

## طراحی مشتقة اعتباری تعهدات بدهی وثیقه‌دار

### بر اساس فقه امامیه در بانکداری بدون ربا

محمد توحیدی\*

تاریخ دریافت: ۱۳۹۳/۱۱/۰۱

تاریخ پذیرش: ۱۳۹۴/۰۲/۰۲

#### چکیده

با وجود نوآوریهای موجود در بخش مالی، ریسک اعتباری هنوز به‌عنوان دلیل عمده عدم موفقیت مؤسسات مالی محسوب می‌گردد. یکی از ابزارهای نوین مالی در حوزه مشتقات اعتباری، تعهدات بدهی وثیقه‌دار است که کارکرد اصلی آن انتقال و توزیع ریسک اعتباری بین تعداد بیشتری از سرمایه‌گذاران است که در ضمن این انتقال ریسک، ابزاری جهت تأمین مالی نیز محسوب می‌گردد. در این مقاله روش تحقیق کیفی و از نوع توصیفی - تحلیلی می‌باشد. این تحقیق به دنبال پاسخ به این سؤال است که آیا تعهدات بدهی وثیقه‌دار با اصول و موازین شریعت سازگاری دارد و می‌توان بر اساس موازین شریعت چنین ابزاری را طراحی نمود. این مقاله ابتدا به بررسی تعهدات بدهی وثیقه‌دار از منظر اقتصادی و سازوکار عملکرد آنها پرداخته و سپس با بررسی موازین فقهی به تطبیق توصیف و تبیین ارائه‌شده از تعهدات بدهی وثیقه‌دار با اصول و موازین فقهی پرداخته است. از نتایج مهم تحقیق منطبق بودن ابزار تعهدات بدهی وثیقه‌دار با موازین قراردادهای اسلامی بر اساس راهکار بیمه به‌شرط قرض، وکالت عام به‌شرط بیمه، اجاره و مرابحه به‌شرط ضمان می‌باشد؛ همچنین در این تحقیق، با الگو گرفتن از ساختار تعهدات با پشتوانه بدهی، یک راهکار عملیاتی‌تر جهت کاهش ریسک اعتباری و تأمین مالی ارائه گردیده است.

#### واژگان کلیدی

تعهدات بدهی وثیقه‌دار، ریسک اعتباری، مشتقات اعتباری، تبدیل به اوراق بهادار،

بانکداری بدون ربا، فقه اسلامی

طبقه‌بندی JEL: G32 - G23

## مقدمه

همان‌طور که در بانکداری متعارف ریسک اعتباری وجود دارد، بانکداری بدون ربا نیز با این ریسک در معامله با مشتریان خود مواجه است. در بانکداری بدون ربا استفاده از روش‌های مختلف تخصیص منابع چون مضاربه، مشارکت حقوقی و مدنی، مزارعه و مساقات، سرمایه‌گذاری مستقیم، جعاله، فروش اقساطی، اجاره به شرط تملیک، سلف و فروش دین سبب حذف ریسک اعتباری نمی‌گردد و این ریسک در روابط بینابین بانک و مشتری وجود خواهد داشت. با وجود ابداع و نوآوری‌های موجود در بخش خدمات مالی، ریسک اعتباری هنوز به عنوان دلیل عمده عدم موفقیت مؤسسات مالی نیز محسوب می‌گردد.

در نوشتار حاضر ریسک اعتباری روش‌های مختلف تخصیص منابع در بانکداری بدون ربا مورد بحث قرار گرفته و به انواع روش‌ها جهت مدیریت ریسک اعتباری در بانکداری بدون ربا اشاره می‌گردد. هرچند روش‌های مذکور در کاهش ریسک اعتباری در بانکداری اسلامی تأثیرگذار بوده ولی در حذف یا کاهش ریسک اعتباری تا سطح رضایت‌بخش، کارایی نداشته‌اند و ریسک اعتباری همچنان از تهدیدات جدی پیش روی بانکداری اسلامی محسوب می‌گردد.

از جمله ابزارهای مالی نوین مورد استفاده بانک‌های متداول در مدیریت ریسک اعتباری، مشتقات اعتباری هستند که تنها سه دهه از ابداع و به کارگیری آن‌ها در سیستم بانکداری متعارف می‌گذرد.

حجم معاملات مشتقات اعتباری در سال‌های اخیر بسیار چشمگیر بوده است و یکی از مهم‌ترین بازارها در حوزه بانکداری نیز به شمار می‌رود. سریع‌ترین بخش در حال رشد بازار مشتقات اعتباری، مربوط به بازار تعهدات بدهی وثیقه‌دار است.

جهت بررسی این مشتقه، در ابتدای امر با انجام مطالعه‌های کتابخانه‌ای به معرفی دقیق و بررسی عملکرد و نقش آن در بانکداری متداول می‌پردازیم. در مرحله بعد توصیفی - امکان تطبیق مشتقه اعتباری را با یکی از قراردادهای مورد تأیید فقه امامیه بررسی می‌کنیم. با توجه به اینکه در مباحث فقهی ممکن است اختلاف نظر بین فقها مشاهده شود، در این تحقیق دیدگاه مشهور فقهای امامیه و همچنین در قانون ایران نظر

شورای نگهبان، ملاک تجزیه و تحلیل و نتیجه‌گیری قرار گرفته است.

#### ۱. پیشینه تحقیق

مطالعات زیادی در مورد ریسک‌های موجود در بانکداری اسلامی و مدیریت آن صورت گرفته است.

ساندراجان و اریکو (۱۳۸۱) در مقاله‌ای تحت عنوان «جایگاه ابزارهای سرمایه‌گذاری و مؤسسه‌های مالی اسلامی در نظام مالی بین‌المللی؛ مباحث اصلی در مدیریت ریسک و چالش‌های موجود» به پیچیدگی‌های تأمین مالی از راه روش‌های مشارکتی و ریسک‌های ناشی از آن در بانکداری اسلامی پرداخته‌اند.

محمد عبدالله (۲۰۰۰) در مقاله‌ای با عنوان «مدیریت ریسک اسلامی: به سوی کارایی و اخلاقیات بیشتر» به تعریف کارایی و بررسی استفاده از قرارداد اختیار معامله برای کاهش و مدیریت ریسک در چارچوب قوانین اسلامی پرداخته و ثابت کرده قرارداد اختیار معامله در چارچوب اسلامی کاراتر از اختیار معامله در نظام ربوی است.

مارلیانا عبدالله و همکاران (۲۰۰۹) در مقاله‌ای با عنوان «بحران وام‌های رهنی در غرب و تبدیل کردن به اوراق بهادار اسلامی» به بررسی ظرفیت‌های انواع عقود اسلامی مانند مضاربه و مشارکت برای تبدیل دارایی‌ها به اوراق بهادار اشاره کرده‌اند و این‌که این روش می‌تواند از بحران‌های مشابه جلوگیری نماید.

همچنین در موضوع ابزارهای جدید جهت مدیریت ریسک اعتباری، حبیب احمد و طریق‌الله خان (۲۰۰۱) در کتاب خود ضمن بررسی نقش ابزارهای مختلف تأمین مالی در ایجاد ریسک اعتباری، به ضرورت استفاده از ابزارهای مالی جدید جهت مدیریت ریسک اعتباری اشاره کرده‌اند. ایشان ضمن اشاره به مشتقات اعتباری، خلأ استفاده از آن‌ها را در بانکداری اسلامی متذکر شده‌اند.

در پژوهش‌های داخلی، اکبریان و دیانتی (۱۳۸۵) در مقاله «مدیریت ریسک در بانکداری بدون ربا» به این نتیجه می‌رسند که با توجه به اینکه در بانکداری بدون ربا نرخ ثابت و از قبل پیش‌بینی شده برای عقود وجود ندارد، مدیریت ریسک در بانکداری بدون ربا در مقایسه با بانکداری ربوی اهمیت دو چندان دارد. آنها همچنین با بررسی ابزارهای مهندسی مالی برای مدیریت ریسک در نظام سرمایه‌داری به ارائه

چند ابزار مهندسی مالی در نظام مالی اسلامی به صورت سرمایه‌گذاری مستقیم، مشارکت، فروش اقساطی، اجاره به شرط تملیک، قولنامه، بیع الوفا و سرانجام کاربردهای این ابزارها در مدیریت ریسک می‌پردازند.

ابوالحسنی و حسنی مقدم (۱۳۸۸) نیز در مقاله‌ای با عنوان «بررسی انواع ریسک و روش‌های مدیریت آن در بانکداری بدون ربا» ضمن بررسی ریسک‌های مرتبط با روش‌های مختلف تخصیص منابع در بانکداری بدون ربا، ایران، روش‌ها و ابزارهای خاصی را متناسب با فقه اسلامی، جهت مدیریت این ریسک‌ها ارائه می‌نماید. در این تحقیق ضمن اینکه برخی از روش‌های مدیریت ریسک متداول مانند تبدیل به اوراق بهادار کردن دارایی‌ها، برای کاربرد در بانکداری بدون ربا مناسب دانسته شده است، به روش‌ها و فن‌هایی جهت کاربرد در بانکداری بدون ربا اشاره شده است.

با وجود حجم گسترده مطالعات انجام‌شده بر روی مشتقات اعتباری و نقش آن در کاهش ریسک اعتباری در بانکداری متداول، میزان مطالعات اسلامی صورت گرفته در این خصوص محدود بوده است. در تحقیقی که توسط دکتر مهدوی و موسوی بیوکی (۱۳۸۷) در زمینه امکان استفاده از سوآپ نکول اعتباری در بانکداری اسلامی صورت گرفته، امکان استفاده از این مشتقه به عنوان یک قرارداد بیمه، بین یک بانک یا مؤسسه اعتباری و شرکت بیمه بررسی شده است.

همچنین موسوی (۱۳۸۸) در تحقیق دیگری به بررسی تطبیقی سه ابزار مشتقه اعتباری سوآپ نکول اعتباری، سوآپ بازده کل و اختیار معامله مابه‌التفاوت اعتباری با قوانین فقه اسلامی پرداخته است و به این نتیجه رسید که استفاده از سوآپ نکول اعتباری در قالب قرارداد بیمه امکان‌پذیر است. سوآپ بازده کل به دلیل وجود شبهه غرری و ربوی بودن با اصول قراردادهای اسلامی و فقه شیعه منطبق نبوده و اختیار معامله مابه‌التفاوت اعتباری با اصول قراردادهای اسلامی و فقه شیعه منطبق است.

رستمی و همکاران (۱۳۹۲) در مقاله‌ای با عنوان «اوراق اعتباری: امکان‌سنجی فقهی، اقتصادی و کاربردی جهت مشارکت سطح خرد اقتصاد در بهبود ریسک اعتباری بانک‌ها» به بررسی ابعاد فقهی و اقتصادی اوراق اعتباری پرداخته است. در این مقاله امکان مطرح کردن اوراق اعتباری در قالب قراردادی با ماهیت حقوقی جدید، بنا به

شرایط و نیازهای جدید نظام بانکداری مورد تأیید قرار گرفت. از دید اقتصادی نیز اوراق اعتباری علاوه بر منطبق بودن با نظریه‌های مالی، از کارکردهای ویژه اقتصادی از دید اقتصاد خرد و کلان نظیر «افزایش کارایی بازار»، «سهولت جریان نقدینگی بازار پول»، «بهبود وضعیت نقدینگی بانک‌ها»، «جلوگیری از تمرکز ریسک» و نهایتاً «کاهش هزینه تأمین مالی در کل اقتصاد» برخوردار می‌باشد.

## ۲. عوامل بروز ریسک اعتباری در بانکداری بدون ربا

### ۲-۱. سرمایه‌گذاری مستقیم

همان‌طور که در ماده ۲۸ آیین‌نامه قانون عملیات بانکی بدون ربا عنوان شده است، شریکان بانک در سرمایه‌گذاری مستقیم فقط بانک‌ها هستند. از این حیث ریسک عدم پرداخت تعهدها در سرمایه‌گذاری مستقیم بسیار ناچیز است. مهم‌تر اینکه مانند عقود مشارکتی، بانک در سرمایه‌گذاری مستقیم نیز در سود با شریکان دیگر شریک است و در صورت کاهش سودآوری، سود همه کاهش می‌یابد. از طرفی در این عقد منابع بانکی به دارایی تبدیل می‌شود که این مسئله از ریسک اعتباری برای بانک می‌کاهد (موسویان و موسوی بیوکی، ۱۳۸۸، ص ۱۰۰).

### ۳. عقود مشارکتی

در نظام بانکداری بدون ربا، ایران قراردادهای مشارکتی شامل مضاربه، مشارکت مدنی و مشارکت حقوقی است. در قراردادهای سهمی از سود (به‌ویژه مضاربه و مشارکت مدنی) عدم پرداخت به‌موقع و کامل سهم سود بانک به‌وسیله شریک یا مضارب، باعث ایجاد ریسک اعتباری می‌شود. این مشکل نیز به علت مسئله اطلاعات نامتقارن برای بانک پدید می‌آید (ابوالحسنی، حسنی مقدم، ۱۳۸۷، ص ۱۶۴). در مشارکت حقوقی احتمال عدم پرداخت سود وجود دارد؛ به‌ویژه زمانی که بانک در جایگاه سهامدار جزء بر مدیریت شرکت کنترل نداشته باشد (موسویان و موسوی بیوکی، ۱۳۸۸، ص ۱۰۰).

با توجه به اینکه در قراردادهای سهمی از محصول شامل قرارداد مزارعه و مساقات، هر یک از طرفین قرارداد (عامل و مالک) در محصول نهایی با توجه به سهمشان سهم هستند، بنابراین به نظر می‌رسد ریسک اعتباری این قراردادها نسبت به

عقدهای سهمی از سود به‌ویژه مضاربه و مشارکت مدنی کمتر باشد (موسویان، ۱۳۸۶ الف، صص ۲۴۶-۲۴۳).

### ۳-۱. عقدهای مبادله‌ای

عقود مبادله‌ای شامل فروش اقساطی، جعاله، اجاره به‌شرط تملیک، سلف و خرید دین می‌شوند که در ذیل عوامل بروز ریسک اعتباری در این عقود بررسی و تشریح می‌گردد.

### ۳-۱-۱. فروش اقساطی

از آنجا که این عقد، تعهدهای نقدی برای مشتری پدید می‌آورد که باید به بانک پرداخت شود و از طرفی یک قرارداد با سود ثابت است، ریسک اعتباری در فروش اقساطی بیش از عقدهای مشارکتی است. به‌ویژه اینکه دارایی خریداری‌شده باید سریعاً در اختیار مشتری قرار گیرد.

### ۳-۱-۲. جعاله

جعاله نیز قراردادی با بازده ثابت است و ریسک اعتباری در آن از عقدهای مشارکتی بیشتر است. در جعاله بانک می‌تواند عامل یا جاعل باشد. در صورتی که بانک عامل باشد و انجام تعهدها برای بانک، تعهدهای مالی در پی داشته باشد مانند گشایش اعتبار اسنادی، آنگاه بانک با ریسک اعتباری بیشتری روبه‌رو است که باید با گرفتن وثیقه‌های لازم این ریسک را کاهش دهد. در موردهایی هم که بانک جاعل است می‌تواند پرداخت مبلغ جعاله را مرحله‌به‌مرحله با پیشرفت کار انجام دهد تا ریسک اعتباری در این مورد نیز کاهش قابل ملاحظه‌ای داشته باشد.

### ۳-۱-۳. اجاره به‌شرط تملیک

ریسک اعتباری اجاره به‌شرط تملیک از آنجا ناشی می‌شود که ممکن است اجاره‌بها توسط مستأجر به‌موقع و به‌طور کامل پرداخت نگردد. ریسک اعتباری در اجاره به‌شرط تملیک از فروش اقساطی کمتر است چرا که مالکیت کالا تا زمان بازپرداخت تمام مطالبه‌های بانک به مشتری منتقل نمی‌شود (موسویان، ۱۳۸۸، ص ۱۰۱).

### ۳-۱-۴. سلف

در قرارداد سلف باید قیمت کالا در ابتدای قرارداد به وسیله شخصی که پیش خرید می‌کند، پرداخت شود؛ بنابراین ریسک اعتباری در این قرارداد به نسبت فراوان است؛ زیرا ممکن است تولیدکننده به علت افزایش ارزش کالا و یا مشکل‌های عملیاتی، کالا را در سررسید به مقدار مندرج در قرارداد یا با کیفیت ذکر شده تحویل بانک ندهد (ابوالحسنی و حسنی مقدم، ۱۳۸۷، ص ۱۶۴).

### ۳-۱-۵. خرید دین

با توجه به اینکه خرید دین ابزاری برای خرید و فروش بدهی است، عدم پرداخت به موقع و کامل بدهی به وسیله بدهکار (مدین)، ریسک اعتباری بانک را افزایش می‌دهد.

### ۴. ابزارهای مدیریت ریسک اعتباری در بانکداری بدون ربا

در بانکداری متعارف از روش‌های گوناگونی جهت پیشگیری و مدیریت ریسک اعتباری استفاده می‌گردد. در سطح پیشگیری از وقوع ریسک اعتباری، تلاش بانک‌ها در جهت شناسایی مقدار واقعی ریسک اعتباری مربوط به یک گیرنده تسهیلات یا طرف تجاری خود است تا از این طریق بدگزینی را به حداقل رسانند؛ وثیقه، ذخیره زیان وام، ضمانت و سایر روش‌های بازدارنده مثل اندازه‌گیری رتبه اعتباری وام‌گیرنده، روش‌های مورد استفاده توسط بانک‌های متداول‌اند (موسوی، ۱۳۸۸، صص ۸۵-۸۶) که مورد توجه بانکداری بدون ربا در ایران نیز هست. در ادامه به تشریح برخی از آن‌ها می‌پردازیم:

#### ۴-۱. ذخیره‌های زیان اعتباری<sup>۱</sup>

ذخیره‌های زیان اعتباری، مقدار وجوهی است که بانک‌ها در ازای زیان اعتباری قابل انتظار به صورت ذخیره نگه‌داری می‌کنند. مقدار این ذخیره به قابل اعتماد بودن روش محاسبه زیان اعتباری به وسیله نظام بانکی بستگی دارد.

#### ۴-۲. رهن (وثیقه) و ضمانت

اگر در قرارداد قرض شرط شود که قرض‌گیرنده چیزی را نزد قرض‌دهنده رهن (گرو) بگذارد یا فردی را به عنوان ضامن یا کفیل معرفی کند، چنین شرطی هر چند به مصلحت قرض‌دهنده است اما ربا و حرام نیست (موسویان، ۱۳۸۶-الف، ص ۱۹۵).

رهن و ضمانت دو ابزار مهم تأمینی در برابر زیان اعتباری در شریعت اسلام است. این دو ابزار در حال حاضر نیز در نظام بانکی ایران بسیار مورد استفاده قرار می‌گیرد.

#### ۳-۴. جریمه تأخیر تأدیه

برخی بانکداران اسلامی برای کاهش به تعویق افتادن پرداخت‌ها یا نکول مطالبات خود، جریمه قرار می‌دهند. مباحث فقهی در مورد صحت یا عدم صحت استفاده از جریمه دیرکرد در بانکداری اسلامی مطرح است. این ابزار در مواردی مؤثر است، اما ریسک اعتباری را به صورت کامل از بانک‌ها دفع نمی‌نماید (موسویان، ۱۳۸۸، ص ۱۰۴).

#### ۴-۴. رتبه‌بندی اعتباری

این روش به عنوان یک اقدام پیشگیرانه در جهت اجتناب از بدگزینی، در مؤسسات اعتباری دنیا مطرح است. بدین ترتیب که برخی مؤسسات حرفه‌ای مثل استاندارد اندپورز<sup>۲</sup>، فیچ<sup>۳</sup> و غیره، با توجه به وضعیت مالی و سابقه عملکرد شرکت‌ها نسبت به رتبه‌بندی اعتباری آن‌ها اقدام می‌کنند. بانک‌ها و سایر مؤسسه‌های اعتباری نیز با استفاده از این اطلاعات به مشتریان خود تسهیلات می‌پردازند (موسوی، ۱۳۸۸، صص ۸۷-۸۸).

هر چند روش‌های مذکور در کاهش ریسک اعتباری در بانکداری اسلامی تأثیرگذار بوده ولی در حذف یا کاهش ریسک اعتباری تا سطح رضایت‌بخش، کارایی نداشته‌اند و ریسک اعتباری همچنان از تهدیدات جدی پیش روی بانکداری اسلامی محسوب می‌گردد.

یکی از ابزارهای بانک‌های متداول جهت مدیریت و انتقال ریسک اعتباری، مشتقات اعتباری است. در برخی از مشتقات اعتباری مانند تعهدات بدهی وثیقه‌دار با تبدیل به اوراق بهادارسازی تسهیلات بانکی، علاوه بر تأمین مالی بانک، ریسک اعتباری مشتریان بانک نیز به دارندگان اوراق منتقل می‌گردد.

در قسمت بعدی این تحقیق ضمن معرفی مشتقات اعتباری، به بررسی امکان استفاده از تعهدات با پشتوانه بدهی<sup>۴</sup> در بانکداری اسلامی با توجه به موازین فقه امامیه خواهیم پرداخت.

## ۵. مشتقات اعتباری

یک مشتقه اعتباری قراردادی است که بازده آن به ارزش اعتباری یک یا چند شرکت و یا دولت بستگی دارد. هدف استفاده از مشتقات اعتباری انتقال و مدیریت ریسک اعتباری است (هال، ۲۰۰۲، ص ۴۱۲).<sup>۵</sup> و عایدی آن‌ها مشروط به تغییرات در کیفیت اعتباری یک ناشر خاص است. این ناشر خاص نوعاً طرف معامله در قرارداد مشتقه اعتباری نیست. (کروهی، ۲۰۰۰، ۴۴۸-۴۴۹)<sup>۶</sup> در تعریفی دیگر مشتقات اعتباری به ابزارهای مالی مورد استفاده جهت انتقال ریسک اعتباری یک طرف قرارداد به طرف دیگر، بدون انتقال دارایی پایه اطلاق می‌گردد (میسر، ۲۰۰۵، ص ۱).<sup>۷</sup>

همان‌طور که در نمودار شماره ۱ ملاحظه می‌گردد تا سال ۲۰۰۸ حجم معاملات مشتقات اعتباری روبه افزایش بود و مقدار آن تا حدود ۳۳ هزار میلیارد دلار رسید، اما بروز بحران مالی اخیر در آمریکا و سایر کشورهای جهان سبب گردید که حجم معاملات مشتقات اعتباری کاهش قابل ملاحظه‌ای داشته باشد که این کاهش تا اوایل سال ۲۰۱۰ نیز ادامه داشت. از سال ۲۰۱۰ به بعد با اصلاح ساختار و قوانین و مقررات مربوط به مشتقات اعتباری، دوباره حجم این نوع از مشتقات روبه افزایش بوده است. سریع‌ترین بخش در حال رشد بازار مشتقات اعتباری، مربوط به بازار تعهدات بدهی وثیقه‌دار است. مشتقات اعتباری ابزارهای کلیدی برای ایجاد تعهدات بدهی وثیقه‌دار مرکب به شمار می‌روند. بازار مشتقات اعتباری از یک بازار با تعداد کم معامله‌گر در دهه ۱۹۹۰ به یک بازار بزرگ و توسعه‌یافته با دادوستد میلیاردها دلار در سال تبدیل شده است.

### ۵-۱. تعهدات بدهی وثیقه‌دار (وام)

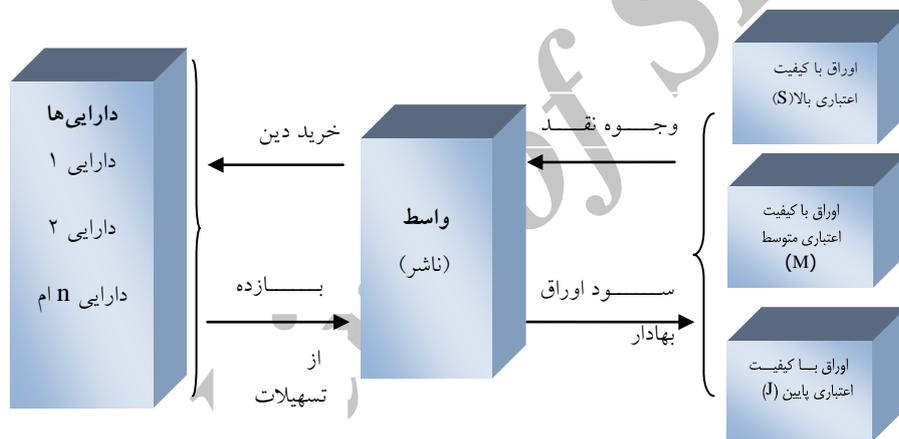
امروزه، تعهدات بدهی وثیقه‌دار در حال توسعه و رشد بازار سرمایه هستند. طبق نظر کردیت فلوکس<sup>۸</sup> حجم تعهدات بدهی وثیقه‌دار نقدی در دست مردم در آغاز سال ۲۰۰۷، ۹۸۶ بیلیون دلار و حجم آن‌ها در سال ۲۰۰۶ تنها در آمریکا نزدیک به ۴۰۰ بیلیون دلار رسیده است. تعهدات بدهی وثیقه‌دار دارای مزایای گوناگونی برای سرمایه‌گذاران بوده که از جمله می‌توان به فرصت‌های تنوع‌سازی پرتفوی، کسب

فرصت‌های کسب بازده بالا، پوشش ریسک، تأمین مالی و... اشاره نمود (لندکستر و همکاران، ۲۰۰۸، ص ۱۷۳)<sup>۹</sup>. تعهدات بدهی وثیقه‌دار روشی است برای ساختن اوراق بهادار با خصوصیات ریسکی متفاوت به پشتوانه سبندی از ابزارهای بدهی (هال، ۲۰۰۶، ص ۵۱۶)<sup>۱۰</sup>. تعهدات با پشتوانه بدهی، یکی از مهم‌ترین انواع مشتقات اعتباری است که در آن یک شرکت با هدف خاص (شرکت واسط)<sup>۱۱</sup> به پشتوانه پرتفویی از دارایی‌های قابل نکول، چندین دسته اوراق قرضه با کیفیت‌های اعتباری گوناگون منتشر می‌نماید. اصطلاح تعهد بدهی وثیقه‌دار عبارت است از دسته خاصی از چند نوع اوراق بهادار که بازدهی آنها به عملکرد دسته خاصی از دارایی‌های پایه، مرتبط و وابسته است. جایگاه هر دسته از اوراق در این ساختار، اولویت ادعا بر وثیقه‌ها را تعیین می‌نماید که به نوبه خود تعیین‌کننده رتبه اعتباری اوراق نیز هست. عواید حاصل از فروش اوراق بهادار توسط شرکت با هدف خاص (شرکت واسط)، برای خرید پرتفویی از دارایی‌ها (وثیقه‌ها) بانک مورد استفاده قرار می‌گیرد. رایج‌ترین دارایی (وثیقه‌ها)ی که در مورد تعهدات بدهی وثیقه‌دار تازه انتشار یافته مورد استفاده قرار می‌گیرند اوراق رهنی تجاری<sup>۱۲</sup>، وام‌های بانکی و اوراق رهنی مسکونی<sup>۱۳</sup> هستند. پیشرفت‌های اخیر در زمینه طراحی تعهدات با پشتوانه بدهی، منجر به طراحی تعهدات بدهی وثیقه‌دار ترکیبی گردیده است که در آن از سوآپ نکول اعتباری<sup>۱۴</sup> استفاده می‌گردد (فبوزی، ۲۰۰۴، ص ۱۳۱)<sup>۱۵</sup>.

#### ۵-۱-۱. ساختار تعهدات بدهی وثیقه‌دار ساده

شکل شماره ۱ ساختار یک تعهد بدهی وثیقه‌دار ساده را نشان می‌دهد. در این نوع ساده، سبندی از دارایی‌های یک مؤسسه مالی - مثلاً تسهیلاتی که به مشتریان ارائه شده است - در اختیار یک «شرکت با هدف خاص» (شرکت واسط) قرار می‌گیرد. سپس شرکت واسط به پشتوانه این تسهیلات چند نوع اوراق بهادار منتشر می‌نماید که این اوراق سطوح اولویت متفاوتی دارند؛ بدین معنا که اوراق با کیفیت اعتباری بالاتر در دریافت سود و اصل نسبت به اوراق با کیفیت متوسط و پایین دارای اولویت هستند. بنابراین سود حاصل از دارایی‌ها (وثیقه‌ها) ابتدا به اوراق با بهترین کیفیت سپس به اوراق با کیفیت متوسط و در نهایت باقیمانده سود حاصل به اوراق با پایین‌ترین کیفیت

اعتباری اختصاص می‌یابد. این در حالی است که نکول در دارایی‌ها (وثیقه‌ها) به ترتیب اولویت، ابتدا سود و اصل پرداختی به اوراق با کمترین کیفیت اعتباری و در صورت عدم کفاف، سود و اصل پرداختی به اوراق با کیفیت اعتباری متوسط و در نهایت سود و اصل پرداختی به اوراق با کیفیت اعتباری بالا را تحت تأثیر قرار خواهد داد. به همین خاطر برای جبران ریسک بالای اوراق کم کیفیت، بازده بیشتری نیز به این اوراق تعلق می‌گیرد. بنابراین اوراق با بهترین کیفیت اعتباری دارای ریسک و بازده کم ولی اوراق با بدترین کیفیت، دارای بالاترین ریسک و بازده هستند (لمن برادرز، ۲۰۰۱، صص ۵۵-۵۶).<sup>۱۶</sup>



شکل ۱. فرآیند انتشار تعهدات بدهی وثیقه‌دار ساده

اگر هر یک از دارایی‌های موجود در سبد نکول کند (مثلاً اگر دارایی بانک وام باشد و مشتری بانک نتواند بدهی خود را به بانک بازپرداخت نماید)، دارندگان اوراق بهادار موظف‌اند زیان حاصل از نکول مشتریان را به ترتیب اولیوی که ذکر شد، جبران نمایند. معیار موفقیت یک تعهد بدهی وثیقه‌دار، موفقیت در فروش اوراق کم کیفیت J (اوراق با بالاترین ریسک و بازده) است که معمولاً به خاطر ریسک نکول بالایی که دارند تمایل سرمایه‌گذاران برای خرید آنها کمتر است و غالباً از خود ناشر درخواست

می‌گردد که این اوراق را در پرتفوی خود قرار دهد. این امر باعث می‌شود که نگرانی دارندگان تعهدات بدهی وثیقه‌دار راجع به مسئله خطر اخلاقی و انتخاب نامناسب مرتفع گردد. برای درک خطر اخلاقی در تعهدات بدهی وثیقه‌دار، یک بانک تجاری را در نظر بگیرید که قصد دارد وام‌هایش را تبدیل به اوراق بهادار نماید. در اینجا خطر اخلاقی زمانی پیش می‌آید که بانک تنها وام‌های با ریسک بالاتر را پشتوانه اوراق بهادار منتشره قرار دهد یا در مورد انتخاب نامناسب ممکن است بانک، اطلاعاتی راجع به ریسک و مسائل خاص وام‌ها داشته باشد که از دید سرمایه‌گذار پنهان بوده و ممکن است منجر به زیان بالقوه وی گردد. زمانی که خود ناشر جزء دارندگان اوراق محسوب گردد، نگرانی دارندگان اوراق برطرف می‌گردد؛ زیرا خود ناشر نیز ذینفع بوده و به دنبال کاهش ریسک نکول وام‌هاست.

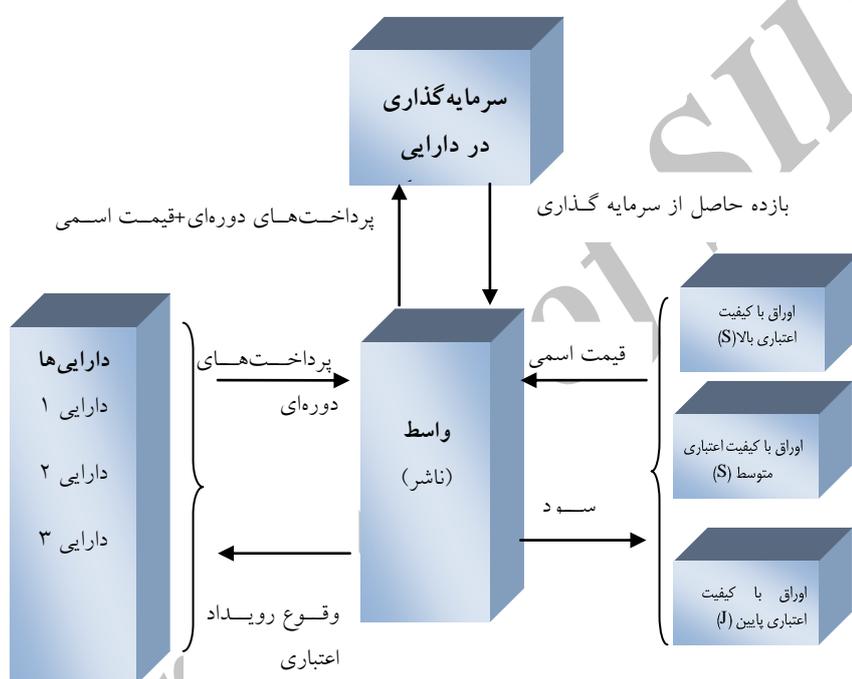
#### ۵-۱-۲. تعهدات بدهی وثیقه‌دار ترکیبی

همان‌طور که در شکل شماره ۲ نمایان است، تفاوت بین تعهدات بدهی وثیقه‌دار ساده و ترکیبی<sup>۱۷</sup> از این حقیقت ناشی می‌گردد که شرکت واسط در یک تعهد بدهی وثیقه‌دار ترکیبی، مالک سبد دارایی‌ها (تسهیلات) نیست بلکه در ازای فروش حمایت - مثلاً فروش سوآپ نکول اعتباری - پرداخت‌های دوره‌ای را از خریدار سوآپ نکول اعتباری (بانک) دریافت می‌کند و این جریان نقدی ثابت تا پایان زمان قرارداد و یا تا زمان وقوع یک رویداد اعتباری ادامه می‌یابد. بعد از وقوع رویداد اعتباری، فروشنده سوآپ نکول اعتباری به‌عنوان فروشنده حمایت بایستی نسبت به جبران زیان خریدار سوآپ اقدام نماید (هال و وایت، ۲۰۰۰، ص ۳)<sup>۱۸</sup>.

بدین ترتیب تعهدات بدهی وثیقه‌دار ترکیبی این امکان را فراهم می‌سازد که بدون انتقال دارایی‌های بانک به شرکت با هدف خاص (شرکت واسط)، ریسک اعتباری دارایی‌های بانک به وی منتقل گردد. واضح است که در این نوع ترکیبی بر خلاف نوع ساده، دارایی‌ها (تسهیلات) پشتوانه اوراق بهادار قرار نمی‌گیرند.

در این حالت، شرکت واسط از وجوه حاصل از فروش اوراق بهادار با کیفیت‌های اعتباری متنوع و حق بیمه وام‌ها جهت سرمایه‌گذاری در دارایی‌های بدون ریسک استفاده کرده و از عواید حاصل از این سرمایه‌گذاری بدون ریسک برای پرداخت اصل

و سود دارندگان اوراق بهادار استفاده می‌نماید. بدین ترتیب شرکت واسط گرفتار الزامات حد کفایت سرمایه و متحمل ریسک عملیاتی نمی‌گردد. برای مثال در یک تعهد بدهی وثیقه‌دار ساده که شرکت واسط مالک دارایی‌ها می‌شود، به دلایل سیاسی یا حقوقی<sup>۱۹</sup> ممکن است وی نتواند اصل و سود برخی وام‌ها را دریافت نماید (میسرنر، ۲۰۰۵، ص ۴۶).<sup>۲۰</sup>



شکل ۲. فرآیند انتشار تعهدات بدهی وثیقه‌دار ترکیبی

#### ۲-۵. بررسی فقهی تعهدات بدهی وثیقه‌دار

همان‌طور که ملاحظه شد، در برخی از مشتقات اعتباری مانند تعهدات بدهی وثیقه‌دار با تبدیل به اوراق بهادارسازی تسهیلات بانکی، علاوه بر تأمین مالی بانک، ریسک اعتباری مشتریان بانک نیز به دارندگان اوراق منتقل می‌گردد. از منظر فقهی اکثر تسهیلات اعطایی از طرف بانک‌های بدون ربا قابل تبدیل به اوراق بهادار هستند؛ اما بررسی تمامی این تسهیلات بانکی بسیار گسترده بوده و از حوصله تحقیق پیش رو خارج

است.<sup>۲۱</sup> بنابراین به دنبال این هستیم تجزیه و تحلیل مشتقه اعتباری تعهدات بدهی وثیقه دار را بر اساس دو نمونه از مناسب ترین تسهیلات بانکی مورد بررسی قرار داده و بر اساس آن‌ها به جمع بندی و نتیجه گیری بپردازیم.

با توجه به ویژگی های تسهیلات بانکداری بدون ربا می توان این گونه استنباط کرد که آنچه تبدیل به اوراق می شود یا دارایی فیزیکی است و یا دارایی دینی ناشی از ارائه تسهیلات. همچنین بازدهی این دارایی ها یا به صورت ثابت و معین هستند و یا به صورت انتظاری و نامعین (موسویان، ۱۳۸۹، ص ۱۷۸)

به نظر می رسد با توجه به دلایل ذیل، تسهیلات فروش اقساطی و اجاره به شرط تملیک انتخاب های خوبی جهت تبدیل به اوراق بهادار سازی هستند:

- با توجه به ثابت بودن بازده اوراق بهادار ناشی از فرآیند تبدیل به اوراق بهادار سازی، بهتر است تسهیلاتی انتخاب گردند که بازده ثابت و معین داشته باشند (موسویان، ۱۳۸۹، ص ۹۷).

- زمینه های لازم برای تبدیل به اوراق بهادار کردن تسهیلات فروش اقساطی و اجاره به شرط تملیک بانکداری بدون ربا، تحت عنوان اوراق رهنی، در نهادهای سیاست گذاری چون بانک مرکزی جمهوری اسلامی ایران و سازمان بورس و اوراق بهادار ایران، فراهم شده و برخی مقدمات کار مهیا شده است (سازمان بورس و اوراق بهادار، ۱۳۸۷).

- در تسهیلات اجاره به شرط تملیک، به طور معمول بانک مالک دارایی اجاره داده شده است و تا پرداخت آخرین اجاره بها در مالکیت بانک می ماند. در تسهیلات فروش اقساطی نیز گرچه مالکیت دارایی فروخته شده به مشتری منتقل می شود اما می توان همان دارایی یا دارایی معادل آن را به عنوان رهن دریافت نمود، بنابراین تسهیلات فروش اقساطی رهنی<sup>۲۲</sup> و اجاره به شرط تملیک از کمترین ریسک نکول برخوردارند.

- تسهیلات فروش اقساطی و اجاره به شرط تملیک دارای زمان بندی کاملاً معلوم و مشخص هستند. در نتیجه بانک ها می توانند متناسب با شرایط بازار، بسته های مناسب تسهیلات فروش اقساطی و اجاره به شرط تملیک از جهت مدت زمان باقی مانده به

تسویه را انتخاب و به بازار عرضه کنند.

### ۳-۵. تطبیق تعهدات بدهی وثیقه‌دار با موازین فقهی

با توجه به منحصر نبودن عقود به قراردادهای متعارف عصر ظهور اسلام، امکان در نظر گرفتن ابزارهای جدید در قالب یک قرارداد جدید با در نظر گرفتن شرایط عمومی صحت قراردادهای وجود دارد اما به هنگام بررسی یک قرارداد جدید، علمای دینی سعی دارند تا در وهله اول آن را با یکی از عقود موجود و مورد تأیید فقه تطبیق دهند. با توجه به اینکه تحقیقات متعددی به بررسی تبدیل به اوراق بهادارسازی تسهیلات بانکی پرداخته‌اند، در این تحقیق به بررسی فقهی تعهدات با پشتوانه فروش اقساطی و اجاره به شرط تملیک می‌پردازیم.

### ۲-۳-۵. بررسی فقهی بازار اولیه و ثانویه تعهدات با پشتوانه فروش اقساطی

اصل بیع مرابحه از معاملات مجاز و مشروع نزد همه مسلمانان (شیعه و اهل سنت) است و هیچ اختلافی در آن وجود ندارد (موسویان، ۱۳۸۶-الف، ص ۳۵۹)؛ اما اوراق مرابحه مشتمل بر معاملات دیگری غیر از بیع مرابحه هستند که وقتی همه آنها را در نظر می‌گیریم از جهت فقهی نیاز به تأمل دارند.

بازار اولیه و ثانویه اوراق مرابحه رهنی ترکیبی از قراردادهای بیع نقد، بیع نسبه، وکالت و بیع دین (تنزیل) است؛ به این صورت که بانک با استفاده از منابع سپرده‌گذاران کالاهای مورد نیاز متقاضیان را به صورت نقد می‌خرد سپس آنها را به صورت فروش اقساطی به متقاضیان می‌فروشد (تسهیلات مرابحه‌ای می‌پردازد)، سپس واسط (ناشر) بعد از جمع‌آوری وجوه، به وکالت از طرف صاحبان اوراق دیون حاصل از تسهیلات مرابحه‌ای بانکها را خریداری (تنزیل) می‌کند؛ بنابراین صاحبان اوراق مالکان مشاع دیون حاصل از بیع مرابحه هستند، آنان می‌توانند صبر کنند در سررسید مبلغ اسمی اوراق (دیون) را دریافت کنند کما اینکه می‌توانند آن اوراق را در بازار ثانوی بفروشند (تنزیل کنند). عملیات فروش اوراق ممکن است در بازار ثانوی چند بار تکرار شود، چنانچه در ادبیات فقهی تحقیق اشاره گردید، قراردادهای بیع نقد و بیع نسبه وکالتی هیچ مشکلی ندارند اما فروش اوراق در بازار ثانوی که خرید و فروش دین می‌باشد، محل اختلاف است (موسویان، ۱۳۸۶-الف، صص ۳۵۹-۳۶۰).

مشهور فقهای پیشین و معاصر چون سید یزدی، بروجردی، خویی، امام خمینی (طبق نظر اولشان)، سیستانی، مکارم شیرازی، تبریزی، وحید خراسانی و زنجانی عنوان کرده‌اند که بیع دین مطلقاً صحیح است و خریدار، مالک تمام دینی می‌شود که خریده است. البته امام خمینی بعد از مدتی ظاهراً از نظر سابق خویش برگشته و در استفتائاتی که شده فتوا به حرمت و ربوی بودن بیع دین داده‌اند (امام خمینی، ۱۳۷۵، ج ۲، ص ۱۷۵). در حال حاضر عملیات مربوط به خرید دین بر مبنای آیین‌نامه موقت تنزیل اسناد و اوراق تجاری و مقررات اجرایی آن، که در جلسه مورخ ۱۳۶۱/۸/۲۶ شورای پول و اعتبار به تصویب رسیده و متعاقب آن در شورای نگهبان نیز مطرح و به اکثریت آراء مخالف با شرع و قانون اساسی شناخته نشده است، انجام می‌پذیرد (هدایتی و همکاران، ۱۳۸۱، ص ۱۵۹).

#### ۵-۳-۲. بررسی فقهی بازار اولیه و ثانویه تعهدات با پشتوانه اجاره به شرط تملیک

در اوراق اجاره به شرط تملیک معاملات متعدد و مختلفی شکل می‌گیرد که همه آنها بر اساس فقه اسلامی صحیح است، معاملات اصلی اوراق اجاره به شرط تملیک و توجیه فقهی آنها به شرح ذیل است.

۱. واگذاری اوراق اجاره و گرفتن وجوه آنها از متقاضیان اوراق در قالب قرارداد وکالت خواهد بود به این معنا که متقاضیان اوراق با اعطای وجوه و گرفتن اوراق اجاره، به ناشر وکالت می‌دهند وجوه آنان را همراه سایر وجوه جمع‌آوری شده از این طریق، به صورت مشاع در خرید کالاهای سرمایه‌ای و بادوامی که بانک در تسهیلات اجاره به شرط تملیک به اشخاص حقیقی و حقوقی واگذار کرده، به کار گیرد و در انجام عملیات خرید، اجاره و امور مربوطه، وکیل صاحبان وجوه باشد.

۲. خرید کالاهای سرمایه‌ای و مصرفی بادوام و واگذاری آنها توسط بانک در قالب قراردادهای بیع و اجاره به شرط تملیک است.

۴. واگذاری کالاهای سرمایه‌ای و مصرفی بادوام به صورت اجاره به شرط تملیک از نظر فقهی و از نظر حقوقی (قانون عملیات بانکی بدون ربا) صحیح است (موسویان، ۱۳۸۵، ص ۹۰).

۵. فروش اوراق اجاره در بازار ثانوی، از باب فروش سهم‌الشرکه فرد در

دارایی‌های مورد اجاره است که از جهت فقهی صحیح و قیمت فروش می‌تواند با توافق و رضایت طرفین تعیین شود، بعد از معامله، صاحب جدید اوراق در تمام مسائل حقوقی جانشین صاحب قبلی اوراق خواهد بود (موسویان، ۱۳۸۵، ص ۹۰).

#### ۵-۳-۲-۱. بررسی فقهی اولویت‌بندی اوراق تعهدات بدهی وثیقه‌دار

اما مسئله بعد بررسی فقهی اولویت‌بندی اوراق تعهدات بدهی وثیقه‌دار بر اساس تقدم و تأخر در تحمل نکول احتمالی مشتریان بانک است که بر این اساس اوراق به چندین دسته با کیفیت‌های اعتباری متفاوت تقسیم می‌گردند. جهت بررسی فقهی این مورد از سه روش ذیل استفاده گردیده است

#### ۵-۳-۲-۲. ضمان

جهت بررسی فقهی اولویت‌بندی اوراق، می‌توان از قرارداد ضمان استفاده نمود؛ به این بیان که دارنده اوراق با کیفیت اعتباری پایین با گرفتن مبلغی به‌عنوان اجرت ضمان، مطالبات دارنده اوراق با کیفیت بالا را تا سطح معینی ضمانت می‌کند. به‌بیان‌دیگر دارنده اوراق با کیفیت بالا از بخشی از مطالبات دریافتی خود صرف‌نظر کرده و از طریق واسط (به‌عنوان وکیل) آن را بابت اجرت ضمان به دارنده اوراق با کیفیت اعتباری پایین واگذار می‌نماید؛ که این امر سبب می‌شود عایدی اوراق با کیفیت پایین بیشتر از اوراق با کیفیت بالا گردد؛ بنابراین به خاطر این تفاوت در عایدی، دارنده اوراق با کیفیت اعتباری پایین متعهد می‌گردد در صورت نکول مشتریان بانک، زیان دارنده اوراق با کیفیت بالا را تا سطح معینی (به‌اندازه اصل و سود) تحمل کند.

#### ۵-۳-۲-۳. قرارداد بیمه

مطالبات حاصل از تسهیلات مرابحه رهنی و یا اجاره به‌شرط تملیک برای تمام سرمایه‌گذاران مساوی است؛ اما واسط می‌تواند به وکالت از طرف سرمایه‌گذاران و بر اساس توافق آنان، بازدهی‌های متفاوتی بابت اوراق بپردازد که این تفاوت ناشی از توافق بر اولویت و ترتیب تحمل ریسک نکول مشتریان بانک توسط دارندگان اوراق است. بدین صورت که دارنده اوراق با کیفیت بالا از بخشی از سود دریافتی خود صرف‌نظر کرده و آن را بابت حق بیمه به دارنده اوراق با کیفیت اعتباری پایین واگذار می‌نماید. در صورت نکول مشتریان بانک، دارنده اوراق با کیفیت پایین علاوه بر زیان

خود، در عوض دریافت حق بیمه، زیان دارنده اوراق با کیفیت بالا را نیز تا سطح معینی متحمل می‌گردد؛

#### ۵-۳-۲-۴. قرارداد صلح

با توجه به شرایط و احکام قرارداد صلح در مواردی که ماهیت قرارداد از جهت نوع معامله مبهم است، می‌توان از قرارداد صلح استفاده کرد. همچنین تا زمانی که صلح منتهی به حلال کردن حرامی یا حرام کردن حلالی نباشد، جایز است (موسویان، ۱۳۸۶-الف، صص ۲۵۱-۲۵۲)؛ بنابراین سرمایه‌گذاران می‌توانند در مورد تفاوت بازدهی و نیز سطوح اولویت متفاوت اوراق در تحمل ریسک نکول مشتریان بانک از طریق ناشر (به‌عنوان وکیل) مصالحه نمایند.

#### ۶. تطبیق تعهدات بدهی وثیقه‌دار ترکیبی<sup>۳۳</sup> با موازین فقهی

در این تحقیق سعی بر این است تا با استفاده از موازین فقه امامیه، ارکان و ابعاد مختلف این ابزار مورد بررسی قرار گرفته و مدل‌های عملیاتی این ابزار بر اساس عقود اسلامی تبیین گردد.

#### ۶-۱. بررسی فقهی رابطه بانک و واسط

در اوراق تعهدات بدهی وثیقه‌دار ترکیبی، نقل و انتقال و خرید و فروش دین یا عینی صورت نمی‌گیرد بلکه در این حالت، واسط در ازای فروش حمایت (فروش سوآپ نکول اعتباری)، پرداخت‌های دوره‌ای را از خریدار سوآپ نکول اعتباری (بانک) دریافت می‌کند و این جریانات نقدی ثابت تا پایان زمان قرارداد و یا تا زمان وقوع یک رویداد اعتباری ادامه می‌یابد. بعد از وقوع رویداد اعتباری، فروشنده سوآپ نکول اعتباری به عنوان فروشنده حمایت بایستی نسبت به جبران زیان خریدار سوآپ اقدام نماید. در مورد ماهیت فقهی سوآپ نکول اعتباری بررسی‌هایی انجام گردیده که صحت این ابزار تحت قرارداد بیمه، عقد ضمان و یک قرارداد جدید تأیید گردیده است که در ذیل به آن‌ها اشاره می‌گردد (موسوی بیوکی، ۱۳۸۸، صص ۲۴۱-۲۵۵).

#### ۶-۱-۱. سوآپ نکول اعتباری به‌عنوان عقد ضمان

امکان طرح سوآپ نکول اعتباری به‌عنوان عقد ضمان همراه با اجرت بررسی گردیده و

صحت آن تأیید شده است. در سواب نکول اعتباری فروشنده سواب (صندوق بازنشستگی یا شرکت بیمه) متعهد می‌شود تا دین مشتری بانک در مثل قرارداد فروش اقساطی را به خریدار سواب (بانک) بپردازد. در این تحقیق با اشاره به برخی از احکام عقد ضمان و شرایط مورد ضمان مطابقت سواب نکول اعتباری با این عقد واضح‌تر شده است (همان).

#### ۶-۱-۲. سواب نکول اعتباری به عنوان قرارداد بیمه

آنچه از قرارداد سواب نکول اعتباری برداشت می‌شود، این است که خریدار سواب نکول اعتباری با پرداخت یک‌سری جریان‌های نقدی دوره‌ای به فروشنده، این تعهد را از وی می‌گیرد، که در صورت نکول دارایی پایه موضوع قرارداد از جانب شخص سوم، تمام زیان وارده بر دارایی پایه را از فروشنده سواب دریافت دارد. با توجه به احکام و شرایط عقد بیمه، ماهیت این ابزار قابل تطبیق با عقد بیمه است، هر چند که به لحاظ ساختاری تفاوت‌هایی بین قرارداد بیمه و سواب نکول اعتباری وجود دارد. البته محقق این‌گونه استدلال نموده است که بیمه بودن یا نبودن سواب نکول اعتباری، به ماهیت حقوقی قرارداد برمی‌گردد نه به ویژگی‌های مدیریتی، حسابداری، هدف‌های خریدار و معامله آن در بازار ثانویه، چرا که تمام این موارد خارج از مفهوم حقوقی قرارداد بیمه است.

#### ۶-۱-۳. سواب نکول اعتباری به عنوان یک قرارداد جدید

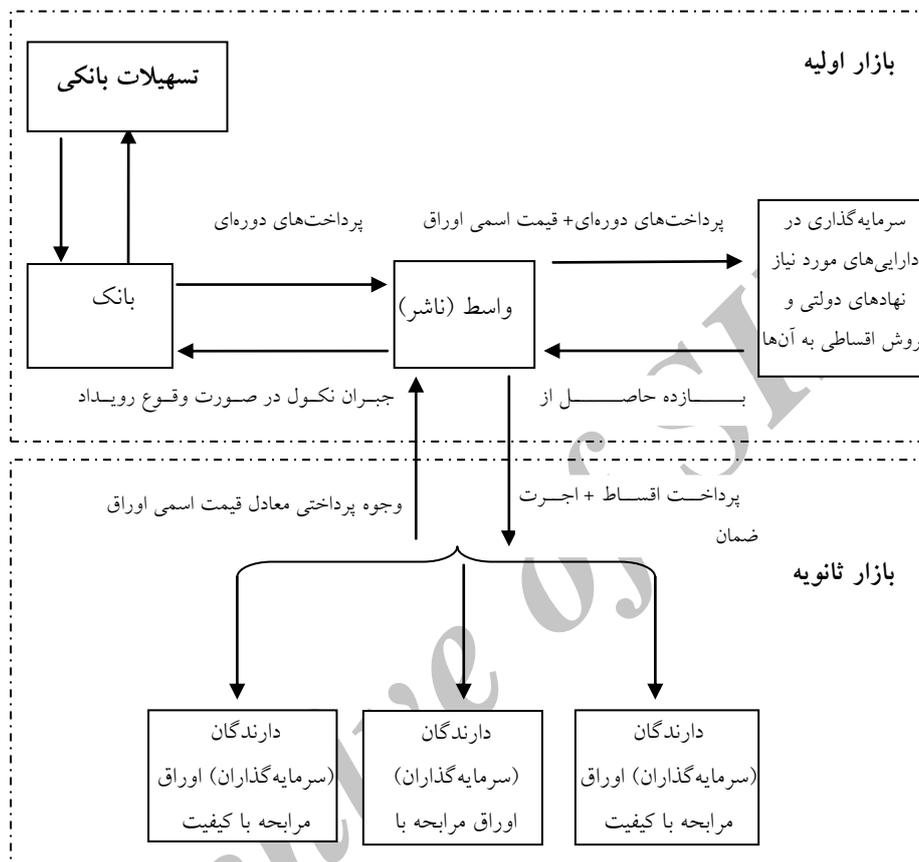
گرچه سواب نکول اعتباری به دید تحلیلی به عقدهای ضمانت و بیمه نزدیک است اما این احتمال وجود دارد که درباره ضمان یا بیمه بودن این قرارداد به علت وجود برخی تفاوت‌های کارکردی با شبهه نگاه شود؛ بنابراین این امکان وجود دارد که این ابزار قرارداد جدیدی باشد که در زمان شارع بدین صورت وجود نداشته است. لذا محقق ضمن بررسی شرایط عمومی قراردادها از جمله ممنوعیت غرر، ربا، اکل مال به باطل، ضرر و قمار در این ابزار جدید به این نتیجه رسیده است که طرح سواب نکول اعتباری به عنوان یک قرارداد جدید تأیید می‌گردد.

## ۲-۶. بررسی فقهی رابطه واسط و سرمایه‌گذاران

### ۱-۲-۶. فروش اقساطی (مربحه) به شرط ضمان

در این حالت واسط نهادی مستقل است که با انتشار و واگذاری اوراق مربحه، وجوه نقدی افراد را جمع‌آوری نموده، سپس با مجموع وجوه نقد جمع‌آوری شده و حق بیمه‌های دریافتی از بانک، کالاهای مورد نیاز دولت و یا نهادهای وابسته به دولت و یا بنگاه‌ها را به صورت نقد خریده، سپس با افزودن نرخ معینی به عنوان سود، به صورت نسیه به آن‌ها می‌فروشد. سود حاصل از عملیات خرید و فروش نیز پس از کسر درصدی به عنوان حق‌الوکاله واسط، در سررسیدهای معین بین صاحبان اوراق توزیع می‌شود. در این حالت واسط علاوه بر سود اوراق مربحه، مبلغی (درصدی) نیز به عنوان اجرت ضمان به دارندگان اوراق داده و در عوض از دارندگان اوراق خواسته می‌شود که جبران نکول احتمالی مشتریان بانک را ضمانت کنند. این اجرت ضمان از محل حق بیمه‌های سرمایه‌گذاری شده پرداخت می‌گردد. این شرط ضمان شرط ضمن عقد محسوب می‌گردد و طبق مبانی فقهی، تمامی شروطی که مخالف کتاب و سنت الهی نباشد می‌تواند در ضمن عقد مقرر گردد و از نظر شرعی و حقوقی صحیح و نافذ است (موسویان، ۱۳۸۶-ب، ص ۱۷۴).

نکته. همان‌طور که در تعهدات بدهی وثیقه‌دار ساده بحث گردید، در اوراق مربحه صاحبان اوراق مالکان مشاع دیون حاصل از بیع مربحه هستند، آنان می‌توانند صبر کنند در سررسید مبلغ اسمی ورق (دین) را دریافت کنند کما اینکه می‌توانند آن اوراق را در بازار ثانوی بفروشند (تنزیل کنند). عملیات فروش اوراق در بازار ثانوی که خرید و فروش دین می‌باشد، محل اختلاف است (موسویان، ۱۳۸۶-الف، صص ۳۵۹-۳۶۰). مشهور فقهای پیشین و معاصر قائل به این هستند که بیع دین واقعی صحیح است و خریدار، مالک تمام دینی می‌شود که خریده است. همچنین در ایران طبق نظر شورای پول و اعتبار و شورای نگهبان عملیات مربوط به خرید دین مخالف با شرع و قانون اساسی شناخته نشده است (هدایتی و همکاران، ۱۳۸۱، ص ۱۵۹).



شکل ۳ و ۴. فرآیند اجمالی انتشار تعهدات بدهی وثیقه‌دار ترکیبی بر اساس قرارداد فروش اقساطی بشرط ضمان

### ۲-۲-۶. اجاره به شرط تملیک و ضمان

واسط به عنوان نهادی مستقل با انتشار اوراق اجاره منابع مورد نیاز را جمع‌آوری نموده، سپس با استفاده از این منابع و حق بیمه‌های دریافتی از بانک، کالاهای سرمایه‌ای و مصرفی با دوام مورد نیاز دولت و نهادهای وابسته به دولت را خریداری کرده، به آنان اجاره می‌دهد. از آنجاکه بخشی از منابع جهت خرید کالاها مربوط به صاحبان اوراق بوده، آنان مالک مشاع کالاها و به تبع مالک اجاره‌بها خواهند بود. در این حالت واسط

پس از کسر درصدی به عنوان حق الوکاله، علاوه بر سود اوراق اجاره، مبلغی (درصدی) نیز به عنوان اجرت ضمان به دارندگان اوراق داده و در عوض از دارندگان اوراق خواسته می شود که جبران نکول احتمالی مشتریان بانک را به ترتیب اولیوی که ذکر شد، ضمانت کنند. این اجرت ضمان از محل حق بیمه های سرمایه گذاری شده پرداخت می گردد. لازم به ذکر است در این حالت واسط در قبال دریافت های دوره ای به عنوان حق بیمه، مسئول جبران نکول احتمالی مشتریان بانک می گردد. سپس سعی می کند با انتشار اوراق این مسئولیت را به سرمایه گذاران انتقال دهد.

نکته ۱. فروش اوراق اجاره در بازار ثانوی، از باب فروش سهم شرکتی فرد در دارایی های مورد اجاره است که از جهت فقهی صحیح و قیمت فروش می تواند با توافق و رضایت طرفین تعیین شود، بعد از معامله، صاحب جدید اوراق در تمام مسائل حقوقی جانشین صاحب قبلی اوراق خواهد بود (موسویان، ۱۳۸۵، ص ۹۰).

نکته ۲. در اینجا لازم است تا به برخی از احکام و شرایط عقد ضمان اشاره گردد تا مطابقت تعهدات بدهی وثیقه دار ترکیبی با این عقد مشخص گردد.

اول؛ ارکان عقد ضمان در این ابزار موجود است که عبارت اند از: ضامن (دارندگان اوراق)، مضمون له (بانک) و مضمون عنه (مشتریان بانک).

دوم؛ دین باید در ذمه مضمون عنه (بدهکار) ثابت شده باشد لذا نمی توان بر دینی که در آینده محقق خواهد شد ضامن شد (موسویان، ۱۳۸۶-ب، ص ۱۱۲). در تعهدات بدهی وثیقه دار نیز، دین طرف مقابل بانک در عقود فروش اقساطی و اجاره به شرط تملیک از همان ابتدای معامله ثابت شده است.

سوم؛ دینی که مورد ضمانت واقع می شود باید معلوم باشد؛ لذا ضامن شدن بر یکی از دو دین به صورت مردّد صحیح نیست، اگر چه طلبکار آن دو یکی باشد اما لازم نیست ضامن، به طور مفصل مقدار و اوصاف و شرایط دینی که آن را ضمانت می کند بداند (موسویان، ۱۳۸۶-ب، ص ۱۱۲). این شرط نیز در قرارداد تعهد با پشتوانه بدهی رعایت شده است. به طوری که تنها یک دارایی پایه در هر قرارداد لحاظ می گردد. همچنین در این ابزار ضامن به طور دقیق اوصاف و شرایط دینی را که ضمانت می کند، نمی داند که در عقد ضمان مشکلی به وجود نمی آورد.

چهارم، مورد ضمان باید مال باشد اعم از عین کلی یا منفعت (مثل دادن اتومبیل برای استفاده مضمون‌له) و یا انجام کار (مثل تعهد بر ساختن یک خانه برای مضمون‌له) باشد (موسویان، ۱۳۸۶-ب، ص ۱۱۳). لذا تکالیف غیرمالی، مورد ضمان واقع نمی‌شوند. همان‌طور که مشخص است در ابزار فوق نیز مورد ضمان مال است نه تکلیف غیرمالی. پنجم؛ ضامن در صورتی حق رجوع به بدهکار را دارد که بدهی او را پرداخته باشد بنابراین به صرف ضامن شدن، حق رجوع ندارد. همچنین اگر بدون اجازه او ضامن شده باشد و بدون اجازه او بدهی را پرداخت کرده باشد حق رجوع به او را ندارد (موسویان، ۱۳۸۶-ب، ص ۱۱۴). در تعهدات بدهی وثیقه‌دار ترکیبی نیز هیچ‌گونه رابطه حقوقی بین ضامن (دارندگان اوراق) و مضمون‌عنه (مشتریان بانک) وجود ندارد. بنابراین در تعهدات بدهی وثیقه‌دار ترکیبی به این دلیل که ضامن بدون اجازه بدهکار، پرداخت جریان‌های نقدی وی را ضمانت کرده است، به هنگام نکول بدهکار، حق رجوع به وی را ندارد. راهکاری که امکان مطالبه وجوه پرداختی از بدهکار توسط بانک یا خود ضامن فراهم گردد بدین شرح است که بانک ذیل عقود خود با مشتریان، وکالت در یافتن ضامن را برای آنها شرط می‌کند که در ادامه، این وکالت را به واسطه می‌سپارد تا او این کار را انجام دهد. در این صورت مشکل عدم اجازه ضامن از مضمون‌عنه و بالتبع احکام آن مبنی بر عدم حق مراجعه ضامن به مضمون‌عنه برطرف می‌شود. در مرحله بعد که رابطه بین بانک و واسطه است از تعهداتی که بانک باید ذیل عقد وکالت بدهد آن است که ملزم به تعیین صندوقی جهت برگشت بدهی‌های مشتریان نکول کرده شود و مبلغ دریافتی را به واسطه و او نیز به دارندگان اوراق می‌دهد. این تعهد در قالب شرط ضمن عقد (وکالت در یافتن ضامن) بلامانع است.

ششم؛ در صورتی که ضمان با تمام شرایطش محقق شد، دین از ذمه طلبکار به ذمه ضامن منتقل می‌شود و ذمه مضمون‌عنه (طلبکار) بری می‌شود (موسویان، ۱۳۸۶-ب، ص ۱۱۳). این حکم اساسی در مورد ضمان قابل انطباق با تعهدات بدهی وثیقه‌دار است. به گونه‌ای که با خرید اوراق تعهدات بدهی وثیقه‌دار ترکیبی، آن شخصیت حقوقی که بایستی در قبال پرداخت‌های مشتریان بانک پاسخگو باشد، ضامن یعنی دارندگان اوراق است و نه مشتریان بانک؛ اما اگر مشتریان بانک دین خود را به بانک (طلبکار) بپردازند،

ذمه ضامن بری خواهد شد.

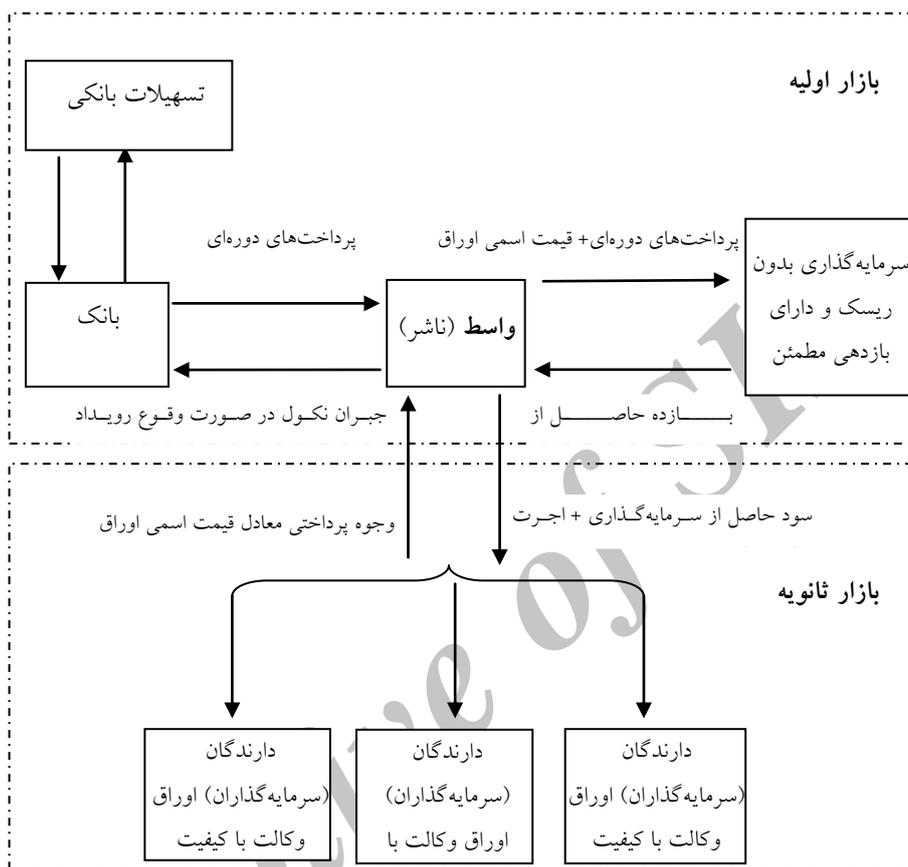
با توجه به طرح موارد فوق، به نظر می‌رسد امکان طرح قرارداد تعهدات بدهی وثیقه‌دار به‌عنوان عقد اجاره به‌شرط تملیک و ضمان یا فروش اقساطی به‌شرط ضمان وجود دارد.

### ۶-۲-۳. قرارداد وکالت عام به‌شرط بیمه (ضمانت)

همان‌طور که در شکل مشخص است، در این نوع قرارداد، واسط با انتشار اوراقی تحت عنوان وکالت عام یا سرمایه‌گذاری عام اقدام به جمع‌آوری وجوه افراد نموده و منابع حاصل را به‌همراه وجوهی که به‌صورت دوره‌ای از بانک دریافت می‌دارد در عموم طرح‌ها و پروژه‌ها سرمایه‌گذاری می‌نماید. یا حتی واسط می‌تواند منابع حاصل را در سپرده‌های بانکی سرمایه‌گذاری نماید. سپس سود حاصل از این سرمایه‌گذاری را پس از کسر حق‌الوکاله به‌همراه حق بیمه (یا اجرت ضمان) به سرمایه‌گذاران پرداخت نموده و در عوض سرمایه‌گذاران جبران نکول احتمالی مشتریان بانک را ضمانت می‌کنند. لازم به ذکر است که اجرت ضمان پرداختی از محل وجوهی است که واسط به‌صورت دوره‌ای از بانک دریافت و سرمایه‌گذاری نموده است. مقدار این اجرت بر اساس ترتیب و اولویت اوراق در جبران نکول مشتریان تعیین می‌گردد. بدین ترتیب اجرت اوراق با کیفیت اعتباری پایین (دارای بازده و ریسک بالاتر) بیشتر از اوراق با کیفیت متوسط و بالاست؛ چون در ابتدا زیان ناشی از نکول مشتریان بانک را تا سطح معینی (به‌اندازه اصل و سود) ضمانت (بیمه) خواهد کرد.

اگر نکولی صورت نپذیرد، دارندگان اوراق مالک سود حاصل از سرمایه‌گذاری خود و اجرت ضمان می‌گردند؛ اما اگر مشتریان بانک نکول کنند، واسط به وکالت از طرف سرمایه‌گذاران به میزان نکول صورت گرفته، از اصل و سود اوراق - به ترتیب اولویتی که ذکر شد - جهت جبران زیان به بانک پرداخت می‌نماید.

نکته. لازم به ذکر است خرید و فروش این اوراق در بازار ثانوی از باب بیع مال است که این مال با توجه به نوع سرمایه‌گذاری واسط می‌تواند عین، منفعت، دین، حق، امتیاز و غیره باشد.



شکل ۵-۶. فرآیند اجمالی انتشار تعهدات بدهی وثیقه‌دار ترکیبی بر اساس قرارداد وکالت عام بشرط ضمان (بیمه)

#### ۶-۲-۴. قرارداد بیمه به شرط قرض

در این نوع قرارداد، واسط حق بیمه‌هایی را به صورت دوره‌ای به دارندگان اوراق پرداخت نموده، در عوض دارندگان اوراق متعهد می‌شوند که در صورت بروز نکول مشتریان بانک، میزان زیان را جبران نمایند. همچنین ذیل عقد بیمه، واسط شرط می‌گذارد که خریدار اوراق باید مبلغی را که معادل قیمت اسمی اوراق مشابه در بازار است به عنوان قرض تا سررسید معین به واسط بدهد که معمولاً سررسید قرض با

قرارداد بیمه تطابق دارد. چون در قرض، مال به تملیک قرض‌گیرنده در می‌آید، واسط می‌تواند وجوه دریافتی حاصل از فروش سوآپ نکول اعتباری و قرض دریافتی را در هر جایی که می‌خواهد سرمایه‌گذاری نماید. همچنین لازم است واسط وجوهی را به‌صورت دوره‌ای بابت حق بیمه به دارندگان اوراق پرداخت نماید. در این ابزار ماهیت قرض به‌عنوان تضمینی است برای حصول اطمینان از جبران زیان ناشی از نکول احتمالی مشتریان بانک؛ بنابراین در صورت حدوث نکول، واسط به‌جای تعهد دارندگان اوراق مبنی بر جبران زیان احتمالی، حق بیمه آن‌ها و قرض دریافتی (ارزش اسمی اوراق) را عوض زیان حاصل بازپرداخت نمی‌نماید.

نکته ۱. عوضین در بیمه، از سوی بیمه‌گذار، پرداخت حق بیمه و از سوی بیمه‌گر، تعهد به پرداخت خسارت است. فروش این اوراق در بازار ثانوی از سوی بیمه‌گر (دارنده اوراق) فروش تعهد است و بعد از معامله، صاحب جدید اوراق در تمام مسائل حقوقی جانشین صاحب قبلی اوراق خواهد بود؛ یعنی هم مالک بقیه حق‌بیمه‌ها خواهد شد و هم متعهد به پرداخت خسارت احتمالی مشتریان بانک.

نکته ۲. در این حالت جهت بررسی فقهی تعهدات بدهی وثیقه‌دار از قرارداد بیمه استفاده گردیده است که در اینجا لازم است نکات ذیل ذکر گردد.

اول؛ ارکان عقد بیمه در این ابزار موجود است که عبارت‌اند از بیمه‌گر (دارندگان اوراق) و بیمه‌شونده (بانک). در بیمه، بیمه‌گر در قبال دریافت حق بیمه، متعهد به جبران خسارت می‌شود و حق بیمه در مقابل تأمین قرار می‌گیرد (فطانت و آقاپور، ۱۳۸۳، ص ۱۵۳). در اسناد مرتبط با اعتبار نیز خریدار حمایت نیز در قبال پرداخت هزینه قرارداد، نوعی تأمین نسبت به جبران خسارتش دریافت می‌دارد.

دوم؛ لازم نیست در عقد بیمه، میزان خسارت تعیین شود پس اگر قرار بگذارند که هر مقدار خسارت که وارد شد، جبران کنند صحیح است (مراجع تقلید، ۱۳۸۰، ج ۲، ص ۶۵۲). البته باید حداکثر خسارت معلوم باشد (جمالی‌زاده، ۱۳۸۰، ص ۲۴۷). در اسناد مرتبط با اعتبار نیز اگر چه میزان خسارت احتمالی نامعلوم است، اما حداکثر میزان خسارت به‌اندازه ارزش تسهیلات بانکی است که میزان آن مشخص است.

سوم؛ در قرارداد بیمه، ریسک در قبال پرداخت حق بیمه از بیمه‌گذار به بیمه‌گر

منتقل می‌شود (فطانت و آقاپور، ۱۳۸۳، ص ۱۵۴). در این قرارداد هم در قبال پرداخت هزینه، ریسک نکول مشتریان بانک از خریدار به فروشنده آن منتقل می‌شود.

نکته ۳. قالب این ابزار را طوری می‌توان طراحی نمود که در آن واسط به‌جای اینکه با انتشار سوآپ نکول اعتباری، جبران نکول احتمالی مشتریان بانک را خود تعهد کند، در ازای دریافت مبلغی به‌عنوان کارمزد (حق‌الوکاله) از سوی بانک وکیل می‌گردد برای متقاضیان تسهیلات بانک ضامن پیدا کند. در این حالت واسط برای تأمین مالی، اقدام به انتشار اوراق بهادار اسلامی (مانند اجاره، مرایحه و...) نموده و وجوه مازاد افراد را جمع‌آوری و متناسب با نوع و ماهیت اوراق، سرمایه‌گذاری لازم را به عمل آورده و سود حاصل از سرمایه‌گذاری را به دارندگان اوراق پرداخت می‌نماید. علاوه بر سود اوراق، واسط (ناشر) مبلغی (درصدی) نیز به‌عنوان اجرت ضمان به دارندگان اوراق داده و در عوض از دارندگان اوراق خواسته می‌شود ضامن مشتریان بانک گردند.

### جمع‌بندی و نتیجه‌گیری

در مقاله حاضر، موضوع ریسک اعتباری در بانکداری اسلامی مورد واکاوی قرار گرفت و وجود ریسک اعتباری به علت استفاده از روش‌های خاص تخصیص منابع تأیید شد. همچنین با مروری بر روش‌های متداول و مورد استفاده بانک‌های اسلامی جهت مدیریت ریسک اعتباری به عدم کفایت و کارایی روش‌های پیش‌گفته در مدیریت و انتقال کامل ریسک اعتباری اشاره شد.

در بخش بعد به معرفی مشتقات اعتباری و بررسی یک نمونه از مهم‌ترین آن‌ها به نام تعهدات بدهی وثیقه‌دار پرداخته شد. در این بخش چگونگی عملکرد مشتقه اعتباری تعهدات بدهی وثیقه‌دار و ساختار آن تشریح گردید. سپس با مطالعه متون فقهی و بررسی و استخراج موازین فقهی به تطبیق توصیف و تبیین ارائه‌شده از این ابزار با موازین و اصول فقهی پرداخته شد.

در بخش بعد، با انتخاب دو نوع از بهترین تسهیلات بانکی و استفاده از آن‌ها در مدل عملیاتی تعهدات بدهی وثیقه‌دار ساده، به تطبیق بازار اولیه و ثانویه تعهدات با پشتوانه اجاره به‌شرط تملیک و فروش اقساطی و همچنین اولویت‌بندی اوراق تعهدات بدهی وثیقه‌دار بر اساس تقدم و تأخر در تحمل نکول احتمالی مشتریان بانک با موازین

فقهی پرداخته شد و اولویت‌بندی اوراق در نوع ساده بر اساس عقد ضمان، بیمه و صلح مورد تأیید قرار گرفت.

در تعهدات بدهی وثیقه‌دار ترکیبی امکان تطبیق رابطه بانک و واسط با عقود ضمان، بیمه و یا یک قرارداد جدید و همچنین رابطه واسط و سرمایه‌گذاران با عقود بیمه به شرط قرض، اجاره به شرط تملیک و ضمان، فروش اقساطی به شرط ضمان و یا وکالت به شرط بیمه مورد تأیید قرار گرفت.

#### جدول ۱. نتیجه تحلیل فقهی مشتقات اعتباری تعهدات بدهی وثیقه‌دار

تعهدات با پشتوانه بدهی		انواع مشتقات اعتباری
تعهدات بدهی وثیقه‌دار ترکیبی	تعهدات بدهی وثیقه‌دار ساده	روابط حقوقی
قرارداد ضمان	بیع دین (در تسهیلات فروش اقساطی)	رابطه بانک - واسط
قرارداد بیمه		
قرارداد جدید		
اجاره به شرط تملیک به شرط ضمان	وکالت	رابطه واسط - سرمایه‌گذاران
فروش اقساطی به شرط ضمان		
بیمه به شرط قرض		
وکالت عام به شرط بیمه (ضمان)		

#### یادداشت‌ها

1. Loan Loss Reserves
2. Standard & Poors
3. Fitch
4. Collateralized Debt Obligations
5. Hull, 2002, p.412
6. Crouhy, 2000, pp.448-449
7. Meissner, 2005, p.1

8. Creditflux
9. Landcaster et al, 2008, p.173
10. Hull, 2006, p.516
11. Special Purpose Vehicle
12. CMBS: Commercial Mortgage-Backed Securities
13. RMBS: Residential Mortgage-Backed Securities
14. Credit Default Swaps
15. Fabozzi, 2004, p131
16. Lehman Brothers, 2001, pp.55-56
17. Synthetic CDO
18. Hull & White, 2000, p.3
۱۹. مثلاً ریسک سیاسی می‌تواند ناشی از تغییر دولت یک کشور باشد و ممکن است دولت جدید زیر بار تعهدات دولت قبلی نرود. ریسک حقوقی زمانی رخ می‌دهد که اقدامات حقوقی به عملکرد شرکت ضربه وارد کند.
20. Meissner, 2005, p46
۲۱. رجوع شود به مقاله موسویان (۱۳۸۹) با عنوان «تبدیل به اوراق بهادار کردن دارایی‌ها در بانکداری بدون ربا»
۲۲. دلیل ریسک نکول پایین فروش اقساطی بدین خاطر است که دارایی فروخته شده تا تسویه کامل در رهن بعنوان وثیقه قرار می‌گیرد.
23. Synthetic Collateralized Debt Obligations

#### کتابنامه

- ابوالحسنی، اصغر و رفیع حسینی مقدم (۱۳۸۷)، «بررسی انواع ریسک و روش‌های مدیریت آن در نظام بانکداری بدون ربا ایران» *اقتصاد اسلامی*، شماره ۳۰.
- جمالی زاده، احمد (۱۳۸۰)، بررسی فقهی عقد بیمه، قم: بوستان کتاب، انتشارات تبلیغات اسلامی.
- خان، طریق‌الله و احمد حبیب (۱۳۸۷)، مدیریت ریسک: بررسی عوامل بروز آن در صنعت خدمات مالی اسلامی، ترجمه سید محمدهدی موسوی بیوکی، تهران: انتشارات دانشگاه امام صادق (ع).
- ساندراراجان، وی؛ اریکو، لوکا، (۱۳۸۱) «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.

عقیلی، پرویز (۱۳۸۱)، «مدیریت ریسک در بانکداری سنتی در مقایسه با بانکداری بدون ربا»، مجموعه مقالات سیزدهمین همایش بانکداری اسلامی، تهران: مؤسسه عالی بانکداری ایران.

فطانت، محمد و ابراهیم آقاپور (۱۳۸۳)، اوراق اختیار معامله در بازار سرمایه ایران، تهران، پژوهشکده پولی و بانکی، چاپ دوم.

مراجع تقلید (۱۳۸۰)، توضیح، قم: جامعه مدرسین حوزه علمیه قم.  
مهدوی، اصغر و سیدمحمد مهدی موسوی بیوکی (۱۳۸۷)، «ریسک اعتباری در بانکداری اسلامی و امکان استفاده از سوآپ نکول اعتباری جهت کنترل آن»، جستارهای اقتصادی، شماره ۹.

موسویان، سید عباس (۱۳۸۵)، «الگوی جدید بانکداری بدون ربا»، اقتصاد اسلامی، شماره ۲۲.

موسویان، سید عباس (۱۳۸۶- الف)، ابزارهای مالی اسلامی (صکوک)، تهران: پژوهشگاه فرهنگ و اندیشه اسلامی.

موسویان، سید عباس (۱۳۸۶- ب)، فرهنگ اصطلاحات فقهی و حقوقی معاملات، تهران: پژوهشکده پولی و بانکی.

موسویان، سید عباس (۱۳۸۹)، «تبدیل به اوراق بهادار کردن دارایی‌ها در بانکداری بدون ربا»، پول و اقتصاد، شماره ۴.

موسویان، سید عباس و محمدمهدی موسوی بیوکی (۱۳۸۸)، «مدیریت ریسک اعتباری در بانکداری اسلامی از طریق سوآپ نکول اعتباری»، اقتصاد اسلامی، شماره ۳۳.

ناصری، مهدی، وحید باقری (۱۳۸۶) «بررسی سازوکار پرداخت سود واقعی به سپرده‌های سرمایه‌گذاری در بانکداری اسلامی و مشکلات فراروی اجرای آن»، مجموعه مقالات هجدهمین همایش بانکداری اسلامی، تهران: مؤسسه عالی بانکداری ایران.

هدایتی، سید علی‌اصغر (۱۳۸۱)، عملیات بانکی داخلی (۲)، مؤسسه عالی بانکداری ایران.

Anson M. J. P.; Fabozzi F. J.; Choudhry M. & Chen R. (2004), Credit Derivatives: Instruments, Applications, and Pricing, Hoboken, NJ: John Wiley & Sons.

Michel Crouhy, Dan Galai, Robert Mark. (2000), Risk Management, McGraw-Hill,

- Hull, John. (2002), Fundamentals of futures and options markets, 4th edition, new jersey, McGraw-Hill.
- Hull, J. & White, A. (2000), "Valuing Credit Default Swaps: Counterparty Default Risk", Journal of Derivatives, No. 1.
- Khan, Tariqulla. & Ahmad, Habib. (2001), Risk Management and Analysis of Issues in Islamic Financial Industry, Jeddah, Islamic Development Bank (IDB).
- Kolb, W. & Overdahl, A. (2003), Financial derivatives, Third Edition New Jersey, John Wiley & Sons Inc.
- Lehman Brothers International (2001), Credit Derivatives Explained: Market, Products, and Regulations: Market, Products, and Regulations, Structured Credit Research.
- Marlina Abdullah & et al (2009), The Subprime Mortgages Crisis and Islamic Securitization, Prosiding Perkem IV, JILID 2
- Meissner, Gunter. (2005), Credit Derivatives: Application, Pricing, and Risk Management, UK, Blackwell.
- Obaidullah, Mohammed, 2000. "Islamic Risk Management: Towards greater ethics and efficiency", Journal of Islamic Financial Services, Vol.3, No.4