

SID



بلاگ مرکز اطلاعات علمی



کارگاه‌های آموزشی



سرویس ترجمه تخصصی



فیلم‌های آموزشی

کارگاه‌ها و فیلم‌های آموزشی مرکز اطلاعات علمی

آشنایی با پایگاه‌های اطلاعات علمی بین‌المللی و ترندهای جستجو

بین‌المللی و ترندهای جستجو

کاربرد نرم افزار SPSS در پژوهش

پروپوزال نویسی (علوم انسانی)

کاربرد نرم افزار End Note در استناددهی مقالات و متون علمی

صدور گواهینامه نمایه مقالات نویسندگان در SID

ارائه مدل عملیاتی قرارداد سوآپ بدهی – مالکیت متناسب با بازار سرمایه ایران و بررسی ریسک های آن

مهدی الهی

دانشجوی دکتری مدیریت مالی دانشگاه علامه طباطبائی

doctormahdielahi@gmail.com

سید محمد جواد میر طاهر

دانشجوی دکتری مدیریت مالی دانشگاه امام صادق (ع)

smj.mirtaher@gmail.com

غزاله باقریان

کارشناسی ارشد مهندسی مالی دانشگاه علم و فرهنگ

ghazaleh68.bagherian@gmail.com

چکیده

قراردادهای سوآپ به عنوان یکی از ابزارهای مشتقه در بازارهای مالی اهمیت فراوانی داشته و استفاده وسیعی در بازار سرمایه دارد. یکی از مهم ترین سوآپ ها که کاربرد فراوانی هم دارد، سوآپ بدهی – مالکیت است. از آنجا که بازار سرمایه ایران در حال گسترش می باشد، لازم است تمام ابزارهای جدید با موازین فقهی ارزیابی شود. در مقاله پیش رو ضمن بررسی سوآپ بدهی – مالکیت از دید تعریف ها، ویژگی ها، کاربردها، مزیت ها و معایب، ضرورت استفاده از سوآپ بدهی – مالکیت در بازار سرمایه ایران، برای نخستین بار بررسی فقهی این معامله انجام شده است.

مقاله پیش رو که به روش تحقیق توصیفی – تحلیلی و اسنادی موضوع قرارداد سوآپ بدهی – مالکیت را از دید فقهی-مالی بررسی می کند، در تلاش است با رفع مشکلات فقهی، مدلی متناسب با بازار سرمایه ایران ارائه دهد، سپس ریسک های مدل را بررسی می کند و راهکارهایی برای پوشش ریسک ارائه می دهد.

واژگان کلیدی: سوآپ بدهی – مالکیت،^۱ مدیریت ریسک^۲، اوراق قرضه^۳، اوراق بهادار اسلامی^۴.

طبقه بندی JEL : G10- Z12-G19

¹ .debt- equity swap

² .Risk management

³ .Bond

⁴ .Islamic Bond

مقدمه

بازار سرمایه چهار رکن دارد: الف) حقوق و مقررات مالی؛ ب) ابزارهای تامین مالی؛ ج) مدیریت ریسک؛ د) بازارها و واسطه های مالی. ابزارهای مدیریت ریسک، برای پدید ساختن اطمینان خاطر فعالان اقتصادی در برابر ریسک هایی که لازمه فعالیت اقتصادی است، ابداع شده اند. مهم ترین این ابزارها، ابزارهای مشتقه هستند. ابزارهای مشتقه شامل قراردادهای آتی خاص، قراردادهای آتی یکسان، قراردادهای اختیار معامله و قراردادهای سوآپ است. در این میان قراردادهای سوآپ تنوع فراوانی دارند. سوآپ بدهی - مالکیت یکی از انواع قرارداد سوآپ است که کاربرد وسیعی دارد.

باید بررسی شود که مدل مناسب قرارداد سوآپ بدهی - مالکیت برای بازار سرمایه ایران چیست؟ و چگونه روش هایی برای پوشش ریسک آن ارائه شود.

۱. سابقه و پیشینه تحقیق

طی چند دهه اخیر تحقیق های بسیاری درباره ماهیت قرارداد سوآپ بدهی - مالکیت، ساختار، روش قیمت گذاری و... صورت گرفته است. اما درباره مدل عملیاتی قرارداد سوآپ بدهی - مالکیت مطابق با موازین اسلامی تا کنون مطالعه ای انجام نشده است. در زیر خلاصه ای از پژوهش های انجام شده در خصوص قرارداد سوآپ بدهی - مالکیت بیان می شود.

کلادیو میلان (۱۹۹۶)، در مقاله خود به بررسی نقش سوآپ بدهی - مالکیت در فرآیند خصوصی سازی کشور شیلی می پردازد و تأثیری که این نوع از سوآپ بر سرمایه گذاری خارجی، کاهش بدهی و برگشت فرار سرمایه دارند را مورد بررسی قرار می دهد. هم چنین این مقاله اولین پژوهش تجربی ای است که نوآوری های مالی مانند سوآپ بدهی - مالکیت را به برنامه های خصوصی سازی مرتبط می سازد.

ناواتی و موراکیس (۲۰۰۹)، در مقاله خود به تجزیه و تحلیل سوآپ بدهی - مالکیت با تمرکز بر روی مباحث قیمت گذاری و طراحی سوآپ می پردازد. نویسندگان در این مقاله بیان می کنند که چنین ابزارهای مالی ای زمانی مفید هستند که طلبکاران تمایل دارند از انحلال شرکت در هنگام نکول جلوگیری کنند.

از آنجایی که درباره مدل عملیاتی قرارداد سوآپ بدهی - مالکیت در ایران تحقیقاتی صورت نگرفته است، محقق درصدد است با بررسی قرارداد سوآپ بدهی - مالکیت از یک سو و بررسی مسائل فقهی - حقوقی و اقتصادی از سوی دیگر و در نظر گرفتن نظرات خبرگان مدل عملیاتی مناسب با بازار سرمایه ایران ارائه دهد.

۲. تعریف موضوع و بیان مساله

سیستم مالی مطلوب، سیستمی است که بتواند به طراحی ابزارهایی بپردازد تا افرادی که توانایی سرمایه گذاری دارند اما فاقد سرمایه لازم هستند، با استفاده از این ابزارها به فعالیت بپردازند. اما فعالیت های اقتصادی معمولاً دارای ریسک هستند و باید برای پوشش ریسک آنها تدابیری اندیشید. یکی از ابزارهای کارآمد برای رفع چنین نیازی، سوآپ است. سوآپ توافقی است بین ۲ شرکت برای معاوضه جریان های نقدی در آینده (با دو نوع متفاوت از بدهی یا دارایی ها) (جان هال، ۱۳۸۴، ص ۲۵۹). ما مسلمانان به حق معتقدیم که اسلام دین تمام زمان ها است و توانایی پاسخگویی به تمامی نیازهای بشر در تمامی اعصار را دارا می باشد. از این رو بر متخصصان مسلمان و مجتهدان لازم است که این قبیل موضوعات را مورد بررسی دقیق قرار دهند. آن ها باید ابزارهایی که می توان در چارچوب ضوابط شرعی برای پویایی بازار مالی کشورهای اسلامی ابداع کرد را معرفی نمایند (معصومی نیا، ۱۳۸۹، ص ۲۲). با توجه به اینکه برخی از سوآپ های موجود مورد بررسی قرار گرفته و مدل عملیاتی آن ارائه شده، محقق درصدد است سوآپ بدهی - مالکیت را مورد مطالعه قرار دهد و مدل عملیاتی مناسبی برای آن ارائه دهد. در بررسی اولیه که انجام شد، مشکلات کلی در سوآپ متعارف ربوی بودن اوراق قرضه و بیع دین به دین در بخشی از معاملات مدل بود. بنابراین تحقیق حاضر به دنبال یافتن پاسخ به این پرسش است که مدل مناسب قرارداد سوآپ بدهی - مالکیت برای بازار سرمایه ایران چیست؟

۳. روش تحقیق

این تحقیق یک نوع تحقیق توصیفی - تحلیلی و پیمایشی مقطعی می باشد. زیرا در این تحقیق به دنبال تبیین و توصیف مبانی فقهی سوآپ بدهی - مالکیت و در نهایت ارائه راهکار جدید و مدل از نظر فقهی و مالی و کاربردی می باشیم. هم چنین تحقیق از بعد نوع داده ها، کیفی است و فرآیند آزمون بیشتر بر استدلال هایی بر مبنای دستکاری مفاهیم و مقوله بندی داده های متنی اتکا خواهد داشت. بدین سبب روش تحقیق در این پژوهش با مراجعه به متون فقهی - حقوقی و اقتصادی و استفاده از نظرات خبرگان مالی اسلامی صورت می گیرد.

۴. موضوع شناسایی سوآپ بدهی - مالکیت

۴.۱: تاریخچه سوآپ بدهی - مالکیت

سوآپ های بدهی - مالکیت به عنوان یکی از مهم ترین ابزارهای مالی در اوایل سال های ۱۹۸۰ مطرح شد. شیلی اولین کشوری بود که دامنه گسترده ای از طرح های تبدیل بدهی - مالکیت را در می ۱۹۸۵ بنا نهاد (Hamburg, 1987). استفاده از سوآپ بدهی - مالکیت در آغاز سال ۱۹۹۴ بطور قابل ملاحظه ای کاهش یافت و بیشتر برنامه های سوآپ بدهی - مالکیت که در دهه ۱۹۸۰ موجود بوده، به تعلیق درآمد و یا بکار گرفته نشد (Moye, 2001). سپس ژاپن استفاده از سوآپ بدهی - مالکیت را برای اولین بار در اوایل سال ۱۹۹۹ زمانی که اولین همایش کمیسیون های رقابتی که توسط دولت تشکیل شده بود، به صورت رسمی آغاز کرد (Seki, 2002).

۴.۲: تعریف سوآپ بدهی - مالکیت

تعریف های متعددی برای سوآپ بدهی - مالکیت ارائه شده است که در ادامه به ذکر برخی از آن ها می پردازیم:
واژه سوآپ بدهی - مالکیت به معنای معاوضه بدهی شرکتی که به شدت مقروض یا از نظر مالی زیان دیده است به سهام یا کسب مالکیت به وسیله اعتباردهندگان خود می باشد (Seki, 2002).

به عبارت دیگر، سوآپ بدهی - مالکیت مجموعه ای از معاملات مالی است که به موجب آن یک شرکت بدهکار می تواند تمام یا بخشی از بدهی های خود را با مقدار از پیش تعیین شده ای از حقوق صاحبان سهام یا سهام مبادله کند. تعداد سهام اعطا شده توسط حجم بدهی های معوق و ارزش سهام ها تعیین می شود. هم چنین ارزش اوراق بدهی و اوراق مالکیت معمولاً توسط بازار در زمان مبادله تعیین می شود و در هنگام تبدیل اوراق بدهی به اوراق مالکیت هیچ تبادل نقدی صورت نمی گیرد.

۴.۳: ساختار و اجزای سوآپ بدهی - مالکیت

مشارکت کنندگان اصلی در یک سوآپ بدهی - مالکیت عبارت هستند از:

• اعتباردهندگان

معمولاً اعتباردهندگان یک بانک یا یک موسسه اعطای وام است. وظیفه اصلی اعتباردهندگان این است که احتمال بروز مشکل را در زمان اعطای وام بررسی می کنند. اعتباردهندگان در ارزیابی های خود باید به شرایط اعطای وام، کشوری که قصد اعطای وام را به او دارند، تاثیرات چانه زنی و مذاکرات بانک با متقاضیان وام و هم چنین میزان تغییر در مقدار تخفیفات مرتبط با بازارهای سوآپ بدهی - مالکیت اشاره کنند.

• بدهکاران

بدهکار، شخصیت یا سازمان میزبان برای سرمایه گذاری است که پس از تعریف فرآیندها و مراحل سوآپ بدهی - مالکیت، بدهی ها را در ارز داخلی بازخرید می کند.

• سرمایه گذاران

سرمایه گذاران می توانند یک شرکت بین المللی که حاضر به سرمایه گذاری در کشور میزبان است یا سرمایه گذاران کوچک و سرمایه گذارانی که برای اولین بار اقدام به فعالیت کرده اند، باشد.

• کارگزاران

کارگزاران می توانند یک شرکت کارگزاری، بانک سرمایه گذاری، دولت رسمی یا یک صنعتگر با نفوذ باشند. وظیفه اصلی کارگزاران ارتباط، تسهیل و انتقال اوراق بهادار شرکای درگیر در یک معامله سوآپ بدهی – مالکیت است (Wajeih, 1995).

۴،۴: مشخصات و ویژگی های سوآپ بدهی - مالکیت

از دیدگاه بلیک و یارادهان (۱۹۹۱)، اکثر سوآپ های بدهی - مالکیت و بیگانه های زیر را دارا می باشند:

- بدهی ها با ارزشهای معتبر به سهام هایی با ارزش داخلی تبدیل می شود.
- اوراق بدهی به دلیل میزان تخفیفات بازخريد که معمولاً بین ۱۰ تا ۱۲ درصد است به ارزش اسمی کمتری بازخريد می شوند.
- درآمدهای حاصل از بازخريد ارزشهای معتبر با نرخ تبدیل نقدی قانونی به ارزشهای داخلی ای که برای بدست آوردن سهام حقوق صاحبان سهام در یک شرکت استفاده خواهد شد، تبدیل می شوند.
- سرمایه گذاری بر روی سهام های داخلی شرکت قبل از اینکه بتوان آن ها را منحل کرد و درآمدهای حاصل از آن ها را برگرداند باید برای چندین سال حفظ شوند.

۴،۵: کاربرد سوآپ بدھی - مالکیت

۱. *ابزاری مناسب جهت حل مشکلات مرتبط با بحران بدهی های بین المللی: سوآپ بدهی* - مالکیت مکانیزمی ارائه می دهد که مبتنی بر بازار است و به واسطه آن کشورهای بدهکار و اعتباردهندگان می تواند مشکلات بحران بدهی های بین المللی خود را حل کنند.
۲. *بهبود ترازنامه و کاهش بدهی شرکت های مقروض: در یک سوآپ بدهی* - مالکیت بدهی به سهام تبدیل می شود. تبدیل بدهی به سهام نه تنها نسبت بدهی به حقوق صاحبان سهام پروژه را کاهش می دهد بلکه سطح پرداخت های بدهی را نیز کاهش می دهد. (Merra, Njiru, 2002).
۳. *تسهیل خصوصی سازی شرکت های دولتی: دولت ها بر این باور هستند که سوآپ بدهی* - مالکیت می تواند ابزار مفیدی جهت کاهش الزامات بدهی خارجی و جذب شرکا برای خصوصی سازی شرکت های دولتی باشد) (Claudio, 1996).
۴. *ارتقای اعتبار کشورهای کمتر توسعه یافته: سوآپ بدهی* - مالکیت می تواند همراه با کاهش حجم نامحدود بدهی های خارجی و افزایش مشارکت در سرمایه گذاری های مختلف، اعتبار کشورهای کمتر توسعه یافته را اتقا دهند) (Merra, Njiru, 2002).

۴,۶: مزایا و معایب سوآپ بدھے، - مالکیت

هر یک از ابزارهای مالی بکارگرفته شده در بازارهای سرمایه دارای مزایا و معایب بی شماری است که باید با بررسی آن ها و در نظر گرفتن شرایط بازار سرمایه به بهترین نحو از این ابزارها استفاده کرد.

مزایای اجرای سوآپ بدهی، - مالکیت

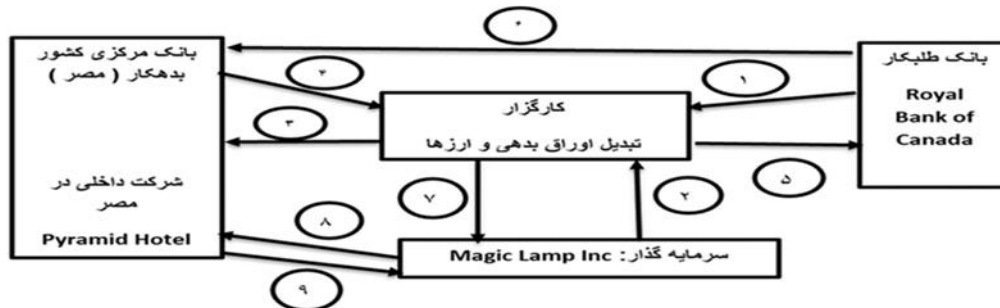
۱. کاهش بدهی های خارجی و افزایش سرمایه گذاری؛
 ۲. بهبود موقعیت مالی کشورهای بدهکار؛
 ۳. تسهیل خصوصی سازی شرکت های دولتی؛
 ۴. بهبود شرایط اقتصادی و بهره برداری صحیح از منابع و فرصت ها؛
 ۵. هدایت استراتژی اعطای وام به سمت فرصت های مناسب؛
 ۶. کاهش قرار گرفتن در معرض ریسک های نرخ ارز و نکول؛
 ۷. تسهیل ورود به بازار سرمایه؛
- معایب اجرای سوآپ بدهی - مالکیت

۱. ممکن است باعث خصوصی کردن اقتصاد شود و فشار تورمی شدیدی ایجاد کند؛
۲. کنترل بیشتر خارجیان بر اقتصاد کشور و در خطر بودن حاکمیت کشورها؛
۳. بازخرید بدهی با هزینه بیشتر در بازار ثانویه؛
۴. ایجاد زیان های نقدی به دلیل تنزیل وام ها؛
۵. قرار گرفتن در معرض ریسک های اقتصادی، سیاسی و خارجی؛

۴،۷: مثال کاربردی

کشور مصر بدهی به بانک رویال کانادا دارد. ارزش اسمی بدهی ۱۰۰ میلیون دلار کانادا است و با توجه به اینکه کشورمصر با مشکلات مالی زیادی مواجه است بانک رویال کانادا بر این باور است که احتمال بازپرداخت بدهی مصر درآینده کم خواهد بود، در نتیجه تمایل به فروش بدهی خود به قیمت ۵۵ میلیون دلار کانادا دارد. سپس یک شرکت کانادایی، تصمیم می گیرد در کشور مصر سرمایه گذاری کند. پس این شرکت پیشنهاد سرمایه گذاری برای تامین مالی پروژه خود را به مقامات دولت مصر ارائه می دهد. وقتی که پروژه مورد تایید مقامات دولت مصر قرارگرفت، شرکت اوراق بدهی کشور مصر را از بانک رویال کانادا در قیمت بازار ثانویه یعنی ۵۵ میلیون دلار کانادا می خرد و آن ها را جهت بازخرید به دولت مصر ارائه می دهد. سپس بانک مرکزی مصر اوراق بدهی را می خرد و پوندهای مصری را به شرکت کانادایی به نرخ بازخرید که تقریبا برابر با ارزش اسمی بدهی با یک تخفیف ۱۰ درصدی بازخرید است، می دهد. در نتیجه این شرکت کانادایی ۹۰ میلیون دلار کانادایی ارز داخلی دریافت می کند. در این فرآیند واسطه گرهای مالی که خدمات اجرای سوآپ را انجام می دهند کارمزدی در حدود ۲ درصد دریافت می کنند.

برای فهم بیشتر این فرآیند طرح سوآپ بدهی – مالکیت و کلیه معاملات درگیر در آن را به صورت دیاگرام زیر نشان می دهیم.



شکل ۱. سوآپ بدهی – مالکیت غربی

۱. بانک رویال کانادا می خواهد بدهی خود را در ۵۵ درصد ارزش اسمی آن بفروشد؛
۲. شرکت سرمایه گذاری کانادایی تمایل دارد اوراق بدهی را با تخفیف بخرد و سرمایه گذاری را در کشور مصر آغاز کند؛
۳. بدهی در ۱۰۰ درصد ارزش اسمی ارز معتبر توسط سرمایه گذار به بانک مرکزی کشور مصر ارائه می شود؛
۴. بدهی در ۹۰ درصد ارزش اسمی ارز داخلی و پس از محاسبه تخفیفات بازخرید به وسیله کشور بدهکار به کار گرفته می شود؛
۵. بدهی در ۵۵ درصد ارزش اسمی ارز معتبر منهای ۱ درصد هزینه های کارگزاری؛
۶. باطل کردن اوراق بدهی کشور توسعه یافته؛
۷. بدهی در ۹۰ درصد ارزش اسمی ارز داخلی منهای ۲ درصد هزینه های کارگزاری؛
۸. بدهی در ۸۸ درصد ارزش اسمی ارز داخلی توسط سرمایه گذار برای خرید سهام حقوق صاحبان سهام شرکت های داخلی استفاده می شود؛
۹. سرمایه گذار سهام حقوق صاحبان سهام شرکت های داخلی را دریافت می کند؛(Wajeeh,1995,p63)

۴:۹، ضرورت اجرای سوآپ بدهی - مالکیت در بازار سرمایه ایران

تاریخ تحولات اقتصادی کشورهای اسلامی به ویژه ایران نشان می دهد شرط نخست موفقیت بلند مدت موسسات و نهادهای اقتصادی در سازگاری آن ها با اعتقادات و فرهنگ اسلامی مسلمانان نهفته است. موضوع ابزارهای مالی نیز از این قاعده کلی مستثنا نیست. تثبیت و گسترش بازار اوراق سهام و عدم استقبال مردم از اوراق قرضه، شاهد گویای این مطلب است. علاوه بر این ضرورت طراحی انواع ابزارهای پوشش ریسک برای کاهش نوسانات و جلب خاطر سرمایه گذاران امری اجتناب ناپذیر است. همان گونه که بیان شد حاکمیت فضای اقتصادی در ایران نیاز به سوآپ بدهی - مالکیت برای مدیریت ریسک در کنار سایر ابزارهای پوشش ریسک را تشدید می کند. در ادامه عمده دلایل ضرورت استفاده از سوآپ بدهی - مالکیت در بازار سرمایه ایران تشریح می شود.

۱. عامل انگیزشی مثبت برای ورود سرمایه گذاران خارجی به بازار سرمایه ایران و کاهش بدهی های ایران به آنها: سوآپ بدهی - مالکیت، خارجیان را به سرمایه گذاری در بازارهای سرمایه تشویق می کند و بدون دخالت در کنترل داخلی کشور، مالکیت بخشی از سهام های دریافتی را بدست می آورند و در نتیجه کشور ایران می تواند بدهی های خود را کاهش دهد.
۲. ابزاری مناسب برای پوشش ریسک: حجم بالای سرمایه گذاری در بازار سرمایه و ضرورت مدیریت ریسک بازدهی مختص آن ها، ضرورت حفظ سرمایه گذاران فعلی و جذب سرمایه گذاران داخلی و خارجی از راه کاهش هزینه های معاملاتی و مالیاتی و طراحی ابزار مالی مناسب در این باره بیانگر شدت این نیاز است.
۳. جلوگیری از فرار سرمایه کشور: سوآپ بدهی - مالکیت به عنوان یکی از ابزارهای پوشش ریسک با تبدیل بدهی های کشور به سهام می تواند از فرار سرمایه جلوگیری کرده و در نتیجه به بهبود اعتماد به نفس و بهبود موقعیت اقتصادی کشور بینجامد.
۴. ابزاری کارا در هنگام ورشکستگی شرکت ها: یکی از کاربرد های سوآپ بدهی - مالکیت پوشش ریسک است. و همانطور که می دانیم ریسک بسیار مهم برای برخی کشورها و شرکت هایی که بدهکاری زیادی دارند، امکان توقف و ورشکستگی آن ها می باشد که با استفاده از این نوع سوآپ می توانند از این خطر رهایی پیدا کنند.
۵. کمک به افزایش نقدینگی به صورت غیر مستقیم: قرارداد سوآپ بدهی - مالکیت سبب تبدیل بدهی به سهام می شود. لذا از این نظر نقدینگی شرکت افزایش نمی یابد و فقط بدهی های خود را به نحو بهتری مدیریت می کند. اما بعد از آن شرکت می تواند با گرفتن اعتبار جدید، نقدینگی لازم را بدست آورد.

۵. بررسی مبانی فقهی، حقوقی مرتبط با قرارداد سوآپ بدهی - مالکیت

همانطور که در بخش های قبلی مشاهده کردیم، سوآپ بدهی - مالکیت غربی به دلیل مساله ربوی بودن اوراق قرضه و دین به دین بودن در بخشی از معامله قابل بکارگیری در بازار سرمایه ایران و فقه جعفری را ندارد و باید برای حل این مشکل تدابیری اندیشیده شود. حال به بررسی مبانی فقهی و حقوقی مرتبط با این نوع سوآپ می پردازیم.

۵.۱: بررسی مبانی فقهی سوآپ بدهی - مالکیت

یکی از مباحثی که امروزه اندیشمندان مسلمان به جد دنبال آن هستند، شناسایی موضع اسلام در قبال معاملات جدید مالی و ابزارهای نوپیدای اقتصادی است. بنابراین در این بخش سعی می شود به بررسی مبانی فقهی سوآپ بدهی - مالکیت پرداخته شود.

۵.۱.۱: اصل صحت و لزوم قراردادها

اصل صحت قراردادها

اکثر فقیهان متاخر بر این باورند که بعد از احراز عرفی صدق معامله، اگر به هر دلیلی در صحت شرعی معامله ای شک وجود داشته باشد تا زمانیکه دلیل خاص یا عام بر بطلان معامله نباشد، معامله از نظر شرعی صحیح بوده و آثار معامله بر آن مترتب است (موسویان، ۱۳۹۲، ص ۴۶). بنابراین تمام کاربردهای سوآپ بدهی - مالکیت و آثار معامله بر آن مترتب خواهد بود مگر از دیدگاه عرف و شرع صحیح نباشد.

اصل لزوم قراردادهای

در جایی که به هر دلیلی شک و تردید وجود داشته باشد که قرارداد لازم است یا جایز، بنابر اصل لزوم قراردادهای حکم به لزوم و عدم جواز فسخ می کنند (موسویان، ۱۳۹۲، ص ۷۳). تنزیل دین و تعهد در برابر تعهد قراردادی لازم است و شکی در آن وجود ندارد و سوآپ بدهی – مالکیت قراردادی لازم شمرده می شود.

۵،۱،۲: ضوابط عمومی قراردادهای

ممنوعیت اکل مال به باطل

فقهیان از باب اکل مال به باطل حکم به حرمت و بطلان معامله کرده اند که برخی از این موارد عبارتند از:

- مواردی که موضوع معامله مالیت نداشته باشد؛
- مواردی که معامله موجب تضییع حقوق دیگران می شود؛
- مواردی که معامله همراه با ضرر و زیان است؛
- مواردی که موضوع معامله منفعت حلال نداشته باشد؛
- مواردی که معامله همراه با فریب است؛
- موارد فساد و فحشا؛
- موارد لغو و لھو؛ (موسویان، ۱۳۹۲، ص ۷۸).

وجود هر یک از موارد فوق در سوآپ بدهی – مالکیت به معنای بطلان قرارداد می باشد و سوآپ بدهی – مالکیت در باب موضوعاتی غیر از موضوع فوق قابل انتشار می باشد.

ممنوعیت ربا

همان طور که می دانیم مبادله دین به مبلغ کمتر در برابر سهام و یا دارایی واقعی اشکال ندارد اما در برابر اوراق قرضه ربوی است که در مدل اصلاح شده از اوراق بهادار اسلامی به جای اوراق قرضه استفاده می شود و به لحاظ قاعده ممنوعیت ربا مشکلی وجود ندارد. هم چنین مبادله دین به مبلغ کمتر در برابر صکوک برای آن دسته از موارد مانند سهام که حاکی از دارایی واقعی هستند اشکال ندارد. بنابراین با در نظر گرفتن این موارد باید از اوراقی استفاده شود که ایجاد بیع دین به دین نکند. پس در این حالت می توان بیان داشت سوآپ بدهی – مالکیت اصلاح شده از نظرقاعده ممنوعیت ربا خالی از اشکال است.

ممنوعیت غرر

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

ممنوعیت ضرر و ضرار

شرع مقدس اسلام آن گروه از معاملات و مبادلات را تایید می کند که اصل معامله، اطلاق معامله یا شرایط معامله، باعث ضرر و ضرار نشود. از آن جا که این نوع از سوآپ باید به طور کامل تحت نظارت شورای فقهی سازمان بورس بکار گرفته شود و ضرری از ناحیه یک طرف به طرف دیگر وارد نمی شود. پس تمام جوانب مربوط به آن بررسی می گردد. لذا با استناد به این ضابطه مشکل فقهی در بکارگیری سوآپ بدهی – مالکیت وجود ندارد. البته ممکن است شبهه ای بر این نوع سوآپ وارد شود مبنی بر اینکه: از آن جایی که سوآپ بدهی – مالکیت در گستره بین المللی انجام می شود می تواند با ایجاد مالکیت شرکت های خارجی بر سهام کشور باعث تسلط بیگانگان بر منابع کشور شود. اما با توجه به وجود قوانین روشن و واضح سرمایه گذاری

خارجی در کشور می توان از چنین ضرری جلوگیری نمود و اجاره تصرف بیگانگان بر منافع کشور را منتفی کرد. بنابراین از این لحاظ هم نمی توان ضرری را مشاهده کرد.

۵،۱،۳: بیع دین (تنزیل) و سوآپ بدهی - مالکیت

تنزیل در اقتصاد عبارت است از "معامله و فروش حق دریافت مبلغ مدت دار در مقابل مبلغی کم تر و نقد" و مابه التفاوت ۲ مبلغ را نزول می گویند. لازمه این تعریف محاسبه ارزش فعلی مبلغ مدت دار است (ثابت، ۱۳۸۰، ص ۱۰۶).

طبق نظر مشهور فقهای شیعه بیع دین (تنزیل) مطلقاً جایز است (موسویان، ۱۳۹۲، ص ۲۰۵) و در رابطه با سوآپ بدهی - مالکیت خرید اوراق بدهی توسط سرمایه گذار به قیمت کمتر از ارزش اسمی مصداق تنزیل دین است و صحیح می باشد. البته باید خاطر نشان کرد که مبادله دین به مبلغ کمتر (تنزیل) در برابر سهام و یا دارایی واقعی خالی از اشکال است.

۵،۱،۴: بیع دین به دین و سوآپ بدهی - مالکیت

هرگاه در عقد بیع، تسلیم مبیع و پرداخت ثمن هر دو زماندار باشد و ثمن و مثن نیز قبل از عقد به صورت دین باشند این بیع، بیع دین به دین است. فقها اجمالاً در این که بیع دین به دین باطل است، اتفاق نظر دارند هر چند در مصادیق آن اختلاف دارند. (بهای عاملی، ۱۳۸۴، صص ۲۰۱ و ۲۰۷). با استناد به نظرات اکثر فقها بیع دین به دین باطل و مصداق اکل مال به باطل است. در رابطه با سوآپ بدهی - مالکیت باید توجه کرد در قسمتی که اوراق بدهی سرمایه گذار با اوراق بهادار بانک مرکزی بدهکار تنزیل می شود در صورتی که هر دو دین باشند و حاکی از دارایی واقعی نباشند مصداق بیع دین به دین و باطل است. پس در این گونه معاملات باید از اوراقی استفاده شود که ایجاد دین نکند و حاکی از دارایی واقعی باشند.

۵،۲: بررسی مبانی حقوقی سوآپ بدهی - مالکیت

تحلیل حقوقی در دو است. اول اینکه مدل عملیاتی طراحی شده و رابطه حقوقی ارکان آن مغایر با قانون مدنی جمهوری اسلامی ایران نباشد و دوم اینکه تناقضی در میان تحلیل حقوقی و فقهی مفاهیم آن ها نباشد.

همانطور که می دانیم در قانون مدنی ماده ی ۲۲۳ بیان می کند عقود که واقع شده محمول به صحت است. هم چنین ماده ۱۰ قانون مدنی بیان می کند «قراردادهای خصوصی، یعنی قراردادهایی که نام ندارند نسبت به کسانی که آن را منعقد کرده اند و در صورتی که مخالف صریح قانون نباشد نافذ است» بنابراین با توجه به این اصول می توانیم ثابت کنیم قرارداد سوآپ بدهی - مالکیت اگر مغایرتی با قانون نداشته باشد، از نظر شارع و قانون جمهوری اسلامی ایران صحیح است. هم چنین در ماده ۲۱۹ بیان می شود «عقودی که بر طبق قانون واقع شده باشد بیع معامله و قائم مقام آن ها لازم الاتباع است، مگر آن که به رضای طرفین یا به علت قانونی فسخ شود» یعنی می توان این گونه بیان کرد که هر عقدی واقع شود از نظر قانون گذار لازم است. پس می توان گفت قرارداد سوآپ بدهی - مالکیت در صورتی که مطابق با قوانین جمهوری اسلامی باشد از نظر قانون گذار لازم است. در انتها نیز باید گفت که بین مفاهیم حقوقی و فقهی هیچ گونه تناقضی وجود ندارد و این دو یکدیگر را تایید می کنند.

۶. روش تحقیق

در رابطه با روش شناسی تحقیق، با توجه به ماهیت موضوع، به نظر رسید راه اساسی دست یابی به نتیجه صحیح پس از مطالعات کتابخانه ای، استفاده از نظرات کارشناسان و متخصصین در این زمینه است. در این راستا سعی کردیم با انتخاب خبرگان متخصص در زمینه ابزارهای مشتقه و مالی اسلامی به بررسی موضوع بپردازیم

همان طور که در قسمت های قبلی بیان شد، مشکل اصلی سوآپ بدهی - مالکیت غربی ربوی بودن اوراق قرضه بکار رفته در مدل غربی و دین به دین بودن در بخشی از معاملات بود که قابلیت بکارگیری در بازار سرمایه ایران و فقه جعفری را ندارد. لذا در این قسمت سعی می شود، مدل عملیاتی مناسب با بازار سرمایه ایران طراحی شود. تحلیل گر با استفاده از تجارب علمی که در حرفه ابزارهای مشتقه دارد و هم چنین مطالعه متون نظری سوالات را تنظیم کرد. سوالات در دو بخش فقهی - حقوقی و

مالی و اقتصادی طراحی شده بود و مصاحبه با خبرگان انجام گرفت که با توجه به سابقه درخشان اساتید و خبرگان مالی اسلامی می توان صحت نتایج را تضمین کرد

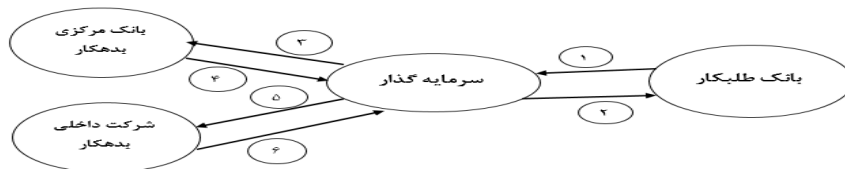
۷. ارائه الگو

با بررسی های بعمل آمده مشاهده شد که مدل عملیاتی قرارداد سوآپ بدهی – مالکیت غربی جز در بکارگیری اوراق قرضه به عنوان اوراق بدهی و بیع دین به دین بودن در قسمتی از معامله، از نظر مسائل فقهی و اقتصادی خالی از اشکال بود، با بکارگیری از نظرات خبرگان و مطالعات کتابخانه ای به این نتیجه رسیدیم که برای حل مشکل ربوی بودن اوراق قرضه و بیع دین بیع در بخشی از معامله از اوراق بهادار اسلامی ای استفاده کنیم که حاکی از دارایی واقعی هستند.

حال به ارائه الگوی پیشنهادی قرارداد سوآپ بدهی- مالکیت می پردازیم. برای طراحی الگو ما یک سیر منطقی را طی خواهیم نمود و سعی می نماییم که مدل خود را از شکل ساده شروع کرده و بر مبنای اصول مالی به شرح و بسط آن بپردازیم تا الگویی جامع تولید شود. همچنین مباحث فقهی و حقوقی در خلال ارائه الگو بحث خواهد شد تا مدل از لحاظ فقهی و حقوقی نیز جامعیت داشته باشد. سپس برخی از ریسک های قرارداد سوآپ بدهی- مالکیت را بیان می کنیم و نحوه پوشش ریسک ها را ارائه می کنیم

۷.۱: الگوی قرارداد سوآپ بدهی – مالکیت اسلامی به شکل ساده

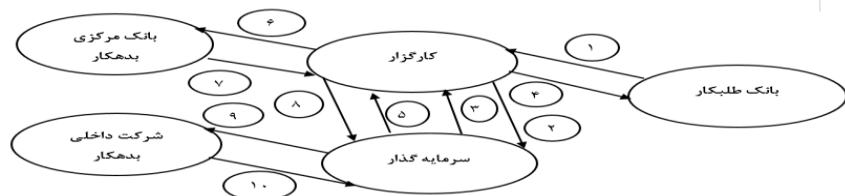
در این بخش، ساده ترین شکل از قرارداد سوآپ بدهی – مالکیت را نشان می دهیم. منطق این مدل بدین گونه است که بانک طلبکار اوراق بدهی خود را با سرمایه گذار تنزیل می کند و بانک مرکزی بدهکار با باز خرید اوراق بدهی از سرمایه گذار، اوراق بهادار خود را تنزیل کرده و سپس سرمایه گذار اوراق بهادار دریافتی از بانک مرکزی بدهکار را با اوراق سهام عادی شرکت داخلی بدهکار مبادله می کند.



شکل ۲. الگوی اولیه مدل (منبع : نگارنده)

۷.۲: اضافه کردن کارگزار به الگو

کارگزاران می توانند یک شرکت کارگزاری، بانک سرمایه گذاری، دولت رسمی یا یک صنعتگر بانفوذ باشند. وظیفه اصلی کارگزاران ارتباط، تسهیل و انتقال اوراق بهادار شرکای درگیر در یک معامله سوآپ بدهی- مالکیت است. بنابراین الگوی اصلاح شده با اضافه کردن کارگزار به شکل زیر در خواهد آمد:



شکل ۳. اضافه کردن کارگزار به مدل (منبع : نگارنده)

۷.۳: اضافه کردن ضامن به الگو

ضامن شخصی حقوقی است که نقدشوندگی متعلق به اوراق بهادار را در سررسیدهای مقرر تعهد و تضمین می کند. وجود ضامن جهت نقدشوندگی اوراق اهمیت دارد خصوصا در شرایطی که اوراق بهادار رتبه اعتباری نشده باشند، اهمیت زیادی پیدا می کند.

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

۷،۶: فقه قرارداد سوآپ بدهی - مالکیت

برای روشن شدن فقه قرارداد سوآپ بدهی - مالکیت باید بررسی نماییم که روابط موجود بین این نهادها در چه قالبی باید تعریف شود. همچنین باید معاملاتی که در این حوزه صورت می گیرد از لحاظ فقهی بررسی شده و صحت معاملات آن ها مورد تایید قرار گیرد.

۱. پایه و مبنای اصلی سوآپ بدهی - مالکیت در زمان ارائه اوراق به کمتر از قیمت اسمی، تنزیل اوراق بدهی است که در واقع بیع دین به مبلغ کمتر (تنزیل) به شخص ثالث و با قیمت مشخص یک امر عقلایی است و در آمد ناشی از آن نیز مباح است. طبق نظر مشهور فقهای شیعه بیع دین (تنزیل) مطلقاً جایز است (موسویان، ۱۳۹۲، ص ۲۰۴).
۲. در مرحله که شرکت کارگزاری، کارمزد خود را دریافت می کند. این مبلغ چون مزد کار آن ها و متعارف است، هیچ اشکال شرعی ندارد. (موسویان، غدیر و میرطاهر، ۱۳۹۴، ص ۳۳).
۳. هم چنین ضامن، بازارگردان، نهاد ناظر و حسابر کارمزد خود را دریافت می نمایند و این مبلغ چون مزد کار آن ها و متعارف است هیچ اشکال شرعی ندارد. (موسویان، غدیر و میرطاهر، ۱۳۹۴، ص ۳۳).
۴. در قسمت های مختلف این مدل مشاهده می کنیم که دو نوع اوراق داریم . به طور مثال در قسمت اول اوراق بدهی سرمایه گذار با اوراق بهادار بانک مرکزی تنزیل و در قسمت بعدی اوراق بهادار سرمایه گذار با اوراق سهام عادی شرکت داخلی بدهکار مبادله می شود. البته در صورتی این مدل صحیح است که از اوراق قرضه استفاده نشود و اوراقی که مبادله می شوند حاکی از دارایی واقعی باشند. بنابراین ما از اوراق بهادار اسلامی استفاده می کنیم که حاکی از دارایی واقعی هستند و ایجاد بیع دین به دین و ربوی بودن نمی کنند. پس می توان گفت با در نظر گرفتن شرایط بالا و لحاظ نمودن همه موارد، عقود بکار رفته در این مدل هیچ گونه اشکال شرعی ندارد و صحیح می باشد.
۵. در قسمتی که سرمایه گذار اوراق بهادار را با سهام شرکت داخلی بدهکار مبادله می کند هم اشکال شرعی دیده نمی شود. سهامدار شدن سرمایه گذار هم کاملاً عقلایی و صحیح است و تمامی لوازم سهامدار طبق قانون تجارت و حاکمیت شرکتی بر آن بار می شود. و با توجه به اینکه ما برای این مدل اوراق سهام را سهام عادی در نظر گرفته ایم، بنابراین نوع اوراق هم خالی از ربا است و فاقد اشکال است.

۸. شناسایی ریسک های مدل و ارائه راه های پوشش ریسک

۸.۱: ریسک نرخ تنزیل (نرخ بهره)

ریسک نرخ بهره بعنوان تغییرپذیری بالقوه در بازده که ناشی از تغییرات نرخ بهره بازار است تعریف می شود. یکی از عوامل تعیین کننده نرخ تنزیل، نرخ بهره است که اگر هزینه بهره افزایش یابد به تبع آن نرخ تنزیل نیز افزایش می یابد و در نتیجه ارزش فعلی سرمایه گذاری کاهش می یابد. ریسکی که در رابطه با نرخ تنزیل در رابطه با سوآپ بدهی - مالکیت ممکن است پیش بیاید این است که بانک مرکزی بر اساس تغییر قوانین و مقررات خود نرخ تنزیل را تغییر دهد و می توان با انجام یک قرارداد فرواراد از ریسک آن کاست.

۸.۲: ریسک نرخ ارز

اگر قرارداد سوآپ بدهی - مالکیت به گونه ای باشد که ارزی که سرمایه گذار پرداخت می کند و دریافت می کند، یکسان باشد. این نوع سرمایه گذاری با ریسک نرخ ارز مواجه نمی شود اما گاهی اینگونه نیست. برای مثال سرمایه گذار دلار تحویل می دهد و ریال تحویل می گیرد. ابزارهای پوشش ریسک می تواند سوآپ نرخ ارز، توافق بر یک نرخ مرجع شناور، تشکیل پرتفویی از ارزها و استفاده از بیمه نوسانات نرخ ارز باشد.

۸.۳: ریسک نقدشوندگی

یکی دیگر از ریسک ها، ریسک نقدشوندگی دارایی پایه است. اگر سهامی که خریداری شده و به مالکیت سرمایه گذار درآمده است، در آن زمان بسته شود و معاملات آن سهام امکان پذیر نباشد، ریسک نقدینگی به وجود می آید که می توان سرمایه گذار را با مشکل در فروش سهام مواجه می کند. چون امکان فروش دارایی پایه نیست و طی تجربه ای که در بازار ایران گاهی مشاهده شده است می تواند این عدم نقدینگی به چندین سال هم در برخی سهام ها برسد برای پوشش این ریسک، در ابتدا سرمایه گذار می تواند در هنگام انعقاد قرارداد با بدهکار وثایق و ضمانت نامه های مختلفی را از مشتری اخذ کند و این ضمانت نامه ها را در مواقع لازم به اجرا بگذارد و صرفا به دارایی پایه خریداری شده (سهام) اکتفا ننماید. هم چنین می توان برای کشور بدهکار محدودیتی در ارائه سهام های او ایجاد کرد. (میرطاهر و صفایی، ۱۳۹۳، ص ۱۵۶)

۸.۴: ریسک سیاسی

این ریسک از تحولاتی ناشی می شود که به وسیله تصمیم دولت ها پدید آمده و به شکل های گوناگون سرمایه گذاری را با مشکل روبه رو می کند. راهکاری های پوشش ریسک برای این نوع ریسک، تدوین آیین نامه ها و قوانین در مواقع بروز مشکلاتی که قابل پیش بینی است و هم چنین در هنگام سرمایه گذاری خارجی حتما ریسک کشور مقابل بررسی شود.

۸.۵: ریسک قوانین و مقررات

در حالت کلی می توان این ریسک را به ۲ دسته داخلی و خارجی تقسیم کرد: ریسک قوانین و مقررات داخلی شامل احتمال تغییر تمامی قوانین و مقررات مرتبط با نحوه انعقاد قرارداد، قوانین مالیاتی و برای پوشش ریسک می توان مسئولیت نحوه اجرای قرارداد سوآپ بدهی - مالکیت را بر عهده سازمان بورس و اوراق بهادار یا یک نهاد نظارتی قرار داد که این نهاد نظارتی رویه ثابتی را در وضع مقررات مربوطه داشته باشد. ریسک قوانین و مقررات خارجی هنگامی به وجود می آید که قرارداد سوآپ بدهی - مالکیت بخواهد در سطح بین المللی منعقد شود. راهکار پوشش ریسک، ثبات قوانین و مقررات نهادهای نظارتی است. (گلمحمدی، ۱۳۹۳).

۸.۶: ریسک بازار

ریسک بازار، ریسک ناشی از حرکات یا نوسانات غیرمنتظره قیمت سهام است. برای پوشش این ریسک می توان از ساختار تنوع بخشی سهام ها، محدودیت در تخصیص سهام ها و اخذ وثایق و ضمانت نامه های مختلف استفاده کرد. (میرطاهر و صفایی، ۱۳۹۳، ص ۱۵۴).

جمع بندی و نتیجه گیری

هدف از انجام این پژوهش، ارائه مدل عملیاتی قرارداد سوآپ بدهی – مالکیت متناسب با بازار سرمایه ایران می باشد. سوآپ بدهی – مالکیت، مجموعه ای از معاملات مالی است که به موجب آن شرکت بدهکار می تواند تمام یا بخشی از بدهی های خود را به صورت سهام به اعتباردهنده ارائه دهد. در طراحی قرارداد سوآپ بدهی – مالکیت مراحل مختلفی طی شده و نیازمند اشراف نسبی به زمینه های علمی مختلف علاوه بر علم مالی بوده که از جمله آن ها، علم فقه و حقوق می باشد. به طور خلاصه باید گفت ابتدا تعریف مشخصی ارائه شده و سپس در راستای رسیدن به این تعریف و ارائه مدل عملیاتی آن تحلیل های فقهی و حقوقی مورد نیاز برای ایجاد یک ساختار مناسب از سوآپ مذکور صورت گرفته است. در ادامه تحقیق تا حد امکان ریسک های موجود در سوآپ شناسایی شد و راهکارهای مقابله با هر کدام ارائه گردید.

بی شک تحقیق حاضر همانند سایر پژوهش ها نیاز به بررسی و توسعه بیشتر توسط سایر پژوهشگران است و پیشنهادات زیر برای توسعه این پژوهش ضروری به نظر می رسد.

۱. تدوین مدل عملیاتی و جامع و تشریح وظایف کلیه ارکان حقوقی آن به صورت کامل چه ارائه به سازمان بورس.

۲. بررسی مدل های قیمت گذاری و ارزشگذاری سوآپ بدهی – مالکیت

۳. بررسی سوآپ بدهی – مالکیت از منظر فقهی و ارائه راهکارهای مناسب و قابل اجرا برای اهل تسنن.

منابع و مآخذ

۱. موسویان، سید عباس، مهدوی، غدیر و میرطاهر، سید محمد جواد؛ "اوراق بیمه اتکایی اسلامی جهت انتقال ریسک در صنعت نفت"، دوفصلنامه علمی – پژوهشی تحقیقات مالی اسلامی، سال چهارم، شماره دوم، پیاپی ۸، ص ۵-۴۰، ۱۳۹۴.
۲. میرطاهر، سید محمد جواد و صفایی، محمد؛ "طراحی مدل عملیاتی خرید اعتباری سهام بر اساس قرارداد مباحه و مشارکت مدنی"، مجله تحقیقات مالی اسلامی، شماره ۶، ص ۱۳۱-۱۶۰، ۱۳۹۳.
۳. گلمحمدی، آرش؛ "طراحی مدل عملیاتی اوراق ارزی متناسب با بازار سرمایه ایران"، پایان نامه کارشناسی ارشد، تهران: دانشگاه علم و فرهنگ، ۱۳۹۳.
۴. موسویان، سید عباس؛ "ابزارهای مالی اسلامی (صکوک)"، سازمان انتشارات پژوهشگاه و فرهنگ و اندیشه اسلامی، تهران، چاپ ششم، ۱۳۹۲.
۵. معصومی نیا، غلام علی؛ ابزارهای مشتقه (بررسی فقهی و اقتصادی)، "سازمان انتشارات پژوهشگاه فرهنگ و اندیشه اسلامی، تهران، چاپ دوم، ۱۳۸۹.
۶. جان هال، مترجمان: سیاح، سجاد و صالح آبادی، علی؛ "مبانی مهندسی مالی و مدیریت ریسک"، گروه رایانه تدبیر پرداز، تهران، ۱۳۸۴.
۷. ثابت، سید عبدالحمید، "نگاهی به مباحث فقهی و اقتصادی تنزیل"، فصلنامه تخصصی اقتصاد اسلامی، سال اول، شماره ۴، ۱۳۸۰.
۸. بهایی عاملی، محمد بن حسین، (بی تا) جامع عباسی، چاپ دوم، تهران، موسسه انتشارات فراهانی، ۱۳۸۴.

11. Frank, Moraux. Patrick Navatte, "On the pricing and design of debt- equity swaps for firms in default, bankers, markets & investors" Birkbeck, University of London, NO 103 November – December, 4-13, 2009.

12. Tony Merra, Cyrus Njiru, "Financing in frastructure projects, Technology & Engineering", Thomas Telford, Technology & Engineering - 280 pages. 2002.

13. Yuta Seki, "The use of Debt Equity Swap by Japanese's Companies", Capital Research Journal. vol.5 no.2, 2002.

14. Melisa Moye, "Overview of Debt conversion". Debt Relief International Ltd, 2001

15. Doric C. Ross, "Official financing for developing countries. International monetary fund", 2001

16. Lawrence C. Berney, "Debt Equity Swaps in Developing Countries toward a Workable System", Boston college Third World Law, Journal volume 9, Issue1, 1989.

17. Joseb Ganitsky, "Foreign Investment through Debt Equity swaps", Sloan management Review pp, 21-29, 1989.
18. Wolfgang spieles, Hamburg, "Debt equity swaps and the heavily indebted countries", Intereconomics, Volume 22, Issue 3, pp 120-124., pp. 120-124, 1987.
19. Milman, Claudio, "Attitudes towards debt equity swap and privatization of stated- owned enterprises" public budgeting and financial management .ABI/INFORM Global. Pp. 170- 187, 1996.
20. Elali, Wajeeth, "Debt equity swap and the alleviation of the LDCs debt problem", International journal of commerce & management, pp. 49-70, 1995.

SID



بلاگ مرکز اطلاعات علمی



کارگاه‌های آموزشی



سرویس ترجمه تخصصی



فیلم‌های آموزشی

کارگاه‌ها و فیلم‌های آموزشی مرکز اطلاعات علمی

آشنایی با پایگاه‌های اطلاعات علمی بین‌المللی و ترجمه‌های جستجو بین‌المللی و ترجمه‌های جستجو

کاربرد نرم افزار SPSS در پژوهش

پروپوزال نویسی (علوم انسانی)

کاربرد نرم افزار End Note در استناددهی مقالات و متون علمی

صدور گواهینامه نمایه مقالات نویسندگان در SID