بررسی امکان استفاده از سوآپ بازده کل جهت مدیریت ریسک اعتباری در بانکداری اسلامی

تاریخ دریافت: ۱۳۸۹/٤/۲۷ تاریخ تأیید: ۱۳۸۹/۷/۱

سیدعباس موسویان*

سیدمحمدمهدی موسوی‌بیوکی**

چکیده

بانک در جایگاه مهم‌ترین نهاد پولی کشور با ریسک‌های گوناگونی روبه‌رو است، و ریسک اعتباری از مهم‌ترین و پرهزینه‌ترین ریسک‌های نظام بانکی است. در بانکداری اسلامی نیز به علت استفاده از عقدهای مبادله‌ای و مشارکتی برای اعطای تسهیلات و حضور بانک در سرمایه‌گذاری‌های مستقیم، خطر نکول تمام یا بخشی از جریان‌های نقدی و تسهیلات اعطایی بانک از سوی مشتریان وجود دارد.

سوآپ بازده کل، در جایگاه یکی از انواع مشتقات اعتباری، نقش مهمی در مدیریت و انتقال ریسک اعتباری بانکداری سنتی ایفا می‌کند. مقاله پیش‌رو ضمن معرفی این ابزار مالی، با رویکردی فقهی به دنبال بررسی امکان استفاده از این مشتقه اعتباری در بانکداری اسلامی بوده و امکان انطباق آن با عقدهای رایج اسلامی را مورد بررسی قرار داده است.

در بررسی فرضیه تحقیق پیش رو، امکان انطباق مشتقه پیش‌گفته با قرارداد «بیع دین به ثمن موجل، بیع کالی به کالی و صلح دین به دین» مورد بررسی قرار گرفته است اما به لحاظ مخالفت مشهور فقیهان شیعه و عدم رعایت برخی شرایط عمومی قراردادها، استفاده از این ابزار مالی با ساختار رایج آن، مورد تأیید قرار نمی‌گیرد اما ساختار اصلاح‌شده آن نه‌تنها مانع شرعی ندارد بلکه در مقایسه با ساختار رایج مزیت قابل توجه‌ای دارد.

واژگان کلیدی: *بانکداری اسلامی، ریسک اعتباری، مشتقات اعتباری، سوآپ بازده کل.*

طبقه‌بندی JEL: E44, G24, E32.

*. دانشیار پژوهشگاه فرهنگ و اندیشه اسلامی. Email: samosavian@yahoo.com.

**. دانشجوی دکترای فاینانس دانشگاه اسکس انگلستان. Email: smmmou@essex.ac.uk.

Archive of SID

www.SID.ir

مقدمه

ریسک اعتباری را تغییر در ارزش به واسطه تغییرهای غیرمنتظره در کیفیت اعتباری تعریف کرده‌اند (Duffie, 2003: 3). در تعریف دیگر، ریسک اعتباری به خطری تعبیر شده که بر اساس آن، وام‌گیرنده به پرداخت اصل و فرع وام یا بدهی خود طبق شرایط مندرج در قرارداد قادر نباشد. به عبارت دیگر مطابق این ریسک، بازپرداخت‌ها یا با تأخیر انجام‌شده یا اصلاً وصول نمی‌شوند. این امر باعث پدید آمدن مشکل‌هایی در گردش وجوه نقد بانک می‌شود (پارکر، ۱۹۹۵). اثر ریسک اعتباری از راه محاسبه هزینه جایگزینی جریان‌های نقدی در صورت وقوع نکول طرف مقابل اندازه‌گیری می‌شود (Jorion, 2003: 393).

در گزارش ارائه شده به‌وسیله بانک تسویه بین‌المللی (BIS: Bank of International Settlement) در سال ۱۹۹۶، ریسک اعتباری به‌صورت خطر عدم تسویه یک تعهد در تاریخ سررسید یا هر زمان بعد از آن تعریف شده است.

بانکداری اسلامی نیز مانند بانکداری سنتی به‌علت استفاده از روش‌ها و ابزارهای خاص تأمین مالی و تخصیص منابع با ریسک اعتباری مشتری روبه‌رو است. به عبارتی ریسک اعتباری جزء لاینفک فعالیت‌های بانکداری است، چه بانکداری سنتی که در قالب قراردادهای وام با بهره فعالیت می‌کند و چه بانکداری اسلامی که فعالیت‌های آن در قالب عقدهای مبادله‌ای و مشارکتی است (ابوالحسنی و حسنی‌مقدم، ۱۳۸۸: ۱۵۱).

در بانکداری اسلامی نیز مانند بانکداری سنتی، کوشش‌ها در جهت پدیدساختن استراتژی، رویه‌ها و سیاست‌گذاری‌های متناسب جهت شناسایی، اندازه‌گیری و کنترل ریسک اعتباری بوده است (Khan & Ahmed, 2001: 32). ذخیره زیان وام، ضمانت، وثیقه و راهکارهای دیگر بازدارنده از جمله اندازه‌گیری رتبه اعتباری مشتریان، مهم‌ترین روش‌های مورد استفاده بانک‌های سنتی هستند (Ross, 2002: 808) که در بانکداری اسلامی نیز مورد استفاده قرار گرفته‌اند.

در این میان مشتقات اعتباری از ابزارهای نوین مالی هستند که فقط دو دهه از پیدایش و استفاده آنها در بانکداری سنتی می‌گذرد. سوآپ نکول اعتباری، سوآپ بازده کل، سوآپ مابه‌التفاوت اعتباری سه نوع بسیار متداول از مشتقات اعتباری هستند. و از این میان سوآپ بازده کل مهم‌ترین و پرمعامله‌ترین مشتقات اعتباری است. ضرورت توجه به این ابزار مالی

Archive of SID
www.SID.ir

از آنجا است که وجود ابزارهای نوین به متنوع‌سازی روش‌های مدیریت ریسک اعتباری در بانکداری اسلامی کمک می‌کند.

تحقیق پیش‌رو به دنبال پاسخ‌گویی به این پرسش است که آیا امکان استفاده از سوآپ بازده کل در بانکداری اسلامی (مدل ایران) با توجه به مبانی فقهی اسلامی وجود دارد؟ جهت پاسخ‌گویی به این پرسش، در ابتدای امر به بررسی ارکان، عملکرد و تعریف این مشتقه می‌پردازیم. در مرحله بعد با بررسی ماهیت حقوقی قرارداد، امکان تطبیق مشتقه اعتباری پیش‌گفته با یکی از قراردادهای مورد تأیید فقه شیعی یا به‌صورت عقد جدید مورد بررسی قرار داده و سرانجام فرضیهٔ صحت استفاده از مشتقه پیش‌گفته بر اساس موازین شریعت و فقه امامیه را مورد واکاوی قرار می‌دهیم.

ادبیات تحقیق

پژوهشگران حوزه مالی و بانکداری اسلامی، در مطالعه‌های متعددی به موضوع ریسک در بانکداری اسلامی پرداخته‌اند. **حبیب احمد** و **طریق‌الله خان** (۲۰۰۱)، **ساندرارا جان** و **اریکو** (۱۳۸۱) و **ابوالحسنی** و **حسنی‌مقدم** (۱۳۸۸)، بحث ریسک در بانکداری اسلامی را از نقطه‌نظر معرفی انواع و سرچشمه ریسک‌های موجود مورد بررسی قرار داده‌اند. همچنین **مهدوی‌نجم‌آبادی** (۱۳۸۱)، **عقیلی‌کرمانی** (۱۳۸۱) و **اکبریان** و **دیانتی** (۱۳۸۵) در آثار خود انواع ریسک‌های موجود در بانکداری اسلامی و سنتی را مورد مقایسه قرار داده و به ارائه راهکارهایی جهت مدیریت ریسک در نظام بانکداری اسلامی پرداخته‌اند.

از میان پژوهش‌های انجام‌شده در موضوع ریسک در بانکداری اسلامی، نگاه خاص به موضوع ریسک اعتباری کمتر دیده می‌شود. از این میان، **عقیلی‌کرمانی** (۱۳۸۱) در مقاله «مدیریت ریسک در بانکداری سنتی در مقایسه با بانکداری بدون ربا»، ضمن اشاره به چهار نوع ریسک اعتباری، بازار، عملیاتی و نقدینگی در بانکداری اسلامی، این نتیجه را مطرح کرده که بین بانکداری سنتی و بدون ربا فقط ریسک اعتباری متفاوت است. وی انتخاب راهکار منحصر به فرد برای ریسک اعتباری در بانکداری اسلامی را لازم دانسته و برای این مسئله دو پیشنهاد ارایه می‌کند. نخست، حرکت به سمت بانکداری سنتی و اعطای تسهیلات به‌صورت استقراض و دوم، عمل‌کردن به‌صورت شرکت‌های سرمایه‌گذاری. وی به‌علت عدم

Archive of SID
www.SID.ir

امکان تشکیل یک سبد دارایی کارا، حرکت به سمت بانکداری سنتی را ترجیح می‌دهد.

مهدوی‌نجم‌آبادی (۱۳۸۱) نیز در مقاله «تفاوت‌های اساسی توزیع ریسک در دو نظام بانکداری اسلامی و سنتی»، با مقایسه ریسک‌های مالی، عملیاتی، بازار و برون‌سازمانی در بانکداری اسلامی و سنتی، شراکت در ریسک با گیرنده تسهیلات از راه گرفتن وثیقه به وسیله بانک و اجرای نظام وکالتی را به‌صورت راهکار کلی جهت مدیریت ریسک‌های در معرض بانکداری اسلامی و از جمله ریسک اعتباری ارائه می‌کند.

ابوالحسنی و **حسنی‌مقدم** (۱۳۸۸) در مقاله «بررسی انواع ریسک و روش‌های مدیریت آن در بانکداری بدون ربا» با بررسی ریسک‌های مرتبط با روش‌های گوناگون تخصیص منابع در بانکداری بدون ربای ایران، به ارائه روش‌ها و ابزارهای متناسب با فقه اسلامی، جهت مدیریت این ریسک‌ها و از جمله ریسک اعتباری پرداخته‌اند.

مهدوی و **موسوی** (۱۳۸۷) نیز در مقاله «ریسک اعتباری در بانکداری اسلامی و امکان استفاده از سوآپ نکول اعتباری جهت کنترل آن» امکان استفاده از این مشتقه به عنوان قرارداد بیمه، بین بانک یا مؤسسه اعتباری و شرکت بیمه را بررسی کرده‌اند.

موسویان و **موسوی** (۱۳۸۸) در مقاله «مدیریت ریسک اعتباری در بانکداری اسلامی از طریق سوآپ نکول اعتباری»، ضمن تأیید امکان تطبیق این مشتقه با قراردادهای بیمه و ضمان، مفروض‌داشتن قرارداد در قالب عقد مستحدثه جدید به‌علت داشتن ماهیت حقوقی جدید و همچنین شرایط صحت معامله‌ها را امکان‌پذیر دانسته‌اند.

بررسی فقهی استفاده از سوآپ بازده کل در جایگاه دومین مشتقه اعتباری پرمعامله، به‌صورت خلأیی در سیر مطالعاتی ابزارهای نوین در حوزه بانکداری اسلامی و مشتقات اعتباری، موضوع تحقیقی است که مقاله پیش‌رو به آن می‌پردازد.

تبیین سوآپ بازده کل (Total Return Swap)

پیش از ورود به بحث، درباره سوآپ بازده کل توجه به این نکته اهمیت دارد که در بازار مشتقات، نوعی نااطمینانی در تشخیص مشتقه اعتباری‌بودن یا نبودن ابزار مالی وجود دارد. یک تعریف از مشتقات اعتباری عبارت است از هر نوع قرارداد اعتباری که با کیفیت اعتباری دارایی پایه در ارتباط باشد. این تعریف به‌صورت تکنیکی سوآپ بازده کل را از

Archive of SID
www.SID.ir

دامنه خود خارج می‌کند. همان‌طور که در ادامه توضیح داده می‌شود، عملکرد سوآپ بازده کل به‌صورت جزئی با کیفیت اعتباری دارایی پایه ارتباط داشته و به‌صورت عمده‌ای با ریسک بازار دارایی پایه مرتبط است اما از آنجا که سوآپ بازده کل برای انتقال ریسک اعتباری هم مورد استفاده قرار می‌گیرد، در بیشتر کتاب‌ها و مقاله‌های مالی از آن در جایگاه دومین نوع مهم از مشتقات اعتباری نام برده می‌شود (Nelken, 1999: 173).

در این قسمت ضمن معرفی اجزای سوآپ بازده کل، به تعریف و تبیین کارکردهای آن پرداخته و بصورت مختصری در مورد قیمت‌گذاری آن بحث می‌شود.

اجزای اولیه سوآپ بازده کل

اجزای تشکیل‌دهنده قرارداد عبارت هستند از:

۱. دارایی پایه: که موضوع قرارداد پیش‌گفته بوده و هدف از قرارداد، انتقال ریسک اعتباری در معرض آن است. به‌طور معمول دارایی پایه، یکی از اقلام ذیل است:

۱. ورق قرضه با ریسک اعتباری (نه بدون ریسک مانند اوراق قرضه دولتی)؛
۲. وام؛
۳. پرتفوی مرجع متشکل از اوراق قرضه و وام‌ها؛
٤. شاخص مربوط به بخشی از بازار اوراق قرضه؛
۵. شاخص سهام (Anson et al, 2004: 99).

تمرکز بیشتر بحث‌های این قسمت بر روی سوآپ بازده با دارایی پایه‌ای است که یکی از سه نوع نخست لیست پیش‌گفته را تشکیل می‌دهد. شایان ذکر است وقتی که شاخص ورق قرضه‌ای با ریسک اعتباری باشد، سوآپ بازده کل به سوآپ بازده کل شاخص ورق قرضه (Total Return Bond Index Swap) یا سوآپ شاخص ورق قرضه (Bond Index Swap) موسوم خواهد بود. در این قسمت به توضیح این مطلب خواهیم پرداخت که چگونه سوآپ بازده کل شاخص به مدیران دارایی‌ها و مدیران صندوق‌های تأمینی امکان انعطاف‌پذیری بیشتر جهت مدیریت پرتفوی‌ای از اوراق قرضه را می‌دهد؛

۲. بازده کل (Total Return): بازده کل دارایی پایه شامل تمام جریان‌های نقدی ناشی از آن اعم از افزایش یا کاهش قیمت و نرخ بهره یا سود است؛

۳. فروشنده سوآپ (Swap Seller): طرف قراردادی که نرخ شناوری دریافت و بازده کل

Archive of SID
www.SID.ir

را به طرف دیگر قرارداد پرداخت می‌کند. به فروشنده سوآپ، خریدار حمایت (Protection Buyer) یا پرداخت‌کننده بازده کل (Total Return Payer) گفته می‌شود؛

٤. **خریدار سوآپ (Swap Buyer)**: طرف قراردادی که با پرداخت نرخ شناور و دریافت بازده کل موافقت می‌کند، به خریدار سوآپ، فروشنده حمایت (Protection Seller)، دریافت‌کننده بازده کل (Total Return Receiver) یا سرمایه‌گذار موسوم است.

تعریف سوآپ بازده کل و کارکرد

با عنایت به اجزای تشکیل‌دهنده قرارداد پیش‌گفته، امکان تعریف آن به‌صورت ذیل است:

سوآپ بازده کل، نوعی سوآپ است که در آن یک طرف قرارداد (فروشنده سوآپ) یک سری جریان‌های نقدی دوره‌ای با نرخ شناور را دریافت و در ازای آن بازده کل حاصل از دارایی مرجع (یا دارایی پایه) را به طرف دیگر قرارداد (خریدار سوآپ) می‌پردازد.

سوآپ بازده کل به تغییرها در ارزش بازار دارایی پایه مرتبط بوده و از راه سازوکار تسویه حساب ودیعه، پوششی در برابر ریسک اعتباری دارایی پایه پدید می‌آورد. برخلاف سوآپ نکول اعتباری، سوآپ بازده کل عنصری از ریسک بازار نیز دارد چرا که پایه‌ای از پرداخت‌ها در آن به‌صورت نرخ ثابت صورت می‌گیرد (Jorion, 2003: 96).

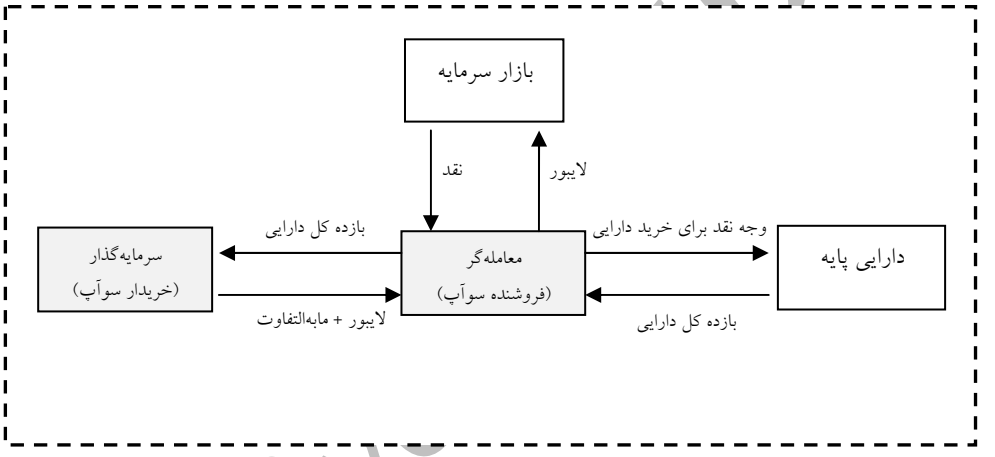
در حقیقت معامله‌گر (فروشنده سوآپ) که مالک دارایی پایه است، خطرهای اقتصادی آن را به سرمایه‌گذار (خریدار سوآپ) یا همان دریافت‌کننده بازده کل منتقل می‌کند. متعاقباً، پرداخت‌کننده بازده کل (فروشنده سوآپ) یک جریان نقدی با نرخ شناور – به‌طور معمول لایبور به اضافه مبلغ خاصی– را دریافت می‌دارد. در این حالت فروشنده سوآپ، فقط خطرهای احتمالی و نه خود دارایی پایه را به طرف مقابل منتقل کرده است. بنابراین وی باید درباره تأمین مالی دارایی پایه در نرخ هزینه نهایی وام‌گیری یا در نرخ هزینه فرصت سرمایه‌گذاری ادامه دهد اما فروشنده سوآپ بازده کل با ورود به این قرارداد و دریافت نرخ شناور که همان لایبور به اضافه مبلغ خاصی است، از بابت بازپرداخت تأمین مالی دارایی پایه که با نرخ شناور صورت‌گرفته مطمئن می‌شود.

ممکن است فروشنده سوآپ در بدو امر و پیش از ورود به سوآپ، مالک دارایی پایه نباشد. در عوض، بعد از انجام مذاکره، وی درباره خرید دارایی پایه جهت پوشش تعهدهای آن از راه پرداخت بازده کل به دریافت‌کننده بازده کل اقدام کند. به منظور خرید دارایی پایه، فروشنده

Archive of SID
www.SID.ir

سوآپ باید مبلغ خرید را وام گیرد. هزینه وام‌گیری در نرخ شناوری که دریافت‌کننده بازده کل به فروشنده سوآپ می‌پردازد، به‌صورت عاملی در نظر گرفته می‌شود. مقدار این تفاوت به رتبه اعتباری سرمایه‌گذار (خریدار سوآپ) بستگی دارد، چرا که این مقدار در حقیقت جبران ریسک نکول سرمایه‌گذار (خریدار سوآپ) است (Hull, 2006: 516). نمودار ۱ چگونگی کارکرد سوآپ بازده کل را نشان می‌دهد.

نمودار ۱: ساختار سوآپ بازده کل



منبع : Anson, 2004: 100.

همان‌طور که در نمودار ۱ مشخص است، معامله‌گر (فروشنده سوآپ) درباره تأمین مالی دارایی پایه از راه بازار سرمایه و با هزینه‌ای معادل لایبور اقدام می‌کند. این مبلغ جهت خرید دارایی پایه تخصیص می‌یابد. دارایی پایه، دارای بازده کلی ناشی از بهره و عایدی یا زیان سرمایه (Capital Gain or Loss) با توجه به وضعیت بازار است. بازده کل با توجه به شرایط منعقد در قرارداد سوآپ بازده کل به‌صورت کامل به خریدار سوآپ منتقل می‌شود. خریدار سوآپ در عوض به فروشنده سوآپ نرخ لایبور افزون بر مابه‌التفاوت، برای تکمیل تعهدهای خود در سوآپ پرداخت می‌کند.

در حالت پیش‌گفته از نظر فروشنده سوآپ، خالص تمام جریان‌های نقدی برای وی، تفاوتی است که مازاد بر لایبور از خریدار سوآپ دریافت می‌شود. از این‌رو سود فروشنده سوآپ، برابر است با مابه‌التفاوت ضرب در ارزش اسمی سوآپ بازده کل. از این گذشته، فروشنده سوآپ خود را به‌صورت کامل در برابر ریسک اعتباری و ریسک بازار دارایی پایه

Archive of SID
www.SID.ir

پوشش داده است. یگانه ریسکی که برای وی باقی می‌ماند ریسک نکول طرف مقابل یعنی سرمایه‌گذار است.

قرارداد سوآپ بازده کل به منزله شکلی از حمایت است که پوشش بیشتری در برابر ریسک‌های دارایی پایه نسبت به قرارداد سوآپ نکول اعتباری پدید می‌آورد. سوآپ نکول اعتباری فقط یک هدف دارد و آن حمایت از سرمایه‌گذار در برابر ریسک نکول است (مهدوی و موسوی، ۱۳۸۷: ٥٤). در صورتی که صادرکننده دارایی پایه نکول کند، پرداخت جبرانی در سوآپ نکول اعتباری پیش‌بینی شده است. در صورتی که ارزش دارایی پایه کاهش یابد اما نکولی صورت نگیرد، خریدار سوآپ نکول اعتباری، مبلغ جبرانی دریافت نمی‌دارد. در برابر در قرارداد سوآپ بازده کل، دارایی پایه فروشنده سوآپ در برابر ریسک ارزش بازار نیز پوشش داده شده است. در عمل سرمایه‌گذار (خریدار سوآپ) ناچار است تا هرگونه زیان در ارزش دارایی پایه را جبران کند؛ در برابر، بازده کل دارایی پایه را دریافت می‌دارد.

در نتیجه دو کارکرد اصلی در استفاده از سوآپ بازده کل مترتب است:

۱. کاهش ریسک اعتباری دارایی پایه از راه انتقال بازده کل به خریدار سوآپ؛

۲. کاهش ریسک بازار دارایی پایه فروشنده سوآپ، از راه جبران زیان کاهش ارزش دارایی پایه به‌وسیله خریدار سوآپ.

چند منفعت دیگر در استفاده از سوآپ بازده کل به جای خرید دارایی پایه برای سرمایه‌گذار (خریدار سوآپ) متبادر است. نخست اینکه، لازم نیست تا خریدار سوآپ، شخصاً درباره تأمین مالی خرید دارایی پایه اقدام کند و در عوض، مبلغی را به فروشنده سوآپ در ازای دریافت بازده کل ناشی از دارایی پایه می‌پردازد (Hull, 2006: 516). دوم اینکه، خریدار سوآپ می‌تواند از «بهترین اقدام» فروشنده سوآپ در تهیه دارایی پایه نفع ببرد. به عبارت دیگر، انتخاب بهترین نوع دارایی پایه، مستلزم هزینه‌های تحقیق و کارشناسی است که این هزینه‌ها از سوی فروشنده سوآپ پرداخت شده است. سوم، خریدار سوآپ در معرض همان میزان خطر اقتصادی ناشی از یک سبد متنوع از دارایی‌ها در یک معامله سوآپ است که در معامله‌های بازار نقدی به دست می‌آید. به این وسیله، سوآپ بازده کل نسبت به بازار نقد، ابزار بسیار مؤثرتری خواهد بود. سرانجام اینکه،

Archive of SID
www.SID.ir

خریدار سوآپ، خرید یک دارایی همزمان با ریسک اعتباری مثل اوراق قرضه شرکتی در بازار را مشکل می‌یابد. وی می‌تواند این کار را به‌صورت کارامدتری از راه سوآپ بازده کل انجام دهد. در حالت پیش‌گفته، وی از سوآپ بازده کل در نقش پرداخت‌کننده بازده کل استفاده می‌کند.

از سوی دیگر خریدار سوآپ بازده کل، در برابر دریافت بازده کل دارایی پایه در معرض دو ریسک نکول فروشنده سوآپ و ریسک تغییرهای نرخ سود قرار می‌گیرد.

استفاده‌کنندگان از سوآپ بازده کل

همان‌طور که درباره سوآپ نکول اعتباری عنوان شد، مدیر دارایی از این سوآپ جهت پوشش ریسک اعتباری خود استفاده می‌کند. سوآپ بازده کل تمام خطرهای اقتصادی دارایی پایه را به دریافت‌کننده بازده کل منتقل می‌کند. در ازای پذیرش چنین خطری، دریافت‌کننده بازده کل، نرخ بهره شناوری را به پرداخت‌کننده بازده کل می‌پردازد.

استفاده کنندگان از سوآپ بازده کل به سه دسته تقسیم می‌شوند:

۱. مدیران دارایی که از سوآپ بازده کل جهت هدف وام‌گیری مدنظر خود استفاده می‌کنند؛

۲. مدیران دارایی که از سوآپ بازده کل در جایگاه ابزاری جهت پدیدساختن استراتژی مؤثر در مدیریت پرتفوی استفاده می‌کنند؛

۳. مدیران بانک‌ها که از سوآپ بازده کل در جایگاه ابزاری مؤثر جهت انتقال ریسک اعتباری و کاهش هزینه سرمایه استفاده می‌کنند.

تطبیق سوآپ بازده کل با موازین فقهی

بعد از تبیین سوآپ بازده کل، اجزا و عملکرد قرارداد پیش‌گفته، در این قسمت به بررسی فقهی قرارداد می‌پردازیم.

ماهیت قرارداد سوآپ بازده کل

در قرارداد پیش‌گفته، دارایی پایه ورق قرضه با ریسک اعتباری، وام، پرتفوی مرجع متشکل از اوراق قرضه و وام‌ها، شاخص مربوط به بخشی از بازار اوراق قرضه یا شاخص سهام است. در این قرارداد، دارایی پایه به طرف مقابل منتقل نمی‌شود. فقط بازده کل از طرف فروشنده سوآپ (خریدار حمایت) به خریدار سوآپ منتقل و در ازای آن، جریان نقدی

Archive of SID
www.SID.ir

متغیر مانند نرخ لایبور افزون بر مابه‌التفاوت دریافت می‌شود. بـه عبـارت دیگـر دو جریـان نقدی یکی ثابت و دیگری متغیر با هم سوآپ می‌شوند. البته در صورتی‌که شاخص سـهام، به‌صورت دارایی پایه قرار گیرد، هر دو جریان نقدی متغیر هستند. فلسفه اصلی اسـتفاده از سوآپ بازده کل به‌وسیله فروشنده سوآپ، دریافت جریان نقدی متغیر است چرا که تـأمین مالی وی برای خرید دارایی پایه از بازار با نرخ متغیر (مانند لایبـور) بـوده اسـت؛ بنـابراین بازده کل دارایی پایه را با جریان نقدی متغیر، سوآپ می‌زند.

این قرارداد را برای بانکداری بدون ربا چنین می‌تـوان در نظـر گرفـت کـه بانـک وارد عقدهای مبادله‌ای با مشتری خود می‌شود. همان‌طور که می‌دانیم جریان‌های نقدی در این نوع عقدها ثابت است. بانک تمایل به دریافت جریان‌های نقدی با نرخ متغیر دارد، تـا از ایـن راه، ریسک نرخ سود و همچنین ریسک اعتباری مشتریان خود را مدیریت کنـد. بـه ایـن ترتیـب وارد قرارداد سوآپ بازده کل شده و جریان‌های نقدی ثابت حاصل از قراردادهـای مبادلـه‌ای مانند فروش اقساطی را با نرخ پایه‌ای متغیر مثل تورم یا نرخ سود بازار تعویض می‌کند.

درست عکس این حالت نیز برای بانکداری بدون ربا قابل تـصور اسـت. اینکـه بـانکی وارد عقدهای مشارکتی یا سرمایه‌گذاری مستقیم شده باشد. در این حالت جریان‌های نقدی ثابتی را دریافت نمی‌دارد و بانک به عللی از جمله مـدیریت ریـسک اعتبـاری یـا احتمـال کاهش نرخ سود مشارکت، خواهان دریافت جریان‌هـای نقـدی ثابـت اسـت. بـا ورود بـه قرارداد سوآپ بازده کل، در برابر پرداخت جریان‌هـای نقـدی متغیـر حاصـل از عقـدهای مشارکتی یا سرمایه‌گذاری مستقیم، جریان‌های نقدی ثابتی را از طرف مقابل کـه مـی‌توانـد بانک دیگری باشد، دریافت می‌دارد.

یک حالت بسیار ملموس قرارداد پـیش‌گفتـه در بانکـداری بـدون ربـای ایـران، امکـان تعویض جریان‌های نقدی حاصل از اعطـای تـسهیلات در قالـب عقـدهای گونـاگون بـین بانک‌های تخصصی است؛ به‌طـور مثـال، از آنجـا کـه بیـشتر پرتفـوی بانـک کـشاورزی را تسهیلات به بخش کشاورزی تشکیل می‌دهد، و در برابر بیـشتر پرتفـوی بانـک صـنعت و معدن را تسهیلات اعطایی به بخش صنعت اختصاص می‌دهد، ایـن ریـسک بـرای هـر دو بانک وجود دارد که به‌علت وضعیت خاص اقتصادی، سیاسی، محیطی و ... نکول اعتبارات در بخش‌های خاصی از اقتصاد که مربوط به این نوع بانک‌ها می‌شود، افـزایش یابـد. بـرای

Archive of SID
www.SID.ir

نمونه خشکسالی این خطر را برای بانک کشاورزی دارد که به‌علت عدم امکان برداشت محصول مناسب به‌وسیله کشاورزان، پرداخت سهم سود بانک در عقدهای مربوطه برای کشاورزی امکانپذیر نباشد یا به‌علت بحران‌های جهانی، صنایع کشور نیز تحت تأثیر قرار گرفته و نکول جریان‌های نقدی به‌وسیله صنایع فزونی یابد. در این حالت این امکان برای بانک‌های تخصصی وجود دارد که با ورود به قرارداد سوآپ بازده کل، جریان‌های نقدی حاصل از پرتفوی خود را با یکدیگر تعویض کنند. در حقیقت بانک‌ها با این عمل به متنوع‌سازی پرتفوی خود اقدام کرده‌اند.

پرسش این است که ماهیت فقهی این قرارداد چیست؟ آیا می‌توان آن را در قالب یکی از قراردادهای رایج تحلیل کرد؟ در ادامه امکان تطبیق این قرارداد با چند عقد اسلامی مشابه مورد بررسی قرار می‌گیرد، سپس امکان تطبیق آن با عقد مستحدث بررسی می‌شود.

سوآپ بازده کل به‌عنوان بیع دین به ثمن مدت‌دار

گرچه در نگاه اولیه به واسطه انعقاد قرارداد سوآپ بازده کل، دو طرف تعهد می‌کنند که جریان‌های نقدی آتی خود را معاوضه کنند و این به ظاهر مصداق بیع دین به دین است که به اتفاق فقیهان باطل است اما با نگاهی عمیق‌تر به ماهیت قرارداد در می‌یابیم که یکی از جریان‌های نقدی یعنی بازده کل، حاصل از دَینی است که از پیش وجود دارد؛ به این ترتیب که فروشنده سوآپ بازده کل (دارنده سبد تسهیلات)، بازده حاصل از دارایی پایه (سبد تسهیلات) را در ازای مبالغی در آینده تعویض می‌کند. این حالت را می‌توان نوعی بیع دین به ثمن مؤجل شمرد و آن بیعی است که پرداخت مبیع و ثمن زمانی را در آینده مشخص می‌کنند. به عبارتی دیگر ثمن و مثمن کلی در ذمه هستند البته مشهور فقیهان قائل به بطلان چنین بیعی نیز هستند (قمی، ۱٤۱۳: ۳، ۱٤۳).

دلیل عمده بطلان در این مسئله، اجماع و روایت **امام صادق**ﷺ از **پیامبر اکرم**ﷺ است که مطابق آن حضرتﷺ فرمود:

«لایباع الدین بالدین» (حرّ عاملی، ۱٤۰۳: ۱۸، ۲۹۸).

«دین در برابر دین فروخته نمی‌شود».

مشهور فقیهان باور دارند که «دین» در روایت پیش‌گفته اطلاق دارد و آنچه را پیش از معامله دین بوده یا به معامله دین می‌شود، در بر می‌گیرد؛ بنابراین صاحب *جواهر* بطلان بیع

Archive of SID
www.SID.ir

دین به ثمن مؤجل را به مشهور نسبت می‌دهد (موسویان، ۱۳۸٦: ۲۰٦).

امام خمینیﷺ بیع دین را در جایی که هر دو عوض (ثمن و مثمن) پیش از عقد، دین هستند را بنابر اقوی باطل می‌داند و در جایی که دست‌کم یکی از آنها پیش از عقد دین نیست احتیاط می‌کند (موسوی‌خمینی، ۱۳۹۰: ۱، ۵۹۷). برخی دیگر برای مبادله مثمن مدت‌دار در برابر ثمن مدت‌دار صورت‌های گوناگون در نظر گرفته‌اند:

۱. کسی طلب مدت‌دار خود را با طلب مدت‌دار دیگری مبادله کند؛

۲. فروشنده‌ای کالای تحویلی در آینده را در برابر ثمن مدت‌دار بفروشد؛

۳. مبیع مدت‌دار در برابر طلب مدت‌دار معامله می‌شود؛

٤. طلب مدت‌داری در برابر ثمن مدت‌داری فروخته می‌شود.

طبق نظر مشهور فقیهان افزون بر صورت نخست که قدر متیقن بیع دین به دین است، صورت‌های دوم تا چهارم نیز باطل است. دلیل بطلان سه صورت پیش‌گفته را اجماع و شمول روایت «لایباع الدین بالدین» می‌دانند. در حالی که صدق عنوان «بیع دین به دین» بر صورت‌های دوم تا چهارم مشکل است، چرا که دست‌کم یکی از عوضین دین نیست و اجماع نیز در چنین مواردی بر فرض وجود مدرکی و غیرقابل استناد است و به همین جهت است که برخی از فقیهان از جمله **امام خمینی**ﷺ صورت‌های پیش‌گفته را از مصداق‌های بیع دین به دین نمی‌داند، هر چند حکم به جواز هم نداده و احتیاط می‌کنند (موسویان، ۱۳۸٦: ۲۱٦). بنابراین قرارداد سوآپ بازده کل، مبادله دین به ثمن مدت‌دار است و از شمول بیع دین به دین خارج خواهد بود.

سوآپ بازده کل به عنوان بیع کالی به کالی

به این بیان که در قرارداد سوآپ بازده کل، خریدار سوآپ بازده کل به سبد تسهیلات یا دارایی پایه توجهی ندارد بلکه آنچه برای وی مهم است، مبادله بازده ثابت در آینده در برابر جریان نقدی متغیر است؛ بنابراین هر دو دین، بعد از انعقاد قرارداد سوآپ بازده کل، پدید می‌آید، یکی بر ذمه خریدار و دیگری بر ذمه فروشنده سوآپ بازده کل. در نتیجه هیچ‌یک از عوضین دین پیش از عقد نخواهد بود و این مطابق نظر برخی از بزرگان مانند **محقق اردبیلی**ﷺ خالی از اشکال است (محقق اردبیلی، ۱٤۱۱: ۹، ۹۷). همچنین **شهید ثانی**ﷺ بر این باور است که «باء» در لایباع الدین بالدین چنین اقتضا دارد که دَین عوض و معوض

Archive of SID
www.SID.ir

واقع شوند و این امر در موردی که این‌دو به‌سبب قرارداد دین شوند، صادق نیست (عاملی (شهید ثانی)، ١٤١٤: ٣، ٤٣٤). البته این به آن معنا نیست که قرارداد بدون اشکال است چرا که در این حالت گرچه مصداق بیع دین به دین نیست اما مصداق بیع کالی به کالی است که آن هم به باور مشهور فقیهان باطل است.

بنابراین اگر بخواهیم براساس مبنای مشهور فقیهان رفتار کنیم (که در ابزارسازی چاره‌ای جز این نیست)* قرارداد سوآپ بازده کل به‌صورت بیع دین به ثمن مدت‌دار یا بیع کالی به کالی نمی‌تواند مبنای ابزارسازی قرار گیرد.

سوآپ بازده کل به عنوان صلح دین به دین

عقد صلح فقط برای رفع دعوا بین طرفین به‌کار برده نمی‌شود بلکه مواردی را که بدون سابقه نزاع طرفین با هم به مصالحه بر امری اقدام کنند، نیز شامل می‌شود. برای استدلال این نکته به روایت نبوی «الصلح جائز بین المسلمین الا صلحاً احل حراما و حرم حلالاً» (بیهقی، ١٤٢٢: ٨، ٤٢٦) و خبر **حفص‌بن‌البختری** از **امام صادق**ﷺ با این مذموم که «الصلح جائز بین المسلمین» (طوسی، ١٤١٧: ٣، ٢١٣) تمسک جسته‌اند. از مضمون روایت‌ها چنین بر می‌آید که صلح به‌صورت عقدی مستقل مشروعیت دارد. **امام خمینی**ﷺ در این‌باره می‌نویسد:

> «صلح، عقدی مستقل در برابر عقدهای دیگر و عنوانی جدا است؛ در نتیجه، احکام عقدهای دیگر را ندارد و شرط‌های آن عقدها در صلح جاری نیست هر چند که این عقد فایده عقدهای دیگر را دارد، (یکجا فایده بیع و جایی دیگر فایده اجاره را دارد) اما با این حال نه احکام و شروط بیع و اجاره را دارد و نه شرائط آن را و به این جهت است که آنجا که اثر بیع را می‌بخشد، خیارهای مختص به بیع چون خیار مجلس و حیوان و شفعه را ندارد» (موسوی‌خمینی، ١٣٩٠: ١، ٥١٨).

نتیجه استقلال صلح آن است که تابع احکام بیع و عقدهای دیگر نیست؛ بنابراین برای اثبات هر حکمی درباره آن به دلیل به خصوصی نیازمند هستیم. از آنجا که درباره ممنوعیت صلح دین به دین، دلیل مخالفی وجود ندارد، فقیهان آن را صحیح می‌دانند، **محقق حلی**ﷺ در *قواعد* نوشته است:

---

*. در ابزارسازی باید ابزار طراحی‌شده خلاف فتوای مشهور فقیهان نباشد چرا که در غیر این صورت هر چند از جهت استدلالی نیز مورد قبول باشد مورد استقبال مردم که مقلد مشهور فقیهان هستند قرار نخواهد گرفت.

Archive of SID
www.SID.ir

«اگر دین را در برابر دین مصالحه کند، در الحاق آن به بیع نظر است. **فخرالمحققین** ذیل آن بیان کرده است که اگر دین را در برابر دین مصالحه کند، اگر صلح را بیع دانستیم صحیح نیست اما بنابر اینکه بیع نباشد صحیح است» (فخرالمحققین، ۱۳۸۸: ۱۰۵).

از این جمله چنین بر می‌آید که **محقق حلی**ﷺ نظر صریحی بیان نکرده اما چون وی صلح را بیع نمی‌داند و آن را عقد مستقلی می‌داند، می‌توان گفت نظر وی صحت و جواز است (معصومی‌نیا، ۱۳۸۷: ۱۳۳). **آیت‌الله گلپایگانی**ﷺ در این‌باره بیان می‌دارد:

«صلح دین به دین صحیح است، چه هر دو حال باشد، چه هر دو موجل باشند و چه گوناگون باشند» (گلپایگانی، ۱٤۱۷: ۱، مسئله ۱۹۹۹).

طبق نظر **امام خمینی**ﷺ نیز مصالحه دین به دین صحیح است، اعم از اینکه سررسید دو دین رسیده یا مدت هر دو باقی مانده باشد و اعم از اینکه دین‌ها از یک جنس باشند یا گوناگون و اعم از اینکه دین‌ها به ذمه طرفین باشند یا به ذمه دیگران یا گوناگون باشند. در تمام موارد پیش‌گفته تا زمانی که به ربا ختم نشود، صلح صحیح است (موسوی‌خمینی، ۱۳۹۰: ۱، ۵۱۸).

با عنایت به بحث‌های مطرح درباره صلح دین به دین و صحت آن از دیدگاه فقیهان، در صورتی که شرایط عمومی صحت قراردادها رعایت شده باشد، قرارداد سوآپ بازده کل به عنوان صلح دین به دین صحیح خواهد بود.

بررسی شرایط عمومی قراردادها در مورد سوآپ بازده کل

شرایط عمومی صحت قراردادها، درباره سوآپ بازده کل در ادامه مورد بررسی قرار می‌گیرند:

رضایت طرفین قرارداد

از شرایط عمومی صحت قراردادها در فقه رضایت طرفین است که آیه شریفه «... إلا أن یکون تجارة عن تراضٍ منکم ...» (نساء (٤)، ۲۹)، حدیث رفع* به نقل از **امام صادق**ﷺ از **پیامبر اکرم**ﷺ (موسوی‌خویی، ۱۳۷۱: ۳، ۲۹۱)، اجماع فقیهان (انصاری، ۱٤۲۰: ۱، ۳٤۹) و بنای عقلا (موسوی‌خمینی، ۱٤۱۵: ۱، ۱۵٦) بر آن دلالت دارند.

سوآپ بازده کل، قراردادی است بین دارنده دارایی پایه با بازده ثابت (فروشنده سوآپ) و پرداخت‌کننده جریان‌های نقدی متغیر (خریدار سوآپ). هدف فروشنده سوآپ (خریدار

*. «عن **أبی‌عبدالله**ﷺ قال: قال **رسول الله**ﷺ: رُفع عن امتی تسعه الخطا و النسیان و الطیره و التفکر فی الوسوسه فی الخلق ما لم ینطبق بشفه».

Archive of SID
www.SID.ir

حمایت)، پوشش ریسک ناشی از تغییرات نرخ لایبور و هدف خریدار سوآپ (فروشنده حمایت)، کسب عایدی از محل دریافت بازده کل است. هر دو طرف به دلایل متعدد از جمله مدیریت ریسک یا سرمایه‌گذاری تمایل به عقد قرارداد دارند. از این‌رو نخستین شرط صحت قراردادها یعنی رضایت طرفین در قرارداد سوآپ بازده کل اعمال شده است.

وجود ایجاب و قبول

واضح است که در قرارداد سوآپ بازده کل، دو طرف قرارداد، تمایل خود به انجام معامله را از راه مذاکره و قراردادهای مکتوب اعلام می‌دارند. از این‌رو دومین شرط برای صحت قراردادها در قرارداد سوآپ نکول اعتباری رعایت می‌شود.

شرایط متعاقدین

لازم است تا شرایط مربوط به متعاقدین در قرارداد پیش‌گفته نیز رعایت شود. لازم است تا متعاقدین عاقل، بالغ، رشید (غیرسفیه) و به‌علت ورشکستگی مالی، مفلس نباشند (موسوی‌خمینی، ۱۳۹۰: ۱، ۵۰۹). رعایت این شرط‌ها برای تمام قراردادها الزامی است.

بررسی موانع صحت قراردادها درباره سوآپ بازده کل

در این قسمت به ارائه شبهه‌ها و موانع صحت که امکان طرح آنها درباره سوآپ بازده کل وجود دارد، می‌پردازیم.

تعلیق عقد

منظور از معلق‌بودن عقد، عدم جزمیت و قطعیت آن است. در برابر تعلیق، تنجیز قرار دارد. گروهی از فقیهان معلق‌نبودن (تنجیز) عقدها را از شرایط صحت آنها می‌دانند. **شهید اول**ﷺ و **شهید ثانی**ﷺ در این‌باره بر اعتبار تنجیز در تمام عقدها باور دارند (عاملی (شهید ثانی)، ۱۴۰۳: ۳، ۱۶۸).

به نظر می‌رسد که قرارداد سوآپ نکول اعتباری، قطعیت، جزمیت و تمامیت دارند. در قرارداد هیچ‌کدام از ارکان عقد معلق نبوده و همه منجز هستند. بلافاصله بعد از انعقاد قرارداد، طرفین درباره تعویض جریان‌های نقدی اقدام می‌کنند و انجام این کار بر چیزی معلق نیست.

وجود غرر در این قراردادها

«نهی النبیﷺ عن بیع الغرر».

«پیامبر اکرمﷺ از بیع غرر نهی فرمود» (طوسی، ۱۴۱۷: ۳، ۵۵).

Archive of SID
www.SID.ir

وجود غرر یکی از دلایل بطلان در معامله‌ها شمرده شده است. دو نظر درباره غرر در معامله‌ها وجود دارد. گروهی آن را مختص به بیع می‌دانند و گروهی دیگر از فقیهان به دلایلی مانند: تنقیح مناط، سیره عقلا و قصد شارع در رفع منازعه‌ها، قاعده نفی غرر را عام دانسته و به تمام عقدها نسبت می‌دهند (معصومی‌نیا، ۱۳۸۷: ۱۶۷ و ۱۶۸). در مقاله پیش‌رو نظر دوم مبنا قرار گرفته است. به این ترتیب از شرایط صحت عقد، علم تفصیلی متعاقدین به مقدار و کیفیت عوضین است؛ بنابراین از مصداق‌های غرر عدم مشخص‌بودن مقدار و کیفیت عوضین است؛ البته منظور معلومیت عرفی است. یعنی برای غرری‌نبودن معامله لازم است که کیفیت و مقدار عوضین عرفاً معلوم باشد.

آنچه که در قرارداد سوآپ بازده کل وجود دارد تعویض دو جریان نقدی است؛ یکی بازده حاصل از یک دارایی پایه – مانند: یک تسهیلات، یک پرتفوی مرجع متشکل از انواع تسهیلات و اوراق بهادار اسلامی، یک شاخص مربوط به بخشی از بازار اوراق اسلامی – که بازدهی ثابتی دارد در برابر جریان نقدی متغیر مانند لایبور. واضح است که جریان نقدی حاصل از لایبور که از سوی خریدار سوآپ بازده کل (فروشنده حمایت) پرداخت می‌شود، مقدار مشخص و ثابتی نیست. حتی عرف و عقلا هم نمی‌توانند مقدار نوسان‌های جریان نقدی پیش‌گفته را به‌صورت دقیق پیش‌بینی کنند. همان‌طور که در بحران مالی ۲۰۰۸ شاهد نوسان‌های عمده در این نرخ بوده‌ایم که کمتر کارشناس مالی و اقتصادی آن را پیش‌بینی می‌کرد.

در برابر چنین بیان می‌شود که حدی از ریسک و مخاطره در هر دادوستدی وجود دارد. اینکه عقلای عالم وارد چنین قراردادهایی می‌شوند، با پذیرش ریسک‌های پیش‌رو از جمله نوسان‌ها در نرخ‌های مرجع است. در اینجا نیز خریدار سوآپ بازده کل (فروشنده حمایت) به‌طور قطع درباره میزان نوسان‌های نرخ مرجعی مانند لایبور با اطلاع است و با پذیرش این ریسک وارد قرارداد شده است.

در پاسخ باید گفت که لازم است تا کیفیت و کمیت عوضین به تمام جهات در هنگام عقد قرارداد مشخص باشد. اینکه گفته شود، کارشناسان مالی از میزان نوسان‌های نرخ‌ها مطلع هستند، رافع شرط مشخص‌بودن عوضین از لحاظ مقدار نیست. همچنین تجربه بحران مالی اخیر، نشان‌دهنده عدم قابلیت اتکای کامل بر روی نظرهای کارشناسان اقتصادی و مالی است چرا که کمتر کارشناسی چنین بحران عظیم و تغییرها و نوسان‌های گسترده در

Archive of SID
www.SID.ir

نرخ‌های مرجع را پیش‌بینی می‌کرد.

نتیجه‌ای که از این بحث گرفته می‌شود اینکه وجود غرر در این قرارداد از جهت نامشخص‌بودن یکی از عوضین مورد تأیید است.

ربوی‌بودن

حرمت ربا از مسلمات شریعت اسلام است و آیه‌ها و روایت‌های متعددی در نهی شدید از آن وارد شده است (آل‌عمران (۳)، ۱۲۱؛ بقره (۲)، ۲۷۵، ۲۷۶، ۲۷۸، ۲۷۹ و حرّ عاملی، ۱۴۰۳: ۱۲، ۴۲۳).

نکته نخست اینکه، ملاک قراردادن نرخ بهره متداول مانند لایبور به عنوان نرخ مرجع، مشکلی در قرارداد پدید نمی‌آورد. هر چند که ایراد محققان به استفاده از نرخ‌های بهره مرجع مانند لایبور از جهت غیرمشخص‌بودن آنها است. ایراد پیش‌گفته که از نرخ بهره برای تعیین جریان نقدی پرداختی به‌وسیله خریدار سوآپ بازده کل استفاده شود، به لحاظ فقهی وارد نیست. در بانکداری اسلامی می‌توان از نرخ مرجع دیگر مانند نرخ سود متداول در بازار یا نرخ تورم در جایگاه نرخ مرجع استفاده کرد.

نکته دوم اینکه، لازم است تا عوضین از راه مشروع کسب شده باشند. در بانکداری سنتی در بیش‌تر اوقات آنچه که در سوآپ بازده کل به عنوان بازده کل به طرف مقابل منتقل می‌شود، بهره حاصل از وام یا اوراق قرضه است. به لحاظ شرعی معامله پیش‌گفته ربوی مطلق است و هر گونه معامله‌ای که در آن نرخ بهره نقش داشته باشد، غیرمشروع خواهد بود. این ایراد در بانکداری بدون ربا چنین پاسخ داده می‌شود که درآمد حاصل از عقدهای مبادله‌ای بانک مانند: جعاله، فروش اقساطی و ... که ثابت و از پیش تعیین‌شده هستند، به‌وسیله فروشنده سوآپ بازده کل به طرف دیگر منتقل می‌شود. بنابراین آنچه به طرف مقابل منتقل می‌شود، جریان نقدی حاصل از ربا نیست، بلکه درآمد حاصل از عقدهای مبادله‌ای است که مشخص و تعیین‌شده است اما باید گفت که آنچه در برابر این جریان نقدی ثابت از طرف مقابل دریافت می‌شود، مبالغی است که مقدار آنها مشخص نیست. بنابراین شبهه خریدوفروش پول همجنس با تفاضل در برابر هم پیدا می‌شود که برخی از فقیهان آن را به‌صورت ربای معاملی یا حیله ربای قرضی باطل می‌دانند.

Archive of SID
www.SID.ir

حرمت اکل مال به باطل

آیه تجارت «یا أیها الذین آمنوا لا تأکلوا اموالکم بینکم بالباطل ...» (نساء (٤)، ٢٩) به صراحت بر دو نکته دلالت دارد:

نخست اینکه، تصرف در اموال مردم به وجه باطل ممنوع است، بنابراین هر نوع تجاوز، تقلب، غش، دزدی، رشوه، زورگیری و امثال آنها که از نظر عرف و عقل، گرفتن مال از راه آنها باطل است و هر نوع معامله مانند: خریدوفروش، اجاره، صلح بر اشیایی که منفعت عقلایی ندارند، معامله بر ذمه‌ای که به دید عقلا توان پرداخت آنها نیست و بدون وجه هستند، از نظر اسلام، همگی مال به باطل و حرام می‌باشند (موسویان، ١٣٨٦ (الف): ٨٩).

دوم اینکه، تصرف در اموال دیگران با تجارت از روی تراضی، صحیح و حلال است. طبق این قانون تمام قراردادهای مالی و انواع تجارت‌ها که در میان مردم رایج است، چنانکه از روی رضایت طرفین صورت گیرد از نظر اسلام صحیح و مجاز است (همان).

آنچه مسلم است اینکه در سوآپ بازده کل طرفین قرارداد بدون هیچ‌گونه اجباری و از روی رضایت و به‌علت فایده‌های که برای هر یک مترتب است، وارد قرارداد می‌شوند؛ بنابراین شبهه اکل مال به باطل درباره این قرارداد مردود است.

قمار بودن

یکی از شرایط صحت قراردادها، جدا بودن آنها از قمار است. قرآن کریم به‌صورت صریح این عنوان را نهی کرده است (بقره (٢)، ٢١٨).

به‌طور مسلم قمار با انگیزه‌های خاصی صورت می‌گیرد. در تحقیق‌های به عمل آمده (کوت (Cott, 1997)، والراند (Robert J. Vallerand) و چانتال (Chantal, 1991)) انگیزه‌های اصلی در قماربازی، یادگیری ـ ارزیابی، اشتیاق، پذیرش ریسک، شناخت سطح خود، طبقه‌بندی هیجان‌های خود، رقابت و گفتگوی صمیمانه در حین قمار را به‌صورت انگیزه‌های اصلی در قمار عنوان کرده‌اند. طبق نظر **کوت** (١٩٩٧) چهار دسته عامل انگیزشی به‌صورت عامل‌های اصلی قماربازی مطرح هستند:

١. انگیزه‌های اقتصادی؛
٢. انگیزه‌های نمادین؛
٣. انگیزه‌های مربوط به لذت و خوشی؛
٤. انگیزه‌های مصرف تجربی.

Archive of SID
www.SID.ir

درباره انگیزه اقتصادی باید گفت که اگرچه تعدادی از تحقیق‌ها بـر اهمیـت آن تأکیـد دارند (نیتبورز و دیگران، ۲۰۰۲) اما تعدادی از تحقیق‌های دیگر (Walker, 1992) بـر ایـن باور هستند که به‌دست آوردن پول، فقط دلیل ضمنی برای قماربازان است. طبق نظر **کوت**، بسیاری از قماربازان کازینویی احتمال پیروزی را کم می‌دانند اما با این حال وارد بازی‌های قمار می‌شوند. بنابراین به‌نظر می‌رسد که عامل کسب درآمد، انگیـزه‌ای بـسیار کـم‌رنـگ در قماربازی باشد.

انگیزه‌های پیش‌گفته درباره طرفین قرارداد در سوآپ بازده کل وجود نـدارد. افـزون بـر این، در قمار، یک طرف بازنده و طرف دیگر برنده است. به عبارت دیگر قمار، نوعی بازی با جمع صفر شمرده می‌شود اما در سوآپ بازده کل هر کدام از طرفین می‌توانند به هدف‌هـای خود برسند؛ به‌طور مثال، فروشنده سوآپ (خریدار حمایت) در برابر ریسک نکول و همچنـین ریسک نوسان‌های نرخ بهره خود را پوشش می‌دهد و خریدار سوآپ (فروشنده حمایـت) بـه هدف خود یعنی دستیابی به جریان نقدی ثابت حاصل از دارایی پایه می‌رسد.

سوآپ بازده کل، چالش‌های فقهی و گزینه‌های اسلامی

همان‌طور که در قسمت پیش در بررسی فقهی سوآپ بازده کل آمد، به‌علت ممنوعیت بیـع دین به دین و اثبات شبهه‌های غرری و احتمال ربوی‌بـودن، در صـلح دیـن بـه دیـن، ایـن قرارداد به شکل رایج آن قابل استفاده در بانکداری اسلامی نیست. این امکان وجود دارد که با نگاهی دوباره به تفاوت جوهری بانکداری اسلامی و بانکداری ربوی، الگوهای معاملاتی خاصی را با توجه به عقدهای اسلامی یافت که در چارچوب عملکرد سوآپ بازده کل قابل اجرا باشند. به این منظور در این قسمت ضمن بررسی تفاوت‌های اصـلی نظـام بانکـداری اسلامی و ربوی، به ارائه برخی گزینه‌های اسلامی و منطبق با چارچوب کلی قرارداد سوآپ بازده کل می‌پردازیم.

تفاوت‌های جوهری بانکداری اسلامی و بدون ربا

تفاوت‌های جوهری این‌دو نظام بانکداری را می‌توان در موارد ذیل خلاصه کرد (موسویان، ۱۳۸۸: ۲٤۳).

Archive of SID
www.SID.ir

تأکید بر قراردادهای واقعی

بانکداری اسلامی با حذف قرارداد قرض با بهره در بخش اعطای تسهیلات از قراردادهای واقعی اقتصاد استفاده می‌کند. به این معنا که برای تأمین مالی خانوارها و نیازهای کوتاه‌مدت، مقطعی و موردی بنگاه‌های اقتصادی از قراردادهای تجاری مانند: فروش اقساطی (مرابحه)، اجاره به شرط تملیک و جعاله استفاده می‌کند. در قراردادهای پیش‌گفته ابتدا در اقتصاد واقعی کالا یا خدمتی تولید می‌شود، سپس بانک با تهیه نقدی آن کالا یا خدمت، آن را به‌صورت مدت‌دار به مشتری وا می‌گذارد. در بخش سرمایه‌گذاری‌های اساسی و بلندمدت نیز بانکداری اسلامی از قراردادهای مشارکتی استفاده کرده با کارآفرینان اقتصادی در طرح‌ها و پروژه‌های اقتصادی مشارکت می‌کند. روشن است که در این بخش نیز معامله‌های اعتباری بانک‌ها در چارچوب اقتصاد واقعی خواهد بود؛ در نتیجه در بانکداری اسلامی پدیده رشد حباب‌وار اعتبارات بانکی شکل نمی‌گیرد.

استفاده از سود به جای بهره

به باور همه صاحب‌نظران اقتصادی، نرخ بهره اسمی و قراردادی بر فرض هم در بلندمدت، تابعی از نرخ بهره واقعی باشد، در کوتاه‌مدت و قراردادهای بانکی بیش‌تر از بازار پول مشتق شده و متأثر از عامل‌های پولی است. در نتیجه نرخ بهره بانکی به عنوان متغیری برون‌زا در بازار پول، شکل می‌گیرد و به عنوان هزینه بر اقتصاد واقعی (بنگاه‌های اقتصادی) تحمیل می‌شود. این در حالی است که بانکداری اسلامی با حذف بهره، در اعطای تسهیلات بانکی از متغیر سود قراردادهای واقعی که از بازارهای کالاها و خدمات و بازار سرمایه مشتق می‌شود، استفاده می‌کند.

نظارت بر مصرف اعتبارات بانکی

بانکدار اسلامی برای احراز صحت قراردادها باید افزون بر احراز هویت مشتری و توانایی‌اش در ایفای قرارداد، باید موضوع قرارداد را نیز احراز کند؛ همان‌طور که در جایگاه وکیل سپرده‌گذاران باید درباره توجیه فنی و اقتصادی پروژه‌هایی را که تأمین مالی می‌کند اطمینان حاصل کند و لازمه چنین مسائلی، نظارت مؤثر بانک‌ها بر فعالیت‌های طرف قرارداد است. این نظارت و کنترل گرچه هزینه‌های غیرقابل انکاری را بر بانک تحمیل می‌کند اما در برابر، از گرفتارشدن بانک در طرح‌ها و پروژه‌های احساسی و غیرکارشناسی جلوگیری می‌کند و به تبع آن کمک مهمی بر کل اقتصاد می‌کند.

Archive of SID
www.SID.ir

امکان قرارداد سوآپ بازده کل در بانکداری اسلامی

در قسمت پیش به بررسی تطبیقی قرارداد سوآپ بازده کل با عقدهای مشابه اسلامی پرداختیم و امکان مطرح‌کردن این عقد در قالب بیع دین به ثمن موجل، بیع کالی به کالی و صلح دین به دین مورد بررسی قرار دادیم و نشان دادیم بر فرض که بتوانیم قرارداد سوآپ بازده کل را براساس برخی مبانی فقهی تصحیح کنیم، دیدگاه مشهور فقیهان (که در ابزارسازی به آن نیاز داریم) مخالف آن است. در این قسمت برخی قراردادهای مشابه با سوآپ بازده کل مورد بررسی قرار می‌گیرد. این امکان وجود دارد تا با تغییرهای جزئی و بازمهندسی نوع عملکرد این قراردادها، امکان به‌کارگیری آنها در بانکداری اسلامی تسهیل شود.

معاوضه دارایی با جریان درآمدی متغیر، با دارایی با جریان درآمدی ثابت

برای تبیین این حالت فرض کنید که بانک اسلامی، از راه اعطای تسهیلات مشارکت مدنی، مشارکت حقوقی و مضاربه مالک دارایی‌های فیزیکی شده است مانند: سهم‌الشرکه بانک در کارخانه، فروشگاه، مسکن، معدن و .... این دارایی‌های فیزیکی، جریان درآمد متغیر دارند. حال بانک پیش‌گفته می‌خواهد جریان درآمد متغیر خود را با جریان درآمدی ثابت معاوضه کند، بانک وارد قرارداد بیع با مشتری خود جهت فروش دارایی فیزیکی به‌صورت نسیه اقساطی می‌شود و دارایی خود را در برابر قیمت ثابتی که به‌صورت اقساط پرداخت می‌شود می‌فروشد. بانک می‌تواند دارایی را تا پرداخت کامل تعهدهای مشتری در رهن خود نگه دارد. در این حالت مشتری قیمت دارایی را به‌صورت نسیه پرداخت کرده و بانک جریان‌های درآمدی متغیر را در برابر جریان درآمد ثابت معاوضه می‌کند. این حالت مصداق بیع نسیه دارایی فیزیکی است که به باور همه فقیهان شیعه و اهل سنت صحیح است.

معاوضه دارایی با جریان درآمدی ثابت، با دارایی با جریان درآمدی متغیر

در تبیین این حالت چند صورت قابل تصور است:

صورت نخست: فرض کنید، بانکی که از راه اعطای تسهیلات اجاره به شرط تملیک، دارایی فیزیکی خود را اجاره داده و جریان درآمدی ثابت دارد با بانک دومی که از راه مشارکت مدنی، مشارکت حقوقی و مضاربه اعطای تسهیلات کرده و مالک دارایی فیزیکی با جریان درآمد متغیر است، قصد معاوضه دارند. برای تحقق هدف پیش‌گفته، بانک اول

Archive of SID
www.SID.ir

دارایی فیزیکی با جریان درآمدی ثابت را در برابر دارایی فیزیکی با جریان درآمدی متغیر بانک دوم معاوضه می‌کند و این مصداق بیع نقد دارایی فیزیکی با دارایی فیزیکی دیگر است مانند موجری که منزل اجاره‌ای خود را در برابر مزرعه‌ای که بازده انتظاری دارد می‌فروشد. این نوع از قرارداد بیع را همه فقیهان به اتفاق قبول دارند.

صورت دوم: فرض کنید، بانکی که از راه اعطای تسهیلات فروش اقساطی یا جعاله جریان درآمدی (مطالبات) ثابت دارد با بانک دومی که از راه مشارکت مدنی، مشارکت حقوقی و مضاربه اعطای تسهیلات کرده و مالک دارایی فیزیکی با جریان درآمد متغیر است، قصد معاوضه دارند. برای تحقق هدف پیش‌گفته، بانک اول دارایی با جریان درآمدی ثابت (مطالبات) را در برابر دارایی فیزیکی با جریان درآمدی متغیر بانک دوم معاوضه می‌کند و این مصداق بیع دین است که ثمن آن دارایی فیزیکی با جریان درآمد متغیر است مانند طلبکاری که طلب خود را در برابر مزرعه‌ای که بازده انتظاری دارد می‌فروشد. این نوع از قرارداد بیع را مشهور فقیهان شیعه قبول دارند.

معاوضه دارایی‌های با جریان‌های درآمدی ثابت با یکدیگر

فرض کنید، بانکی که از راه اعطای تسهیلات اجاره به شرط تملیک، دارایی فیزیکی خود را اجاره داده و جریان درآمدی ثابت دارد با بانک دومی که از راه فروش اقساطی یا جعاله اعطای تسهیلات کرده و مالک مطالبه‌هایی با جریان درآمد ثابت است، قصد معاوضه دارند. برای تحقق این هدف، بانک اول دارایی فیزیکی با جریان درآمدی ثابت را در برابر مطالبات با جریان درآمدی ثابت بانک دوم معاوضه می‌کند و این مصداق بیع دارایی فیزیکی در برابر دین است یعنی بیعی که ثمن آن دین می‌باشد. ثمن واقع‌شدن دین را همه فقیهان قبول دارند.

معاوضه دارایی‌های با جریان‌های درآمدی متغیر با یکدیگر

برای تبیین این حالت فرض کنید که دو بانک اسلامی، از راه اعطای تسهیلات مشارکت مدنی، مشارکت حقوقی و مضاربه در عرصه‌های گوناگون اقتصادی مالک دارایی‌های فیزیکی شده‌اند و این دارایی‌های فیزیکی، جریان‌های درآمد متغیر دارند. حال این‌دو بانک می‌خواهند جریان‌های درآمدی متغیر خود را با هم معاوضه کنند، برای این منظور دارایی‌های فیزیکی خود را با هم معاوضه می‌کنند و به تبع آن جریان‌های درآمدی نیز معاوضه می‌شود.

Archive of SID

www.SID.ir

تفاوت ماهوی این قراردادها با قرارداد سوآپ بازده کل متعارف در آن است که در قرارداد سوآپ بازده کل متعارف فقط جریان‌های درآمدی معاوضه می‌شوند اما در این قراردادها اصل دارایی پایه (دارایی فیزیکی یا مطالبه‌های پولی) که جریان درآمدی ثابت یا متغیری دارد در برابر دارایی فیزیکی دیگر که جریان درآمدی ثابت یا متغیر دارد، معاوضه می‌شود. این تفاوت نه‌تنها مانع انجام قرارداد سوآپ بازده کل در بانکداری اسلامی نمی‌شود بلکه می‌تواند امتیاز مهمی برای بانک‌های اسلامی شمرده شود چون به‌صورت خودکار حجم قراردادهای سوآپ بازده کل را کنترل کرده و از رشد بی‌رویه آنها جلوگیری می‌کند.

جمع‌بندی و نتیجه‌گیری

آنچه در سیر انجام تحقیق پیش‌رو مدنظر قرار گرفت، در وهله نخست، معرفی ارکان، عملکرد و روش‌های قیمت‌گذاری قرارداد سوآپ بازده کل بود. در وهله دوم، ماهیت حقوقی قرارداد سوآپ بازده کل مورد بررسی قرار گرفت. همان‌طور که عنوان شد، تعریف این قرارداد در جایگاه قراردادی جدید با ماهیت حقوقی جدید معنا ندارد. در ادامه، امکان تطبیق قرارداد پیش‌گفته با یکی از انواع عقدهای رایج اسلامی مورد بررسی قرار گرفت که از میان عقدهای اسلامی شبیه به این قرارداد (بیع دین به ثمن موجل، بیع کالی به کالی و صلح دین به دین) امکان طرح این قرارداد در قالب صلح و بیع دین به به ثمن موجل مورد تأیید قرار گرفت اما به جهت مشکل مخالفت مشهور، قابلیت ابزارسازی ندارد. در وهله سوم، صحت شرایط عمومی قراردادها درباره سوآپ بازده کل مورد انطباق قرار گرفت. از میان شبهه‌های وارده، شبهه‌های غرری‌بودن و ربوی‌بودن قرارداد سوآپ بازده کل متعارف مورد تأیید تحقیق پیش‌رو قرار گرفت. در نتیجه، شکل رایج و مطرح‌شده قرارداد سوآپ بازده کل که در آن فقط جریان‌های درآمدی معاوضه می‌شوند با اصول قراردادهای اسلامی و فقه شیعه (نظریه مشهور) منطبق نیست. در بخش پایانی تحقیق نشان دادیم که می‌توان از راه معاوضه اصل دارایی‌های پایه و به تبع آن مبادله جریان‌های درآمدی به نتیجه‌های قرارداد سوآپ بازده کل رسید و نشان دادیم که این روش نه‌تنها مشکل‌ساز نیست بلکه می‌تواند به‌صورت امتیازی برای بانکداری اسلامی شمرده شود.

Archive of SID
www.SID.ir

منابع و مآخذ

قرآن کریم.

۱. آقامهدوی، اصغر و سیدمحمدمهدی موسوی، ۱۳۸۷ش، «ریسک اعتباری در بانکداری اسلامی و امکان استفاده از سوآپ نکول اعتباری جهت کنترل آن»، **فصلنامه علمی پژوهشی جستارهای اقتصادی**، سال پنجم، ش۹.

۲. ابوالحسنی، اصغر و رفیع حسنی‌مقدم، ۱۳۸۷ش، «بررسی انواع ریسک‌ها و روش‌های مدیریت آن در نظام بانکداری بدون ربای ایران»، **فصلنامه علمی پژوهشی اقتصاد اسلامی**، سال هشتم، ش۳۰.

۳. اردبیلی، احمد، ۱٤۱۱ق، **مجمع الفائده و البرهان فی شرح إرشاد الاذهان**، قم: مؤسسه نشر اسلامی، اول.

٤. اکبریان، رضا و محمدحسین دیانتی، ۱۳۸۵ش، «مدیریت ریسک در بانکداری بدون ربا»، **فصلنامه علمی پژوهشی اقتصاد اسلامی**، سال هفتم، ش۲۵.

۵. انصاری، شیخ‌مرتضی، ۱٤۲۰ق، **المکاسب**، ۱ و۳، قم: مجمع فکر اسلامی.

٦. بحرانی، ابن‌شعبه، ۱۳٦۳ش، **تحف‌العقول عن آل‌الرسول**ﷺ، قم: مؤسسه نشر اسلامی.

۷. بیهقی، احمد بن‌حسین‌بن‌علی، ۱٤۲۲ق، **السنن الکبری**، بیروت: دارالفکر.

۸. حرّعاملی، شیخ‌محمدبن‌حسن، ۱٤۰۳ق، **وسائل الشیعة (الاسلامیة) الی تحصیل المسائل الشریعه**، بیروت: دارالاحیاء التراث العربی.

۹. حلّی (فخرالمحققین)، محمدبن‌حسن، ۱۳۸۸ق، **قواعد**، ۲، قم: مؤسسه مطبوعاتی اسماعیلیان.

۱۰. خان، طریق‌الله و حبیب احمد، ۱۳۸۷ش، **مدیریت ریسک، بررسی عوامل بروز آن در صنعت خدمات مالی اسلامی**، ترجمهٔ سیدمحمدمهدی موسوی‌بیوکی، تهران: انتشارات دانشگاه امام صادقﷺ.

۱۱. ساندراراجان، وی و لوکا اریکو، ۱۳۸۱ش، «جایگاه ابزارهای سرمایه‌گذاری و مؤسسات مالی اسلامی در نظام مالی اسلامی در نظام بین‌المللی، مباحث اصلی در مدیریت ریسک و چالش‌های موجود»، **مجموعه مقالات سیزدهمین همایش بانکداری اسلامی**، تهران: مؤسسه عالی بانکداری ایران.

۱۲. شیخ‌طوسی، محمدبن‌حسن، ۱٤۱۷ق، **الخلاف**، ۳، قم: مؤسسه نشر اسلامی، اول.

Archive of SID

www.SID.ir

۱۳. طریحی، شیخ‌فخرالدین، ۱٤۰۸ق، **مجمع البحرین**، بیروت: مکتب النشر الثقافة الاسلامیه.
۱٤. عاملی (شهید ثانی)، زین‌الدین، ۱٤۰۳ق، **الروضة البهیة فی شرح اللمعة الدمشتقیه**، ۳، بیروت: دارالاحیاء التراث العربی.
۱۵. ـــــــ ۱٤۱٤ق، **مسالک الافهام الی تنقیح شرایع الاسلام**، ۳، قم: مؤسسه المعارف الاسلامیه، اول.
۱٦. عقیلی‌کرمانی، پرویز، ۱۳۸۱ش، «مدیریت ریسک در بانکداری سنتی در مقایسه با بانکداری بدون ربا»، **مجموعه مقالات سیزدهیمن همایش بانکداری اسلامی**، تهران: مؤسسه عالی بانکداری.
۱۷. علامه حلّی، حسن‌بن‌منصور، ۱٤۱۰ق، **تذکرة الفقهاء**، ۱، قم: المکتبة الرضویة لإحیاء الآثار الجعفریه.
۱۸. قمی، ابوالقاسم، ۱٤۱۳ق، **جامع‌الشتات**، ۳، تهران: مؤسسه کیهان.
۱۹. گلپایگانی، سیدمحمدرضا، ۱٤۱۷ق، **هدایة العباد**، ۱ و۲، قم: دارالقرآن الکریم.
۲۰. معصومی‌نیا، غلام‌علی، ۱۳۸۷ش، **ابزارهای مشتقه؛ بررسی فقهی و اقتصادی**، تهران: پژوهشگاه فرهنگ و اندیشه اسلامی.
۲۱. موسویان، سیدعباس و سیدمحمدمهدی موسوی، ۱۳۸۸ش، «مدیریت ریسک اعتباری در بانکداری اسلامی از طریق سوآپ نکول اعتباری»، **فصلنامه علمی پژوهشی اقتصاد اسلامی**، ش۳۳.
۲۲. موسویان، سیدعباس، ۱۳۸٦ش (الف)، **ابزارهای مالی اسلامی (صکوک)**، تهران: پژوهشگاه فرهنگ و اندیشه اسلامی.
۲۳. ـــــــ ۱۳۸٦ش (ب)، **فرهنگ اصطلاحات فقهی و حقوقی معاملات**، تهران: پژوهشکده پولی و بانکی.
۲٤. ـــــــ ۱۳۸۸ش، «بانکداری اسلامی ثبات بیش‌تر کارایی بالاتر»، **مجموعه مقالات بیستمین همایش بانکداری اسلامی**، تهران: مؤسسه عالی بانکداری ایران.
۲۵. موسوی‌خمینی، سیدروح‌الله، ۱۳۹۰ق، **تحریرالوسیله**، ۱، قم: دارالکتب العلمیه، دوم.
۲٦. ـــــــ ۱٤۱۵ق، **البیع**، قم: مؤسسه تنظیم و نشر آثار امام خمینی﵀، اول.
۲۷. موسوی‌خویی، سیدابوالقاسم، ۱۳۷۱ش، **مصباح الفقاهه**، ۳، نجف اشرف: المطبعة الآداب.

Archive of SID
www.SID.ir

۲۸. مهدوی‌نجم‌آبادی، سیدحسین، ۱۳۸۱ش، «تفاوت‌های اساسی توزیع ریسک در دو نظام بانکداری اسلامی و سنتی»، **مجموعه مقالات سیزدهمین همایش بانکداری اسلامی**، تهران: مؤسسه عالی بانکداری ایران.

29. Anston, M.J.P., F.J. Fabozzi & Chen Choudhry, R. 2004, **Credit Derivatives, Instruments, Applications and Pricing**, Hoboken, John Wiley& Sons.
30. Chantal, Y. & R. J. Vallerand, 1995, "Motivation and Gambling Involvement", **Journal of Social Psychology**, Dec95, Vol. 135, Issue 6.
31. Duffie, Darrell & J. Stephan, Schaefer, 2003, "Credit Risk; Pricing, Measurement and Management", **Princeton University Press**.
32. Hull, J. 2006, **Options, Futures and Other Derivatives**, 6th edition, New Jersy, McGraw-Hill.
33. Khan, Tariqulla & Habib Ahmad, 2001, **Risk Management and Analysis of Issues in Islamic Financial Industry**, Jeddah, Islamic Development Bank (IDB).
34. Meissner, G. 2005, **Credit Derivatives, Application, Pricing, and Risk Management**, Oxford, Blackwell Publishing.
35. Nelken, Izzy, 1999, **Implementing Credit Derivatives**, New Jersy, McGrow-Hill.
36. Jorion, Philippe, 2003, **Financial Risk Manager Handbook**, John Wiley & Sons, Inc.
37. Walker, M. B. 1992, **The Psychology of Gambling**, Oxford: Pergamon Press.

Archive of SID

www.SID.ir