

# امکان سنجی فقهی طراحی سوآپ مالکیت متناسب با بازار سرمایه ایران

تاریخ دریافت: ۹۲/۶/۱۰

تاریخ تأیید: ۹۳/۳/۱۷

غلام علی معصومی نیا\*  
مهدی الهی\*\*

۱۴۵

## چکیده

قراردادهای سوآپ به عنوان یکی از ابزارهای مشتقه در بازارهای مالی اهمیت فراوانی داشته و استفاده وسیعی در بازار مالی دارد. از مهم ترین سوآپ ها که کاربرد فراوانی دارد، سوآپ مالکیت است. با توجه به گسترش بازار مالی در ایران لازم است تمام ابزارهای جدید با موازین فقهی ارزیابی شود. در مقاله پیش رو ضمن بررسی سوآپ مالکیت از دید تعریف ها، انواع، ویژگی ها، مدل ها، کاربردها، مزیت ها و عیب ها، ضرورت استفاده از این ابزار در بازار سرمایه ایران، برای نخستین بار بررسی فقهی - حقوقی این معامله انجام شده است.

مقاله پیش رو که به روش تحقیق توصیفی - تحلیلی و اسنادی موضوع قرارداد سوآپ مالکیت را از دید فقهی بررسی می کند، به دنبال اثبات این فرضیه است که گرچه قرارداد سوآپ مالکیت متناسب با بازار سرمایه ایران، به علت وجود ربا در قالب بیع و معاوضه قابل تصحیح نیست؛ اما می توان آن را از راه مبادله دو قرارداد قابل طراحی دانست.

واژگان کلیدی: سوآپ مالکیت، مدیریت ریسک، بیع، معاوضه، تعهد در برابر تعهد.  
طبقه بندی JEL: G10, Z12, G19.

## مقدمه

بازار سرمایه چهار رکن دارد: الف) حقوق و مقررات مالی؛ ب) ابزارهای تأمین مالی؛ ج) مدیریت ریسک؛ د) بازارها و واسطه‌های مالی. ابزارهای مدیریت ریسک همان‌گونه که از نامشان پیداست برای پدیدساختن اطمینان خاطر برای فعالان اقتصادی در برابر ریسک‌هایی که لازمه فعالیت‌های اقتصادی است، ابداع شده‌اند. مهم‌ترین این ابزارها، ابزارهای مشتقه هستند. ابزارهای مشتقه شامل قراردادهای آتی خاص، قراردادهای آتی یکسان یا استاندارد شده، قراردادهای اختیار معامله و قراردادهای سوآپ است. هر یک از ابزارهای پیش‌گفته زیرمجموعه‌های متنوعی دارند. در این میان قراردادهای سوآپ تنوع فراوانی دارند. سوآپ مالکیت یکی از انواع قرارداد سوآپ است که کاربرد وسیعی دارد. باید بررسی شود حکم معاوضه در فقه چیست؟ اگر مقتضی صحت در آن موجود بود آیا در سوآپ مالکیت مانع صحت وجود دارد یا نه؟

## ادبیات تحقیق

قراردادهای سوآپ مالکیت از جمله ابزارهای بدیعی هستند که کمتر از سه دهه از عمر آنها می‌گذرد. با این حال حجم وسیعی از معامله‌های قراردادهای سوآپ به این نوع اختصاص یافته است. این در حالی است که تحقیق‌های بسیاری درباره ماهیت قرارداد سوآپ مالکیت، ساختار و قیمت‌گذاری آن صورت گرفته است؛ اما تاکنون در این باره مطالعه‌ای در ایران انجام نشده است. در ادامه به ذکر برخی از تحقیق‌های انجام‌شده بر روی این نوع سوآپ می‌پردازیم.

هینگ و انگ (۲۰۰۳) در مقاله‌ای با عنوان «قیمت‌گذاری مدل‌های سوآپ مالکیت» فرمولی کلی برای قیمت‌گذاری سوآپ‌های مالکیت با اصل سرمایه فرضی ثابت ارائه کرد که در آن بازارهای مالکیت پایه و ارز مبنا به‌طور قراردادی تنظیم می‌شوند. در صورتی که سوآپ شامل بازارهای مالکیت بین‌المللی باشد، آنگاه ارزش این سوآپ شرایط اضافی را در بر می‌گیرد که هزینه‌های پوشش ریسک نرخ ارز را منعکس می‌سازد.

بتیس و لمون (۲۰۰۱) در مقاله خود بررسی کرده‌اند که سوآپ‌های مالکیت این امکان را برای افراد داخل شرکت فراهم می‌آورد تا بتوانند ریسک مرتبط با دارایی‌های شخصی خود

در سهام شرکت را پوشش دهند؛ در نتیجه استفاده از آنها مفهوم‌های مهمی برای قراردادهای انگیزشی و درک رفتار معاملاتی سرمایه‌گذاران داخلی پدید می‌آورد. نتیجه‌های تحقیق پیش‌رو نشان داده که این مبادله‌ها به‌طور کلی شامل افراد داخلی با رتبه بالا بوده و به‌طور مؤثری مالکیت آنها را تا ۲۵ درصد به‌طور متوسط کاهش می‌دهد. با توجه به پتانسیل بالای این سرمایه‌گذاری‌های مالی برای تغییر قابل ملاحظه تراز انگیزشی میان مدیران و سهام‌داران، نویسندگان پیشنهاد می‌کنند که افزایش شفافیت این مبادله‌ها به‌طور احتمال، اطلاعات ارزشمندی برای سرمایه‌گذاران فراهم خواهد کرد.

چانگ و یانگ (۲۰۰۵) در مقاله‌ای با عنوان «قیمت‌گذاری سوابق مالکیت» مدل قیمت‌گذاری را برای سوابق با نرخ سهام خارجی کوانتو در برابر نرخ متغیر داخلی فراهم می‌آورند که در آن یکی از طرفین نرخ بهره متغیر داخلی را پرداخته و بازده‌های سهام خارجی را که در نرخ ارز خارجی تعیین شده، دریافت می‌کند. در حقیقت در این مدل، تکنیک ارزیابی ریسک ذاتی مورد استفاده قرار گرفته تا مدل قیمت‌گذاری بدون آربیتراژ پدید آید. این فرمول نشان می‌دهد که ارزش سوابق مالکیت کوانتو در تاریخ آغاز به سطح قیمت سهام خارجی مرتبط نیست؛ اما از ساختار نرخ بهره هر دو کشور و نیز دیگر پارامترها اثر می‌پذیرد. با این وجود سطح قیمت سهام خارجی بر ارزش این سوابق در فاصله زمانی دو تاریخ پرداخت اثر می‌گذارد. در حقیقت ساختار زمانی نرخ بهره دو کشور، همبستگی میان نرخ بهره خارجی و نرخ ارز و همبستگی میان نرخ ارز و سهام خارجی مهم‌ترین فاکتورهایی هستند که بر این نوع سوابق اثر می‌گذارند.

## موضوع‌شناسی سوابق مالکیت (Equity Swaps)

در این قسمت با معرفی اجزای سوابق مالکیت، به تعریف و تشریح انواع و کاربردها و ویژگی‌های آن پرداخته و به‌صورت مختصر درباره مزیت‌ها و عیب‌های آن بحث می‌شود.

### ۱. تعریف سوابق مالکیت

تعریف‌های متعددی برای سوابق مالکیت از سوی نویسندگان و محققان مالی ارائه شده که در ادامه به ذکر برخی از آنها می‌پردازیم:

قرارداد سوآپ مالکیت توافق‌نامه‌ای میان دو طرف معامله است که در آن یکی از طرفین پرداخت‌های بازده سهام را براساس برخی شاخص‌های سهامی مناسب در نرخ ارزی مشخص و اصل سرمایه فرضی و فاصله زمانی از پیش تعیین شده پدید می‌آورد و در برابر طرف دیگر معامله توافق می‌کند تا نرخ ثابت، نرخ بهره‌ای متغیر یا نرخ متغیر وابسته به شاخص سهامی دیگر را در ارزی یکسان و براساس اصل سرمایه فرضی مشابه پرداخت کند (Wu & Chen, 2007, p.893/Wang & Liao, 2003, p.752).

در تعریف دیگر آمده که سوآپ مالکیت معامله‌ای میان دو طرف است که در آن هر کدام از طرفین توافق می‌کند تا جریانی از پرداخت‌ها را برای دیگری با حداقل یک دسته از پرداخت‌های از پیش تعیین شده به وسیله بازده سهام یا شاخص سهام پدید آورد. این بازده براساس اصل سرمایه فرضی ارائه می‌شود و ممکن است سودهای تقسیمی در آن محاسبه شود که در آن این پرداخت‌ها به‌طور قاعده‌مندی در تاریخ‌های برنامه‌ریزی شده و در طول دوره زمانی مشخص صورت می‌گیرند (Chance, 2004, p.76).

فرانک فیوزی نیز سوآپ مالکیت را به‌عنوان قرارداد نقدی دوجانبه‌ای می‌داند که در آن هر کدام از طرفین توافق می‌کنند تا پرداخت‌های مشخصی را براساس عملکرد قیمت و سود تقسیمی سهام پایه به دیگری ارائه دهند (Fabozzi, 1989, p.218 / Robinger, 2002, p.45).

در یک جمع‌بندی کلی می‌توان بیان داشت که سوآپ مالکیت توافق‌نامه‌ای میان دو طرف معامله است که در آن امکان مبادله جریان‌های نقدی حاصل از شاخص سهام، سبد سهام یا یک سهم خاص را با نرخ بازده سرمایه‌گذاری غیرسهامی - به‌طور مثال نرخ ثابت و یا متغیر - یا نرخ بازده سرمایه‌گذاری سهامی مبادله کند. شایان ذکر است که این جریان‌های نقدی براساس اصل سرمایه فرضی مشابه با نوع ارز یکسان صورت گرفته و در دوره‌های زمانی از پیش تعیین شده پرداخت می‌شوند.

## ۲. انواع سوآپ مالکیت

پس از آنکه به مفهوم کامل قرارداد سوآپ مالکیت پی بردیم، لازم است که انواع این نوع قرارداد تشریح شود. شایان ذکر است که مثال‌هایی از این نوع سوآپ در قسمت‌های بعدی

برای درک بیشتر ذکر می‌شود. به‌طور کلی سوآپ مالکیت را می‌توان در سه نوع کلی دسته‌بندی کرد:

**نوع اول: سوآپ مالکیت با پرداخت بازدهی اوراق مالکیت در برابر نرخ ثابت:** در این نوع، طرف اول قرارداد متعهد به پرداخت بازدهی مبتنی بر سهام، سبد سهام یا شاخص سهام که متغیر هستند بوده و طرف مقابل نرخ ثابتی را می‌پردازد.

**نوع دوم: سوآپ مالکیت با پرداخت بازدهی اوراق مالکیت در برابر نرخ شناور:** در این نوع نرخ ثابت به نرخ شناور تغییر می‌کند.

**نوع سوم: سوآپ مالکیت با پرداخت بازدهی اوراق مالکیت در برابر بازدهی اوراق مالکیت دیگر:** در این نوع، پرداخت‌های دو طرف قرارداد براساس بازدهی سهام، سبد سهام یا شاخص سهام است (Chance, 2004, pp.76-79 / Fabozzi, 1998, p.28).

### ۳. ویژگی‌های سوآپ مالکیت

قرارداد سوآپ مالکیت ویژگی‌های متعددی دارد که مهم‌ترین آنها عبارت‌اند از:

۱. مشخصه اولیه سوآپ مالکیت حفاظتی است که این نوع قرارداد درباره حرکت‌های کاهشی در قیمت سهام یک شرکت با حفظ حق رأی و سودهای تقسیمی پرداختی برای سهام‌داران فراهم می‌سازد.

۲. دارایی پایه در این نوع سوآپ به‌طور معمول سهام، سبد سهام یا شاخص سهام است.

۳. اصل سرمایه دارایی پایه در این نوع قرارداد می‌تواند فرضی یا واقعی باشد. در صورتی که این مبلغ به‌صورت فرضی تنظیم شود، مورد مبادله قرار نمی‌گیرد؛ اما در صورتی که اصل سرمایه دارایی پایه به‌صورت واقعی باشد، ارزش دارایی پایه بین دو طرف قرارداد به‌طور واقعی جابه‌جا می‌شود. نوع ارز اصل سرمایه نیز در این نوع قرارداد می‌تواند به‌صورت ارز ملی یا ارز خارجی باشد. جریان‌های نقدی سوآپ مالکیت نیز می‌توانند در نرخ ارزی مشابه یا براساس ارزهای متفاوت پدید آیند.

۴. پرداخت‌های تنظیمی در این نوع قرارداد می‌تواند به‌طور ماهانه، فصلی، سالانه یا در سررسید سهام صورت گیرد. واپسین تاریخی که در آن پرداخت انجام می‌شود به‌عنوان تاریخ انقضاء یا به اصطلاح معمول‌تر، تاریخ سررسید شناخته می‌شود. دو تاریخ مهم دیگر در این نوع قرارداد، تاریخ انعقاد قرارداد - در آن تاریخ طرفین توافق می‌کنند تا سوآپ انجام شود - و تاریخ مؤثر - تاریخ شروع انجام نخستین پرداخت‌های ثابت و شناور است

- هستند (Bettis, Bizjak, & Lemmon, 2001, p.346).

۵. ساختارهای سوآپ مالکیت با محدوده سررسیدهایی از چند ماه تا ۱۰ سال انعطاف‌پذیر هستند (Frank J, 2009, p.130)

#### ۴. مدل‌های سوآپ مالکیت

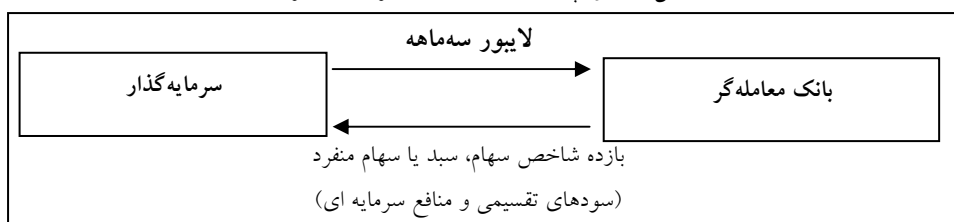
مشابه دیگر سوآپ‌های پایه، سوآپ مالکیت پایه نیز شامل اصل سرمایه فرضی، روند عادی مشخص و فواصل پرداختی از پیش تعیین شده است. نکته اصلی در این نوع سوآپ این است که یکی از پایه‌های سوآپ که پایه مالکیت نامیده می‌شود به بازده کلی سهام منفرد، سبدي از سهام یا شاخص که می‌تواند هم خارجی و هم داخلی باشند، پیوند می‌خورد. این در حالی است که بازده کلی شامل سود تقسیمی و تغییرهای قیمتی بوده و شاخص‌های مناسب برای پیوند خوردن به سهام S&P 500، شاخص مالی لندن و شاخص نیکی است.

پایه دیگر سوآپ مالکیت می‌تواند به نرخ متغیر بهره یا نرخ ثابت پیوند بخورد

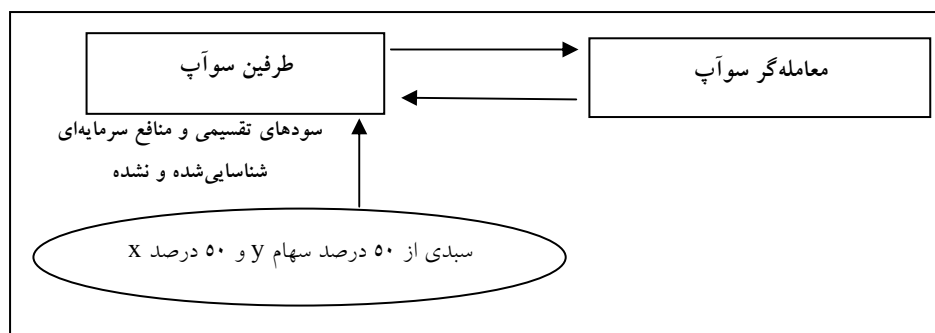
(Francis, Toy, Whittaker & Gregg, 2000, p.346/ Gibson, 1999, p.387)

اشکال ذیل نشان‌دهنده ساختارهای متفاوتی از این نوع سوآپ هستند:

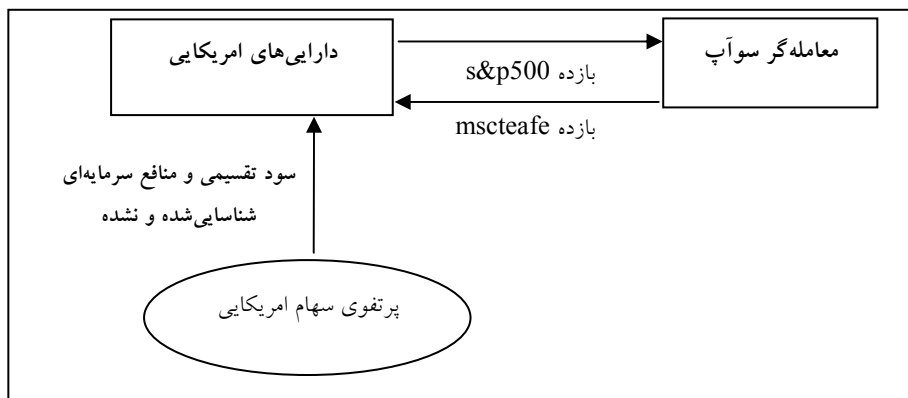
شکل ۱: سوآپ مالکیت استاندارد مرتبط با بهره



شکل ۲: ساختار سوآپ مالکیت برای پرداخت بازده پرتغوی X و دریافت بازده سهام Y



شکل ۳: ساختار سوآپ مالکیت برای پرداخت بازده شاخص ۵۰۰ و دریافت بازده شاخص سرمایه بین‌المللی مرگان استنلی



منبع: (Group, 1995, pp.247-248)

## ۵. کاربردهای سوآپ مالکیت

از زمان ظهور نخستین قراردادهای سوآپ مالکیت در اواخر دهه ۱۹۸۰ کاربردهای متعدد آن سبب گسترش هرچه بیشتر بازار این قراردادها شده است؛ بنابراین در این بخش به ذکر مهم‌ترین کاربردهای مالی این نوع از سوآپ می‌پردازیم:

**الف) بی‌نیاز ساختن سرمایه‌گذاران به سرمایه‌گذاری مستقیم در بازار سهام و مصون‌ماندن از تبعات بعدی آن:** سوآپ مالکیت ابزار جذابی در بازارهای مالی است که این امکان را فراهم می‌آورد تا سرمایه‌گذاران بازده مورد انتظار خود را به‌طور کارتری به‌دست آورند. در حقیقت در صورتی که سرمایه‌گذاران بخواهند به‌طور مستقیم در بازارهای سهام شرکت کنند باید هزینه‌های اضافی مانند هزینه‌های معامله‌ها یا مالیات‌های گوناگونی مانند مالیات انتقال، مالیات نگه‌داری سود تقسیمی، مالیات بر منافع سرمایه‌ای و ... را بپردازند. در حالی که قراردادهای سوآپ مالکیت در کاهش این هزینه‌ها مؤثر هستند (Wang & Liao, 2003, p.752).

**ب) تنوع‌بخشی یک سبد متمرکز و کاهش ریسک سبد:** به‌منظور پوشش پرتفوی سهام موجود، دارندگان چنین پرتفوهایی به‌طور احتمال ترجیح می‌دهند تا وارد سوآپ مالکیت شوند؛ زیرا می‌توانند به این روش بازده‌های سهام را با نرخ بازده ثابت و با وجود نبود

محدودیت و هزینه بالا و با توجه به واگذاری سهام یا قراردادهای آتی جایگزین کنند (Wang & Liao, 2003, p752).

این نوع از سوآپ، مدیران صندوق‌ها را قادر می‌سازد تا ریسک خود را بدون نیاز به خرید یا فروش سهام به پرداخت‌های نرخ بهره منتقل کنند (Wu & Chen, 2007, p. 894). در حقیقت سوآپ مالکیت ابزاری را برای پیوستن به استراتژی معمول پوششی که بیمه پرتفو نامیده می‌شود، فراهم می‌آورد

(Francis, Toy, Whittaker & Gregg, 2000, p.351/Chisholm, 2009, p.274)

ج) دست‌یابی به تنوع بخشی بین‌المللی: تمایل به سرمایه‌گذاری در بازارهای نوظهور اغلب در معرض مشکل‌های بالقوه‌ای مانند محدودیت‌های قانونی، فعالیت‌های گوناگون، مکفی نبودن نقدینگی و ریسک نرخ مبادله است. در نتیجه سوآپ‌های مالکیت به‌واسطه تواناساختن سرمایه‌گذاران در کسب منافع با حداقل هزینه، فرار از محدودیت‌های قانونی و حذف ریسک نرخ مبادله، بازارهای سهام بین‌المللی را به یکدیگر پیوند می‌دهد (Wang & Liao, 2003, p.752).

د) افزایش عمق بازار و رشد کارایی آن به‌واسطه انگیزه سرمایه‌گذاران نهادی: این امر می‌تواند در کوتاه‌مدت و بلندمدت تحقق یابد. در حقیقت قراردادهای سوآپ مالکیت نقش عمده‌ای در عملیات نهادهای مالی در بازارهای رو به رشد دارد که اخیراً به‌وسیله سرمایه‌گذاران فردی تسخیر شده است.

ه) افزایش حجم معامله‌ها در بازارهای در حال رشد در کوتاه‌مدت به‌واسطه شتاب گرفتن سرمایه‌گذاران نسبت به خرید سهام در پیش‌بینی کامل سرمایه‌گذاران خارجی.

## ۶. مزیت‌ها و عیب‌های سوآپ مالکیت

عمده‌ترین مزیت‌های سوآپ مالکیت عبارت است از:

۱. سوآپ مالکیت برای تسهیل مدیریت سبد سرمایه‌گذاری و پرهیز از فرایندهای اداری پیچیده انتخاب می‌شود.
۲. این نوع سوآپ اغلب به‌منظور برطرف ساختن محدودیت‌های سرمایه‌گذاری و گرفتارنشدن در آربیتراژ مالیاتی (مالیات‌های سود تقسیمی، سود سرمایه‌ای و مالیات انتقال) مورد استفاده قرار می‌گیرد.



۳. این نوع سوابق بسیار ارزان‌تر و راحت‌تر از سرمایه‌گذاری مستقیم است.  
 ۴. سوابق مالکیت، سرمایه‌گذاری در بازارهای نوظهور را از راه کاهش ریسک نقدینگی و ریسک اعتباری آسان کرده است (Wang & Liao, 2003, p.752)  
 ۵. سرمایه‌گذاران به وسیله سوابق مالکیت می‌توانند بازده‌های حاصل از سهام را با بازده‌های دارایی‌های دیگر مبادله کنند، بدون اینکه کنترل آنها بر سهام پایه از بین برود. به این ترتیب آنها می‌توانند حق رأی خود را در شرکت حفظ کنند (Bettis, Bizjak, & Lemmon, 1995, p.247/2001, p.346).

۶. فرابورسی بودن سوابق مالکیت که مشخصه جذاب قابلیت سفارشی شدن را دارد.  
 ۷. سوابق‌های مالکیت به سرمایه‌گذاران این امکان را می‌دهند تا بازده‌ای را از سهام و بدون تحمل هزینه‌های مشخص تملک سهام کسب کنند.  
 در کنار مزیت‌های پیش‌گفته این نوع سوابق بی‌عیب نبوده و عیب‌هایی نیز دارد که در ادامه به آنها اشاره می‌شود:

۱. سوابق مالکیت در معرض ریسک اعتباری قرار دارد؛ به عبارتی در هنگام سرمایه‌گذاری مستقیم در سهام موجود نخواهد بود، به این معنا که استفاده‌کننده از سوابق مالکیت در معرض ریسک نکول معامله‌گر قرار خواهد گرفت (Kolb & Chance, 2004, p.75).  
 (Overdahl, 2009, p.110).

۲. با توجه به مشتقه بودن سوابق مالکیت، لازم است این قرارداد تاریخ خاتمه‌ای داشته باشد؛ بنابراین به‌رغم آنکه این ابزارها می‌توانند برای تکرار یک موقعیت در سهام مورد استفاده قرار گیرند، عمر نامحدود ندارند و باید از تاریخی به تاریخ دیگر دوباره تنظیم شوند. این امر هزینه اضافی را تحمیل خواهد کرد و برای سوابق‌های مالکیت خاص می‌تواند به شرایط مطلوب کمتری بیانجامد.

۳. به‌رغم اینکه سوابق مالکیت می‌تواند برای هر پرتفوی به‌طور خاص پدید آید؛ اما هرچه سوابق اختصاصی‌تر پدید آید، در شرایط حاشیه خرید و فروش، هزینه بیشتری از سوی معامله‌گر تحمیل می‌شود و به این ترتیب استفاده‌کننده از سوابق مالکیت پیوستن به معامله‌ای سفارشی برای پرتفوی خاص و غیراستاندارد را بسیار پرهزینه بداند (Chance, 2004, pp.85-86).

## ضرورت سوآپ مالکیت در بازار سرمایه ایران

حاکمیت فضای تورمی در اقتصاد ایران نیاز به سوآپ مالکیت برای مدیریت ریسک قیمت در کنار قراردادهای آتی و اختیار معامله را تشدید می‌کند. مهم این است که این ابزار به‌گونه‌ای طراحی و تدوین شود که زمینه سوءاستفاده از آن به حداقل کاهش یابد. در ادامه عمده دلایل ضرورت استفاده از سوآپ مالکیت در بازار سرمایه ایران تشریح می‌شود:

۱. ضرورت طراحی ابزار مدیریت ریسک برای صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک و سبدهای اختصاصی موجود در بورس اوراق بهادار تهران: سوآپ مالکیت می‌تواند برای پوشش‌دهی ریسک نوسان‌های قیمتی سهام، سبد و صندوق سرمایه‌گذاری مشترک مورد استفاده قرار گیرد. در حقیقت سوآپ مالکیت به‌عنوان یک ابزار مالی، ریسک را از کسانی است که توان تحمل ریسک را ندارند به کسانی که می‌توانند آن را تحمل کنند، منتقل می‌کند. سوآپ مالکیت برای ساده‌سازی مدیریت پرتفوی از راه انتقال ریسک صندوق‌ها و سبدها به‌کار می‌رود. سوآپ‌های مالکیت، سرمایه‌گذاری در بورس را آسان می‌سازند و ریسک قیمت، نقدشوندگی و اعتباری را کاهش می‌دهند.

۲. ضرورت طراحی ابزاری جدید جهت تبدیل منافع اوراق به اوراقی دیگر بدون از دست‌دادن حق رأی جهت انتخاب اعضای هیئت مدیره شرکت: سرمایه‌گذاران می‌توانند بازده‌های سهام خود را به بازده‌های دارایی‌های دیگر بدون از دست‌دادن کنترل سهام پایه تبدیل کنند و به این ترتیب حق رأی را برای انتخاب اعضای هیئت مدیره شرکت حفظ می‌کنند.

۳. کاهش هزینه‌های معاملاتی در بازار سرمایه به‌وسیله این ابزار و حفظ سرمایه‌گذاران فعلی و جذب سرمایه‌گذاران جدید: سوآپ مالکیت ابزار جذابی در بازارهای مالی است که این امکان را فراهم می‌آورد تا سرمایه‌گذاران بازده مورد انتظار خود را به‌طور کاراتری به‌دست آورند. در حقیقت، در صورتی که سرمایه‌گذاران بخواهند به‌طور مستقیم در بازارهای سهام شرکت کنند، باید هزینه‌های اضافی مانند هزینه‌های معامله‌ها یا مالیات را بپردازند؛ در حالی که قراردادهای سوآپ مالکیت در کاهش این هزینه‌ها مؤثر هستند. این نوع سوآپ با بی‌نیاز ساختن سرمایه‌گذاران به سرمایه‌گذاری مستقیم در بازار سهام و مصون‌ماندن از تبعات بعدی آن، بسیار مطلوب‌تر از سرمایه‌گذاری مستقیم است.

۴. تنوع ابزارهای مدیریت ریسک در بازار سرمایه ایران عامل انگیزشی مثبت برای ورود سرمایه‌گذاران خارجی به این بازار است. سوابق‌های مالکیت می‌توانند افراد را به سرمایه‌گذاری آزاد در بازارهای خارجی بدون نگرانی درباره محدودیت‌هایی که ممکن است خارجیان را از تملک بیش از درصد مشخصی از سهام محروم سازد، قادر می‌سازد.

۵. سوابق مالکیت به‌عنوان ابزار قوی پوشش ریسک است که باعث ارتباط بین بازار پول و سرمایه در ایران می‌شود و از این ارتباط می‌توان در سیاست‌های پولی و مالی استفاده کرد. حجم بالای سرمایه‌گذاری در انواع صندوق‌های مشترک سرمایه‌گذاری و سبدهای اختصاصی در بازار سرمایه و ضرورت مدیریت ریسک بازدهی مختص به آنها، ضرورت حفظ سرمایه‌گذاران فعلی و جذب سرمایه‌گذاران داخلی و خارجی از راه کاهش هزینه‌های معاملاتی و مالیاتی و طراحی ابزار مالی مناسب در این‌باره بیانگر شدت این نیاز است.

### بررسی فقهی - حقوقی سوابق مالکیت

سوابق مالکیت جریان‌های نقدی حاصل از شاخص سهام، سبد سهام یا یک سهم خاص با نرخ بازده سرمایه‌گذاری غیرسهامی یا نرخ بازده سرمایه‌گذاری سهامی «مبادله» و به عبارت بهتر «معاوضه» می‌شود. در اینجا دو جریان نقدی در برابر یکدیگر قرار داده می‌شود؛ بنابراین نخستین عنوانی که با آن روبه‌رو هستیم عنوان «معاوضه» است؛ از این‌رو لازم است درباره سابقه معاوضه و وجود آن در زمان شارع کاوش کنیم.

#### بیع و معاوضه

بشر مدت‌ها با استفاده از معاوضه و معامله پایاپای نیازهای خود را رفع می‌کرد. با توجه به سختی‌های معاوضه در طول زمان بیع جایگزین آن شد؛ بنابراین بیع از درون معاوضه پدیدار شد؛ البته همواره انسان‌ها به تناسب نیاز خود از معاوضه استفاده کرده و می‌کنند. هر کجا کالا با کالا، حق یا منفعت مبادله شود، معاوضه و در هر مورد کالا با پول مبادله شود، بیع تحقق می‌یابد. واضح است که موارد بیع بسیار بیشتر از موارد معاوضه است؛ اما به‌علت مزیت‌های معاوضه، هنوز هم از این قرارداد استفاده فراوانی می‌شود. می‌توان گفت اگر قصد دو فرد پیش‌گفته این باشد که دو چیز را که امتیازی نسبت به یکدیگر ندارند، مبادله کنند معاوضه تحقق یافته است؛ اما هرگاه نیت آنان این باشد که یکی از آن‌دو مبیع و

دیگری بهای آن شمرده شود، مصداق بیع خواهد بود. با تفحص در متن‌های فقهی می‌توانیم معاوضه را معامله‌ای مستقل بدانیم یا آن را مصداق بیعی بدانیم که در آن ثمن به جای پول، کالا است. براساس ماده ۴۶۴ قانون مدنی «معاوضه عقدی است که به سبب آن، یکی از طرفین مالی می‌دهد به عوض مال دیگر که از طرف دیگر دریافت می‌کند بدون ملاحظه اینکه یکی از عوضین مبیع و دیگری ثمن باشد». فارق اصلی بین بیع و معاوضه، قصد و اراده متعاقدین است. اگر دو طرف دو چیز را مبادله می‌کنند؛ اما قصدشان این نیست که یکی مبیع و دیگری ثمن باشد معاوضه است؛ اما در صورتی که یکی را بهای دیگری بدانند، مصداق بیع خواهد بود. بر این اساس در قانون مدنی معاوضه در زمره عقود معین شمرده شده است.

### احکام معاوضه در فقه

مطلب بسیار مهم این است که بررسی شود معاوضه جریان‌های نقدی (درآمدی) حاصل از اوراق مالکیت با یکدیگر چه احکامی دارد. در فرایند استنباط احکام سوآپ مالکیت این موضوع نقش محوری دارد. از آنجا که درباره ماهیت معاوضه دو احتمال عمده مطرح است: الف) بیع؛ ب) معامله مستقل. مناسب است که مسئله را با نگاه به احکام خاص بیع و احکام عام معاملات بررسی کنیم. براساس آنچه گفته شد با سه مبنا و به تبع آن سه راه روبه‌رو هستیم:

۱. اگر معاوضه را از هر نظر مصداق کامل بیع دانستیم، تمام احکام بیع بر آن مترتب خواهد بود.

۲. اگر معاوضه را نوعی بیع دانستیم؛ اما احکام بیع را منصرف به بیعی که در آن یکی از عوضین پول است دانستیم، مانند مورد پیش خواهد بود (ر.ک به: انصاری، ۱۴۲۰ق، ج ۳، ص ۷۸).

۳. اگر معاوضه را عقدی مستقل دانستیم به مقتضای اصالة الصلحہ صحیح و به مقتضای اصالة اللزوم لازم خواهد بود. در این صورت فقط آن دسته از احکام بیع درباره آن جاری خواهد بود که اختصاص به بیع نداشته باشد. احکامی مانند خیار مجلس، خیار حیوان، خیار تأخیر ثمن، لزوم قبض ثمن در بیع سلف در مجلس انعقاد قرارداد، لزوم عین‌بودن مبیع و بطلان بیع حق و منفعت براساس نظر گروه فراوانی از فقیهان، حق شفعه و ... به بیع

اختصاص دارد؛ زیرا عنوان بیع در لسان دلیل ذکر شده\* و دسته دیگر مانند لزوم تسلیم مورد معامله، قدرت بر تسلیم آن و اهلیت طرفین و ... عام است. در اینجا به علت لزوم اختصار فقط آنچه برای استنباط حکم سوآپ مالکیت لازم است، مطرح می‌شود.

### احکام معاوضه در حقوق

در ماده ۴۶۵ قانون مدنی آمده است: «در معاوضه احکام خاصه بیع جاری نیست»؛ بنابراین احکام خاصه بیع مانند خیار مجلس، خیار حیوان، خیار تأخیر ثمن در معاوضه وجود ندارد و فقط وجود احکام عام بیع مانند لزوم تسلیم مورد معامله، قدرت بر تسلیم آن و اهلیت طرفین معتبر خواهد بود. در ماده ۴۵۶ قانون مدنی آمده است: «تمام انواع خیار در جمیع معامله‌های لازمه ممکن است موجود باشد مگر خیار مجلس و حیوان و تأخیر ثمن که مخصوص بیع است».

۱۵۷

### احکام معاوضه و مسائل اصلی سوآپ مالکیت

مسئله است که سوآپ مالکیت، معاوضه است. دیدیم که چه معاوضه را مصداق بیع بدانیم و چه معامله‌ای مستقل، مقتضی صحت در آن موجود است و برای حکم به صحت باید عدم وجود مانع را احراز کنیم. در تعریف‌های گذشت که در سوآپ مالکیت مجموعه پرداخت‌هایی براساس قیمت برخی اوراق مالکیت پایه پدید می‌آید. در این صورت با چند شبهه و پرسش مهم روبه‌رو هستیم:

۱. **معاوضه دو بازده:** گاهی جریان‌های نقدی حاصل از یک سهم یا سبده از سهام‌های موجود با نرخ بازده سرمایه‌گذاری غیرسهامی یا نرخ بازده سرمایه‌گذاری سهامی مبادله می‌شود. در این صورت شاید مهم‌ترین مسئله این باشد که ببینیم آیا می‌توان جریان‌های نقدی حاصل از سبد سهام، شاخص سهام یا یک سهم خاص را با نرخ بازده سرمایه‌گذاری غیرسهامی بدون مبادله خود دارایی مبنای معاوضه کرد؟ آیا دو جریان نقدی که هنوز حاصل نشده‌اند و بر مبنای بازدهی اوراق مالکیت در طول زمان تعیین شده‌اند

---

\*. برای نمونه «عن محمد بن یحیی عن أحمد بن محمد عن ابن محبوب عن جميل عن فضیل عن أبي عبد الله 7 - فی حدیث - قال: قلت له: ما الشرط فی غیر الحيوان؟ قال: البیعان بالخیار ما لم یفترقا، فإذا افترقا فلا خیار بعد الرضا منهما» (حرّ عاملی، ۱۴/۱، ج ۱۸، ص ۶).

می‌توانند به‌عنوان عوض و معوض قرار داده شوند؟ به عبارت دیگر باید دید مبادله نماء و بازده، آن هم بازدهی که هنوز حاصل نشده و در آینده به‌دست خواهد آمد، بدون مبادله اصل صحیح است یا نه؟ در قسمت‌های پیش گفته شد که سرمایه‌گذاران به‌وسیله سوآپ مالکیت می‌توانند بازده‌های حاصل از سهام را با بازده‌های دارایی‌های دیگر مبادله کنند، بدون اینکه کنترل آنها بر سهام پایه از بین برود. به این ترتیب آنها می‌توانند حق رأی خود را در شرکت حفظ کنند.

**۲. معاوضه معدوم:** اگر معاوضه دو بازده فی‌نفسه فاقد اشکال بود، شبهه دیگری قابل طرح است. سوآپ کالا برای چند دوره منعقد می‌شود که از زمان انعقاد قرارداد شروع می‌شود و تا زمانی معین ادامه می‌یابد؛ بنابراین پرداخت‌های بعد در زمان آینده صورت می‌گیرد و هنوز پدید نیامده است و در آینده پدید خواهد آمد. از آنجا که بازده آینده هنوز حاصل نشده و به عبارت بهتر معدوم است با «شبهه معاوضه معدوم» روبه‌رو هستیم. آیا معاوضه دو شیء معدوم باطل است؟

**۳. غرری بودن:** مطلب مهم دیگر مشکل غرری بودن بازده آتی و ربوی بودن معاوضه دو جریان درآمدی است. توضیح اینکه بیشتر تعریف‌های سوآپ مالکیت را مبادله دو جریان نقدی با یکدیگر معرفی کردند. جریان نقدی نه کلاست نه منفعت موجود و نه از سنخ حقوق است و چون عوامل فراوانی در آینده بر آن اثر می‌گذارد میزان آن معلوم نیست و غرری است. مهم این است که آیا معاوضه غرری صحیح است یا نه؟

**۴. ربوی بودن:** نخستین پرداخت مربوط به زمان حال است که جریان نقدی پدید آمده است و معاوضه دو جریان به آینده معین موکول می‌شود. دو طرف مالک جریان نقدی که پدید آمده هستند و از این نظر مشکلی وجود ندارد؛ اما در این صورت مشکل ربوی بودن مطرح است. در اینجا دو جریان نقدی با یکدیگر معاوضه می‌شوند که بیشتر اوقات یکی بیشتر از دیگری است؛ بنابراین با شبهه ربوی جدی است. خواه معاوضه را مصداق بیع بدانیم و خواه آن را قراردادی مستقل بشماریم، به‌علت اینکه دو جریان پولی از یک جنس هستند، مبادله دو جریان نقدی در سوآپ مالکیت مبادله یک مبلغ در برابر مبلغ زیادتر است که مصداق ربای معاملی می‌باشد.

۵. معاوضه شاخص سهام: گاهی جریان‌های نقدی حاصل از شاخص سهام به ترتیب پیش‌گفته معاوضه می‌شود. اگر صورت پیش که دارایی پایه را سبد سهام تشکیل می‌داد، باطل بود، این صورت نیز باطل خواهد بود؛ اما اگر صورت پیش را صحیح دانستیم، باید ببینیم در این فرض که شاخص امری فقط ذهنی است حکم مسئله چه خواهد بود؟

### تحقیق درباره شبیه‌های بیان شده

موارد یادشده به ترتیب بررسی می‌شود:

#### ۱. معاوضه دو بازده

نخستین مورد امکان یا عدم امکان معاوضه دو بازده با یکدیگر بود. مقتضای تحقیق عدم اشکال این امر است. وقتی معاوضه دو کالا با یکدیگر جایز بود معاوضه دو بازده نیز مشمول ادله بوده، فاقد اشکال خواهد بود. هر یک از دو طرف مالک بازده دارایی خود بوده و می‌توانند آن را با بازده طرف مقابل مبادله کنند. بازده آتی هنوز حاصل نشده؛ اما به محض حصول به دارنده دارایی که سرچشمه حصول درآمد بوده تعلق خواهد داشت و به همین اعتبار می‌تواند آن را با بازده طرف مقابل معاوضه کند. اگر از ناحیه دیگر که بعد از این بررسی خواهد شد مشکلی وجود نداشته باشد، می‌توان حکم به صحت داد. این مورد نیز مصداق «تجارة عن تراض» بوده و به اقتضای «اوفوا بالعقود» پای‌بندی به آن لازم است. نتیجه اینکه در این قرارداد مقتضای صحت موجود است. باید وجود یا عدم وجود مانع بررسی شود.

#### ۲. معاوضه معدوم

بر بطلان بیع معدوم ادعای اجماع شده است (وحید بهبهانی، ۱۴۱۷ق، ص ۱۳۹). ممکن است گفته شود از آنجا که اجماع یک دلیل لبی است، اگر اجماع مدرکی نباشد باید به مورد آن بسنده کرد و در اینجا قدر متیقن بیع است؛ در نتیجه شامل معاوضه معدوم نمی‌شود. ممکن است در مقام پاسخ گفته شود که علت حکم معلوم است. هنوز چیزی تحقق پیدا نکرده تا موضوع بیع واقع شود و این امر درباره معاوضه معدوم هم صادق است. در حقیقت بیع و معاوضه از بسیاری جهات هم‌افق هستند و این یکی از آن موارد است. به گفته اهل منطق این قضیه که بیع معدوم باطل است از قضیه‌هایی است که علتش را همراه دارد؛ بنابراین گرچه می‌توان دو دلیل پیش را درباره شمول ادله بطلان بیع معدوم

نسبت به معاوضه پاسخ داد؛ اما اختصاص اجماع به بیع پذیرفتنی نیست؛ بنابراین نمی‌توان سوآپ مالکیت را تصحیح کرد. در برابر این مطلب می‌توان گفت موارد فراوانی وجود دارد که یقین به صحت بیع وجود دارد؛ در حالی که یکی از عوضین یا هر دو در آینده موجود خواهند شد؛ بنابراین تعدی از معقد اجماع به موارد دیگر بیع درست نیست، چه رسد به معاوضه به‌عنوان عقد مستقل که با بیع تفاوت فراوانی دارد. بر این اساس می‌توان گفت مانعیت از این ناحیه منتفی است.

### ۳. وجود یا عدم وجود غرر در سوآپ مالکیت

روایت «نهی النبی عن بیع الغرر» (حرّعاملی، ۱۴۱۴ق، ج ۱۷، ص ۴۴۸) از روایت‌های مورد اعتماد بین شیعه و اهل سنت است. غرر در لغت به معنای خطر، خدعه، در معرض هلاکت قرار دادن آمده و فقیهان آن را به معنای جهالت نیز گرفته‌اند. روشن است که جهالت از اسباب در خطر قرار دادن مال است. درباره جریان درآمدی ثابت شبهه غرر منتفی است؛ زیرا معین است و به‌طور دقیق می‌توان آن را از پیش پیش‌بینی کرد؛ به‌طور مثال، درآمد حاصل از اجاره یک دارایی در دوره‌ای معین از ابتدا به‌طور کامل مشخص است؛ بنابراین شبهه غرر درباره آن منتفی است؛ اما درآمد حاصل از سرمایه‌گذاری و به تبع درآمد سهام مربوط به آن مجهول است و نمی‌توان پیش از انجام فعالیت آن را تعیین کرد. گذشت که در سوآپ مالکیت یا دو جریان متغیر با یکدیگر مبادله می‌شود یا یک جریان ثابت با یک جریان متغیر تاخت زده می‌شود. اگر سوآپ مالکیت را مصداق بیع بدانیم شبهه غرر قوی خواهد بود و وجود غرر مانع حکم به صحت می‌شود؛ اما اگر معاوضه را مستقل و براساس مبنای مشهور ممنوعیت غرر را ویژه بیع دانستیم، غرری بودن مانع صحت نخواهد بود. صاحب جواهر می‌نویسد: «شاید بتوان مقتضای تحقیق را این دانست که هیچ‌یک از احکام بیع درباره معاطات جاری نیست، چه رسد به دیگر معامله‌های لازم» (نجفی، ۱۳۶۸، ج ۲۲، ص ۲۴۱) امام خمینی؛ نیز در صورت‌های گوناگون بیع معاطاتی حدیث نفی غرر را منصرف از آن می‌دانند (موسوی خمینی، ۱۴۲۱ق، ج ۱، ص ۲۳۳). براساس این مبنا معاوضه غرری فاقد اشکال خواهد بود. در برابر برخی از فقیهان تنقیح مناط کرده و باور دارند در نفی غرر بیع ویژگی ندارد و این ضابطه در تمام مبادله‌ها صادق است. این گروه



بر آن هستند که نهی به غرر تعلق گرفته نه به بیع (حسینی‌مراغی، ۱۴۱۸ق، ج ۲، ص ۳۱۳). براساس این مبنا معاوضه غرری محکوم به بطلان خواهد بود. در مواردی هم که غرر لازم نمی‌آید ممکن است روایت «لا تبع ما لیس عندک» و مانند آن دلیل نهی از این‌گونه معامله‌ها شمرده شود؛ اما می‌توان این روایت‌ها را منصرف به بیع عین شخصی کرد. اگر این انصراف را نپذیریم این روایت‌ها به بیع متعارف اختصاص دارد و فرض مورد بحث این است که معاوضه مصداق بیع نیست و معامله‌ای مستقل است.

۱. ربوی بودن بیع یا معاوضه: گرچه مشهور فقیهان امامیه حرمت ربای معاملی را ویژه مکیل و موزون می‌دانند و فتوا به جواز گرفتن زیاده در معدود می‌دهند؛ اما می‌توان گفت مبادله دو میزان پول با یکدیگر حقیقتش ربوی است. دو طرف پذیرفته‌اند مبلغ کمتری داده و مبلغ بیشتری را دریافت کنند و حقیقت ربا همین است. ممکن است گفته شود این امر در صورتی صادق است که دو مبلغ موجود و معلوم باشند؛ اما در اینجا که معلوم نیستند و در آینده معین خواهد شد؛ بنابراین تخصصاً از آن خارج است.

۲. معاوضه شاخص سهام: از آنجا که شاخص سهام امری ذهنی است معاوضه آن معامله‌ای صوری بوده صحیح نیست. در این صورت معاوضه جریان‌های نقدی حاصل از شاخص سهام نیز صحیح نیست.

### سوابق مالکیت به‌عنوان مصداق تعهد در برابر تعهد

قالب دومی که ممکن است برای سوابق مالکیت طرح شود «تعهد در برابر تعهد» است. دو طرف متعهد می‌شوند در سررسیدهای مثلاً ماهیانه دو جریان درآمدی را مبادله کنند. یک طرف متعهد است درآمدی که از پیش مشخص است -مانند اجاره یک دارایی معین- را سر ماه به طرف مقابل تملیک کند و طرف مقابل متعهد می‌شود درآمد حاصل از یک فعالیت -مانند سرمایه‌گذاری معین که اکنون معلوم نیست؛ اما در سررسید، مشخص خواهد شد- را به ملکیت طرف اول درآورد. با وجود این راه‌حل تعهد در برابر تعهد دچار مشکل دیگری است. تعهد به مبادله دو جریان درآمدی به معنای تعهد به مبادله دو مقدار پول خواهد بود. از آنجا که دو میزان پول مصداق یک جنس است این معامله مصداق مبادله یک جنس در برابر هم‌جنس خود خواهد بود و با ربای معاملی روبه‌رو خواهیم شد. مبادله جنسی به همان جنس به این شرط فاقد اشکال است که هیچ‌کدام زیاده‌تر از دیگری نباشد.

این حکم اختصاص به بیع ندارد (موسوی خمینی، ۱۳۹۰، ج ۱، ص ۵۳۶). اگر گفته شود این حکم در مکیل و موزون جاری است و در معدود مبادله به زیاده فاقد اشکال است (همان). می‌گوییم جایز دانستن چنین معامله‌ای با حکمت تحریم ربا در تنافی است. ربا تحریم شده تا مردم نتوانند با دادن پول کمتر پول زیادتر به دست آورند و در سوآپ مالکیت چنین امری تحقق پیدا می‌کند. وقتی دو طرف متعهد به مبادله دو جریان درآمدی می‌شوند، در حقیقت پذیرفته‌اند یک طرف زیاده‌ای را به دیگری بپردازد. فرض تساوی دو جریان درآمدی بسیار نادر و قریب به اتفاق اوقات یکی بیشتر از دیگری است.

### بررسی و امکان‌سنجی سوآپ مالکیت به‌عنوان مصداق مبادله دو قرارداد

تا آنجا که می‌دانیم مقوله «مبادله دو قرارداد» در فقه مطرح نشده است. آیا می‌توان قراردادی را با تمام پیامدهایش با قرارداد دیگری مبادله کرد؟ به‌طور مثال، شخص «الف» با شخص «ب» قرارداد اجاره منعقد کرده است و شخص «الف» با شخص «ج» قرارداد بیع منعقد کرده است. سه فرد پیش‌گفته با رضایت به مبادله این دو قرارداد اقدام می‌کنند و در نتیجه رابطه «الف» با «ب» بیع خواهد شد و رابطه «الف» با «ج» به اجاره تبدیل خواهد شد. آیا چنین قراردادی از دید شرع صحیح است و در صورت صحت امکان طراحی سوآپ مالکیت در این قالب وجود دارد؟ لازم است بررسی شود معیارها و ضوابط عامه عقدها در آن وجود دارد یا نه؟ براساس «اصالة الصحة» مقتضی صحت در معاوضه قراردادها وجود دارد و براساس اصالة اللزوم لازم است. از آنجا که طرفین در این قرارداد بدون هیچ‌گونه اجباری و از روی رضایت و به‌علت فوایدی که برای هر یک مترتب است، وارد قرارداد می‌شوند؛ بنابراین شبهه اکل مال به باطل درباره این قرارداد مردود است و از آن روی که هیچ‌کدام از اموری که به‌عنوان معنای غرر ذکر شد در معاوضه قراردادها وجود ندارد؛ بنابراین قرارداد از این نظر نیز مشکلی ندارد. مهم این است که شبهه ربا به‌عنوان مهم‌ترین ضابطه بازار سرمایه منطبق بر معیارهای اسلامی نیز بررسی شود. در ربای معاملی یکی از دو مثل با زیادتر از خود مبادله می‌شود، چه زیادی عینی باشد مانند بیع یک کیلو برنج در برابر دو کیلو، چه حکمی مانند بیع یک کیلو برنج به‌صورت نقدی در برابر یک کیلو به‌صورت نسیه. حکم پیش‌گفته درباره دیگر معاوضه‌ها نیز جاری است. ربای قرضی در

آنجاست که شخص مالی را قرض بدهد و شرط زیاده کند (موسوی خمینی، ۱۳۹۰ق، ج ۱، ص ۶۵۳). اگر بازدهی دو قرارداد معین باشد و یکی بیشتر از دیگری بازده داشته باشد می‌توان با تنقیح مناط مصداق ربا دانست؛ اما در صورتی که میزان بازده یک یا هر دو قرارداد نامعین است، شرط زیاده تحقق نیافته می‌باشد. سوآپ مالکیت توافق‌نامه‌ای میان دو طرف معامله است که در آن امکان مبادله جریان‌های نقدی حاصل از شاخص سهام، سبد سهام یا یک سهم خاص را با نرخ بازده سرمایه‌گذاری غیرسهامی (به‌طور مثال، نرخ ثابت و یا متغیر) یا نرخ بازده سرمایه‌گذاری سهامی مبادله کند. شایان ذکر است که این جریان‌های نقدی براساس اصل سرمایه فرضی مشابه با نوع ارز یکسان صورت گرفته و در دوره‌های زمانی از پیش تعیین‌شده پرداخت می‌شوند؛ بنابراین در سوآپ مالکیت مجموعه پرداخت‌هایی که براساس قیمت برخی اوراق مالکیت پایه پدید می‌آید در هنگام انعقاد قرارداد دو حالت دارد: الف) پیش از انعقاد قرارداد پدید آمده؛ ب) بعد از انعقاد قرارداد پدید می‌آید. در اینجا دو طرف، دو قرارداد را با تمام پیامدها معاوضه می‌کنند. در این صورت گفته نمی‌شود که مبلغی با مبلغ بیشتر معامله شده است. بیشتر اوقات یک طرف بیشتر از نتیجه قرارداد منتفع می‌شود؛ اما چنین امری نتیجه هر قراردادی است. نیز ممکن است سود یا زیانی نصیب هیچ‌یک از دو طرف نشود؛ در حالی که در ربای قرضی و معاملی سود تحقق پیدا می‌کند. حاصل اینکه می‌توان گفت که معاوضه قراردادها مبتنی بر عقد قرض نیست و بهره‌ای وجود ندارد و می‌توان سوآپ مالکیت را در این قالب طراحی کرد. روشن است که در این صورت ماهیت سوآپ مالکیت تفاوت فراوانی با سوآپ مالکیت رایج خواهد داشت؛ به‌طور مثال، در این صورت لازم است اصل سرمایه دارایی پایه واقعی باشد و شخص نمی‌تواند براساس سرمایه فرضی به معامله اقدام کند؛ در نتیجه هزینه انجام معامله بالا خواهد رفت. فقط یک استثنا وجود دارد: در آنجا که دارایی پایه شاخص سهام است قابلیت تصحیح وجود ندارد؛ زیرا از آنجا که شاخص امری فقط ذهنی است و قصد واقعی برای انجام معامله وجود ندارد و قرارداد باطل است.

## یک شبهه مهم

مبادله دو قرارداد با یک شبهه مهم روبه‌رو است، ممکن است گفته شود فقط قراردادهایی به سبب آیه شریفه «اوفوا بالعقود» لازم‌الوفا هستند که عرفاً «العقود» بر آنها منطبق باشد و مبادله دو قرارداد تاکنون بین عقلاً رایج نبوده است؛ بنابراین تحت آیه شریفه قرار نگرفته و صحیح نخواهد بود. اگر گفته شود در صورت شک با تمسک به آیه می‌توان آن را تحت آیه مندرج کرد، می‌توان پاسخ داد که تمسک به عام در برخی از مواردی درست است که صدق انطباق عام بر مورد مشکوک مسلم باشد و شک در خروج آن به وسیله یک مخصص داشته باشیم مانند اینکه مولا ابتدا گفته که «عالمان را اکرام کن؛ سپس فرموده عالمان فاسق را اکرام نکن» و نمی‌دانیم فاسق فقط کسی است که گناهان کبیره را مرتکب می‌شود یا شامل انجام‌دهنده گناهان صغیره نیز می‌شود، در این صورت چون شمول حکم لزوم اکرام نسبت به مرتکب صغیره در ابتدا مسلم بوده و شک در خروج آن داریم با تمسک به عام حکم به لزوم اکرام صادر می‌کنیم (سبحانی، ۱۴۱۹ق، ص ۴۷۶)؛ اما در صورتی که انطباق عام بر یک مورد مشکوک باشد نمی‌توان با تمسک به عام آن را مشمول حکم عام دانست و مبادله قراردادها از این قبیل است. از ابتدا شک داریم که مبادله دو قرارداد تحت «اوفوا بالعقود» قرار می‌گیرد یا نه و با تمسک به عام نمی‌توان آن را لازم‌الوفا دانست.

## پاسخ شبهه

به نظر ما این شبهه به راحتی قابل پاسخ است و مانعی در تمسک به عمومات و اطلاقات برای حکم به صحت مبادله قراردادها در صورت وجود شرایط عام وجود ندارد. می‌توان گفت دلیلی بر رایج بودن یک قرارداد در عرف وجود ندارد. اگر یک فقیه یا حقوقدان با یک مبنای عقلایی و برای رفع یک نیاز قراردادی را تعریف کند و آن را به عرف معرفی کند، مصداق عقد بوده، تحت آیه شریفه قرار خواهد گرفت. شیخ انصاری؛ نوشته مراد از عقد همان گونه که در صحیح ابن‌سنان در تفسیر علی بن ابراهیم آمده، مطلق تعهد است یا آنچه از نظر لغت و عرف عقد شمرده شود. (انصاری، ۱۴۲۰ق، ج ۵، ص ۱۷). به این ترتیب وی رواج عرفی را لزوماً معتبر نمی‌داند. افزون بر این می‌دانیم دلیل اصالة الصحة منحصر در آیه شریفه «اوفوا بالعقود» نیست و دلایل متعدد دیگری نیز بر این امر دلالت می‌کند. از مهم‌ترین

ادله آیه شریفه «يَا أَيُّهَا الَّذِينَ ءَامَنُوا لَا تَأْكُلُوا أَمْوَالَكُمْ بَيْنَكُمْ بِالْبَاطِلِ إِلَّا أَنْ تَكُونَ تِجَارَةً عَنْ تَرَاضٍ مِنْكُمْ وَلَا تَقْتُلُوا أَنْفُسَكُمْ إِنَّ اللَّهَ كَانَ بِكُمْ رَحِيمًا» (نساء: ۲۹) است. براساس آیه کریمه معامله‌هایی که مصداق اکل مال به باطل هستند مانند قمار، رشوه و ... ممنوع هستند؛ تجارت در این آیه معنای عامی داشته به خرید و فروش اختصاص ندارد. اگر هم به تفسیر پیش‌گفته درباره استدلال به این آیه اشکال شود می‌توان آیه «و اوفوا بالعهد ان العهد كان مسؤولاً» (اسراء: ۳۴) را مطرح کرد. «العهد» ناظر به جنس پیمان‌ها است؛ یعنی هر قرارداد عقلایی که دو نفر با یکدیگر منعقد می‌کنند. آنچه برخی مطرح کرده‌اند که آیه به عهد عرفی ناظر است (موسویان، ۱۳۸۶، ص ۶۵) در زمره ادعاهای بدون دلیل شمرده می‌شود و با دیگر استدلال‌های آنان سازگار نیست!!! آیا مبادله دو قرارداد اگر هم تاکنون رایج نبوده باشد مصداق «العهد» هست یا نه؟ باز هم به فرض به استدلال پیش‌گفته خدشه شود، می‌توان به «المؤمنون عند شروطهم» (حرّ عاملی، ۱۴۱۴ق، ج ۱۸، ص ۱۶) تمسک کرد. به فرموده امام خمینی؛ می‌توان گفت شرط همان‌گونه که شامل شروط ضمن عقد می‌شود، مطلق قرار بین دو طرف و تمام تعهدها را نیز به مناسبت حکم و موضوع در بر می‌گیرد و عنوان شرط در آن مدخلیت ندارد (موسوی خمینی، ۱۴۲۱ق، ج ۱، ص ۱۴۱)؛ از این رو برای اثبات اصالة الصحة به این روایت نیز تمسک می‌کنند. مطلب دیگری قابل ذکر است که اگر قراردادی جدید با منطق عقلانی و براساس نیاز واقعی به وسیله متخصصان مالی معرفی شده پس از مدتی رواج پیدا کند، اشکال‌کننده با تمسک به ادله یادشده آن را صحیح می‌داند، به چه ملاک می‌توان گفت تا آن زمان غیرمشروع بوده و ناگهان پس از رواج مشروعیت پیدا کرده است؟ بله اگر عقلایی بودن یک قرارداد محل تردید باشد، باید صبر کنیم تا در صورت رواج آن بین عقلا به اطمینان برسیم؛ اما در مواردی مانند مبادله قراردادها که از همان ابتدا منطق عقلانی روشن دارد حقیقت امر از همان ابتدا معلوم است. سرچشمه اصالة الصحة این است که شارع مقدس بر آنچه عقلا براساس نیاز واقعی و منطق عقلانی ابداع کرده‌اند در چارچوب ضوابطی که بیان کرده، مهر تأیید زده است. با ترویج مبادله قراردادها می‌توان باب جدیدی در معامله‌ها گشود و نیازهای بسیاری را مرتفع کرد. افزون بر آنچه گفته شد لازم است یادآور شویم که صاحب‌نظران مالی اهل سنت مقوله‌ای

تحت عنوان «بیع العقد» را مطرح کرده و جوانب آن را بررسی کرده‌اند که مرادف مبادله قراردادها است؛ در نتیجه این قرارداد خیلی هم بی‌پیشینه نیست.

## جمع‌بندی و نتیجه‌گیری

در بخش نخست مقاله بُعدها، مؤلفه و شاخص‌های قرارداد سوآپ مالکیت از دیدگاه مالی بررسی شد. در این بخش ضمن بررسی تعریف‌های متعارف، انواع، مشخصات، مدل‌های رایج، گستره استفاده، مزیت‌ها و عیب‌های سوآپ مالکیت، ضرورت استفاده از این ابزار در بازار سرمایه ایران بررسی شد. در جمع‌بندی می‌توان گفت که سوآپ مالکیت توافق‌نامه‌ای میان دو طرف معامله است که در آن جریان‌های نقدی حاصل از شاخص سهام، سبد سهام یا یک سهم خاص با نرخ بازده سرمایه‌گذاری غیرسهامی (به‌طور مثال نرخ ثابت یا متغیر) یا نرخ بازده سرمایه‌گذاری سهامی مبادله می‌شود. شایان ذکر است که این جریان‌های نقدی براساس اصل سرمایه فرضی مشابه با نوع ارز یکسان صورت گرفته و در دوره‌های زمانی از پیش تعیین‌شده پرداخت می‌شوند؛ بنابراین در سوآپ مالکیت مجموعه پرداخت‌هایی که براساس قیمت برخی اوراق مالکیت پایه پدید می‌آید در هنگام انعقاد قرارداد دو حالت دارد: الف) پیش از انعقاد قرارداد پدید آمده؛ ب) بعد از انعقاد قرارداد پدید می‌آید.

در بخش دوم بُعدها، مؤلفه و شاخص‌های قرارداد سوآپ مالکیت از دیدگاه فقهی - حقوقی بررسی شد. در این قسمت معاوضه و بیع از دیدگاه فقیهان بررسی شد. دیدیم که از این ناحیه مقتضی صحت در سوآپ مالکیت موجود است؛ اما موانعی مانند غرر و ربای معاوضی اجازه حکم به صحت را نمی‌دهد؛ بنابراین نمی‌توان سوآپ مالکیت را از ناحیه معاوضه معدوم تصحیح کرد. تعهد در برابر تعهد پرداخت جریان‌های نقدی نیز ربوی است و نمی‌تواند راهکار تصحیح سوآپ مالکیت قرار گیرد. در انتها طراحی سوآپ مالکیت از راه مبادله دو قرارداد ممکن دانسته شد. مبادله قراردادها مقوله جدیدی است که می‌تواند پاسخ‌گوی بسیاری نیازها باشد؛ البته این راهکار لوازم خاص خود را دارد و با سوآپ مالکیت رایج تفاوت خواهد داشت. این امر درجه تنوع معامله‌های بازار را افزایش داده، حل‌کننده مشکل‌های فراوانی خواهد بود. لازم است در این‌باره تحقیق جداگانه‌ای سامان یابد.

## منابع و مأخذ

۱. آملی، شیخ محمدتقی؛ تقرير بحث النائینی (كتاب المكاسب و البيع)؛ ج ۱، قم: مؤسسه نشر اسلامی، [بی تا].
۲. انصاری، مرتضی؛ كتاب المكاسب؛ ج ۳ و ۴، چ ۲، قم: المؤتمر العالمي بمناسبة الذكرى المئوية الثانية لميلاد الشيخ الأنصاري، ۱۴۲۰ق.
۳. سبحانی، جعفر؛ المحصول في علم الاصول؛ قم: مؤسسه امام صادق 7، ۱۴۱۹ق.
۴. \_\_\_\_\_؛ نخبة الأزهار (بحث آية الله العظمى شيخ الشريعة الأصفهاني)؛ [بی جا]: المطبعة العلمية، ۱۳۹۸ق.
۵. علامه حلی؛ تذكرة الفقهاء؛ ج ۱۰، قم: مؤسسه آل البيت: لإحياء التراث، ۱۴۲۰ق.
۶. \_\_\_\_\_؛ نهاية الأحكام؛ ج ۲، چ ۲، قم: انتشارات اسماعيليان، ۱۴۱۰ق.
۷. ۱۶۷ فياض، شيخ محمد اسحاق؛ أحكام البنوك والأسهم والسندات والأسواق المالية (البورصة)؛ [بی جا]: مكتب سماحة الشيخ محمد إسحاق الفياض، [بی تا].
۸. گلپایگانی، سيد محمد رضا؛ بلغة الطالب؛ قم: انتشارات خيام، ۱۳۹۹ق.
۹. محقق نراقی؛ مستند الشيعة، ج ۱۴، قم: مؤسسه آل البيت: لإحياء التراث، ۱۴۱۸ق.
۱۰. محقق حلی؛ شرائع الإسلام؛ ج ۲، چ ۲، تهران: انتشارات استقلال، ۱۴۰۹ق.
۱۱. موسویان، سيد عباس؛ ابزارهای مالی اسلامی (صکوک)؛ تهران: پژوهشگاه فرهنگ و اندیشه اسلامی، ۱۳۸۶.
۱۲. موسوی خمینی، سيد روح الله؛ تحرير الوسيلة؛ ج ۱، چ ۲، قم: انتشارات اسماعيليان، ۱۳۹۰ق.
۱۳. \_\_\_\_\_؛ كتاب البيع؛ ج ۱، تهران: مؤسسه تنظيم و نشر آثار الامام الخميني، ۱۴۲۱ق.
۱۴. موسوی خويی، سيد ابوالقاسم؛ مصباح الفقاهة؛ ج ۲، قم: انتشارات داوری، [بی تا].
۱۵. نجفی، محمد حسن؛ جواهر الكلام؛ ج ۲۲ و ۲۶، چ ۹، تهران: دار الكتب الإسلامية، ۱۳۶۸.
۱۶. يوسفی، احمد علی؛ خرید و فروش اسکناس؛ تهران: پژوهشگاه فرهنگ و اندیشه اسلامی، ۱۳۸۹.

17. A.Ting-Pin Wu; Son Nan Chen”; Equity swaps in libor market model”; **the Journal of Futures Markets**; Vol. 27, No. 9, 2007.
18. Al rajhi financial services co; **Saudi market update**, 2008.
19. B.Ting-Pin Wu; Son Nan Chen; ” Cross-Currency Equity Swaps in the BGM Model“; **the Journal of Derivatives**, vol 15, 2007.
20. Bettis, J. Carr; Bizjak, John M & Lemmon, Michael L; “Managerial Ownership, Incentive Contracting, and the Use of Zero-Cost Collars and Equity Swaps by Corporate Insiders“;**the Journal Of Financial and Quantitative Analysis**, vol. 36, no. 3, 2001.
21. Chance, Don.M; “Equity swap and equity investing“; **the journal of alternative investments**, 2004.
22. Chance, Don.M; Brooks , Robert; “Introduction to Derivatives and Risk Management”; **Cengage Learning**; 2009.
23. Chisholm, Andrew; “**Derivatives Demystified: A Step-by-Step Guide to Forwards, Futures, Swaps and Options**”; John Wiley and Sons, 2010..
24. Chisholm, Andrew; **An introduction to international capital markets: products, strategies, participants**; John Wiley and Sons, 2009.
25. Collins, Bruce M; Fabozzi , Frank J; **Derivatives and equity portfolio management**; John Wiley and Sons, 1999.
26. Fabozzi , Frank J; **Handbook of Finance: Financial Markets and Instruments**; John Wiley and Sons, 2008.



27. Fabozzi, Frank J, “**The Theory and Practice of Investment Management: Asset Allocation, Valuation, Portfolio Construction, and Strategies**“; John Wiley and Sons, 2011.
28. Fabozzi, Frank J; “**The Use of Derivatives in Tax Planning**“; John Wiley and Sons, 1998.
29. Fabozzi, Frank J; **Institutional Investment Management: Equity and Bond Portfolio Strategies and Applications**; John Wiley and Sons, 2009.
30. Francis, Jack Clark; Toy, William W & Whittaker, J. Gregg; **The handbook of equity derivatives**; John Wiley and Sons, 2000.
31. Gibson, Willa.E; ”Are swap agreements securities or futures? The inadequacies of applying the traditional regulatory approach to otc derivatives transactions“; **the Journal of Corporation Law**, vol 24, no 379, 1999.
32. Globecon, Group; **Derivatives engineering: a guide to structuring, pricing, and marketing derivatives**; McGraw-Hill Professional, 1995.
33. Hing Chieh Wang, Szu Lang Liao; Pricing models of equity swaps; **the Journal of Future Markets**, vol 23, no 8, 2003.
34. Kolb, Robert W; Overdahl, James A; **Financial derivatives: pricing and risk management**; John Wiley and Sons, 2009.
35. Marshall, John Francis; Kapner , Kenneth R; **Understanding swaps**; John Wiley and Sons, 1993.
36. Prisman, Eliezer Z; ”Pricing derivative securities: an interactive, dynamic environment with Maple V and Matlab“; **Academic Press**; 2000.

37. Robinger, Jeffrey.I; "tax planning strategies with equity derivatives"; **the Florida bar journal**, Vol. [HYPERLINK "http://law-journals-books.vlex.com/source/florida-bar-journal-2918/issue\\_nbr/%2376%234"](http://law-journals-books.vlex.com/source/florida-bar-journal-2918/issue_nbr/%2376%234)76, no.4 , 2002.
38. San-Lin Chung, Hsiao-Fen Yang; "**Pricing Quanto Equity Swaps in a Stochastic Interest Rate Economy**"; *Applied Mathematical Finance*, Vol. 12, No. 2, 2005.
39. Triennial and semiannual surveys, Positions in global over-the-counter (OTC) derivatives markets at end-June, **Bank for International Settlements Monetary and Economic Department**; CH-4002 Basel, Switzerland, 2001, 2002, 2003, 2004, 2005, 2006, 2007, 2008, 2009, 2010, 2011.
40. Vyuptakesh, Sharan; "**International Financial Management**"; PHI Learning Pvt. Ltd, 2005.