

## ریسک اعتباری در بانکداری اسلامی و امکان استفاده از تاخت نکول اعتباری جهت کنترل آن<sup>۱</sup>

دکتر اصغر آقا مهدوی\*

سید محمد مهدی موسوی\*\*

### چکیده

امروزه از مشتقات اعتباری به عنوان ابزارهای مالی مناسب جهت مدیریت ریسک اعتباری نام برده می‌شود. کاربرد اصلی این ابزارها مدیریت ریسک اعتباری نهادها و واسطه‌های مالی به خصوص مؤسسات اعتباری است. هرچند انگیزه‌های سفته‌بازی و سرمایه‌گذاری نیز در افزایش حجم معاملات این مشتقات تأثیرگذار بوده؛ اما منشأ و هدف اصلی استفاده از این ابزارها مدیریت ریسک اعتباری است. در میان این گروه از مشتقات، تاخت نکول اعتباری پر معامله‌ترین مشتقه می‌باشد که جایگاه ویژه‌ای در مدیریت ریسک اعتباری بانکهای متداول برعهده دارد. در این مقاله به بررسی امکان‌پذیری استفاده از تاخت نکول اعتباری جهت مدیریت ریسک اعتباری در

۱- تاریخ دریافت: ۱۳۸۶/۸/۲۰؛ تاریخ تأیید: ۱۳۸۶/۱۰/۱۳

\* . استادپار دانشگاه امام صادق (ع)؛ amahdavi@yahoo.com

\*\* . دانشجوی کارشناسی ارشد دانشگاه امام صادق (ع)؛ smmmousavy@gmail.com

بانکداری اسلامی می‌پردازیم و با ارائه دلایل فقهی تطابق این ابزار با موازین فقهی را بررسی می‌نماییم.

#### واژگان کلیدی:

ناخت نکول اعتباری، ریسک اعتباری، بانکداری اسلامی، مدیریت ریسک اعتباری، نکول و کیفیت اعتباری.

طبقه‌بندی JEL:

E42

## مقدمه

بانکهای اسلامی افزون بر عقود مبادله‌ای با نرخ سود ثابت، از روشهای تأمین مالی مبتنی بر مشارکت در سود نیز استفاده می‌نمایند. این امر منجر به تغییر ماهیت ریسک در این نهادها شده؛ به طوری که بازده سرمایه‌گذاری‌ها و سپرده‌ها از پیش تعیین شده نمی‌باشد. از آنجا که بازده سرمایه‌گذاران و بانک مبتنی بر مشارکت در سود و زیان می‌باشد، از این رو آنها در ریسک عملیات بانکی شریک می‌باشند.

بانکهای اسلامی مانند هر نهاد مالی در معرض خطرات متعددی هستند. یکی از ریسکهای در معرض بانکداری اسلامی ریسک اعتباری است. ریسک اعتباری در نهادهای مالی به صورتهای مختلفی بروز می‌نماید که در ادامه توضیح داده می‌شود.

یک حالت بروز ریسک اعتباری در بانکداری اسلامی در قالب «ریسک تسویه<sup>۱</sup>» است. این ریسک به‌هنگامی ایجاد می‌شود که بانک اسلامی نسبت به پرداخت پول (به‌عنوان مثال در قراردادهای سلف یا استصناع) یا تحویل دارایی (مثل قرارداد مرابحه) قبل از دریافت دارایی یا پول اقدام می‌نماید و از این رو، خود را در معرض زیان بالقوه قرار می‌دهد.

حالت دیگر بروز ریسک اعتباری در بانکداری اسلامی، به‌هنگام استفاده از روشهای تأمین مالی مشارکت در سود (مثل مضاربه و مشارکت) است. در این حالت، ریسک اعتباری در نتیجه عدم پرداخت سهم بانک توسط کارآفرین به‌وجود می‌آید.

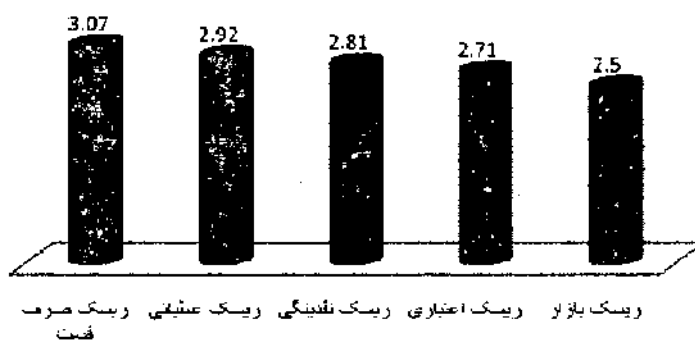
نهادهای مالی متداول به‌صورت رایجی از مشتقات اعتباری برای کاهش ریسک اعتباری استفاده می‌نمایند. با استفاده از مشتقات اعتباری، امکان پوشش ریسک در برابر هرگونه «رویداد اعتباری<sup>۲</sup>» مربوط به طرفین قرارداد وجود دارد. یکی از متعارف‌ترین و پرمعامله‌ترین مشتقات اعتباری، تاخت نکول اعتباری است. طبق آمار نزدیک ۷۵ درصد حجم معاملات مشتقات اعتباری را تاخت نکول اعتباری تشکیل

می‌دهد (مجله ریسک، ۲۰۰۳، ص ۲۰). با توجه به این مباحث، مقاله در پی پاسخ دادن به این سؤال است که آیا با لحاظ نمودن موازین فقهی امکان استفاده از تاخت نکول اعتباری جهت کاهش ریسک اعتباری در نهادهای مالی اسلامی وجود دارد؟ لذا این تحقیق پس از بحث در مورد ماهیت ریسک در بانکداری اسلامی، ریسک اعتباری را مدنظر قرار می‌دهد و انواع مختلف آن را در نهادهای اعتباردهنده اسلامی (به خصوص بانکهای اسلامی) ارائه می‌دهد. در نهایت تاخت نکول اعتباری معرفی و صحت فقهی استفاده از این مشتقه در بانکداری اسلامی یا سایر نهادهای اعتباردهنده اسلامی بررسی می‌شود.

#### ۱. ماهیت ریسک در بانکداری اسلامی

ماهیت ریسک در بانکهای اسلامی، به خاطر استفاده از خواص قراردادهای مبتنی بر مشارکت در سود و سایر انواع روشهای تأمین مالی با بانکداری متداول، متفاوت است. این ماهیت متفاوت منجر به ایجاد تغییر در انواع ریسکهای مرتبط با این نهادها می‌شود. در تحقیقی توسط بانک توسعه اسلامی (۲۰۰۱) که به صورت میدانی و بر روی ۶۸ نهاد مالی در ۲۸ کشور دنیا انجام شد، رتبه متوسط انواع ریسکهای در معرض نهادهای مالی اسلامی بدین صورت عنوان شد.

نمودار ۱: ریسکهای در معرض بانکهای اسلامی



با توجه به نمودار ۱، ریسک صرف قیمت بالاترین رتبه را در بین ریسکهای در معرض بانکداری اسلامی دارد و ریسکهای عملیاتی، نقدینگی، اعتباری و بازار بعد از آن قرار دارند. دلیل انتخاب ریسک صرف قیمت (حاشیه سود) به عنوان پرخطرترین ریسک در بانکداری اسلامی این است که قراردادهای اسلامی (مثل مضاربه) قابلیت

قیمت‌گذاری و در نتیجه امکان استفاده از تاختها برای انتقال ریسک را ندارند. علت رتبه بالای ریسک عملیاتی این است که به‌خاطر ماهیت جدید بانکداری اسلامی لازم است تا عوامل جدیدی از ریسک عملیاتی توسط بانکداران در نظر گرفته شود. این موارد شامل آموزش کارکنان، ایجاد برنامه‌های کامپیوتری و مدارک قانونی و... است. ریسک نقدینگی نیز در مقایسه با ریسک اعتباری به‌خاطر کمبود ابزارهای بازار پول برای مدیریت نقدینگی، جایگاه بالایی را به‌خود اختصاص می‌دهد.

یکی از دلایل پایین بودن ریسک اعتباری این است که با اجرای روشهای تأمین مالی برای کالا و دارایی که اکثر نهادهای مالی اسلامی از آنها استفاده می‌نمایند، این ریسک به‌حداقل خود می‌رسد؛ چراکه دارایی و کالا نقش وثیقه را ایفا می‌نماید.

در مورد سهام و کالاهایی که دارای بازارهای معاملاتی مناسب هستند، ریسک بازار کمتر است. بانکهای متعارف به پشتوانه دارایی‌های خود به صدور اوراق قرضه می‌پردازند تا بخشی از دارایی‌های خود را به‌صورت ابزار نقدشونده در بازار پول نگهداری نمایند. با توجه به عدم جواز انتشار اوراق قرضه در شریعت اسلامی، امکان انجام معاملات بر روی اوراق قرضه در نهادهای مالی اسلامی وجود ندارد. اما این امکان وجود دارد تا بانکهای اسلامی در اوراق بهادار با پشتوانه دارایی‌ها و کالاها به معامله و دادوستد بپردازند. اوراق بهادار اخیر تنها در کالاهایی دادوستد می‌شوند که منبعی از ریسک بازار برای نهادهای مالی اسلامی باشند. دلیل رتبه پائین ریسک بازار در نهادهای مالی اسلامی این می‌تواند باشد که تعداد بانکهای فعال در حوزه دادوستد کالاها اندک است (تاریکولاه، ۲۰۰۱، ص ۶۳-۶۴).

این مقاله امکان استفاده از تاخت نکول اعتباری جهت مدیریت ریسک اعتباری در بانکداری اسلامی را بررسی می‌کند. از این‌رو ضمن ارائه علل وقوع ریسک اعتباری در بانکداری اسلامی، ساختار و عملکرد تاخت نکول اعتباری بررسی و صحت استفاده از این ابزار متداول ارزیابی می‌شود.

## ۲. ریسک اعتباری

ریسک اعتباری از نکول یا کاهش کیفیت اعتباری وام‌گیرنده به‌وجود می‌آید. همواره احتمال وقوع یک زیان اقتصادی ناشی از قصور یا ناتوانی طرف قرارداد در انجام

کامل تعهداتش وجود دارد. تأثیر این ریسک از طریق محاسبه هزینه جایگزینی جریان‌های نقدی نکول شده توسط طرف مقابل محاسبه می‌شود. تاریخچه نهادهای مالی نشان‌دهنده این مطلب است که دلیل اصلی ورشکستگی بانکها ناشی از این ریسک بوده است. در این بخش به بررسی دسته‌بندی‌های متعدد از ریسک اعتباری در بانکهای متداول و سپس در بانکداری اسلامی می‌پردازیم.

در یک نگاه کلی، ریسک اعتباری طرف قرارداد، به دو نوع «ریسک قبل از تسویه»<sup>۱</sup> و «ریسک تسویه»<sup>۲</sup> تقسیم می‌شود (جوریون<sup>۱</sup>، ۲۰۰۳، ص ۳۹۴). ریسک قبل از تسویه به صورت احتمال وقوع زیان در طول مدت قرارداد به دلیل عدم توانایی طرف مقابل در انجام کامل تعهداتش تعریف می‌شود. به عنوان مثال در بانکداری متداول و در قراردادهای وام بین بانک و مشتری، همواره این احتمال وجود دارد که مشتری در پرداخت بخشی از تعهداتش که به صورت قسط از وی دریافت می‌شود، نکول نماید. از این رو امکان وجود ریسک قبل از تسویه در طول مدت قرارداد وجود دارد.

ریسک تسویه برخلاف ریسک پیش از تسویه، این ریسک به محض پرداخت جریان نقدی تعهدشده توسط یکی از طرفین قرارداد و قبل از دریافت جریان نقدی یا ما به‌ازای جبرانی از طرف مقابل به وجود می‌آید.

همچنین امکان تقسیم‌بندی ریسک اعتباری در قالب «ریسک نکول»<sup>۳</sup> و «ریسک تنازل اعتباری»<sup>۴</sup> وجود دارد (میسنر<sup>۴</sup>، ۲۰۰۵، ص ۱). ریسک نکول احتمال عدم پرداخت تمام یا بخشی از تعهدات وام‌گیرنده می‌باشد. ریسک تنازل اعتباری به دلیل کاهش کیفیت اعتباری بدهکار به وجود می‌آید. در صورتی که یک مؤسسه اعتباری، اعتبارگیرنده (صادرکننده دارایی پایه) را ارزیابی نماید و رتبه اعتباری وی کاهش یابد یا به عبارتی دچار کاهش کیفیت اعتباری شود (به عنوان مثال از AA به A)، در این صورت اعتباردهنده در معرض ریسک تنازل اعتباری قرار می‌گیرد. کاهش کیفیت اعتباری یا همان رتبه اعتباری صادرکننده ورقه بدهی به دلایل متعددی صورت می‌گیرد. به عنوان مثال استقراض مجدد، تغییر نامطلب در ساختار مالی یا وخامت وضع مالی شرکت صادرکننده اوراق بدهی می‌تواند از عوامل کاهش رتبه اعتباری

1 - Jorion, 2003.

2 - Default Risk.

3 - Deterioration Risk.

4 - Meissner, 2005.

وی باشد. نکول به دلیل کاهش شدید در کیفیت اعتباری به وجود می‌آید و به همین دلیل می‌توان ریسک نکول را زیرمجموعه ریسک تنازل اعتباری قرار داد.

## ۱-۲. ریسک اعتباری در بانکداری اسلامی

واسطه‌های مالی متداول به صورت کلی به سه دسته نهادهای سپرده‌پذیر، نهادهای سرمایه‌گذاری و نهادهای قراردادی تقسیم می‌شوند. مهمترین نوع واسطه‌های مالی، بانکهای تجاری هستند. سپرده‌ها مهمترین منبع تخصیص وام در بانکهای تجاری به شمار می‌روند. نهادهای سرمایه‌گذاری صندوقهای سرمایه‌گذاری مشترک هستند که نوعاً در بازارهای ثانویه سرمایه‌گذاری و به خرید و فروش اوراق بهادار اقدام می‌نمایند. مشهورترین نوع نهادهای قراردادی نیز، شرکتهای بیمه و صندوقهای بازنشستگی هستند.

به منظور درک ماهیت ریسک اعتباری در بانکداری اسلامی، شناسایی ماهیت فعالیت این نهادها لازم به نظر می‌رسد. اقبال<sup>۱</sup> (۱۹۹۸) با توجه به ساختار دارایی‌ها، دو مدل از بانکداری اسلامی را معرفی نمود<sup>۲</sup>. مدل اول «مضاربه دو طرفه<sup>۳</sup>» است. در این مدل، مشارکت در سود در دو سمت دارایی‌ها و بدهی‌ها به عنوان بدیل بهره استفاده می‌شود و تأمین مالی تمامی دارایی‌ها با استفاده از مشارکت در سود صورت می‌گیرد. این نوع بانکداری، افزون بر نقش منحصر بفرده بانکداری تجاری، یک شرکت سرمایه‌گذاری نیز به حساب می‌آید (چپرا<sup>۴</sup>، ۲۰۰۰، ص ۳۲).

مدل دوم بانکداری اسلامی «مضاربه یک طرفه<sup>۵</sup>» است. این مدل به دلیل مشکلات مالی و ریسکهای پیش روی مدل مضاربه دو طرفه در استفاده از مدل‌های مشارکت در سود در سمت دارایی‌های بانک به وجود آمد. از این رو بانکهای اسلامی از ابزارهای درآمد ثابت از جمله مرابحه (فروش یا حاشیه سود) فروش اقساطی (مرابحه بلندمدت / میان مدت) استصناع و سلف (فروش با تحویل معوق کالا) و اجاره در سمت

1 - Iqbal, 1998.

۲ - مدل سوم از بانکداری اسلامی که توسط اقبال ارائه شده عبارتست از در نظر گرفتن نقش نماینده (وکیل) برای بانک اسلامی که بانک به نمایندگی از مشتریان خود و در قبال حق کمیسیون ثابتی به مدیریت سرمایه آنها اقدام می‌نمایند.

3 - Two-tier Mudarabah.

4 - Chapra, 2000.

5 - One-tier Mudarabah.

دارایی‌های خود استفاده نمودند (خان<sup>۱</sup>، ۲۰۰۱، ص ۵۲).

به دلیل استفاده از مدل‌های مشارکت در سود و زیان در بانکهای اسلامی، ماهیت ریسک در این نهادها تغییر یافته و بازده سرمایه‌گذاری‌ها یا سپرده‌ها از قبل معین نمی‌باشد و از این رو بانکها در ریسکهای مربوط به این قراردادها سهیم می‌باشند (صدیقی<sup>۲</sup>، ۲۰۰۶، ص ۴۱).

از موارد بروز ریسک اعتباری در بانکداری اسلامی ریسک تسویه است. این ریسک هنگامی ایجاد می‌شود که بانک اسلامی نسبت به پرداخت پول (به‌عنوان مثال در قرارداد سلف یا استصناع) یا تحویل دارایی‌ها (مثل قرارداد مرابحه) قبل از دریافت دارایی‌ها یا وجه نقد اقدام نموده و بدین ترتیب خود را در معرض زیان بالقوه قرار می‌دهد. حالت دیگری که برای ریسک اعتباری در بانکهای اسلامی محتمل است، هنگامی است که بانک به مدل‌های مشارکت در سود در تأمین مالی (مثل مرابحه و مشارکت) روی می‌آورد. در این حالت، ریسک اعتباری ناشی از عدم پرداخت سهم بانک توسط کارآفرین (عامل در قرارداد مضاربه و مشارکت) به‌هنگام سررسید قرارداد است. طریق‌الله خان و حبیب احمد<sup>۳</sup> (۲۰۰۱) در تحقیقات خود در مورد بروز این ریسک در بانکهای اسلامی، ریسک اعتباری را به‌عنوان چهارمین ریسک مهم و مورد توجه بانکداران اسلامی رتبه‌بندی نموده‌اند. در تحقیق مذکور نظر بانکداران اسلامی در مورد میزان تأثیر هر نوع قرارداد در ایجاد ریسک اعتباری مورد سؤال قرار گرفت. در جدول زیر ریسک اعتباری در انواع روشهای تأمین مالی اسلامی رتبه‌بندی شده است.

ریسک اعتباری در انواع روشهای تأمین مالی اسلامی

روش تأمین مالی	مرابحه	مضاربه	مشارکت	اجاره	استصناع	سلم	مشارکت نزولی
رتبه ریسک اعتباری	۲/۵۶	۳/۲۵	۳/۶۹	۲/۶۴	۳/۱۳	۳/۲۰	۳/۳۳

ریسک اعتباری در مرابحه کمترین مقدار (۲/۵۶) و در مشارکت بیشترین مقدار (۳/۶۹) است. مشارکت نزولی (۳/۳۳) و مضاربه (۳/۲۵) بعد از آنها قرار دارند. به نظر می‌رسد که روشهای تأمین مالی مشارکت در سود، از نظر بانکداران دارای ریسک

1 - Khan, 2001.

2 - Siddiqi, 2006.

3 - Khan, Tariqullah, Ahmed, Habib, 2001.



اعتباری بالاتری هستند. توجه داشته باشید که ریسک اعتباری در روشهای تأمین مالی مشارکت، در صورتی ایجاد می‌شوند که طرفین سهم بانک را پرداخت نکنند. اجاره بعد از مرابحه، کمترین ریسک اعتباری (۲/۶۴) را دارد. به مانند قرارداد مرابحه، قرارداد اجاره نیز درآمد نسبتاً مشخصی را برای بانک ایجاد می‌نماید و مالکیت دارایی اجاره شده در اختیار بانک قرار خواهد داشت. استصناع و سلم با رتبه ۲/۱۲ و ۲/۲۰ نسبت به مرابحه و اجاره دارای ریسک اعتباری بالاتری می‌باشند. روشهای تأمین مالی بر مبنای تعویق در تحویل کالا از روشهای تأمین مالی بر مبنای ثمن مؤجل (مثل مرابحه) یا ریسک اعتباری بالاتری در نظر گرفته شده‌اند. دلیل این امر ممکن است ارزش نامشخص کالا (و از این رو بازده) در پایان دوره قرارداد باشد. این احتمال وجود دارد که طرف قرارداد در تحویل کالاها در موعد مقرر ناتوان باشد. عوامل مختلفی، مثل مشکلات طبیعی (برای کالاها در قرارداد سلم) و نقص در فرآیند تولید (برای محصولات در قرارداد استصناع) بر عدم تحویل در موعد مقرر تأثیر گذارند. اگرچه در صورت تحویل کالا، احتمال عدم اطمینان به خاطر قیمت کالا و تأثیر تحویل بر نرخ بازده وجود دارد (تاریکولا، ۲۰۰۱، ص ۶۴).

نتایج ریسک اعتباری، درکی از ترکیب ابزارهای مورد استفاده در بانکهای اسلامی ارائه می‌دهد. قبلاً اشاره نمودیم که دارایی‌های بانکهای اسلامی بر روی دارایی‌های با درآمد ثابت متمرکز شده‌اند (مثل مرابحه و اجاره). نتایج حاصل از تحقیقات نشان‌دهنده این مطلب است که دلیل تمرکز بر دارایی‌ها با درآمد ثابت این است که این ابزارها پایین‌ترین ریسک اعتباری را در میان سایر ابزارهای تأمین مالی دارا هستند.

## ۲-۲. مدیریت ریسک اعتباری در بانکداری اسلامی

نهادهای متداول از چندین روش برای کاهش زیانهای ناشی از ریسک اعتباری استفاده می‌نمایند. وثیقه، کارانتی، مشتقات اعتباری و مناسبات تسویه<sup>۱</sup> از جمله این روشها به شمار می‌روند. این مقاله بر مشتقات اعتباری تمرکز و یکی از مهمترین انواع آنها موسوم به تاخت نکول اعتباری را بررسی می‌نماید. تاخت نکول اعتباری از مهمترین و متداولترین مشتقات اعتباری مورد استفاده توسط نهادهای مالی اعتباری

1 - Tariqullah, 2001.

2 - Netting arrangement.

است. در ادامه سازوکار این ابزار مشتقه را از جنبه اسلامی بررسی می‌کنیم. در مورد مدیریت ریسک در بانکداری اسلامی نظرات و روشهای متعددی وجود دارد. استفاده از وثیقه، ذخیره زیان وام، ضمانت و سایر روشهای بازدارنده مثل اندازه‌گیری رتبه اعتباری وام‌گیرنده (روس<sup>۱</sup>، ۲۰۰۲، ص ۸۰۸). روشهای متداولی هستند که توسط بانکهای اسلامی نیز استفاده می‌شوند. برخی از 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. همان‌طور که بیان شد، بانکهای متداول از مشتقات اعتباری برای مدیریت ریسک اعتباری استفاده می‌نمایند. در ادامه امکان استفاده از تاخت نکول اعتباری در بانکداری اسلامی بحث خواهد شد.

### ۳. مشتقات اعتباری در نگاه کلی

مشتقه اعتباری قراردادی است که بازده حاصل از آن به میزان اعتبار یک یا چند مؤسسه تجاری یا سیاسی بستگی دارد. این ابزار جهت کنترل ریسک اعتباری استفاده می‌شوند. سه نوع بسیار متداول از مشتقات اعتباری، «تاخت نکول اعتباری<sup>۲</sup>»، «CDS»، «تاخت بازده کل<sup>۳</sup>» (TRS) و «قرارداد اختیار معامله مابه‌التفاوت اعتباری<sup>۴</sup>» (CSO) می‌باشند.

در تاخت بازده کل، بازده حاصل از یک دارایی یا سببی از دارایی‌ها با بازده دیگر معاوضه می‌شود. از این‌رو طرفین قرارداد از این تاخت به منظور انتقال ریسکهای یک معامله‌گر به معامله‌گر دیگر یا تعویض یک نوع ریسک با دیگری و تنوع‌بخشی ریسکهای اعتباری خود استفاده می‌نمایند.

در قرارداد اختیار معامله مابه‌التفاوت اعتباری، مابه‌التفاوت درآمدهای دو دارایی به‌عنوان دارایی پایه در قرارداد اختیار مطرح است. بدین ترتیب هرگاه که میزان مابه‌التفاوت بیشتر از حد معینی شود، این اختیار معامله دارای بازدهی می‌شود (هال، ۲۰۰۲، ص ۴۱۲-۴۱۴).

1 - Ross, 2002.

2 - Credit Default Swap.

3 - Total Return Swap.

4 - Credit Spread Option.

#### ۴. تاخت نکول اعتباری

یکی از پر معامله‌ترین انواع مشتقات اعتباری، تاخت نکول اعتباری (یا تاخت اعتباری یا تاخت نکول) است<sup>۱</sup>. تاخت نکول اعتباری نوعی تاخت است که برای انتقال ریسک اعتباری دارایی‌های مالی با درآمد ثابت بین طرفین قرارداد استفاده می‌شود.

تاخت، قراردادی است برای معاوضه جریان‌های نقدی معین در زمان معین. متداول‌ترین نوع تاخت، تاخت نرخ بهره است که در آن یک شرکت توافق می‌کند، جریانهای نقدی با بهره ثابت از پیش تعیین شده بر روی وام فرضی را چند دفعه در سال پرداخت کند و در مقابل بهره‌هایی با نرخ شناور به‌روزی آن وام فرضی در همان مدت زمان یکسان دریافت کند (هال، ۲۰۰۲، ص ۱۳۳).

در تاخت نکول اعتباری، خریدار یکسری پرداختهای دوره‌ای را در ازای یک پرداخت محتمل توسط فروشنده در زمان وقوع یک رویداد اعتباری توسط صادرکننده دارایی، پرداخت می‌نماید. بنابراین در اینجا نیز نوعی تاخت یا به عبارتی تعویض جریان‌های نقدی وجود دارد. منتهی تفاوتی که با تاخت نرخ بهره وجود دارد این است که پرداخت جریان نقدی جبرانی توسط یکی از معامله‌گران به وقوع یک رویداد اعتباری بستگی دارد.

در واقع تاخت نکول اعتباری نوعی قرارداد است که یکی از طرفین قرارداد در موضع «خرید» و دیگری در موضع «فروش» ریسک اعتباری دارایی پایه قرار می‌گیرد. به عبارت دیگر یکی از متعاملین خریدار ضمانت و حمایت و دیگری فروشنده ضمانت و حمایت در مقابل رویداد اعتباری ناشی از دارایی پایه می‌باشند (اسکورا<sup>۲</sup>، ۱۹۹۸، ص ۴۵). در این حالت دو طرف قرارداد برای تأیید وقوع رویداد اعتباری که منجر به پرداخت می‌شود و مقدار زیانی که توسط فروشنده حمایت بایستی جبران شود، یک نهاد واسطه موسوم به «موسسه محاسباتی» را به عنوان ناظر انتخاب می‌نمایند (هال، ۲۰۰۰، ص ۳).

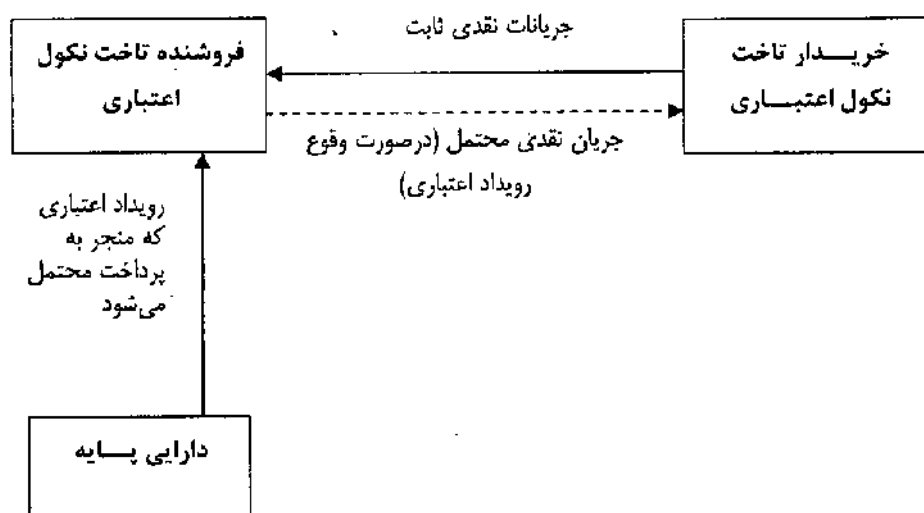
رتبه اعتباری صادرکننده دارایی، اولویت بدهی‌ها، سررسید دارایی عوامل اصلی در قیمت‌گذاری تاخت نکول اعتباری به‌شمار می‌روند. لازم نیست که سررسید تاخت

۱- انجمن بین‌المللی مشتقات و تاخت (ISDA) حجم معاملات صورت‌گرفت روی سوآپ نکول اعتباری را در نیمه اول سال ۲۰۰۶ مبلغ ۲۶ هزار میلیارد دلار اعلام نمود.

2 - Skora, 1998.

نکول اعتباری با سررسید دارایی پایه یکسان باشد و در اکثر مواقع یکسان نیست. اما تاختهای نکول اعتباری نوعاً ۵ ساله می‌باشند. اگرچه برای مشتقات مربوط به بازارهای خارج از بورس<sup>۱</sup> هرگونه سررسیدی امکان‌پذیر می‌باشد. خریدار ضمانت اعتباری تا ۱۴ روز بعد از تاریخ انقضاء، فرصت دارد تا نسبت به اثبات وقوع رویداد اعتباری اقدام نماید. نمودار ۲ نشان‌دهنده ساختار یک تاخت نکول اعتباری است (دافی<sup>۲</sup>، ۱۹۹۹، ص ۷۳-۸۷).

نمودار ۲: ساختار تاخت نکول اعتباری



شکل بالا چگونگی عملکرد تاخت نکول اعتباری را نشان می‌دهد. اجزای تشکیل‌دهنده این قرارداد عبارتند از:

- الف. دارایی پایه<sup>۳</sup>: بدهی‌ای است که توسط یک شرکت، دولت یا شخص خصوصی به صورت یک ورقه منتشر شده یا توسط قرضه‌گیرنده استقراض شده باشد.
- ب. خریدار تاخت نکول اعتباری (یا خریدار حمایت<sup>۴</sup>): نهاد مالی است که به واسطه خرید ورقه بدهی مؤسسه مالی دیگر یا اعطای وام به شخصی در معرض ریسک

1 - OTC: Over The Counter.  
 2 - Duffie, 1998.  
 3 - Reference Asset.  
 4 - Credit Protection Buyer.

اعتباری قرار دارد. به طور معمول بانکهای تجاری و سایر نهادهای اعتباردهنده به عنوان خریدار تاخت نکول اعتباری عمل می کنند. در این صورت خریدار تاخت نکول اعتباری نسبت به پرداخت جریان نقدی ثابت اقدام می نماید.

ت. فروشنده تاخت نکول اعتباری (یا فروشنده حمایت<sup>۱</sup>): نهاد مالی است که تعهد می کند در ازای دریافت جریان نقدی ثابت، در صورت وقوع یک رویداد اعتباری نسبت به جبران خسارات وارده به خریدار حمایت اقدام نماید. به طور معمول شرکت های بیمه و صندوق های بازنشستگی به عنوان فروشنده تاخت نکول اعتباری عمل می کنند. در صورت وقوع رویداد اعتباری فروشنده تاخت نکول اعتباری نسبت به پرداخت جریان نقدی جبرانی اقدام می نماید. لذا این جریان نقدی محتمل می باشد و نه حتمی (فینرتی<sup>۲</sup>، ۲۰۰۲، ص ۵۱).

ث. رویداد اعتباری<sup>۳</sup>: موسسه بین المللی مشتقات و تاخت (ISDA) در ۱۹۹۹. حالت های زیر را به عنوان وقایع اعتباری تعیین نمود: ورشکستگی، ناتوانی در پرداخت، نکول در انجام تعهدات، افزایش تعهدات، استمهال بدهی ها و بازسازی مالی. توجه داشته باشید که کاهش رتبه اعتباری به عنوان یک رویداد اعتباری تعریف نشده است. البته تعیین نوع رویداد اعتباری که منجر به انجام پرداخت احتمالی می شود، با توجه به مفاد قرارداد بین دو طرف است. بدین ترتیب طرفین قرارداد می توانند یکی یا چند مورد از موارد بالا یا حتی رویدادهای دیگری را به عنوان رخداد اعتباری مشخص سازند (میسنر، ۲۰۰۵، ص ۳). سه روش برای تسویه استفاده می شود:

۱. تسویه نقدی<sup>۴</sup>: خریدار تاخت نکول اعتباری تفاوت بین قیمت دارایی پایه قبل و بعد از وقوع رویداد اعتباری را از فروشنده نکول اعتباری دریافت می دارد. قیمت دارایی پایه قبل از وقوع رویداد اعتباری با نظر دلالتان و معامله گران تعیین می شود.
۲. تسویه فیزیکی<sup>۵</sup>: در این حالت خریدار تاخت نکول، دارایی پایه را به فروشنده تاخت نکول اعتباری تحویل می دهد و قیمت اسمی آنرا که در قرارداد مشخص شده، دریافت می دارد.

- 1 - Credit Protection Seller.
- 2 - Finnerty
- 3 - Credit Event
- 4 - Cash Settlement.
- 5 - Physical Settlement

۳. به‌عنوان سومین گزینه تسویه و بر مبنای قرارداد، فروشنده حمایت اعتباری می‌تواند مبلغی مشخص را به‌صورت نقدی و در صورت وقوع رویداد خاصی پرداخت نماید. کیفیت رویداد اعتباری و مبلغی که بایستی پرداخت شود در قرارداد ذکر شده است. تاخت نکول اعتباری به‌صورت گسترده توسط مؤسسات مالی و به‌دلایل زیر استفاده می‌شود:

الف. مدیریت ریسک: همان‌طور که قبلاً ذکر شد، مهمترین دلیل استفاده از تاخت اعتباری، کاهش خطر اعتباری است. مهمترین شرکت‌کنندگان در معاملات تاخت نکول اعتباری، بانکهای تجاری هستند و از این قراردادهای نوعاً به‌منظور انتقال ریسک اعتباری در سپد وامهای خود استفاده می‌نمایند.

ب. سرمایه‌گذاری: هدف دیگر استفاده از تاختهای نکول اعتباری که توسط شرکت‌های بیمه و صندوقهای بازنشستگی دنبال می‌شود، سرمایه‌گذاری است. مؤسسات مذکور با قرارگرفتن در موضع فروشنده تاخت نکول اعتباری و بدون نیاز به سرمایه‌گذاری اولیه برای خرید اوراق بهادار، جریانات نقدی ثابتی را دریافت می‌نمایند. بدین ترتیب که تعهد می‌نمایند در مقابل وقوع رویداد اعتباری نسبت به پرداخت محتمل جبرانی اقدام نمایند. در عمل ممکن است به‌دلیل عدم وقوع رویداد اعتباری، هیچ‌گاه پرداخت محتمل جبرانی انجام نگردد و بدین ترتیب سودی برابر با پرداختهای نقدی ثابت، نصیب شرکت‌های بیمه یا صندوقهای بازنشستگی به‌عنوان فروشنده تاخت نکول اعتباری می‌شود.

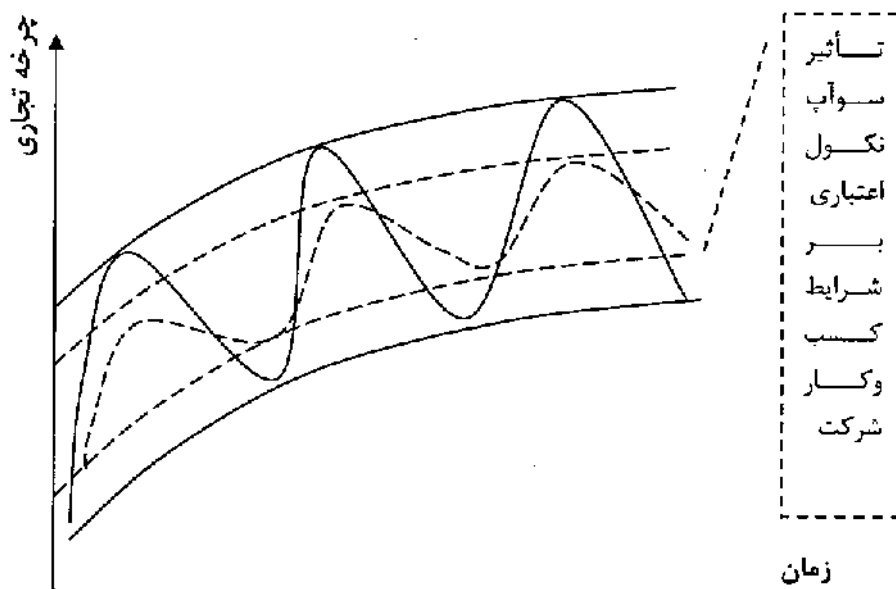
ج. سفته‌بازی: همچنین سفته‌بازان می‌توانند با شرکت در معاملات تاخت نکول اعتباری و استفاده از تغییرات در کیفیت اعتباری شرکتها به سود هنگفتی دست یابند. سفته‌بازان حمایت‌های اعتباری را که وضعیت اعتباری صادرکننده دارای پایتخت را کنترل یافته را خریداری می‌نمایند، به این امید که صادرکننده دارای پایتخت تمامی تعهدات خود را ایفا نماید. همچنین این امکان وجود دارد که یک نفر نسبت به فروش حمایت اعتباری به سایر سرمایه‌گذاران و دریافت وجه در قبال آن اقدام نموده و در صورت عدم نکول صادرکننده اوراق بهادار به سودآوری دست یابد (فینرتی، ۲۰۰۲، ص ۵۲).

#### ۴-۱. تاخت نکول اعتباری و تأثیر آن در چرخه تجاری

براساس چرخه اقتصادی، رکود اقتصادی بعد از رونق اقتصادی به‌وجود می‌آید. در

این حالت کاهش تولید کل و قیمت کالاها منجر به کاهش درآمد و حاشیه سود شرکتها می‌شود. از این رو نرخ بازده سرمایه‌گذاری برای سهامداران و مالکان کاهش می‌یابد و سرمایه‌گذاران توان پرداخت بدهی‌های خود به بانک را ندارند. در نتیجه استفاده از تاخت نکول اعتباری تأثیر چرخه اقتصادی روی شرکتها را کاهش می‌دهد و آنها را از خطر ورشکستگی در شرایط رکود و بحران اقتصادی می‌رهاند. در شکل ۳ تأثیر استفاده از تاخت نکول اعتباری در کاهش آثار چرخه‌های اقتصادی مشخص شده است.

نمودار ۳: اثر به‌کارگیری سوآپ نکول اعتباری بر چرخه‌های تجاری



#### ۴-۲. تطبیق تاخت نکول اعتباری با موازین اسلامی

##### ۴-۲-۱. تاخت نکول اعتباری به‌عنوان یک قرارداد

به‌طورکلی موضوعات و احکام اسلامی در دو دسته عبادات و معاملات قابل بررسی هستند. عبادات؛ اموری هستند که انجام آنها نیازمند قصد قربت است و معاملات از اموری هستند که انجام آنها نیازمند قصد قربت نیست. معاملات به‌معنای اخص شامل عقود و ایقاعات می‌شود. عقود قراردادهایی هستند که تحقق آنها نیازمند ایجاب و

قبول است؛ ولی ایقاعات در تحقق و ایجاد نیازمند قبول نمی‌باشند و با ایجاب موجب، محقق می‌شوند. در یک تقسیم‌بندی دیگر، عقود تقسیم به عقد جایز و لازم می‌شوند. عقد لازم قراردادی است که فسخ آن نیازمند رضایت طرفین است (مثل بیع، اجاره، مزارعه، مساقات و...) ولی عقد جایز با اراده یکی از طرفین قرارداد فسخ می‌شود (مثل وکالت و مضاربه).

در عقد ممکن است یک طرف در ازای انجام کاری توسط طرف مقابل یا دریافت چیزی از او، متعهد به انجام کاری یا پرداخت چیزی به او باشد و ممکن است چنین تعهدی نداشته و صرفاً متعهد به التزام به مضمون معامله و قبول آن باشد.

ارکان اصلی یک عقد، ایجاب و قبول است که لفظ، اشاره یا فعل طرفین بر آن دلالت می‌کند. لازم است تا طرفین قرارداد بالغ، عاقل و مختار باشند.

با توجه به مباحث بالا و با نگاهی به ساختار تاخت نکول اعتباری می‌توان این ابزار را از مصادیق عقود لازم دانست.

به دلیل اینکه ابزار مورد بحث قرارداد جدیدی بوده که برای کاهش ریسک اعتباری مورد استفاده قرار گرفته است و در زمان تشریح وجود نداشته است، این سؤال مطرح است که آیا امکان تطبیق تاخت نکول اعتباری با یکی از قراردادهای قبلی وجود دارد یا خیر؟

#### ۲-۲-۴. عدم توقیفیت عقود

عدم توقیفیت عقود به معنای عدم توقف صحت معاملات بر شیوع یا وجود آنها در عهد ظهور معصوم (علیه السلام) و تأیید آن به طور خاص توسط اوست. بدین ترتیب، هر معامله و تعهدی در هر عصر که منطبق بر قواعد کلی تعهدات و صحت معاملات در فقه باشد، صحیح است. چند استدلال مبنی بر عدم توقیفیت عقود به شرح زیر ذکر می‌شود:

الف- قرآن کریم: «یا ایها الذین آمنوا اوفوا بالعقود» (المائده: ۱) (ای کسانی که ایمان آورده‌اید، به عقدها وفا کنید)

علامه طباطبایی در تفسیر آیه شریفه بالا، بعد از بیان این نکته که عقد عبارتست از بسته شدن چیزی به چیزی به گونه‌ای که جدا شدن آن سخت باشد، می‌فرماید:

لفظ عقود جمع محلی به الف و لام است و لذا حمل آن بر تمام مصادیق عقد



تعهدات انسان نسبت به خداوند «عبادات»، نسبت به انسانهای دیگر «معاملات» و نسبت به خود «بیمین» مناسبتر است و لذا اختصاص آن به موارد خاص از جمله عقود زمان جاهلیت که برخی از مفسرین گفته‌اند صحیح نمی‌باشد (طباطبایی، بی‌تا، ج ۵، ص ۱۵۷).

۱- «یا ایها الذین آمنوا لاتاكلوا اموالکم بینکم بالباطل الا ان تكون تجارة ان تراض» (النساء: ۲۹) (ای ایمان آورندگان، اموالتان را در میانتان به باطل نخورید، مگر آن که تجارتی از سر توافق (رضایت) از جانب شما باشد) کلمه تجارت در آیه مبارکه فوق به معنای «خرید و فروش برای کسب سودآوری» است. برخی از فقها بر مبنای این آیه، مفهوم عامی را برای تجارت در نظر گرفته‌اند که شامل سایر عقود نیز می‌شود. بدین ترتیب که از مفهوم حصر موجود در آیه، حلیت و صحت (اعتبار) تجارتی که ناشی از توافق و تراضی طرفین باشد را نتیجه می‌گیرند. از این رو مفهوم تجارت توسعه یافته و سایر قراردادهای مثل اجاره، صلح و مانند آنرا در برمی‌گیرد (شیخ انصاری، ۱۴۲۰ق، ج ۲، ص ۱۰۸). بدین ترتیب آنچه در مستثنی منه آیه مبارکه فوق (الا ان تكون تجارة ان تراض) مورد نهی قرار گرفته است، اکل مال (تصرف در اموال) از طریق غیرشرعی و بدون رضایت و توافق طرف مقابل می‌باشد. لذا هرگونه دادوستد عقلایی که بر مبنای رضایت طرفین بوده و با دلیل منطقی صورت گیرد، مورد تأیید شرع می‌باشد.

ب- سنت: آیات و روایات و همچنین سیره عقلا بر حجیت قاعد «تسلیط» دلالت می‌نمایند (مکارم شیرازی، ۱۴۱۶ه.ق، ص ۲۹-۳۱). پیامبر اکرم (ص) فرموده‌اند: «الناس مسلطون علی اموالهم». (مجلسی، ۱۴۰۳، ج ۲، ص ۲۷۲) این تسلط مربوط به حقوق نیز می‌شود (محقق داماد، ۱۳۷۳، ص ۱۰۵). تسلط مالک بر اموال و حقوقش، اجازه تغییرات در شرایط آنها را فراهم می‌آورد. از این رو مالک می‌تواند مال یا حقوق مربوط به خود را در چارچوب یک عقد که از نظر شارع مقدس حرام نیست، به دیگران واگذار نماید. به هر جهت سنت شریف «عدم توقیفیت در عقود» را تأیید می‌نماید.

در مباحث بالا، چنین استدلال شد که قراردادها و عقود تنها مربوط به دوران تشریح نیست و امکان ابداع عقود و قراردادهای جدید با توجه به نیاز بشریت در هر دوره‌ای وجود دارد. از این رو مشتقات اعتباری بر مبنای نیاز جدید که در زمان تشریح وجود نداشته، ایجاد شده‌اند. در ادامه این مقاله، شرایط صحت معاملات

به صورت عام بررسی و هر کدام از شرایط در مورد تاخت نکول اعتباری به صورت خاص، بحث می‌شود.

### ۳-۲-۴. اصل صحت در معاملات

مراد از اصل صحت که به عنوان «اصاله الصحه» در کتب معتبر قواعد فقهی مطرح می‌شود. (موسوی بجنوردی، ۱۳۷۳، ج ۱ و مکارم شیرازی، ۱۴۱۶ ه. ق.، ج ۱) بنای بر صحت در مورد معاملاتی است که از طرف شخص ثالث به وقوع می‌پیوندد و ما در صحت تحقق آن شک داریم. به این ترتیب موضوع چنین اصلی شبیهات مصداقیه خواهد بود. یعنی پس از اثبات نفوذ و اعتبار اصل معامله، چنانچه شک در وقوع آن با همه ضوابطش داشته باشیم، این اصل را جاری می‌نماییم. (محقق داماد، ۱۳۷۳، ج ۱، ص ۲۲۰-۲۲۱). مرحوم بجنوردی می‌فرماید:

«موضوع اصاله الصحه عملی است که از دیگری صادر شده است، نه آنچه صادر خواهد شد» (موسوی بجنوردی، ۱۳۶۷، ج ۱، ص ۲۴۲). مفاد ماده ۲۲۲ قانون مدنی نیز ناظر بر همین معنا است:

«هر معامله‌ای که واقع شده باشد محمول بر صحت است، مگر اینکه فساد آن معلوم شود». اما مسئله دیگر تأسیس اصل در هنگام شک در صحت معاملات در شبیهات حکمیه و در اصل مشروعیت قراردادهای جدید است. اولین فقیهی که در کتاب قواعد فقهی خود به طور جدی به این مسئله پرداخته است، مرحوم مراغی است. وی می‌گوید:

«در مسئله شک در صحت معاملات دو مقام داریم، یکی شک در موضوع صرف است. یعنی معامله‌ای که در خارج واقع شده است و نمی‌دانیم به طریق صحیح واقع شده است یا فاسد و دیگری شبهه در حکم است». در مقام تأسیس اصل در این باره می‌گوید: «بنای بر اصاله الفساد در آنچه شک در صحت آن است، مطلبی است که مورد اجماع فقهاست، اما آیا می‌توان قاعده‌ای را ثابت نمود که دلالت بر صحت نماید؟»

سپس ایشان با استناد به ادله قرآنی و روایی به اثبات اصل صحت در معاملات می‌پردازد (مراغی، ۱۴۱۸ ه. ق.، ج ۶، ص ۲۲). گرچه منقح نمودن چنین اصلی توسط مرحوم مراغی صورت گرفته است، ولی در لابلای کتب فقهی نیز از چنین اصلی هنگام شک در صحت برخی از قراردادها استفاده شده است. برای مثال شیخ طوسی در مورد صحت قرارداد شرکتی که سهم طرفین در آن متفاوت می‌باشد در نقد نظریه مقابل که قائل به بطلان چنین شرکتی است، می‌گوید: «دلیلی بر بطلان چنین شرکتی

ناریم و اصل جواز آن است». (شیخ طوسی، ۱۴۰۷، ج ۲، ص ۳۳۳).

برخی از محققان معاصر به تفصیل به طرح ادله‌ای که چنین اصلی را ثابت می‌نماید، پرداخته‌اند (موسویان، ۱۳۸۶، ص ۴۶ به بعد). آیه وفای به عقود (مائده: ۱۴) آیه وفای به عهد (اسراء: ۳۴) آیه تجارت (نساء: ۲۹)، احادیث «المؤمنون عند شروطهم» و «الناس مسلطون علی اموالهم»، سیره شارع و متشرعه از ادله مورد استناد اثبات چنین اصلی بر شمرده شده است.

بنای صحت در معاملات به معنای صحت هر نوع قرارداد جدیدی نیست؛ بلکه صحت آن منوط به احراز شرایط عمومی قراردادها در آن و عدم وجود موانع صحت می‌باشد که در مباحث بعدی به شرایط عمومی قراردادها و موانع صحت آن اشاره‌ای نموده و تطبیق آنرا در تاخت نکول اعتباری مورد بررسی قرار می‌دهیم.

#### ۴-۲-۴. شرایط عمومی قراردادها

شرایط عمومی و کلی برای صحت معاملات با در نظر گرفتن تاخت نکول اعتباری به‌عنوان یک ابزار بیمه‌ای عبارتند از:

- رضایت طرفین قرارداد: در صورت عدم اختیار یکی از متعاضین، معامله از لحاظ شریعت مورد قبول نمی‌باشد. به عبارت دیگر در صورتی که یکی از متعاقدين ناراضی باشد، طرف دیگر نمی‌تواند وی را مجبور به انجام معامله نماید. «..... الا ان تكون تجاره أن تراض.....» (۲۹:۴).

همان‌طور که توضیح داده شد، تاخت نکول اعتباری قراردادی است بین یک نهاد مالی اعتباردهنده به مشتریان و یک فروشنده تاخت نکول اعتباری مثل شرکت بیمه یا صندوق بازنشستگی. هر دو طرف تمایل به عقد قرارداد به دلایل متعددی دارند؛ مدیریت ریسک اعتباری (اعتبار دهنده) یا سرمایه‌گذاری (شرکت سرمایه‌گذاری یا صندوق بازنشستگی). از این‌رو اولین شرط صحت معاملات یعنی رضایت طرفین در قرارداد تاخت نکول اعتباری اعمال شده است.

- وجود ایجاب و قبول: «ایجاب» را «اظهار و ابزار ایقاع عقد» و «قبول» را «اظهار پذیرش طرف مقابل» تعریف می‌نمایند. این اظهار می‌تواند به وسیله قول، اشاره یا فعل متعاقدين صورت گیرد. صرف قصد انجام معامله بدون اظهار یا صرف قصد پذیرش یک عقد بدون ابراز آن، هیچگاه منجر به انعقاد قرارداد نمی‌شود. واضح است که در

قرارداد تاخت نکول اعتباری دو طرف قرارداد، تمایل خود را از طریق مذاکرات و قراردادهای مکتوب اعلام می‌نمایند. از این‌رو دومین شرط برای صحت معاملات در قرارداد تاخت نکول اعتباری رعایت می‌شود.

- شرایط متعاقدين: متعاقدين باید عاقل، بالغ، رشید (غیر سفیه) و به دلیل ورشکستگی مالی، مفلس نباشند. رعایت این شروط برای همه عقود الزامی است.

#### ۵-۲-۴. موانع صحت معاملات

- تعلیق عقد: تعلیق قرارداد موجب بطلان آن است. تعلیق در عقد در مقابل تنجیز آن است. منظور از منجز بودن عقد، تمامیت و قطعیت آن است. ممکن است ادعا شود که تاخت نکول اعتباری قراردادی معلق است. زیرا پرداخت زیان در این قرارداد معلق به وقوع رویداد اعتباری است. در پاسخ به این ادعا باید گفت: آنچه موجب بطلان عقد است تعلیق در اصل عقد و مقام انشاء است ولی در تعلیق در متعلق عقد موجب بطلان آن نیست. شهید ثانی در باب وکالت می‌فرماید:

در صورتی که وکالت منجز باشد تعلیق تصرفات اشکالی ندارد. مثل اینکه موکل به وکیل خود بگوید: تو را در آن امر وکیل نمودم ولی تا یک ماه دیگر حق تصرف نداری (شهید ثانی، ۱۳۱۰، ج ۴، ص ۳۶۹).

در قرارداد تاخت نکول اعتباری، اعتباردهنده (خریدار تاخت نکول اعتباری) مبالغ ثابتی را به شرکت بیمه یا صندوق بازنشستگی (فروشنده تاخت نکول اعتباری) پرداخت و در قبال این مبالغ، در مقابل خطر ناشی از ریسک اعتباری طرف سوم (اعتبارگیرنده) ایمنی و اطمینان دریافت می‌نماید. در نتیجه از ابتدای قرارداد، همه چیز منجز، قطعی، مشخص و بدون تعلیق است. ولی پرداخت زیان در این قرارداد معلق به وقوع رویداد اعتباری است.

- غرری بودن: تعریف مورد اجماعی در مورد غرر وجود ندارد. بیع غرری را می‌توان با معامله ریسکی مترادف دانست. واضح است که هر معامله‌ای توأم با مقداری ریسک و خطر است و معامله بدون ریسک (آربیتراژی) در شرایط خاص و محدودی صورت می‌گیرد. اما می‌توان غرر را در طیفی از ریسک و نااطمینانی دید؛ به گونه‌ای که یک حد آن نقطه آربیتراژ (ریسک صفر) است که نقطه تعریف شده در این طیف به شمار می‌رود و از آن نقطه به بعد ریسک و نااطمینانی وجود دارد. واضح

است که پذیرش ریسک متعارف در معاملات نیز حد و حصری دارد و فراتر از یک نقطه و حد خاص در طیف مذکور، پذیرش ریسک و عدم اطمینان یا غرر غیرقابل قبول خواهد بود (عبیداله<sup>۱</sup>، ۱۹۹۹، ص ۳). ولی همان‌طور که عنوان شد نبایستی پذیرش هرگونه ریسک در قراردادها و معاملات را ناعاقلانه دانست.

از غرر به جهل نیز تعبیر شده است. این معنی ناشی از عدم وجود اطلاعات کافی است که می‌تواند منجر به عدم اطمینان و ابهام در معامله شود. عدم اطمینان می‌تواند ناشی از مشخص نبودن شرایط مبادله مثل ثمن و مضمن، چگونگی تسویه و غیره باشد. علماً این معنی غرر را بیشتر می‌پسندند. شرط غرری نبودن معاملات، از یک قاعده فقهی موسوم به حرمت غرر حاصل می‌آید. پیامبر اکرم (ص) در روایتی بیع غرری را منع نمودند (حرعاملی، بی تا، ج ۱۲، ص ۳۳۰). که بنا به الغاء خصوصیت از بیع می‌توان این نهی شامل همه معاملات دانست.

ممکن است استدلال توسط مخالفین تاخت نکول اعتباری مطرح شود که این قرارداد نوعی معامله غرری است. به این دلیل که طرفین قرارداد نسبت به وقوع یا عدم وقوع رویداد اعتباری بی‌اطلاع می‌باشند. به عبارت دیگر، از سویی نسبت به پرداخت فروشنده تاخت نکول اعتباری به خریدار آن به دلیل عدم اطمینان از وقوع رویداد اعتباری نااطمینانی وجود دارد و از سوی دیگر مبلغ پرداختی توسط فروشنده تاخت نکول اعتباری به خریدار این تاخت هم در زمان انعقاد قرارداد مشخص نیست و این نوعی غرر در قرارداد تاخت نکول اعتباری می‌باشد.

در پاسخ بایستی اذعان نمود که در قبال پرداخت مبالغ ثابت از سوی خریدار تاخت نکول اعتباری، فروشنده نسبت به جبران زیان ناشی از وقوع رویداد اعتباری متعهد می‌شود. از این رو شرایط قرارداد از جمله ثمن و مضمن، هدف از انجام عقد و چگونگی تسویه کاملاً مشخص و بدون عدم اطمینان است. در حقیقت در قرارداد تاخت نکول اعتباری، نسبت به کلیه شرایط قرارداد مثل مبالغ ثابت و دوره‌ای پرداختی توسط خریدار، نوع رویداد اعتباری که جبران خسارت را برای فروشنده به همراه دارد و میزان مبالغ پرداختی توسط فروشنده در هر مورد کاملاً مشخص می‌باشد.

- ربوی بودن: حرمت ربا از مسلمات شریعت اسلام است و آیات و روایات متعددی در نهی شدید از آن وارد شده است (آل عمران: ۱۲۱، بقره: ۲۷۵، ۲۷۶، ۲۷۸).

۲۷۹ و وسائل الشیعه، ج ۱۲، ص ۴۲۳). ربا را به ربای معاوضی و ربای قرضی تقسیم نموده‌اند. مراد از ربای معاوضی، معاوضه دو کالای همجنس که با کیل و وزن سنجیده می‌شوند با اضافه یکی نسبت به دیگری می‌باشد (مثل معاوضه یک من گندم یا دو من گندم). و قرض ربوی، عبارت از قرض دادن مشروط به پرداخت و بازگرداندن بیش از مال مقروض، توسط مقترض است.

شبهه در مورد قرارداد تاخت نکول اعتباری، این‌گونه مطرح می‌شود که، بیمه‌گذار مبلغ بیشتر یا کمتری را در ازای جریانات نقدی ثابت می‌پردازد و احتمال کمی وجود دارد که مبلغ پرداختی دقیقاً برابر جریانات نقدی ثابت باشد. از این‌رو، این قرارداد نوعی ربای قرضی (دریافت بیشتر از اصل وام) است.

همان‌طور که قبلاً ذکر شد، بیمه‌گذار، خریدار تاخت نکول اعتباری را در مقابل دریافت جریانات نقدی ثابت بیمه می‌نماید و در واقع آنچه در مقابل مبلغ پرداختی قرار می‌گیرد، تأمین و تضمین خسارت احتمالی است. از این‌رو قرارداد تاخت نکول اعتباری شبیه به پرداخت یک وام نیست و طرفین قصد پرداخت و دریافت وام را ندارند. از سوی دیگر پرداخت اضافی در ربا بر مبنای زمان می‌باشد؛ اما در قرارداد مورد بحث، زمان تأثیرگذار نبوده و بزرگی رویداد اعتباری تعیین‌کننده پرداخت خسارت به فروشنده تاخت نکول اعتباری می‌باشد.

- حرمت اکل مال به باطل: در قرآن کریم از اکل مال به باطل نهی شده است. «ولا تأکلوا أموالکم بینکم بالباطل و تدلوا بها إلى الحکام لتأکلوا فریقاً من أموال الناس بالائتم و أنتم تعلمون (البقره: ۱۸۸)»

فقهایی عظام در موارد متعددی براساس آیه شریفه استنباط حکم نموده‌اند. اشتراط قابلیت انتفاع از مبیع (علامه حلی، ۱۴۱۰، ج ۲، ص ۴۶۵). عدم جواز دریافت بیش از حقی که نزد مستحق معلوم و نزد طرف دیگر نامعلوم باشد از طریق عقد صلح (بحرانی، ۱۳۶۳، ج ۲۱، ص ۹۵) لزوم پرداخت اجره‌المثل در اجاره باطل (الشیخ الجواهری، ۱۳۹۴، ج ۲۷، ص ۲۴۶) و عدم جواز اخذ اجرت بر تحمل شهادت (شیخ انصاری، ۱۴۲۰، ج ۵، ص ۱۵۲) از جمله این موارد می‌باشد.

بنابراین براساس آیه شریفه، تحصیل مال باید از طریق معاملاتی باشد که عادلانه و منطقی بوده و با قصد جدی همراه باشد و در آن حيله راه نداشته باشد و موجبات تضییق و فشار بر یکی از طرفین معامله را فراهم نیاورد (تسخیری، ۱۴۲۷، ص ۶۸۱).

به نظر می‌رسد از آنجاکه قرارداد تاخت نکول اعتباری در دنیای کنونی براساس نیازهای جدید شکل گرفته و منافع عقلایی و منطقی بر آن متصور است، از حیثه اکل مال به باطل خارج باشد.

- حرمت قمار: یکی از شرایط صحت معاملات جدا بودن آنها از قمار است. قرآن کریم به صورت صریح این عنوان را نهی نموده است: «يسئلونک عن الخمر و الميسر قل فیها اثم کبیر و منفع للناس و اثمها اکبر من نفعهما...» (البقره: ۲۱۸).

مطلبی که می‌تواند در مخالفت با استفاده از تاخت نکول اعتباری ذکر شود این است که این ابزار مالی به مانند قمار است؛ چراکه خریدار تاخت نکول اعتباری مبلغ زیادی را در قبال پرداخت اندک به فروشنده تاخت دریافت می‌دارد. از سوی دیگر فروشنده تاخت نیز امیدوار به عدم پرداخت خسارت به خریدار تاخت است تا از دریافت جریانات نقدی ثابت سود برد. لذا در اینجا نوعی ریسک و خطر وجود دارد. در نتیجه، مشابه قمار، در قرارداد تاخت نکول اعتباری نیز کسب سود در ازای احتمال ضرر و زیان است.

اما همان‌طور که قبلاً ذکر شد هرگونه معامله‌ای همراه با ریسک است. ریسک در مضاربه، مرابحه، اجاره، استصناع و سایر قراردادهای اسلامی و غیر اسلامی نیز وجود دارد. در حقیقت امکان تصور طیفی از ریسک در معاملات وجود دارد. معاملات آربیتراژی محدود است و به تفاوت در قیمت دارایی‌ها (فیزیکی یا مالی) در دو بازار در زمان یکسان مربوط می‌شوند. این فرصتها به سرعت از بین می‌روند. بسیاری از معاملات رایج همراه با عدم اطمینان و ریسک هستند و در نتیجه در وسط طیف قرار می‌گیرند. تنها در قمار، احتمال زیان و سود ۵۰ درصد در برابر ۵۰ درصد است. از این رو ریسک در قمار بیشینه می‌باشد. تفاوت اصلی دیگر بین قمار و قرارداد تاخت نکول اعتباری این است که قمارباز بعد از برد در قمار و کسب سود در وضعیت بهتری خواهد بود اما در قرارداد تاخت نکول اعتباری خریدار اعتبار بعد از دریافت خسارت از فروشنده در وضعیتی مشابه حالت قبل قرار می‌گیرد (صدیقی<sup>۱</sup>، ۱۹۹۳، ص ۲۵-۳۵).

## ۵. نتیجه‌گیری

در سالهای اخیر معاملات مشتقات اعتباری افزایش بسیاری یافته است. دلیل اصلی افزایش مشتقات اعتباری عبارتند از: تمایل برای کاهش ریسک اعتباری در نهادهای مالی، افزایش ورشکستگی شرکتها و فردی و همچنین گسترش قابلیت ارزش‌گذاری و مدیریت ریسک اعتباری. نهادهای مالی اسلامی به‌خصوص بانکهای اسلامی نیز با ریسک روبه‌رو هستند. به‌ویژه به‌کارگیری ابزارهای تأمین مالی با درآمد ثابت مثل مضاربه، استصناع، اجاره و... بانکهای اسلامی را در معرض ریسک اعتباری قرار داده است. نهادهای مالی متداول از روشهای متعددی برای مدیریت ریسک اعتباری از جمله وثیقه، ضمانت، مشتقات اعتباری و ودیعه استفاده می‌نمایند. از میان روشهای مذکور، مشتقات اعتباری به‌صورت متعارف توسط نهادهای مالی مذکور مورد استفاده قرار می‌گیرد. یکی از مهمترین انواع مشتقات اعتباری تاخت نکول اعتباری است که این مقاله به توصیف عملکرد و فواید آن پرداخت. سپس امکان انطباق این ابزار مالی با اصول شریعت مورد بررسی قرار گرفت. در حقیقت هدف اصلی این تحقیق، بررسی صحت و اعتبار قراردادهای تاخت نکول اعتباری براساس اصول فقهی است. در این تحقیق به این نتیجه رسیدیم که تاخت نکول اعتباری دارای ویژگی‌ها و شرایط یک قرارداد می‌باشد. لذا نوبت به بررسی صحت این قرارداد رسید. عدم توقیفیت و محدودیت عقود به دوران تشریح مورد بررسی قرار گرفت و شواهدی از آیات و روایات در مورد عدم توقیفیت عقود، مطرح و در قسمت بعد از این تحقیق صحت و اعتبار این قرارداد با توجه به قرآن و سنت بررسی شد. اجتناب از ربا، غرر، اکل به باطل و قمار از جمله اصول مورد توجه در عقود اسلامی هستند. در نتیجه می‌توان گفت که استفاده از تاخت نکول اعتباری برای مدیریت ریسک اعتباری موثر بوده و منع شرعی ندارد.

به هر حال این مقاله، مطالعه اولیه در مورد تاخت نکول اعتباری که از انواع مشتقات اعتباری است به شمار می‌رود. مسائلی از جمله سفته‌بازی روی تاخت نکول اعتباری عنوان نشد. در حقیقت استفاده دیگر از تاخت نکول اعتباری، سفته‌بازی روی این ابزار مالی است که متداول است. همچنین مطالعه در مورد سایر مشتقات اعتباری مثل «تاخت بازده کل» و قرارداد اختیار معامله اعتباری مابه‌التفاوت توصیه می‌شود.



## منابع و مأخذ

۱. انصاری، شیخ مرتضی (۱۴۲۰ ه.ق)، کتاب المکاسب، جلد ۱، قم، المؤتمر العالمی بمناسبه الذکری المئویه الثانيه لمیلاد الشیخ الانصاری.
۲. بجنوردی، میرزا حسن (۱۳۷۷ ه.ش)، القواعد الفقهیه، قم، نشر هادی.
۳. بحرانی، یوسف (۱۳۶۳ ه.ش)، الحدائق الناضره، قم، مؤسسه النشر الاسلامی.
۴. تسخیری، محمد علی (۱۴۲۷ ه.ق)، الاقتصاد الاسلامی، تهران، المجمع العالمی للتقريب بين المذاهب.
۵. حر عاملی، وسائل الشیعه، بیروت، دار احیاء التراث العربی، بی تا.
۶. حلّی، الحسن بن یوسف علی بن مطهر (علامه حلّی) (۱۴۱۰)، نهایه الاحکام، قم، مؤسسه النشر الاسلامی.
۷. شهید ثانی (۱۴۱۰ ه.ق)، شرح اللمعه، قم، منشورات جامعه النجف الاشرف.
۸. طباطبائی، محمد حسین، تفسیر المیزان، جلد پنجم، قم المقدسه، منشورات جماعه المدرسین فی حوزه العلمیه، بی تا.
۹. طوسی، محمد بن حسن (۱۴۰۷ ه.ق)، الخلاف، قم، مؤسسه النشر الاسلامی التابعه لجماعه المدرسین.
۱۰. مجلسی، محمد باقر (۱۴۰۳ ه.ق)، بحار الانوار، لبنان، مؤسسه الوفاء.
۱۱. محقق داماد، سید مصطفی (۱۳۷۳ ه.ش)، قواعد فقهی، ج ۱، مرکز انتشارات علوم اسلامی، چاپ چهارم.
۱۲. مراغی، حسین (۱۴۱۸ ه.ق)، العناوین الفقهیه، قم، مؤسسه النشر الاسلامی.
۱۳. مکارم شیرازی، ناصر (۱۴۱۶ ه.ق)، القواعد الفقهیه، جلد دوم، مدرسه الامام علی بن ابی طالب علیه السلام.
۱۴. موسویان، سید عباس (۱۳۸۶)، ابزارهای مالی اسلامی (صکوک)، قم، پژوهشگاه فرهنگ و اندیشه اسلامی.
۱۵. نجفی، محمد حسن (۱۳۹۴ ه.ق)، جواهر الکلام، تهران، دار الکتب الاسلامیه.
16. Chapra, M. Umer and Khan, Tariqullah(2000), *Regulation and Supervision of Islamic Banks*, Jeddah, IRTI.
17. Duffie, Darrell(1999), "Credit swap valuation", *financial analysis journal*, January/February.
18. Finnerty, John D.( 2002), "An introduction to credit swaps", *The Financier*, Vol:9, Nos.1-4.
19. Hull, J. C. and A. White(2000), *Valuing Credit Default Swaps II: Modeling Default Correlations*, Rotman School of Management,

University of Toronto.

20. Iqbal, Munawar, Ausaf Ahmad, and Tariqullah Khan (1998), *Challenges facing Islamic Banking*, Occasional Paper No. 1, Jeddah, Islamic Research and Training Institute, Islamic Development Bank, 1998.
21. Jorion, Philippe (2003), *Financial risk manager hand book*, John Wiley & Sons, 2003
22. Khan, Tariqullah. Ahmed, Habib (2001), *Risk management and analysis its issues in Islamic banking industry*, Islamic Development Bank.
23. Meissner, Gunter (2005), *Credit Derivatives, Application, Pricing and Risk Management*, Blackwell.
24. Obaidullah, Mohammed (1999), "Financial Options in Islamic Contracts: Potential Tools for Risk Management", J, KAU, *Islamic Econ*, Vol.11, 1999.
25. Ross, Stephen A. and others (2002), *Corporate Finance*, McGraw-Hill.
26. Siddiqi, Muhammad Nejatullah (2006), *Banking Without Interest*, The Islamic Foundation.
27. Siddiqi, Muhammad Nejatullah (1993), *Insurance (Al-Taamin) in Islamic Economics*, Malik Abdolaziz University.
28. Skora, Richard K. (1998), *The credit default swap, credit derivatives*, risk publication.