

# اوراق سلف، ابزاری برای تأمین مالی پروژه‌های بالادستی صنعت نفت\*

تاریخ دریافت: ۱۳۹۰/۹/۱۶ تاریخ تأیید: ۱۳۹۰/۹/۳۰

سیدعباس موسویان\*\*

## چکیده

رشد و توسعه اقتصادی هر کشوری در گرو سرمایه‌گذاری هدف‌دار و مدیریت شده است، یکی از بخش‌های مهم اقتصادی ایران صنعت نفت است که به‌صورت پیوسته به سرمایه‌گذاری‌های اساسی نیاز دارد تا بتواند متناسب با وضعیت اقتصادی داخلی و بین‌المللی به فعالیت خود ادامه دهد، و روشن است که سرمایه‌گذاری به تأمین مالی و استفاده از ابزارهای مناسب آن نیاز دارد. در این جهت و با تصویب قانون برنامه پنجم توسعه، وزارت نفت مجاز شد برای تأمین سرمایه‌گذاری‌های صنعت نفت از راه انتشار صکوک استفاده کند.

مطالعه‌های مالی جهت انتخاب مناسب‌ترین انواع صکوک برای تأمین مالی صنعت نفت در سرمایه‌گذاری‌های نفتی به‌ویژه در بهره‌برداری از میدان‌های مشترک نفت و گاز نشان می‌دهد که برای تأمین مالی این پروژه‌ها می‌توان از انواع ابزارهای مالی اسلامی (صکوک)؛ مانند: اوراق مشارکت، اوراق استصناع، اوراق سلف و اوراق اجاره استفاده کرد.

مقاله پیش‌رو با استفاده از منابع کتابخانه‌ای و به روش توصیفی - تحلیلی، به دنبال اثبات این فرضیه است که می‌توان بر پایه قراردادهای ترکیبی سلف موازی استاندارد و حواله، ابزاری مشروع و با ریسک بازدهی کنترل‌شده، تحت عنوان اوراق سلف طراحی کرد. یافته‌های تحقیق نشان می‌دهد این ابزار کاربردهای گوناگونی می‌تواند داشته باشد و یکی از آنها تأمین مالی پروژه‌های بالادستی نفتی است. **واژگان کلیدی:** ابزارهای مالی، اوراق سلف، سلف موازی استاندارد، حواله، حق اختیار خرید و حق اختیار فروش.

طبقه‌بندی JEL: Z12, E44, E62, G24

\* مقاله پیش‌رو حاصل هم‌فکری کمیته فقهی سازمان بورس و اوراق بهادار و کارشناسان و مشاوران سازمان و وزارت نفت است که نویسنده مقاله توفیق آن را دارد با تنظیم بحث‌ها و تبدیل آن به مقاله علمی در اختیار صاحب‌نظران قرار دهد؛ به این وسیله از همه استادان کمیته اصلی و فرعی فقهی سازمان بورس و کارشناسان سازمان و وزارت نفت تقدیر می‌شود.

Email: samosavian@yahoo.com.

\*\* دانشیار پژوهشگاه فرهنگ و اندیشه اسلامی.

## مقدمه

رشد و توسعه هر اقتصادی در گرو سرمایه‌گذاری در سطح کلان، ملی، هدف‌دار و با برنامه‌ریزی دقیق هر کشور است. یکی از بخش‌های مهم اقتصادی ایران که اهمیت ویژه‌ای داشته و دیگر بخش‌های اقتصادی را تأمین مالی می‌کند، صنعت نفت است. گرچه سیاست‌گذاران اقتصادی در سند چشم‌انداز و در افق‌های بلندمدت به اقتصاد بدون نفت یا با عدم وابستگی به نفت می‌اندیشند؛ اما در کوتاه‌مدت و میان‌مدت جایگاه نفت در اقتصاد داخلی و روابط بین‌الملل بر کسی پوشیده نیست. بر این اساس استفاده بهینه از صنعت نفت به‌ویژه در بهره‌برداری از میدان‌های مشترک نفت و گاز که هر نوع تعلل در بهره‌برداری از آنها همراه با از دست‌دادن ثروت ملی است، سرمایه‌گذاری در این بخش را ضروری می‌کند و روشن است که سرمایه‌گذاری نیاز به تشکیل سرمایه و استفاده از ابزارهای تأمین مالی دارد.

در جهت تأمین مالی پروژه‌های نفتی و با تصویب قانون برنامه پنجم توسعه و تصویب قانون بودجه سال ۱۳۹۰، وزارت نفت و شرکت ملی نفت ایران مجاز شدند برای تأمین مالی پروژه‌های سرمایه‌گذاری بالادستی صنعت نفت از راه انتشار صکوک استفاده کنند، پیرو این مجوزها، مطالعه‌های اقتصادی، حقوقی و مالی جهت انتخاب مناسب‌ترین انواع صکوک برای تأمین مالی صنعت نفت در سرمایه‌گذاری‌های بالادستی به‌ویژه در بهره‌برداری از میدان‌های مشترک نفت و گاز آغاز شد، نتیجه‌های تحقیق‌ها نشان می‌دهد که برای تأمین مالی این پروژه‌ها می‌توان از انواع ابزارهای مالی اسلامی (صکوک)؛ مانند: اوراق مشارکت، اوراق استصناع، اوراق سلف و اوراق اجاره استفاده کرد (حدادی، ۱۳۹۰).

اوراق سلف بر پایه قرارداد سلف طراحی می‌شود، خریدار اوراق سلف، مالک مقدار معینی کالای کلی استاندارد بر عهده ناشر اوراق می‌شود و ناشر اوراق متعهد است در سررسید یا سررسیدهای معین کالای مورد معامله را تحویل دهد یا در صورت تمایل طرفین (دارنده ورق و ناشر) با هم تسویه نقدی کنند.

برخلاف اوراق مشارکت و اوراق استصناع که اوراق مالی پروژه‌محور هستند و وجوه حاصل از فروش آنها باید منحصراً در پروژه خاص مصرف شود، وجوه حاصل از فروش اوراق سلف به مالکیت ناشر اوراق در می‌آید؛ در نتیجه این امکان را به مثل شرکت ملی نفت ایران می‌دهد تا برای تأمین مالی طرح‌ها، پروژه‌ها و حتی برای تأمین

سرمایه‌گذاری‌های کوتاه‌مدت و سرمایه در گردش، با پیش‌فروش بخشی از محصول آینده، نیاز مالی خود را تأمین کند. اگر اوراق سلف انتشار داخلی داشته باشد سود حاصل از اوراق نیز به سرمایه‌گذاران داخلی می‌رسد و نگرانی خروج ارزش افزوده و ثروت ملی نیز نخواهیم داشت.

انتشار اوراق سلف در کنار مزیت‌های پیش‌گفته، محدودیت‌هایی نیز دارد که مهم‌ترین آنها عبارت هستند از:

۱. محدودیت شرعی بازار ثانوی اوراق سلف: با توجه به حکم فقهی قرارداد سلف که به سبب آن نمی‌توان مبیع قرارداد سلف را پیش از سررسید فروخت، بازار ثانوی اوراق سلف مشکل فقهی پیدا می‌کند، به همین جهت برخی از کشورهای اسلامی که به انتشار این اوراق اقدام کرده‌اند، هنوز نتوانسته‌اند راه‌حلی برای بازار ثانوی اوراق پیدا کنند و در بازار اولیه متوقف شده‌اند؛

۲. ریسک بالای اوراق سلف: خریدار اوراق سلف مالک مقدار معینی کالای تعریف‌شده بر عهده بانی می‌شود که در سررسید تحویل می‌گیرد یا به قیمت روز به وی می‌فروشد، تغییرهای قیمت تا سررسید به‌ویژه در کالاهایی مانند نفت ریسک فراوانی را متوجه خریداران اوراق می‌کند، به طوری که ممکن است نه تنها از سرمایه‌گذاری در اوراق سودی نبرند؛ بلکه به علت کاهش قیمت کالا، متضرر نیز بشوند، به همین جهت است که برخی استادان مالی درباره استقبال مردم از انتشار اوراق سلف هشدار داده‌اند و باور دارند اگر تدبیری برای ریسک این اوراق دیده نشود، ممکن است به فروش نرسند (شایانی‌ارانی، ۱۳۹۰)؛

۳. توجیه اقتصادی: انتشار اوراق به‌ویژه با توجه به ریسک بالای آن باید به‌گونه‌ای منتشر شود که در عین حال که برای سرمایه‌گذار سود انتظاری خوبی به همراه داشته باشد از دید اقتصاد خرد برای بانی و ناشر نیز توجیه اقتصادی داشته و نسبت به روش‌های دیگر تأمین مالی مزیت داشته باشد، همان‌طور که از دید اقتصاد کلان متغیرهای اساسی اقتصاد را دچار نوسان شدید و بی‌ثباتی نکند، به همین جهت برخی اقتصاددانان درباره چگونگی قیمت‌گذاری اوراق سلف حساسیت داشته و باور دارند اگر در تعیین قیمت اوراق دقت نشود یا با عدم استقبال سرمایه‌گذاران روبه‌رو می‌شود یا به جهت بالا بودن نرخ‌های این اوراق نسبت به دیگر ابزارهای مالی، نظم بازار را به هم ریخته، باعث انتقال بخش فراوانی از نقدینگی از بخش خصوصی به صنعت نفت می‌شود و این در بلندمدت به ضرر اقتصاد است (سلطانی، ۱۳۹۰).

در مقاله پیش‌رو با استفاده از منابع کتابخانه‌ای و به روش توصیفی - تحلیلی، به دنبال اثبات این فرضیه هستیم که می‌توان بر پایه قراردادهای ترکیبی سلف موازی استاندارد و حواله، ابزاری مشروع و با ریسک بازدهی کنترل شده، برای تأمین مالی پروژه‌های نفتی طراحی کرد. برای این منظور ابتدا بر ادبیات موضوع و پیشینه تحقیق مرور شده؛ سپس با بیان کاربردهای اوراق سلف، مدل‌های عملیاتی آن بررسی شده و سرانجام با ارائه راهکاری به حل مشکل فقهی و بازار ثانوی این اوراق پرداخته شده است.

### ادبیات موضوع و پیشینه تحقیق

اوراق سلف نخستین‌بار در بحرین منتشر شد. 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 سه‌ماهه و با عنوان «صکوک سلم» بود. اوراق پیش‌گفته 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، 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 (مجله الشرق الاوسط، ۱۴۲۲، ش ۲۹، عدد ۸۲۱۸).

سیدعبدالرحمن 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 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، 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 هشت بانک خارجی و دو بانک محلی مشارکت داشتند (Ministry of finance and national economy).

مشکل اصلی اوراق سلف مدل بحرین، این است که به جهت محدودیت شرعی پیش گفته، نتوانسته راهکاری برای حل مشکل بازار ثانویه اوراق پیدا کند و به همین جهت اوراق سلف بحرین، به صورت کوتاه مدت و قابل عرضه فقط در بازار اولیه منتشر می شود. در ایران نخستین بار *فراهانی فرد* (۱۳۸۸) در مقاله ای تحت عنوان «صکوک سلف؛ ابزاری مناسب برای تأمین مالی و پوشش ریسک» با استفاده از تجربه کشور بحرین، کوشیده مدلی عملیاتی از اوراق سلف متناسب با فقه امامیه و قوانین و مقررات بازار سرمایه ایران ارائه کند و در آن تحقیق نشان می دهد که معامله های بازار اولیه اوراق سلف هیچ مشکلی ندارد؛ اما معامله های بازار ثانویه آن گرچه براساس قاعده های عمومی معاملات قابل تصحیح است؛ اما براساس دیدگاه مشهور فقیهان محل اشکال است. وی برای برون رفت از این اشکال راهکارهایی پیشنهاد می کند؛ اما در ادامه مقاله توضیح می دهیم که هیچ یک از راهکارهای پیشنهادی توان پدیدساختن بازار ثانوی استاندارد ندارد و تا زمانی که ابزار مالی و ورق بهادار بازار ثانوی نداشته باشد، کامیابی چندانی کسب نمی کند. مقاله پیش رو گرچه در بحث های مالی و فقهی از پژوهش *فراهانی فرد* بهره می برد؛ اما چند تفاوت عمده دارد:

۱. راهکار بهتری برای حل مشکل بازار ثانوی اوراق سلف ارائه می کند؛
۲. با استفاده از قراردادهای اختیار خرید و اختیار فروش نوسان های قیمت کالا در سررسید را کنترل کرده، ریسک بازدهی اوراق سلف را مدیریت می کند؛
۳. با توجه به وضعیت اقتصادی کنونی ایران شیوه های مناسبی برای قیمت گذاری اوراق سلف پیشنهاد می کند.

## کاربردهای اوراق سلف

### ۱. تأمین مالی بنگاه های اقتصادی

یکی از مهم ترین موردهای استفاده از صکوک از جمله اوراق سلف، تأمین مالی بنگاه های اقتصادی است. با این روش، از یک سو پس انداز کنندگانی که به علت کوچک بودن حجم

سرمایه خود یا به‌علت 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.

## ۲. جبران کسری بودجه

برخی از دولت‌ها برای جبران کسری بودجه مورد نیاز خود به پیش‌فروش بین‌المللی محصول‌ها و مواد خام اقدام می‌کنند. این کار باعث انتقال بخشی از ارزش افزوده ملی به خارج از کشور می‌شود. به‌ویژه زمانی که دولتی به‌علت نیاز مالی شدید احتیاج به تأمین مالی دارد و از طرف دیگر به‌علت وضعیت خاص سیاسی و اقتصادی قیمت فروش مواد خام پایین است. در این موارد دولت می‌تواند با انتشار اوراق سلف محصول‌ها یا مواد خام را به مردم بفروشد؛ سپس در سررسید به وکالت از طرف صاحبان اوراق محصول‌ها 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 به‌علت‌های سیاسی یا اقتصادی به‌صورت کوتاه‌مدت قیمت نفت کاهش پیدا می‌کند. از سوی دیگر دولت 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 موارد 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 قابل توجهی نصیب دولت و ملت 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 فروشندگان 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 عمده‌بنگاه‌های 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 محصول‌ها 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 محصول‌های 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 به وسیله بانک‌های مرکزی) سریع‌ترین و مؤثرترین ابزار سیاست پولی شمرده می‌شود، اوراق سلف دولتی با سرسیدهای 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. 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

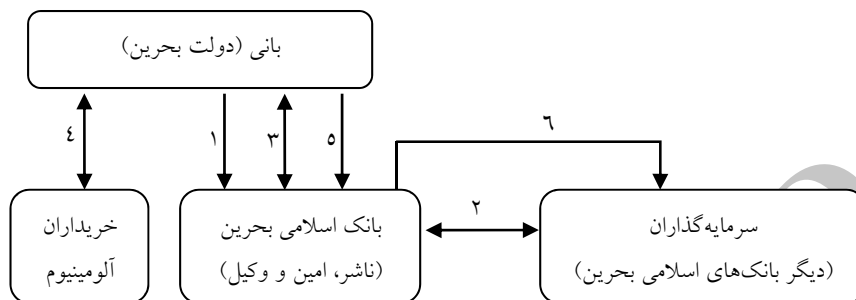
برای اوراق سلف می‌توان مدل‌های عملیاتی گوناگونی طراحی کرد. در این قسمت با استفاده از تجربه کشورهای دیگر به‌ویژه بحرین مدل عملیاتی پیشنهاد می‌شود.

#### 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 به شرکت در این قرارداد سلف (خریداران اوراق) مایل 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 پیش‌گفته را به‌صورت نقد به خریداران آلومینیوم فروخته



پول آن را دریافت می‌کند، سپس با پرداخت آن به صورت اصل سرمایه و سود قرارداد سلف، اوراق سلف را از صاحبان اوراق پس می‌گیرد (Obaidullah, 2005, P.165).



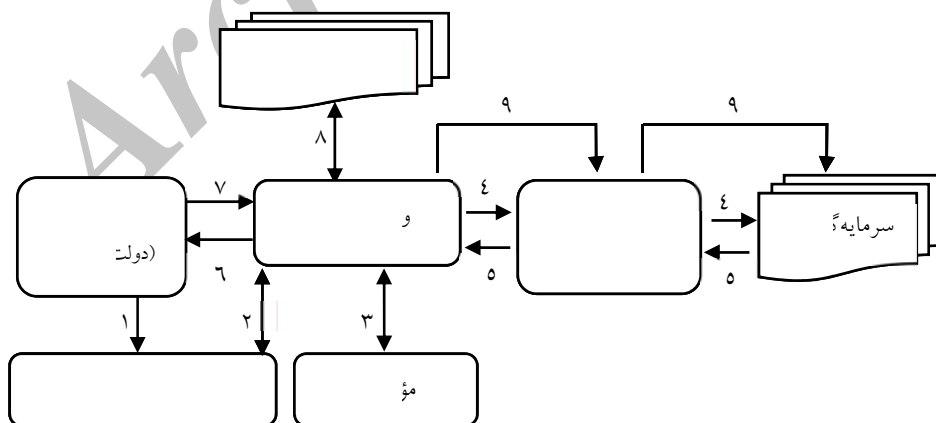
## روابط حقوقی اوراق سلف دولت بحرین

روابط حقوقی اوراق سلف دولت بحرین به صورت ذیل است:

۱. بانی (دولت بحرین) طرح فروش سلف دارایی پایه (آلومینیوم) را شناسایی کرده و با تنظیم امیدنامه مربوطه، به بانک اسلامی بحرین در جایگاه امین مراجعه کرده تقاضای انتشار اوراق سلف را می‌دهد؛
  ۲. بانک اسلامی بحرین در جایگاه واسطه (ناشر) به انتشار اوراق سلف اقدام کرده، به سرمایه‌گذاران واگذار کرده و در جایگاه وکیل سرمایه‌گذاری آنان را جمع‌آوری می‌کند؛
  ۳. بانک اسلامی بحرین با پرداخت سرمایه نقدی سرمایه‌گذاران به خرید سلف آلومینیوم از دولت بحرین اقدام کرده، به دولت وکالت در فروش در سررسید می‌دهد؛
  ۴. دولت بحرین به وکالت از طرف بانک اسلامی بحرین در سررسید سلف به فروش آلومینیوم به خریداران اقدام کرده، وجوه آن را دریافت می‌کند؛
  ۵. دولت بحرین وجوه حاصل از فروش آلومینیوم را در اختیار بانک اسلامی بحرین می‌گذارد؛
  ۶. بانک اسلامی بحرین بعد کسر حق‌الوکاله خود، باقی‌مانده وجوه را که حاوی اصل سرمایه و سود سرمایه‌گذاران است به آنان می‌پردازد و اوراق سلف را تسویه می‌کند.
- مهم‌ترین مشکل اوراق سلف مدل بحرین در این است که به جهت محدودیت فقهی این اوراق بازار ثانوی ندارد و خریداران اوراق باید تا سررسید منتظر بمانند و این باعث می‌شود نتوان اوراق با سرسیدهای بلندمدت منتشر کرد.

## ۲. مدل عملیاتی اوراق سلف (عمومی)

در این مدل بانی (دولت یا بنگاه اقتصادی بخش خصوصی) با مراجعه به مؤسسه امین معتبر، طرح خود مبنی بر پیش فروش مقدار معینی محصول تولیدی؛ مانند: نفت، گاز، مس، آلومینیوم یا فولاد را مطرح کرده تقاضای تأسیس شرکت واسط (ناشر) را می‌کند، مؤسسه امین با همکاری بانی شرکت واسط (ناشر) را انتخاب یا تأسیس می‌کند، شرکت واسط با تهیه امیدنامه ویژگی‌های طرح؛ مانند: مقدار، جنس، نوع، سررسید، قیمت سلف و قیمت انتظاری فروش کالا در سررسید را تعریف کرده، در اختیار مؤسسه رتبه‌بندی اعتبار قرار می‌دهد. مؤسسه با مطالعه امیدنامه، رتبه اعتباری طرح و اوراق را مشخص می‌کند. سپس واسط زیر نظر امین، و 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 جمع می‌کند. آنگاه به 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 واسط تحویل دهد. واسط 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 حق‌الوکاله معین به سرمایه‌گذاران می‌پردازد و اوراق سلف را تسویه می‌کند.



## روابط حقوقی اوراق سلف

روابط حقوقی سلف به شرح ذیل است:

۱. بانی (دولت یا بنگاه اقتصادی) طرح فروش سلف دارایی پایه را شناسایی کرده و با تنظیم امیدنامه مربوطه، به امین معتبری مراجعه کرده، تقاضای انتخاب مؤسسه واسط (ناشر) مناسب برای اجرای طرح را می‌دهد؛
۲. مؤسسه امین با مطالعه امیدنامه و با هماهنگی بانی به انتخاب مؤسسه واسط (ناشر) اقدام کرده و موافقت خود مبنی بر نظارت و کنترل ناشر در به‌کارگیری وجوه مطابق امیدنامه برای خرید سلف دارایی از بانی و دفاع از حقوق دارندگان اوراق را اعلام می‌دارد؛
۳. مؤسسه واسط (ناشر) ریز برنامه عملیاتی امیدنامه طرح خرید سلف دارایی را بررسی کرده، موافقت خود برای اجرای طرح را اعلام می‌کند و امیدنامه را جهت رتبه‌بندی در اختیار مؤسسه رتبه‌بندی معتبر قرار می‌دهد و مؤسسه رتبه‌بندی اعتبار، با بررسی امیدنامه، اعتبار بانی و طرح خرید سلف دارایی را برآورد می‌کند و براساس آن میزان ریسک اوراق سلف را تعیین می‌کند؛
۴. ناشر، بعد از کسب مجوزهای لازم از بانک مرکزی و سازمان بورس و اوراق بهادار، به انتشار اوراق اقدام کرده، آنها را به وسیله بانک یا شرکت تأمین سرمایه به مردم (سرمایه‌گذاران مالی) واگذار می‌کند؛
۵. ناشر از راه بانک یا شرکت تأمین سرمایه، وجوه سرمایه‌گذاران مالی را جمع‌آوری می‌کند؛
۶. ناشر زیرنظر مؤسسه امین با پرداخت وجوه، دارایی موردنظر را از بانی پیش‌خرید می‌کند؛
۷. ناشر در سررسید سلف، زیرنظر مؤسسه امین، دارایی خریداری‌شده را از بانی تحویل می‌گیرد؛
۸. واسط (ناشر) زیرنظر مؤسسه امین، دارایی را به صورت نقد فروخته، قیمت آن را دریافت می‌کند؛
۹. واسط (ناشر) وجوه حاصل از فروش دارایی را که به طور معمول بالاتر از قیمت سلف آن است را پس از کسر حق الوکاله از راه بانک یا شرکت تأمین سرمایه به سرمایه‌گذاران مالی می‌پردازد.

### ۳. مدل عملیاتی سلف موازی نفت

در این مدل بانی (شرکت ملی نفت ایران) با مراجعه به مؤسسه امین معتبر، طرح خود مبنی بر پیش‌فروش مقدار معینی نفت خام را مطرح کرده، تقاضای تأسیس شرکت واسط (ناشر)

را می‌کند، مؤسسه امین با همکاری بانی شرکت واسط (ناشر) را انتخاب یا تأسیس می‌کند، شرکت واسط با تهیه امیدنامه، ویژگی‌های طرح؛ مانند: مقدار، جنس، نوع، سررسید، قیمت سلف و قیمت انتظاری فروش کالا در سررسید را تعریف کرده، در اختیار مؤسسه رتبه‌بندی اعتبار قرار می‌دهد. مؤسسه با مطالعه امیدنامه، رتبه اعتباری طرح را مشخص می‌کند. سپس واسط زیر نظر امین، و با کسب مجوز از سازمان بورس و اوراق بهادار به انتشار اوراق سلف نفت اقدام کرده، به وسیله بانک یا شرکت تأمین سرمایه معتبری به سرمایه‌گذاران (خریداران اوراق) واگذار کرده، وجوه سرمایه‌گذاران را جمع می‌کند. آنگاه به وکالت از طرف آنان کالای مورد نظر را از بانی (شرکت ملی نفت ایران) به صورت سلف خریداری می‌کند و قیمت آن را می‌پردازد. بانی براساس قرارداد سلف متعهد است کالای فروخته شده را در سررسید به واسط تحویل دهد، برای این منظور در کنار قرارداد سلف اوراقی به‌عنوان گواهی سلف تحویل خریداران می‌شود که به سبب آن خریداران سلف موازی می‌توانند در سررسید مراجعه کرده، نفت خام دریافت کنند یا با فروش سلف موازی، گواهی سلف، را تحویل خریدار سلف موازی داده، وی را برای دریافت نفت خام به بانی حواله می‌دهند.

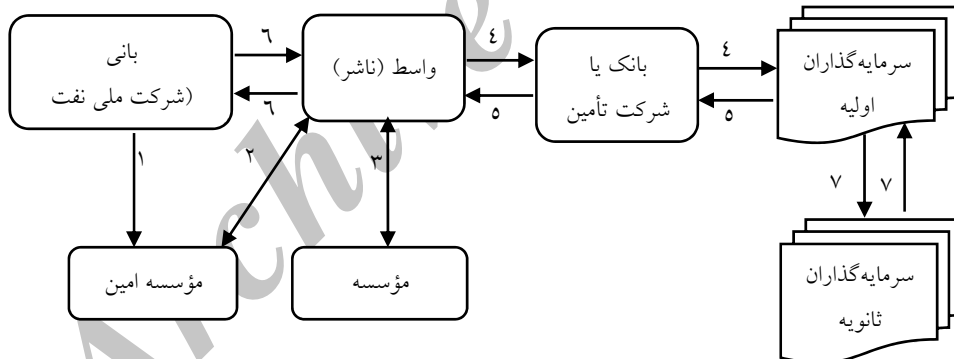
### مدیریت ریسک سلف موازی نفت

ذکر شد که در سررسید ممکن است قیمت نفت خیلی نوسان داشته باشد و این باعث ریسک بالا برای دارندگان اوراق می‌شود. برای پوشش این ریسک می‌توان از ابزارهای تبعی اختیار معامله استفاده کرد؛ به این صورت که شرکت نفت در کنار قرارداد اصلی فروش سلف نفت، حق اختیار فروش نفت در سررسید به قیمت معین، به خریدار سلف می‌فروشد و در برابر حق اختیار خرید به قیمت معین در سررسید از خریدار سلف می‌خرد، خریدار سلف نیز زمانی که به قرارداد سلف موازی به فروش سلف اقدام می‌کند این دو حق و تعهد را به خریدار جدید سلف منتقل می‌کند.

برای مثال، فرض کنید شرکت ملی نفت ایران برای تأمین مالی طرح‌های سرمایه‌گذاری خود قصد پیش‌فروش یک میلیون بشکه نفت خام به قیمت هر بشکه ۱۰۰ دلار و در مجموع صد میلیون دلار، به سررسید چهار ساله را دارد، برای این منظور با مراجعه به امین،

شرکت واسطی را تأسیس می‌کند. واسط زیر نظر امین با تعریف امیدنامه و کسب مجوزهای لازم از مؤسسه رتبه‌بندی و سازمان بورس و اوراق بهادار، اوراق متحدالشکلی، هر ورق حاوی ۱۰ بشکه نفت خام استاندارد به ارزش اسمی ۱۰۰۰ دلار منتشر کرده، به‌وسیله بانک عامل به‌صورت نقد به سرمایه‌گذاران می‌فروشد و وجوه خریداران را جمع‌آوری می‌کند، و در کنار قرارداد اصلی سلف، دو قرارداد تبعی اختیار فروش و اختیار خرید نیز منعقد می‌شود به این بیان که چنانکه در سررسید قیمت هر بشکه نفت از ۱۴۰ دلار پایین‌تر بود، دارنده گواهی حق اختیار فروش به ۱۴۰ دلار به شرکت ملی نفت ایران خواهد داشت و چنانکه در سررسید قیمت هر بشکه نفت از ۱۶۰ دلار بالاتر بود شرکت ملی نفت ایران حق اختیار خرید به ۱۶۰ دلار از دارنده حواله خواهد داشت. بعد از اتمام قرارداد، شرکت نفت گواهی‌های سلف استاندارد به خریداران اعطا می‌کند که بیانگر حق مراجعه و دریافت نفت خام یا تسویه نقدی با شرکت ملی نفت ایران را خواهند داشت؛ البته با دو تا عقد تبعی که گذشت؛ بنابراین مدل عملیاتی این اوراق در دو مرحله طراحی می‌شود.

### مرحله نخست: فروش اوراق سلف

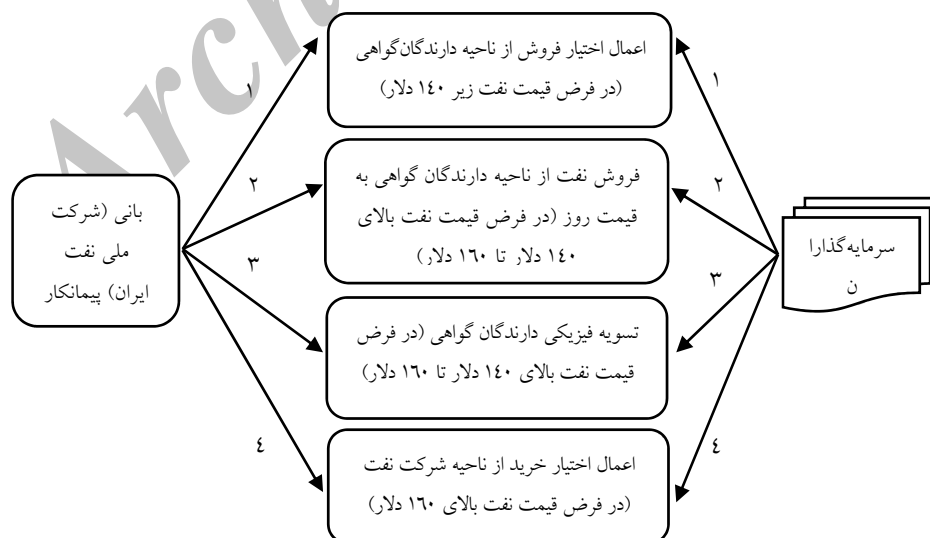


۱. بانی (شرکت ملی نفت ایران) طرح فروش سلف دارایی پایه را شناسایی کرده و با تنظیم امیدنامه مربوطه، به امین معتبری مراجعه کرده و تقاضای انتخاب مؤسسه واسط (ناشر) مناسب برای اجرای طرح را می‌دهد؛
۲. مؤسسه امین با مطالعه امیدنامه و با هماهنگی بانی به انتخاب مؤسسه واسط (ناشر) اقدام کرده و موافقت خود مبنی بر نظارت و کنترل ناشر در به‌کارگیری وجوه مطابق امیدنامه برای خرید سلف دارایی از بانی و دفاع از حقوق دارندگان اوراق را اعلام می‌دارد؛

۳. مؤسسه واسط (ناشر) ریز برنامه عملیاتی امیدنامه طرح خرید سلف دارایی را بررسی کرده، موافقت خود برای اجرای طرح را اعلام می‌کند و امیدنامه را جهت رتبه‌بندی در اختیار مؤسسه رتبه‌بندی معتبر قرار می‌دهد و مؤسسه رتبه‌بندی اعتبار، با بررسی امیدنامه، اعتبار بانکی و طرح خرید سلف دارایی را برآورد می‌کند و براساس آن میزان ریسک اوراق سلف را تعیین می‌کند؛
۴. ناشر، بعد از کسب مجوزهای لازم از بانک مرکزی و سازمان بورس و اوراق بهادار، به انتشار اوراق اقدام کرده و آنها را از راه بانک یا شرکت تأمین سرمایه به مردم (سرمایه‌گذاران مالی) واگذار می‌کند؛
۵. ناشر از په‌وسيله بانک یا شرکت تأمین سرمایه وجوه سرمایه‌گذاران مالی را جمع‌آوری می‌کند؛
۶. ناشر زیرنظر مؤسسه امین با پرداخت وجوه، دارایی موردنظر را از بانکی پیش‌خرید می‌کند؛
۷. دارندگان اوراق صبر کرده و در سررسید با بانکی تسویه نقدی یا فیزیکی می‌کنند یا پیش از سررسید با فروش سلف موازی استاندارد به قیمت روز از بازار خارج می‌شوند.

### مرحله دوم: تسویه اوراق سلف

در سررسید گواهی‌های سلف چند حالت ممکن است رخ دهد و متناسب آن چند گزینه برای تسویه نقدی یا فیزیکی به شرح ذیل قابل تصور است.



۱. در سررسید سلف، قیمت نفت خام پایین‌تر از ۱۴۰ دلار است، در این فرض دارنده گواهی سلف ترجیح می‌دهد به جای تسویه فیزیکی از حق اختیار فروش خود استفاده کرده و هر بشکه نفت خام را به ۱۴۰ دلار به بانی (شرکت ملی نفت ایران بفروشد) و تسویه نقدی کند؛
۲. در سررسید سلف، قیمت نفت خام بالاتر از ۱۴۰ و پایین‌تر از ۱۶۰ دلار است، در این فرض دارنده گواهی سلف می‌تواند تقاضای تسویه فیزیکی نفت کند؛
۳. در سررسید سلف، قیمت نفت خام بالاتر از ۱۴۰ و پایین‌تر از ۱۶۰ دلار است، در این فرض دارنده گواهی سلف می‌تواند با فروش نفت خام به قیمت روز با بانی (شرکت ملی نفت ایران) تسویه نقدی کند؛
۴. در سررسید سلف، قیمت نفت خام بالاتر از ۱۶۰ دلار است، در این فرض بانی (شرکت ملی نفت ایران) ترجیح می‌دهد به جای تسویه فیزیکی از حق اختیار خرید خود استفاده کرده و هر بشکه نفت خام را به ۱۶۰ دلار از دارندگان گواهی سلف خریداری کرده و تسویه نقدی کند.

## فقه اوراق سلف

بررسی فقهی روابط حقوقی اوراق سلف مدل بحرین یا مدل پیشنهادی عمومی یا سلف نفتی نشان می‌دهد که بازار اولیه این اوراق مشکلی ندارد؛ اما معامله‌های بازار ثانوی آنها با مشکل جدی روبه‌رو است؛ چرا که از منظر فقهی کالای خریداری‌شده به قرارداد سلف را نمی‌توان 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 خریداری‌شده است، مشکل فقهی پیدا می‌کند. اگر از اوراق سلف فقط به منظور تأمین مالی استفاده شود و درصدد پدید ساختن بازار ثانوی برای آن نباشیم، مشکل خاصی از جهت فقهی 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 و از سود آن استفاده کنند؛ اما اگر بخواهیم بازار ثانوی برای اوراق داشته باشیم باید مشکل را حل کنیم.

در این قسمت کوشش می‌شود با طرح عمیق‌تر این مشکل فقهی، راه‌حلی برای آن پیدا کنیم و چنانکه کامیاب نبودیم در گام بعدی راه‌حل‌های دیگری که به صورت مکمل یا جایگزین عقد سلف مطرح می‌شوند را ارائه 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:

۱. فروش مبیع پیش از سررسید؛
۲. فروش مبیع بعد از سررسید و پیش از قبض؛
۳. 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 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 ابزارسازی کافی نیست. یگانه صورتی که جواز یا عدم جواز آن در ابزارسازی 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 رحمته الله 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]، ج ۲۴، ص 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، ج ۴، ص ۴۷۳).

سیدعلی طباطبایی رحمته الله (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، ج ۹، ص ۱۲۸). در برابر اجماع منقول، دیدگاه‌های دیگری هم وجود دارد. ابن‌حمزه در وسیله می‌نویسد که «هر گاه خریدار بخواهد در زمان سررسید یا پیش از آن مبيع را به خود فروشنده و به همان جنسی که خریده و به مبلغ بیش‌تری بفروشد، جایز نیست؛ اما فروش به جنس دیگر اشکال ندارد» (ابن‌حمزه، ۱۴۰۸، ص ۲۴۲). صاحب حدائق نیز بعد از نقل اجماع، با ذکر برخی از اقوال مخالف، در آن خدشه می‌کند. وی، شهید ثانی رحمته‌الله در مسالک و نیز در روضه را متمایل به جواز دانسته و همچنین قول به جواز را به علامه رحمته‌الله در تذکره و نیز پسر شهید ثانی رحمته‌الله در حواشی وی بر شرح لمعه و محقق اردبیلی رحمته‌الله نسبت می‌دهد (بحرانی، ۱۴۰۸، ج ۲۰، ص ۴۷ - ۴۶).

شهید ثانی رحمته‌الله در مسالک بعد از توضیح عبارت شرایع، 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، ج ۳، ص ۴۳۳). شهید اول رحمته‌الله، شهید ثانی رحمته‌الله و فاضل میسی رحمته‌الله صلح بر آن را نیز جایز دانسته‌اند (همان).

فقیهان اهل سنت نیز فروش سلف پیش از سررسید را جایز نمی‌دانند. در منهاج‌الهدایه آمده است که «بیع سلم پیش از سررسید به‌طور مطلق جایز نیست اعم از اینکه به‌صورت نقد فروخته شود یا نسیه و به خود فروشنده اولی باشد یا شخص دیگری، تولیه باشد یا غیر آن؛ اما بنابر اصح صلح آن جایز است» (کلباسی، [بی‌تا]، ص ۲۴۹).

ابن‌عبدالبر هم عدم جواز را قول ابوحنیفه، ثوری، اوزاعی، شافعی و لیث می‌داند و دلیل آنان را نهی پیامبر اکرم صلی‌الله‌علیه‌وآله‌وسلم از بیع «مالیس عندک و ریح 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 صلی‌الله‌علیه‌وآله‌وسلم است (ابن‌عبدالبر، ۱۳۸۷، ج ۱۶، ص ۳۴۵).

در این قسمت دلایل عدم جواز بیع پیش از سررسید را بررسی می‌کنیم. فقیهان در مجموع به هفت دلیل استناد کرده‌اند که به‌نظر می‌رسد تمام آنها قابل پاسخ باشند:

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

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

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، می‌توان در قرارداد با ذکر دقیق شرایط، وصف‌های مبیع و زمان سررسید، به‌طور 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 می‌شود.

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 می‌شد.

۵. فروش سلف پیش از سررسید، از مصداق‌های بیع دین به دین است. **پاسخ:** اولاً در اغلب موردها به‌ویژه در مسئله اوراق سلف، ثمن معامله نقد است؛ بنابراین از مصداق‌های بیع دین به دین نخواهد بود؛ ثانیاً در صورتی بیع دین به دین 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 برخلاف است که به‌صورت مهم‌ترین دلیل بر عدم جواز آورده شده است. درباره این اجماع نیز نکته‌های ذیل قابل تأمل است:

۱. اتفاق کامل بین فقیهان وجود ندارد؛ زیرا همان‌گونه که اشاره شد، ابن‌حمزه<sup>۱</sup>، صاحب **حدائق**<sup>۲</sup>، شهید ثانی<sup>۳</sup> و برخی دیگر یا با صراحت یا تلویحاً قول به جواز را پذیرفته‌اند؛

۲. 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 وجود این، فتوا دادن در برابر شهرتی که نزدیک به اتفاق است، دشوار است و از طرف دیگر، 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 عمومی و سلف نفتی، دچار مشکل جدی خواهد بود.

## راه‌حل‌های استفاده از اوراق سلف

برای حل مشکل فقهی اوراق سلف راهکارهایی مطرح است، در این قسمت به نقد و بررسی آنها می‌پردازیم:

### ۱. سلف موازی

مقصود از سلف موازی آن است که خریدار سلف می‌تواند در کنار سلف اولیه به معامله سلف مستقل دیگری 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 وجود این، 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 فروخته شده 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 مسئول هستند. در حالی که در بازارهای مالی همه معامله‌گران حد وسط از بازار خارج شده و مسئولیتی نمی‌پذیرند و فقط فروشنده اولیه و خریدار نهایی است که در برابر هم مسئولیت 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

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 به‌صورت قرض، اوراق سلف خود را 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 به‌صورت 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 اینکه 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 واپسین وکیل به دریافت و قبض کالا از فروشنده اصلی کامیاب 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 عقد وکالت چنانکه برای فروشنده اولیه یا یکی از خریداران واسطه مشکلی؛ مانند: مرگ و جنون پیش بیاید، قرارداد وکالت باطل، و باعث اختلال در بازار ثانویه می‌شود.

مشکل سوم اینکه اگر قیمت کالای خریداری شده کاهش پیدا کند 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 پیش مراجعه کند و این با ماهیت بازارهای مالی سازگار نیست.

### 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؛ به طو 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 نمی توانند به تنهایی آن را فسخ کند؛ مگر اینکه هر دو راضی باشند. بر این اساس، در سلف، خریدار اول می تواند 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. در این راهکار خریدار سلف به جای اینکه کالای خریداری شده به قرارداد سلف را بفروشد به خریدار بعدی مصالحه می کند، افراد بعد نیز از راه صلح می توانند این کار را ادامه دهند. در این روش به مقتضای قرارداد صلح خریدار نهایی اوراق سلف مالک مبیع در ذمه فروشنده اول شده و فروشندگان واسط از بازار خارج می شوند؛ بنابراین سرانجام نفر آخر با مراجعه به فروشنده اول، کالا را دریافت می کند.

محدودیت این روش در آن است که به باور اکثر فقیهان اهل سنت و برخی از فقیهان شیعه، 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 مناطق و کشورهای مسلمان سنی نشین نخواهد بود.

### ۴. ترکیب سلف موازی با حواله

به نظر می رسد بهترین راهکار برای حل مشکل بازار ثانوی اوراق سلف، ترکیب قرارداد سلف موازی با قرارداد حواله است. به این بیان که فروشنده سلف نخست (بانی)، با

دریافت قیمت کالا، گواهی سلف، در اختیار خریدار می‌گذارد که به سبب آن خریدار یا هر کسی که خریدار، وی را حواله دهد، حق دارد در سررسید مقرر به بانی مراجعه کرده و مقدار معینی کالا تحویل بگیرد، حال خریدار سلف یا تا سررسید منتظر می‌ماند و خود به دریافت کالا اقدام می‌کند یا بعد از فروش سلف موازی، خریدار جدید سلف را جهت دریافت کالا به بانی حواله می‌دهد و برای این منظور، گواهی سلف را به وی واگذار می‌کند، وی نیز یا تا سررسید منتظر می‌ماند و خود به دریافت کالا از بانی اقدام می‌کند یا بعد از فروش سلف موازی دیگر، با تحویل گواهی سلف، خریدار جدید سلف را جهت دریافت کالا به بانی حواله می‌دهد و این رویه می‌تواند تا سررسید چندین مرتبه تکرار شود.

## ویژگی‌های سلف موازی با حواله

برای اطمینان از صحت و کارایی راهکار ترکیب سلف موازی با حواله، ویژگی‌های این را بررسی می‌کنیم:

۱۰۷

۱. در اصطلاح فقه، حواله عقدی است که به سبب آن طلب شخص از ذمه مدیون به ذمه شخص ثالثی منتقل می‌شود (نجفی، [بی‌تا]، ج ۲۶، ص ۱۶۰ / موسوی خمینی، [بی‌تا]، ج ۲، ص ۱۷ / مراجع تقلید، ۱۳۸۲، ج ۲، ص ۳۴۳ / ماده ۷۲۴ ق.م). در اینجا نیز فروشنده سلف موازی که ذمه‌اش بدهکار به خریدار است با حواله‌دادن، دین را از ذمه خود به ذمه بانی منتقل می‌کند؛
۲. عقد حواله به ایجاب محیل و قبول محتال نیاز دارد و محال‌علیه با اینکه طرف عقد نیست؛ اما رضایت وی نیز لازم است؛ البته آنان با هر لفظ و زبانی که ایجاب و قبول را واقع ساخته و رضایت و اراده خویش را از حواله پیش گفته اعلام کنند، صحیح است (یزدی، ۱۴۲۰، ج ۵، ص ۴۵۳ / موسوی خمینی، [بی‌تا]، ج ۲، ص ۱۷ / مراجع تقلید، ۱۳۸۲، ج ۲، ص ۳۴۴ / ماده ۷۵۲ ق و ماده‌های ۲۱۰ به بعد ق.م). در این راهکار نیز بانی با صدور گواهی سلف، پیشاپیش رضایت کلی خود را برای حواله اعلام کرده است. محیل (فروشنده سلف موازی) و محتال (خریدار سلف موازی) نیز با تحویل دادن و تحویل گرفتن گواهی سلف، ایجاب و قبول خود برای عقد حواله را ابراز می‌کنند؛
۳. گرچه در حواله بر محال‌علیه‌ای که بدهکار نیست بحث و گفت‌وگوی فقهی هست؛ اما در حواله بر محال‌علیه بدهکار هیچ اختلافی نیست و همه فقیهان شیعه و اهل سنت قبول دارند. در این راهکار نیز محال‌علیه (بانی)، بدهکار محیل (فروشنده سلف موازی) است

(حلی (محقق حلی)، ۱۴۰۳، ج ۲، ص ۱۱۲ / موسوی خمینی، [بی تا]، ج ۲، ص ۲۸ / مراجع تقلید، ۱۳۸۲، ج ۲، ص ۳۴۷ / ماده ۷۲۷ و ۷۳۰ ق.م)؛

۴. وقتی حواله با تمام شرایطش تحقق پیدا کرد، ذمه محیل از دین بری می شود و ذمه محال علیه به آنچه که بر وی حواله شده است مشغول می شود، بر این اساس، ذمه فروشنده سلف موازی نسبت به خریدار سلف موازی از دین بری شده و ذمه بانی مشغول می شود و این یعنی اینکه فروشنده سلف موازی از بازار خارج می شود؛

۵. وقتی حواله با شرایطش منعقد شد نسبت به هر سه طرف (محیل، محتال و محتال علیه) عقدی لازم است؛ بنابراین نه خریدار سلف موازی حق فسخ و رجوع به فروشنده سلف موازی دارد و نه بانی حق نکول نسبت به خریدار سلف موازی دارد.

## ریسک اوراق سلف نفتی

اوراق سلف مانند همه ابزارهای مالی اسلامی دارای انواع ریسک‌هایی است که در جای خود بحث شده و تدبیرهای لازم برای پوشش این ریسک‌ها هم مطرح شده است، چیزی که اوراق سلف را از دیگر اوراق مالی اسلامی جدا می کند، ریسک بازدهی این اوراق است که گاهی خیلی فراوان بود و چه بسا خریدار و فروشنده سلف را از انجام معامله منصرف می کند؛ به طور مثال، کسی که تغییرهای قیمت نفت خام را طی چهار سال گذشته بررسی کند متوجه می شود که طی این سال‌ها قیمت هر بشکه نفت خام بین ۱۵۰-۵۰ دلار در نوسان بوده است، و متوجه می شود که خریدار یا فروشنده سلف وارد چه ریسک بازدهی می شود، در چنین شرایطی اگر قیمت کف را مبنای معامله سلف در نظر بگیریم به طور قطع فروشنده سلف حاضر به معامله نخواهد بود و اگر سقف قیمت را در نظر بگیریم به طور قطع خریدار سلف حاضر به معامله نخواهد بود، و این در حالی است که هر دو به دنبال سود معقول با پذیرش ریسک معقول هستند.

برای حل مشکل و مدیریت ریسک پیش گفته استفاده از حق اختیار خرید و حق اختیار فروش، به صورت قرارداد تبعی یا به عنوان شرط ضمن قرارداد سلف، بهترین راهکار است. به این بیان که همراه قرارداد سلف و حواله، شرط یا قرارداد اختیار فروشی به نفع خریدار سلف و قرارداد اختیار خریدی به نفع بانی منعقد می شود به این مضمون که اگر قیمت کالا



در سررسید کم‌تر از مبلغی معین برسد، دارنده گواهی سلف حق اختیار فروش کالا به قیمت معین به بانی را خواهد داشت و چنانکه قیمت کالا در سررسید بیش‌تر از مبلغی معین برسد، بانی حق اختیار خرید کالا به قیمت معین از دارنده گواهی سلف را خواهد داشت؛ به‌طور مثال، در اوراق سلف نفتی ایران، با سررسید چهار ساله، قیمت هر بشکه نفت خام ۱۰۰ دلار در نظر گرفته شده است و همراه قرارداد سلف و حواله، قرارداد اختیار فروشی به نفع خریدار سلف منعقد می‌شود که اگر قیمت هر بشکه نفت خام در سررسید کم‌تر از ۱۴۰ دلار برسد، دارنده گواهی سلف حق اختیار فروش هر بشکه نفت خام به قیمت ۱۴۰ دلار به بانی را خواهد داشت، همین‌طور قرارداد اختیار خریدی به نفع بانی منعقد می‌شود که اگر قیمت هر بشکه نفت خام در سررسید بیش‌تر از ۱۶۰ دلار برسد، بانی حق اختیار خرید هر بشکه نفت خام به قیمت ۱۶۰ دلار از دارنده گواهی سلف را خواهد داشت.

نتیجه چنین تدبیری این است که ریسک نوسان‌های قیمت نفت برای خریدار و فروشنده پوشش داده می‌شود، به این روش افزون بر اصل سرمایه سود متوسط ۱۰ درصد سالانه برای خریدار سلف تضمین می‌شود. در عین حال احتمال دارد سود متوسط سالانه‌اش به ۱۵ درصد هم برسد، همان‌طور که تغییرهای قیمت فوق‌العاده به سمت بالا را برای بانی پوشش می‌دهد، اگر قیمت نفت خیلی بالا رود، بانی می‌تواند با اعمال اختیار خرید، درآمد حاصل از افزایش قیمت را به خود منتقل کند.

### قیمت‌گذاری اوراق سلف نفتی ایران

شرکت ملی نفت ایران برای جذاب‌بودن اوراق سلف نفتی و استقبال همه دارندگان وجوه دلاری و ریالی در نظر دارد اوراق سلف نفتی را به سه روش ذیل که البته در ارتباط با هم هستند منتشر کند.

#### خرید و فروش دلاری

در این روش، شرکت ملی نفت ایران، هر ده بشکه نفت خام استاندارد را به صورت یک گواهی سلف نفتی تعریف کرده و با احتساب هر بشکه ۱۰۰ دلار\* به ۱۰۰۰ دلار می فروشد و ۱۰۰۰ دلار را تحویل می گیرد و گواهی سلف، تحویل می دهد و همراه قرارداد سلف، قرارداد حق اختیار فروش و حق اختیار خرید را منعقد می کند؛ مبنی بر اینکه دارنده گواهی سلف، حق اختیار فروش به ۱۴۰ دلار به شرکت ملی نفت ایران و شرکت ملی نفت ایران حق اختیار خرید به ۱۶۰ دلار از دارنده گواهی سلف داشته باشد. در این روش نرخ سود دلاری دست کم ۱۰ درصد و حداکثر ۱۵ درصد دلاری برای خریدار سلف در نظر گرفته شده است. این نرخ در مقایسه با نرخ های جهانی و نرخ های سپرده دلاری داخل کشور که به طور متوسط بین ۹ - ۵ درصد است نرخ قابل توجهی خواهد بود.

### خرید و فروش دلاری - ریالی

در این روش نیز، شرکت ملی نفت ایران، هر ده بشکه نفت خام استاندارد را به صورت یک گواهی سلف نفتی تعریف کرده و با احتساب هر بشکه ۱۰۰ دلار به ۱۰۰۰ دلار می فروشد و به جای ۱۰۰۰ دلار معادل ریالی آن را به قیمت بازار (به طور مثال ۱۳۰۰۰۰ ریال) دریافت می کند و گواهی سلف تحویل می دهد و همراه قرارداد اصلی قراردادهای اختیار فروش و اختیار خرید را منعقد می کند مبنی بر اینکه دارنده گواهی سلف حق اختیار فروش به ۱۴۰ دلار به شرکت ملی نفت ایران و دریافت معادل ریالی آن به قیمت روز و شرکت ملی نفت ایران حق اختیار خرید به ۱۶۰ دلار و پرداخت معادل ریالی آن به قیمت روز به دارنده گواهی سلف داشته باشد. در این روش نیز نرخ سود دلاری حداقل ۱۰ درصد و حداکثر ۱۵ درصد دلاری برای خریدار سلف در نظر گرفته شده است؛ اما با توجه به تغییرهای قیمت دلار نسبت به ریال انتظار سود دیگری نیز وجود دارد؛ به طور مثال، اگر تغییرهای قیمت دلار به ریال در چهار سال گذشته را

\*. مبالغ مطرح، مبالغ فرضی است که ممکن است زمان انتشار تغییر کنند.

در نظر بگیریم نرخ رشد متوسط ۱۲ درصدی را مشاهده می‌کنیم. در نتیجه نرخ سود دریافتی دارندگان گواهی سلف، انتظار می‌رود بین ۲۷ - ۲۲ درصد باشد که در مقایسه با نرخ‌های بازدهی داخلی جذابیت فراوانی خواهد داشت.

### خرید و فروش ریالی

در این روش، شرکت ملی نفت ایران، هر ده بشکه نفت خام استاندارد را به صورت یک ورق سلف نفتی تعریف کرده و با احتساب هر بشکه ۱۳۰۰۰۰ ریال به ۱۳۰۰۰۰۰ ریال می‌فروشد و ۱۳۰۰۰۰۰ ریال را دریافت می‌کند و گواهی سلف تحویل می‌دهد و همراه آن با قراردادهای اختیار فروش و خرید ملتزم می‌شوند که دارنده ورق حق اختیار فروش به ۲۳۴۰۰۰۰ ریال به شرکت ملی نفت ایران و شرکت ملی نفت ایران حق اختیار خرید به ۲۶۰۰۰۰۰ ریال از دارنده برگه انبار داشته باشد. در این روش نرخ سود متوسط سالانه برای خریدار سلف ۲۰ درصد در نظر گرفته شده است، و انتظار می‌رسد سود وی تا ۲۵ درصد نیز افزایش یابد. در نتیجه نرخ سود متوسط دریافتی دارندگان گواهی سلف انتظار می‌رود بین ۲۵ - ۲۰ درصد سالانه باشد که در مقایسه با نرخ‌های بازدهی داخلی جذابیت فراوانی خواهد داشت.

### مصوبه کمیته فقهی سازمان بورس درباره سلف موازی و حواله

کمیته فقهی سازمان بورس و اوراق بهادار ایران در طی جلسه‌های مورخ ۱۳۹۰/۸/۱۸، ۱۳۹۰/۹/۱۶ و ۱۳۹۰/۹/۳۰ بعد از بررسی بُعدهای گوناگون فقهی، مالی و اقتصادی پیش فروش نفت، و بعد از تبیین و توجیه اقتصادی و مالی پیش فروش نفت، به وسیله صاحب نظران مالی و اقتصادی و کارشناسان وزارت نفت و شرکت ملی نفت ایران، بُعدهای فقهی این معامله را بررسی و به شرح ذیل تصویب کردند:

۱. پیش فروش مقدار معینی نفت خام با تعیین اوصاف، زمان، مکان و کیفیت تحویل با پرداخت نقدی کل قیمت، از مصداق‌های عقد سلف بوده و صحیح است. فروشنده سلف می‌تواند با فروش مقدار معینی نفت خام، گواهی‌های یکسان (استاندارد) در اختیار خریدار بگذارد تا وی بتواند در سررسید برای تحویل کالا یا تسویه نقدی به فروشنده مراجعه کند؛

۲. خرید و فروش گواهی‌های سلف نفتی در بازار ثانوی، مصداق خرید و فروش مبیع سلف پیش از سررسید است که مشهور فقیهان شیعه مخالف آن بوده و باطل می‌دانند، این مسئله گرچه از دید فقهی محل بحث و گفت‌وگوی علمی است؛ اما برای ابزارسازی نیاز به راهکاری مطابق فتوای مشهور است؛

۳. راهکار قرارداد ترکیبی سلف موازی و حواله برای حل مشکل بازار ثانوی صحیح است به این بیان که خریدار سلف نفتی، به فروش مقدار معینی نفت به صورت سلف مستقل اقدام کرده و جهت دریافت کالا به فروشنده نخست سلف (شرکت ملی نفت ایران) حواله می‌دهد؛

۴. برای پوشش ریسک خریداران سلف نفت و فروشنده آن (شرکت ملی نفت ایران) می‌توان به دو روش عمل کرد.

### روش نخست: شرط اختیار خرید و فروش در ضمن قرارداد سلف

خریداران و فروشنده سلف نفت (شرکت ملی نفت ایران) ضمن قرارداد سلف نفت شرط می‌کنند که خریدار سلف حق اختیار فروش مقدار معینی نفت به قیمت معین در سررسید را داشته باشد که در نتیجه فروشنده سلف ملزم به خرید خواهد بود و همچنین فروشنده نیز حق اختیار خرید مقدار معینی نفت به قیمت معین در سررسید را داشته باشد که در نتیجه خریدار سلف ملزم به فروش خواهد بود. همچنین فروشنده سلف نفت (شرکت ملی نفت ایران) ضمن قرارداد سلف نفت اجازه می‌دهد که خریدار سلف این دو اختیار را به خریدار سلف موازی نفت منتقل کند.

### روش دوم: انعقاد بسته قراردادی (پکیج قراردادی)

در این روش، خریداران و فروشنده سلف نفت (شرکت ملی نفت ایران) با انجام قرارداد سلف نفت، در حقیقت بسته کامل قراردادی را به شرح ذیل انشا می‌کنند:

۱. فروشنده سلف مقدار معینی نفت خام به خریدار می‌فروشد؛

۲. با ارائه گواهی سلف به خریدار اجازه می‌دهد با انجام قرارداد سلف موازی خریدار جدید را به فروشنده سلف حواله دهد؛

۳. فروشنده سلف حق اختیار فروش مقدار معینی نفت به قیمت معین در سررسید را به خریدار سلف می‌فروشد؛

۴. فروشنده سلف حق اختیار خرید مقدار معینی نفت به قیمت معین در سررسید را از خریدار سلف خریداری می‌کند؛

۵. فروشنده سلف به خریدار سلف اجازه می‌دهد چنین قرارداد ترکیبی را براساس سلف موازی با خریدار جدید داشته باشد.

۵. سازمان بورس و اوراق بهادار حق دارد برای احراز شرط قدرت بر تسلیم، فقط به شرکت ملی نفت ایران (یا شرکت‌های تابعه) و به کسانی که گواهی سلف نفت را دارند اجازه فروش سلف موازی نفت را بدهد؛

۶. کمیته فقهی از اداره قوانین و مقررات سازمان درخواست دارد تا در تهیه آیین‌نامه و دستورالعمل اجرایی گواهی سلف نفتی دقت لازم صورت گیرد تا قراردادهای سلف موازی و حواله به صورت صحیح و واقعی انجام پذیرد و از فروش گواهی سلف که مصداق فروش مبیع سلف پیش از سررسید است، بپرهیزد.

### جمع‌بندی و نتیجه‌گیری

با توجه به حل مشکل بازار ثانوی اوراق سلف و مصوبه کمیته فقهی سازمان بورس و اوراق بهادار درباره سلف موازی، این اوراق قابلیت دارند در جایگاه ابزار مناسبی برای تأمین مالی پروژه‌های بالادستی نفت و گاز مورد استفاده قرار گیرند. در این ابزار شرکت ملی نفت ایران در جایگاه ناشر با پیش‌فروش مقدار معینی نفت خام اوراق سلف استاندارد در اختیار خریداران می‌گذارد و افزون بر آن برگه انباری در اختیار خریداران قرار می‌دهد که می‌توانند در سررسید به شرکت ملی نفت ایران مراجعه کرده و نفت خام تحویل بگیرند یا با شرکت تسویه نقدی کنند؛ همان‌طور که می‌توانند پیش از سررسید با فروش سلف موازی و حواله خریدار به شرکت ملی نفت ایران از بازار خارج شوند.

این ابزار افزون بر اینکه ابزار بسیار مناسبی برای تأمین مالی شرکت ملی نفت ایران برای انجام سرمایه‌گذاری‌های زیربنایی است، ابزار سودآور خوب و با ریسک کنترل‌شده

برای سرمایه‌گذاران مالی است؛ همان‌طور که در صورت گسترش بازار ثانوی آن انتظار می‌رود ابزار مناسبی برای اعمال سیاست پولی به‌وسیله بانک مرکزی نیز باشد.

## منابع و مأخذ

۱. ابن‌ادریس حلّی، محمد؛ السرائر؛ دوم، قم: مؤسسه نشر اسلامی، ۱۴۱۰ق.
۲. ابن‌حمزه، محمدبن‌علی بن‌حمزه طوسی؛ الوسيلة إلى نیل الفضیلة؛ قم: انتشارات مرعشی نجفی علیه السلام، ۱۴۰۸ق.
۳. ابن‌عبدالبر؛ التمهید؛ [بی‌جا]: [بی‌نا]، ۱۳۸۷ق.
۴. بحرانی، یوسف‌بن‌احمد؛ الحدائق الناضرة فی أحكام العترة الطاهرة؛ قم: مؤسسه نشر اسلامی، ۱۴۰۵ق.
۵. ترکمانی، عدنان خالد؛ السیاسة النقدية و المصرفیه؛ بیروت: مؤسسة الرسالة، ۱۹۸۸م.
۶. حدادی، جواد؛ بررسی تأمین مالی پروژه‌محور در بخش بالادستی نفت با تأکید بر ابزارهای اسلامی؛ پایان‌نامه، تهران: دانشگاه تربیت مدرس، پاییز ۱۳۹۰.
۷. حرّ عاملی، محمدبن‌حسن؛ وسائل الشیعه؛ قم: مؤسسه آل‌البیت علیهم السلام، ۱۴۰۹ق.
۸. حلبی، حمزه‌بن‌علی بن‌زهره؛ غنیة النزوع إلى علمی الأصول و الفروع؛ تحقیق شیخ‌ابراهیم بهادری؛ قم: مؤسسه امام صادق علیه السلام، ۱۴۱۷ق.
۹. حلّی (علامه حلّی)، جمال‌الدین حسن‌بن‌یوسف؛ تذکرة الفقهاء؛ قم: مؤسسه آل‌البیت علیهم السلام لاحیاء التراث، [بی‌تا].
۱۰. حلّی (محقق حلّی)، جعفر بن‌حسن؛ شرایع الاسلام فی مسائل الحلال و الحرام؛ بیروت: دارالاضواء، ۱۴۰۳ق.
۱۱. خورشید احمد؛ مطالعاتی در اقتصاد اسلامی؛ ترجمه محمدجواد مهدوی؛ مشهد: بنیاد پژوهش‌های آستان قدس رضوی، ۱۳۷۴.
۱۲. سلطانی، پدرام؛ «سخنرانی در اتاق بازرگانی تهران»؛ خبرگزاری تابناک، ۱۳۹۰/۹/۱۰.
۱۳. شایان‌ارانی، شاهین؛ مصاحبه با خبرگزاری فارس؛ ۱۳۹۰/۹/۱۷.

۱۴. طباطبایی، سیدعلی؛ ریاض المسائل فی تحقیق الأحكام بالدلائل؛ قم: مؤسسه آل‌البيت علیه السلام لإحياء التراث، ۱۴۱۸ق.
۱۵. طوسی، محمدبن حسن؛ المبسوط فی فقه الإمامیة؛ سوم، تهران: المكتبة المرتضوية لإحياء الآثار الجعفرية، ۱۳۸۷ق.
۱۶. عاملی (شهید ثانی)، زین‌الدین؛ مسالك الافهام؛ ج ۱۲، اول، قم: مؤسسه معارف اسلامی، ۱۴۱۶ق.
۱۷. عاملی، جواد؛ مفتاح الكرامة فی شرح قواعد العلامة (ط - القديمة)؛ [بی تا]: [بی جا].
۱۸. فراهانی فرد، سعید؛ «صکوک سلف ابزاری مناسب برای تأمین مالی و پوشش ریسک»؛ فصلنامه علمی پژوهشی اقتصاد اسلامی، ش ۳۳، بهار ۱۳۸۸.
۱۹. قلعای، عسان؛ المصارف الاسلامیة ضرورة عصریه؛ [بی جا]: دارالمکتبی، ۱۴۱۸ق.
۲۰. کلباسی، ابراهیم؛ منهاج الهدایة؛ [بی جا]: مخطوط، [بی تا].
۲۱. کلینی، محمدبن یعقوب؛ الکافی؛ تهران: دارالکتب الاسلامیه، ۱۳۶۵.
۲۲. مراجع تقلید؛ توضیح المسائل؛ قم: جامعه مدرسین حوزه علمیه قم، ۱۳۸۲.
۲۳. معصومی نیا، علی؛ ابزارهای مشتقه؛ تهران: پژوهشگاه فرهنگ و اندیشه اسلامی، ۱۳۸۷.
۲۴. موسویان، سیدعباس؛ ابزارهای مالی اسلامی (صکوک)؛ تهران: پژوهشگاه فرهنگ و اندیشه اسلامی، ۱۳۸۶.
۲۵. موسوی خمینی، سیدروح‌الله؛ تحریر الوسیله؛ قم: مؤسسه دارالعلم.
۲۶. موسوی خویی، سیدابوالقاسم؛ منهاج الصالحین؛ قم: مدینه العلم، ۱۴۱۰ق.
۲۷. میرمعزی، سیدحسین؛ «بورس بازی از نگاه فقه»، فصلنامه علمی پژوهشی اقتصاد اسلامی، ش ۹، بهار ۱۳۸۲.
۲۸. نجفی، محمدحسن؛ جواهر الکلام فی شرح شرائع الإسلام؛ هفتم، بیروت: دار إحياء التراث العربی، [بی تا].
۲۹. نوری، میرزاحسین؛ مستدرک الوسائل؛ ج ۱۷، قم: مؤسسه آل‌البيت علیه السلام لإحياء التراث، ۱۴۰۹ق.
۳۰. یزدی، سیدمحمدکاظم؛ العروة الوثقی؛ قم: مؤسسه نشر اسلامی، ۱۴۲۰ق.

31. <http://www.financeinislam.com>.
32. <http://www.Menafn.com>.
33. <http://www.womengateway.com>.
34. Shariq ,Nisar; **Islamic Bonds (Sukuk): Its Introduction and Application**; 2010.

of SID