

اوراق تاخت تورم، ابزار محافظت در مقابل ریسک تورم (بررسی تطبیق با مالی اسلامی)

علی راه نشین^۱

تاریخ پذیرش: ۹۳/۳/۱

تاریخ دریافت: ۹۳/۱/۱۵

چکیده

اوراق تاخت از بزرگترین اوراق مشتقه در بازار مشتقات می‌باشند. اوراق تاخت تورم با توجه به شرایط تورمی ایران می‌توانند ابزار مناسبی برای پوشش ریسک تورم برای طرفین تجاری به حساب آید. اوراق تاخت تورم گونه‌ای از اوراق تاخت جریان نقدی آتی به شمار می‌روند که از نظر اسلامی مبادله جریان نقدی آتی دچار شبهات غرر، ربا و قمار و ... می‌باشند. راهکار این مسئله استفاده از دارایی‌های واقعی در ایجاد جریان نقدی می‌باشد. راهکار قرارداد مباحه دوره‌ای مورد استفاده اندیشمندان مسلمان در تصحیح قرارداد تاخت نرخ سود قرار گرفته است. این راهکار می‌تواند جایگزینی برای تاخت نرخ تورم نیز به شمار آید. برای ارتقای این روش در این مقاله راهکار ترکیب قرارداد مباحه و اجاره به شرط تملیک پیشنهاد گردید که می‌تواند ابزار کارایی برای ایجاد انواع قراردادهای تاخت جریان نقدی از جمله اوراق تاخت نرخ تورم باشد.

واژه‌های کلیدی: اوراق تاخت تورم، مشتقات تورم، ابزارهای مالی اسلامی.

۱- مقدمه

همه مشتقات از جمله اوراق اختیار معامله، پیمان‌های آتی، قراردادهای آتی و قراردادهای تاخت، ابزارهایی اجتناب‌ناپذیر برای مدیریت سبد سهام می‌باشند. این ابزارهای مالی می‌توانند برای پوشش در مقابل ریسک‌های مختلف سرمایه‌گذاری مورد استفاده قرار گیرند یا ابزاری برای دسترسی به فرصت‌ها در بازارهای مالی باشند.

در اقتصاد تورمی ایران بزرگترین چالش اقتصادی که عموم بنگاه‌ها، خانواده‌ها و حتی دولت را تحت تأثیر قرار داده است مسئله تورم می‌باشد. از این رو بزرگترین ریسکی که بایستی مورد توجه محققان مالی و مدیریت ریسک قرار گیرد تا به ارائه راهکار و ابزار پوشش آن پردازند، ریسک تورم می‌باشد.

هدف از این مقاله ارائه مهمترین ابزار پوشش ریسک تورم یعنی اوراق تاخت تورم و بررسی فقهی و شرعی آن می‌باشد. سوال اصلی در این مقاله امکان اصلاح این قراردادها بر اساس مالیه اسلامی می‌باشد. از این رو که این اوراق دچار مشکلات مختلف شرعی می‌باشند؛ در این مقاله اقدام به اصلاح ساختار قراردادی این اوراق پرداخته و راهکاری منطبق با مالی اسلامی (و البته فقه شیعی) که قابلیت اجرا در اقتصاد و بازار ایران را داشته باشد ارائه می‌گردد.

۲- مبانی نظری و مروری بر پیشینه پژوهش

ابزارهای پوشش تورم

عدم توجه به افزایش تورم در طول زمان، می‌تواند ارزش و بازدهی واقعی یک سبد سرمایه‌گذاری را به طور قابل توجهی کاهش دهد. مشتقات تورم می‌تواند با ارائه روش‌هایی منعطف و

نقدشونده برای کسب بازدهی به میزان تورم آتی، در مدیریت این نوع ریسک به ما کمک نماید. رایج‌ترین نوع اوراق مشتقه تورم، تاخت تورم^۱، یا اوراق تاخت مبتنی بر شاخص قیمت مصرف‌کننده^۲، می‌باشد.

سرمایه‌گذاران علاقه‌مند به راهبردهای پوشش تورم، معمولاً به «اوراق خزانه پوشش داده شده در برابر تورم^۳» (TIPS) یا طلا، نفت و یا سایر کالاها روی می‌آورند. هر یک از این سرمایه‌گذاری‌های سنتی پوشش تورم، مشکلات خاص خود را دارد. کالاها به طور شناخته شده‌ای دارای نوسان هستند و ممکن است نیازمند «حداقل سرمایه‌گذاری^۴» و «کارمزد^۵» بالایی باشند.

واقعیت مسئله این است که بازده نهایی اوراق TIPS و طلا، همبستگی حداقلی با «شاخص قیمت مصرف‌کننده»، که رایج‌ترین ابزار سنجش تورم می‌باشد دارد. (نمودار ۱ را مشاهده نمایید)

مشتقات تورم

یک ابزار مشتقه ارزش خود را بر اساس قیمت مورد انتظار دارایی توافق شده در تاریخی مشخص از آینده کسب می‌نماید، همانند سهام، ارز و شاخص یا معیارهایی در بازار مثل تورم. بسیاری از این اوراق را می‌توان قبل از تاریخ سررسید معامله کرد، همچنین دارای نقدینگی بالایی بوده و می‌توان با این اوراق در جریان قیمت یک دارایی در بازار به طور مشخص مشارکت نمود.

مشتقات تورم (یا مشتقات مبتنی بر شاخص تورم) به اوراقی اشاره دارد که در بورس و یا خارج از بورس معامله شده و به منظور انتقال ریسک تورم از یک طرف به طرف دیگر استفاده می‌شود. به طور معمول، تاخت‌های نرخ واقعی نیز تحت

اوراق معمولاً بر خلاف تاخت سالیانه قیمت گذاری می شوند در حالی که سوایشن ها بر اساس منحنی اوراق قرضه بدون کوپن^{۱۳} قیمت گذاری می شوند.

تاخت دارایی نیز در جایی که پرداخت کوپن اوراق متصل^{۱۴} (اوراق قرضه تورم) به علاوه عایدی بازخرید در سررسید به ازای پرداخت نرخ بهره ای که به عنوان صرف یا تنزیل نسبت به لایبور بیان می شود، برای کوپن دوره مربوطه که دارای زمان های مشابه هستند، مبادله می شود.

عایدی بازخرید بالای ارزش اسمی بازخرید در مورد تاخت دارایی اسمی به اسمی^{۱۵} است، یا بازخرید بالاتر از عواید اسمی در مورد تاخت عواید دارایی^{۱۶}. درآمد اسمی برابر با ارزش اسمی ناخالص اوراق قرضه در زمان خرید است و به عنوان مفهومی ثابت بر پایه LIBOR استفاده می شود. (Brice (Benaben, 2005

تاخت های نرخ واقعی همان تاخت های نرخ اسمی با تطابق کمتر نسبت به تاخت های تورمی هستند. بنابراین برای مدلسازی باید این رویکردها وجود داشته باشد:

یک مدل به صورت همزمان، نرخ اسمی، نرخ واقعی و تورم را توصیف کرده و تورم را به عنوان نرخ مبادله بین نرخ بهره واقعی و اسمی نشان می دهد. نخستین مدل از این نوع مدل ها مدلی است که توسط Jarrow و Yildirim بیان شده است.

یک مدل بازار که تورم را همانند یک دارایی واقعی نشان می دهد و از ایده یکسانی به عنوان یک BGM برای نشان دادن بازده تورم استفاده می شود. اولین نوع مدل به این شکل مدلی بود که توسط Blegrade, Benhamou, Koehler یکی دیگر از نسخه های پیشرفته تر نیز توسط Fabio Mercurio و Nicola Moreni بوده است.

نظر این تقسیم بندی هستند؛ همانند تاخت دارایی در اوراق مبتنی بر شاخص تورم^{۱۶} (اوراق قرضه مبتنی بر شاخص تورم که توسط دولت صادر شده مانند اوراق خزانه حفاظت شده در برابر تورم، اوراق طلائی وابسته به تورم^{۱۷} انگلستان (ILGs)، OATeIs فرانسه، BTPeIs ایتالیا، Bundeis آلمان و JGBis ژاپن که نمونه های برجسته ای از این اوراق هستند). تاخت تورم مدل خطی این نوع از مشتقات است. آن ها می توانند برخلاف تاخت نرخ بهره شناور (که مشتقاتی از اوراق قرضه با نرخ ثابت هستند)، شکل یکسانی با اوراق ثابت داشته باشند، اما از یک کوپن با نرخ بهره واقعی در مقابل نرخ بهره شناور استفاده می کنند. همچنین این اوراق عایدی بازخرید^{۱۸} را در سررسید می پردازند (برای مثال، شکل مشتق شده از اوراق قرضه مبتنی بر شاخص تورم).

تاخت تورم به طور معمول بر اساس اوراق قرضه بدون بهره (برای مثال مانند ZCHS) با پرداخت در پایان دوره، قیمت گذاری می شوند. یک طرف نرخ ثابت مرکب توافق شده و طرف دیگر نرخ واقعی تورم را برای آن دوره می پردازد.

تاخت های تورم همچنین می توانند به طور سالیانه^{۱۹} پرداخت شوند (برای مثال مانند YYIS) به طوری که پرداخت بر اساس نرخ سالیانه تغییر شاخص قیمت باشد و به طور معمول تاخت های تورم اروپایی نیز این گونه بوده اما تاخت های تورم آمریکایی دارای پرداخت ماهانه هستند. البته اگر چه کوپن ها ماهیانه پرداخت می شوند، اما این پرداخت ها بر اساس نرخ تورم سالیانه می باشد. (Deacon, 2004)

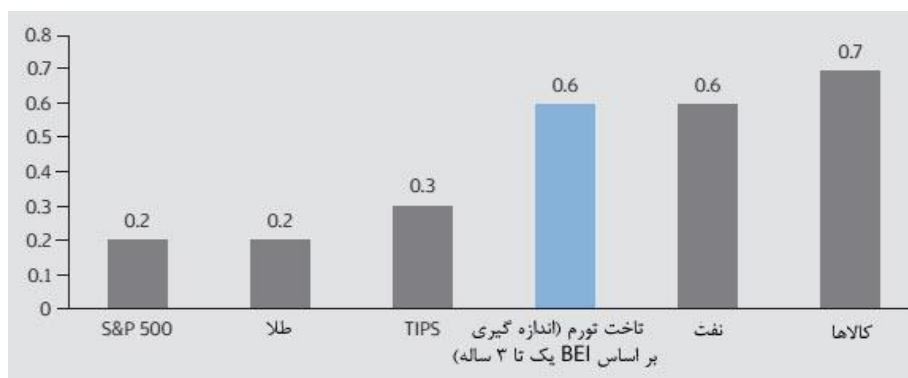
اوراق اختیار تورم می توانند به صورت سقف^{۲۰} و کف^{۲۱} و یا استرادل^{۲۲} نرخ بهره معامله شوند. این

اوراق تاخت تورم

گیرند.

اوراق تاخت تورم بدون کوپن رایج‌ترین و نقد شونده‌ترین مشتقات تورمی در بازار بوده و به کاهش نوسانات سبد سرمایه‌گذاری از طریق کاهش نااطمینانی ناشی از ریسک تورم کمک می‌کنند. این اوراق مرتبط با CPI بوده که نمایانگر تورم است و میزان تغییرات قیمت را در یک سبد از کالا و خدمات نشان می‌دهد. این اوراق با جداسازی موثر ریسک تورم از ریسک نرخ بهره ریسک تورم را به صورت خالص نشان می‌دهد. و با سررسیدهای یک تا سی سال انعطاف پذیری بالایی از نظر دوره تورم دارند و همچنین از اوراق TIPS از جنبه مالیاتی کارآمدتر هستند.

اوراق تاخت کوتاه مدت (با استفاده از شاخص نقطه به نقطه ۱-۳ ساله) همبستگی قوی‌ای با شاخص قیمت مصرف‌کننده از خود ارائه کرده‌اند - مشابه نفت و بازارهای کالایی در طول پنج سال گذشته - اما با ۱۰ تا ۲۰ درصد نوسان در شاخص های کالا. کالاها معمولاً از جنبه مالیاتی به صرفه‌تر از TIPS می‌باشند، هم‌چنین همبستگی تاریخی کمی با سهام داشته، به کاهش نوسان سبد سرمایه‌گذاری در مجموع کمک نموده و راه حلی عملی برای مدیریت عدم اطمینانی در ریسک تورم به شمار می‌آیند. علاوه بر آن، به علت گسترده بودن سررسیدهای تاخت‌های تورم، از یک تا سی سال، به راحتی می‌توانند در تکمیل راهبردهای مختلف سرمایه‌گذاری از حیث تورم مورد استفاده قرار



نمودار ۱- همبستگی با شاخص قیمت مصرف‌کننده، بر اساس بازده کل ماهانه (۱ ژانویه ۲۰۰۵ - ۳۱ دسامبر ۲۰۱۰)

Source: Barclays Capital and J.P. Morgan Asset Management.

نحوه کارکرد اوراق تاخت تورم

این اختلاف بازده، به نقطه تورم نقطه به نقطه (BEI) اشاره می‌کند و نمایانگر تورم مورد انتظار بازار برای دوره پوشش داده شده تا زمان سررسید می‌باشد. در مبادله برای این نرخ ثابت، طرف دیگر قرارداد به خریدار یک پرداخت مبتنی بر تورم انجام می‌دهد که معمولاً بر اساس شاخص قیمت مصرف‌کننده در

تاخت‌های تورم، ریسک تورم را از یکی از طرفین به طرف دیگر منتقل می‌کند. خریدار تاخت یک نرخ ثابت از پیش تعیین شده را به فروشنده یا طرف دیگر قرارداد بر اساس تفاوت عملکرد بین اوراق قرضه و TIPS با سررسید یکسان می‌پردازد.

بازار مشتقات تورم

بازار مربوط به مشتقات تورم و تاخت به طور قابل ملاحظه ای از زمان آغاز کار خود در ایالات متحده در اوایل سال ۲۰۰۰ رشد نموده است و حجم معاملات این بازار در سال ۲۰۱۰ در حدود ۲۵ میلیارد دلار می باشد (نمودار ۲ را ببینید). افزایش نقدینگی و شفافیت در میان صندوق های سرمایه گذاری، صندوق های بازنشستگی و سرمایه گذاران دارایی ها باعث تقویت کاربرد اوراق اختیار معامله در فضای مشتقات به منظور کنترل تورم شده است، محصولات جدید، مانند قراردادهای سقف و کف و اوراق اختیار معامله مبتنی بر شاخص قیمت مصرف کننده در دسترس قرار گرفته اند و چشم انداز این محصولات برای رشد و توسعه مثبت می باشد. (J.P. Morgan)

دوره سررسید می باشد. این شکل نشان دهنده تغییرات واقعی تورم می باشد. (شکل شماره ۱ را ببینید)

این اوراق معمولاً بر اساس مدل اوراق بدون کوپن و پرداخت در انتهای دوره، قیمت گذاری می شوند، اما یک خریدار ممکن است تصمیم به فروش قرارداد قبل از سررسید در یک مبادله مناسب یا بازار خارج از بورس بگیرد. اگر تورم واقعی از تورم مورد انتظار فراتر رود، نتیجه بازده مثبت برای خریدار یک منفعت سرمایه محسوب می شود. در صورت افزایش تورم، خریدار سود بیشتری کسب نموده و با کاهش تورم خریدار ضرر بیشتری می نماید. (جدول ۱ را ببینید).

در این مثال فرض شده است که مدیر سرمایه گذاری (خریدار) وارد یک تاخت تورم با نرخ تورم سالانه ۲ درصد می شود. (J.P. Morgan)



جدول ۱- عملکرد تاخت در محیط های مختلف تورم

نتایج فرضی	نتیجه تاخت	تأثیر سبب
نرخ تورم برابر ۲ درصد همچون نرخ ثابت تاخت	سرمایه گذار در تاخت در نقطه سر به سر است	تاخت لغو شده و قرارداد هیچ ارزشی برای طرفین نداشته است. اثری بر سبب جز هزینه معامله ندارد.
نرخ تورم بالاتر از ۲ درصد	سرمایه گذار سودی در سوآپ بدست می آورد	بازده سرمایه ای در ارزش خالص دارایی دیده می شود
نرخ تورم پایین تر از ۲ درصد	سرمایه گذار در سوآپ دچار زیان می شود	کاهش تورم ممکن است به نفع دیگر بخش های سبب باشد.



نمودار ۳ - بازار اوراق تاخت تورم در ایالات متحده

Source: Barclays Capital and J.P. Morgan Asset Management.

سرمایه‌گذاران خرد بتوانند از منافع بالقوه این اوراق بهره‌مند گردند.

ریسک طرف مقابل: همانند اوراق قرضه که دارای ریسک نکول طرف مقابل می‌باشند این اوراق تاخت تورم نیز دارای ریسکی می‌باشند که طرف دیگر قرارداد توانایی انجام تعهدات خود را نداشته باشد هم چنین به علت مشکلات نقدینگی موقت یا مسایل ساختاری ممکن است با ریسک ورشکستگی مواجه شوند. بار مسئولیت هم بر دوش خریدار و هم بر دوش فروشنده قرار دارد تا آن‌ها با دقت، احتیاط لازم را در بررسی ثبات مالی طرف مقابل خود انجام دهند. به طور کلی این ریسک با توافق طرفینی برای قرارداد وثیقه تا موعد مقرر، متوجه دو طرف معامله می‌گردد.

چالشی که وجود دارد این است که هرگاه خطر تورم شروع به رشد کند، قیمت پوشش تورم نیز به طور معمول افزایش می‌یابد. از زمان معرفی اوراق تورم به بازار آمریکا، قیمت‌های مرتبط با تاخت‌های تورم بدون کوپن، به صورت نسبتاً نزدیک با تغییرات پیش‌بینی شده و واقعی شاخص قیمت مصرف‌کننده مرتبط بوده است (نمودار ۳ را ببینید). به همین دلیل، ممکن است اختصاص حداقل

چالش‌ها و ریسک‌ها در اوراق تورم

مانند همه سرمایه‌گذاری‌ها، مشتقات تورم شامل ریسک‌های خاص خود هستند که باید به دقت مورد ارزیابی قرار گیرند. اگر چه این اوراق پیچیده‌تر از سهام عادی و اوراق قرضه بوده، اما آنها دارای نقدینگی و ریسک بالقوه نکول مشابهی می‌باشند. این‌ها برخی از دلایلی است که سرمایه‌گذاران ممکن است به منظور مدیریت حرفه‌ای سبد سرمایه‌گذاری خود، همانند صندوق‌های مشترک سرمایه‌گذاری، برای مقابله با تورم از این اوراق پوششی استفاده نمایند.

مشتریان اوراق تورم: این اوراق عموماً برای مشتریان نهادی و یا عمده طراحی شده‌اند. دسترسی مشتریان خرد و شخصی به این ابزارها عموماً از طریق صندوق‌های مشترک سرمایه‌گذاری که در مشتقات تورم سرمایه‌گذاری می‌کنند ایجاد می‌گردد. این صندوق‌ها دارای نقدشوندگی بالایی بوده و معمولاً دارای مدیریت حرفه‌ای و حداقل مبلغ مورد نیاز برای سرمایه‌گذاری کم هستند که باعث می‌شود تا این صندوق‌ها به آسانی در دسترس سرمایه‌گذاران خرد قرار گیرند تا بدین وسیله

یک قسمت از دارایی‌های سبد سرمایه‌گذاری به یک راهبرد پوشش تورم در همه زمان‌ها امری محتاطانه باشد. اگر تا زمانی که یک سبد سرمایه‌گذاری نیاز به پوشش در مقابل تورم پیدا کند، منتظر بمانیم ممکن است بسیار دیر شود چرا که قیمت بالاتر برای مشتقات تورم منجر به کاهش پوشش در مقابل ریسک تورم می‌گردد. (J.P. Morgan)

کافی و تشریح فرایند تاخت تورم به بررسی شباهت و اشکالات فقهی و شرعی این قرارداد پرداخته شده و در نهایت پس از بررسی راهکار مباحه دوره‌ای با اصلاح و ارتقای آن، راهکار مباحه و اجاره به شرط تملیک دارایی ارائه شده است. در نهایت این راهکار از لحاظ شرعی بررسی و مورد تایید قرار گرفته است.

۳- فرضیه پژوهش

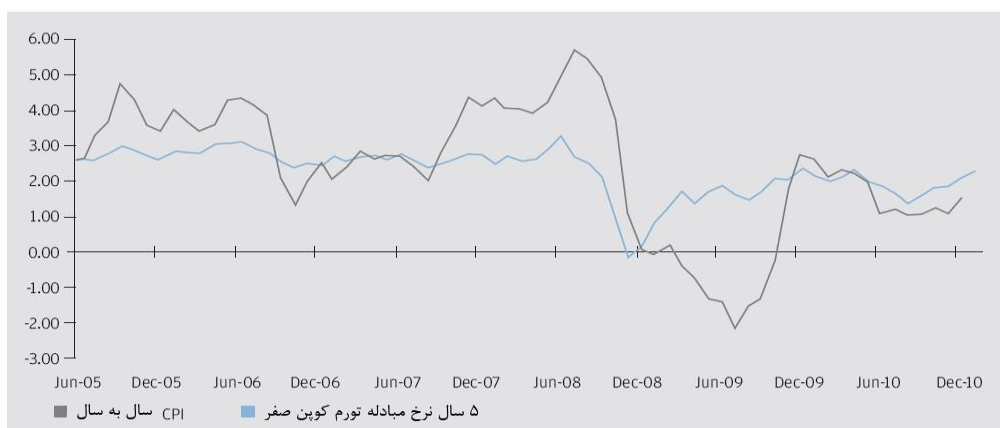
امکان ایجاد قرارداد تاخت تورم منطبق بر اصول شریعت اسلامی از طریق راهکار مباحه و اجاره به شرط تملیک دارایی ممکن می‌باشد.

۵- یافته‌های پژوهش

بررسی موانع شرعی در استفاده از تاخت تورم موسوی بیوکی و موسویان در مقاله خود در بررسی فقهی تاخت بازده کل، اشکالات فقهی وارد به قراردادهای تاخت جریانات نقدی را تعلیق قرارداد، وجود غرر، ربا، اکل مال به باطل، قمار بر می‌شمرند. در این قسمت به ارائه شباهت و موانع صحت طرح شده در مورد تاخت‌های جریانات نقدی با تاکید بر تاخت تورم می‌پردازیم.

۴- روش شناسی پژوهش

در این مقاله از روش‌های کتابخانه‌ای و اصولی و فقهی برای تطبیق قرارداد تاخت تورم با اصول شریعت اسلامی و طراحی و ایجاد ساختار جدید استفاده شده است. در این پژوهش پس از شناخت



نمودار ۳- نرخ مبادله تورم در مقابل CPI

Source: Barclays Capital and J.P. Morgan Asset Management.

تعلیق عقد

قرارداد مورد تایید نمی‌باشد.

ربا

حرمت ربا از مسلمات شریعت اسلام است و آیات و روایات متعددی در نهی شدید از آن وارد شده است (آل عمران: ۱۲۱، بقره: ۲۷۵، ۲۷۶، ۲۷۸، ۲۷۹).

در بانکداری سنتی در بیشتر اوقات آنچه که در تاخت‌ها به عنوان نرخ مرجع (طرف ثابت) به طرف مقابل منتقل می‌شود، بهره حاصل از وام یا اوراق قرضه می‌باشد. به لحاظ شرعی این معامله ربوی مطلق است و هر گونه معامله‌ای که در آن نرخ بهره نقش داشته باشد، غیر مشروع خواهد بود. این ایراد در بانکداری بدون ربا چنین پاسخ داده می‌شود، که درآمد حاصل از عقود مبادله‌ای بانک مثل جعاله، فروش اقساطی و ... که ثابت و از قبل تعیین شده هستند، توسط فروشنده سوآپ بازده کل به طرف دیگر منتقل می‌شود. لذا آنچه به طرف مقابل منتقل می‌شود، جریان نقدی حاصل از ربا نیست، بلکه درآمد حاصل از عقود مبادله‌ای است که مشخص و تعیین شده است. اما بایستی گفت که آنچه در مقابل این جریان نقدی ثابت از طرف مقابل دریافت می‌شود (نرخ تورم)، مبالغی است که مقدار آن‌ها مشخص نمی‌باشد. لذا شبهه خرید و فروش پول همجنس با تفاضل در مقابل هم پیدا می‌شود که برخی از فقها آن را به عنوان ربای معاملی یا حيله ربای قرضی باطل می‌دانند.

اکل مال به باطل

آیه تجارت « یا ایها الذین آمنوا لا تأکلوا اموالکم بینکم بالباطل » (النساء: ۲۹) صریحاً دلالت دارد بر اینکه تصرف در اموال مردم به وجه باطل ممنوع است و تصرف در اموال دیگران با تجارت از روی

منظور از معلق بودن عقد، عدم جزمیت و قطعیت آن است. در اوراق تاخت تورم هیچکدام از ارکان عقد معلق نبوده و منجز می‌باشند. بلافاصله بعد از انعقاد قرارداد، طرفین نسبت به تعویض جریانات نقدی اقدام می‌نمایند و انجام این کار بر چیزی معلق نمی‌باشد.

غرر

«پیامبر اکرم (ص) از بیع غرر نهی فرمود.» وجود غرر یکی از دلایل بطلان در معاملات شمرده شده است از شرایط صحت یک عقد، علم تفصیلی متعاقبین به مقدار و کیفیت عوضین است. لذا از مصادیق غرر عدم مشخص بودن مقدار و کیفیت عوضین است. البته منظور معلومیت عرفی است. یعنی برای غرری نبودن معامله لازم است که کیفیت و مقدار عوضین عرفاً معلوم باشد.

آنچه که در قرارداد تاخت تورم وجود دارد تعویض دو جریان نقدی است؛ یکی بازده حاصل از یک دارایی پایه - که دارای بازدهی ثابتی است در مقابل جریان نقدی متغیر ناشی از تورم. پرواضح است که جریان نقدی حاصل از تورم که از سوی فروشنده تاخت تورم (فروشنده حمایت) پرداخت می‌شود، مقدار مشخص و ثابتی نیست.

در مقابل، چنین بیان می‌شود که حدی از ریسک و مخاطره در هر داد و ستدی وجود دارد. این که افراد وارد چنین قراردادهایی می‌شوند، با پذیرش ریسک‌های پیش‌روی از جمله نوسانات در نرخ‌های مرجع تورم است. در این جا نیز فروشنده تاخت تورم (فروشنده حمایت) قطعاً نسبت به نوسان پذیری نرخ تورم با اطلاع است و با پذیرش این ریسک وارد قرارداد شده است؛ از این رو وجود غرر در این

(فروشنده حمایت) به هدف خود یعنی دستیابی به جریان نقدی ثابت می‌رسد.

برای گریز از اشکالات مطرح شده بایستی قرارداد تاخت تورم را بر پایه اصول اساسی مالیه و بانکداری اسلامی یعنی تاکید بر قراردادهای واقعی و استفاده از سود به جای بهره اصلاح نمود (موسویان، ۱۳۸۸).

راهکار عقد مرابحه دوره‌ای

نویسندگان مسلمان همچون طریق الله خان در مقالات و تحقیقات متعددی سعی کرده اند جایگزین هایی برای قراردادهای متشقه ارایه نمایند. از جمله برای قراردادهای تاخت نرخ بهره^{۱۷}، قرارداد تاخت نرخ سود^{۱۸} را تعریف نموده اند. در این نوع قرارداد نرخ سود موجود در قراردادهای اسلامی جایگزین نرخ بهره مرجع در قرارداد تاخت قرار می‌گیرد. از سوی دیگر نرخ های ثابت و متغیر دوره‌ای موجود در قرارداد تاخت از طریق قرارداد مرابحه دوره‌ای ایجاد می‌گردد. (Zahan) (Yankson)

عقد مرابحه به معنای بیع به همراه سود است که عموماً شامل پرداخت نسیه و یا اقساطی قیمت معامله می‌باشد. (موسویان، ۱۳۸۶)

در راهکار مورد بحث از عقد مرابحه به شرح زیر برای ایجاد تاخت جریان‌ات نقدی (در اینجا مورد نظر ما تاخت تورم است) استفاده می‌شود:

مرحله اول: بانک ۱ ده خودرو را به صورت اقساطی با قیمت ۱۰ دلار برای هر خودرو در پنج قسط مساوی به بانک ۲ می‌فروشد.

مرحله دوم: بانک ۲ در زمان هر یک از اقساط، دو خودرو را به بانک ۱ به قیمت ۹ دلار به اضافه تورم دوره‌ای می‌فروشد.

ترازی، صحیح و حلال می‌باشد. طبق این قانون تمام معاملات مالی و انواع تجارت‌ها که در میان مردم رایج است چنانچه از روی رضایت طرفین صورت گیرد از نظر اسلام صحیح و مجاز است (موسویان، ۱۳۸۶، ص ۸۹).

آنچه مسلم است اینکه در تاخت تورم طرفین قرارداد بدون هیچگونه اجباری و از روی رضایت و به دلیل فوایدی که برای هریک مترتب است، وارد قرارداد می‌شوند. لذا شبهه اکل مال به باطل در مورد این قرارداد مردود است.

قمار

یکی از شرایط صحت معاملات جدا بودن آن‌ها از قمار است. قرآن کریم بصورت صریح این عنوان را نهی نموده است (بقره: ۲۱۸).

طبق تحقیقات کوت (۱۹۹۷) چهار دسته عامل انگیزشی الف) انگیزه‌های اقتصادی ب) انگیزه‌های نمادین ج) انگیزه‌های مربوط به لذت و خوشی و د) انگیزه‌های مصرف تجربی به عنوان عوامل اصلی قمار بازی مطرح هستند. طبق نظر کوت، بسیاری از قماربازان کازینویی احتمال پیروزی را کم می‌دانند ولی با این حال وارد بازی‌های قمار می‌شوند. لذا به نظر می‌رسد که عامل کسب درآمد، یک انگیزه بسیار کم‌رنگ در قماربازی باشد.

دیگر انگیزه‌های مذکور نیز در مورد طرفین قرارداد در تاخت تورم وجود ندارد. علاوه بر این، در قمار یک طرف بازنده و طرف دیگر برنده است. به عبارت دیگر قمار نوعی بازی با جمع صفر به حساب می‌آید. اما در تاخت تورم هر کدام از طرفین می‌توانند به اهداف خود برسند. به عنوان مثال خریدار تاخت (خریدار حمایت) در برابر ریسک نوسانات خود را پوشش می‌دهد و فروشنده سوآپ

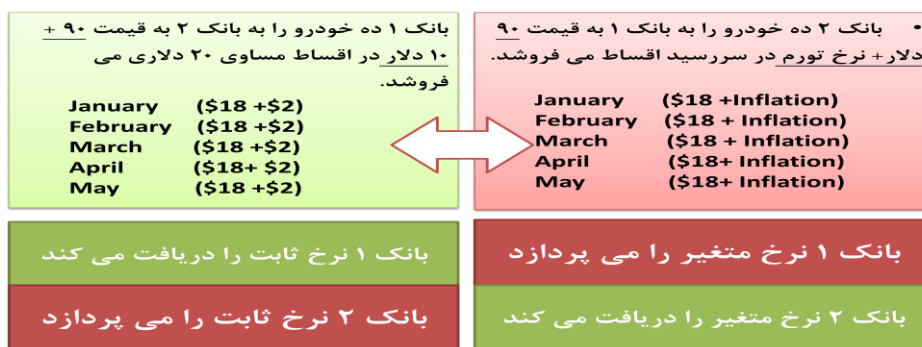
نماید. هر قسط مساوی بخشی از قیمت دارایی پایه به اضافه سود ثابت مندرج در مراحله می‌باشد که توسط این طرف دریافت می‌گردد.

در مقابل طرف پرداخت کننده نرخ ثابت (خریدار حمایت ریسک تورم) توافق می‌کند در قراردادهای مراحله چرخشی در سررسید هر یک از اقساط، یک دارایی را به ارزش بخشی از قیمت دارایی پایه به اضافه سود متغیر یعنی نرخ تورم آن دوره از طرف مقابل خریداری نماید. مبلغ پرداختی توسط این طرف برابر قیمت دارایی به اضافه نرخ متغیر تورم می‌باشد. (Zahan)

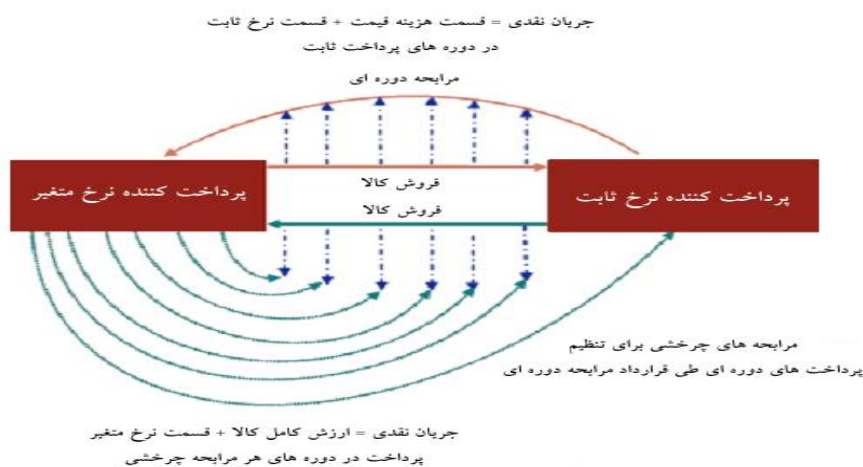
مرحله سوم: در زمان تسویه اقساط هیچ پولی جز تفاوت این دو مبلغ پرداخت نمی‌شود.

در این روش یک قرارداد مراحله دوره‌ای^{۱۹} (شامل پرداخت های اقساط در دوره های معین) با نرخ ثابت مورد توافق بین طرفین بسته می‌شود. در دوره های مشخص شده قرارداد های مراحله چرخشی^{۲۰} با نرخ متغیر بسته می‌شوند. مبلغ قرارداد تاخت^{۲۱} برابر ارزش و قیمت دارایی پایه قرارداد مراحله است.

توافق می‌شود طرف پرداخت کننده نرخ متغیر (فروشنده حمایت ریسک تورم) دارایی پایه را از طریق مراحله دوره‌ای به صورت اقساط خریداری



شکل ۲ - تاخت نرخ متغیر با ثابت از طریق قرارداد مراحله



شکل ۳ - ساختار تاخت تورم با استفاده از راهکار مراحله دوره‌ای

Source: www.allenoverly.com

دارایی قرارداد تاخت تورم بایستی شامل قرارداد های زیر باشد:

قرارداد مرابحه دارایی پایه با اقساط دوره‌ای با نرخ ثابت (خریدار حمایت تورم: خریدار دارایی پایه - فروشنده حمایت تورم: فروشنده دارایی پایه)؛

قراردادهای اجاره چرخشی قابل تمدید در دوره های معین تا سررسید با نرخ متغیر (نرخ تورم) (خریدار حمایت تورم: موجر دارایی پایه - فروشنده حمایت تورم: مستاجر دارایی پایه)؛

شرط قرارداد اجاره مبنی بر تملیک دارایی به مستاجر (مالک اولیه) در سررسید به قیمت ابتدای قرارداد.

شرط قرارداد مرابحه مبنی بر تخفیف سود مرابحه در صورت فسخ زود هنگام توسط طرفین (به نسبت زمان تا سررسید)

در این روش اقساط برای طرف خریدار حمایت تورم تنها سود (ثابت) قرارداد مرابحه و برای طرف فروشنده حمایت تورم اجاره بهای (متغیر) قراردادهای اجاره می‌باشد. مبلغ قیمت دارایی پایه در قرارداد مرابحه نیز در سررسید با مبلغ قیمت دارایی پایه در شرط قرارداد اجاره تهاتر می‌شود.

در زمان سررسید هر قسط، مبلغ قسط ثابت (مرابحه) با قسط متغیر (اجاره بها) تهاتر شده و تنها تفاوت این دو مبادله می‌گردد. در زمان پایان قرارداد مبلغ قیمت دارایی پایه در قرارداد های اجاره و مرابحه تهاتر می‌شود. در صورت فسخ قرارداد توسط هر یک از طرفین سود قرارداد مرابحه و اجاره بهای قرارداد اجاره تا زمان فسخ محاسبه و تهاتر شده و مابقی تخفیف داده می‌شود. اصل مبالغ قراردادها نیز مورد تهاتر قرار می‌گیرد.

بدین ترتیب جریان نقدی نرخ ثابت با نرخ تورم متغیر مبادله شده است. ملاحظه ای که در اینجا وجود دارد این است که در عقد مرابحه نمی‌توان در یک قرارداد شرط نمود که دارایی توسط فروشنده مورد خرید مجدد قرار گیرد. زیرا که مصداق بیع العینه است که دارای شبهه بیع ربوی می‌باشد. از این رو بایستی دارایی ها در قرارداد تاخت متفاوت باشند.

از این رو در ادامه محقق بر اساس اصول فقه امامیه اقدام به اصلاح راهکار مزبور نموده و راهکار مرابحه و اجاره به شرط تملیک دارایی را به شرح زیر پیشنهاد می‌نماید.

راهکار مرابحه و اجاره به شرط تملیک دارایی

در صورتی که نتوان از دارایی‌های متفاوت استفاده نمود به جای قراردادهای مرابحه چرخشی می‌توان از قراردادهای اجاره چرخشی استفاده نمود. بدین شکل یک طرف یک دارایی را به صورت مرابحه اقساطی با نرخ ثابت به طرف دیگر می‌فروشد و سپس با نرخ اجاره متغیر در هر سررسید آن را اجاره به شرط تملیک می‌نماید. در زمان پایان قرارداد دارایی دوباره به مالکیت شخص باز می‌گردد. بدین شکل مشکل شرعی بیع العینه و شبهه بیع ربوی نیز حل شده و نیازی به بکارگیری دو دارایی در دو طرف قرارداد نیز نیست. از این رو در راهکار جدید قرارداد کاربردی‌تر شده است و مشکلات عملیاتی راهکار سابق (مبادله دو دارایی) را ندارد.

ساختار قراردادی تاخت تورم در مدل اسلامی

پیشنهادی

در راهکار پیشنهادی مرابحه و اجاره به شرط تملیک

۶- نتیجه‌گیری و بحث

اوراق تاخت از بزرگترین اوراق مشتقه در بازار مشتقات می‌باشند. اوراق تاخت تورم با توجه به شرایط تورمی ایران می‌توانند ابزار مناسبی برای پوشش ریسک تورم برای طرفین تجاری به حساب آید. اوراق تاخت تورم گونه‌ای از اوراق تاخت جریان‌ات نقدی آتی به شمار می‌روند که از نظر اسلامی مبادله جریان‌ات آتی دچار شبهات غرر، ربا و قمار و ... می‌باشند. راهکار این مسئله استفاده از دارایی‌های واقعی در ایجاد جریان‌ات نقدی می‌باشد. راهکار قرارداد مرابحه دوره‌ای مورد استفاده اندیشمندان مسلمان در تصحیح قرارداد تاخت نرخ سود قرار گرفته است. این راهکار می‌تواند جایگزینی برای تاخت نرخ تورم نیز به شمار آید. برای ارتقای این روش در این مقاله راهکار ترکیب قرارداد مرابحه و اجاره به شرط تملیک پیشنهاد گردید.

در این راهکار برای رفع شبهه بیع ربوی به جای فروش مجدد دارایی پایه، از طریق اجاره به شرط تملیک آن دارایی اقدام به شبیه سازی مبادلات جریان‌ات وجوه نقد موجود در قرارداد تاخت تورم شده است. بدین صورت طرفین تاخت تورم ابتدا یک دارایی را به صورت مرابحه یا فروش اقساطی (با نرخ ثابت) مبادله کرده و سپس در یک سری قرارداد اجاره به شرط تملیک چرخشی (با نرخ متغیر: تورم) به فروشنده اولیه باز پس داده می‌شود. نتیجه این قراردادها مبادله و تاخت نرخ ثابت (اقساط قرارداد مرابحه) با نرخ متغیر (اجاره بهای قراردادهای چرخشی اجاره) می‌باشد.

این راهکار علاوه بر نداشتن هیچ گونه شبهه شرعی و انطباق کامل با مالیه اسلامی (همه مذاهب

از جمله فقه شیعه) از لحاظ عملیاتی و اجرایی نیز قابلیت و انعطاف لازم را برای اجرا دارد. تجربه مالیه اسلامی در قراردادن دارایی واقعی به عنوان دارایی پایه در قراردادهای مالی در انواع صکوک مورد آزمایش قرار گرفته و نتایج عملیاتی مثبتی از آن به دست آمده است. این ابزارها و شرط وجود دارایی واقعی در قرارداد حتی باعث کاهش ریسک این دارایی‌ها و پایداری بیشتر آنها در بحران مالی اخیر شده بود. به گونه‌ای که حتی بسیاری از کشور های غیر مسلمان نیز به دنبال استفاده از مالی اسلامی می‌باشند.

با توجه به ماهیت یکسان اوراق تاخت تورم با دیگر انواع قراردادهای تاخت جریان‌ات نقدی، راهکار مرابحه و اجاره به شرط تملیک می‌تواند ابزار کارایی برای اصلاح ساختار انواع آنها و تطبیق با مالی اسلامی باشد.

فهرست منابع

- * معصومی نیا، علی؛ الهی، مهدی؛ (۱۳۹۰)، امکان سنجی فقهی استفاده از سوآپ کالا در بازارهای مالی ایران، اقتصاد اسلامی، شماره ۴۴.
- * موسویان، سید عباس، موسوی بیوکی، (۱۳۸۸)، مدیریت ریسک اعتباری در بانکداری اسلامی از طریق سوآپ نکول اعتباری، اقتصاد اسلامی، شماره ۳۳.
- * موسویان، سید عباس، موسوی بیوکی، سید محمد مهدی، (۱۳۸۹)، بررسی امکان استفاده از سوآپ بازده کل جهت مدیریت ریسک اعتباری در بانکداری اسلامی، اقتصاد اسلامی، شماره ۳۷.



یادداشت‌ها

* موسویان، سیدعباس، (۱۳۸۷)، ابزارهای مالی اسلامی (صکوک)، تهران: سازمان انتشارات پژوهشگاه فرهنگ و اندیشه اسلامی.

¹ Inflation swap

² CPI swap linked to the Consumer Price Index

³ Treasury Inflation-Protected Securities

⁴ Investment minimums

⁵ Fees

⁶ Inflation-indexed bonds

⁷ Inflation-linked gilt-edged securities

⁸ redemption pickup

⁹ year-on-year (YOY)

¹⁰ caps

¹¹ floors

¹² straddles

¹³ ZC curve

¹⁴ linker

¹⁵ par/par asset swaps

¹⁶ proceeds asset swap

¹⁷ Interest rate swaps

¹⁸ Profit rate swaps

¹⁹ Term morabaha

²⁰ Revolving morabaha

²¹ Swap amount

* Benaben Brice; (2005). "Inflation-Linked Products: A Guide for Asset and Liability Managers" Risk Books, ISBN 1-904339-60-3.

* Deacon, Mark, Derry Andrew, and Mirfendereski Dariush, (2004); Inflation-Indexed Securities: Bonds, Swaps, and Other Derivatives (2nd edition) Wiley Finance. ISBN 0-470-86812-0.

* Damiano Brigo, and Mercurio Fabio, (2006); "Interest Rate Models -- Theory and Practice, with Smile, Inflation, and Credit" (2nd edition) Springer Finance. ISBN 3-540-22149-2.

* Canty, Paul and Markus Heider, (2012); "Inflation Markets: A Comprehensive and Cohesive Guide" Risk Books. ISBN 9781906348755.

* Ramasamy Ravindran, Munusamy Sahnugam, Mohd Helmi Mohd Hanif, (April 2011), Basic Pricing Methodology For Islamic Profit Rate Swap, Global Journal of Management and Business Research, Volume 11 Issue 5 Version 1.0

* Yankson Sidney, (2011) Derivatives in Islamic Finance - A Case for Interest Rate Swaps, Opportunities in Islamic Finance - Unconventional Answers to the Credit Crisis, CPI Financial.

* Hughston L. P, (May 1998), Inflation Derivatives, King's College London, Working paper.

* J.P. Morgan, Spotlight on: Inflation derivatives, www.jpmmorgan.com.

* Zahan Muslima, Kenett Ron S. (2012), Hedging Instruments in conventional and Islamic Finance, EJASA:DSS. Vol 3, Issue 1, 59 – 74

* Daud Bakar Mohd, Islamic derivatives solutions: Methodology, Issues and Product Structuring with special reference to profit rate SWAP and forward forex, International Institute of Islamic Finance.

