

پژوهشکده پولی و بانکی
بانک مرکزی جمهوری اسلامی ایران



سواپ نرخ بهره: ماهیت، کارکردها، و تحلیل از منظر انطباق با شریعت

گزارش سیاستی

فروردین ۱۴۰۰

www.mbri.ac.ir



پژوهشکده پولی و بانکی

بانک مرکزی جمهوری اسلامی ایران

کد گزارش: MBRI-PR-9934

شناسنامه گزارش

عنوان گزارش سیاستی: سوابق نرخ بهره: ماهیت، کارکردها، و تحلیل از منظر انطباق با شریعت

نویسندگان: وهاب قلیچ، رامین مجاب

ناظران علمی: دکتر رضا بوستانی، دکتر مجید پیره، دکتر رسول خوانساری

مشاوران: دکتر کامران ندری، دکتر سید علی مدنی‌زاده، دکتر علی بهادر

واژگان کلیدی: سوابق نرخ بهره، مالی اسلامی، مدیریت ریسک، اقتصاد ایران.

تاریخ انتشار گزارش: فروردین ۱۴۰۰

خلاصه مدیریتی

سواب نرخ بهره از جمله ابزارهای مدیریت و پوشش ریسک در یک اقتصاد غیراسلامی است. انتظارات متفاوت نسبت به تغییر قیمت اوراق قرضه (دارایی پایه) نیروی اصلی شکل‌گیری عرضه و تقاضا در این بازار است. اگر انتظار افزایش نرخ بهره اوراق قرضه وجود داشته باشد، می‌تواند به قرارداد سواب ثابت-برای-شناور وارد شود و در ازای پرداخت نرخ ثابت - که در زمان انعقاد قرارداد معین می‌شود - نرخ متغیری که با گذر زمان شکل می‌گیرد، دریافت کند. طبیعتاً فارغ از انگیزه مدیریت ریسک نرخ بهره، انگیزه‌های سودآوری و سفته‌بازی نیز در ورود به چنین قراردادی مؤثر است.

قرارداد سواب نرخ بهره در اقتصادهای غیراسلامی ماهیت OTC دارد؛ به این معنی که شرایط قرارداد میان دو طرف می‌تواند شخصی‌سازی شود. در این قرارداد، ارزش دارایی پایه صرفاً نقش محاسبات جریان‌های درآمدی را بر عهده دارد؛ به عبارت دیگر، این ارزش ماهیتی فرضی پیدا می‌کند. البته، این ویژگی باعث نمی‌شود کاربرد این ابزار در اقتصادهای متداول محدود باشد.

پرسشی که طرح می‌شود آن است که آیا در نظام مالی ایران، امکان استفاده از سواب نرخ بهره با چهارچوبی که به‌طور غیراسلامی تعریف می‌شود وجود دارد. فرضی بودن و جنبه محاسباتی داشتن ارزش دارایی پایه از نخستین مسائلی است که می‌تواند در چهارچوب اقتصاد اسلامی مشکل‌زا باشد. فارغ از آن، این قراردادها ماهیتاً با نرخ بهره گره می‌خورند و با توجه به ملاحظات بانکداری اسلامی در پرداخت بهره، چالش‌هایی نیز از این منظر به وجود می‌آید. مسئله نامشخص بودن جریان‌های پرداخت نیز می‌تواند مشکلات دیگری از باب شرایط معامله ایجاد کند.

نیاز به توضیح چندانی ندارد که نظام مالی ایران در چهارچوب موازین مالی اسلامی فعالیت می‌کند. در این نظام، قراردادهای مرتبط با ابزارها باید حائز تمام شرایط اساسی و اختصاصی صحت معاملات باشند. در نظام مالی ایران، هر معامله‌ای که بین افراد منعقد شود، محکوم به درستی و صحت است تا هنگامی که دلیلی بر فساد و بطلان آن آشکار شود. فارغ از بررسی شرایط اختصاصی، بررسی چهار شرط اساسی ۱- قصد و رضایت طرفین، ۲- اهلیت طرفین، ۳- شرایط مورد معامله، و ۴- مشروعیت جهت معامله، می‌تواند به آشکارسازی فساد یا بطلان قراردادها کمک کند. در خصوص قرارداد سواب نرخ بهره، تمرکز بررسی بر مورد سوم بیشتر احساس می‌شود.

اگر بتوانیم سواب نرخ بهره را در قالب بیع دین به دین تفسیر کنیم، می‌توانیم به باطل بودن استفاده از این نوع ابزارها حکم دهیم، زیرا اولاً شرط لازم برای بیع دین به دین دانستن این نوع قرارداد آن است که این ابزار بر دیون واقعی شکل بگیرد. این درحالی است که در قراردادهای متداول سواب نرخ بهره، با هدف راحتی و سهولت پیاده‌سازی قرارداد، تعهد به پرداخت جریان‌های نقدی آتی از هیچ‌به‌وجود می‌آید و اصولاً دین و بدهی قبلی و واقعی وجود ندارد. دوم، حتی اگر قرارداد سواب مبتنی بر دیون با منشأ واقعی هم شکل بگیرد، مانع اصلی این خواهد بود که بیع دین به دین - که به بیع کالی به کالی هم مشهور است - بنا به نص و اجماع فقها باطل است.

قالب صلح دین به دین الزاماً به باطل بودن این نوع ابزار نمی‌انجامد، زیرا تا زمانی که این صلح ربوی نباشد، می‌توان آن را صحیح دانست. شرط لازم در اینجا واقعی بودن دیون است. برای برقرار بودن این شرط همانند مورد بالا، حالتی مطرح می‌شود که منظور از دین جریان درآمدی حاصل از دارایی‌های پایه‌ای باشد. باین حال حتی با برقراری این فرض، با شبهه تحقق ربا در ضمن صلح (صلح ربوی) مواجه می‌شویم، زیرا جریان‌های نقدی با یکدیگر برابر نیستند.

سواب نرخ بهره را می‌توان دارای ماهیتی مشابه با خریدوفروش پول هم‌جنس دانست. در این حال، دینی ردوبدل نمی‌شود، بلکه دو نوع جریان‌های نقدی پول هم‌جنس با یکدیگر تاخت زده می‌شود. در این تفسیر از سواب نرخ بهره، با شبهه غرری بودن بیع مواجه می‌شویم، زیرا مثلاً در یک حالت مبادله، در ازای دریافت یک مقدار ثابت، یک مقدار متغیر و نامعین دریافت می‌شود. همچنین در این تفسیر، با شبهه ربای معاملی مواجه هستیم؛ به این معنی که به نظر می‌رسد در اینجا دو کالای هم‌جنس با مقادیر متفاوت دادوستد می‌شود.

شبهات باطل بودن قرارداد سواب نرخ بهره متداول نسبتاً زیاد است. بنابراین، طراحی قراردادهای مشابه می‌تواند مفید باشد. یکی از ابزارهای مشابهی که مطرح می‌شود «سواب نرخ سود» است. این قرارداد به نوعی توافق‌نامه‌ای میان دو طرف است که در آن هر کدام متعهد به پرداخت (معاوضه) جریان‌های نقدی مبتنی بر نرخ سود ثابت و یا متغیر قراردادهای اسلامی دیگر است. در اینجا نیز اگر قرارداد ثابت-برای-متغیر مطرح شود، مشکل غرری بودن که پیش‌تر مطرح شد به وجود می‌آید. باین حال به علت واقعی بودن دارایی‌ها، در اینجا می‌توان از «بیع شرط» برای رفع این ایراد استفاده کرد؛ بدین نحو که هریک از دو طرف قرارداد، دارایی خود را که سودآور است به طرف مقابل به صورت کامل و قطعی می‌فروشد مشروط به اینکه اگر فروشنده در مدت مشخص بهای آن را برگرداند، آن دارایی به ملکیت او بازگردد. در این صورت در طول مدت یادشده، هریک از دو طرف مالک منافع حاصل از دارایی خریدشده تا زمان برگرداندن ثمن هستند. با انجام این دو معامله، به نوعی دارایی‌های هریک به‌طور کامل به طرف مقابل منتقل می‌شود و متعاقباً بازده آتی هر دارایی به صاحب جدید آن تعلق خواهد داشت؛ بنابراین نامعین بودن بازده متغیر هیچ اشکالی را از حیث غرری بودن در اجرای این نوع سواب ایجاد نمی‌کند.



قرارداد سواپ نرخ سود به همراه قرارداد بیع شرط ممکن است کارکردهای سواپ نرخ بهره را به نحو کامل همراه خود نداشته باشد. البته، به دلیل ماهیت متفاوت «مدیریت ریسک» در یک نظام مالی اسلامی و نظام مالی غیراسلامی، ممکن است درجه نیاز به کارکردهای سواپ نرخ بهره در نظام مالی اسلامی الزاماً یکسان نباشد. فارغ از این ملاحظه، سواپ نرخ سود با اجرای شرایط و ملاحظات فوق، هزینه مبادلاتی نسبتاً زیادی دربرخواهد داشت؛ به طوری که صرفاً در صورت وجود سطح دسترسی متفاوت به قراردادهای تأمین مالی توجیه می‌شود. از این رو، این گزارش دو توصیه سیاستی را پیشنهاد می‌دهد: نخست جهت رعایت موازین شرعی در نظام مالی اسلامی ایران، از قالب‌های متداول سواپ نرخ بهره استفاده نشود. دوم، با توجه به محدودیت‌های سواپ نرخ سود در قالب بیع شرط، توصیه می‌شود در این ابزار از اوراق انتفاعی به عنوان دارایی تحت معامله استفاده شود. همچنین، طراحی ابزارهای جدید که تاحدی کارکردهای سواپ نرخ بهره را همراه دارد، به نحو جدی‌تری دنبال شود.

فهرست مطالب

۱	مقدمه.....
۱	۲. سوآپ نرخ بهره در ادبیات اقتصاد غیراسلامی.....
۵	۳. ماهیت‌شناسی فقهی قرارداد سوآپ نرخ بهره.....
۵	۱.۳ مبادله دین با دین.....
۵	۲.۳ خرید و فروش پول هم‌جنس.....
۶	۳.۳ عقود نامعین.....
۶	۴. بررسی شرایط صحت قرارداد سوآپ نرخ بهره.....
۷	۱.۴ تحلیل فقهی قرارداد سوآپ نرخ بهره به‌عنوان «مبادله دین با دین».....
۸	۲.۴ تحلیل فقهی قرارداد سوآپ نرخ بهره به‌عنوان «خرید و فروش پول هم‌جنس».....
۸	۳.۴ جمع‌بندی بررسی فقهی قرارداد سوآپ نرخ بهره.....
۸	۵. راهکار سوآپ نرخ سود.....
۸	۱.۵ تبیین راهکار.....
۹	۲.۵ تحلیل کارکردی راهکار.....
۱۰	۶. جمع‌بندی و نتیجه‌گیری.....
۱۱	منابع و مآخذ.....

فهرست جدول

۶	جدول ۱. ماهیت‌شناسی فقهی قرارداد سوآپ نرخ بهره.....
---	---

فهرست شکل

۳	شکل ۱. نسبت مانده فرضی ابزارهای مختلف از کل.....
---	--



۱. مقدمه

سواب نرخ بهره از جمله ابزارهای مدیریت و پوشش^۱ ریسک در یک اقتصاد غیراسلامی است. ارزش این ابزار مشتقه از یک دارایی دیگر نظیر اوراق خزانه نشئت می‌گیرد و عرضه و تقاضای آن با تکیه بر انتظارات متفاوت نسبت به تغییرات جریان درآمدی دارایی پایه ایجاد می‌شود. قراردادهای مرتبط با این ابزار ماهیت OTC دارند؛ به این معنی که شرایط قرارداد میان طرف‌ها شخصی‌سازی می‌شود. در این قرارداد، ارزش دارایی پایه صرفاً نقش محاسبات جریان‌های درآمدی را برعهده دارد. فرضی بودن این ارزش برای بازیگران در یک اقتصاد غیراسلامی یک ویژگی منفی به‌شمار نمی‌آید و کاربرد متداول این نوع قراردادها نشان از مزایای خالص مثبت آن دارد. پرسشی که طرح می‌شود آن است که آیا این نوع سواب با ساختار و فرایندهای غیراسلامی آن امکان استفاده در نظام مالی ایران را دارد.

آن‌گونه که مسلم است، نظام مالی ایران نوعی نظام مالی است که در چهارچوب موازین مالی اسلامی فعالیت دارد و تمام ابزارهای نظام‌های غیراسلامی امکان پیاده‌سازی و اجرا در این نظام را ندارند. مهم‌ترین مشخصه نظام مالی اسلامی آن است که ابزارهای این نظام تحت معاملات و قراردادهایی قرار دارند که بایستی آن معامله و قرارداد حائز تمام شرایط اساسی صحت معاملات و شرایط عمومی و اختصاصی آن معامله باشد. قواعد فقهی عمومی قوانینی‌اند که به یک معامله خاص اختصاص ندارند و در تعدادی از معاملات جریان می‌یابند. از جمله مهم‌ترین و شایع‌ترین موارد آن می‌توان به ممنوعیت ربا، ممنوعیت اکل مال به باطل، ممنوعیت غرر و قمار، ممنوعیت ضرر و ضرار اشاره کرد.

به نظر می‌رسد با توجه به جایگاه این قواعد و ضوابط در حوزه فقه معاملات، توجه به آن در همه قراردادهای مشتقات مالی از جمله قرارداد سواب نرخ بهره و ضرورت تأیید آن پیش از استفاده در بازارهای مالی ایران، اهمیت فراوانی دارد. در این یادداشت تحلیلی، پس از معرفی و ماهیت‌شناسی سواب نرخ بهره، به کارکردها و تحلیل آن از منظر انطباق با شریعت پرداخته می‌شود.

۲. سواب نرخ بهره در ادبیات اقتصاد غیراسلامی

سواب یک قرارداد است که در آن طرفین توافق می‌کنند جریان‌های متفاوتی از پرداخت را با یکدیگر مبادله کنند. اگر این جریان‌های پرداخت بر پایه یک پول مشخص باشد، به آن سواب نرخ بهره گفته می‌شود. اگر واحد پول جریان‌های پرداخت متفاوت باشد، به آن سواب بین-پولی^۲ می‌گویند (گاتسمن^۳، ۲۰۱۶).

با هدف درک مفهوم سواب نرخ بهره، بهتر است مروری بر مفاهیم مرتبط با آن داشته باشیم. از این منظر، نگاهی بالا به پایین به درک بیشتر ما به کارکردهای این مفهوم کمک می‌کند. بنابراین، از پایه‌ای‌ترین مفهوم یعنی دارایی^۴ آغاز می‌کنیم. از این منظر، سواب نرخ بهره یک دارایی است و بنابراین منبعی از ارزش اقتصادی به‌شمار می‌آید. کارگزاران اقتصادی (خانوارها، شرکت‌ها، دولت‌ها، و غیره) یک دارایی را برای منفعتی انتظاری در آینده (تولید جریان نقد، کاهش هزینه‌ها، بهبود فروش، و غیره) نگهداری یا کنترل می‌کنند.

در میان انواع مختلف دارایی، سواب نرخ بهره را می‌توان به‌نوعی یک دارایی نقد^۵ به حساب آورد؛ به این معنی که هزینه مبادلاتی تبدیل آن به پول نقد در مدت‌زمان کوتاه پایین است. به‌طور دقیق‌تر، سواب نرخ بهره یک دارایی مالی^۶ است و ارزشش از یک حق قراردادی یا ادعای مالکیت حاصل می‌شود. این‌گونه دارایی‌ها برخلاف دارایی‌های واقعی^۷ الزاماً فرم فیزیکی مشخصی ندارند و همچنین برخلاف دارایی‌های نامشهود^۸ (که آن‌ها هم فرم فیزیکی ندارند، نظیر برند یک شرکت)، درک ارزشمندی‌شان نیز به‌سادگی قابل‌توصیف نیست و به عرضه و تقاضای بازار و ریسک نهفته در آن‌ها بازمی‌گردد.

سواب نرخ بهره را به‌عنوان یک دارایی مالی می‌توان بین دو نوع دارایی واقعی و نامشهود قرار داد. طبیعتاً، مهم‌ترین اشتراک این دارایی با دارایی‌های نامشهود نداشتن یک فرم فیزیکی مشخص است. از سوی دیگر، اشتراک این دارایی با دارایی‌های واقعی آنجاست که هر دو را می‌توان در طبقه دارایی‌های مشهود^۹ جای داد و ارزش مبادله، برخلاف دارایی‌های نامشهود، در ترازنامه منعکس می‌شود.

¹ Hedging

² Cross-Currency Swap

³ Gottesman

⁴ Asset

⁵ Liquid Asset

⁶ Financial Asset

⁷ Real Asset

⁸ Intangible Asset

⁹ Tangible Asset



همان‌طور که گفته شد، این ارزش از عرضه و تقاضای آن‌ها در بازار حاصل می‌شود.

سواپ نرخ بهره یک ابزار مالی^۱ نیز است؛ به این معنی که شامل یک قرارداد و توافق قانونی براساس یک ارزش پولی مشخص است. به‌طور مشخص‌تر، این‌ها ورقه بهادار^۲ به‌شمار می‌آیند و بنابراین یک دارایی/مال عوض‌دار^۳ و نقدپذیر^۴ند. عوض‌داری به این معنی است که دو چیز مشابه یکدیگرند و بنابراین می‌توانند جایگزین یکدیگر شوند. نقدپذیری به این معنی است که این چیز قابلیت تبدیل شدن به پول نقد را دارد و می‌تواند از یک نفر به دیگری منتقل شود؛ به‌طوری‌که پس از انتقال، دارنده آن حق کامل قانونی نسبت به آن پیدا می‌کند.

در یک نگاه جزئی‌تر، سواپ نرخ بهره یک ابزار مشتقه است؛ به این معنی که ارزش مستقلی ندارد، بلکه ارزش آن به یک دارایی دیگر (دارایی پایه)^۵ وابسته است یا از آن به‌وجود می‌آید. از این منظر، تغییر قیمت این دارایی از انتظار تغییر قیمت در دارایی پایه آن نشئت می‌گیرد. اگر از اهداف سفته‌بازی بگذریم، یکی از کارکردهای این نوع دارایی‌ها پوشش ریسک است؛ به این معنی که در صورت وجود انتظارات متفاوت نسبت به تغییر قیمت دارایی پایه، خرید و فروش اوراق مشتقه امکان مدیریت ریسک تغییرات موردانتظار را فراهم می‌کند. البته، این نوع دارایی‌ها مزایای دیگری نیز دارند. پیش‌بینی‌پذیر بودن درآمدها مزایایی می‌آورد. نرخ ثابت و بنابراین وجود بازدهی‌های پیش‌بینی‌پذیر باعث کاهش ریسک می‌شود و قیمت سهام شرکت را افزایش می‌دهد. همچنین، جریان درآمدی باثبات باعث می‌شود شرکت به ذخایر نقد احتیاطی کمتری نیاز داشته باشد و منابعی که از این طریق آزاد می‌شوند، مجدداً سرمایه‌گذاری شود. از طرف دیگر و از منظر مدیریت سبد دارایی، همبستگی میان بازدهی متغیر این نوع دارایی‌ها و دیگر دارایی‌های سبد، ریسک آن را مدیریت می‌کند (نگاه کنید به: رنتانی^۶، ۲۰۰۴، ص. ۷۹؛ و دیگر کتب عملیاتی مدیریت سرمایه). از دیگر کاربردهای آن بهینه‌کردن شرایط یک بدهی، تبدیل یک بدهی، و ایجاد یک دارایی جدید است (مارتلینی و همکاران، ۲۰۰۳، ص. ۳۳۴). از کارکردهای اولیه آن کمک به تأمین مالی ارزان براساس مفهوم مزیت نسبی است (لاول^۷، ۲۰۰۲).

همچنین، سواپ نرخ بهره یک پیمان آتی^۸ است؛ به این معنی که توافق و تعهدی مربوط به خرید و فروش یک دارایی مشخص در یک تاریخ مشخص در آینده است، اما در مقایسه با قرارداد آتی^۹، طبیعت استاندارد و اتاق پایاپای مرکزی^{۱۰} ندارد. در این قراردادها، تسویه^{۱۱} وجوه در پایان دوره قرارداد صورت می‌گیرد. از این منظر، ریسک تسویه وجوه در آن‌ها نسبت به قراردادهایی که روزانه امکان تسویه شدن دارند (و نیز ریسک نکول آن‌ها) بیشتر است. همچنین، همانند دیگر دارایی‌هایی که طبیعت OTC دارند، امکان شخصی‌سازی شرایط قرارداد نیز وجود دارد. این باعث می‌شود جزئیات چنین قراردادهایی صرفاً میان طرفین قرارداد وجود داشته باشد و بنابراین آمارهای دقیق از حجم و ویژگی‌های آن‌ها منتشر نشود.

همچنین، سواپ نرخ بهره یک مشتق نرخ بهره^{۱۲} است و بنابراین محاسبه پرداخت‌های آن تابعی از یک یا چند شاخص نرخ بهره نظیر نرخ لایبور است. از این منظر، ارزش حال سواپ نرخ بهره ارتباط تقریباً یک‌به‌یک با شاخص مرتبط خود دارد و از این منظر متفاوت با انواع دیگر مشتقات نرخ بهره است که قیمت‌گذاری‌های آن‌ها پیچیده‌تر است و تغییرات شاخص نرخ بهره به تغییرات یک‌به‌یک در ارزش حال آن‌ها منجر نمی‌شود.

موضوع قرارداد سواپ نرخ بهره جابه‌جایی نرخ‌های بهره بین طرف‌های قرارداد است. به‌عبارت دیگر، هدف در این نوع قراردادها تبدیل یک نوع جریان آینده پرداخت بهره به نوع دیگر است. در این خصوص مثالی در ادامه بحث ارائه می‌گردد. با توجه به طبیعت OTC آن‌ها، شرایط قراردادهای طرف‌های قرارداد شخصی‌سازی می‌شود.

1 Financial Instrument

2 Security

3 Fungible

4 Negotiable

5 Underlying Asset

6 Brentani

7 Flavell

8 Forward Contract

9 Future Contract

10 Centralized Clearinghouse

11 Settlement

12 Interest Rate Derivative

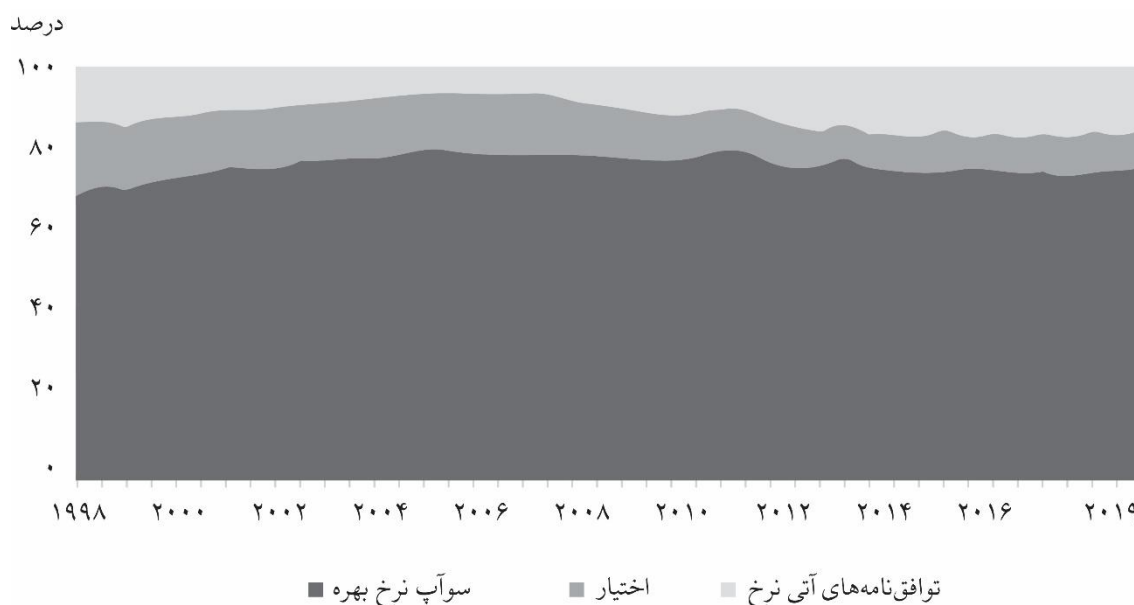


در نبود سوآپ نرخ بهره، اگر سرمایه‌گذار یا سفته‌باز پیش‌بینی کاهش نرخ‌های بهره را داشته باشد، اوراق قرضه خریداری می‌کند، زیرا قیمت این اوراق با کاهش نرخ بهره افزایش می‌یابد. برعکس با انتظار افزایش نرخ بهره، اوراق قرضه خود را می‌فروشد. سوآپ نرخ بهره کارکرد مشابهی دارد؛ به این معنی که با پیش‌بینی کاهش نرخ بهره، سرمایه‌گذار به قرارداد سوآپ نرخ بهره شناور-برای-ثابت^۱ وارد می‌شود که در آن نرخ بهره شناور را می‌پردازد و نرخ بهره ثابت دریافت می‌کند.

برعکس، اگر سرمایه‌گذار پیش‌بینی افزایش نرخ بهره داشته باشد، به قرارداد سوآپ نرخ بهره ثابت-برای-شناور^۲ وارد می‌شود و در ازای دریافت نرخ شناور، نرخ ثابت پرداخت می‌کند. همچنین، اگر پیش‌بینی افزایش یک شاخص نرخ بهره نسبت به یک شاخص نرخ بهره دیگر وجود داشته باشد، سوآپ نرخ بهره شناور-شناور می‌تواند مورد استفاده قرار گیرد، به طوری که در آن، پرداخت براساس نرخ دوم و دریافت براساس نرخ اول صورت می‌گیرد.

فارغ از بحث فوق، ازجمله دلایلی که می‌تواند وجود قرارداد سوآپ نرخ بهره را توجیه کند، مزیت نسبی به انواع متفاوتی از قراردادهای نرخ بهره است؛ به عنوان مثال، یک شرکت مزیت نسبی در بستن یک قرارداد قرض با نرخ ثابت دارد و شرکت دیگر مزیت نسبی در بستن قرارداد قرض با نرخ شناور. اینکه هرکدام از این دو شرکت با توجه به مزیت نسبی خود وارد قرارداد سوآپ نرخ بهره شوند و براساس آن جریان نقد خود را با یکدیگر تعویض کنند، احتمالاً هر دو را در وضعیت بهتری قرار خواهد داد (نسبت به حالتی که آنها خلاف مزیت نسبی خود رفتار کنند).

در هر صورت در حال حاضر، قرارداد سوآپ نرخ بهره به صورت OTC و در مدت‌زمان کوتاهی در دسترس است (نگاه کنید به: کورب^۳، ۲۰۱۲). برای درک اندازه این بازار، در شکل ۱ مانده فرضی^۴ مبادلات در این بازار با دیگر بازارها نمایش داده شده است. البته، این گونه آمارها را باید با احتیاط تفسیر کرد، زیرا مانده فرضی هیچگاه میان طرفین مبادله نمی‌شود (چیشم^۵، ۲۰۰۴، ص. ۷).



شکل ۱. نسبت مانده فرضی ابزارهای مختلف از کل

منبع داده‌ها: بانک تسویه بین‌المللی^۶

^۱ Floating-for-Fixed

^۲ Fixed-for-Floating

^۳ Corb

^۴ Outstanding Notional

^۵ Chisholm

^۶ (دانلودشده در ۱۸/۳/۱۳۹۹) https://www.bis.org/statistics/full_data_sets.html



یک مثال از قرارداد استاندارد سوآپ ثابت-شناور به این شرح است:^۱ فرض کنید نرخ آخرین اوراق خزانه پنج ساله منتشر شده a درصد باشد و یک مشتری تقاضای پرداخت نرخ ثابت داشته باشد. با توجه به اینکه اوراق خزانه زودتر منتشر شده است، سررسیدها متفاوت بوده و انتظارات متفاوتی نیز شکل گرفته است؛ شکافی به اندازه b صدم درصد (یا بیس^۲) بیشتر از نرخ اوراق خزانه نیز پیشنهاد می‌دهد. فرض کنید که دوره پرداخت بهره ۱۸۰ روز است و این مشتری تمایل به معامله‌ای فرضی با ارزش ۱۰۰ میلیون دلار دارد. در این حالت، برای این مشتری جمعاً ۱۰ سررسید وجود خواهد داشت (یعنی هر سال دو بار پرداخت) و پرداخت‌های وی در هر سررسید به صورت زیر محاسبه می‌شود:

$$\text{پرداخت ثابت} = \text{نرخ ثابت } (a + b \text{ bps}) \times \text{ارزش فرضی معامله } (\$100 \text{ mm}) \times \text{نسبت روزهای مبنای شمارش به ۳۶۰ روز } (360/180)$$

توجه کنید که در این حالت، تعداد روزهای واقعی مثلاً شش ماه از سال مدنظر نیست و فارغ از زمان شروع قرارداد، همواره ۱۸۰ روز در محاسبه وارد می‌شود. باین‌حال، پرداخت‌ها شش ماهه صورت می‌گیرد و اولین پرداخت شش ماه پس از بسته شدن قرارداد سوآپ انجام می‌شود. همچنین، فرض کنید کارگزاری (یعنی فردی که با مشتری وارد معامله می‌شود) تمایل به پرداخت نرخ شناور لایبور سه ماهه را دارد. طبیعتاً، ارزش پرداخت کارگزار را نمی‌توان از پیش به طور قطع محاسبه کرد. اگر فرض کنیم که در ابتدای سه ماه نرخ لایبور برابر با c درصد باشد و سه ماه موردنظر مثلاً ۹۲ روز باشد، آنگاه پرداخت وی در این سه ماه به صورت زیر است:

$$\text{پرداخت شناور} = \text{نرخ لایبور سه ماهه } (c) \times \text{ارزش فرضی معامله } (\$100 \text{ mm}) \times \text{تعداد واقعی روزهای سه ماهه به ۳۶۰ روز } (360/92)$$

در عمل، بازار سوآپ نرخ بهره با در نظر گرفتن یک نوع شاخص نرخ بهره مشخص (مثلاً لایبور سه ماهه) و چانه زنی بر سر شکاف^۳ مرتبط با نرخ ثابت اوراق خزانه شکل می‌گیرد. در این حالت، شکاف سوآپ ۱۹/۱۵ به این معنی است که ۱۹ صدم درصد حداقل نرخ ثابتی است که کارگزار دریافت و ۱۵ صدم درصد حداکثر نرخ ثابتی است که کارگزار (علاوه بر نرخ اوراق خزانه) پرداخت می‌کند. سررسید قراردادهای سوآپ محدود به سررسید اوراق خزانه نیست؛ به عنوان مثال، اگرچه اوراق خزانه چهارساله وجود ندارد، می‌توان قرارداد سوآپ نرخ بهره چهارساله نیز تنظیم کرد. در این حالت، بازده اوراق خزانه برای این دوره‌ها از روش درون‌یابی خطی^۴ محاسبه می‌شود. وقتی یک کارگزار پرداخت نرخ ثابت در یک سوآپ نرخ بهره را متقبل می‌شود، این عملاً به معنی فروش اوراق قرضه با نرخ ثابت (نرخ کوپن ثابت) و خرید اوراق با نرخ شناور (نرخ کوپن متغیر) است. با کاهش نرخ بهره، جریان نقد دریافتی کاهش می‌یابد که یک راه پوشش ریسک خرید اوراق خزانه است.

باین‌حال، موضوع مهمی که در اینجا مطرح می‌شود، حجم زیاد تقاضای کارگزار است، به طوری که می‌تواند در نرخ اوراق قرضه تأثیرگذار باشد و قیمت این اوراق افزایش یابد. فارغ از آن، کارگزار ممکن است چنین پولی نداشته باشد (توجه کنید که اینجا صحبت از چند صد میلیون دلار است)؛ در این حالت، کارگزار می‌تواند به بازار ریپو وارد شود.

یک مثال از قرارداد استاندارد سوآپ شناور-شناور به این شرح است: فرض کنید آخرین نرخ لایبور یک ماهه و سه ماهه به ترتیب a و b درصد باشد. همچنین، فرض کنید که منحنی بازدهی^۵ صعودی باشد؛ به این معنی که $b > a$ است. در این حالت، کارگزار و مشتری وارد یک قرارداد دوساله برای تعویض جریان بهره این دو نوع دارایی با یک پایه قرارداد فرضی مشخص می‌شوند؛ مثلاً، کارگزار قبول می‌کند نرخ لایبور سه ماهه را پرداخت کند و در عوض نرخ لایبور یک ماهه به علاوه یک شکاف (مثلاً c صدم درصد) را دریافت کند. فرض می‌کنیم که شکاف c صدم درصد را مشتری می‌پذیرد و قرارداد بسته می‌شود.

توجه کنید که تفاوت نرخ لایبور یک ماهه و سه ماهه در زمان بستن قرارداد معلوم است، اما در دوره‌های بعد خیر. باین‌حال، منحنی بازدهی در شرایط معمول صعودی است و بنابراین انتظار می‌رود همواره نرخ‌های یک ماهه کوچک‌تر از نرخ‌های سه ماهه باشد. البته، فاصله زمانی پرداخت‌ها با یکدیگر متفاوت است. این انتظارات و دیگر ویژگی‌ها از مهم‌ترین عوامل تعیین‌کننده عرضه و تقاضا هستند و عموماً به شکاف تعادلی مثبت ختم می‌شوند.^۶

^۱ برگرفته از کورب (۲۰۱۲).

^۲ Bips (Basis Points; one hundredth of a percent)

^۳ Spread

^۴ Linear Interpolation

^۵ Yield Curve

^۶ شایان ذکر است نرخ شکاف منفی سوآپ تا پیش از ۲۳ اکتبر ۲۰۰۸ در ایالات متحده سابقه نداشته است (کورب، ۲۰۱۲، ص. ۱۱) و تا آن زمان آن را تقریباً غیرممکن می‌دانستند. باین‌حال در این دوره، برای قراردادهای بلندمدت (۳۰ ساله) شکاف منفی شکل گرفت و البته برای مدت چند سال نیز ادامه یافت.



۳. ماهیت‌شناسی فقهی قرارداد سواپ نرخ بهره

در بررسی ابعاد فقهی سواپ نرخ بهره^۱ و شناسایی صحت یا عدم صحت شرعی قراردادهای متداول آن جهت پیاده‌سازی در نظام مالی ایران، نیاز است ابتدا ماهیت قراردادی این ابزار مالی شناخته شود و سپس براساس ماهیت شناخته‌شده، شرایط صحت و برقراری قواعد فقهی در آن تحلیل و بررسی شود.

پرسشی که در اینجا مطرح می‌شود آن است که قالب و ماهیت سواپ نرخ بهره چیست و آیا می‌توان آن را ذیل یکی از عقود فعلی گنجانده یا خیر. در ادامه، نزدیک‌ترین حالات مختلف به این موضوع بررسی می‌شود:

۱.۳ مبادله دین با دین

دین مالی است که بر ذمه شخص بوده و ذمه شخص به آن مشغول است؛ گاهی از دین به‌عنوان بدهی تعهدشده هم یاد می‌شود. یکی از حالاتی که به‌علت مشابهت به قرارداد سواپ نرخ بهره ذکر شده است، مبادله دین با دین است. این مبادله (بیع دین به دین یا صلح دین به دین) در دو وضعیت تفسیرپذیر است:

الف. تفسیر اول: مبادله اصل وام‌ها با عنوان مبادله دین با دین

دو طرف ابتدا دو وام متقابل (به‌عنوان دو دین و بدهی) با بهره‌های متفاوت به یکدیگر می‌پردازند و به‌نوعی هریک برای خود و طرف مقابل یک بدهی و یک طلب (دین) ایجاد می‌کنند.^۲ براساس این وام‌ها، طرف اول قرارداد مبلغی را به‌صورت دوره‌ای بر مبنای درصد ثابتی از اصل وام به طرف دوم پرداخت می‌کند و در سوی مقابل، طرف دوم نیز مبلغی را به‌صورت دوره‌ای بر مبنای درصد متغیر و شناور (مثلاً نرخ لایبور) به طرف اول می‌پردازد؛ یعنی در ازای این دو وام، جریان‌های نقدی (بهره‌های ثابت و متغیر دو وام) بین آن طرفین نقل و انتقال و معاوضه می‌شود. در پایان قرارداد سواپ، این دو وام (دین) با یکدیگر به‌نحو بیع یا صلح مبادله می‌شوند.

با تأملی در سازوکارهای متداول سواپ نرخ بهره، متوجه خواهیم شد که در این ابزار از ابتدا وام و قرضی وجود ندارد و صرفاً اشاره به وام جنبه محاسباتی دارد؛ در عوض، یک توافق بر معاوضه جریان‌های نقدی (ثابت و متغیر) به‌صورت طرفینی و متقابلی به‌وجود می‌آید. به‌عبارتی، از ابتدا دینی وجود ندارد که بخواهد در پایان قرارداد با یکدیگر صلح یا خریدوفروش شود؛ کماآنکه چنانچه وامی هم وجود داشت، در فرض خریدوفروش وام، بهره‌های پرداختی طرفین در سررسیدهای مقرر نمی‌توانست بهای فروش دین یا وام باشد، زیرا این جریان‌های نقدی از جنس بهره و مازاد بر اصل وام‌اند و از آنجاکه تا آخرین سررسید پرداخت بهره، اصل وام به‌عنوان مبنای محاسباتی نرخ بهره دست‌نخورده باقی می‌ماند، نمی‌توان آن را تسویه بخشی از اصل وام دانست. کما آنکه این تفسیر عموماً مورد استفاده قرار نمی‌گیرد و فایده‌مندی کاربردی چندانی هم در خود ندارد. پس در مجموع، نمی‌توان تفسیر اول از مبادله دین با دین را به‌عنوان ماهیت سواپ نرخ بهره پذیرفت.

ب. تفسیر دوم: مبادله جریان‌های نقدی با عنوان مبادله دین با دین

این تفسیر قبول دارد که از ابتدا وام و بدهی‌ای وجود ندارد، بلکه با انعقاد قرارداد سواپ نرخ بهره، دو جریان نقدی (یکی ثابت و دیگری متغیر) به‌عنوان دو دین و بدهی بر عهده طرفین قرارداد سوار می‌شود. به‌عبارتی با انعقاد قرارداد سواپ نرخ بهره، طرف «الف» می‌پذیرد که جریان نقدی ثابتی را به‌عنوان یک دین طی دوره زمانی مشخص به طرف «ب» بپردازد و طرف «ب» نیز می‌پذیرد که جریان نقدی متغیری را به‌عنوان یک دین به طرف «الف» در دوره زمانی مقرر بپردازد.

به‌نظر می‌رسد تفسیر دوم از مبادله دین به دین به‌عنوان ماهیت سواپ نرخ بهره پذیرفتنی باشد.

۲.۳ خریدوفروش پول هم‌جنس

در این حالت، طرف «ب» جریان نقدی ثابت از طرف «الف» به خود را با یک جریان نقدی متغیر و با یک پول هم‌جنس خریداری می‌کند. به بیان دیگر، طرف «ب» به‌عنوان یک خریدار با پرداخت یک جریان نقدی متغیر، یک جریان نقدی ثابت از طرف «الف» به‌عنوان فروشنده را با یک پول هم‌جنس خریداری می‌کند. به‌نظر می‌رسد این خریدوفروش پول هم‌جنس را نیز بتوان به‌عنوان ماهیت سواپ نرخ بهره پذیرفت.

^۱ در این تحلیل، حالت سود ثابت در قبال سود متغیر مدنظر نویسندگان قرار داشته است.

^۲ این حالت نیز متصور است که دین و بدهی پیش از قرارداد، بین طرفین ایجاد شده باشد.



۳.۳ عقود نامعین

در فقه معاملات، اصطلاحاً گفته می‌شود که عقود، توقیفیت ندارند (حائری، ۱۳۷۳)؛ یعنی قراردادهای مشروع، محدود و محصور به قراردادهای معین و موجود نیستند؛ و اگر مبادله و معامله‌ای باشد که بنا به مقتضیات و ضرورت‌های عصر حاضر ابداع شده است و پیش از این در مجموعه قراردادهای متداول فقه معاملات مسوق به سابقه نباشد، فقه امامیه با انعطاف‌پذیری و ظرفیت بالایی که دارد، باب ایجاد قراردادهای جدید برای رفع نیاز جوامع بشری را کاملاً باز نگه می‌دارد. بنابراین، چنانچه سوآپ نرخ بهره در قالب عقود معین همچون بیع یا صلح دین به دین، و یا بیع پول محل پذیرش و تأیید نباشد، می‌توان آن را تحت «عقود نامعین» تعریف کرد و ماهیتی مستقل برای آن قائل شد.^۱

این در حالی است که از موارد پیش‌گفته «تفسیر دوم از مبادله دین با دین» و «خرید و فروش پول هم‌جنس» قابل‌اطلاق به ماهیت سوآپ نرخ بهره است و دیگر نوبت به عقود بی‌نام و نامعین نمی‌رسد.

شایان ذکر است در قراردادهای جدید در قالب عقود نامعین هم زمانی که شرایط صحت قراردادها و قواعد فقهی عمومی در آنها رعایت شود، مجاز به استفاده و کاربرد در بازارهای مالی اسلامی خواهند بود (قلیچ، ۱۳۹۸، صص. ۹۲-۹۳). از این رو، چنانچه سوآپ نرخ بهره در قالب عقود نامعین هم قرار می‌گرفت، باز هم همانند قراردادهای متداول، جواز اجرای آن مشروط به رعایت ضوابطی می‌شد که در بخش بعدی بدان پرداخته می‌شود.

جدول ۱. ماهیت‌شناسی فقهی قرارداد سوآپ نرخ بهره

حالات مختلف نزدیک به قرارداد سوآپ نرخ بهره	نتیجه
۱ مبادله دین با دین (تفسیر اول: مبادله اصل وام‌ها با عنوان مبادله دین با دین)	بنا به سازوکارهای متداول سوآپ نرخ بهره، این حالت نمی‌تواند ماهیت قرارداد سوآپ نرخ بهره باشد.
۲ مبادله دین با دین (تفسیر دوم: مبادله جریان‌های نقدی با عنوان مبادله دین با دین)	قابل پذیرش
۳ خرید و فروش پول هم‌جنس	قابل پذیرش
۴ عقود نامعین	با توجه به پذیرش حالت‌های ۲ و ۳، نوبت به عقود نامعین نمی‌رسد.

۴. بررسی شرایط صحت قرارداد سوآپ نرخ بهره

آن‌گونه که آمد در نظام مالی اسلامی، ابزارها در قالب معاملات و قراردادهایی قرار می‌گیرند که بایستی آن معامله و قرارداد حائز تمام شرایط اساسی صحت معاملات و شرایط عمومی و اختصاصی آن معامله باشد. از جمله قواعد پرکاربرد فقهی قاعده صحت (اصالة الصّحة) است که مستند به آیات قرآن کریم، روایات، و سیره حضرات معصومین (علیهم‌السلام) در ارائه احکام معاملات است. طبق این اصل، هر معامله‌ای که بین افراد منعقد شود، محکوم به درستی و صحت است تا هنگامی که دلیلی بر فساد و بطلان آن آشکار شود (وحید بهبهانی، ۱۳۰۵ق.، ص. ۱۳۱۹).

نظام حقوقی ایران نیز به تبعیت از این قاعده، قائل به اصل صحت شده است. ماده ۲۲۳ این قانون مدنی بیان می‌دارد: «هر معامله که واقع شده باشد محمول بر صحت است، مگر اینکه فساد آن ثابت شود». همچنین غیر از این ماده، مواد دیگری از این قانون همچون ماده ۶۰۱، ۷۶۲، و ۸۳۶ نیز به این اصل مهم اشاره دارد. از این جهت، اصل بر این است هر معامله و قراردادی که منعقد می‌شود، دارای تمام شرایط اساسی صحت معاملات در رعایت قواعد فقهی عمومی و اختصاصی آن عقد است؛ و مادامی‌که خلاف آن ثابت نشده باشد، معامله به اعتبار و قوت خود باقی است.

قواعد فقهی عمومی قوانینی‌اند که به یک معامله خاص اختصاص ندارند و در تعدادی از معاملات جریان می‌یابند. از جمله موارد آن می‌توان به ممنوعیت اکل مال به باطل، ممنوعیت ربا و غرر و قمار، و ممنوعیت ضرر و ضرار اشاره کرد. اما، دین اسلام علاوه بر تبیین قواعد عمومی معاملات، شرایط و ضوابط اختصاصی را نیز برای هر یک از عقود و قراردادهای اسلامی در نظر دارد که با فرض رعایت آن

^۱ ماده ۱۰ قانون مدنی: «قراردادهای خصوصی نسبت به کسانی که آن را منعقد کرده‌اند در صورتی که مخالف صریح قانون نباشد نافذ است».



شرایط، معاملات صحیح است (موسویان و بهاری قراملکی، ۱۳۹۱)؛ به عنوان مثال، از جمله ضوابط اختصاصی قرارداد مضاربه آن است که به امور تجارت مخصص بوده و به کارگیری آن در سایر انواع فعالیتها مجاز نیست.

افزون بر این، هر قراردادی که بین طرفین معامله منعقد می‌شود، برای صحت خود نیازمند رعایت چهار شرط اساسی است که در ادبیات فقهی و حقوقی^۱ بدان اشاره شده است: ۱- قصد و رضایت طرفین، ۲- اهلیت طرفین، ۳- شرایط مورد معامله، و ۴- مشروعیت جهت معامله (نگاه کنید به: موسوی خمینی، ۱۳۸۸). البته در ادبیات حقوقی، مشروعیت جهت معامله محدود به خود معامله نیست و استفاده از نتیجه هم باید مشروع باشد.

رعایت شرایط صحت انواع قراردادها اهمیت بسیاری دارد، زیرا بی‌توجهی به آن موجب بطلان معامله و عدم مشروعیت قرارداد می‌شود. بطلان قرارداد نیز باعث آن می‌شود که ملکیت طرفین معامله نسبت به عوضین دچار ایراد و کلیه تصرفات طرفین قرارداد با مانع مواجه شود. به بیان دیگر، وقتی قراردادی باطل می‌شود، به این مفهوم است که اصلاً قراردادی از پایه منعقد نشده است. پس، اگر هر یک از طرفین در عوضین منتقل شده تصرف کند، تصرف بدون دلیل و فاقد مشروعیت خواهد بود (نظرپور و ملاکریمی، ۱۳۹۷، ص. ۹).

با توجه به سازوکار قرارداد سواپ نرخ بهره در بازار مشتقات مالی که بین افراد بالغ و با اختیار کامل به هدف پوشش ریسک انجام می‌شود، این‌طور به نظر می‌رسد که تأمین مواردی چون قصد و رضایت طرفین، اهلیت طرفین، و مشروعیت جهت معامله چندان محل تردید نبوده و حداقل‌های موردنیاز در این موارد فراهم است. اما، آنچه در این بین به تأمل و تحلیل بیشتر نیاز دارد رعایت «شرایط مورد معامله» و رعایت قواعد فقهی عمومی همچون عدم ربا و عدم غرر در سواپ نرخ بهره ذیل دو حالت «مبادله دین با دین» (تفسیر دوم) و «خرید و فروش پول هم‌جنس» است، که در بخش ذیل بدان می‌پردازیم:

۱.۴ تحلیل فقهی قرارداد سواپ نرخ بهره به عنوان «مبادله دین با دین»

در ماهیت‌شناسی سواپ نرخ بهره، گفته شد که تفسیر اول از مبادله دین با دین منتفی است. اما، تفسیر دوم از مبادله دین به دین تحت عنوان «مبادله جریان‌های نقدی به عنوان مبادله دین با دین» به حقیقت کارکردی این نوع سواپ نزدیک‌تر است. از این‌رو در ادامه، به تحلیل و بررسی فقهی این تفسیر در دو قالب «بیع دین به دین» و «صلح دین به دین» پرداخته می‌شود.

قالب اول: بیع دین به دین

چنانچه مبادله جریان‌های نقدی در سواپ نرخ بهره را بیع دین با دین بدانیم، استفاده از این سواپ حداقل با دو مانع شرعی مواجه خواهد بود: نخست در قراردادهای متداول سواپ نرخ بهره، با هدف راحتی و سهولت پیاده‌سازی قرارداد، تعهد به پرداخت جریان‌های نقدی آتی از هیچ‌به‌وجود می‌آید و اصولاً دین و بدهی قبلی و واقعی وجود ندارد؛ این درحالی است که در ادبیات مالی اسلامی، واقعی بودن منشأ ایجاد دیون از اهمیت بالایی برخوردار است و فقدان آن شبهه اکل مال به باطل را تقویت می‌کند.

دوم، حتی اگر قرارداد سواپ مبتنی بر دیون با منشأ واقعی هم شکل بگیرد، مانع اصلی این خواهد بود که بیع دین به دین - که به بیع کالی به کالی هم مشهور است - بنا به نص و اجماع فقها، باطل است (موسویان، ۱۳۸۶، ص. ۲۱۵). در بیع کالی به کالی، ثمن و مثن هر دو دین و بدهی هستند و استفاده از آن در بازارهای مالی اسلامی مجاز نخواهد بود.

قالب دوم: صلح دین به دین

بنا به نظر برخی محققان به علت تاخت جریان‌های نقدی با یکدیگر، قالب صلح دین به دین نزدیک‌ترین قالب به ماهیت قراردادهای متداول سواپ نرخ بهره است (محقق‌نیا و همکاران، ۱۳۹۲، ص. ۱۶۰). در قواعد فقه امامیه، صلح تنها برای رفع منازعات بین طرفین به‌کار نمی‌رود، بلکه مواردی که بدون سابقه نزاع طرفین با هم به مصالحه بر امری اقدام کنند نیز شامل می‌شود. از مضامین مستندات اسلامی چنین برمی‌آید که صلح به صورت عقدی مستقل مشروعیت دارد. به عبارتی، صلح عقدی مستقل است که تابع احکام بیع و عقود دیگر نیست. در مجموع بنا به صحت و استقلال صلح دین به دین، می‌توان گفت تا زمانی که این صلح ربوی نباشد، می‌توان آن را صحیح دانست (نگاه کنید به: گلپایگانی، ۱۴۱۷ ق. ج. ۱؛ موسوی خمینی، ۱۳۹۰ ق. ج. ۱؛ و معصومی‌نیا، ۱۳۸۷).

چنانچه بتوانیم قالب صلح دین به دین را برای ماهیت سواپ نرخ بهره بپذیریم همانند قالب اول، به علت واقعی نبودن منشأ ایجاد دیون متقابل، شبهه اکل مال به باطل ایجاد خواهد شد؛ کما آنکه در صورت واقعی بودن دیون، به علت نابرابر بودن دو جریان نقدی نسبت به هم،

^۱ ماده ۱۹۰ قانون مدنی: «برای صحت هر معامله شرایط ذیل اساسی است: ۱- قصد طرفین و رضای آن‌ها، ۲- اهلیت طرفین، ۳- موضوع معین که مورد معامله باشد، و ۴- مشروعیت جهت معامله.»



شبهه تحقق ربا در ضمن صلح (صلح ربوی) به وجود خواهد آمد. در نتیجه، می‌توان گفت قرارداد سوآپ نرخ بهره با عنوان مبادلهٔ دین با دین، چه در قالب «بیع» و چه در قالب «صلح»، هر دو با موانع شرعی مواجه است.

۲.۴ تحلیل فقهی قرارداد سوآپ نرخ بهره به عنوان «خرید و فروش پول هم‌جنس»

آن‌طور که تبیین شد، یکی دیگر از قراردادهایی که به ماهیت کارکردی سوآپ نرخ بهره نزدیک است، خرید و فروش پول هم‌جنس است. در این تفسیر از قرارداد سوآپ نرخ بهره وامی ردوبدل نمی‌شود، بلکه تاخت جریان‌های نقدی نوعی خرید و فروش پول هم‌جنس در قبال هم محسوب می‌شود.

بیان شد که از لحاظ قواعد فقهی، «مورد معامله و قرارداد» باید دارای مجموعه‌ای از شرایط صحت باشد که به «شرایط عوضین» مشهور است. از جمله این شرایط می‌توان به ارزش مالی (مالیت) داشتن، متضمن منفعت عقلایی بودن، مشروعیت منفعت مورد معامله، مقدور بودن تسلیم مورد معامله، عدم ابهام در مورد معامله، معین بودن مورد معامله، قابل نقل و انتقال بودن مورد معامله اشاره کرد (نظرپور و ملاکریمی، ۱۳۹۷، ص. ۸).

در حالت خرید و فروش پول هم‌جنس، مورد معامله ارزش مالی (مالیت) دارد. همچنین، مورد معامله در این نوع از قراردادها برای طرفین قرارداد حائز منفعت و نفع عقلایی است و این منفعت - که همان پوشش و مدیریت ریسک است - مشروع می‌باشد. افزون‌براین، پرداخت بهره برای طرفین قرارداد مقدور نیست و خود بهره از حیث عدم ابهام موضوع و داشتن قابلیت نقل و انتقال مانعی ندارد. اما، اجرای این قالب از قرارداد سوآپ نرخ بهره حداقل در دو مورد ایراد شرعی دارد:

نخست اینکه بنا به قواعد فقهی، در یک قرارداد صحیح مبادله و بیع، جهت اجتناب از غرری شدن معامله، لازم است کیفیت و کمیت عوضین معامله از تمام جهات (مقدار، جنس، و وصف) در هنگام عقد قرارداد مشخص باشد. لازم به اشاره است که بیع غرری بیعی است که به دلیل جهل به یکی از ارکان عقد بیع، در آن تردید وجود داشته باشد. در حالت مفروض از قرارداد سوآپ نرخ بهره، در ازای پرداخت یک مقدار ثابت، یک مقدار متغیر و نامعین دریافت می‌شود. پس، وجود غرر در این دسته از قراردادها از جهت نامشخص بودن یکی از عوضین مورد تأیید است؛ مگر اینکه در بحث غرر قائل به دیدگاهی شویم که غرر را محدود به جهل منتهی به نزاع می‌داند (محقق‌نیا و همکاران، ۱۳۹۲، ص. ۱۶۲).

شاید در اینجا اشکال شود که در عقود مشارکتی با نرخ سود متغیر، این عدم تعیین و وجود ابهام در میزان وجه دریافتی (سود مشارکت) جریان دارد، در حالی که این عقود جزو عقود مشروع و صحیح‌اند. پاسخ به این اشکال این است که در بیع و خرید و فروش، عوضین وجود دارد؛ در حالی که در عقود مشارکتی، از پایه عوضینی موجود نیست.

ایراد دوم آنکه اگر قرارداد سوآپ نرخ بهره بر مبنای خرید و فروش پول هم‌جنس منعقد شود، به علت اینکه دو وجه هم‌جنس مبادله شده عموماً برابر نخواهند بود، تفاضل و اختلافی از لحاظ پرداخت بین دو مقدار ردوبدل شده ایجاد خواهد شد که اکثر فقها این نوع معامله‌ها را از حیث ربای معاملی باطل می‌دانند. یادآور می‌شود ربای معاملی در جایی صورت می‌پذیرد که دو کالای هم‌جنس با مقادیر متفاوت دادوستد شوند.

۳.۴ جمع‌بندی بررسی فقهی قرارداد سوآپ نرخ بهره

در مجموع، نتیجه بررسی شرایط صحت و رعایت قواعد فقهی در سوآپ نرخ بهره به شکل متداول، نشان‌دهندهٔ این است که این ابزار در قالب «مبادلهٔ دین با دین برای تعویض جریان‌های نقدی» به عللی چون اکل مال به باطل، بیع کالی به کالی، و شبهه صلح ربوی؛ و در قالب «خرید و فروش پول هم‌جنس» به دلایلی چون غرری بودن و ربای معاملی محل اشکال شرعی است و جواز پیاده‌سازی و اجرا در بازارهای مالی اسلامی را ندارد.

۵. راهکار سوآپ نرخ سود

۱.۵ تبیین راهکار

برخی محققان بنا به کاربردهای مفید سوآپ نرخ بهره در اقتصاد مالی، تلاش داشته‌اند با استفاده از ماهیت قراردادهای اسلامی و با الگوبرداری از فرایندهای سوآپ نرخ بهره، قرارداد جدیدی با نام قرارداد «سوآپ نرخ سود» طراحی کنند و پیشنهاد دهند. منطبق این تغییر



از این نکته نشئت گرفته است که در مبانی اقتصادی اسلام، پول فی نفسه درآمدزا نیست و اخذ بهره پول ممنوع است و به جای آن، از سود سرمایه استفاده می‌شود. از این رو در سوآپ نرخ سود، مبادلات نقدی دارایی‌های پایه بر اساس عقود اسلامی جریان می‌یابد. ابزارهای انتفاعی مالی اسلامی به دو گروه ابزارهای با بازدهی معین و ابزارهای با بازدهی انتظاری و نامعین طبقه‌بندی می‌شوند که هر دو قابلیت دارایی پایه شدن در سوآپ نرخ سود را دارند. در این سوآپ، جریانات نقدی ثابت مبتنی بر عقود با بازدهی معین مثل اجاره، جعاله، و مباحه با جریانات نقدی متغیر مبتنی بر عقود با بازدهی انتظاری مثل مشارکت و مضاربه معاوضه می‌شوند. پس این قرارداد، به نوعی توافق‌نامه‌ای میان دو طرف است که در آن هر کدام متعهد به پرداخت (معاوضه) جریانات نقدی مبتنی بر نرخ سود ثابت یا متغیر برای دوره زمانی تحت توافق و براساس اصل سرمایه مشخص به طرف دیگر می‌شوند. به عبارتی، ماهیت سوآپ نرخ سود بر یک توافق و تعهد طرفینی در معاوضه جریان درآمدی‌های موجود استوار شده است.

به عنوان مثال، در سوآپ نرخ سود ثابت در مقابل نرخ سود متغیر فرض شود که سرمایه‌گذار «الف» به میزان ۱۰ میلیارد ریال دارایی‌ای از نوع صکوک اجاره (با نرخ سود ثابت سالانه ۲۰ درصد) را در فرابورس با مقاطع پرداخت سود در پایان هر فصل خریده است. بنابراین، جریانات ورودی این سرمایه‌گذار در پایان هر سه ماه ۵ درصد از ۱۰ میلیارد ریال به طور ثابت و معین است. در سمت مقابل، سرمایه‌گذار «ب» مبلغ ۱۰ میلیارد ریال در خرید دارایی‌ای همچون صکوک مضاربه سرمایه‌گذاری کرده است. سود دریافتی از نوع متغیر و انتظاری و مقاطع پرداخت آن هر سه ماه یکبار است.

حال، فرض می‌شود سرمایه‌گذار «ب» با بررسی شرایط بازگانی در دوره‌های آتی، به این نتیجه می‌رسد که شرایط تجاری در یک سال آینده ریسک بالایی دارد و بهتر است جهت مدیریت ریسک وارد قرارداد سوآپ نرخ سود شود و بازدهی ثابتی را دریافت کند. در مقابل، سرمایه‌گذار «الف» هم با بررسی و تحلیلی که انجام داده، به این نتیجه رسیده است که سود متغیر صکوک مضاربه در یک سال آینده از سود ثابت صکوک اجاره بالاتر خواهد بود. بنابراین، سرمایه‌گذاران «الف» و «ب» مشترکاً وارد قرارداد سوآپ نرخ سود با میزان دارایی پایه یکسان به میزان ۱۰ میلیارد ریال و سررسید یک سال و مقاطع پرداخت سود سه ماهه می‌شوند (معصومی‌نیا و الهی، ۱۳۹۲، ص. ۷۱).

آن طور که مشخص است در سوآپ نرخ سود برخلاف سوآپ نرخ بهره، به علت حذف نرخ بهره برآمده از قرض طرفینی و جایگزینی آن با نرخ سود برآمده از عقود انتفاعی، مشکل ربای قرضی وجود ندارد. اما، از آنجاکه در سوآپ نرخ سود، بازده شناور با بازده شناور یا بازده ثابت با بازده شناور معاوضه و مبادله می‌شود، به دلیل «مجهول بودن میزان بازده» و غرری بودن حداقل یکی از عوضین، همچنان نمی‌توان آن را صحیح دانست. یادآور می‌شود در سوآپ نرخ سود معلوم بودن دارایی پایه ملاک نیست، بلکه وجود یا فقدان غرر در عوضین معیار است که در اینجا حداقل یکی از عوضین (بازده شناور) غرری است.

جهت رفع این مانع استفاده از «بیع شرط» پیشنهاد شده است؛ بدین نحو که به جای توافق و تعهد طرفینی، هریک از دو طرف قرارداد دارایی خود را که سودآور است به طرف مقابل به صورت کامل و قطعی می‌فروشد، مشروط به اینکه اگر فروشنده در مدت مشخص بهای آن را برگرداند، آن دارایی به ملکیت او بازگردد. در این صورت در طول مدت یادشده، هریک از دو طرف مالک منافع حاصل از دارایی خریده شده تا زمان برگرداندن ثمن هستند. با انجام این دو معامله، به نوعی دارایی‌های هریک به طور کامل به طرف مقابل منتقل می‌شود و متعاقباً بازده آتی هر دارایی به صاحب جدید آن تعلق خواهد داشت. بنابراین، نامعین بودن بازده متغیر هیچ اشکالی را از حیث غرری بودن در اجرای این نوع سوآپ ایجاد نمی‌کند (معصومی‌نیا و الهی، ۱۳۹۲، ص. ۷۹).

۲.۵ تحلیل کارکردی راهکار

با بررسی و دقت نظر در راهکار پیشنهادی سوآپ نرخ سود در قالب بیع شرط، مشخص می‌شود که اگرچه این سوآپ در مقایسه با سوآپ متداول نرخ بهره موانع شرعی همچون غرری و ربوی بودن را در خود نمی‌بیند، از حیث کارکردی با محدودیت‌هایی همراه است. محدودیت اول آن است که منطبق استفاده از سوآپ نرخ بهره پوشش ریسک با کمترین هزینه و پیش‌زمینه‌ای است، در حالی که در سوآپ نرخ سود در قالب بیع شرط، نیاز است طرفین پیش از انعقاد سوآپ از یک دارایی با بازدهی از جنس مورد تقاضای طرف مقابل (ثابت یا متغیر) برخوردار باشند؛ کماآنکه ارزش آن دارایی نیز باید با ارزش دارایی طرف مقابل برابر باشد. این در حالی است که در سوآپ نرخ بهره عموماً مبادله جریانات نقدی بر پایه وام‌های فرضی متقابل با ارزش‌های برابر است و چه بسا طرفین سوآپ حتی جزئی از آن مبلغ پایه را هم در اختیار نداشته باشند. البته، مسلم است که پیوند سوآپ نرخ سود با بخش واقعی اقتصاد بیشتر از سوآپ نرخ بهره با پایه وام‌های فرضی و موهومی است، اما به هر تقدیر به دست آوردن این مزیت مستلزم از دست رفتن سهولت و تحمیل هزینه مبادلاتی برای طرفین سوآپ نرخ سود خواهد بود.

محدودیت دوم آن است که با توجه به لزوم انعقاد بیع شرط برای رفع شبهه غرری بودن، اگر دارایی مورد معامله در بیع شرط یک دارایی منحصر به فرد باشد (مثل ملک خاصی که اجاره داده شده است و جریان بازدهی ثابت در پی دارد)، امکان فروش آن دارایی برای



فرد خریدار تا پیش از سررسید توافق‌شده وجود نخواهد داشت، زیرا ممکن است فروشنده دارایی اجاره‌ای تا پیش از اتمام مهلت توافق‌شده، وجه فروش را به خریدار عودت داده و طلب بازگرداندن دارایی سابق خود را داشته باشد. در این حالت، بهترین وضعیت، معامله براساس اوراق انتفاعی است تا خریدار اوراق خریداری‌شده در بیع شرط، آن اوراق را در مواقع نیاز به فرد ثالثی بفروشد و چنانچه با عودت وجه خرید از سوی فروشنده مواجه شود، بلافاصله اوراق را از بازار ثانویه خریداری کند و به وی بازگرداند.

۶. جمع‌بندی و نتیجه‌گیری

در این گزارش در ابتدا، مفهوم و کارکرد سوآپ نرخ بهره طرح شد. در حالت متداول این ابزار، یک جریان نقدی ثابت در برابر یک جریان نقدی متغیر براساس یک پایه محاسباتی هم‌وزن در دو سمت قرارداد معاوضه می‌شود. در بخش بعد، ماهیت قراردادی این سوآپ در سه حالت محتمل مبادله دین با دین، خریدوفروش پول هم‌جنس، و عقود نامعین ذکر شد که بررسی‌ها نشان‌دهنده آن بود که مبادله دین با دین برای تعویض جریان‌های نقدی (تفسیر دوم) و خریدوفروش پول هم‌جنس می‌تواند نزدیک‌ترین قالب قراردادی برای سوآپ نرخ بهره باشد. در ادامه، تحلیل ابعاد فقهی این قالب‌ها نشان داد سوآپ نرخ بهره در هیچ‌یک از قالب‌های قراردادی خود جواز شرعی برای استفاده در بازارهای مالی اسلامی را پیدا نمی‌کند. البته در تحلیل منتهی به این نتیجه ملاحظاتی نیز وجود دارد؛ مثلاً، اگر در بحث غرری بودن خریدوفروش پول هم‌جنس قائل به دیدگاهی شویم که غرر را محدود به جهل منتهی به نزاع می‌داند، الزاماً این قرارداد غرری نیست.

در ادامه، پیشنهاد «سوآپ نرخ سود در قالب بیع شرط» تحلیل شد. بررسی ابعاد این پیشنهاد نشان داد که اگرچه این ابزار موانع فقهی سوآپ نرخ بهره را در خود ندارد و گامی روبه‌جلو است، از لحاظ کارکردی با موانع و محدودیت‌هایی مواجه است که نیاز است با استفاده از ابزارهای مکمل به کاهش هزینه‌های مبادلاتی آن مبادرت شود. از این رو، این گزارش دو توصیه سیاستی را پیشنهاد می‌دهد: اولاً، جهت رعایت موازین شرعی در نظام مالی اسلامی ایران از قالب‌های متداول سوآپ نرخ بهره استفاده نشود. ثانیاً با توجه به محدودیت‌های سوآپ نرخ سود در قالب بیع شرط، توصیه می‌شود در این ابزار از اوراق انتفاعی به‌عنوان دارایی تحت معامله استفاده شود. همچنین، طراحی ابزارهای جدید که تاحدی کارکردهای سوآپ نرخ بهره را همراه دارد، جدی‌تر دنبال شود. در پایان، یادآور می‌شود معرفی ابعاد فنی سوآپ نرخ بهره، تصحیح و تکمیل ماهیت‌شناسی قرارداد سوآپ نرخ بهره، تحلیل راهکار سوآپ نرخ سود، و تبیین محدودیت‌های کارکردی آن از مهم‌ترین مزایای نسبی این گزارش تحقیقی-تحلیلی نسبت به مطالعات پیشین است.



منابع و مأخذ

- حائری، م. (۱۳۷۳). *مبانی فقهی اصل آزادی قراردادهای*. تهران: مؤسسه کیهان، چاپ دوم.
- قلیچ، و. (۱۳۹۸). *وکالت در بانکداری بدون ربا: کاربردها و چالش‌ها*. تهران: انتشارات پژوهشکده پولی بانکی بانک مرکزی ج.ا.ا.
- گلپایگانی، س. م. ر. (۱۴۱۷ ق.). *هدایة العباد*. قم: دارالقرآن الکریم.
- محقق‌نیا، م. ج.، تملکی، ح.، و خواجه‌زاده دزفولی، ه. (۱۳۹۲). *بررسی قراردادهای سواب نرخ بهره از دید فقه امامیه*. فصلنامه اقتصاد اسلامی، ۱۳ (۵۲).
- معصومی‌نیا، غ. ع. (۱۳۸۷). *ابزارهای مشتقه؛ بررسی فقهی و اقتصادی*. تهران: پژوهشگاه فرهنگ و اندیشه اسلامی.
- معصومی‌نیا، غ. ع.، و الهی، م. (۱۳۹۲). *امکان‌سنجی فقهی طراحی سواب نرخ بهره متناسب با بازار مالی ایران*. دوفصلنامه تحقیقات مالی-اسلامی، ۲ (۴).
- موسوی خمینی، ر. (۱۳۸۸). *کتاب البیع*. تهران: مؤسسه تنظیم و نشر آثار امام خمینی (س).
- موسوی خمینی، ر. (۱۳۹۰ ق.). *تحریر الوسیله*. قم: دارالکتب العلمیه.
- موسویان، س. ع. (۱۳۸۶). *ابزارهای مالی اسلامی (صکوک)*. تهران: پژوهشگاه فرهنگ و اندیشه اسلامی.
- موسویان، س. ع.، و بهاری قراملکی، ح. (۱۳۹۱). *مبانی فقهی بازار پول و سرمایه*. تهران: دانشگاه امام صادق (ع).
- نظری‌پور، م. ن.، و ملاکریمی، ف. (۱۳۹۷). *کاربرد قواعد فقهی در نمونه‌ای از قراردادهای بانکی*. تهران: انتشارات پژوهشکده پولی و بانکی.
- وحید بهبهانی، م. ب. (۱۲۰۵ ق.). *الرسائل الفقهیه*. قم: تحقیق و نشر مؤسسه علامه مجدّد وحید بهبهانی.

Brentani, C. (2004). *Portfolio management in practice*. Oxford: Elsevier.

Chisholm, A. M. (2004). *Derivatives demystified, a step-by-step guide to forwards, futures, swaps and options*. West Sussex: John Wiley & Sons.

Corb, H. (2012). *Interest rate swaps and other derivatives*. Columbia University Press.

Flavell, R. (2002). *Swaps and other derivatives*. West Sussex: John Wiley & Sons.

Gottesman, A. (2016). *Derivatives essentials: an introduction to forwards, futures, options, and swaps*. Wiley.
<https://www.bis.org>

Martellini, L., Priaulet, P., & Priaulet, S. (2003). *Fixed-income securities: valuation, risk management and portfolio strategies*. West Sussex: Wiley.



پژوهشکده پولی و بانکی

بانک مرکزی جمهوری اسلامی ایران

تهران: میدان آرژانتین، ابتدای بزرگراه آفریقا، پلاک ۱۰
کدپستی: ۱۵۱۴۹۴۷۱۱۱ صندوق پستی: ۷۹۴۹-۱۵۸۷۵

www.mbri.ac.ir