

بازار سرمایه اسلامی

سال یازدهم / شماره سی و یکم / بهار و تابستان ۱۴۰۱



توافق نامه باز خرید اوراق بهادار (ریپو)

الحرم
الکتاب

ای کسانی که ایمان آورده‌اید!
اموال یکدیگر را به باطل
(واز طرق نامشروع) نخورید
مگر اینکه تجارتی
بارضایت شما انجام گیرد.

ترجمه آیه ۲۹ سوره نساء



سازمان بورس و اوراق بهادار
مرکز پژوهش، توسعه و مطالعات اسلامی
گروه بازارها و ابزارهای مالی

بولتن بازار سرمایه اسلامی

سال یازدهم / شماره سی و یکم / بهار و تابستان ۱۴۰۱

موضوع این شماره:

توافق نامه با خرید اوراق بهادار (ریپو)

پدید آورندگان:

سید امیر حسین اعتصامی، رضا میرزاخانی،
محمد مهدی فریدونی و محمد رضا سیمپاری
(گروه بازارها و ابزارهای مالی)

فهرست:

- مقدمه / ۲
- کارکردهای ریپو / ۳
- انواع ریپو / ۳
- انواع اوراق بهادار در ریپو / ۸
- وجه تضمین در ریپو / ۹
- استفاده از ریپو در ابزارهای مالی ایران / ۱۰
- تبیین فقهی ریپو / ۱۴
- عقد بیع / ۱۴
- شرط با خرید در ریپو / ۱۵
- منابع / ۲۰

مقدمه



توافق باز خرید^۱ (یا توافق نامه باز خرید) از سال ۱۹۱۷ در آمریکا مورد استفاده قرار گرفت. این قرارداد در ابتدا توسط فدرال رزرو^۲ استفاده شد؛ اما بعدها در میان سایر فعالان بازار پول نیز رواج یافت. تعاریف متعددی برای ریپو گفته شده است. به طور خلاصه می توان گفت، ریپو ترکیبی از فروش نقدی اوراق بهادار به همراه خرید نقدی همان اوراق به قیمتی بالاتر در زمان مشخصی در آینده است (چودری^۳، ۲۰۱۰؛ لاین^۴، ۲۰۰۵). ریپویکی از ابزارهای مهم در بازار پول است. ابزارهای بازار پول، ابزارهایی با سررسید کوتاه مدت هستند که توسط فعالان اقتصادی که نیاز به وجوهی برای کوتاه مدت دارند، منتشر شده و توسط فعالان اقتصادی که در بازه زمانی کوتاهی وجوه مازادی دارند، خریداری می شود.

هر چند که قرارداد ریپو از نوع خرید و فروش است، اما کارکرد اقتصادی آن مانند وام تضمین شده است؛ زیرا اوراق بهادار ویژگی وثیقه ای داشته و به طور معمول اوراق دولتی هستند؛ بنابراین ریسک اعتباری قرارداد ریپو بسیار پایین است. در نظام بانکی، این قراردادها کوتاه مدت بوده و غالباً به صورت قرض شبانه طراحی می شوند. معامله گران، اوراق دولتی را به سرمایه گذاران به صورت شبانه به فروش می رسانند و توافق می کنند همان اوراق را روز بعد در قیمت بالاتری مجدد خریداری نمایند. افزایشی که در قیمت اوراق اتفاق می افتد همان سود شبانه است؛ به بیانی دیگر معامله گران از سرمایه گذاران یک وام یک روزه دریافت می کنند و اوراق دولتی به عنوان وثیقه قرار داده می شود (بودی^۵ و همکاران، ۲۰۲۱).

اگرچه فروشنده اوراق بهادار در توافق نامه باز خرید تمام حقوق مالکیتی وثیقه را به خریدار اوراق بهادار در طول مدت ریپو منتقل کرده است، اما فروشنده ریسک و بازده آن دارایی را منتقل نمی کند؛ به عبارتی دیگر، اگرچه خریدار مالک وثیقه هاست، اما در صورتی که ارزش وثیقه در طول مدت ریپو کم شود، فروشنده اوراق بهادار متحمل زیان خواهد شد. هم چنین ممکن است درخواست وجه تضمین به دلیل سابقه اعتباری پرریسک فروشنده باشد. از جانب دیگر در هنگام سررسید، خریدار ممکن است قادر به تسلیم اوراق بهادار موضوع معامله نباشد. برای جلوگیری از این ریسک، خریدار نیز بایستی وجه تضمینی نزد واسطه مرکزی سپرده کند.

هر چند قرارداد ریپو غالباً در بازار پول معامله می شود؛ اما در بازار سرمایه نیز از این نوع قرارداد به منظور تأمین مالی شرکت های سرمایه گذاری، هلدینگ ها و یا سهامداران عمده استفاده می شود. تأمین مالی از طریق ترکیب فروش سهام و انضمام دو اختیار خرید و فروش یکی از ابزارهای تأمین مالی بازار سرمایه است که کارکرد قرارداد ریپو را برای سهامداران عمده ایجاد کرده است (کمیته فقهی سازمان بورس و اوراق بهادار، جلسات ۱۴۰ و ۱۴۱).

در ادامه به کارکردهای قرارداد ریپو، انواع آن و بحث های فقهی مرتبط با آن پرداخته خواهد شد.

1. Repo (Repurchase Agreement)
2. Federal Reserve
3. Choudhry
4. Laine
5. Bodie



کارکردهای ریپو

در سازوکار ریپو در صورتی که فروشنده ریپو (تأمین مالی شونده) نکول کند، خریدار می‌تواند با فروش تمام یا بخشی از اوراق بهادار، به نقدینگی دست پیدا کند. این موضوع سبب می‌شود که ریپو، قرارداد مناسبی برای بازار پول باشد.

۴) استفاده از وثیقه‌ها برای ریپوی دیگر: در صورت نیاز به تأمین مالی توسط خریدار، در طول مدت ریپوی اولی، می‌توان از وثیقه برای تأمین مالی مجدد در یک ریپوی دوم با طرف ثالث استفاده کرد. این امر به این معناست که ریپو می‌تواند به‌طور چشمگیری قدرت نقدینگی خریدار در ریپوی اول را حفظ کند.

۵) داشتن مزیت‌های یک وام تضمین شده: همان‌طور که پیش‌تر اشاره شد کارکرد اقتصادی ریپو به وام تضمین شده نزدیک است. این نکته شایان توجه است که هر چند فروشنده مالکیت اوراق را به خریدار منتقل می‌کند، اما با توجه به تضمین به باز خرید اوراق به قیمت بالاتر، ریسک و بازدهی دارایی به خریدار منتقل نمی‌شود. به عبارتی دیگر با پائین آمدن قیمت دارایی فروشنده متضرر خواهد شد (موسویان و همکاران، ۱۳۹۴).

ریپو در نظام بازار پول و سرمایه دارای کارکردهای متعددی است که به برخی از آنها در ذیل اشاره شده است:

۱) ابزاری برای تأمین مالی و سرمایه‌گذاری: مهم‌ترین کارکرد ریپو، تأمین مالی کوتاه‌مدت است. از جنبه‌ای دیگر سرمایه‌گذارانی که وجوه مازادی را برای مدت کوتاهی در اختیار دارند می‌توانند از این ابزار برای سرمایه‌گذاری استفاده نمایند.

۲) ابزاری جهت مداخله بانک مرکزی در بازار پول: نرخ ریپو می‌تواند شاخصی برای نمایاندن عرضه و تقاضای وجوه در بازار پول باشد. بانک‌های مرکزی از این ابزار به منظور مدیریت هزینه و مقدار اعتبار در اقتصاد با هدف کنترل رشد اقتصادی و نرخ تورم، از طریق عملیات بازار باز استفاده می‌کنند. این هدف از طریق اثرگذاری و مداخله بر نرخ‌های بهره بسیار کوتاه‌مدت محقق می‌شود؛ بنابراین ریپو ابزاری برای مداخلات بانک مرکزی در بازار پول است.

۳) ریسک اعتباری پائین برای تأمین مالی‌کننده: یکی از ویژگی‌های اصلی ابزارهای بازار پول ریسک پائین اعتباری است.

انواع ریپو

ریپو را به صورت کلی می‌توان در دو نوع تقسیم‌بندی کرد که عبارتند از قراردادهای ریپوی دوطرفه و سه‌طرفه. در ابتدای راه‌اندازی معاملات قراردادهای ریپوی دوطرفه، معامله‌گران به طور مستقیم با یکدیگر معاملات را انجام می‌دادند؛ در حالی که معاملات قراردادهای ریپوی سه‌طرفه از طریق یک واسطه مرکزی صورت می‌گرفت. اما طی سال‌های اخیر، هر دو نوع قرارداد از طریق واسطه مرکزی صورت می‌گیرد؛ بنابراین در حال حاضر، تنها تفاوت عمده‌ای که بین این دو قرارداد وجود دارد این است که در قرارداد ریپوی دوطرفه، خریدار ریپو کنترل کامل اوراق بهادار موضوع معامله را در اختیار دارد، می‌تواند آنها را بفروشد یا از آنها در سایر معاملات ریپو استفاده کند؛ اما در قراردادهای ریپوی سه‌طرفه، اوراق بهادار موضوع معامله نزد واسطه مرکزی سپرده شده و خریدار ریپو نمی‌تواند این اوراق بهادار را به طور مجدد در معامله با شخص دیگری بکار برد. هم‌چنین معمولاً نرخ بهره ریپو در قرارداد ریپوی سه‌طرفه بیش‌تر از قرارداد ریپوی دوطرفه است.

۱.۱ ریپوی دو طرفه

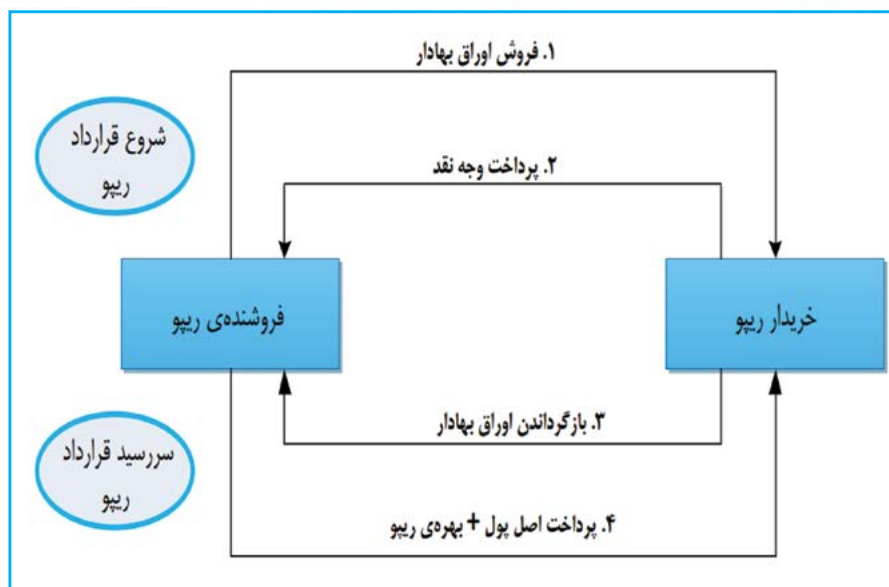
ریپوی دو طرفه دارای انواع مختلفی به شرح ذیل است:

۱.۱.۱ ریپوی کلاسیک یا سنتی^۱

در این نوع ریپو، دو طرف اصلی، فروشنده (برای نمونه، بانک الف) و خریدار (برای نمونه، بانک ب) اوراق بهادار در روز مبادله وارد توافق می‌شوند و در یک روز معین، بانک الف به بانک ب اوراق بهادار را به مقدار اسمی در عوض پول نقد مبادله

1. Classic Repo

می‌کند. قیمت دریافت شده برای اوراق بهادار در روز معامله با قیمت تسویه اوراق بهادار ارتباط مستقیم خواهد داشت. طرفین همچنین توافق می‌کنند در روز اتمام قرارداد، بانک ب همان اوراق بهادار را بر طبق قیمت توافق شده پیشین به بانک الف بفروشد و پیرو آن بانک ب پول نقد خود را به همراه بهره توافق شده طبق نرخ ریپو پرداخت نماید. در حقیقت توافق باز خرید شبیه وام تضمین شده و نرخ ریپو نیز شبیه نرخ بهره وام است. اگر در طول دوره قرارداد به اوراق بهاداری که به وثیقه گذاشته شده است سود یا بهره‌ای تعلق گیرد، این وجوه به فروشنده اوراق بهادار (وام‌گیرنده) به صورت آنی پرداخت خواهد شد. در ریپوی کلاسیک اگر ارزش بازاری اوراق بهادار سقوط کند، این فروشنده اوراق بهادار است که باید ضرر سرمایه‌ای این اوراق را برای خریدار جبران کند. به عبارتی دیگر، مزیت‌ها و ضررهای اقتصادی اوراق بهادار برعهده فروشنده باقی می‌ماند (موسویان و همکاران، ۱۳۹۴). در قرارداد ریپو چنانچه فروشنده در تعهد خود نکول کند، خریدار می‌تواند برای جبران زیان خود، اوراق بهادار موضوع معامله را به شخص ثالثی به فروش رساند. سازوکار اجرای ریپوی کلاسیک در شکل زیر آمده است:



شکل ۱: سازوکار اجرایی ریپوی کلاسیک (سلمانی و محمدی، ۱۳۹۵)

۱.۲. ریپوی معکوس^۱

ریپوی معکوس، خرید اوراق بهادار و سپس فروش آن در سررسید است. در حقیقت هر توافق ریپو، ریپوی معکوس به همراه دارد و بستگی به این دارد که آن قرارداد را از کدام طرف نگاه کنید. توافقنامه باز خرید معکوس، نقطه مقابل توافقنامه باز خرید است. در نمونه‌ای که یاد شد، معامله‌گر الف که اوراق بهادار را می‌فروشد و در تاریخی مشخص در آینده آن را باز خرید می‌کند، در اصطلاح ریپو انجام داده است. معامله‌گر ب که اوراق بهادار را می‌خرد و در تاریخی مشخص در آینده آن را دوباره می‌فروشد در اصطلاح ریپوی معکوس انجام داده است؛ بنابراین ابزار مالی پیش گفته از دید متقاضی وجوه، توافقنامه باز خرید و از دید اعطاکننده وجوه، توافقنامه باز خرید معکوس نامیده می‌شود.

۱.۳. ریپوی فروش / باز خرید^۲

این گونه قراردادها نیز که جزو قراردادهای ریپوی دوطرفه هستند، خود به دو دسته‌ی زیر تقسیم می‌شوند: الف) ریپوی فروش / باز خرید سنتی: این قراردادها طی دو قرارداد مجزا انجام می‌شوند. ابتدا فروشنده‌ی ریپو طی

1. Reverse Repo
2. Sell/ Buy Back Repo



قراردادی، اوراق بهادار موضوع معامله را با قیمت بازاری به خریدار ریپو به صورت کامل می‌فروشد و سپس طی یک پیمان آتی^۱، اوراق بهادار را با قیمت آتی و به صورت کامل باز خرید می‌کند.^۲ قیمت آتی شامل بهره‌ی تعلق گرفته به قرارداد ریپو و هرگونه کوپن تعلق گرفته به اوراق بهادار بوده و بنابراین متفاوت از قیمت نقد است. در ریپوی فروش / باز خرید سنتی نیز هرگونه سود یا کوپن تعلق گرفته به اوراق بهادار طی دوره‌ی قرارداد به فروشنده ریپو منتقل می‌شود؛ اما انتقال این کوپن‌ها و سودها به صورت آتی نیست؛ بلکه کوپن‌ها و بازده حاصل از سرمایه‌گذاری مجدد این کوپن‌ها معمولاً بر حسب نرخ بهره‌ی ریپو محاسبه می‌شود. در سر رسید، قرارداد ریپو با قیمت آتی تلفیق می‌شود. این بدان معنی است که فروشنده‌ی ریپو در سر رسید قرارداد باید قیمت بازاری اوراق بهادار در شروع معامله و همچنین اختلاف بین بهره ریپو و نرخ کوپن‌ها را به خریدار ریپو بپردازد؛ یعنی کوپن‌ها و بازده حاصل از سرمایه‌گذاری مجدد این کوپن‌ها در سر رسید باید از بهره‌ی ریپو کسر گردند. ساختار معاملات ریپوی فروش / باز خرید سنتی تقریباً با ساختار معاملات ریپوی کلاسیک مشابه است. برخلاف ریپوی کلاسیک، ریپوی فروش / باز خرید سنتی تحت مستندات قانونی اجرا نمی‌شوند و تعویض اوراق بهادار موضوع معامله نیز امکان پذیر نیست؛ بنابراین این گونه قراردادها نسبت به ریپوی کلاسیک، انعطاف و ایمنی کمتری دارند. این نوع قراردادها بیشتر در بازارهای نوظهور متداول هستند (سلمانی و محمدی، ۱۳۹۵).

ب) ریپوی فروش / باز خرید مستند^۳: این گونه قراردادها شباهت زیادی با ریپوی کلاسیک دارند. در ریپوی فروش / باز خرید مستند، معاملات تحت یک قرارداد واحد انجام می‌شوند و گرفتن وجه تضمین اولیه و حتی تعویض اوراق بهادار موضوع معامله نیز امکان پذیر است.

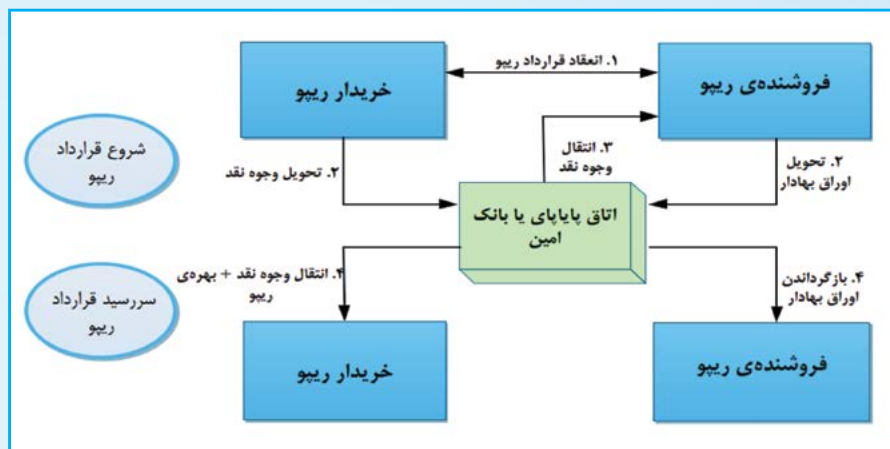
1. Forward Contract
2. Outright Repurchase
3. Documented Sell/Buy-Back

۱.۴. ریبوی نگهدار در حساب امانی^۱

در ریبوی نگهداری در حساب امانی، با اینکه حقوق مالکیت اوراق بهادار به خریدار ریبو منتقل می‌شود، اما فروشنده‌ی ریبو، اوراق بهادار موضوع قرارداد را به‌طور فیزیکی به خریدار ریبو منتقل نمی‌کند؛ بلکه فروشنده‌ی ریبو اوراق بهادار موضوع معامله را طی دوره‌ی قرارداد در یک حساب داخلی مجزا (حساب امانی) که نزد امین خود یا سیستم پایاپای دارد، از طرف خریدار ریبو نگهداری کرده و کنترل عملیاتی یا نگهداری اوراق بهادار را به عهده دارد. در این قرارداد، خریدار نیازی به مدیریت مستقیم اوراق بهادار ندارد. از آنجایی که هیچ‌گونه انتقال فیزیکی اوراق بهادار صورت نمی‌گیرد، پس هزینه‌های تسویه در این قرارداد کمتر بوده و تعویض اوراق بهادار نیز به راحتی انجام می‌شود و این امر، قراردادهای ریبوی نگهداری در حساب امانی را به‌ویژه برای اوراق بهاداری که انتقال آن‌ها مشکل یا پرهزینه است، مفید می‌سازد. این نوع قرارداد برای دارنده‌اش ریسک بالایی دارد و عمدتاً برای مؤسساتی مورد استفاده قرار می‌گیرد که ریسک اعتباری پائینی داشته باشند (سلمانی و محمدی، ۱۳۹۵).

۲. ریبوی سه طرفه

ریبوی سه طرفه به فروشنده اجازه می‌دهد کنترل بیشتری بر روی دارایی خود داشته باشد و کمترین هزینه را درباره تسویه دارایی و موجودی کالا متحمل شود و به سرمایه‌گذار اطمینان می‌دهد و وجه نقد وی به‌طور کامل تضمین شده است. طبق توافق‌نامه سه‌جانبه، فروشنده، اوراق را به طرف سوم مستقل به عنوان امین منتقل می‌کند که وی هم این اوراق را در حساب جداگانه به نام طرف سوم جای می‌دهد. فروشنده، مسئول کنترل اوراق بهادار معینی است که در این حساب می‌باشد. امین، مسئول است تا به سرمایه‌گذار این اطمینان را بدهد که وجه نقد آنها با ضمانتی که به وسیله اوراق بهادار با کیفیت مناسب صورت می‌گیرد، محفوظ است. امین^۲ (طرف سوم) نماینده‌ای است از هر دو طرف قرارداد ریبو. این نماینده، مسئول مشاهده مبادله اوراق بهادار و وجه نقد است و نیز مدیریت تضمینی در طول مدت ریبو را فراهم می‌کند. این نماینده همچنین مسئول به‌روزر کردن قیمت و جایگزین کردن تضمین‌های مورد نیاز است. نهاد ثالث با ارائه‌ی خدماتی همچون ارزشگذاری اوراق بهادار، برای حصول اطمینان از مناسب بودن ارزش اوراق بهادار جهت انجام معامله و احراز شرایط موجود در قرارداد، نقش کلیدی در مدیریت ریسک معاملات قرارداد ریبو ایفا می‌کند. خریدار ریبو به دلیل هزینه‌های پایین تسویه در قرارداد ریبوی سه‌طرفه، بازدهی بیشتری کسب می‌کند (سلمانی و محمدی، ۱۳۹۵).



ساختار ریبوی سه‌جانبه در شکل زیر نشان داده شده است:

شکل ۲: فرآیند اجرایی ریبوی سه‌جانبه (سلمانی و محمدی، ۱۳۹۵)

1. Hold in-Custody Repo

۲. Trustee: امین یک شخص یا سازمان است که مدیریت یک دارایی را به نفع شخص ثالثی بر عهده دارد.



1010 10000 111010101010100010

010101010101 01010101 0101010
0101000101010101010101 0101 01 010 10101 10101



۳. رپوی تأمین مالی وثیقه عمومی^۱

این نوع رپوی در سال ۱۹۹۸ میلادی به وسیله شرکت تسویه درآمد ثابت (FICC)^۲ و دو بانک تسویه واسط بزرگ دیگر به نام‌های جی پی مورگان چیس^۳ و نیویورک^۴ برای کاهش هزینه‌های معاملاتی و ارتقای نقدینگی در بازار رپوی معرفی شد. رپوی وثیقه عمومی عبارت است از توافقنامه باز خرید که در آن خریدار هرگونه اوراق بهادار مرتبط را به عنوان وثیقه می‌پذیرد (فلمنگ و گارید، ۲۰۰۳، ص ۲). اولویت اول برای وی، میزان نقدشوندگی این اوراق در زمان نکول قرارداد با کمترین هزینه معاملاتی و نیز بهره پرداختی این اوراق و نرخ رپوی است؛ بنابراین تمام اوراق بهادار منتشره از سوی خزانه که سررسیدی کمتر از ده سال دارند و اوراق بهادار شرکتی، مورد پذیرش در این نوع رپوی هستند.

مزیت‌های رپوی وثیقه عمومی، تسویه حساب رپوی وثیقه عمومی بر مبنای تسویه خالص است به جای تسویه ناخالص؛ بنابراین حرکت و انتقال اوراق بهادار و وجوه نقد را در بازار کمتر کرده و در نتیجه هزینه‌های تسویه آن را کاهش می‌دهد. تسویه رپوی وثیقه عمومی در حساب‌های دفتری بانک‌های تسویه صورت می‌پذیرد و نیازی به انتقال اوراق خزانه در سیستم فدوایر^۵ نیست. رپوهای وثیقه عمومی هر روز صبح معکوس شده و بعد از ظهر تجدید می‌شوند؛ بنابراین فروشنده می‌تواند از اوراق بهادار وثیقه‌ای برای تسویه خرید و فروش نامرتب در طول روز استفاده کند و می‌تواند به آسانی اوراق بهادار را بدون هیچ شرط استثنایی تعویض کند. این مزیت‌ها سبب شده تا استفاده از این نوع رپوی در بازارهای رپوی به سرعت افزایش و توسعه یابد و سرعت نقدشوندگی اوراق بهادار و توافق‌ها در این بازارها را ارتقا بخشد.

1. General Collateral Finance (GCF) Repo
2. Fixed Corporation Clearing
3. JPMorgan Chase Bank (JPMC)
4. Bank of New York (BONY)
5. Fed Wire



انواع اوراق بهادار در ریپو

از آنجا که ابزارهای بازار پول ریسک پائینی دارند، به این منظور در قرارداد ریپو، معمولاً از ابزارهای کم ریسک بازار پول استفاده می‌شوند. در بازارهای ریپوی ایالات متحده آمریکا، اوراق خزانه حدود دو سوم از اوراق بهادار مورد معامله را شامل می‌شود و مابقی اکثراً شامل اوراق رهنی^۱ و اوراق بدهی نهادهای تحت حمایت دولت آمریکا هستند. در صورت استفاده از سایر اوراق مانند اوراق شرکتی، قیمت اوراق را در قرارداد، پائین‌تر از ارزش بازاری آن در نظر می‌گیرند. اوراق بهاداری که در قرارداد ریپو استفاده می‌شود را به طور کلی می‌توان به دو دسته وثیقه‌ی عمومی و وثیقه خاص تقسیم‌بندی کرد. اوراق بهادار وثیقه عمومی شامل سبدهای دارایی‌ها هستند که توسط اکثر واسطه‌های بازار و در یک نرخ بهره‌ی مشابه ریپو به نام نرخ ریپوی وثیقه‌ی عمومی^۲ در معاملات قراردادهای ریپو پذیرفته می‌شوند؛ اما در اوراق با وثیقه خاص، اوراق بهادار مشخص است.

در قرارداد ریپوی سه‌طرفه، معمولاً از وثیقه‌های عمومی^۳ به عنوان اوراق بهادار موضوع معامله استفاده می‌شود که در آن، خریدار ریپو برای پذیرش هرگونه اوراق بهادار در یک سبد از دارایی، همچون اوراق خزانه آمریکا، توافق می‌کند. اما در قرارداد ریپوی دوطرفه، معمولاً از وثیقه‌های خاص^۴ به عنوان اوراق بهادار موضوع معامله استفاده می‌شود.

تعویض اوراق بهادار موضوع معامله در همه انواع قراردادهای ریپو به جز قراردادهای ریپوی فروش / باز خرید سنتی، تعویض اوراق بهادار از طرف فروشنده مجاز می‌باشد. در قرارداد ریپو ممکن است فروشنده قبل از پایان سررسید به اوراق بهادار نیاز داشته باشد، بدین منظور می‌تواند خریدار را فرا خوانده و اوراق بهادار فعلی را با اوراق دیگری با ارزش و کیفیت یکسان تعویض نماید. لازم به ذکر است در این صورت آخرین ورقه‌ی بهاداری که تعویض شده است، در سررسید باز خرید خواهد شد (سلمانی و محمدی، ۱۳۹۵).

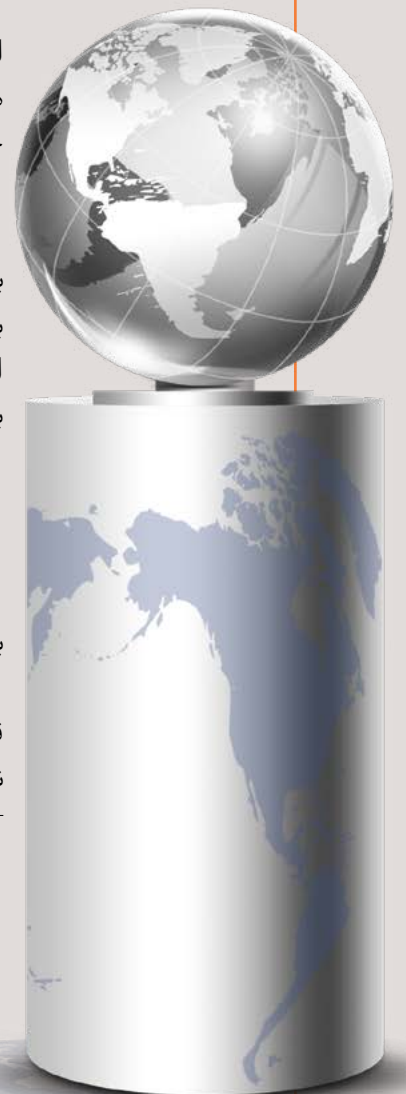
انواع توافقنامه باز خرید از نظر زمانی توافقنامه‌های باز خرید از جهت طول مدت قرارداد به سه دسته زیر تقسیم می‌شوند:

الف) توافقنامه باز خرید یک شبه^۵: این نوع توافقنامه با سررسید یک روزه است.

ب) توافقنامه باز خرید با دوره زمانی مشخص^۶: سررسید این نوع توافقنامه بیشتر از یک روز بوده و طبق توافق طرفین در توافقنامه نوشته می‌شود.

ج) توافقنامه باز خرید باز^۷: ویژگی‌های این نوع توافق نامه باز خرید، نداشتن سررسید مشخص و قابلیت فسخ توافق نامه به وسیله هر یک از طرفین است. همچنین نرخ ریپو به‌طور روزانه و بر اساس نرخ بهره بازار تعدیل می‌شود.

1. Mortgage-Backed Securities (MBS)
2. General Collateral (GC) Repo Rate
3. General Collateral (GC)
4. Special Collateral
5. Overnight Repo
6. Term Repo
7. Open Repo





وجه تضمین در ریپو

وجود اوراق بهادار به عنوان یک تضمین در مقابل نکول احتمالی فروشنده در نظر گرفته می‌شود. در صورتی که فروشنده، اوراق بهادار را باز خرید ننماید و از طرف دیگر اوراق بهادار نقدشوندگی کافی نداشته و یا نوسان بالایی داشته باشد، این اوراق نخواهد توانست پوشش ریسک مناسبی برای خریدار داشته باشد. بدین منظور گاهی اوقات خریدار از فروشنده وجه تضمین دریافت می‌کند. البته لازم به ذکر است که ریسک خریدار در ریپوی سه طرفه به دلیل بلوکه شدن اوراق بهادار نزد اتاق پایاپای، کاهش پیدامی‌کند.

پرداخت وجه تضمین به چند صورت امکان پذیر است؛ (۱) پرداخت به صورت درصدی از ارزش بازار؛ (۲) پرداخت کسر تعدیلی توسط خریدار. کسر تعدیلی به معنای اختلاف میان ارزش بازاری اوراق بهادار و قیمت خرید در بازار ریپو است. در حالت دوم، معامله اولیه اوراق به صورت تنزیلی یعنی به قیمتی پایین‌تر از ارزش بازاری انجام می‌شود و خریدار کسر تعدیلی را به واسطه مرکزی پرداخت می‌نماید. مقدار وجه تضمینی که گرفته می‌شود بسته به نوع اوراق متفاوت است. به عنوان مثال، در آمریکا برای اوراق بدهی با پشتوانه رهنی ۱۵ درصد و برای اوراق دولتی دو درصد وجه تضمین نیاز است.

در بازار ریپو، عموماً اوراق بهادار به صورت روزانه ارزشگذاری می‌شوند.

اگر نوسانات شدیدی در اوراق بهادار موضوع معامله رخ دهد، خریدار و فروشنده مجبور به افزایش وجه تضمین متغیر خواهند شد. همچنین یک محدوده نوسان برای وجه تضمین در نظر گرفته می‌شود که به حداقل وجه تضمین اولیه^۱ معروف است که اگر میزان وجه تضمین به دلیل نوسانات شدید در اوراق بهادار موضوع معامله کمتر از حداقل وجه تضمین اولیه شود، اخطاریه کسری وجه تضمین^۲ برای طرفین معاملاتی ارسال می‌شود.

سیستم‌های تسویه حساب در ریپو

دو روش برای قرارداد باز خرید میان فروشنده و خریدار و تسویه قرارداد وجود دارد:

الف) معامله و تسویه مستقیم: در این روش فروشنده و خریدار مستقیم با یکدیگر درباره حجم معامله، مدت زمان، نرخ ریپو و اوراق وثیقه مورد قبول و رتبه اعتباری آن اوراق گفت‌وگو می‌کنند. در انتهای مدت زمان ریپو هم مانند هر نوع دیگری از ریپو، فروشنده، وجه اولیه را به همراه قیمت ریپو تحویل داده و در برابر اوراق بهادار خود را باز خرید می‌کند (موسویان و همکاران، ۱۳۹۴).

ب) معامله و تسویه در بازار میان واسطه‌ها^۳: در این روش کارگزاری‌ها^۴ نقش واسطه‌ای میان خریدار و فروشنده ایفا می‌کنند. فروشنده، اوراق بهادار خود را تحویل کارگزار می‌دهد و در

برابر، وجوه نقد خود را از کارگزار تحویل می‌گیرد، سپس کارگزار این اوراق بهادار را به عنوان وثیقه در اختیار خریدار قرار می‌دهد. تسویه وجوه از طریق شرکت تسویه درآمد ثابت (FICC)^۵ صورت می‌پذیرد. این شرکت تعهدهای هر یک از سه طرف معامله یعنی خریدار، فروشنده و کارگزار را تسویه می‌کند. البته تسویه حساب میان معامله‌گران بازار هم می‌تواند به وسیله FICC صورت گیرد و هم به وسیله کارگزار؛ اما اگر معامله‌گران همزمان در دو طرف، چند توافق نامه باز خرید داشته باشند، تسویه به وسیله FICC راحت‌تر است؛ چرا که این شرکت تمام تعهدهای معامله‌گران فعال در بازار ریپو به صورت خالص تسویه می‌شود. از طرف دیگر از آنجا که حجم خرید و فروش در این بازارها با انجام چند خرید و فروش و ریپوی پی‌درپی به وسیله معامله‌گران فراوان است، تسویه خرید و فروش‌ها با حجم بالا به وسیله کارگزاران مقدور نیست؛ برای نمونه، ممکن است معامله‌گری در توافق نامه ریپو به عنوان فروشنده وارد شود و همزمان با معامله‌گری دیگر ریپوی معکوس انجام دهد؛ بنابراین FICC تمام این تعهدها را ثبت و در نظر می‌گیرد و به صورت یک جا حساب آن معامله‌گر را تسویه می‌کند (موسویان و همکاران، ۱۳۹۴).

1. Initial margin
2. Margin call
3. Inter-Dealer Market
4. Brokers
5. Fixed Income Clearing Corporation



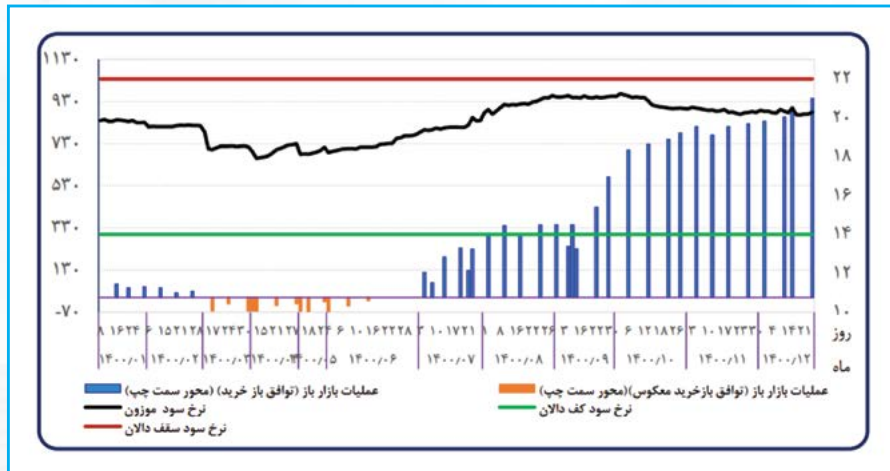
استفاده از ریپو در بازارهای مالی ایران



۱. استفاده از ریپو در بازار پول

قرارداد ریپو در ایران عمدتاً در بازار بین بانکی کاربرد دارد. بازار بین بانکی محل عرضه و تقاضای وجوه اضافه بانکها و مؤسسه های مالی برای یکدیگر است. این بازار با هدف تأمین مالی کوتاه مدت بانکها جهت مدیریت نقدینگی استفاده می شود. دستورالعمل تشکیل بازار بین بانکی در سال ۱۳۸۳ از سوی بانک مرکزی ابلاغ شد و در سال ۱۳۸۷ به طور رسمی فعالیت خود را آغاز کرد. برای اولین بار در ایران قرارداد ریپو در ۲۸ مهرماه ۱۳۹۹ توسط بانک مرکزی برای عملیات بازار باز اجرایی شد. شورای فقهی بانکی مرکزی استفاده از «توافق باز خرید منطبق با شریعت» در بازار بین بانکی را با لحاظ شرایط زیر مجاز دانست:

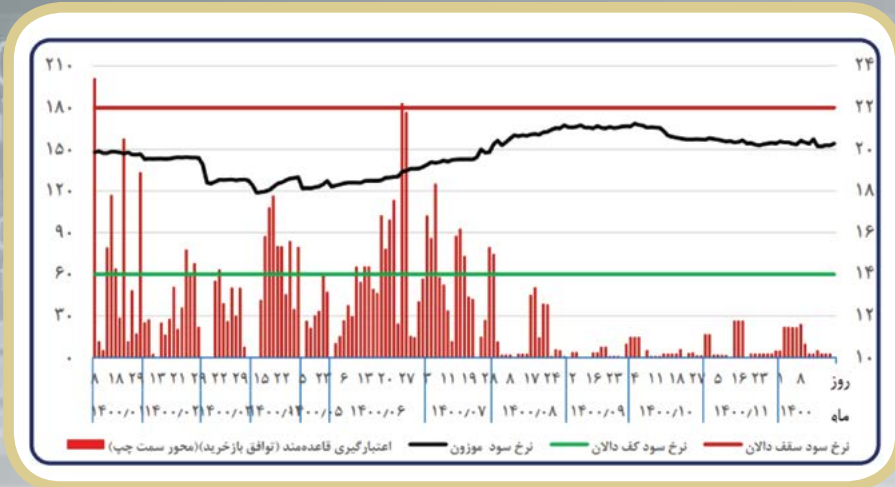
- ۱- قرارداد توافق باز خرید در بازار بین بانکی، مبتنی بر عقد بیع منعقد شود و آثار عقد بیع در رابطه با آن اجرا گردد.
 - ۲- شرط باز خرید وجود نداشته باشد و فرایند بر مبنای دو اختیار خرید و فروش میان طرفین (بانک مرکزی و بانکها) برقرار گردد.
 - ۳- موضوع قرارداد، شامل انواع اسناد خزانه اسلامی، اوراق مشارکت، صکوک اجاره و سایر اوراق و ارز (به تشخیص بانک مرکزی) باشد.
 - ۴- به منظور پوشش ریسک اعتباری مستتر در فرایند استفاده از ابزار توافق باز خرید، تعیین و میزان وجه تضمین توسط بانک مرکزی بلامانع است.
 - ۵- توافق باز خرید بین بانک مرکزی با بانکهای دولتی و غیردولتی و بانکها با یکدیگر بلا اشکال است. با عنایت به اینکه در بانکهای دولتی عملیات بازار باز عمدتاً با استفاده از منابع وکالتی (سپردههای سرمایه گذاری) انجام می پذیرد، انجام آن بین بانکهای دولتی و یا بین بانکهای دولتی و بانک مرکزی فاقد اشکال است (مصوبه شورای فقهی بانک مرکزی، جلسه شماره ۱۸).
- نمودار زیر مربوط به عملیات بازار باز است. در عملیات بازار باز، بانک مرکزی به صورت مقطعی اوراق بهادار دولتی را خرید و فروش می کند. شیوه ای که معمولاً برای این کار در نظام فدرال رزرو استفاده می شود قراردادهای «توافق باز خرید» است. در این شیوه بانک مرکزی جهت افزایش ذخایر در بازار بین بانکی، اوراق بهادار را به صورت نقدی می خرد و در معامله با فروشنده اوراق شرط می کند که پس از مدت زمانی مشخص همان اوراق را از بانک مرکزی به قیمت مورد توافق بخرد در زمانی که هدف کاهش عرضه ذخایر باشد نیز بانک مرکزی اوراق را با تعهد به خرید آنها در آینده می فروشد (کوبهام^۱، ۲۰۱۲) همان طور که در نمودار ۱ مشخص است، بانک مرکزی در سال ۱۴۰۰ عمدتاً از قرارداد ریپو در راستای تزریق نقدینگی در بازار بین بانکی استفاده کرده است.



نمودار ۱: حجم عملیات بازار باز در سال ۱۴۰۰ (سایت بانک مرکزی)

همچنین بانک مرکزی در راستای اجرای اعتبارگیری قاعده مند از قرارداد ریپو استفاده می کند. اعتبارگیری قاعده مند در واقع عرضه تسهیلات بانک مرکزی به بانکها است که در سقف کریدور نرخ سود شکل می گیرد (وایتسل^۲، ۲۰۰۶). به عبارت دیگر بانکها در اعتبارگیری قاعده مند یک دارایی را به بانک مرکزی فروخته و در ازای آن وجه نقد به دست می آورند. سپس با قیمتی معادل سقف کریدور نرخ سود بایستی آن دارایی را از بانک مرکزی باز خرید نمایند.

1. Cobham
2. White Sell



نمودار ۲: حجم اعتبارگیری بانک‌ها و مؤسسات اعتباری غیربانکی در سال ۱۴۰۰ (سایت بانک مرکزی)

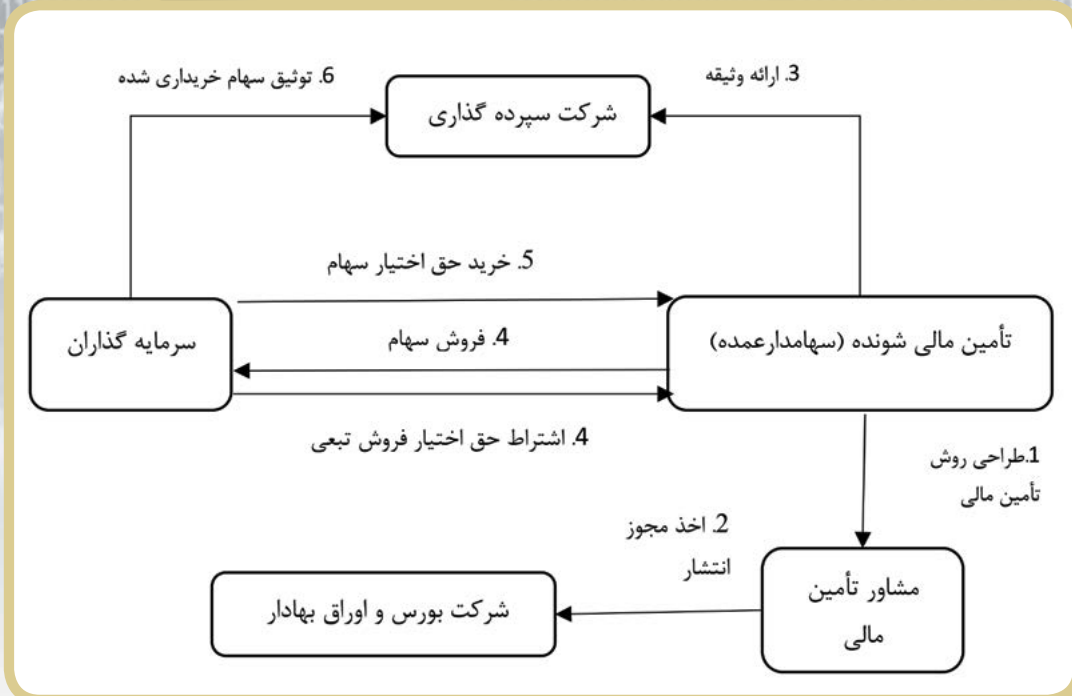
۲. استفاده از ساختار ریپو در بازار سرمایه

در بازار سرمایه، یکی از روش‌های تأمین مالی شرکت‌ها، استفاده از قرارداد ریپو است که بین شرکت متقاضی و نهادهای مالی (شرکت تأمین سرمایه، شرکت سرمایه‌گذاری و...) منعقد می‌شود. در بازار سرمایه علاوه بر اوراق با درآمد ثابت و دولتی، سهام شرکت‌ها به عنوان دارایی ریپو مورد معامله قرار می‌گیرند.

تأمین مالی شونده با فروش سهام خود اقدام به تأمین مالی می‌کند، اما با این کار ممکن است جایگاه مدیریتی خود را از دست بدهد. از طرف دیگر، خریدار ممکن است به دلیل احتمال کاهش قیمت، حاضر به خرید سهام نباشد. سهامدار عمده می‌تواند جهت اطمینان خاطر سرمایه‌گذار هم‌زمان با فروش سهام، حق اختیار فروش تبعی سهام را به قیمت مشخص به وی واگذار کند. هم‌چنین سهامدار عمده به جهت اطمینان از حفظ جایگاه مدیریتی خود در شرکت می‌تواند اختیار خرید سهام مذکور را از سرمایه‌گذار خریداری نماید. این سازوکار در شکل شماره ۱ نمایش داده شده است.

شکل ۳: فرآیند تأمین مالی با دو اختیار خرید (مصوبه کمیته فقهی، جلسات شماره ۱۴۰ و ۱۴۱)





لازم به ذکر است که در این مدل کلیه حقوق سهام به خریدار تعلق می‌گیرد و در صورتی که تمایل داشته باشد می‌تواند حق رأی در مجمع را به سهامدار عمده واگذار نماید.

کمیته فقهی سازمان بورس و اوراق بهادار^۱ استفاده از مدل تأمین مالی فوق را در صورتی صحیح دانسته است که فاصله قیمتی میان اختیارهای خرید و فروش به حدی باشد که احتمال وقوع قیمت سهام در آن فاصله از دید کارشناسان قابل اعتنا باشد و یا فاصله زمانی نیز میان دو اختیار به نحوی باشد که از دید کارشناسان احتمال عدم اعمال اختیار قابل اعتنا باشد. مطابق مصوبه کمیته فقهی در جلسات شماره ۱۸۲ و ۱۸۶، این نوع تأمین مالی اختصاصی به سهام نداشته و انواع ابزارهای مالی می‌توانند در این سازوکار مورد استفاده قرار گیرند. این سازوکار مطابق مصوبه شورای فقهی بانک مرکزی در خصوص ریپو است.



تبیین فقهی ریپو

برخی از دیدگاه‌های مالی و حسابداری، قرارداد ریپو را به عنوان قرض با وثیقه اوراق بهادار تلقی کرده‌اند. در این صورت، این معامله به دلیل مبتنی بودن بر قرض ربوی، معامله‌ای حرام و باطل خواهد بود. تحقق ربای قرضی به این است که در قرض به نفع وام‌دهنده شرط زیاده بر مقدار وام شود؛ خواه در ضمن قرارداد قرض، تصریح به شرط زیاده شده باشد و یا بدون ذکر در قرارداد، طرفین توافق ضمنی بر پرداخت زیاده در قرض داشته باشند. در تحقق ربای قرضی فرق نمی‌کند مال قرض داده شده پیمان‌های باشد یا وزنی یا غیر آن؛ بنابراین با توجه به مقدار زیاده‌ای که در قرارداد ریپوی متعارف شرط می‌گردد، در صورتی که قالب قراردادی آن قرض باشد، ربای قرضی تحقق خواهد یافت. این در حالی است که ریپو، قرارداد فروش اوراق بهادار همراه با شرط باز خرید اوراق به وسیله فروشنده است. به عبارت دیگر قرارداد ریپو از منظر فقهی و حقوقی، ابزاری مبتنی بر قرارداد بیع (خرید و فروش) است؛ بنابراین، علاوه بر این که باید ضوابط و احکام حاکم بر قرارداد بیع در آن اجرا شود، باید قوانین، مقررات، آیین‌نامه‌ها و دستورالعمل‌های حقوقی و حسابداری قراردادهای ریپو نیز بر پایه قرارداد بیع (خرید و فروش) اوراق بهادار تنظیم گردد.



عقد بیع

معنای لغوی بیع، مبادله مال در برابر مال است. در اصطلاح فقهی نیز بیع را به تملیک مال به عوض معین یا انتقال ملکیت عین از شخصی به دیگری در برابر عوض معین تعریف می‌نمایند. قانون مدنی در ماده ۳۳۸ بیع را به «تملیک عین به عوض معلوم» شناخته است.

بیع به اعتبار عقد بودن، سه رکن دارد: ۱- صیغه عقد (ایجاب و قبول)، ۲- دو طرف عقد (متعاقدین)، ۳- عوض؛ اعم از مال مورد معامله (مبیع) و بهای آن (ثمن). در هر یک از این ارکان، شرایط و خصوصیات وجود دارد که تحقق آن‌ها شرط صحت عقد بیع است.

با توجه به ماهیت قرارداد ریپو و شرط باز خرید اوراق، یکی از مباحثی که در عقد بیع باید مورد بررسی قرار بگیرد، شرط ضمن عقد بیع است.

چیزی می‌تواند در عقد بیع شرط قرار گیرد که قدرت بر وفای آن وجود داشته و از غرض صحیح عقلایی برخوردار باشد و نیز مخالف با کتاب و سنت و منافای با مقتضای ماهیت عقد نباشد؛ خواه به صراحت در ضمن عقد ذکر شود یا به طور ضمنی؛ مانند آنکه قرینه عرفی دال بر آن باشد. در عقد بیع اگر شرط صحیح ذکر شود وفای به آن واجب است (خوئی، ۱۴۱۰ق، ج ۲، ص ۴۲-۴۱)؛ ولی اگر شرط فاسد ذکر شود در اینکه موجب بطلان عقد نیز خواهد شد یا نه، اختلاف است (نجفی، ۱۴۰۴ق، ج ۲۳، ص ۲۱۶-۲۱۰).



شرط بازخريد در ريبو



در نتیجه در سررسید اختیاری به انتخاب ندارند. این فرآیند، مشابه بیع العینة مشروط است که طبق روایات مصداق حیلہ ربا و حرام است.

لفظ «عینة» از عین به معنای مال موجود گرفته شده است (مکارم شیرازی، ۱۴۲۵ ق: ۳۳۶). بیع العینة تعاریف مختلف دارد، اما تعریفی که به روایات بیع العینة نیز نزدیک است عبارت است از این که، کسی کالایی را به صورت نسیه بخرد، سپس آن را به قیمتی کمتر به نقد بفروشد و به این وسیله به پول نقد برسد (ابن ادریس، ۱۴۱۰ ق، ج ۲: ۲۰۵).

این نوع معامله برای فرار از ربا در قرض ربوی یا وصول طلب از بدهکار به دو صورت انجام می‌گیرد:

۱. شخص نیازمند به نقدینگی برای فرار از ربا با صاحب مال معامله‌ای به این صورت انجام می‌دهد: از او به صورت نسیه کالایی گران‌تر از قیمت تقدیمی خرد؛ سپس در همان جلسه آن را به قیمتی کمتر به صورت نقد به فروشنده می‌فروشد.
۲. طلبکار برای وصول طلب خود از فردی که توان پرداخت

ریبواز مصادیق قرارداد بیع است و صاحب اوراق بهادار، اوراق خود را که همان عین یا مبیع است در برابر عوض معلوم که وجه نقد است در معامله اول به طرف مقابل تملیک می‌نماید. ضمن این بیع، طرفین توافق کرده و متعهد می‌شوند که فروشنده اوراق بهادار، همان اوراق بهادار یا شبیه آن اوراق بهادار را به قیمت مشخص و در تاریخ مشخص از خریدار بازخريد کند؛ بنابراین بیع اول بیع نقدی و دومی تعهد و توافق به بیع در آینده است؛ زیرا بیع دوم در سررسید ریبو صورت می‌پذیرد.

اگرچه این توافق نامه در قالب قرارداد قرض تحلیل نمی‌گردد، اما شبیه بیع العینة و بیع الخیار باطل در آن وجود دارد که باید ضمن بررسی آن، فرآیند این توافق نامه را به شیوه‌ای طراحی نمود که این اشکالات در آن وجود نداشته باشد.

شبهه بیع العینة در ریبو

در ریبو طرفین قرارداد متعهد می‌شوند همان اوراق بهادار یا مشابه آن‌ها را در سررسید، دوباره معامله (بازخريد) کنند؛



بدهی خویش را ندارد کالایی معین را نسبی به او می‌فروشد؛ سپس همان کالا را به بهایی کمتر نقد از او می‌خرد تا بدهکار بتواند با پول دریافتی از طلبکار طلب پیشین او را بپردازد. روایات زیادی در باب بیع العینة نقل گردیده که به مهم‌ترین آن‌ها در ذیل اشاره می‌گردد:

۱- «بشار بن یسار نقل می‌کند: از امام صادق علیه‌السلام سؤال کردم در مورد فردی که کالای خود را به صورت نسبی به دیگری می‌فروشد سپس همان کالا را از همان فرد خریداری می‌کند؟ امام فرمود: بلی، اشکالی ندارد، گفتم: کالای خودم را خریداری می‌کنم؟! فرمود: (بعد از فروش نسبی) کالای تو نیست، گاو تو، گوسفند تو نیست» (عاملی، ۱۴۰۹، ج ۱، ۴۰: ۳).

۲- علی بن جعفر علیه‌السلام می‌گوید: از برادرم، موسی کاظم علیه‌السلام پرسیدم: مردی پیراهنی را به ده درهم به کسی می‌فروشد، سپس همان را به پنج درهم می‌خرد، آیا صحیح است؟ امام علیه‌السلام پاسخ داد: اگر (معامله دوم در معامله اول) شرط نشده باشد و دو طرف راضی باشند اشکالی ندارد» (عاملی، ۱۴۰۹، ج ۸: ۴۰: ۶).

روایات دیگری چون روایت حسین بن المنذر از امام صادق علیه‌السلام و روایت منصور بن حازم از امام صادق علیه‌السلام وجود دارد که همگی یا مانند روایت اول دلالت بر صحت بیع العینة به صورت مطلق می‌کنند و یا مانند روایت دوم

دلالت بر صحت آن به صورت مشروط دارند، یعنی به شرط این که معامله دوم در معامله اول شرط نشود. به خاطر همین روایات، فقهای شیعه بالاتفاق بیع العینة را در صورتی که معامله دوم در معامله اول شرط نشود، جایز می‌دانند (طباطبایی، ۱۴۱۸، ج ۵: ۱۳۴) و نسبت به انجام معامله دوم، الزامی بر

دو طرف وجود ندارد و اگر مشروط گردد، به گونه‌ای که خریدار ملزم به فروختن و فروشنده ملزم به خریدن باشد معامله صحیح نیست (نجفی، ۱۴۰۴، هـ، ج ۲۳: ۱۱۰).

با توجه به روایات بیع العینة، به نظر می‌رسد باید آن را منحصر در عین معین^۱ دانسته و سؤال‌هایی را که از معصومین علیهم‌السلام صورت گرفته، در مورد کالای مشخص تلقی نمود. این تفکیک بین مبیع معین و کلی، از این جهت

نیز قابل قبول است که در مواردی که دو طرف قصد دارند از خرید نقد و نسبی به عنوان پوشش ربا استفاده کنند، عین مشخص را مبنا قرار می‌دهند. در این صورت معامله جنبه صرفاً صوری^۲ دارد. دارایی در ملک مالک بوده، برای یک لحظه از ملک او خارج شده و دوباره به ملکیت وی در می‌آید. نتیجه معامله همان نتیجه فرض ربوی خواهد بود. اما در مواردی که دو بیع به صورت کلی، آن هم در حال و آینده انجام می‌شود، استفاده از آن به عنوان پوشش ربا بعید است. در این فرض اگر قصد شخص از انجام دو معامله تأمین مالی باشد، باید دو معامله را به صورت واقعی انجام دهد. در این صورت، شخص برای عمل به مفاد معامله دوم، معمولاً ناچار است مورد معامله را از بازار واقعی تهیه کرده و تحویل دهد.

فقها برای بطلان بیع العینة به دلایلی، مانند عدم تحقق قصد جدی معامله، حیلۀ ربا^۳، لزوم دور^۴ و وجود نص صریح^۵ استناد کرده‌اند.

اگرچه برخی از این استنادها محل تردید است (جوهری، ۱۴۰۸، ق، ص ۲۴۱-۲۴۷) ولی مشهور فقهای گذشته و معاصر (معاونت آموزش قوه قضائیه، ۱۳۸۴، ج ۴، ص ۲۳۰) به استناد به برخی از این دلایل به بطلان چنین معامله‌ای فتوا داده‌اند. هر چند در ربیو شباهت‌هایی با بیع العینة وجود دارد، اما به

ربیو از مصادیق قرارداد بیع است و صاحب اوراق بهادار، اوراق خود را که همان عین یا مبیع است در برابر عوض معلوم که وجه نقد است در معامله اول به طرف مقابل تملیک می‌نماید. ضمن این بیع، طرفین توافق کرده و متعهد می‌شوند که فروشنده اوراق بهادار، همان اوراق بهادار یا شبیه آن اوراق بهادار را به قیمت مشخص و در تاریخ مشخص از خریدار باز خرید کند؛ بنابراین بیع اول بیع نقدی و دومی تعهد و توافق به بیع در آینده است؛ زیرا بیع دوم در سر رسید ربیو صورت می‌پذیرد.

۱. عین معین، مالی است که در عالم واقع مشخص و معین باشد؛ در واقع حدود و اندازه آن مشخص است و بتوان به آن اشاره کرد. مثلاً شخص الف یک کیلو پرتقال از شخص ب خریداری می‌کند. پرتقال در اینجا عین معین است. در مقابل عین معین، مال کلی قرار دارد. مال کلی به دو دسته کلی فی المعین و کلی فی الذمه تقسیم می‌شود. عین کلی فی الذمه، مالی است که در عالم واقع شامل بر افراد زیادی هست و همچنین مقدار و جنس و وصف آن نیز تعیین شده باشد؛ مانند پیش خرید مقدار مشخصی پرتقال از باغدار. هرگاه شخصی مالک مقدار معین از مالی که همه اجزای آن با هم مساوی و برابر هستند باشد، آن مال را کلی در معین می‌گویند؛ مثلاً فردی یک کیلو از میوه‌های یک جعبه پرتقال را بخرد تا زمانی که یک کیلو را جدا نکرده باشد حقی که خریدار در آن دارد کلی در معین است.

۲. معامله صوری به این معنا است که قالب و ظاهر قرارداد برخلاف قصد جدی طرفین معامله باشد.

۳. حیلۀ، به کار بستن راه‌هایی است که گرچه ظواهر قانون در آن رعایت شده ولی چه بسا با روح قانون مخالف است. از طرف دیگر، برخی حلیه‌ها به معنی راه فرار از گناه هستند و مشروع می‌باشند. حیلۀ‌های شرعی ربا آن است که شخص برای فرار از حرمت ربا، می‌کوشد از طریق بعضی از عقود و معاملات که ظاهری شرعی دارند به هدف اصلی خود که دریافت سود است، برسد.

۴. در خرید و فروش با شرط یا تبانی دو معامله در هم شرط شده است و معامله اول مشروط به معامله دوم است و معامله دوم متوقف بر تحقق معامله اول می‌باشد.

۵. منظور متون روایایی پیامبر (ص) و ائمه معصومین (ع) است که به صراحت به این مطلب اشاره نموده و دارای سند معتبر هستند.



بیع الخیار در ریپو

بیع الخیار که نام دیگر آن بیع شرط است، به معنای فروش کالا با شرط حق فسخ برای فروشنده است. به عبارت دیگر، بیع شرط عبارت است از معامله‌ای که در آن برای فروشنده در مدتی معین در صورت باز پس دادن بهای کالا به خریدار، حق خیار، شرط می‌گردد (نجفی، ۱۴۰۴، ج ۲۳، ص ۳۸-۳۶). شرط صحت بیع الخیار یا بیع شرط آن است که دو طرف در معامله قصد جدی داشته باشند (نجفی، ۱۴۰۴، ج ۲۳، ص ۳۶).

اگر فروشنده در مدت معین، بهای کالا را برنگرداند بیع لازم و حق فسخ وی ساقط می‌شود. اگر جنس فروخته شده منفعت و حاصلی داشته باشد تا زمان فسخ برای خریدار است. در صورت تلف نیز از مال خریدار تلف شده است (نجفی، ۱۴۰۴، ج ۲۳، ص ۳۹-۳۶). در اینکه معامله به محض بازگرداندن بهای کالا باطل می‌شود یا پس از آن نیاز به فسخ دارد - مانند آنکه بعد از باز پس دادن پول بگوید معامله را فسخ کردم - اختلاف است (خمینی، ۱۳۹۲، ج ۴، ص ۳۴۲-۳۴۱). همچنین خریدار باید عین - نه مثل یا قیمت - کالای مورد معامله را به فروشنده بازگرداند؛ مگر آنکه در معامله جز آن شرط شده باشد (نجفی، ۱۴۰۴، ج ۲۳، ص ۴۰).

دلیل وجود برخی از تفاوت‌ها، نمی‌توان این قرارداد را مصداقی از بیع العینه دانست؛ از تفاوت‌هایی که بین ریپو و بیع العینه وجود دارد می‌توان به موارد زیر اشاره نمود:

۱. در بیع العینه، فروش کالای موضوع معامله و باز خرید آن در همان مجلس و یا با فاصله زمانی خیلی کوتاه انجام می‌گیرد و چنان که فروشنده، کالای موضوع معامله را باز خرید نکند خریدار، معامله اول را فسخ می‌کند در حالی که باز خرید اوراق بهادار موضوع معامله در ریپو، با فاصله زمانی یک روز تا چند ماه انجام می‌شود و اگر فروشنده به شرط خود عمل نکند معامله اول تثبیت می‌شود.

۲. در بیع العینه شرط می‌شود همان کالا به فروشنده فروخته شود؛ در حالی که در ریپو ممکن است خریدار اوراق بهادار آنها را در بازار بفروشد و در سررسید ریپو اوراق مشابه آنها را از بازار خریده و به فروشنده بفروشد.

۳. به دلیل فاصله زمانی موجود بین معامله اول و دوم در ریپو، فروشنده ریپو می‌تواند تا سررسید قرارداد، وجوه به دست آمده را در سایر سرمایه‌گذاریها بکار برد؛ در حالی که در بیع العینه به دلیل باز خرید آنی کالا، در فاصله بین دو معامله هیچگونه فعالیت اقتصادی واقعی رخ نمی‌دهد (موسویان و همکاران، ص ۱۰۲، ۱۳۹۴).



علی‌رغم شباهت بیع‌الخیار به ریپو، این دو در برخی از امور متفاوت هستند:

۱. در ریپو، قیمت بازخرید بالاتر از قیمت خرید است؛ در حالی که در قرارداد بیع‌الخیار، قیمت خرید و بازخرید با هم برابر است.

۲. در قرارداد ریپو هرگونه سود و منفعتی که طی دوره قرارداد به اوراق بهادار موضوع معامله تعلق گیرد به فروشنده ریپو برگردانده می‌شود؛ در حالی که در قرارداد بیع‌الخیار، هرگونه منفعتی متعلق به خریدار است.^۱

۳. در قرارداد بیع‌الخیار، در صورتی که فروشنده معامله دوم را انجام داده و پول را برگرداند، معامله اول فسخ می‌شود؛ در حالی که در قرارداد ریپو، فروش اول فسخ نمی‌شود؛ بلکه فروش معکوسی در سررسید انجام می‌شود.

جمع‌بندی ارتباط ریپو با بیع‌العینه و بیع‌الخیار

باتوجه به آنچه بیان شد می‌توان نتیجه گرفت قراردادهای بیع‌العینه، بیع‌الخیار و ریپو، هر کدام قراردادی مستقل از هم و با ویژگی‌های خاص خود هستند. همان‌طور که از ماهیت و کاربرد آن‌ها مشخص است، هر سه قرارداد می‌تواند در شرایط خاصی به حیلہ ربا تبدیل شوند.

تحلیل دقیق ریپو نشان داد این قرارداد نه بیع‌العینه است و نه بیع‌الخیار و از این جهت‌ها اشکالی بر این قرارداد وارد نیست؛ اما در عین حال محل لغزش به سمت حیلہ ربا در آن وجود دارد.

در صورتی که قرارداد دوم در قرارداد اول شرط شود، معامله صوری خواهد بود و شبهه بیع‌العینه بودن وجود خواهد داشت. در نتیجه، در صورتی می‌توان از ریپو در بازار استفاده نمود که فرآیند و شروط قراردادی آن شبهه ربوی بودن و حیلہ ربا نداشته باشد.

تصحیح ریپو با حق اختیار خرید و فروش

مطابق با مصوبه کمیته فقهی سازمان بورس و اوراق بهادار،

جهت تطابق این ابزار با موازین فقهی، به جای شرط بازخرید، به طرفین معامله حق اختیار خرید و فروش داده می‌شود؛ یعنی خریدار ریپو در ضمن قرارداد خرید، متعهد می‌شود در سررسید مشخص خود آن اوراق یا معادل آن‌ها را از بازار تهیه کرده و طبق قیمت توافق‌شده، به وی بفروشد. فروشنده ریپو نیز متعهد می‌شود در سررسید مشخص اوراق را از وی بخرد؛ بنابراین در مدل پیشنهادی، شرط بازخرید وجود ندارد و طرفین ملزم به خرید و فروش نیستند، بلکه شرط اختیار خرید و فروش گذاشته می‌شود و طرفین معامله

این حق را دارند تا در صورت صلاحدید، اختیار خود را اعمال نمایند.

در قراردادهای اختیار معامله در این توافق‌نامه، یک طرف متعهد و طرف دیگر دارای اختیار جهت اجرای قرارداد است. این اختیار خرید یا فروش به دارنده اش این حق را می‌دهد که اوراق مورد نظر را با قیمت معین در تاریخ مشخصی بخرد یا بفروشد و طرف مقابل را متعهد به فروش و یا خرید (موقعیت معکوس) می‌نماید. برای صوری نشدن قراردادهای اختیار معامله و یکی نشدن تعهد خریدار و فروشنده، باید بین اختیارات، فاصله زمانی و یا فاصله قیمتی قابل توجهی^۲ وجود داشته باشد.

مطابق با آنچه در مصوبه کمیته فقهی در خصوص طرح تأمین مالی مبتنی بر ترکیب قرارداد فروش سهام و دو قرارداد اختیار معامله آمده است، فاصله قیمتی اعمال حق اختیار خرید و حق اختیار فروش باید به قدری باشد که در سررسید، احتمال وقوع قیمت مورد معامله در آن فاصله از دید کارشناسان بازار قابل اعتنا باشد و یا وجود فاصله زمانی سررسید دو اختیار از دید کارشناسان به قدری باشد که احتمال عدم اعمال اختیارها بسیار کم باشد. دلیل این ملاحظه آن است که در صورت عدم وجود فاصله‌های قیمتی و زمانی مذکور، وجود حق اختیار خرید و فروش به نوعی صوری خواهد شد و به عبارت دیگر اختیارات از حالت اختیار خارج خواهد شد و اختیار معامله، تبدیل به تعهد شده و شبهه بیع‌العینه را تقویت می‌نماید.

مطابق با مصوبه کمیته

فقهی سازمان بورس و

اوراق بهادار، جهت تطابق

این ابزار با موازین فقهی،

به جای شرط بازخرید،

به طرفین معامله حق

اختیار خرید و فروش داده

می‌شود؛ یعنی خریدار

ریپو در ضمن قرارداد

خرید، متعهد می‌شود در

سررسید مشخص خود

آن اوراق یا معادل آن‌ها را

از بازار تهیه کرده و طبق

قیمت توافق‌شده، به وی

بفروشد. فروشنده ریپو نیز

متعهد می‌شود در سررسید

مشخص اوراق را از وی

بخرد.

۱. این نکته تفاوت بیع‌الخیار با ریپوی متعارف را نشان می‌دهد؛ اما به معنای آن نیست که تعلق گرفتن منافع ناشی از مال فروخته شده به فروشنده، از نظر شرعی بدون اشکال باشد.

۲. منظور این است که بر اساس منطق عقلایی- اقتصادی احتمال عدم اعمال اختیار وجود داشته باشد.



احتمال صوری شدن بیع در ساختار پیشنهادی ریپو و راهکار اصلاحی

معامله صوری به این معنا است که قالب و ظاهر قرارداد برخلاف قصد جدی طرفین معامله باشد. به عبارت دیگر، معاملاتی که حقیقت آن با ظاهر وانمود شده متفاوت باشد، صوری هستند. برای مثال، عقد هبه‌ای به ظاهر، بیع قلمداد شود و یا عقد بیعی برای فرار از پرداخت مالیات وکالت وانمود شود؛ بنابراین در تمام معاملات صوری باید به "قصد" به عنوان رکن اصلی هر عقد تمسک نمود و هر آنچه که ظاهر سازی بیش نیست و با قصد معامله سازگاری ندارد، بدون ملاحظه بی اثر تلقی شود.

از جمله معاملات صوری، می‌توان به بیع صوری اشاره نمود. بیع صوری به معامله‌ای گفته می‌شود که بر حسب ظاهر بیع است؛ ولی قصد جدی نسبت به آن از دو طرف معامله یا یکی از آن‌ها وجود ندارد و بر چنین بیعی اثری مترتب نمی‌شود. اگر یکی از طرفین پس از وقوع معامله، مدعی صوری بودن باشد، از او پذیرفته نمی‌شود مگر آن را با بینه (دلیل) ثابت کند (یزدی، ۱۴۱۵ق، ص ۱۴۹). ماده ۴۲۶ قانون تجارت نیز درباره معامله صوری چنین می‌گوید: «اگر در محکمه ثابت شود که معامله به‌طور صوری یا مسبوق به ثباتی بوده است، آن معامله خودبه‌خود باطل و عین و منافع مالی که موضوع معامله بوده مسترد و طرف معامله اگر طلبکار شود جزو غرما (طلبکاران)، حصه‌ای (سهم) خواهد برد».

بنابراین، چنانچه قیمت خرید و فروش این دو اختیار و زمان اعمال آن‌ها بسیار نزدیک به یکدیگر باشد گویی که دو قیمت و دو زمان مطرح نبوده و در این حالت قرارداد صوری خواهد بود؛ زیرا طرفین اساساً قصد تعیین دو قیمت در اختیار معامله رانداشته و فقط برای این که قرارداد آن‌ها مصداقی از بیع العینه نباشد، در ظاهر دو قیمت و دو زمان اعمال اختیار را مطرح کرده‌اند؛ ولی در واقعیت امر، این چنین نیست و قرارداد آن‌ها شبیه بیع العینه ربه‌رو خواهد بود.

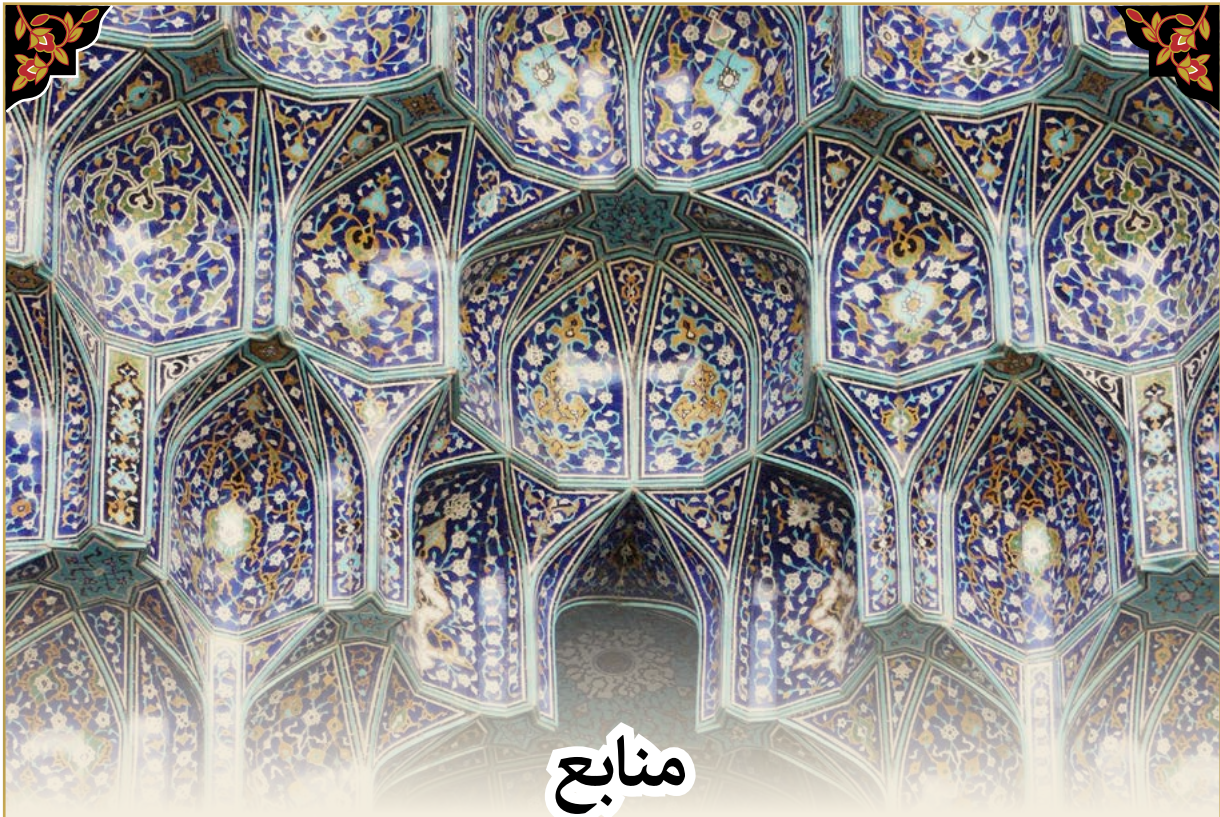
در این راستا، باید به این مسئله توجه کرد که وجود اختلاف در قیمت اعمال دو اختیار معامله یا زمان اعمال آن‌ها چگونه معامله را از فضای بیع العینه دور می‌کند؟ در پاسخ به این سؤال، از دو بُعد موضوع بررسی می‌شود؛ نخست این که، تفاوت در قیمت اعمال چگونه مؤثر است؟ در صورتی که بین دو قیمت اعمال اختیارات تفاوت معناداری وجود داشته باشد، احتمال این که در مقطع سررسید، قیمت بازاری دارایی، بین دو قیمت اعمال اختیارات قرار داشته باشد، بیشتر می‌شود و متعاقب آن

احتمال عدم اعمال اختیارها در سررسید بیشتر می‌شود؛ در نتیجه ممکن است معامله دوم محقق نشود و در نتیجه تعهدی به خرید برای فروشنده ایجاد نشود و در نتیجه اصلاً در فضای بیع العینه قرار نگیرد.

بحث دوم این است که تفاوت زمان‌ها چگونه معامله را از فضای بیع العینه دور می‌کند؟ در صورتی که بین زمان اعمال دو اختیار معامله فاصله معناداری وجود داشته باشد، احتمال اینکه قیمت دارایی در این فاصله زمانی نرخی متفاوت از قیمت اعمال پیدا کند، نیز وجود خواهد داشت؛ در نتیجه هیچ کدام از قراردادهای اختیار معامله اعمال نمی‌شوند. از این رو، معامله دوم نیز رخ نمی‌دهد. این موضوع، باعث می‌شود مجموعه آنچه طراحی و ساختار بندی شده است، از فضای بیع العینه دور شود. از نظر نباید دور داشت که در حالتی که در فاصله زمانی مذکور (فاصله زمانی میان سررسید دو اختیار)، شرایط تسویه فیزیکی دارایی محقق شود و خریدار، دارایی موضوع قرارداد را تحویل بگیرد، به تبع آن، باید حق اختیار خرید اسقاط گردد.

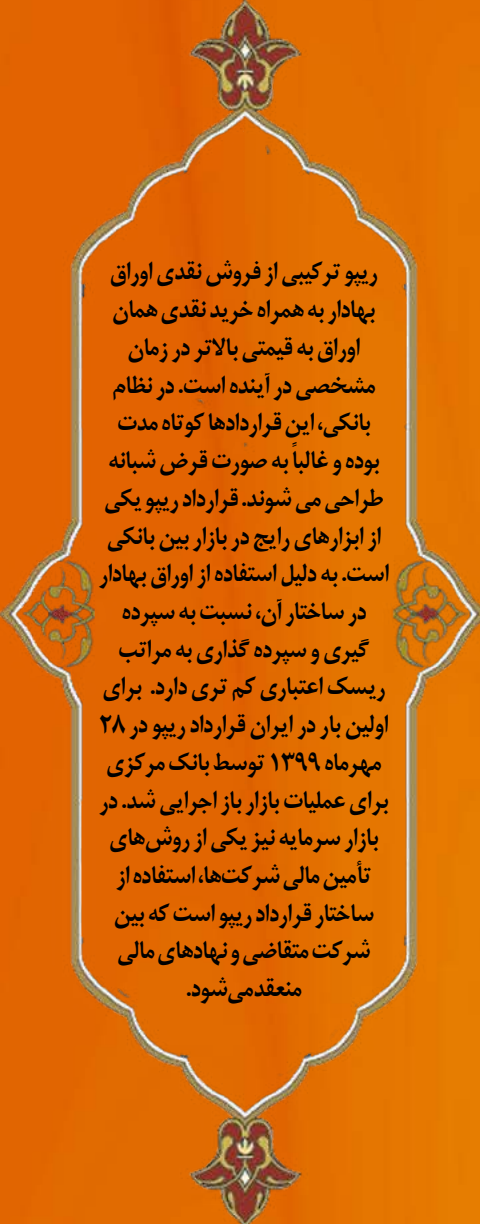
شبهه وحدت مالکیت در ریپو بانک‌های دولتی

همان‌طور که در مصوبه مورخ ۱۳۹۸/۰۹/۱۳ کمیته فقهی بانک مرکزی بیان شده است، با توجه به این که بانک‌های دولتی عملیات بازار باز خود را غالباً با استفاده از منابع وکالتی (سپرده‌های سرمایه‌گذاری) انجام می‌دهند، شبهه وحدت مالکیت در منابع مالی بین بانک مرکزی و بانک‌های دولتی رخ نمی‌دهد. توضیح بیشتر این که چنانچه بانک‌های دولتی در عملیات بازار باز خود از منابع مالی غیر از سپرده‌های سرمایه‌گذاری استفاده نمایند و مثلاً ریپو را با منابع غیر وکالتی اجرا نمایند، به دلیل وحدت مالکیت بین بانک مرکزی و بانک‌های دولتی در منابع مالی خود، این فرآیندهای قراردادی صوری بوده و اشکال فقهی خواهند داشت.



منابع

- ابن ادريس، محمد بن منصور بن احمد، السرائر، دفتر انتشارات اسلامی وابسته به جامعه مدرسین حوزه علمیه قم، قم، ۱۴۱۰ ق، جواهری، حسن محمدتقی الربا فقهيا و اقتصاديا، بيروت: دارالمرتنضى ۱۴۰۸ ق.
- حر عاملی، محمد بن حسن، تفصیل وسائل الشیعة إلى تحصیل مسائل الشریعة، قم: مؤسسه آل البيت عليهم السلام، چاپ اول، ۱۴۰۹ ق، ج ۱۸.
- خمینی، روح الله، کتاب البیع (امام)، تهران - ایران، مؤسسه تنظیم و نشر آثار الإمام الخمينی (قدس سره)، ۱۳۹۲ ش، ج ۴.
- خوئی، سید ابوالقاسم، منهاج الصالحین (خویی)، قم - ایران، مدینه العلم، آیت الله العظمی الخوئی، ۱۴۱۰ ق، ج ۲.
- سلمانی، کامران؛ محمدی، مهران، بررسی تطبیقی توافق نامه ی باز خرید اوراق بهادار (ریپو) و امکان سنجی راه اندازی آن در بورس اوراق بهادار تهران، بخش تحقیق و توسعه شرکت بورس اوراق بهادار تهران، ۱۳۹۵.
- طباطبائی، سید علی بن محمد، ریاض المسائل فی تحقیق الاحکام بالدلیل، مؤسسه آل البيت عليهم السلام، قم، چاپ اول، ۱۴۱۸ ق.
- معاونت آموزش قوه قضائیه، مجموعه نظرات مشورتی فقهی در امور حقوقی، قم: نشر فضا، ۱۳۸۴ ش.
- مکارم شیرازی، ناصر، انوار الفقاهة، انتشارات مدرسة الامام علی بن ابی طالب علیه السلام، قم، ۱۴۲۵ ق.
- موسویان، سید عباس؛ کاتوزیان، محمدرضا؛ طالبی، محمد و حاجیان، محمدرضا. توافق نامه باز خرید (ریپو) در بازار بین بانکی اسلامی، اقتصاد اسلامی، ۱۳۹۴.
- نجفی، محمد حسن، جواهر الکلام فی شرح شرایع الاسلام، بیروت: دار احیاء التراث العربی، ۱۴۰۴ ق، ج ۲۳.
- یزدی، سید محمد کاظم طباطبائی، سؤال و جواب، مرکز نشر العلوم الإسلامی، تهران - ایران، اول، ۱۴۱۵ ق.
- Bodie Z. Kane A. & Marcus A. J., Investments (Twelfth). McGraw-Hill Education, 2021.
- Choudhry, moorad; the global repo markets; wiley, 2010.
- Felming, Michael; "the repurchase agreement refined: GCF Repo"; Federal reserve bank of New York, vol9, no6, june 2003.
- Laine, Antti; Repos and Repo Markets; Department of Mathematics and Physics, December 19, 2005.
- Saunders A. & Cornett M. M., Financial markets and institutions (Seventh). McGraw-Hill Education, 2019.



ریپو ترکیبی از فروش نقدی اوراق
بهادار به همراه خرید نقدی همان
اوراق به قیمتی بالاتر در زمان
مشخصی در آینده است. در نظام
بانکی، این قراردادها کوتاه مدت
بوده و غالباً به صورت قرض شبانه
طراحی می شوند. قرارداد ریپو یکی
از ابزارهای رایج در بازار بین بانکی
است. به دلیل استفاده از اوراق بهادار
در ساختار آن، نسبت به سپرده
گیری و سپرده گذاری به مراتب
ریسک اعتباری کم تری دارد. برای
اولین بار در ایران قرارداد ریپو در ۲۸
مهرماه ۱۳۹۹ توسط بانک مرکزی
برای عملیات بازار باز اجرایی شد. در
بازار سرمایه نیز یکی از روش های
تأمین مالی شرکت ها، استفاده از
ساختار قرارداد ریپو است که بین
شرکت متقاضی و نهادهای مالی
منعقد می شود.



سید امیرحسین اعتصامی
رئیس گروه مالی اسلامی
مرکز پژوهش، توسعه و مطالعات اسلامی
شماره تماس: ۰۲۱-۸۴۰۸۳۱۵۸
Etesami.ah@seo.ir



سازمان بورس و اوراق بهادار
مرکز پژوهش، توسعه و مطالعات اسلامی
گروه بازارها و ابزارهای مالی
نشانی: تهران / میدان ونک / خیابان ملاصدرا / سازمان بورس و
اوراق بهادار / ساختمان شماره ۲ / پلاک ۲۲ / طبقه اول
تلفن: ۰۲۱-۸۴۰۸۳۱۶۳ - www.rdis.ir