای عقد شرعی امکان مدیریت این نوسانات را برای مقامات پولی و ارزی فراهم می‌آورد. لذا یکی از این ابزارهای مالی، می‌تواند «صکوک سلف ارز» باشد.

در تحقیق حاضر ضمن طراحی مدل عملیاتی صکوک سلف موازی ارز با حواله، به بررسی امکان چگونگی اثرگذاری کارکرد این اوراق بر سه عامل عمده در نابسامانی بازار ارز؛ یعنی تثبیت دستوری نرخ ارز توسط بانک مرکزی، حجم بالای نقدینگی و رفتارهای سوداگری، نیز پرداخته شد و به این نتیجه رسیدیم که «صکوک سلف ارز، ابزاری مناسب برای تنظیم بازار ارز و کنترل نابسامانی‌های این بازار می‌باشد و می‌توان آن را در این زمینه مورد استفاده قرار داد»

## منابع و مأخذ

- اپلیارد، دنیس و فیلد، آلفرد، «مالیه بین الملل»، ترجمهٔ مانی، نشر نی، ۱۳۷۸.
- شجری، پرستو، «تحلیل آشفنگی بازار ارز ایران»، مجله تازه‌های اقتصاد، س ۸، ش ۱۲۹، ۱۳۸۹.
- عاملی، شیخ حر، «وسائل الشیعه».
- عبدالهی، محمود، «مبانی فقهی اقتصاد اسلامی»، دفتر انتشارات اسلامی، زمستان ۱۳۷۱.
- عزیزی، احمد، «بازارهای سلف ارز؛ موانع و مشکلات ایجاد آن در ایران»، مجموعه سخنرانی‌ها و مقالات نهمین سمینار بانکداری اسلامی، ۱۳۷۷.
- فراهانی فرد، سعید، «صکوک سلف؛ ابزای مناسب برای تأمین مالی و پوشش ریسک»، فصلنامه علمی پژوهشی اقتصاد اسلامی، س ۹، ش ۳۳، بهار ۱۳۸۸.
- قلیچ، وهاب، «صکوک سلف ارز بانک مرکزی، ابزاری برای کنترل نوسان‌های ارزی»، مجموعه مقالات بیست و پنجمین همایش بانکداری اسلامی، ۱۳۹۳.
- مجله الشرق الاوسط، ۶ ربیع الاول ۱۴۲۲ق، ۲۹ العدد ۸۲۱۸.
- مصاحبه دکتر عزیزی، معاونت ارزی بانک مرکزی ج.ا.ا. با آیت الله رضوانی، عضو محترم فقهای شورای نگهبان، ۱۳۷۵.
- موسویان، سیدعباس، «اوراق سلف؛ ابزاری برای تأمین مالی پروژه‌های بالادستی صنعت نفت»، فصلنامه علمی پژوهشی اقتصاد اسلامی، س ۱۰، ش ۳۹، پاییز ۱۳۸۹.
- نجفی، محمدحسن، «جواهر الکلام فی شرح شرائع الاسلام»، بیروت: دارالاحیاء التراث العربی، هفتم، بی تا.

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

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

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