

امکان سنجی فقهی سوآپ بدهی - مالکیت برای بازار سرمایه ایران

تاریخ دریافت: ۱۳۹۶/۱/۱۵

تاریخ پذیرش: ۱۳۹۶/۵/۳۰

مهدی الهی *

سیدمحمدجواد میرطاهر **

غزاله باقریان ***

چکیده

فعالیت‌های اقتصادی معمولاً دارای ریسک هستند و باید برای پوشش ریسک آنها تدابیری اندیشید. از سوی دیگر همواره کشورها و سازمان‌ها از مشکلات بدهی رنج می‌برند و به دنبال آن هستند تا بتوانند به نحوی بر این مشکلات غلبه کنند. یکی از این ابزارها، سوآپ بدهی - مالکیت است.

سوآپ بدهی - مالکیت، مجموعه‌ای از معاملات مالی است که به موجب آن شرکت بدهکار می‌تواند تمام یا بخشی از بدهی‌های خود را به صورت سهام به اعتباردهنده ارائه دهد. در مقاله پیش رو ضمن بررسی سوآپ بدهی - مالکیت از دید تعریف‌ها، انواع، ویژگی‌ها، سازوکار، کاربردها، مزیت‌ها و معایب و ضرورت استفاده از این ابزار در بازار سرمایه ایران، برای نخستین بار بررسی فقهی این معامله انجام شده است.

در این پژوهش به روش تحقیق توصیفی - تحلیلی و پیمایشی مقطعی با پرسش از خیرگان نشان داده می‌شود که با استفاده از عقود تنزیل دین (بیع دین به نقد)، مبادله دو قرارداد و به‌کارگیری صکوک بین‌المللی می‌توان مدل غربی سوآپ مذکور را مطابق با فقه امامیه بازتعریف کرد و در بازار سرمایه ایران به کار برد و سرانجام به شبهه ضرری بودن سوآپ مذکور در حوزه بین‌المللی پاسخ داده می‌شود.

واژگان کلیدی: سوآپ بدهی - مالکیت، اوراق قرضه، اوراق بهادار اسلامی، مبادله قراردادها.

طبقه‌بندی JEL: G10, Z12, G19.

۱۷۳

فصلنامه علمی پژوهشی اقتصاد اسلامی / سال هفدهم / شماره ۶۷ / پاییز ۱۳۹۶

Email: doctormahdielahi@gmail.com.

*. دکترای مدیریت مالی دانشگاه علامه طباطبایی.

Email: smj.mirtaher@gmail.com.

** دانشجوی دکترای مدیریت مالی دانشگاه امام صادق.

*** کارشناسی ارشد مهندسی مالی دانشگاه علم و فرهنگ (نویسنده مسئول).

Email: ghazaleh68.bagherian@gmail.com.

مقدمه

بازار سرمایه چهار رکن دارد: الف) حقوق و مقررات مالی؛ ب) ابزارهای تأمین مالی؛ ج) مدیریت ریسک؛ د) بازارها و واسطه‌های مالی. ابزارهای مدیریت ریسک، برای پدیدساختن اطمینان خاطر فعالان اقتصادی در برابر ریسک‌هایی که لازمه فعالیت اقتصادی است، ابداع شده‌اند. مهم‌ترین این ابزارها، ابزارهای مشتقه هستند. ابزارهای مشتقه شامل قراردادهای آتی خاص، قراردادهای آتی یکسان، قراردادهای اختیار معامله و قراردادهای سوآپ است (معصومی‌نیا و الهی، ۱۳۹۳، ص ۱۴۶). در این میان قراردادهای سوآپ تنوع فراوانی دارند. سوآپ بدهی - مالکیت یکی از انواع قرارداد سوآپ است که کاربرد وسیعی دارد. سوآپ‌های بدهی - مالکیت به عنوان یکی از مهم‌ترین ابزارهای مالی در اوایل سال‌های ۱۹۸۰ مطرح شد. شیلی نخستین کشوری بود که دامنه گسترده‌ای از طرح‌های تبدیل بدهی - مالکیت را در می ۱۹۸۵ بنا نهاد (Hamburg, 1987, p.120). استفاده از سوآپ بدهی - مالکیت در آغاز سال ۱۹۹۴ به‌طور قابل ملاحظه‌ای کاهش یافت و بیشتر برنامه‌های سوآپ بدهی - مالکیت که در دهه ۱۹۸۰ موجود بوده، به تعلیق درآمد و یا به کار گرفته نشد (Moye, 2001, p.9). سپس ژاپن استفاده از سوآپ بدهی - مالکیت را برای نخستین بار در اوایل سال ۱۹۹۹ زمانی که اولین همایش کمیسیون‌های رقابتی که توسط دولت تشکیل شده بود، به صورت رسمی آغاز کرد (Seki, 2002, p.3). با این حال تاکنون کشورهای اسلامی در پی بررسی سوآپ بدهی - مالکیت از دید فقهی هستند؛ بنابراین پژوهش پیش رو به دنبال پاسخگویی به این پرسش است که آیا امکان طراحی قرارداد سوآپ بدهی - مالکیت بر اساس فقه امامیه برای بازار سرمایه ایران وجود دارد؟ جهت پاسخگویی به این پرسش، نخست به بررسی و تعریف این مشتقه پرداخته می‌شود. در مرحله بعد با بررسی ماهیت فقهی این قرارداد و پرسش از خبرگان، امکان تطبیق این ابزار مشتقه با یکی از قراردادهای مورد تأیید فقه اسلامی یا به عنوان عقد جدید بررسی می‌شود. سپس الگوی نسبتاً کاملی برای بازار سرمایه ایران پیشنهاد و صکوک بین‌المللی قابل به‌کارگیری در سطح جهانی معرفی می‌گردد.

پیشینه تحقیق

طی چند دهه اخیر در مورد قراردادهای سوآپ پژوهش‌های بسیاری انجام شده است. همچنین تحقیق‌های بسیاری درباره ماهیت قرارداد سوآپ بدهی - مالکیت (Dept-Equity Swap)، ساختار، روش قیمت‌گذاری و ... صورت گرفته است؛ اما درباره مدل عملیاتی قرارداد سوآپ بدهی - مالکیت مطابق با موازین اسلامی تاکنون مطالعه‌ای انجام نشده است. در زیر خلاصه‌ای از پژوهش‌های انجام‌شده در خصوص قرارداد سوآپ بدهی - مالکیت بیان می‌شود که نشان‌دهنده عدم مطالعات انجام‌شده در حوزه پژوهش‌های اسلامی و نیاز مبرم کشورهای اسلامی جهت پژوهش در این حوزه می‌باشد.

میلمان کلادیو (Milman, Claudio, 1996) در مقاله خود به بررسی نقش سوآپ بدهی - مالکیت در فرایند خصوصی‌سازی کشور شیلی می‌پردازد و تأثیری که این نوع از سوآپ بر سرمایه‌گذاری خارجی، کاهش بدهی و برگشت فرار سرمایه دارد را مورد بررسی قرار می‌دهد. همچنین این مقاله نخستین پژوهش تجربی است که نوآوری‌های مالی مانند سوآپ بدهی - مالکیت را به برنامه‌های خصوصی‌سازی مرتبط می‌سازد.

موراکس و ناواتی (Morau & Navatte, 2009) در مقاله خود به تجزیه و تحلیل سوآپ بدهی - مالکیت با تمرکز بر مباحث قیمت‌گذاری و طراحی سوآپ می‌پردازد. نویسندگان در این مقاله بیان می‌کنند که چنین ابزارهای مالی زمانی مفید هستند که طلبکاران تمایل دارند از انحلال شرکت در هنگام نکول جلوگیری کنند.

جنیت اسکای (Ganitsky, 1988) در مقاله «سرمایه‌گذاری خارجی با استفاده از سوآپ بدهی - مالکیت» از این سوآپ به عنوان سازوکار کاربردی برای سرمایه‌گذاری در شرکت‌های کشورهای کمتر توسعه‌یافته یاد می‌کند. وی به بررسی پیشینه تاریخی سوآپ بدهی - مالکیت، مشارکت‌کنندگان سوآپ، هزینه‌های کلی و عواملی را که در هنگام تحلیل سوآپ بدهی - مالکیت باید در نظر گرفت، می‌پردازد و در پایان این اطمینان را به مخاطبان می‌دهد که منافع سوآپ بدهی - مالکیت هم‌راستا با استراتژی‌های کلی شرکت‌هاست.

بلیک و پرادان (Blake & Pradhan, 1991) در مقاله خود با عنوان «سوآپ‌های بدهی - مالکیت معادل با تبدیلات اوراق قرضه» نشان می‌دهند که سوآپ‌های بدهی - مالکیت معادل با تبدیلات اوراق قرضه هستند و می‌توان آنها را با استفاده از فرمول‌های

ارزش‌گذاری اوراق قرضه ارزش‌گذاری کرد. همچنین بیان می‌شود که در هنگام محاسبات بدهی به سهام داخلی، باید میزان سرمایه‌گذاری قبل از انحلال یا برگشت درآمدهای حاصل حفظ شود. در نتیجه ریسک نرخ تبدیل و ریسک سهام افزایش می‌یابد و در هنگام ارزش‌گذاری سهام هر دو نوع ریسک در نظر گرفته می‌شود و در نهایت فرمول ارزش‌گذاری ارائه می‌شود.

الالی (Elali, 1995) در مقاله خود با عنوان «سواپ‌های بدهی - مالکیت و حل مشکلات بدهی کشورهای کمتر توسعه‌یافته» سازوکار جدیدی را معرفی می‌کند که مبتنی بر بازار است. بر اساس این سازوکار کشورهای بدهکار و بانک‌های طلبکار می‌توانند مشکلات مرتبط با بحران بدهی‌های بین‌المللی را خنثی کنند. نویسنده در این مقاله سواپ بدهی - مالکیت را از دیدگاه کشور بدهکار توصیف، تحلیل و ارزیابی می‌کند. همچنین برخی از مزایا و معایب سواپ مذکور را بیان می‌کند. در نهایت به این نکته اشاره می‌کند که استفاده موفقیت‌آمیز از برنامه سواپ بدهی - مالکیت می‌تواند نقش مهمی را در کاهش مشکلات بدهی کشورهای کمتر توسعه‌یافته ایفا کند و همچنین به رشد اقتصادی آینده آنها کمک کند.

تعریف موضوع و بیان مسئله

روشن کردن مسئله یا مشکل در یک تحقیق کاربردی یکی از نخستین و ضروری‌ترین گام‌های پژوهش است. نظام مالی مطلوب، نظامی است که بتواند به طراحی ابزارهایی بپردازد تا افرادی که توانایی سرمایه‌گذاری دارند اما سرمایه لازم را ندارند، با استفاده از این ابزارها به تجمیع سرمایه‌های کوچک و پراکنده در دست مردم بپردازند. سواپ توافقی است میان دو شرکت برای معاوضه جریان‌های نقدی در آینده - با دو نوع متفاوت از بدهی یا دارایی‌ها - (جان هال، ۱۳۸۴، ص ۲۵۹). از سوی دیگر همواره کشورها و سازمان‌ها از مشکلات بدهی رنج می‌برند و به دنبال آن هستند که بتوانند به نحوی بر این مشکلات غلبه کنند. یکی از این ابزارها سواپ بدهی - مالکیت است؛ سواپ بدهی - مالکیت، مجموعه‌ای از معاملات مالی است که به موجب آن شرکت بدهکار می‌تواند تمام یا بخشی از بدهی‌های خود را به صورت سهام به اعتباردهنده ارائه دهد. در این صورت شرکت بدهکار حجم بدهی‌های خود را کاهش می‌دهد و اعتباردهنده هم می‌تواند درصدی از حق مالکیت شرکت بدهکار را به

دست بیاورد و طلب‌های خود را از شرکت بدهکار وصول کند. پس می‌توان وام‌های بانکی را از بخش بدهی‌های ترازنامه شرکت به سهام عادی یا سرمایه پرداخت شده در بخش دارایی سهام‌داران انتقال داد. همچنین ما مسلمانان به حق معتقدیم که اسلام دین تمام زمان‌هاست و توانایی پاسخگویی به تمامی نیازهای بشر در تمامی اعصار را دارد؛ از این رو بر متخصصان مسلمان و مجتهدان لازم است که این قبیل موضوعات را دقیق بررسی کنند. آنها باید ابزارهایی که می‌توان در چارچوب ضوابط شرعی برای پویایی بازار مالی کشورهای اسلامی ابداع کرد را معرفی نمایند (معصومی‌نیا، ۱۳۸۹، ص ۲۲). با توجه به اینکه برخی از سوآپ‌های موجود مورد امکان‌سنجی فقهی قرار گرفته و مدل عملیاتی آن ارائه شده، نویسنده در صدد است سوآپ بدهی - مالکیت را بررسی فقهی کند و مدل عملیاتی مناسبی برای آن ارائه دهد. در بررسی اولیه که انجام شد، مشکلات کلی در سوآپ متعارف با پرسش و مصاحبه از نظرات خبرگان مالی اسلامی، ربوی بودن اوراق قرضه به‌کارگرفته‌شده در مدل غربی و بیع دین به دین در بخشی از معاملات مدل بود (موسویان و بهاری قرامکلی، ۱۳۹۱، ص ۲۸۰-۲۸۸)؛ بنابراین تحقیق پیش رو به دنبال یافتن پاسخ به این پرسش است که آیا امکان طراحی قرارداد سوآپ بدهی - مالکیت بر اساس فقه امامیه برای بازار سرمایه ایران وجود دارد؟ همچنین لازم است در اینجا تفاوت اوراق قابل تبدیل به سهام با سوآپ بدهی - مالکیت بیان شود و دلیل برتری سوآپ بدهی - مالکیت و بررسی آن تحت این نوشتار روشن شود. همان‌طور که می‌دانیم، اوراق بهادار قابل تبدیل (Convertible security) اوراق بهاداری است که تحت شرایط خاصی قابل تبدیل به یکی دیگر از اوراق بهادار همان شرکت می‌باشد. نمونه بارز این نوع اوراق، شامل اوراق قرضه یا سهام ممتازی است که قابل تبدیل به تعداد تعیین‌شده‌ای سهام عادی می‌باشد. معمولاً هیچ وجه نقدی مبادله نمی‌شود، اوراق بهادار قبلی دریافت شده و در مقابل، تعداد مشخصی از اوراق بهادار جدید منتشر می‌شود. برخی از این اوراق تنها پس از یک دوره انتظار ابتدایی، قابل تبدیل هستند. برخی از آنها تا تاریخ سررسید قابل تبدیل هستند؛ درحالی‌که برخی دیگر فقط برای دوره کوتاهی قابل تبدیل می‌باشند، بعضی نیز مستلزم پرداخت نقدی اضافی در قبال تبدیل می‌باشند؛ اما در سوآپ بدهی - مالکیت اوراق بدهی با اوراق سهام معاوضه می‌شود و نوع و ماهیت اوراق هیچ‌گونه تغییری نمی‌کند. در واقع جریان‌های نقدی اوراق بدهی و اوراق سهام با هم مبادله می‌شوند؛

ولی در اوراق قابل تبدیل به سهام ماهیت اوراق به صورت کامل عوض می‌شود. یکی از مزیت‌های سوآپ بدهی - مالکیت همین است که ماهیت اوراق را عوض نمی‌کند.

روش تحقیق

از لحاظ نحوه گردآوری داده‌ها (طرح تحقیق)، این تحقیق یک نوع تحقیق توصیفی - تحلیلی و پیمایش مقطعی می‌باشد؛ زیرا در این تحقیق به دنبال تبیین و توصیف مبانی فقهی سوآپ بدهی - مالکیت و سرانجام ارائه راهکار جدید و مدل از نظر فقهی و کاربردی می‌باشیم. همچنین تحقیق از بعد نوع داده‌ها، کیفی است و فرایند آزمون بیشتر بر استدلال‌هایی بر مبنای دستکاری مفاهیم و مقوله‌بندی داده‌های متنی اتکا خواهد داشت؛ بدین سبب روش اندازه‌گیری در این تحقیق با مراجعه به متون فقهی - حقوقی و اقتصادی و استفاده از نظرات خبرگان صورت می‌گیرد.

جامعه آماری در این تحقیق از میان خبرگان و متخصصان مالی اسلامی که علاوه بر داشتن تخصص لازم در حوزه مبانی مهندسی مالی و ابزارهای مشتقه، از علم کافی در مباحث فقهی و حقوقی برخوردارند، انتخاب شد. اعضای خبره در این پژوهش جمعی از اساتید مالی اسلامی از دانشگاه‌های مختلف و کارشناسان فقهی و مالی در سازمان بورس و پژوهشگاه فرهنگ و اندیشه اسلامی بودند. روش نمونه‌گیری، روش غیر تصادفی هدفمند یا قضاوتی است که این روش نوعی نمونه‌گیری است که در آن افراد نمونه از میان افرادی انتخاب می‌شوند که دارای خصوصیات تعریف شده‌ای می‌باشند. شایان گفتن است منظور از خبرگان فقهی در اینجا، مراجع عظام تقلید نیست، بلکه افرادی متخصص در حوزه فقه مالی هستند که در صورت داشتن حداقل دو شرط از موارد زیر توسط پژوهشگر انتخاب شدند:

- دارابودن حداقل مدرک دوره سطح چهار تحصیلات حوزوی؛
- دارابودن حداقل مدرک کارشناسی ارشد از دانشگاه‌های معتبر در یکی از رشته‌های مرتبط با اقتصاد یا مالی؛
- داشتن حداقل پنج مقاله پژوهشی و یا کتاب در حوزه فقه اقتصادی و مالی؛
- عضویت در شورای فقهی بانک مرکزی جمهوری اسلامی ایران؛
- عضویت در کمیته فقهی سازمان بورس و اوراق بهادار؛

• عضویت در کمیته فقهی بانک‌ها و مؤسسات مالی معتبر؛

• داشتن حسن شهرت به عنوان صاحب‌نظر فقه اقتصادی و مالی.

با مصاحبه با یکایک خبرگان منتخب و ثبت نظرات آنها مشکلات فقهی در مدل غربی رایج مشخص شد؛ سپس به تحلیل نظرات پرداخته شد؛ پس از آن با مطالعه منابع فقهی و مصاحبه مجدد با خبرگان راهکارهایی برای رفع مشکلات و پاسخ به شبهات ارائه گردید و الگوی متناسب با فقه امامیه و بازار سرمایه ایران تدوین شد.

موضوع شناسایی سوآپ بدهی - مالکیت

در این قسمت با معرفی سوآپ بدهی - مالکیت، به تعریف و تشریح، انواع، کاربردها، ویژگی‌ها، مزیت‌ها و عیب‌های آن بحث می‌شود.

۱. تعریف سوآپ بدهی - مالکیت

تعریف‌های متعددی برای این سوآپ مطرح شده است که به برخی از آنها می‌پردازیم:
واژه سوآپ بدهی - مالکیت به معنای معاوضه بدهی شرکتی که به شدت مقروض یا از نظر مالی زیان دیده است به سهام یا کسب مالکیت به وسیله اعتباردهندگان خود، می‌باشد؛ به بیان ساده‌تر، سوآپ بدهی - مالکیت وام‌های بانکی را از بخش بدهی‌های ترازنامه شرکت به سهام عادی یا سرمایه پرداخت‌شده در بخش دارایی سهام‌داران انتقال می‌دهد (Seki, 2002, p.2).

سوآپ بدهی - مالکیت مجموعه‌ای از معاملات مالی است که به موجب آن یک کشور کمتر توسعه‌یافته می‌تواند تمام یا بخشی از بدهی‌های خارجی خود را به سهام شرکت داخلی تبدیل کند. پس می‌توان گفت، سوآپ بدهی - مالکیت، بدهی (وام خارجی) را با موارد دیگر - سرمایه‌گذاری سهام متعلق به خارجی‌ان - معاوضه می‌کند. در ضمن باید به این نکته توجه کرد که این نوع سرمایه‌گذاری سهام ممکن است توسط یک سرمایه‌گذار خارجی یا یک بانک اعتباردهنده داخلی به دست آید (Elali, 1995, p.57). در یک سوآپ بدهی - مالکیت، بدهی‌های خارجی کشورهای در حال توسعه برای سرمایه‌گذاری سهام در آن کشورها به ارز (واحد پول) داخلی کشورها تبدیل می‌شوند. معمولاً سرمایه‌گذاران که عمدتاً بانک‌ها یا شرکت‌های خصوصی هستند، اوراق بدهی را همراه با تخفیفی نسبت به

ارزش اسمی آنها در بازار ثانویه یا توسط آژانس‌های دوجانبه می‌خرند و سپس کشورهای بدهکار این اوراق بدهی را در قیمت تعیین‌شده توسط مذاکره‌کنندگان در ارز داخلی یا ابزارهای ارز داخلی - مانند اوراق قرضه - که برای سرمایه‌گذاری سهام استفاده می‌شوند، بازخرید می‌کند (Moye, 2001, p.9).

در جمع‌بندی کلی می‌توان بیان داشت، سوآپ بدهی - مالکیت مجموعه‌ای از معاملات مالی است که به موجب آن یک شرکت بدهکار می‌تواند تمام یا بخشی از بدهی‌های خود را با مقدار از پیش تعیین‌شده‌ای از حقوق صاحبان سهام یا سهام معاوضه کند. تعداد سهام اعطاشده توسط حجم بدهی‌های معوق و ارزش سهام‌ها تعیین می‌شود. همچنین ارزش اوراق بدهی و اوراق مالکیت معمولاً توسط بازار در زمان مبادله تعیین می‌شود و در هنگام تبدیل اوراق بدهی به اوراق مالکیت هیچ تبادل نقدی صورت نمی‌گیرد.

به‌طورکلی کشورهای درحال توسعه دو نوع از معاملات سوآپ بدهی - مالکیت را پایه‌گذاری کرده‌اند: در نوع اول بانک‌های خارجی برای تبدیل میزانی از بدهی‌هایشان به سرمایه‌گذاری داخلی مجاز هستند؛ در نوع دوم، شرکت‌های چندملیتی سهام داخلی را به وسیله بازار ثانویه‌ای که برای بدهی کشورهای درحال توسعه وجود دارد، پرداخت می‌کنند (Berney, 1989, p.42).

۲. ساختار و اجزای سوآپ بدهی - مالکیت

مشارکت‌کنندگان اصلی در یک سوآپ بدهی - مالکیت عبارت‌اند از:

اعتباردهندگان

معمولاً اعتباردهندگان یک بانک یا یک مؤسسه اعطای وام است. وظیفه اصلی اعتباردهندگان این است که احتمال بروز مشکل را در زمان اعطای وام بررسی می‌کنند. اعتباردهندگان در ارزیابی‌های خود باید به شرایط اعطای وام، کشوری که قصد اعطای وام را به او دارند، تأثیرات چانه‌زنی و مذاکرات بانک با متقاضیان وام و همچنین میزان تغییر در مقدار تخفیفات مرتبط با بازارهای سوآپ بدهی - مالکیت اشاره کنند.

بدهکاران

بدهکار، شخصیت یا سازمان میزبان برای سرمایه‌گذاری است که پس از تعریف فرایندها و مراحل سوآپ بدهی - مالکیت، بدهی‌ها را در ارزش داخلی بازخرید می‌کند.

سرمایه‌گذاران

سرمایه‌گذاران، شرکت بین‌المللی که حاضر به سرمایه‌گذاری در کشور میزبان است یا سرمایه‌گذاران کوچک و سرمایه‌گذارانی که برای نخستین بار اقدام به فعالیت کرده‌اند، می‌باشند.

کارگزاران

کارگزاران می‌توانند یک شرکت کارگزاری، بانک سرمایه‌گذاری، دولت رسمی یا یک صنعتگر با نفوذ باشند. وظیفه اصلی کارگزاران ارتباط، تسهیل و انتقال اوراق بهادار شرکای درگیر در یک معامله سوآپ بدهی - مالکیت است (Elali, 1995, p.60). برای اینکه هر کارگزار بتواند نسبت به سایر کارگزاران توانا باشد باید اقداماتی از قبیل تدوین مستندات مربوطه، کسب دانش و مهارت مورد نیاز درباره توافقات تجدید ساختار بدهی و معاملات با حجم بالا و همچنین افزایش سطح ارتباطات جهت تقویت و افزایش سودآوری معاملات انجام دهد (Ganitsky, 1988, p.25).

۳. مشخصات و ویژگی‌های سوآپ بدهی - مالکیت

از دیدگاه بلیک و پرادان (Blake & Pradhan, 1991, p.40) بیشتر سوآپ‌های بدهی - مالکیت ویژگی‌های زیر را دارند:

- ✓ بدهی‌ها با ارزش‌های معتبر به سهام‌هایی با ارزش داخلی تبدیل می‌شود؛
- ✓ اوراق بدهی به دلیل میزان تخفیفات بازخرید که معمولاً بین ده تا دوازده درصد است به ارزش اسمی کمتری بازخرید می‌شوند؛
- ✓ درآمدهای حاصل از بازخرید ارزش‌های معتبر با نرخ تبدیل نقدی قانونی به ارزش‌های داخلی که برای به‌دست‌آوردن سهام حقوق صاحبان سهام در یک شرکت استفاده خواهد شد، تبدیل می‌شوند؛

✓ سرمایه‌گذاری روی سهم‌های داخلی شرکت پیش از اینکه بتوان آنها را منحل کرد و درآمدهای حاصل از آنها را برگرداند باید برای چندین سال حفظ شوند.

۴. کاربرد سوآپ بدهی - مالکیت

از زمان پیدایش نخستین قراردادهای سوآپ بدهی - مالکیت کاربردهای متعدد آن سبب گسترش هرچه بیشتر بازار این قراردادها شده است؛ بنابراین در این بخش به مهم‌ترین کاربردهای مالی این نوع از سوآپ اشاره می‌شود:

الف) ابزاری مناسب جهت حل مشکلات مرتبط با بحران بدهی‌های بین‌المللی: سوآپ بدهی - مالکیت سازوکاری ارائه می‌دهد که مبتنی بر بازار است و به واسطه آن کشورهای بدهکار و اعتباردهندگان می‌توانند مشکلات بحران بدهی‌های بین‌المللی خود را حل کنند.

ب) بهبود ترازنامه و کاهش بدهی شرکت‌های مقروض: در سوآپ بدهی - مالکیت بدهی به سهام تبدیل می‌شود. تبدیل بدهی به سهام نه تنها نسبت بدهی به حقوق صاحبان سهام پروژه را کاهش می‌دهد، بلکه سطح پرداخت‌های بدهی را نیز کاهش می‌دهد (Merra & Njiru, 2002, pp.62-65).

ج) تسهیل خصوصی‌سازی شرکت‌های دولتی: دولت‌ها بر این باورند که سوآپ بدهی - مالکیت می‌تواند ابزار مفیدی جهت کاهش الزامات بدهی خارجی و جذب شرکا برای خصوصی‌سازی شرکت‌های دولتی باشد (Milman, Claudio, 1996, p.171).

د) ارتقای اعتبار کشورهای کمتر توسعه‌یافته: سوآپ بدهی - مالکیت می‌تواند همراه با کاهش حجم نامحدود بدهی‌های خارجی و افزایش مشارکت در سرمایه‌گذاری‌های مختلف، اعتبار کشورهای کمتر توسعه‌یافته را ارتقا دهد (Merra & Njiru, 2002, pp.62-65).

۵. مزایا و معایب سوآپ بدهی - مالکیت

هر یک از ابزارهای مالی به کارگرفته شده در بازارهای مالی ممکن است علاوه بر مزایای متعدد، دارای معایبی نیز باشد که باید با بررسی آنها و در نظر گرفتن شرایط بازار سرمایه به بهترین نحو از این ابزارها استفاده کرد.

مزایای اجرای سوآپ بدهی - مالکیت

مزیت‌های استفاده از سوآپ بدهی - مالکیت عبارت‌اند از:

۱. کاهش بدهی‌های خارجی و افزایش سرمایه‌گذاری؛
۲. بهبود موقعیت مالی کشورهای بدهکار؛
۳. تسهیل خصوصی‌سازی شرکت‌های دولتی؛
۴. بهبود شرایط اقتصادی و بهره‌برداری صحیح از منابع و فرصت‌ها؛
۵. هدایت استراتژی اعطای وام به سمت فرصت‌های مناسب؛
۶. کاهش قرارگرفتن در معرض ریسک‌های نرخ ارز و نکول؛
۷. تسهیل ورود به بازار سرمایه.

معایب اجرای سوآپ بدهی - مالکیت

عیب‌های استفاده از سوآپ بدهی - مالکیت عبارت‌اند از:

۱. ممکن است سبب خصوصی‌کردن اقتصاد شود و فشار تورمی شدیدی ایجاد کند؛
۲. کنترل بیشتر خارجیان بر اقتصاد کشور و در خطر بودن حاکمیت کشورها؛
۳. با خرید بدهی با هزینه بیشتر در بازار ثانویه؛
۴. ایجاد زیان‌های نقدی به دلیل تنزیل وام‌ها؛
۵. ریسک‌های اقتصادی، سیاسی و خارجی (Ganitsky, 1988, p.24).

سازوکار سوآپ بدهی - مالکیت

مفاهیم اولیه در اجرای قرارداد سوآپ بدهی - مالکیت ساده است؛ اما سازوکار واقعی در طراحی و اجرای این نوع سوآپ قدری پیچیده است و این پیچیدگی به این دلیل است که دو طرف به دنبال کسب امتیازهای ویژه برای خود هستند. در این بخش برای فهم بیشتر، سازوکار سوآپ بدهی - مالکیت را از طریق مثالی بیان می‌شود.

فرض کنید کشور در حال توسعه مصر، بدهی به مبلغ صد میلیون دلار کانادایی به بانک رویال کانادا دارد. به دلیل شرایط نامساعد اقتصادی در کشور مصر، بانک رویال کانادا از پرداخت طلب خود توسط کشور مصر ناامید است و در تلاش است این اوراق بدهی پریسک را از سبد سرمایه‌گذاری خود خارج کند؛ پس بانک رویال کانادا تصمیم می‌گیرد

اوراق بدهی کشور مصر را با قیمت کمتری تنزیل کند. او قیمت ۵۵ میلیون دلار کانادایی را برای تنزیل اوراق بدهی خود پیشنهاد می‌دهد.

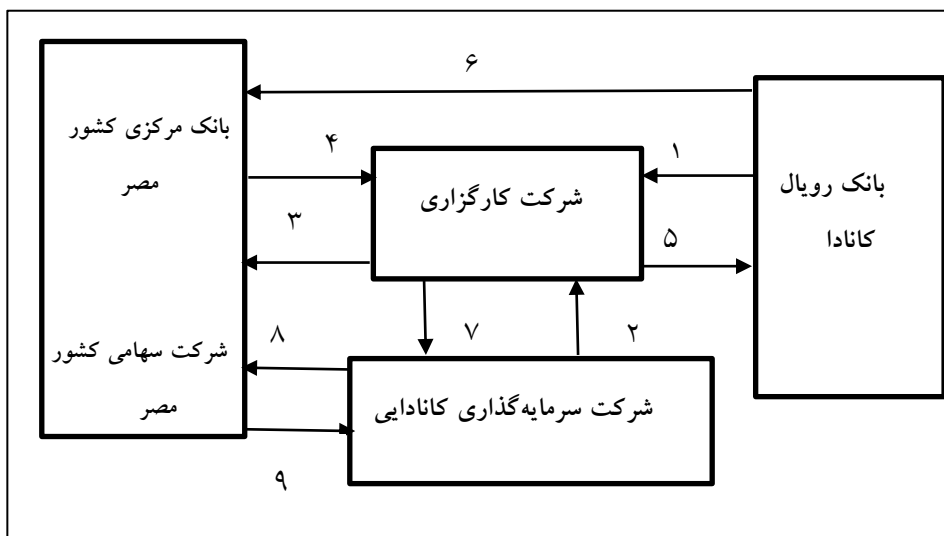
از طرف دیگر، یک شرکت سرمایه‌گذاری بین‌المللی کانادایی تصمیم دارد در کشور مصر سرمایه‌گذاری کند. شرکت سرمایه‌گذاری کانادایی پیشنهاد سرمایه‌گذاری در کشور مصر را به مقامات دولت مصر می‌دهد و با موافقت دولت مصر روبه‌رو می‌شود.

شرکت سرمایه‌گذاری کانادایی اوراق بدهی مصری را از بانک رویال کانادا به قیمت تنزیل شده ۵۵ میلیون دلار کانادایی در بازار ثانویه می‌خرد و اوراق بدهی مذکور را به دولت مصر جهت بازخرید با قیمت نود میلیون دلار کانادایی می‌فروشد. بانک مرکزی مصر مسئول انجام این عملیات است و اوراق بدهی تنزیلی را از شرکت کانادایی به مبلغ نود میلیون دلار کانادایی - که ارزش اسمی این اوراق صد میلیون دلار کانادایی است - بازخرید می‌کند و در مقابل به اندازه مبلغ مورد نظر ارز داخلی (پوند مصری) به شرکت سرمایه‌گذاری کانادایی پرداخت می‌کند. شرکت کارگزاری دو درصد هزینه کارگزاری جهت انجام عملیات سوآپ دریافت می‌کند؛ بنابراین شرکت کانادایی با پرداخت ۵۵ میلیون دلار به بانک رویال کانادا توانست ۸۸ میلیون دلار ارز داخلی کشور مصر را دریافت کند.

در ادامه، شرکت سرمایه‌گذاری کانادایی باید با ارزش‌های داخلی (پوند مصری) دریافت شده در کشور مصر سرمایه‌گذاری کند. او با دو گزینه روبه‌روست: سهام شرکت‌های داخلی کشور مصر را خریداری کند یا سرمایه‌گذاری جدیدی در کشور مصر آغاز کند - البته کشور مصر محدودیت‌هایی برای شرکت کانادایی اعمال کرده، از جمله اینکه: کلیه کارگران مشغول در پروژه از کشور مصر باشند، حق مالکیت سهام تا اندازه‌ای به شرکت کانادایی داده می‌شود که سبب تسلط آنها بر اداره امور کشور مصر نشود -

همان‌طور که مشاهده می‌شود، اجرای سوآپ بدهی - مالکیت دارای مزایای متنوعی برای دو طرف درگیر در سوآپ است.

شکل ۱: الگوی مدل غربی



۱۸۵

۱. بانک رویال کانادا قصد دارد اوراق بدهی خود به قیمت ۵۵ میلیون دلار کانادایی تنزیل کند - ارزش اسمی اوراق بدهی صد میلیون دلار است -
۲. شرکت سرمایه‌گذاری کانادایی تمایل دارد اوراق بدهی تنزیلی را بخرد و به وسیله آن سرمایه‌گذاری در کشور مصر را آغاز کند.
۳. شرکت سرمایه‌گذار کانادایی اوراق بدهی را به بانک مرکزی کشور مصر ارائه می‌دهد و بدین ترتیب بانک مرکزی اوراق بدهی را با خرید می‌کند.
۴. بانک مرکزی کشور مصر اوراق بدهی را که به قیمت نود میلیون دلار کانادایی با خرید کرده بود به کار می‌گیرد.
۵. هزینه کارگزاری پرداخت می‌شود (یک درصد از ۵۵ میلیون دلار کانادایی).
۶. اوراق بدهی کشور مصر نزد بانک رویال کانادا باطل می‌شود.
۷. هزینه کارگزاری پرداخت می‌شود (دو درصد از نود میلیون دلار کانادایی).
۸. شرکت سرمایه‌گذار کانادایی ۸۸ میلیون دلار ارز داخلی (پوند مصری) از بانک مرکزی کشور مصر دریافت می‌کند - جهت خرید سهام در کشور مصر -
۹. شرکت سرمایه‌گذار کانادایی، سهام شرکت مصری را دریافت می‌کند (, 1995

ضرورت به کارگیری سوآپ بدهی - مالکیت در بازار سرمایه ایران

تاریخ تحولات اقتصادی کشورهای اسلامی به ویژه ایران نشان می‌دهد شرط نخست موفقیت بلندمدت مؤسسات و نهادهای اقتصادی در سازگاری آنها با اعتقادات و فرهنگ اسلامی مسلمانان نهفته است. موضوع ابزارهای مالی نیز از این قاعده کلی مستثنا نیست. تثبیت و گسترش بازار اوراق سهام و عدم استقبال مردم از اوراق قرضه، گویای این مطلب است. علاوه بر این ضرورت طراحی انواع ابزارهای پوشش ریسک برای کاهش نوسانات و جلب خاطر سرمایه‌گذاران امری اجتناب‌ناپذیر است. همان‌گونه که بیان شد حاکمیت فضای اقتصادی در ایران نیاز به سوآپ بدهی - مالکیت برای مدیریت ریسک در کنار دیگر ابزارهای پوشش ریسک را تشدید می‌کند. در ادامه عمده دلایل ضرورت استفاده از سوآپ بدهی - مالکیت در بازار سرمایه ایران تشریح می‌شود:

۱. عامل انگیزشی مثبت برای ورود سرمایه‌گذاران خارجی به بازار سرمایه ایران و کاهش بدهی‌های ایران: سوآپ بدهی - مالکیت، خارجیان را به سرمایه‌گذاری در بازارهای سرمایه تشویق می‌کند و بدون دخالت در کنترل داخلی کشور، مالکیت بخشی از سهام دریافتی را به دست می‌آورند؛ در نتیجه ایران می‌تواند بدهی‌های خود را کاهش دهد.
۲. ابزاری مناسب برای پوشش ریسک: حجم بالای سرمایه‌گذاری در بازار سرمایه و ضرورت مدیریت ریسک بازدهی مختص آنها، ضرورت حفظ سرمایه‌گذاران فعلی و جذب سرمایه‌گذاران داخلی و خارجی از راه کاهش هزینه‌های معاملاتی و مالیاتی و طراحی ابزار مالی مناسب در این باره بیانگر شدت این نیاز است.
۳. جلوگیری از فرار سرمایه کشور: سوآپ بدهی - مالکیت به عنوان یکی از ابزارهای پوشش ریسک با تبدیل بدهی‌های کشور به سهام می‌تواند از فرار سرمایه جلوگیری کرده و در نتیجه به بهبود اعتماد به نفس و بهبود موقعیت اقتصادی کشور بینجامد.
۴. ابزاری کارا در هنگام ورشکستگی شرکت‌ها: یکی از کاربردهای سوآپ بدهی - مالکیت پوشش ریسک است و همان‌طور که می‌دانیم ریسک بسیار مهم برای برخی کشورها و شرکت‌هایی که بدهکاری زیادی دارند، امکان توقف و ورشکستگی آنها می‌باشد که با استفاده از این نوع سوآپ می‌توانند از این خطر رهایی پیدا کنند.

۵. کمک به افزایش نقدینگی به صورت غیر مستقیم: قرارداد سوآپ بدهی - مالکیت سبب تبدیل بدهی به سهام می‌شود؛ لذا از این نظر نقدینگی شرکت افزایش نمی‌یابد و فقط بدهی‌های خود را به نحو بهتری مدیریت می‌کند؛ اما بعد از آن شرکت می‌تواند با گرفتن اعتبار جدید، نقدینگی لازم را به دست آورد.

بررسی فقهی سوآپ بدهی - مالکیت

یکی از مباحثی که امروزه اندیشمندان مسلمان با جدیت دنبال آن هستند، شناسایی موضع اسلام در قبال معاملات جدید مالی و ابزارهای نوپیدای اقتصادی است؛ بنابراین پس از تبیین سوآپ بدهی - مالکیت، اجزا و عملکرد این قرارداد، در این قسمت به بررسی فقهی سوآپ بدهی - مالکیت پرداخته می‌شود.

۱. اصل صحت و لزوم قراردادها

اصل صحت قراردادها

بیشتر فقیهان متأخر بر این باورند که پس از احراز عرفی صدق معامله، اگر به هر دلیلی در صحت شرعی معامله‌ای شک وجود داشته باشد تا زمانی که دلیل خاص یا عام بر بطلان معامله نباشد، معامله از نظر شرعی صحیح بوده و آثار معامله بر آن مترتب است و برای طرفین لازم‌الوفاست و در این مطلب فرقی بین معاملات رایج در صدر اسلام و معاملات جدید نیست (موسوی خمینی، ۱۳۷۹، ج ۱، ص ۱۱۳)؛ بنابراین تمام کاربردهای سوآپ بدهی - مالکیت و آثار معامله بر آن مترتب خواهد بود مگر اینکه از دیدگاه عرف و شرع صحیح نباشد.

اصل لزوم قراردادها

اگر تردید شود قراردادی لازم است یا جایز، بنا بر اصل لزوم قراردادها حکم به لزوم و عدم جواز فسخ می‌کنند؛ بنابراین مطابق این قاعده، اصل اولی در قراردادها لزوم است مگر اینکه جواز قراردادی با دلیل ثابت شود (موسویان، ۱۳۹۲، ص ۷۳).

عقود به‌کاررفته در سوآپ بدهی - مالکیت همچون تنزیل دین، بیع دین به نقد و مبادله دو قرارداد لازم‌اند؛ بنابراین سوآپ بدهی - مالکیت قراردادی لازم شمرده می‌شود.

۲. ضوابط عمومی قراردادها

پس از بیان دیدگاه کلی فقه اسلام در باب معاملات و اینکه شریعت اسلام هر قرارداد عقلایی که نهی خاص یا عام نداشته باشد را تأیید و امضا کرده است و آن را لازم‌الوفا می‌داند، حال باید به بررسی ضوابط عمومی حاکم بر معاملات بپردازیم.

ممنوعیت اکل مال به باطل

فقیهان از باب «اکل مال به باطل» حکم به حرمت و بطلان معامله کرده‌اند که برخی از این موارد عبارت‌اند از: مواردی که موضوع معامله مالیت نداشته باشد؛ مواردی که معامله موجب تضییع حقوق دیگران می‌شود؛ مواردی که معامله همراه با ضرر و زیان است؛ مواردی که موضوع معامله منفعت حلال نداشته باشد؛ مواردی که معامله همراه با فریب است؛ موارد فساد و فحشا؛ موارد لغو و لهو؛ مواردی که مال از طریق تضعیف نظام اسلامی به دست می‌آید (اسماعیلی، ۱۳۷۳، ص ۱۳۸).

بنابراین تحصیل مال باید از راه معامله‌هایی باشد که عادلانه و منطقی بوده و با قصد جدی همراه باشد و در آن حيله راه نداشته باشد و موجبات فشار بر یکی از دو طرف معامله را فراهم نیاورد. به نظر می‌رسد از آنجاکه قرارداد سوآپ بدهی - مالکیت در دنیای کنونی برای منافع عقلایی مانند پوشش ریسک شکل گرفته است و دو طرف بدون هیچ‌گونه اجباری بر انجام آن رضایت کامل دارند، از مصادیق اکل مال به باطل خارج است. وجود هر یک از موارد بالا در این سوآپ به معنای بطلان قرارداد می‌باشد و سوآپ بدهی - مالکیت در باب موضوعاتی غیر از موضوع فوق قابل انتشار می‌باشد.

ممنوعیت ربا

حرمت ربا از مسلمات شریعت اسلام است و آیه‌ها و روایت‌های متعددی در نهی شدید از آن وارد شده است (آل عمران: ۱۲۱ / بقره: ۲۷۵-۲۷۹ / حر عاملی، ۱۴۱۴ق، ج ۱۲، ص ۴۲۳). ربا را به ربای معاوضی و ربای قرضی تقسیم کرده‌اند. مراد از ربای معاملی، معاوضه دو کالای هم‌جنس که با کیل و وزن سنجیده می‌شوند به اضافه یکی نسبت به دیگری - مانند معاوضه یک من گندم با دو من گندم - قرض ربوی عبارت است از قرض دادن مشروط به پرداخت و بازگرداندن بیش از مال مقروض به وسیله قرض‌گیرنده (محقق‌نیا و همکاران،

۱۳۹۲، ص ۱۶۲). همان‌طور که می‌دانیم مبادله دین به مبلغ کمتر در برابر سهام و یا دارایی واقعی اشکال ندارد؛ اما در برابر اوراق قرضه، ربوی است که در مدل اصلاح‌شده از اوراق بهادار اسلامی به‌جای اوراق قرضه استفاده می‌شود و به لحاظ قاعده ممنوعیت ربا مشکلی وجود ندارد. همچنین مبادله دین به مبلغ کمتر در برابر صکوک که گویای دارایی واقعی هستند اشکال ندارد. باید توجه داشت برخی از صکوک مبتنی بر دارایی و برخی نیز مبتنی بر دین هستند. صکوک مبتنی بر بدهی همانند اوراق اجاره و اوراق مشارکت و ... هستند و اسناد خزانه اسلامی نیز جزء صکوک مبتنی بر دین تعریف می‌شود؛ بنابراین با در نظر گرفتن این موارد باید از اوراقی استفاده شود که ایجاد بیع دین به دین نکند. پس در این حالت می‌توان بیان داشت سوآپ بدهی - مالکیت اصلاح‌شده از نظر قاعده ممنوعیت ربا نیز خالی از اشکال است.

ممنوعیت غرر

هر بیعی که وصف غرر و خطر داشته باشد اعم از اینکه این خطر، ناشی از ذات معامله باشد یا خصوصیات عوضین و اعم از اینکه این خطر در حدی باشد که همه یا بخشی از اموال یکی از معاملین یا هر دو را تهدید کند و نیز اعم از اینکه منشأ این خطر خدعه و نیرنگ، غفلت یا جهالت یکی از متعاملین یا هر دوی آنها باشد، به حکم قاعده نفی غرر فاسد خواهد بود (موسویان، ۱۳۹۲، ص ۱۱۶). اگر سوآپ بدهی - مالکیت به‌گونه‌ای تنظیم گردد که نوع، اوصاف، زمان، مکان، شرایط و خصوصیات معامله ثمن و مبیع مشخص باشد و هر دو طرف آگاهی لازم از قرارداد و اثرات آن را داشته باشند مشکل فقهی در این باب وجود نخواهد داشت.

ممنوعیت ضرر و ضرار

شرع مقدس اسلام آن گروه از معاملات و مبادلات را تأیید می‌کند که اصل معامله، اطلاق معامله یا شرایط آن، سبب ضرر و ضرار نشود. یکی از ضوابط عمومی بیشتر ابواب فقه - به‌ویژه باب معاملات - قاعده نفی ضرر است؛ به این معنا که این قاعده بر معاملات و مبادلات عقلایی حاکم است. شرع مقدس اسلام تنها آن گروه از معاملات و مبادلات را تأیید می‌کند که اصل معامله، اطلاق معامله و

یا شرایط معامله، سبب ضرر و ضرار نشود. در غیر این صورت به وسیله ضابطه نفی ضرر، یا به بطلان معامله حکم می‌کند و یا با آوردن قیودی معامله را مقید به رعایت شرایطی می‌کند و در جایی که ضرر از وجود شرایط ناشی شده باشد، آن شرایط را الغا می‌کند (همان، ص ۹۷). در رابطه با قرارداد سوآپ بدهی - مالکیت می‌توان شبهه‌ای را بدین صورت در نظر گرفت: وقتی خارجی‌ان مالک دارایی‌های داخلی شدند زمینه تسلط و در نتیجه متضرر شدن جامعه اسلامی فراهم خواهد شد.

برای پاسخ به این شبهه باید چنین بیان داشت که در هنگام اجرای قرارداد سوآپ بدهی - مالکیت استفاده از قوانین سرمایه‌گذاری خارجی الزامی است که با رعایت این قوانین اجازه مالکیت بیش از مقدار معینی به خارجی‌ان داده نمی‌شود و اجرای قرارداد به نحوی صورت می‌پذیرد که مانع از تسلط بیگانگان بر منافع داخلی کشور شود؛ بنابراین با اعمال قوانین سرمایه‌گذاری خارجی می‌توان از ایجاد ضرر به کشور جلوگیری کرد و به شبهه وارد شده پاسخ داد؛ بنابراین به‌کارگیری قرارداد سوآپ بدهی - مالکیت از دید قاعده ضرر و ضرار هم بدون اشکال است.

۳. سوآپ بدهی - مالکیت به عنوان مصداق بیع دین (تنزیل)

یکی از مسائل مهم دین به‌ویژه در عصر حاضر، امکان خرید و فروش دیون و مطالبات مدت‌دار است. اگر بیع دین خصوصاً به کمتر از قیمت اسمی به شخص ثالث (تنزیل) صحیح باشد، راهکار مهمی جهت تأمین مالی در اختیار دولت‌ها و بنگاه‌های اقتصادی قرار می‌گیرد (همان، ص ۲۰۴).

تنزیل در اقتصاد عبارت است از «معامله و فروش حق دریافت مبلغ مدت‌دار در مقابل مبلغی کم‌تر و نقد» و مابه‌التفاوت دو مبلغ را نزول می‌گویند. لازمه این تعریف محاسبه ارزش فعلی مبلغ مدت‌دار است (ثابت، ۱۳۸۰، ص ۱۰۶).

طبق نظر مشهور فقهای شیعه بیع دین (تنزیل) به شخص ثالث در صورتی که دین حقیقی باشد (ناشی از معامله واقعی باشد)، مطلقاً صحیح است و خریدار مالک تمام دینی می‌شود که مدیون بدهکار است (موسوی، ۱۳۸۱، ص ۷۸-۸۷).

بدین ترتیب با توجه به اینکه فقیهان مشهور شیعه بیع دین را به طور مطلق جایز می‌دانند و شورای نگهبان نیز بر این نظر صحه گذاشته است، می‌توان در رابطه با سوآپ بدهی - مالکیت چنین بیان کرد که: مبادله دین به مبلغ کمتر در برابر سهام و یا دارایی واقعی اشکال ندارد؛ اما در برابر اوراق قرضه در مثال یادشده مدل غربی ربوی است. همچنین مبادله دین به مبلغ کمتر در برابر صکوک که گویای دارایی واقعی هستند اشکال ندارد.

۴. سوآپ بدهی - مالکیت به عنوان مصداق بیع دین به دین

هرگاه در عقد بیع، تسلیم مبیع و پرداخت ثمن هر دو زمان‌دار باشد و ثمن و مثن نیز قبل از عقد به صورت دین باشند این بیع، بیع دین به دین است. بیع دین به دین یعنی کسی طلب مدت‌دار خود را با طلب مدت‌دار دیگری مبادله نماید که به نص و اجماع باطل است. فقیهان اجمالاً در اینکه بیع دین به دین باطل است، اتفاق نظر دارند؛ هرچند در مصادیق آن اختلاف دارند (بهای عاملی، ۱۳۸۴، صص ۲۰۱ و ۲۰۷). دلیل بطلان آن هم روایت نقل شده امام صادق علیه السلام از پیامبر اکرم صلی الله علیه و آله است که فرمودند: «لایباع الدین بالدین»: دین در برابر دین فروخته نمی‌شود (حر عاملی، ۱۴۱۴ق، ص ۲۹۸). با استناد به نظرات بیشتر فقیهان بیع دین به دین باطل و مصداق اکل مال به باطل است. در رابطه با سوآپ بدهی - مالکیت باید توجه کرد که مبادله اوراق بدهی در برابر آن دسته از اوراق که حاکی از دارایی واقعی نیست و مصداق دین است مصداق بیع دین به دین و اکل مال به باطل بوده و باطل است. همچنین مبادله دین به مبلغ کمتر در برابر برخی اوراقی که بر مبنای تنزیل طراحی شده‌اند مصداق بیع دین به دین می‌باشد و باطل است - همانند اسناد خزانه تنزیلی؛ اما در رابطه با اسناد خزانه اسلامی رایج در کشور باید گفت: منظور از بیع دین به دین آن است که در فروش سند بدهی به شخص ثالث، پرداخت قیمت اسناد - مانند بازپرداخت اصل بدهی - نیز مسجل گردد؛ در صورتی که در فروش و انتشار اسناد خزانه اسلامی، خرید و فروش اسناد به صورت نقدی و یا اعتبار کارگزاری‌ها - که معادل نقد در نظر گرفته می‌شود - انجام می‌شود شبیه بیع دین به دین نیز برطرف می‌گردد (موسویان و بهاری قرامکلی، ۱۳۹۱، ص ۲۸۰-۲۸۸). با این حال طبق مثال بیان شده در بخشی از مبادلات سوآپ مانند وقتی که بدهی تنزیل شده مصر توسط بانک کانادایی را یک شرکت

سرمایه‌گذاری کانادایی خریداری کرده است و مصر دخالتی نداشته است. این معامله موجب می‌شود تا بدهی مصر از بانک به شرکت کانادایی منتقل گردد و زمانی که مصر این بدهی را به صورت نقدی و با پول داخلی مصر می‌خرد این دیگر بیع دین به دین نیست بلکه بیع دین به نقد است و خالی از اشکال شرعی است؛ بنابراین در بخشی از مبادلات این سوآپ که اوراق با وجه نقد مبادله می‌شوند عقد مورد نظر، بیع دین به نقد است و خالی از اشکال شرعی می‌باشد.

۵. سوآپ بدهی - مالکیت به عنوان مصداق مبادله دو قرارداد

تا آنجا که می‌دانیم مقوله «مبادله دو قرارداد» در فقه مطرح نشده است. آیا می‌توان قراردادی را با تمام پیامدهایش با قرارداد دیگری مبادله کرد؟ مثلاً در سوآپ بدهی - مالکیت می‌توان اوراق بدهی را با اوراق سهام مبادله کرد؟ بر اساس اصالةالصحة، مقتضی صحت در معاوضه قراردادها وجود دارد و بر اساس اصالةاللزوم لازم است. از آنجاکه طرفین در این قرارداد بدون هیچ‌گونه اجباری و از روی رضایت و به علت فوایدی که برای هر یک مترتب است، وارد قرارداد می‌شوند، بنابراین شبهه اکل مال به باطل درباره این قرارداد مردود است. همچنین هیچ‌کدام از مواردی که به عنوان غرر در معاوضه قراردادهاست در این مورد موضوعیت ندارد. مهم این است که شبهه ربا به عنوان مهم‌ترین ضابطه بازار سرمایه منطبق بر معیارهای اسلامی نیز بررسی شود. در رابطه با قرارداد سوآپ بدهی - مالکیت، در صورتی که میزان بازده یک یا هر دو قرارداد به صورتی باشد که شرط زیاده تحقق پیدا نکند مشکل ربا نداریم. سوآپ بدهی - مالکیت توافق‌نامه‌ای است میان دو طرف معامله که در آن امکان مبادله جریان‌های نقدی حاصل از اوراق بدهی و اوراق سهام مبادله می‌شود. در اینجا دو طرف، دو قرارداد را با تمام پیامدها معاوضه می‌کنند. در این صورت گفته نمی‌شود که مبلغی با مبلغی بیشتر معامله شده است. بیشتر اوقات یک طرف بیشتر از نتیجه قرارداد منتفع می‌شود؛ اما چنین امری نتیجه هر قراردادی است. همچنین ممکن است سود یا زیانی نصیب هیچ‌یک از دو طرف نشود؛ اما در ربای قرضی و معاملی سود تحقق می‌یابد. حاصل اینکه می‌توان گفت که معاوضه قراردادها مبتنی بر عقد قرض نیست و بهره‌ای وجود ندارد و می‌توان سوآپ بدهی - مالکیت را در این قالب طراحی کرد (معصومی‌نیا و

الهی، ۱۳۹۳، ص ۱۶۲). مبادله دو قرارداد با یک شبهه مهم روبه‌روست: ممکن است گفته شود فقط قراردادهایی به سبب آیه شریفه «اوفوا بالعقود» لازم‌الوفا هستند که عرفاً «العقود» بر آنها منطبق باشد و مبادله قرارداد تاکنون بین عقلا رایج نبوده است؛ برای پاسخ به این شبهه می‌توان گفت دلیلی بر رایج‌بودن یک قرارداد در عرف وجود ندارد. اگر یک فقیه یا حقوقدان با یک مبنای عقلایی و برای رفع یک نیاز، قراردادی را تعریف کند و آن را به عرف معرفی کند، مصداق عقد بوده و تحت آیه شریفه قرار خواهد گرفت. شیخ انصاری^۱ نوشته مراد از عقد همان‌گونه‌که در صحیح ابن‌سنان در تفسیر علی‌بن‌ابراهیم آمده، مطلق تعهد است یا آنچه از نظر لغت و عرف عقد شمرده شود (انصاری، ۱۴۲۰ق، ج ۵، ص ۱۷). همچنین اگر قراردادی جدید با منطق عقلایی و بر اساس نیاز واقعی به وسیله متخصصان مالی معرفی شده و پس از مدتی رواج پیدا کند، اشکال‌کننده با تمسک به ادله یادشده آن را صحیح می‌داند. مواردی مانند مبادله قراردادها که از همان ابتدا منطق عقلایی روشن دارد حقیقت امر آن از همان ابتدا مشخص است. سرچشمه اصاله‌الصحه این است که شارع آنچه عقلا بر اساس نیاز واقعی و منطق عقلایی ابداع کرده‌اند در چارچوب ضوابطی که بیان نموده، تأیید کرده است. با ترویج مبادله قراردادها می‌توان باب جدیدی در معامله‌ها گشود و نیازهای بسیاری را مرتفع کرد. افزون بر آنچه گفته شد، بایسته است یادآور شویم صاحب‌نظران مالی اهل سنت مقوله‌ای تحت عنوان «بیع‌العقد» را مطرح کرده‌اند که مترادف با مبادله قراردادهاست؛ در نتیجه این قرارداد خیلی هم بی‌پیشینه نیست (معصومی‌نیا و الهی، ۱۳۹۳، ص ۱۶۳).

ارائه الگو

با بررسی‌های به‌عمل‌آمده مشاهده شد که مدل عملیاتی قرارداد سوآپ بدهی - مالکیت غربی جز در به‌کارگیری اوراق قرضه به عنوان اوراق بدهی و بیع دین به دین بودن در قسمتی از معاملات، از نظر مسائل فقهی و اقتصادی خالی از اشکال بود (موسویان و بهاری قرامکلی، ۱۳۹۱، ص ۲۸۰-۲۸۸). با به‌کارگیری از نظرات خبرگان و مطالعات کتابخانه‌ای این نتیجه به دست آمد که باید برای حل مشکل ربوی بودن اوراق قرضه و بیع دین بیع در بخشی از معامله از اوراق بهادار اسلامی استفاده شود که حاکی از دارایی واقعی هستند.

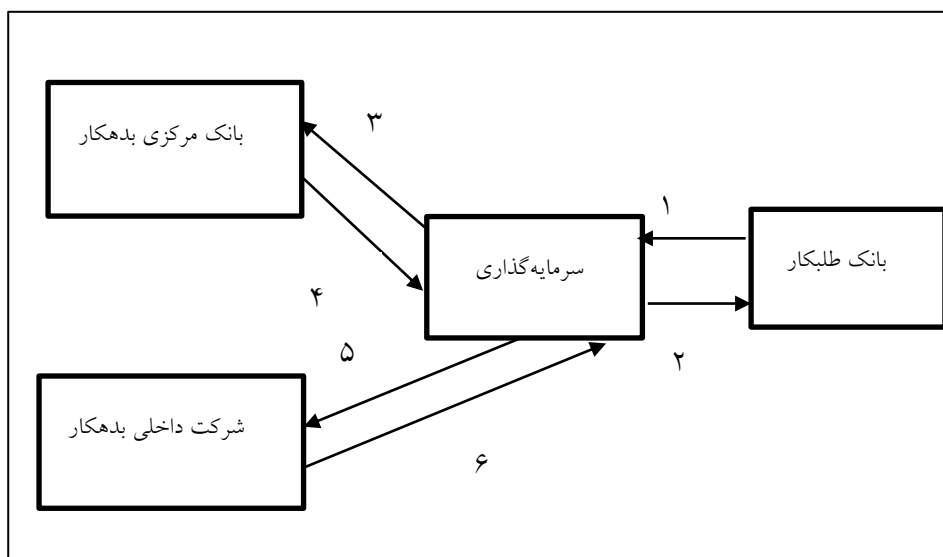
همچنین با توجه به اینکه بحث سوآپ بدهی - مالکیت در مورد استقراض خارجی یک شرکت داخلی است، شرکت‌های داخلی از نظر شرعی مجاز به استقراض متعارف خارجی که همان قرض با بهره است، نیستند و تنها این نوع سوآپ زمانی معنادار است که شرکت داخلی قصد انتشار صکوک بین‌المللی داشته باشد که در این صورت نیز نوع صکوک دارای اهمیت است؛ برای نمونه یکی از صکوک قابل استفاده برای شرایط داخلی، صکوک اجاره به شرط تملیک است. یعنی شرکت داخلی یک ملک خود را به شرکت خارجی به نقد فروخته و معامله کند و پول آن را نقد دریافت کند و پول آن را بابت بدهی به شرکت یا بانک خارجی بپردازد. بدیهی است که شرکت نمی‌خواهد ملک خود را از دست بدهد و مثلاً کارخانه‌ای است که دارد کار می‌کند. پس بیع اول به این شرط انجام شود که بلافاصله عقد دیگری بین خریدار خارجی ملک و شرکت داخلی تحت عنوان اجاره به شرط تملیک منعقد شود. بدیهی است اجاره به شرط تملیک گران‌تر از قیمت نقد فروش ملک است و سود پرداختی به شرکت خارجی در قالب بیع اجاره بوده و ربا نیست. در پایان پرداخت آخرین قسط اجاره موجد که شرکت خارجی است ملک را به مستأجر هبه کرده یا به قیمت ناچیزی هبه می‌کند.

حال به ارائه الگوی پیشنهادی قرارداد سوآپ بدهی - مالکیت پرداخته می‌شود. برای طراحی الگو یک سیر منطقی را طی خواهیم نمود و سعی می‌نماییم که مدل خود را از شکل ساده شروع کرده و بر مبنای اصول مالی به شرح و بسط آن بپردازیم تا الگویی جامع تولید شود. همچنین مباحث فقهی و حقوقی در خلال ارائه الگو بحث خواهد شد تا مدل از لحاظ فقهی و حقوقی نیز جامعیت داشته باشد.

۱. الگوی قرارداد سوآپ بدهی - مالکیت اسلامی به شکل ساده

در این بخش، ساده‌ترین شکل از قرارداد سوآپ بدهی - مالکیت را نشان می‌دهیم. منطق این مدل بدین‌گونه است که بانک طلبکار اوراق بدهی خود را نزد سرمایه‌گذار تنزیل می‌کند و بانک مرکزی بدهکار با بازخرید اوراق بدهی از سرمایه‌گذار، اوراق بهادار یا ارز داخلی خود را با او مبادله کرده و سپس سرمایه‌گذار اوراق بهادار یا ارز داخلی دریافتی از بانک مرکزی بدهکار را با اوراق سهام عادی شرکت داخلی بدهکار مبادله می‌کند.

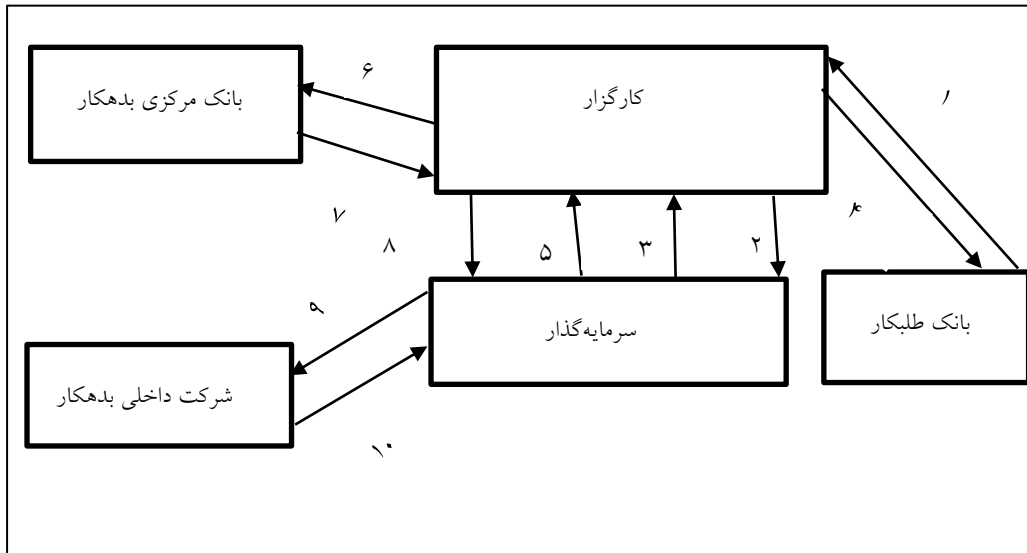
شکل ۲: الگوی اولیه مدل



۲. اضافه کردن کارگزار به الگو

کارگزاران می‌توانند یک شرکت کارگزاری، بانک سرمایه‌گذاری، دولت رسمی یا یک صنعتگر بانفوذ باشند. وظیفه اصلی کارگزاران ارتباط، تسهیل و انتقال اوراق بهادار شرکای درگیر در یک معامله سوآپ بدهی - مالکیت است. برای اینکه هر کارگزار بتواند نسبت به سایر کارگزاران توانا باشد باید اقداماتی از قبیل تدوین مستندات مربوطه، کسب دانش و مهارت مورد نیاز درباره توافقات تجدید ساختار بدهی و معاملات با حجم بالا و همچنین افزایش سطح ارتباطات جهت تقویت و افزایش سودآوری معاملات انجام دهد و در نهایت حق کارگزاری خود را به صورت درصدی از کل مبلغ معامله دریافت می‌کند (Ganitsky, 1988 /Elali, 1995, p.60). بنابراین الگوی اصلاح شده با اضافه کردن کارگزار به شکل زیر در خواهد آمد:

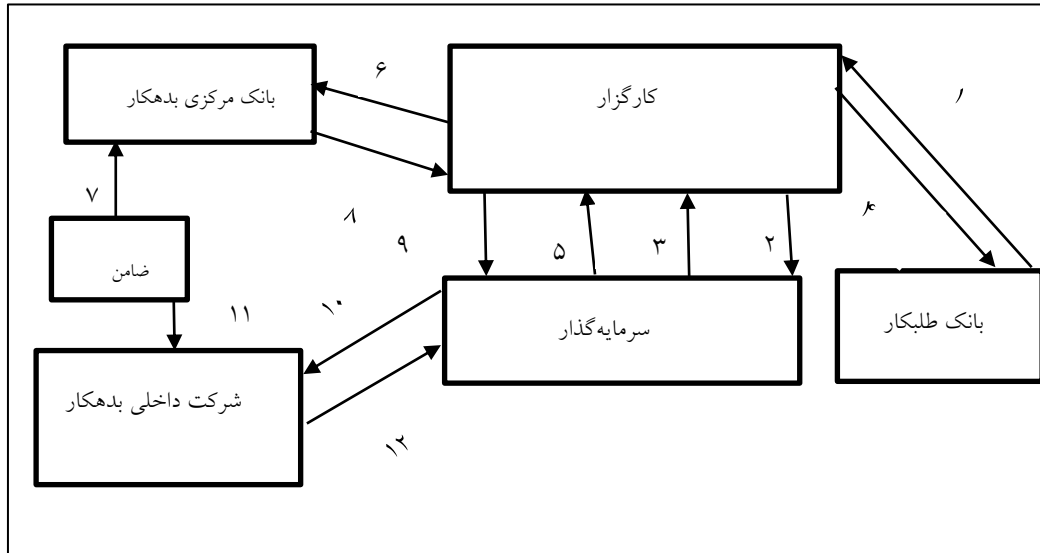
شکل ۳: اضافه کردن کارگزار به مدل



۳. اضافه کردن ضامن به الگو

همان گونه که ذکر شد بانک مرکزی شرکت داخلی و شرکت سرمایه‌گذاری در بخش‌هایی از معاملات سوآپ بدهی - مالکیت باید وجوه نقدی را به طرف دیگر پرداخت کنند - شرکت سرمایه‌گذار در مقابل دریافت اوراق تنزیلی از طلبکار و بانک مرکزی داخلی در مقابل دریافت اوراق بدهی بازخرید شده خود از شرکت سرمایه‌گذاری وجه نقد دریافت می‌کنند؛ بنابراین با توجه به این جریانات وجوه نقد باید ضامنی وجود داشته باشد که پرداخت وجوه را از شرکت سرمایه‌گذاری و بانک مرکزی داخلی تضمین نماید. همچنین جهت دریافت سهام، ضامن می‌تواند در صورت عدم وجود مؤسسات رتبه‌بندی نقدشوندگی اوراق سهام را تضمین کند. بر اساس مقررات فعلی انتشار اوراق، اگر اوراق فاقد رتبه اعتباری باشند لزوماً باید از ضامن مورد تأیید سازمان بورس و اوراق بهادار برخوردار باشند (موسویان و همکاران، ۱۳۹۴، ص ۲۶)؛ بنابراین الگوی اصلاح شده با اضافه کردن ضامن به شکل زیر در خواهد آمد:

شکل ۴: اضافه کردن ضامن به مدل

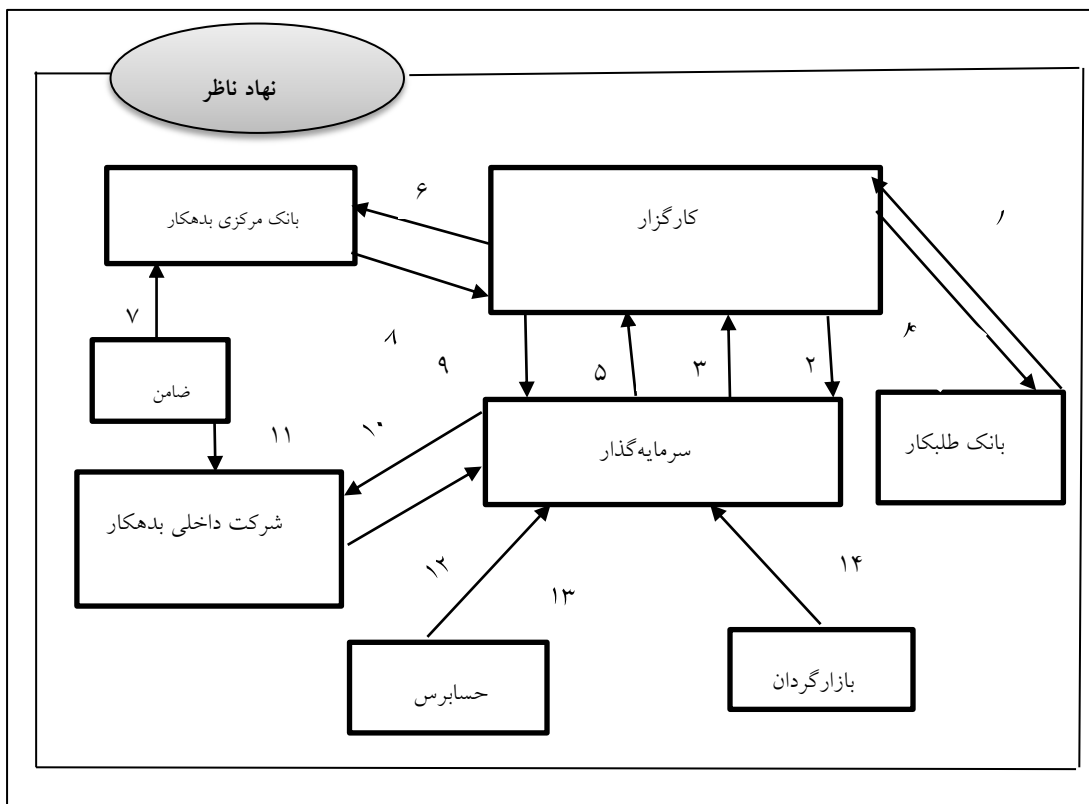


۱۹۷

۴. اضافه کردن بازارگردان، حسابرس و نهاد ناظر به الگو

برای اجرایی شدن مدل و کاربردی شدن آن باید ملاحظات اجرایی تر مثل بازارگردان و حسابرس را نیز در نظر گرفت. حسابرس در تعامل با کارگزاران و دیگر نهادها وظیفه حسابرسی را بر عهده دارد و از مؤسسات مورد تأیید سازمان بورس در این زمینه می‌باشد. بازارگردان نیز وظیفه دارد نقدشوندگی اوراق را در بازار ثانویه تضمین نماید که می‌تواند یک شرکت تأمین سرمایه باشد. وظیفه نهاد ناظر، بررسی و اشراف کامل بر این فرایند است و باید بسترهای لازم برای تسهیل این فرایند را انجام دهد (همان، ص ۲۷)؛ بنابراین الگوی اصلاح شده با اضافه کردن بازارگردان، حسابرس و نهاد ناظر به شکل زیر در خواهد آمد:

شکل ۵: الگوی نهائی مدل



۵. روابط حقوقی قرارداد سوآپ بدهی - مالکیت متناظر با مراحل نمودار جامع ارائه شده

۱. بانک طلبکار اوراق بدهی بدهکار را در دست دارد و با آگاهی از وضعیت بدهکار تصمیم می‌گیرد اوراق خود را به قیمتی کمتر از قیمت اسمی تنزیل کند تا حداقل بتواند بخشی از مطالبات خود را دریافت کند.
۲. کارگزار اوراق بدهی را از طرف طلبکار دریافت می‌کند و هزینه‌های کارگزاری را دریافت می‌کند. سپس اوراق بدهی را به سرمایه‌گذار به قیمتی کمتر از قیمت اسمی و با در نظر گرفتن نرخ تنزیل، تحویل می‌دهد - با توجه به عدم به‌کارگیری گسترده نرخ تنزیل در ایران نرخ دقیقی برای تنزیل در نظر گرفته نشده و همان

نرخ معرفی شده از طرف بانک مرکزی را می توان به عنوان نرخ تنزیل در نظر گرفت -

۳. سرمایه گذار مبلغ اوراق بدهی تنزیل شده را به حساب کارگزار واریز می کند.
۴. کارگزار وجه اوراق بدهی را به حساب طلبکار واریز می کند و اوراق بدهی باطل می شود.
۵. سرمایه گذار باید اوراق بدهی دریافتی از طلبکار را به بانک مرکزی بدهکار برگرداند تا بتواند اوراق بهادار یا ارز داخلی دریافت کند و سرمایه گذاری را شروع کند؛ سپس اوراق بدهی خریداری شده را به کارگزار می دهد.
۶. کارگزار اوراق بدهی تنزیل شده را به بانک مرکزی بدهکار می دهد و هزینه کارگزاری را دریافت می کند.
۷. ضامن، ضمانت های لازم را جهت وصول وجه نقد ارائه می دهد.
۸. بانک مرکزی بدهکار اوراق بهادار یا ارز داخلی خود را به کارگزار می دهد تا جهت انتقال به سرمایه گذار اقدامات لازم به عمل آید.
۹. کارگزار اوراق بهادار یا ارز داخلی را به سرمایه گذار تحویل می دهد.
۱۰. سرمایه گذار با شرکت بدهکار وارد مذاکره می شود و اوراق بهادار بانک مرکزی بدهکار یا ارز داخلی را به شرکت می دهد و در ازای آن سهام دریافت می کند.
۱۱. شرکت ضامن، نقدشوندگی سهام را تضمین می کند و کارمزد دریافت می کند.
۱۲. شرکت بدهکار سهام خود را به سرمایه گذار تحویل می دهد.
۱۳. حسابرس در پایان دوره وظیفه حسابرسی و تمام فرایندهای مالی دخیل در مدل را بر عهده دارد و کارمزد خود را دریافت می کند.
۱۴. بازارگردان وظیفه دارد ریسک نقدشوندگی اوراق را تضمین کند. اگر بخشی از اوراق در بازار ثانویه بدون مشتری ماند، بازارگردان بنا به نسبت تعهدی که دارد وظیفه خرید اوراق را بر عهده می گیرد.

۶. فقه قرارداد سوآپ بدهی - مالکیت

برای روشن شدن فقه قرارداد سوآپ بدهی - مالکیت باید بررسی نماییم که روابط موجود بین این نهادها در چه قالبی باید تعریف شود. همچنین باید معاملاتی که در این حوزه صورت می‌گیرد از لحاظ فقهی بررسی شده و صحت معاملات آنها تأیید گردد.

۱. مبنای اصلی سوآپ بدهی - مالکیت در زمان ارائه اوراق به کمتر از قیمت اسمی، تنزیل اوراق بدهی است که در واقع بیع دین به مبلغ کمتر (تنزیل) به شخص ثالث و با قیمت مشخص یک امر عقلایی است و درآمد ناشی از آن نیز مباح است. طبق نظر مشهور فقهای شیعه بیع دین (تنزیل) مطلقاً جایز است (موسویان، ۱۳۹۲، ص ۲۰۴).
۲. در مرحله‌ای که شرکت کارگزاری، کارمزد خود را دریافت می‌کند، این مبلغ چون مزد کار آنها و متعارف است، هیچ اشکال شرعی ندارد (موسویان و همکاران، ۱۳۹۴، ص ۳۳).
۳. همچنین ضامن، بازارگردان، نهاد ناظر و حسابرس کارمزد خود را دریافت می‌نمایند و این مبلغ چون مزد کار آنها و متعارف است هیچ اشکال شرعی ندارد (همان).
۴. در قسمت‌های مختلف این مدل مشاهده می‌کنیم که دو نوع اوراق با هم معاوضه می‌شود؛ برای نمونه در قسمت اول اوراق بدهی سرمایه‌گذار با اوراق بهادار بانک مرکزی بدهکار و در قسمت بعدی اوراق بهادار سرمایه‌گذار با اوراق سهام عادی شرکت داخلی بدهکار معاوضه می‌شود. در صورتی معاوضه در این مدل صحیح است که از اوراق قرضه استفاده نشود و اوراقی که مبادله می‌شوند حاکی از دارایی واقعی باشند؛ بنابراین ما از اوراق بهادار اسلامی استفاده می‌کنیم که حاکی از دارایی واقعی هستند و ایجاد بیع دین به دین و ربوی بودن نمی‌کنند. پس می‌توان گفت با در نظر گرفتن شرایط بالا و لحاظ نمودن همه موارد، معاوضه در این مدل هیچ‌گونه اشکال شرعی ندارد و صحیح می‌باشد. همچنین در بخش‌هایی که اوراق بهادار با وجه نقد مبادله می‌شوند هم مصداق بیع دین به نقد است که عاری از هرگونه اشکال شرعی می‌باشد.

۵. در قسمتی که سرمایه‌گذار اوراق بهادار را با سهام شرکت داخلی بدهکار معاوضه می‌کند هم اشکال شرعی دیده نمی‌شود؛ زیرا معاوضه آن خالی از اشکال است و سهام‌دار شدن سرمایه‌گذار هم کاملاً عقلایی و صحیح است و تمامی لوازم سهام‌دار طبق قانون تجارت و حاکمیت شرکتی بر آن بار می‌شود و با توجه به اینکه ما برای این مدل اوراق سهام را سهام عادی در نظر گرفته‌ایم، بنابراین نوع اوراق هم خالی از ریاست و اشکالی ندارد.

جمع‌بندی و نتیجه‌گیری

در بخش نخست پژوهش، ابعاد، مؤلفه‌ها و شاخص‌های قرارداد سوآپ بدهی - مالکیت از دیدگاه مالی بررسی شد. در این بخش ضمن بررسی تعریف‌های متعارف، انواع، مشخصات، کاربردها، مزیت‌ها و معایب سوآپ بدهی - مالکیت و نیز ضرورت استفاده از این ابزار در بازار سرمایه ایران بررسی شد. در جمع‌بندی می‌توان گفت که سوآپ بدهی - مالکیت، مجموعه‌ای از معاملات مالی است که به موجب آن شرکت بدهکار می‌تواند تمام یا بخشی از بدهی‌های خود را به صورت سهام به اعتباردهنده ارائه دهد.

در بخش دوم ابعاد، مؤلفه‌ها و شاخص‌های قرارداد سوآپ بدهی - مالکیت از دیدگاه فقهی - حقوقی بررسی شد. در این قسمت به روش تحقیق توصیفی - تحلیلی و پیمایشی مقطعی با پرسش از خبرگان نشان داده شد که با استفاده از عقود تنزیل دین، بیع دین به نقد، مبادله دو قرارداد و به‌کارگیری صکوک بین‌المللی می‌توان مدل غربی سوآپ بدهی - مالکیت را مطابق با فقه امامیه تعریف کرد و در بازار سرمایه ایران به کار برد و در نهایت به شبهه ضرری بودن سوآپ مذکور در حوزه بین‌المللی پاسخ داده شد. همچنین به تفاوت بین سوآپ بدهی - مالکیت با اوراق قابل تبدیل به سهام پرداخته شد.

بی‌شک تحقیق حاضر همانند سایر پژوهش‌ها نیاز به بررسی و توسعه بیشتر توسط سایر پژوهشگران دارد. با توجه به اینکه شرایط اقتصادی ایران پس از بحران‌های سال‌های اخیر دستخوش تغییرات گسترده‌ای شده است و نیاز به ورود سرمایه‌گذاران خارجی بیش از پیش احساس می‌شود، نیاز به ابزارهای مالی نوین نیز به نوبه خود بیشتر مورد نیاز است. پیشنهادهای زیر برای توسعه این پژوهش ضروری به نظر رسد:

- ✓ تدوین مدل عملیاتی جامع و تشریح وظایف کلیه ارکان حقوقی آن به صورت کامل جهت ارائه به سازمان بورس و سایر مراجع ذیصلاح؛
- ✓ بررسی مدل‌های قیمت‌گذاری و ارزش‌گذاری و ریسک‌های سوآپ بدهی - مالکیت؛
- ✓ بررسی سوآپ بدهی - مالکیت از منظر فقهی و ارائه راهکارهای مناسب و قابل اجرا برای اهل تسنن.

منابع و مأخذ

۱. اسماعیلی، اسماعیل؛ «اکل مال به باطل در بینش فقهی شیخ انصاری»؛ مجله فقه، ش ۱، ۱۳۷۳.
۲. انصاری، مرتضی؛ کتاب المکاسب؛ ج ۲، قم: المؤتمر العالمی بمناسبه الذکری المشویه الثانیه لمیلاد الشیخ الانصاری، ۱۴۲۰ق.
۳. بهایی عاملی، محمدبن حسین؛ جامع عباسی؛ ج ۲، تهران: مؤسسه انتشارات فراهانی، ۱۳۸۴.
۴. ثابت، سیدعبدالحمید؛ «نگاهی به مباحث فقهی و اقتصادی تنزیل»؛ فصلنامه تخصصی اقتصاد اسلامی، س ۱، ش ۴، ۱۳۸۰.
۵. حر عاملی، محمدبن حسن؛ وسایل الشیعه؛ قم: مؤسسه آل‌البتین لإحياء التراث، ۱۴۱۴ق.
۶. محقق‌نیا، محمدجواد، حسین تملکی و هادی خواجه‌زاده دزفولی؛ «بررسی قراردادهای سوآپ نرخ بهره از دید فقه امامیه»؛ فصلنامه علمی پژوهشی اقتصاد اسلامی، س ۱۳، ش ۵۲، ۱۳۹۲.
۷. معصومی‌نیا، غلامعلی و مهدی الهی؛ «امکان‌سنجی فقهی طراحی سوآپ مالکیت متناسب با بازار سرمایه ایران»؛ فصلنامه علمی پژوهشی اقتصاد اسلامی، س ۱۳، ش ۵۱، ۱۳۹۳.
۸. معصومی‌نیا، غلامعلی؛ ابزارهای مشتقه (بررسی فقهی و اقتصادی)؛ ج ۲، تهران: سازمان انتشارات پژوهشگاه فرهنگ و اندیشه اسلامی، ۱۳۸۹.

۹. موسوی، سیدباقر؛ «خرید و فروش دین (تنزیل)»؛ فصلنامه اقتصاد اسلامی، س ۲، ش ۷، ۱۳۸۱.
۱۰. موسوی خمینی، سیدروح‌الله؛ البیع؛ تهران: مؤسسه تنظیم و نشر آثار امام خمینی علیه السلام، ۱۳۷۹.
۱۱. موسویان، سیدعباس؛ ابزارهای مالی اسلامی (صکوک)؛ چ ۶، تهران: سازمان انتشارات پژوهشگاه و فرهنگ و اندیشه اسلامی، ۱۳۹۲.
۱۲. موسویان، سیدعباس و حسن بهاری قرامکلی؛ مبانی فقهی بازار پول و سرمایه؛ تهران: انتشارات دانشگاه امام صادق علیه السلام، ۱۳۹۱.
۱۳. موسویان، سیدعباس، غدیر مهدوی و سیدمحمدجواد میرطاهر؛ «اوراق بیمه اتکایی اسلامی جهت انتقال ریسک در صنعت نفت»؛ دوفصلنامه علمی پژوهشی تحقیقات مالی اسلامی، س ۴، ش ۸، ۱۳۹۴.
۱۴. هال، جان ادوارد؛ مبانی مهندسی مالی و مدیریت ریسک؛ ترجمه سجاد سیاح و علی صالح‌آبادی؛ تهران: گروه رایانه تدبیر پرداز، ۱۳۸۴.
15. David, Blake, Mahmood, Pradhan; "Debt-Equity Swaps as bond conversions: Implications for pricing"; **Journal of Banking and finance**, 1991.
16. Elali, Wajeeh; "Debt equity swap and the alleviation of the LDCs debt problem"; **International journal of commerce & management**, 1995.
17. Frank, Moraux. Patrick Navatte; "On the pricing and design of debt- equity swaps for firms in default, bankers, markets & investors"; Birkbeck, **University of London**, NO 103 November – December, 4-13, 2009.
18. Joseb Ganitsky; "Foreign Investment through Debt Equity swaps"; **Sloan management Review**, 1988.

19. Lawrence C. Berney; "Debt Equity Swaps in Developing Countries toward a Workable System"; **Boston college Third World Law**, Journal volume 9, Issue1, 1989.
20. Melisa Moye; **Overview of Debt conversion**; Debt Relief International Ltd, 2001.
21. Milman, Claudio; "Attitudes towards debt equity swap and privatization of stated- owned enterprises"; **public budgeting and financial management**, ABI/INFORM Global, 1996.
22. Wolfgang spieles, Hamburg; "Debt equity swaps and the heavily indebted countries"; **Intereconomics**, Volume 22, Issue 3, 1987.
23. Tony Merra, Cyrus Njiru; "Financing in frastructure projects, Technology & Engineering"; Thomas Telford, **Technology & Engineering**, 2002.
24. Yuta Seki; "The use of Debt Equity Swap by Japanese's Companies"; **Capital Research Journal**. vol.5 no.2, 2002.