

تهاتر ارزی اسلامی: ابزاری نوین برای سیاستگذاری ارزی بانک مرکزی

حمید زمانزاده*

حسین میسمی**

* پژوهشگر پژوهشکده پولی و بانکی

** کارشناس ارشد پژوهشکده پولی و بانکی و دانشجوی دکتری رشته اقتصاد، دانشگاه امام صادق (ع).

چکیده

بانک‌های مرکزی جهان از قراردادهای تهاتر ارزی با بانک‌های تجاری و نیز با بانک‌های مرکزی دیگر به‌عنوان یک ابزار سیاست‌گذاری، در راستای پیگیری اهداف متنوعی مانند مدیریت ذخایر ارزی و حفظ ثبات بازار ارز، مدیریت نقدینگی داخلی، حفظ ثبات مالی و حفظ ثبات اقتصادی استفاده گسترده‌ای می‌نمایند. با توجه به شرایط اقتصاد کشور و نیز روند رو به گسترش استفاده بانک‌های مرکزی از ابزار تهاتر ارزی، به‌نظر می‌رسد استفاده از چنین ابزاری در حوزه سیاست‌گذاری ارزی در اقتصاد کشور، یک ضرورت است.

یافته‌های این تحقیق^۱ که براساس روش تحلیلی-توصیفی به‌دست آمده‌اند نشان‌دهنده آن است که با وجود آن‌که ابزار متعارف تهاتر ارزی مورد استفاده توسط بانک‌های مرکزی سایر کشورها دارای ناسازگاری‌هایی با مبانی فقه اسلام است، اما می‌توان ابزار تهاتر ارزی متعارف را به‌نحوی اصلاح نمود که با ضوابط فقهی سازگار گردد. بر این اساس این تحقیق با سازگار نمودن قرارداد تهاتر ارزی متعارف با مبانی شرعی، به طراحی ابزار تهاتر ارزی اسلامی پرداخته است به‌نحوی که بانک مرکزی کشور می‌تواند با عملیاتی نمودن این ابزار در بازار ارز کشور، تا حدی بر محدودیت‌های ناشی از کمبود ذخایر ارزی و نقد شوندگی پایین این ذخایر غلبه نموده و قدرت مانور خود را در مدیریت نوسانات بازار ارز بهبود بخشد.

کلمات کلیدی: تهاتر ارزی اسلامی، سیاست‌گذاری ارزی، بانک مرکزی، بازار ارز، ابزارهای مشتقه.

طبقه‌بندی JEL: D53, E52

^۱ نسخه اولیه این پژوهش در بیست و چهارمین همایش سیاست‌های پولی و ارزی ارائه شده است.

مقدمه

تهاتر ارزی یک قرارداد مالی است که در آن طرفین قرارداد، صرفاً مقادیر مشخصی از دو پول مختلف را در یک زمان با یکدیگر مبادله می‌کنند و در زمانی دیگر (سررسید) وجوه مبادله شده به طرفین مسترد می‌گردد (تهاتر ارزی مورد استفاده بانک‌های مرکزی جریانی از پرداخت‌ها طی زمان را شامل نمی‌شود). بانک‌های مرکزی جهان از قراردادهای تهاتر ارزی با بانک‌های تجاری و نیز با بانک‌های مرکزی دیگر به‌عنوان یک ابزار سیاستگذاری استفاده گسترده‌ای می‌نمایند، در حالی که بانک مرکزی ایران از چنین ابزاری در حوزه سیاستگذاری ارزی در اقتصاد کشور، بی‌بهره مانده است.

براساس یافته‌های این تحقیق که براساس روش تحلیلی-توصیفی به‌دست آمده‌اند، از منظر فقهی ابزار متعارف تهاتر ارزی مورد استفاده توسط بانک‌های مرکزی سایر کشورها دارای دو چالش اساسی (بیع‌العینه و ضرورت پرداخت نقدی ثمن در عقد سلف) بوده و نمی‌توان در چارچوب اسلامی از آن استفاده نمود. اما می‌توان ابزار تهاتر ارزی متعارف را به‌نحوی اصلاح نمود که در با ضوابط فقهی سازگار گردد. تحقیق حاضر تلاش می‌کند تا ابزار تهاتر ارزی متعارف را از منظر اقتصادی، فقهی و حسابداری مورد بررسی قرار داده و الگویی مناسب جهت عملیاتی نمودن تهاتر ارزی در اختیار بانک مرکزی کشور قرار دهد.

مقاله حاضر پس از مقدمه، در بخش دوم به ادبیات موضوع مربوط به تهاتر ارزی می‌پردازد. بررسی ابعاد اقتصادی استفاده از تهاتر ارزی توسط بانک‌های مرکزی در بخش سوم و ارزیابی ابعاد فقهی استفاده از تهاتر ارزی توسط بانک مرکزی در بخش چهارم مورد بررسی قرار می‌گیرد. بخش پنجم به ارزیابی اثرات تهاتر ارزی اسلامی بر ترازنامه بانک مرکزی و بخش ششم به طرح ملاحظات تکمیلی در استفاده بانک مرکزی کشور از تهاتر ارزی اسلامی می‌پردازد. در نهایت بخش هفتم مقاله به جمع‌بندی و نتیجه‌گیری خواهد پرداخت.

۱- پیشینه تحقیق

قرارداد تهاتر (سوآپ^۱) یکی از ابزارهای مالی «مشتقه^۲» می‌باشد. تهاتر در لغت به معنای معامله پایاپای، معاوضه، عوض کردن، مبادله کردن، بیرون کردن، جانشین کردن و اخراج کردن آمده و در اصطلاح، توافقی بین دو شرکت برای معاوضه جریان نقدی در آینده (با دو نوع پرداخت متفاوت از بدهی یا دارایی) است. قرارداد فوق تاریخ پرداخت و چگونگی محاسبه جریانات نقدی را که باید پرداخت شود مشخص می‌کند. معمولاً محاسبه جریانات نقدی شامل ارزش‌های آتی یک یا چند متغیر بازار است. اولین قراردادهای تهاتر در اوایل دهه ۱۹۸۰ منعقد شدند و از آن زمان تاکنون بازار این ابزار رشد چشم‌گیری داشته است. در حال حاضر در سطح بین‌المللی، اکثر قراردادهای مشتقات خارج از بورس، به صورت تهاتر انجام می‌شود (هال، ۱۳۸۴، ص ۲۵۹).

امروزه قرارداد تهاتر انواع فراوانی یافته است و در بازارهای مالی بین‌المللی، بر روی دارایی‌های پایه گوناگونی انجام می‌شود. در این بین «قراردادهای تهاتر ارز^۳» و «تهاتر نرخ بهره^۴»، از مهم‌ترین و پرکاربردترین این ابزارها می‌باشند. در کشورهای پیشرفته (و حتی در حال توسعه) یکی از اصلی‌ترین نهادهایی که از قراردادهای تهاتر ارزی جهت مدیریت بازار ارز استفاده می‌کنند، بانک‌های مرکزی هستند. بانک‌های مرکزی با ورود در بازار تهاتر ارزی و اعمال مدیریت صحیح، از تغییرات شدید عرضه و یا تقاضای ارز خارجی و به تبع آن ایجاد شوک جلوگیری می‌نمایند (میشکین^۵، ۲۰۱۳، ص ۳۴۵؛ درخشان، ۱۳۸۳، ص ۴۰).

¹ Swap

² Derivative

³ Currency Swap Contract

⁴ Interest Rate Swap Contract

⁵ Mishkin

از سوی دیگر به دلیل آن که نظام اقتصادی کشور ایران به شدت به واردات وابسته می‌باشد و واردات نیز ذاتاً به نرخ ارز گره خورده است، هرگونه تغییرات ناگهانی در نرخ ارز (مانند شوک ارزی سال ۱۳۹۱) می‌تواند تأثیرات نامطلوبی بر اقتصاد کشور داشته باشد. از این رو، طراحی ابزار تهاتر ارزی مناسب که از یک طرف کارکرد اقتصادی مناسبی داشته باشند و از سوی دیگر با مبانی فقهی نیز سازگار باشد، می‌تواند به بانک مرکزی کشور در مدیریت تلاطمات بازار ارز در شرایط بحرانی کمک شایانی نماید.

بررسی تحقیقات انجام شده در حوزه بازار سرمایه اسلامی نشان می‌دهد که هر چند اکثر تحقیقات به طراحی قراردادهای آتی و اختیار در چارچوب اسلامی اقدام نموده‌اند و کمتر به طراحی ابزار تهاتر پرداخته‌اند و که در ادامه به برخی از آن‌ها اشاره می‌شود.

عبیدالله (۲۰۰۵) به بررسی قراردادهای تهاتر متعارف پرداخته و تلاش می‌کند تا ضمن نقد الگوی متعارف تهاتر، «قرض دو طرفه» را به عنوان جایگزین مطرح نماید. به این صورت که دو طرف معامله ارزهایی که در اختیار دارند را به یکدیگر قرض می‌دهند. هر چند این ابزار کارکرد اقتصادی تهاتر متعارف را محدود می‌کند، اما در عوض مشروعیت آن مورد توافق اجماعی فقها می‌باشد.

معصومی‌نیا و بهاروندی (۱۳۸۷) به بررسی فقهی قراردادهای پوشش ریسک دارایی‌های ارزی می‌پردازند. در این تحقیق سه ابزار «اختیارات ارزی»، «آتی ارزی» و «سوآپ ارزی» مورد بررسی فقهی واقع می‌شوند. یافته‌های پژوهش نشان می‌دهد که می‌توان قراردادهای اختیارات ارزی و آتی ارزی را در قالب عقد صلح تصحیح نمود اما قرارداد تهاتر ارزی به دلیل اشکالاتی مانند بیع دین به دین، بیع کالی به کالی و ربا، قابل توجیه نمی‌باشند.

موسویان و موسوی بیوکی (۱۳۸۹) به امکان‌سنجی استفاده از تهاتر بازده کل جهت مدیریت ریسک اعتباری در بانکداری اسلامی می‌پردازند. این تحقیق پس از

بررسی امکان انطباق این ابزار مشتقه با قرارداد بیع دین به ثمن موجد، بیع کالی به کالی و صلح دین به دین، به این نتیجه می‌رسد که به دلیل مخالفت مشهور فقیهان شیعه و عدم رعایت برخی شرایط عمومی قراردادها، استفاده از این ابزار مالی با ساختار رایج آن، مورد تأیید قرار نمی‌گیرد. در نهایت این تحقیق ایده جایگزین «تهاتر اصل دارایی‌های پایه» را پیشنهاد می‌نماید.

معصومی‌نیا و الهی (۱۳۹۱) به امکان‌سنجی فقهی استفاده از تهاتر کالا در بازارهای مالی ایران می‌پردازند. یافته‌های این تحقیق نشان می‌دهد که آنچه در سوآپ کالا مورد مبادله می‌شود خارج از ضوابط عقود معاوضه و بیع بوده و امکان تصحیح فقهی ندارد؛ چرا که مبتلا به ربا می‌باشد.

همان‌طور که ملاحظه می‌شود اکثر محققان قرارداد تهاتر را در حالت کلی مورد بررسی قرار داده‌اند و برای آن راه‌حلهایی ارائه نموده‌اند. این در حالی است که در حال حاضر قرارداد تهاتر ارزی متعارف به انواع شیوه‌ها و روش‌ها اجرایی می‌شود که هر یک بررسی و تحلیل خاص خود را می‌طلبند. در این رابطه، تحقیق حاضر به‌طور خاص بر روی «تهاتر ارزی بانک مرکزی»^۱ متمرکز شده و تلاش می‌کند تا ضمن بررسی جزئی ابعاد اقتصادی، فقهی و حسابداری، توصیه‌هایی اجرایی جهت عملیات‌سازی این ابزار توسط بانک مرکزی کشور ارائه نماید.

^۱ Central Bank Foreign Exchange Swap

۲- بررسی ابعاد اقتصادی استفاده از تهاتر ارزی توسط بانک‌های مرکزی

۲-۱- ماهیت قرارداد

تهاتر ارزی بانک مرکزی^۱ یک قرارداد مالی است که در آن طرفین قرارداد، صرفاً مقادیر مشخصی از دو پول مختلف را در یک زمان با یکدیگر مبادله می‌کنند و در زمانی دیگر (سررسید) وجوه مبادله شده به طرفین مسترد می‌گردد (تهاتر ارزی مورد استفاده بانک‌های مرکزی جریانی از پرداخت‌ها طی زمان را شامل نمی‌شود). بنابراین تهاتر ارزی بانک مرکزی، دارای دو پایه جداگانه است که در دو زمان و دو نرخ مختلف تنظیم می‌شود. یکی «پایه نقدی»^۲ که براساس آن طرفین قرارداد در زمان انجام قرارداد دو پول مختلف را با نرخ نقدی با یکدیگر مبادله می‌کنند و دیگری «پایه سلف»^۳ که براساس آن طرفین قرارداد در زمان سررسید، دو پول مختلف را به نرخ سلف به یکدیگر مسترد می‌نمایند. اگر زمان سررسید تهاتر، کم‌تر از یک ماه از زمان آغاز قرارداد باشد، تهاتر به‌عنوان تهاتر کوتاه‌مدت^۴ شناخته می‌شود و اگر زمان سررسید قرارداد بیش از یک ماه باشد به‌عنوان تهاتر سلف^۵ شناخته خواهد شد.^۶ ساختار حاکم بر یک قرارداد تهاتر در نمودار شماره ۱ نشان داده شده است.

^۱ لازم به‌ذکر است که تهاتر ارزی در حالت کلی می‌تواند ساختارهای مختلفی داشته باشد. اما ساختاری که در اینجا (و در سایر بخش‌های مقاله) مورد تبیین قرار می‌گیرد، آن نوع از قراردادهای تهاتر ارزی است که بیش‌تر توسط بانک‌های مرکزی مورد استفاده واقع می‌شود که اصطلاحاً «تهاتر ارزی بانک مرکزی» نام دارد.

^۲ Central Bank Foreign Exchange Swap

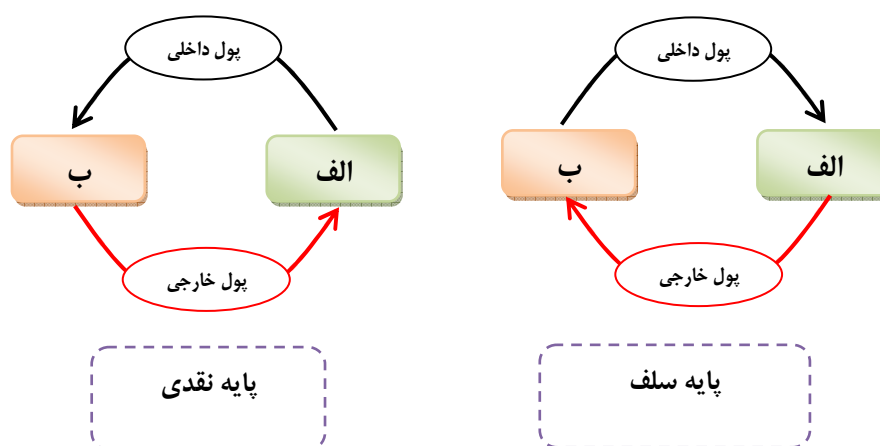
^۳ Central Bank Foreign Exchange Swap

^۴ Short-dated swap

^۵ Forward swap

^۶ Bergljot B. Barkbu and Li LianOng (2010)

نمودار شماره یک: ساختار یک قرارداد تهاتر ارزی



۲-۲- جایگاه تهاتر ارزی در بازارهای ارز جهانی

مبادلات در بازارهای ارزی جهان تحت قراردادهای مختلف اعم از قراردادهای نقدی^۱، سلف^۲، اختیار^۳ و تهاتر^۴ صورت می‌پذیرد. در میان تمام این قراردادهای مبادلات تهاتر ارزی از بیشترین سهم در بازارهای ارز جهانی برخوردار است. در آوریل سال ۲۰۱۳، از مجموع ۵۳۴۵ میلیارد دلار گردش معاملات بازارهای ارزی جهان (میانگین روزانه)، گردش معاملات تهاتر ارزی برابر ۲۲۲۸ میلیارد دلار بوده است که بیانگر سهم ۴۲ درصدی معاملات تهاتر از کل معاملات ارزی است. این در حالی است که معاملات نقدی با گردش ۲۰۴۶ میلیارد دلار در رتبه دوم پس از معاملات تهاتر ارزی قرار دارد. جدول شماره ۱ آمار معاملات ارزی در بازارهای جهانی براساس قراردادهای مختلف را نشان می‌دهد.

¹ Spot

² Forward

³ Option

⁴ Swap

با توجه به سهم بالای تهاتر ارزی در قراردادهای ارزی در بازارهای جهانی، بانک‌های مرکزی نیز به‌طور گسترده‌ای از این قرارداد استفاده می‌نمایند. در حال حاضر در میان کشورهای در حال توسعه، بانک‌های مرکزی کشورهای نظیر برزیل، آرژانتین، پاکستان و ترکیه به‌طور گسترده‌ای از تهاتر ارزی استفاده می‌کنند.

جدول شماره ۱: گردش مالی بازارهای ارز جهانی (متوسط روزانه در ماه آوریل، میلیارد دلار)

قرارداد ارزی	۲۰۱۳	۲۰۱۰	۲۰۰۷	۲۰۰۴	۲۰۰۱
نقدی	۲۰۴۶	۱۴۸۸	۱۰۰۵	۶۳۱	۳۸۶
تهاتر ارزی	۲۲۲۸	۱۷۵۹	۱۷۱۴	۹۵۴	۶۵۶
سلف ارزی	۶۸۰	۴۷۵	۳۶۲	۲۰۹	۱۳۰
آپشن ارزی و سایر	۳۹۱	۲۵۰	۲۴۳	۱۴۰	۶۷
مجموع	۵۳۴۵	۳۹۶۹	۳۳۷۶	۲۰۳۶	۱۵۰۰
سهم تهاتر ارزی از کل (درصد)	۴۲	۴۴	۵۱	۴۷	۴۴

مأخذ: Bank for International Settlements (2013)

۳-۲- اهداف بانک‌های مرکزی در استفاده از تهاتر ارزی

بانک‌های مرکزی جهان از قراردادهای تهاتر ارزی با بانک‌های تجاری و نیز با بانک‌های مرکزی دیگر استفاده گسترده‌ای در سیاستگذاری ارزی خود می‌نمایند. تهاتر ارزی یک ابزار استاندارد مدیریت نقدینگی است که می‌تواند برای پیگیری اهداف متنوعی مورد استفاده بانک مرکزی قرار گیرد. اهداف واسطه مورد نظر بانک‌های مرکزی برای ورود به معاملات تهاتر ارزی، عبارتند از: مدیریت نقدینگی داخلی، مدیریت ذخایر ارزی و حفظ ثبات بازار ارز و مدیریت نوسانات ارزی. پیگیری این اهداف واسطه‌ای توسط بانک‌های مرکزی (به‌ویژه حفظ ثبات ارزی)، در نهایت در

راستای پیگیری دو هدف نهایی می‌باشد که عبارت‌اند از: حفظ ثبات اقتصادی و حفظ ثبات مالی که در ذیل به توضیح آن‌ها پرداخته می‌شود.

الف- حفظ ثبات اقتصادی: ثبات بازار ارز از مسیر تأمین و تخصیص مؤثر و کارای نقدینگی ارزی، به ثبات اقتصاد کلان کمک می‌نماید. در مقابل بی‌ثباتی بازار ارز از مسیر اختلال در تخصیص مؤثر و کارای نقدینگی ارزی و افزایش ریسک ارزی به بی‌ثباتی و تضعیف اقتصاد کلان می‌انجامد. از جمله کانال‌های اثرگذاری منفی بی‌ثباتی ارزی بر اقتصاد کلان می‌توان به کاهش رشد اقتصادی (آقیون و دیگران^۱، ۲۰۰۸، ص ۱۱)، کاهش سرمایه‌گذاری خارجی (فورسری و بورلی^۲، ۲۰۰۸، ص ۵)، کاهش تجارت خارجی (کلارک و دیگران^۳، ۲۰۰۴، ص ۶) و افزایش فشارهای تورمی (زورزی و دیگران^۴، ۲۰۰۶، ص ۱۵) اشاره نمود.

ب- حفظ ثبات مالی: سیاستگذاران پولی توجه گسترده‌ای به عملیات ارزی بانک‌ها دارند که در دوره‌های بی‌ثباتی نرخ‌های ارز این توجهات افزایش نیز می‌یابد. در واقع کمیته بال در نظارت بانکی^۵ بیان می‌کند که «عملیات مالی اندکی وجود دارند که در آن یک بانک ممکن است مانند عملیات ارزی، متحمل زیان بزرگی گردد» (کمیته بال در نظارت بانکی، ۱۹۸۰). کمیته بال بیان می‌کند که ناظران باید هوشیار باشند که ریسک عملیات ارزی بانک‌ها هرگز نباید چنان بزرگ باشد که توان پرداخت دیون^۶ و نقدینگی^۷ بانک‌ها و به‌طور بالقوه بالقوه سلامت و ثبات کل سیستم بانکی را تهدید کند.

¹ Aghion et al.

² Furceri and Borelli

³ Clark et al.

⁴ Zorzi et al.

⁵ Basel Committee on Banking Supervision (BCBS)

⁶ Solvency

⁷ Liquidity

۴-۲- تعیین نرخ پایه سلف و هزینه قرارداد تهاتر ارزی

نرخ پایه سلف قرارداد تهاتر با توجه به تفاوت بین نرخ بهره دو پول تهاتر شده تعیین می‌شود. در واقع عملیات آربیتراژ عملاً موجب می‌شود تا براساس اصل پوشش برابری نرخ بهره، نرخ پایه سلف تهاتر ارزی با توجه به تفاوت بین نرخ بهره دو پول تهاتر شده تعیین گردد. بنابراین نرخ پایه سلف تهاتر ارزی برابر است با

$$Fr_{DC/FX} = Sr_{DC/FX} \left[\frac{1 + R_{DC}}{1 + R_{FX}} \right]$$

که در آن $Fr_{DC/FX}$ نرخ سلف ارز (پول داخلی به پول خارجی)، $Sr_{DC/FX}$ نرخ نقدی ارز (پول داخلی به پول خارجی)، R_{DC} نرخ بهره پول داخلی و R_{FX} نرخ بهره پول خارجی است.

بر این اساس هزینه مبادله تهاتر ارزی برابر است با

$$Fr_{DC/FX} - Sr_{DC/FX} = Sr_{DC/FX} \left[\frac{1 + R_{DC}}{1 + R_{FX}} - 1 \right]$$

بنابراین طرفی که پول با نرخ بهره بالاتر را در دوره تهاتر نگهداری می‌کند، پرداختی به طرف مقابل خواهد داشت به نحوی که بازدهی دو پول را برابر خواهد کرد. به عبارت دیگر در آغاز مبادله، ارزش حال قرارداد تهاتر ارزی همیشه (بدون در نظر گرفتن هزینه مبادله) برابر صفر است.

۳- ارزیابی ابعاد فقهی استفاده از تهاتر ارزی توسط بانک مرکزی

از آنجا که فعالیت نظام بانکی کشور براساس قانون عملیات بانکی بدون ربا بوده و بانک مرکزی صرفاً می‌تواند از ابزارهایی استفاده کند که دارای مشروعیت فقهی هستند، توجه به حداکثر سازگاری با فقهی امامیه در طراحی تمامی ابزارهای جدید ضرورت دارد. با توجه به این مسئله، در ادامه به برخی از مهم‌ترین ضوابط فقهی که لازم است در طراحی قراردادهای تهاتر مورد توجه واقع شود، اشاره می‌گردد و پس از آن چالش‌های ابزار تهاتر ارزی متعارف^۱ بررسی و جایگزین «سازگار با شریعت^۲» برای آن ارائه می‌شود.

۳-۱- ضوابط فقهی دارای اهمیت در طراحی قرارداد تهاتر ارزی

ارزیابی منابع فقهی در رابطه با مباحث اقتصادی و همچنین مراجعه به قانون عملیات بانکی بدون ربا و آئین‌نامه‌های آن نشان می‌دهد که ضوابط فقهی مهمی وجود دارند که لازم است در طراحی قرارداد تهاتر ارزی مورد توجه قرار گیرند. در ادامه به برخی از آن‌ها اشاره می‌شود.

۳-۱-۱- بیع‌العینه

یکی از ضوابط مهمی که در طراحی ابزارهای مشتقه اسلامی (از جمله سوآپ) دارای اهمیت است، نبود بیع‌العینه است. در واقع یکی از نکات فقهی اثرگذار در قرارداد بیع (که اصلی‌ترین قرارداد در بانکداری اسلامی می‌باشد) مسئله مشروط نشدن دو عقد بیع به یکدیگر است. به عبارت دیگر، ترکیب دو عقد بیع با یکدیگر تنها در صورتی صحیح است که دومی در اولی شرط نشده باشد. در واقع اگر فروشنده در بیع نقد بر مشتری شرط کند که بعد از خرید، مبیع را مجدداً به خود

^۱ Conventional

^۲ Shariah-compliant

او بفروشد یا خریدار شرط کند که فروشنده (بایع) بعد از فروش، آن را از خریدار بخرد، صحیح نیست. به چنین معاملاتی «بیع العینه» گفته می‌شود که در فقه امامیه مورد تأیید نیست؛ هر چند در برخی از کشورهای اسلامی مانند مالزی مورد استفاده واقع شده است (صالح آبادی، ۱۳۸۴، ص ۱۳).

۲-۱-۳- ضرورت تحویل ثمن در بیع سلف

در بیع سلف یا سلم (برعکس بیع نسبه)، ثمن حال بوده و به صورت نقد پرداخت می‌شود، اما تحویل کالا مدت‌دار است. امروزه در محاورات تجاری به این معامله، قرارداد «پیش فروش» یا «پیش خرید» نیز گفته می‌شود. در بیع سلف رعایت چند مسئله ضروری است. اولاً، در بیع سلف حتماً باید ثمن حال باشد؛ در واقع اگر در قرارداد بیع سلف، هم برای تحویل مبیع (کالای مورد معامله) و هم برای پرداختن ثمن مدت تعیین کنند، «بیع کالی به کالی» نامیده شده و بنابر نظر مشهور فقها باطل است. ثانیاً، کالای خریداری شده براساس عقد سلف را قبل از سررسید نمی‌توان فروخت (نه به خود فروشنده و نه به غیر او)؛ بنابراین امکان تشکیل بازار ثانویه سلف وجود ندارد. از این رو بانکی که از طریق عقد سلف به فردی تسهیلات داده است، نمی‌تواند مطالباتش از تسهیلات گیرنده را نزد شخص ثالثی تنزیل کند. سومین مسئله در سلف آن است که جنس و اوصاف مبیع باید به گونه‌ای توصیف شود که جهالت برطرف گردد. نکته آخر در رابطه با عقد سلف آن است که مشتری حتماً باید کل ثمن یا مبلغ قرارداد را نقداً و قبل از ترک محل وقوع معامله پردازد (امام خمینی، ۱۴۲۱ق، ج ۲، ص ۴۱).

۳-۱-۳- ضرورت تابعیت نماء از اصل

سومین مسئله مهم در قراردادهای تهاتر (و در تمامی سایر ابزارهای مشتقه) آن است که کلیه نمائات حاصل از ارزشها (مثلاً نرخ سود حاصل از دلار و یا ریال)

تابع مالکیت آن است و باید در طراحی ابزار تهاتر ارزی به آن توجه شود. از این رو، مثلاً این مسأله که جریان درآمدی حاصل از دلار یا ریال در طول مدت قرارداد از آن چه کسی است، تابع مالکیت دلار یا ریال بوده و منافع از آن مالک است.

۴-۱-۳- غرری نبودن معاملات

مسئله اساسی دیگر در طراحی قرارداد تهاتر ارزی و سایر معاملات، آن است که نباید هیچ نوعی ابهامی در شرایط قرارداد به ویژه مقدار ارز مورد معامله، زمان تحویل ارز و قیمت تحویل ارز وجود داشته باشد. از این رو، وجود ابهام منجر به غرری شدن معامله می گردد (موسویان، ۱۳۸۶، ص ۱۶۱).

۵-۱-۳- صوری نبودن معاملات و امکان تحویل فیزیکی ارز

آخرین و شاید مهم ترین مسئله در طراحی قرارداد تهاتر ارزی آن است که نباید معاملاتی که روی این ابزار انجام می شود، صوری باشد (موسویان، ۱۳۹۱، ص ۱۲۱). یعنی باید در تهیه ضوابط این بازار به نکاتی توجه شود که از صوری شدن معاملات جلوگیری گردد. به عنوان مثال باید بانک مرکزی امکان تحویل فیزیکی ارز در سررسید را فراهم کند. به نحوی که کسانی که وارد قرارداد تهاتر ارزی با بانک مرکزی می شوند، در سررسید بتوانند ارز خود را در صورت علاقه تحویل بگیرند. در این راستا شورای فقهی سازمان بورس و اوراق بهادار در مصوبه خود آورده است: «قراردادهای آتی روی آن دسته از دارایی های پایه که از اساس قابلیت تحویل ندارند مانند قرارداد آتی روی شاخص سهام، نرخ های بهره، درجه حرارت هوا و امثال اینها صحیح نیست، اما قرارداد آتی روی دارایی های پایه ای چون سهام، سبد سهام، کالا، ارز و سکه طلا صحیح است» (پیره، ۱۳۸۹، ص ۱۷).

۲-۳- چالش‌های فقهی قرارداد تهاتر ارزی متعارف

پس از شناخت ضوابط فقهی دارای اهمیت در طراحی قرارداد تهاتر، سوالی که طبیعتاً مطرح می‌شود آن است که آیا این ضوابط در ابزار تهاتر ارزی متعارف رعایت شده است؟ و لذا آیا می‌توان آن را قراردادی صحیح و مشروع در نظر گرفت؟ همان‌طور که در ادامه ملاحظه می‌شود، به‌نظر می‌رسد پاسخ به این سوال منفی بوده و شیوه اجرای قرارداد تهاتر در سایر کشورها، با ضوابط بانکداری اسلامی سازگار نیست.

در بخش‌های قبل مطرح گردید که تهاتر ارزی، دارای دو پایه جداگانه است که در دو زمان و دو نرخ مختلف تنظیم می‌شود. یکی پایه نقدی که براساس آن طرفین قرارداد در زمان انجام قرارداد دو پول مختلف را با نرخ نقدی با یکدیگر مبادله می‌کنند و دیگری پایه سلف که براساس آن طرفین قرارداد در زمان سررسید، دو پول مختلف را به نرخ سلف به یکدیگر مسترد می‌نمایند. با توجه به ضوابط فقهی مطرح شده، به‌نظر می‌رسد که حداقل دو چالش فقهی اساسی در این رابطه مالی وجود دارد.

اولین چالش آن است که پایه نقد و پایه سلف به یکدیگر مشروط هستند. به‌عنوان مثال، بانک مرکزی در پایه نقد قرارداد تهاتر، مقداری دلار از بازار خریده و فروشندگان دلار به بانک مرکزی، متعهد می‌شوند که سه ماه دیگر دلار را به نرخ مورد توافق بازخرید نمایند. از این‌رو، از منظر بانکداری اسلامی، بیع سلف (پایه سلف)، در بیع نقد (پایه نقد) شرط شده و مصداق بارز «بیع‌العینه» است که مشهور فقهای شیعه و اهل سنت آن را نمی‌پذیرند.

دومین چالش آن است که قرارداد پایه سلف، هر چند در ظاهر شبیه عقد سلف می‌باشد، اما نمی‌تواند مصداقی از این عقد فقهی واقع شود. علت اصلی آن است که در قرارداد سلف لازم است کل ثمن در مجلس پرداخت شود و نپرداختن

آن و یا پرداخت بخشی از آن تحت عنوان مارجین (که در اصطلاح فقهی قبض البعض نامیده می‌شود) ناصحیح بوده و منجر به بطلان عقد سلف می‌گردد.

۳-۳- طراحی الگوی اسلامی قرارداد تهاتر ارزی

همان‌طور که ملاحظه شد الگوی متعارف قرارداد تهاتر ارزی در چارچوب اسلامی قابل استفاده نیست. حال سوال آن است که آیا امکان اصلاح این قرارداد به نحوی که از یک طرف کارکردهای اقتصادی قرارداد متعارف را داشته باشد و از سوی دیگر با ضوابط بانکداری اسلامی نیز سازگار باشد وجود دارد؟ به نظر می‌رسد پاسخ به این سوال مثبت بوده و می‌توان با استفاده از ظرفیت‌های فقه اسلامی راه حل جایگزین ارائه نمود.

در این راستا به منظور حل مشکل اول قرارداد تهاتر ارزی متعارف، پیشنهاد می‌شود که در قرارداد پایه نقدی، شرطی بر معامله پایه سلف وجود نداشته باشد؛ بلکه تأکید شود که طرف معامله بانک مرکزی در تهاتر ارزی این «اختیار» را دارد که در سررسید بیع سلف را به اجرا بگذارد یا نگذارد.

به منظور حل مشکل دوم، پیشنهاد می‌شود که معامله سلف تحت عنوان یک عقد جدید به نام «اختیار خرید در برابر تعهد فروش» تعریف شود؛ بر این اساس، فروشنده آتی (بانک مرکزی) متعهد می‌شود مقدار معینی از ارز خارجی را که از جهت جنس، نوع، اوصاف و زمان تحویل مشخص شده در مقابل مبلغی معین که زمان، مکان و کیفیت پرداخت آن مشخص شده بفروشد. خریدار نیز اختیار دارد در سررسید مقرر، ارز را به قیمت مورد توافق خریداری کند؛ در این قرارداد در واقع بیعی واقع نشده است و یکی از طرفین خود را متعهد به بیع نموده و طرف دیگر نیز اختیار بیع دارد. در تصویر ارائه شده از معامله، در واقع بانک مرکزی در کنار بیع نقد (پایه نقدی)، اختیاری را به مشتری ارائه می‌کند، به نحوی که مشتری،

اختیار دارد براساس قرارداد ثانویه (پایه سلف)، در سررسید ارز را به بانک مرکزی بفروشد و یا بفروشد (اختیار خود را اعمال کند یا نکند).

حال سوال دیگر قابل طرح آن است که آیا از منظر فقهی، بانک مرکزی می‌تواند بابت این اختیاری که ارائه می‌کند هزینه طلب کند؟ پاسخ به این سوال مثبت است و اشکالی هم ندارد که هزینه به صورت درصد یا مبلغی از بیع نقد (پایه نقدی) در نظر گرفته شود. البته بانک مرکزی می‌تواند اعلام کند که اگر فرد در قرارداد پایه سلف وارد شود، هزینه پرداختی به او مسترد می‌گردد. با اعلام این مطلب، مشتریان نسبت به ورود در معامله ثانویه و تکمیل فرآیند ترغیب خواهند شد. در نهایت باید توجه نمود که به منظور جلوگیری از غرر، مبلغ و یا درصد هزینه اختیار باید از ابتدای عقد کاملاً مشخص باشد.

در این رابطه در مصوبه کمیته فقهی سازمان بورس و اوراق بهادار آمده است: «قراردادهای اختیار معامله از سنخ تعهدات هستند؛ به این بیان که فروشنده اختیار، متعهد می‌شود در صورت درخواست مشتری، کالا، ارز یا سهام معینی را به قیمت معین بفروشد و در مقابل این تعهد از مشتری وجهی دریافت می‌کند که به آن قیمت اختیار معامله می‌گویند؛ به عبارت دیگر خریدار اختیار، با پرداخت مبلغی تعهد فرد دیگری مبنی بر انجام عمل حقوقی فروش را خریداری می‌کند» (پیره، ۱۳۸۹، ص ۲۵).

۴- تحلیل انگیزه بانک‌های تجاری و بانک مرکزی برای استفاده از تهاتر ارزی اسلامی

سوالی که در این قسمت مطرح می‌شود آن است که آیا ابزار طراحی شده علاوه بر مشروعیت فقهی از منظر اقتصادی نیز همچنان کارکرد دارد؟ به این معنی که آیا بانک مرکزی و بانک‌های تجاری به منظور استفاده از این ابزار دارای انگیزه

اقتصادی می‌باشند؟. به‌منظور پاسخ به این سوال، تحلیل در رابطه با جداول شماره ۲ و ۳ (با دو فرض کسری و مازاد ذخایر ارزی بانک مرکزی) ارائه می‌شود. جدول شماره ۲ مرتبط با شرایطی است که بانک مرکزی به هر دلیل با کسری موقت ذخایر ارزی مواجه می‌باشد. به این معنی که بانک مرکزی برای مدیریت بازار نیاز فوری به ارز دارد اما به هر دلیل (مثلاً به دلیل تحریم‌ها) دسترسی به منابع ارزی ندارد. از سوی دیگر، بخشی از سبد دارایی برخی از بانک‌های تجاری، شامل ذخایر ارزی می‌گردد. اما این بانک‌ها از عرضه این ذخایر در بازار ارز در قیمت‌های جاری خودداری می‌کنند؛ چرا که می‌دانند مثلاً در سه ماه آینده جهت ایفای تعهدات خود به این ارز نیاز خواهند داشت و از طرف دیگر ممکن است قیمت‌ها در طول این سه ماه افزایش یابد. بنابراین، بانک‌های تجاری با نوعی ریسک مواجه هستند و به همین دلیل تمایلی به عرضه ارز در بازار و دریافت ریال ندارند. در این شرایط بانک مرکزی تلاش می‌کند تا از نیاز این دسته از بانک‌های تجاری به‌منظور مدیریت ریسک ذخایر ارزی خود در راستای اهداف سیاستی خود بهره‌برد. بدین صورت که ابزار تهاتر ارزی خود را به این دسته از بانک‌ها عرضه می‌کند. به این معنی که اعلام می‌کند هر بانکی که الان ذخایر خود را به قیمت‌های جاری به بانک مرکزی بفروشد، می‌تواند از این اختیار برخوردار باشد که سه ماهه دیگر همین مقدار ارز را به قیمت توافقی از بانک مرکزی دریافت کند. در این شرایط این ابزار گزینه جذابی برای بانک‌های تجاری مذکور خواهد بود. چرا که از یک طرف می‌توانند با فروش ارز در زمان صفر به بانک مرکزی به ریال دست یابند و با استفاده از این ریال به‌عنوان سرمایه در گردش و غیره، برخی از مشکلات ریالی خود را حل کنند. از طرف دیگر، مطمئن هستند که سه ماه دیگر که نیازمند ارز جهت ایفای تعهدات خود در آینده هستند می‌توانند ارز را به قیمت مشخصی از بانک مرکزی تحویل بگیرند.

در زمان سررسید دو حالت ممکن است اتفاق بیافتد. یا پیش‌بینی بانک تجاری در رابطه با افزایش نرخ ارز در آینده اتفاق می‌افتد که در این شرایط اختیار اعمال شده و بانک مرکزی ضرر خواهد کرد. از سوی دیگر ممکن است پیش‌بینی بانک مرکزی در رابطه با کاهش نرخ ارز اتفاق بیافتد که در این شرایط اختیار اعمال نخواهد شد و بانک مرکزی به اندازه قیمت اختیار سود می‌کند. بنابراین در این شرایط مشخص است که پیش‌بینی صحیح بانک مرکزی در رابطه قیمت نرخ ارز در آینده می‌تواند از ضرر این بانک جلوگیری کند.

جدول شماره ۲: رابطه بانک مرکزی و بانک‌های تجاری در شرایط کسری ذخایر ارزی

نتیجه نهایی	بانک تجاری دارای مازاد ذخایر ارزی	بانک مرکزی دارای کسری ذخایر ارزی	
---	فروش ارز و دریافت ریال	خرید ارز و پرداخت ریال	زمان انعقاد قرارداد (T_0)
ضرر بانک مرکزی به دلیل اعمال اختیار	خرید ارز و پرداخت ریال	فروش ارز و دریافت ریال	سررسید (T_1) با فرض افزایش نرخ ارز
سود بانک مرکزی به دلیل عدم اعمال اختیار	---	---	سررسید (T_1) با فرض کاهش نرخ ارز

جدول سه مرتبط با شرایطی است که بانک مرکزی با مازاد ذخایر ارزی مواجه بوده و برخی از بانک‌های تجاری با کسری موقت ذخایر مواجه‌اند. اما این بانک‌ها از تقاضای این ذخایر در بازار ارز در قیمت‌های جاری خودداری می‌کنند؛ چرا که احتمال می‌دهند مثلاً در سه ماه آینده (زمانی که نیاز فوری به ارز از بین رفت و آن‌ها قصد فروش ارز را دارند)، قیمت‌ها کاهش یابد و آن‌ها ضرر کنند. بنابراین،

بانک‌های تجاری با نوعی ریسک مواجه هستند و به‌همین دلیل تمایلی به تقاضای ارز در بازار و پرداخت ریال ندارند.

در اینجا نیز بانک مرکزی می‌تواند از این نیاز جهت سیاستگذاری ارزی استفاده کند. به این معنی که اعلام می‌کند که هر بانکی که در زمان صفر ذخایر ارزی بانک مرکزی را خریداری کند می‌تواند از این اختیار برخوردار باشد که در سررسید (سه ماهه دیگر) بتواند همین مقدار ارز را به قیمت‌های توافقی به بانک مرکزی بفروشد. در این شرایط این ابزار گزینه جذابی برای بانک‌های تجاری دارای کسری ارزی خواهد بود. چرا که از یک طرف می‌توانند با خرید ارز در زمان صفر به بانک مرکزی، مشکلات خود را برطرف کنند و از طرف دیگر، مطمئن هستند که سه ماه دیگر که مشکلاتشان برطرف شد بانک مرکزی حاضر است ارز را از آن‌ها خریداری کند. در نهایت در زمان سررسید دو حالت ممکن است اتفاق بیافتد. یا پیش‌بینی بانک تجاری در رابطه با کاهش نرخ ارز در آینده اتفاق می‌افتد که در این شرایط اختیار اعمال شده و بانک مرکزی ضرر خواهد کرد. از سوی دیگر ممکن است پیش‌بینی بانک مرکزی در رابطه با افزایش نرخ ارز اتفاق بیافتد که در این شرایط اختیار اعمال نخواهد شد و بانک مرکزی به‌اندازه قیمت اختیار سود می‌کند. بنابراین در این شرایط مشخص است که پیش‌بینی صحیح بانک مرکزی در رابطه قیمت نرخ ارز در آینده می‌تواند از ضرر این بانک جلوگیری کند.

جدول شماره ۳: رابطه بانک مرکزی و بانک‌های تجاری در شرایط مزاد ذخایر ارزی

نتیجه نهایی	بانک تجاری دارای کسری ذخایر ارزی	بانک مرکزی دارای مزاد ذخایر ارزی	
	خرید ارز و پرداخت ریال	فروش ارز و دریافت ریال	زمان انعقاد قرارداد (T_0)
سود بانک مرکزی به دلیل عدم اعمال اختیار	---	---	سررسید (T_1) با فرض افزایش نرخ ارز
ضرر بانک مرکزی به دلیل اعمال اختیار	فروش ارز و دریافت ریال	خرید ارز و پرداخت ریال	سررسید (T_1) با فرض کاهش نرخ ارز

با توجه به آنچه مطرح شد مشخص می‌شود که انگیزه اصلی بانک‌های تجاری در استفاده از ابزار تهاتر ارزی اسلامی مدیریت ریسک‌های مرتبط با ذخایر ارزی می‌باشد و انگیزه اصلی بانک مرکزی نیز سیاستگذاری در بازار ارز از طریق مدیریت ذخایر ارزی خود می‌باشد. در واقع بانک مرکزی با استفاده از این ابزار می‌تواند در مواقعی که به هر دلیل جهت مدیریت بازار به ذخایر ارزی نیاز دارد اما به هر دلیل با کسری ذخایر مواجه است، اقدام به استفاده از این ابزار نموده و با جمع‌آوری ارز بازار را مدیریت کند. البته شیوه مدیریت بازار به تشخیص بانک مرکزی وابسته است. مثلاً ممکن است بانک مرکزی تشخیص دهد که در حال حاضر باید کل ارز جمع‌آوری شده در بازار نقدی به فروش برسد یا اینکه هر هفته حجم مشخصی از ارز جمع‌آوری شده در بازار عرضه شود و غیره.

۵- ارزیابی اثرات تهاتر ارزی اسلامی بر ترازنامه بانک مرکزی

فرض کنید نرخ برابری هر دلار در بازار نقدی برابر ۲۹۵۰۰ ریال است و در این شرایط بانک مرکزی تصمیم می‌گیرد تا با بانک‌های تجاری قرارداد تهاتر ارزی سه ماهه

منعقد نماید که طی آن در پایه نقدی قرارداد، مبلغ ۱۰۰ میلیون دلار را به نرخ نقد دریافت نماید و در مقابل در پایه سلف قرارداد، مبلغ ۱۰۰ میلیون دلار را به نرخ پایه سلف^۱ برابر ۳۰۶۰۰ ریال برای هر دلار در سررسید سه ماهه مسترد نماید. در عین حال بانک مرکزی با توجه به پیش‌بینی خود از کف نرخ دلار در سه ماه آینده^۲، نرخ مارجین ورود بانک‌های تجاری برای انعقاد قرارداد تهاتر ارزی را برابر دو درصد تعیین می‌نماید. اکنون سوال این است که در سررسید با توجه به اختیار بانک‌های تجاری برای اعمال پایه سلف قرارداد تهاتر ارزی، چه اتفاقی برای ترازنامه بانک مرکزی خواهد افتاد؟

پاسخ این سوال بستگی کاملی با نرخ جاری دلار در سررسید سه ماهه دارد. اگر نرخ جاری دلار در سررسید بالاتر از ۳۰۰۰۰ ریال (با توجه به نرخ مارجین ورود ۲ درصدی) باشد، اجرای پایه سلف قرارداد تهاتر ارزی به نفع بانک‌های تجاری است. در نتیجه بانک‌های تجاری اقدام به دریافت ارز خود از بانک مرکزی در نرخ سلف ۳۰۶۰۰ ریال در برابر هر دلار خواهند نمود. بنابراین ذخایر ارزی بانک مرکزی در نتیجه اجرای قرارداد تهاتر ارزی بدون تغییر مانده و با توجه به استرداد وجه ورودی به قرارداد تهاتر ارزی از سوی بانک مرکزی به بانک‌های تجاری، پایه پولی تنها معادل ما به تفاوت نرخ پایه سلف و آتی (۱۱۰ میلیارد ریال) کاهش خواهد یافت (جدول شماره ۱، قسمت الف).

در مقابل اگر نرخ جاری دلار در سررسید نرخ پایینی‌تر از ۳۰۰۰۰ ریال (با توجه به نرخ ورود ۲ درصدی) باشد، عدم اجرای پایه سلف قرارداد تهاتر ارزی به نفع بانک‌های تجاری است. در نتیجه بانک‌های تجاری اقدام به دریافت ارز خود از بانک مرکزی در نرخ سلف ۳۰۶۰۰ ریال در برابر هر دلار نخواهند نمود و ترجیح

^۱ نرخ پایه سلف می‌بایست براساس تفاوت نرخ سود بانکی سپرده‌های ریالی و ارزی تعیین شود.

^۲ فرض کنید پیش‌بینی بانک مرکزی از کف نرخ دلار در سررسید سه ماهه برابر ۳۰۰۰۰ ریال است.

خواهند داد تا ارز مورد نیاز خود را به نرخ جاری از بازار ارز تهیه نمایند. بنابراین ذخایر ارزی بانک مرکزی در نتیجه عدم اجرای پایه سلف قرارداد تهاتر ارزی به میزان ۱۰۰ میلیون دلار افزایش خواهد یافت. اما با توجه به عدم استرداد وجه مارجین ورودی به قرارداد تهاتر ارزی از سوی بانک مرکزی به بانکهای تجاری، پایه پولی به میزان ۳۰۱۰ میلیارد ریال افزایش خواهد یافت (جدول شماره ۱، قسمت ب).

جدول شماره ۱: اثر انعقاد قرارداد تهاتر ارزی اسلامی بر ترازنامه بانک مرکزی

(الف)			(ب)	
اجرای پایه آتی			عدم اجرای پایه آتی	
دارایی‌ها			دارایی‌ها	
دارایی خارجی	+۱۰۰ میلیون دلار	پایه نقدی	دارایی خارجی	+۱۰۰ میلیون دلار
دارایی داخلی	-		دارایی داخلی	-
دارایی خارجی	-۱۰۰ میلیون دلار	پایه سلف	دارایی خارجی	-
دارایی داخلی	-		دارایی داخلی	-
بدهی‌ها			بدهی‌ها	
پول در گردش	-	پایه نقدی	پول در گردش	-
ذخایر بانکی	+۲۹۵۰ میلیارد ریال		ذخایر بانکی	+۲۹۵۰ میلیارد ریال
پول در گردش	-	پایه سلف	پول در گردش	-
ذخایر بانکی	-۳۰۶۰ میلیارد ریال		ذخایر بانکی	+۶۰ میلیارد ریال
دارایی‌های خارجی	۰	موقعیت پایانی	دارایی‌های خارجی	+۱۰۰ میلیون دلار
بدهی‌های داخلی	-۱۱۰ میلیارد ریال		بدهی‌های داخلی	+۳۰۱۰ میلیارد ریال
پایه پولی	-۱۱۰ میلیارد ریال		پایه پولی	+۳۰۱۰ میلیارد ریال

۶- ملاحظات تکمیلی در استفاده بانک مرکزی کشور از تهاتر ارزی اسلامی

هدف اصلی بانک مرکزی در کاربرد تهاتر ارزی تأمین نقدینگی ارزی مورد نیاز برای مدیریت نوسانات ارزی و حفظ ثبات بازار ارز است. در واقع اگر بانک مرکزی

حرکت نرخ ارز در مسیر یک کریدور ارزی را هدفگذاری کرده باشد، تهاتر ارزی می‌تواند نقدینگی ارزی برای این منظور را فراهم آورد. با توجه به شرایط اقتصاد کشور و نیز حجم گسترده قراردادهای تهاتر ارزی در بازارهای ارز جهانی، به‌نظر می‌رسد اقتصاد کشور نیازمند طراحی و عملیاتی نمودن چنین ابزاری در بازار ارز است. در این راستا با سازگار نمودن قرارداد تهاتر ارزی با مبانی شرعی (از مسیر رفع مشروط بودن پایه نقد تهاتر ارز به پایه سلف آن و استفاده از عقد «اختیار خرید در برابر تعهد فروش» به‌عنوان جایگزین پایه سلف)، بانک مرکزی می‌تواند از قرارداد تهاتر ارزی اسلامی در بازار ارز کشور تا حدی بر محدودیت‌های ناشی از کمبود ذخایر ارزی و نقدشوندگی پایین این ذخایر غلبه نموده و قدرت مانور خود را در مدیریت نوسانات بازار ارز بهبود بخشد.

با توجه به اینکه امکان دارد بانک‌ها با مازاد ذخایر ارزی در کوتاه‌مدت مواجه باشند، بانک مرکزی می‌تواند با بانک‌ها پول داخلی را با ارز خارجی تهاتر نماید و به این ترتیب با استفاده از ذخایر ارزی بانک‌ها تا دوره سررسید تهاتر ارزی، نقدینگی ارزی مورد نیاز برای مدیریت نوسانات بازار را به‌دست آورد، بدون آن‌که به‌طور مستقیم از ذخایر ارزی خود استفاده نماید. در سررسید بانک‌ها این اختیار را دارند که پایه سلف تهاتر ارزی را به اجرا بگذارند یا نگذارند.

در راستای استفاده از عملیات تهاتر ارزی توسط بانک مرکزی، توجه به مجموعه نکات ذیل می‌تواند مفید باشد.

الف- با توجه به این‌که از یک‌سو بازار سلف ارز برای کشف نرخ سلف ارز در اقتصاد کشور وجود ندارد و از سوی دیگر نرخ‌های سود بانکی پرداختی به پول داخلی و پول خارجی در نظام بانکی به‌صورت دستوری تعیین می‌شود، تعیین نرخ سلف ارز از حساسیت بالایی برخوردار خواهد بود. با توجه به بالا بودن نرخ سود بانکی پول داخلی نسبت به نرخ سود بانکی پول خارجی، بانک مرکزی باید عملاً نرخ پایه سلف قرارداد تهاتر را با توجه به تفاوت نرخ سود دو پول

داخلی و خارجی طی زمان افزایش دهد که این امر سیاست ارزی را عملاً تابعی از سیاست تعیین نرخ سود بانکی خواهد نمود. در عین حال در صورتی که نرخ سلف تهاتر کمتر از تفاوت میان نرخ سود بانکی پول داخلی و خارجی تعیین شود، تمایل بانکها برای تهاتر پول خارجی با پول داخلی با توجه به ایجاد فرصت بازدهی بدون ریسک، افزایش خواهد داد.

ب- در قرارداد متعارف تهاتر ارزی، پایه نقد و پایه سلف به یکدیگر مشروط هستند و طرفین ملزم به اجرای پایه سلف قرارداد تهاتر می‌باشند. روشن است که این قرارداد مانند هر قرارداد مالی دیگر با ریسک نکول از سوی طرفی که از اجرای پایه سلف زیان می‌بیند، مواجه است. رفع این شرط جهت سازگاری این قرارداد با مبانی شرعی موجب می‌شود بانکها (به فرض الزام بانک مرکزی به اجرای پایه سلف قرارداد تهاتر و اختیار بانکها برای اجرا یا عدم اجرای آن) در صورتی که از اجرای پایه سلف قرارداد تهاتر (برگرداندن پول داخلی و دریافت ارز) با وجود پرداخت مارجین، زیان ببینند، عملاً برای اجرای پایه سلف اقدام نکنند.

در واقع در صورتی که در سررسید، نرخ ارز نقدی به علاوه مارجین، کمتر از نرخ سلف قرارداد تهاتر باشد، تمامی بانکها که باید پول داخلی را در سررسید به بانک مرکزی تحویل دهند، از اجرای پایه سلف خودداری خواهند کرد. در مقابل اگر در سررسید نرخ ارز نقدی علاوه مارجین، بالاتر از نرخ سلف تهاتر باشد، همه بانکها مایل به اجرای پایه سلف قرارداد تهاتر خواهند بود. بنابراین در این شرایط تعیین مارجین قرارداد تهاتر ارزی از سوی بانک مرکزی، خود یک ابزار مهم سیاستی بوده که نه تنها می‌تواند ریسک زیان بانک مرکزی را کاهش دهد، بلکه تغییر آن سیگنال‌های روشنی برای بازار ارز نیز در بردارد. به این ترتیب تعیین صحیح مارجین می‌تواند زیان احتمالی بانک مرکزی ناشی از انحراف نرخ ارز از نرخ سلف قرارداد تهاتر ارزی، را کاهش دهد یا به کلی از بین ببرد.

ج- در قراردادهای تهاتر ارزی، بانک مرکزی متعهد می‌شود تا در سررسید، در صورت تمایل بانک‌ها برای اجرای پایه سلف تهاتر، اصل مبالغ ارزی را به بانک‌ها بازپرداخت نماید. بانک مرکزی می‌تواند با بستن قراردادهای تهاتر جدید، نقدینگی ارزی مورد نیاز برای بازپرداخت اصل مبالغ ارزی به بانک‌ها را بدون استفاده از ذخایر ارزی خود تأمین نماید. نکته بسیار مهم این است که بانک مرکزی باید در بستن قراردادهای تهاتر ارزی رفتاری محتاطانه و حساب شده داشته باشد. چراکه افزایش بی‌رویه قراردادهای تهاتر ارزی، به افزایش بی‌رویه حجم تعهدات ارزی بانک مرکزی به بانک‌ها منتهی شده و ریسک آسیب‌پذیری ذخایر ارزی بانک مرکزی در آینده را افزایش می‌دهد.

د- مبادلات تهاتر ارزی از مسیر عملیات سفته‌بازی بانک‌ها، می‌تواند به صورت بالقوه به تشدید نوسانات ارزی در بازار ارزی با نقدینگی پایین یا در دوره‌های پرتنش بی‌انجامد. فرآیند سفته‌بازی در مبادله تهاتر ارزی می‌تواند به شکل ذیل به وقوع بپیوندد:

بانک دارای مازاد ارزی که تمایل به سفته‌بازی در بازار ارز دارد، وارد قرارداد تهاتر ارزی با بانک مرکزی شده و در مقابل پرداخت ارز، ریال دریافت می‌نماید. سپس بانک ریال دریافت شده را در بازار نقدی ارز به خرید ارز اختصاص داده که می‌تواند به مشارکت در تضعیف ریال بی‌انجامد. در مرحله بعد و نزدیک به زمان سررسید، بانک ارز خود را در نرخ‌های بالاتر فروخته و با کسب بازدهی، ریال دریافت می‌نماید. سپس بانک در صورتی که نرخ ارز در سررسید، بالاتر از نرخ سلف تهاتر باشد، اقدام به اجرای قرارداد پایه سلف قرارداد تهاتر نموده و با پرداخت ریال، ارز را از بانک مرکزی دریافت خواهد کرد. بنابراین بانک مرکزی باید مراقب احتمال عملیات سفته‌بازانه بانک‌ها به‌ویژه در شرایط پرتنش اقتصادی و سیاسی باشد.

ه- در عموم کشورهایی که بانک مرکزی آنها از تهاتر ارزی استفاده می‌کند، بازاری برای تهاتر ارزی وجود دارد و بانک مرکزی به‌عنوان یک بازیگر بزرگ وارد بازار تهاتر ارزی می‌شود. اگر چه راه‌اندازی بازار بین بانکی برای تهاتر ارزی (میان بانک مرکزی و بانک‌ها) یک گام رو به جلو است، اما با توجه به این‌که برآورد می‌شود فعالان اقتصادی از مانده قابل توجه ارزی برخوردار هستند، باید ابزاری مالی برای جذب این نقدینگی ارزی نیز طراحی شود.

نتیجه‌گیری

تهاتر ارزی قراردادی متعارف در بازارهای ارزی جهان است و بسیاری از بانک‌های مرکزی از عملیات تهاتر ارزی برای اهداف متنوعی استفاده می‌کنند. با توجه به شرایط اقتصاد کشور، به‌نظر می‌رسد اقتصاد کشور نیازمند طراحی و عملیاتی نمودن چنین ابزاری در بازار ارز است. در این راستا با سازگار نمودن قرارداد تهاتر ارزی با مبانی شرعی و با ضوابط مطرح شده در قانون عملیات بانکی بدون ربا، بانک مرکزی کشور می‌تواند با استفاده از این ابزار، تا حدی بر محدودیت‌های ناشی از کمبود ذخایر ارزی و نقد شوندگی پایین این ذخایر غلبه نموده و قدرت مانور خود را در مدیریت نوسانات بازار ارز بهبود بخشد. بر این اساس در این تحقیق به معرفی قرارداد تهاتر ارزی و بررسی ابعاد اقتصادی، فقهی و حسابداری آن پرداخته شد. از منظر فقهی ابزار متعارف تهاتر ارزی بانک مرکزی متعارف دارای چالش اساسی بوده و نمی‌توان در چارچوب اسلامی از آن استفاده نمود. در واقع ابزار متعارف دارای دو پایه جداگانه است؛ یکی پایه نقدی که براساس آن طرفین قرارداد در زمان انجام قرارداد دو پول مختلف را با نرخ نقدی با یکدیگر مبادله می‌کنند و دیگری پایه سلف که براساس آن طرفین قرارداد در زمان سررسید، دو پول مختلف را به نرخ سلف به یکدیگر مسترد می‌نمایند. به‌نظر می‌رسد که حداقل دو چالش فقهی اساسی در این رابطه مالی وجود دارد. اولین چالش آن است که پایه

نقد و پایه سلف به یکدیگر مشروط هستند؛ یعنی بیع سلف (پایه سلف)، در بیع نقد (پایه نقد) شرط شده و مصداق بارز «بیع‌العینه» است که مشهور فقهای شیعه و اهل سنت آن را نمی‌پذیرند. دومین چالش آن است که قرارداد پایه سلف، هر چند در ظاهر شبیه عقد سلف می‌باشد، اما نمی‌تواند مصداقی از این عقد فقهی واقع شود. علت اصلی آن است که در قرارداد سلف لازم است کل ثمن در مجلس پرداخت شود و پرداخت آن و یا پرداخت بخشی از آن تحت عنوان مارجین (که در اصطلاح فقهی قبض‌البعض نامیده می‌شود) ناصحیح بوده و منجر به بطلان عقد سلف می‌گردد.

به هر حال می‌توان ابزار تهاتر ارزی متعارف را به‌نحوی اصلاح نمود که در با ضوابط فقهی سازگار گردد. در این راستا به‌منظور حل مشکل بیع‌العینه پیشنهاد می‌شود که در قرارداد پایه نقدی، شرطی بر معامله پایه سلف وجود نداشته باشد. اما به‌منظور حل مشکل پرداخت نقدی ثمن در عقد سلف، پیشنهاد می‌شود که معامله سلف تحت عنوان یک عقد جدید به نام «اختیار خرید در برابر تعهد فروش» تعریف شود؛ بر این اساس، فروشنده آتی (بانک مرکزی) متعهد می‌شود در آینده، مقدار معینی از ارز خارجی را در مقابل مبلغی معین بفروشد. خریدار نیز اختیار دارد در سررسید مقرر، ارز را به قیمت مورد توافق خریداری کند؛ در این قرارداد در واقع بیعی واقع نشده است؛ بلکه یکی از طرفین خود را متعهد به بیع نموده و طرف دیگر نیز اختیار بیع دارد. در تصویر ارائه شده از معامله، در واقع بانک مرکزی در کنار بیع نقد (پایه نقدی)، اختیاری را به مشتری ارائه می‌کند، به‌نحوی که مشتری، اختیار دارد براساس قرارداد ثانویه (پایه سلف)، در سررسید ارز را به بانک مرکزی بفروشد و یا نفروشد (اختیار خود را اعمال کند یا نکند).

نکته فقهی دیگر اینکه بانک مرکزی می‌تواند بابت این اختیاری که ارائه می‌کند «ودیعه نقدی»^۱ طلب کند. البته بانک مرکزی می‌تواند اعلام کند که اگر فرد در قرارداد پایه سلف وارد شود، ودیعه پرداختی به او مسترد می‌گردد. با اعلام این مطلب، مشتریان نسبت به ورود در معامله ثانویه و تکمیل فرآیند ترغیب خواهند شد. در نهایت باید توجه نمود که به‌منظور جلوگیری از غرر، مبلغ و یا درصد ودیعه اختیار باید از ابتدای عقد کاملاً مشخص باشد.

نکته بسیار اساسی در طراحی ارائه شده آن است که تعیین ودیعه (مارجین) قرارداد تهاتر ارزی از سوی بانک مرکزی، خود یک ابزار مهم سیاستی بوده که نه تنها می‌تواند ریسک زیان بانک مرکزی را کاهش دهد، بلکه تغییر آن سیگنال‌های روشنی برای بازار ارز نیز در بر دارد. به این ترتیب تعیین صحیح مارجین می‌تواند زیان احتمالی بانک مرکزی ناشی از انحراف نرخ ارز از نرخ سلف قرارداد تهاتر ارزی، را کاهش دهد یا به کلی از بین ببرد.

^۱ Margin

کتابنامه

الف: فارسی

امام خمینی، سیدروحالله: *کتاب البیع*، قم: مؤسسه تنظیم و نشر آثار امام خمینی (ره)، چاپ اول، ۱۴۲۱ ق.

پیره، مجید: *مصوبات کمیته فقهی سازمان بورس و اوراق بهادار*، تهران: انتشارات سازمان بورس و اوراق بهادار، ۱۳۸۹.

صالح آبادی، علی: *بررسی اوراق قرضه اسلامی در مالزی از دیدگاه فقه امامیه*، فصلنامه پژوهشی دانشگاه امام صادق (ع)، شماره ۲۵، ۱۳۸۴.

معرفت، محمدهادی: *ربا از گناهان کبیره و استثنا ناپذیر*، مجله‌نامه مفید، شماره ۱۳، ۱۳۷۹.

معصومی‌نیا، علی و الهی، مهدی: *امکان‌سنجی فقهی استفاده از سوآپ کالا در بازارهای مالی ایران*، فصلنامه اقتصاد اسلامی، شماره ۴۴، ۱۳۹۱.

معصومی‌نیا، علی و احمد بهاروندی: *بررسی فقهی قراردادهای پوشش ریسک دارایی‌های ارزی*، فصلنامه اقتصاد اسلامی، شماره ۳۱، ۱۳۸۷.

موسویان، سیدعباس و سیدمحمد مهدی موسوی بیوکی: *بررسی امکان استفاده از سوآپ بازده کل جهت مدیریت ریسک اعتباری در بانکداری اسلامی*، فصلنامه اقتصاد اسلامی، شماره ۳۷، ۱۳۸۹.

موسویان، سیدعباس: *بازار سرمایه اسلامی*، قم: پژوهشگاه فرهنگ و اندیشه اسلامی، ۱۳۹۱.

ب: بیگانه

Aghion, Philippe, Philippe Bacchetta, Romain Ranciere and Kenneth Rogoff, (2009): *Exchange Rate Volatility and Productivity Growth: The Role of Financial Development*, Journal of Monetary Economics, Vol. 56, No. 4, pp. 494–513.

Bank for International Settlements, 2013. Foreign exchange turnover in April (2013): *preliminary global results*, Bank for International Settlements.

Bergljot B. Barkbu and Li LianOng (2010): *FX Swaps: Implications for Financial and Economic Stability*, IMF Working Paper.

Ca' Zorzi, Michele, Elke Hahn and Marcelo Sánchez, (2007): *Exchange Rate Pass-Through in Emerging Markets*, ECB Working Paper No. 739 (Frankfurt: European Central Bank).

Clark, Peter, Natalia Tamirisa and Shang-Jin Wei, with Azim Sadikov and Li Zeng, (2004): *A New Look at Exchange Rate Volatility and Trade Flows*, IMF Occasional Paper No.235 (Washington: International Monetary Fund).

Furceri, Davide and Sara Borelli, (2008): *Foreign Direct Investments and Exchange Rate Volatility in the EMU Neighborhood Countries*, Journal of International and Global Economic Studies, Vol. 1, No. 1, pp. 42–59.

Obaidullah, Mohammed, (2005): *Islamic financial services*, London: Islamic Economics Research Center.

Mishkin, Frederic, (2013): *the Economics of Money, Banking, and Financial Markets*, 10th Edition, princeton: Prentice Hall.