

بررسی موانع قانونی و اجرایی اوراق بهادارسازی دارایی‌های جاری بانک‌ها از منظر اقتصادی و فقهی

حسین هرورانی،*عباس عرب مازار** و سیده‌ادی عربی***

نوع مقاله: پژوهشی	تاریخ دریافت: ۱۴۰۱/۰۸/۲۴	تاریخ پذیرش: ۱۴۰۲/۰۵/۱۷	شماره صفحه: ۲۷۵-۳۲۸
-------------------	--------------------------	-------------------------	---------------------

هدف این مقاله احصای موانع و چالش‌های فقهی، قانونی و اجرایی اوراق بهادارسازی دارایی‌های تسهیلاتی بانک‌هاست که با استفاده از روش توصیفی-تحلیلی، برخی راهکارها جهت گسترش استفاده از این ابزار ارائه خواهد شد. یافته‌ها نشان می‌دهد به‌رغم وجود نیاز جدی بانک‌ها برای افزایش توان تسهیلات‌دهی، چالش‌هایی از جمله بالا بودن هزینه‌های انتشار اوراق بهادار، قیمت‌گذاری مطالبات بدون توجه به شرایط بازار (سرکوب مالی) و بالاتر بودن سود سایر بازارهای موازی نسبت به عایدی این اوراق، طولانی بودن فرایند بررسی اوراق بهادارسازی، ساختار پیچیده فرایند اوراق بهادارسازی، توقف اجرای استفاده از این ابزار به دلیل مصادف شدن با بحران مالی ۲۰۰۸، ریسک اعتباری بالای وام‌گیرندگان و کیفیت پایین دارایی‌های بانک‌ها، وجود چندین دیدگاه فقهی در زمینه بیع دین به غیر دین، خلأ قانونی و نظارتی در استقرار حاکمیت شرکتی در بانک‌ها، عدم تسری قوانین مالیاتی اوراق مشارکت به اوراق بهادار ناشی از مطالبات بانکی وجود دارد که به کاهش انگیزه سرمایه‌گذاران برای خرید این اوراق از یک سو و کاهش تمایل بانک‌ها برای اوراق بهادارسازی مطالبات خود از سوی دیگر منجر خواهد شد. از این رو تبعات عدم توجه به این مهم، در کاهش قدرت تأمین مالی بانک‌ها بروز خواهد کرد که باعث تنزل نسبت کفایت سرمایه آنها خواهد شد.

کلیدواژه‌ها: اوراق بهادارسازی؛ تسهیلات اعطایی؛ دارایی‌های بانکی؛ دارایی‌های تسهیلاتی؛ بازار ثانویه

* پژوهشگر ارشد مرکز پژوهش‌های مجلس شورای اسلامی (نویسنده مسئول)؛ Email: h.har2000@yahoo.com

** دانشیار دانشکده علوم اقتصادی و سیاسی، دانشگاه شهید بهشتی؛ Email: ab_arabmazar@sbu.ac.ir

*** دانشیار دانشکده اقتصاد و مدیریت، دانشگاه قم؛ Email: sh. arabi@qom.ac.ir

فصلنامه مجلس و راهبرد، سال سی و یکم، شماره یکصد و نوزدهم، پاییز ۱۴۰۳

doi: 10.22034/mr.2023.5613.5325

مقدمه^۱

امروزه بانک‌ها مهم‌ترین واسطه‌های گردش وجوه به حساب می‌آیند، بانک‌ها با طراحی انواع سپرده‌ها وجوه مازاد اشخاص حقیقی و حقوقی را جمع‌آوری کرده و از طریق تسهیلات بانکی در اختیار فعالان اقتصادی قرار می‌دهند و بدین‌وسیله طرح‌ها و پروژه‌های اقتصادی را تأمین مالی می‌کنند. اقتصاد ایران تا حد زیادی بانک‌محور است به گونه‌ای که ۸۰ درصد تأمین مالی طرح‌ها و پروژه‌های اقتصادی بر دوش این بخش قرار دارد (خاندوزی، ۱۴۰۰)؛ و هر معضلی که برای بانک‌ها به وجود آید، گریبان‌گیر اقتصاد کشور می‌شود. یکی از مشکلاتی که در دهه اخیر انباشته و به معضلی بزرگ برای کشور تبدیل شده، مطالبات معوق بانکی و کمبود نقدینگی است؛ چراکه از طرفی نرخ رشد نقدینگی طی ۱۰ سال اخیر همواره بالای ۲۲ درصد بوده و از طرف دیگر بخش حقیقی و تولید از کمبود نقدینگی رنج می‌برد. به عبارت دیگر، هرچند حجم نقدینگی از ۳۷۰۵ هزار میلیارد تومان (در پایان خردادماه سال ۱۴۰۰) عبور کرده، اما همچنان کمبود نقدینگی وجود دارد و بنگاه‌های اقتصادی با مشکل نقدینه‌خواهی و تأمین مالی برای تأمین کسری بودجه از طرق دیگر از جمله بازار سرمایه مواجه‌اند. درخصوص ضرورت انجام این مطالعه، توجه به موارد ذیل حائز اهمیت است:

- از ناحیه تقاضای تسهیلات بانکی، بررسی‌ها و پیمایش‌های داخلی و خارجی این ادعا را تأیید می‌کند که مسئله تأمین مالی برای بنگاه‌ها از مهم‌ترین موانع و چالش‌ها به‌شمار می‌رود و ایران نیز از این مسئله مستثنا نیست. از بین موانع متعدد رشد بنگاه‌ها، در اغلب کشورها، مسئله تأمین مالی بیش از

۱. این مقاله از رساله دکتری با عنوان «امکان‌سنجی اوراق بهادارسازی مطالبات بانکی از منظر فقهی و اقتصادی» استخراج شده است.

سایر مسائل اهمیت دارد. در برخی کشورها افزایش هزینه‌های تأمین مالی بنگاه‌ها بیش از سایر موانع تأمین مالی مشاهده شده که این مسئله موجب عدم دستیابی کافی بنگاه‌ها به منابع مالی شده است (Ayyagari, Demirgu, C-Kunt and Maksimovic, 2006). علاوه بر این شیوع ویروس کرونا و بروز رکود تورمی از یک‌سو و تلاش دولت برای حمایت از اصناف و مشاغل آسیب‌دیده ناشی از شرایط به‌وجود آمده از سوی دیگر، به افزایش تقاضای دریافت تسهیلات طی ماه‌های آتی جهت پرداخت هزینه‌های جاری و ثابت بنگاه‌های اقتصادی در کشور منجر خواهد شد و به تبع آن مطالبات غیرجاری بانک‌ها به دلیل عدم توان بازپرداخت تسهیلات‌گیرندگان افزایش خواهد یافت. به‌علاوه در بین انواع روش‌های تأمین مالی برای بنگاه‌های اقتصادی، وجه تمایزی که برای تأمین مالی بانکی با سایر ابزارهای تأمین مالی به‌ویژه بازار سرمایه گفته می‌شود این است که بانک‌ها به دلیل ماهیت فعالیت، نقش تأمین مالی کوتاه‌مدت را برعهده دارند و اساساً تأمین مالی بلندمدت (بیش از یک یا دو سال) باید در نهادهای غیربانکی صورت گیرد؛ زیرا منابع بانکی باید سیال بوده و بانک ماهیتاً نمی‌تواند در تأمین مالی بلندمدت وارد شود که استفاده از ابزار اوراق بهادارسازی دقیقاً منطبق با این کارکرد است.

- همچنین از ناحیه عرضه تسهیلات نیز توجه به این نکته حائز اهمیت است که اگرچه اقتصاد ایران بانک‌محور است، اما به‌نظر می‌رسد بحث انحراف نقدینگی و کیفیت آن ضرورت توجه به اوراق بهادارسازی تسهیلات بانکی را نمایان می‌کند. بررسی‌ها نشان می‌دهد، اولاً در سال‌های گذشته، اقتصاد ایران تورم‌های بالایی را تجربه کرده و سیاستگذاران برای کاهش نرخ‌های سود (به سطوحی کمتر از نرخ تورم) به بانک‌ها فشار آورده‌اند. ثانیاً، بانک‌ها

نیز برای افزایش سودآوری و ایفای تعهدات در مقابل سپرده‌گذاران، به خرید دارایی‌های واقعی (مانند مستغلات، سهام و شرکت‌های وابسته) اقدام کرده‌اند؛ پدیده‌ای که از آن اغلب با عنوان «بنگاه‌داری بانک‌ها» یاد می‌شود. ثالثاً، دولت‌ها به دلیل محدودیت‌هایی که در قالب بودجه‌های سنواتی با آن مواجه‌اند، بخشی از وظایف خود را در قالب تسهیلات تکلیفی بر دوش بانک‌ها گذاشته‌اند. رابعاً افزایش مطالبات معوق ناشی از تسهیلات اعطایی به اشخاص حقیقی و حقوقی که بعضاً ارادی و در برخی مواقع خارج از کنترل و اراده گیرندگان اعتبار (فی‌المثل شیوع گسترده بیماری، بحران‌های مالی، بروز رکودهای عمیق، جنگ یا عدم تعهد اشخاص ثالث و ...) بوده که همه موارد فوق به کاهش توان بانک‌ها در انجام وظایف خود به عنوان واسطه‌های مالی و هدایت‌کننده نهایی نقدینگی و به تبع آن افزایش ریسک نقدینگی و ریسک اعتباری بانک‌ها منجر شده است. بنابراین با توجه به اینکه از طرفی روش‌های متداول جذب نقدینگی نمی‌تواند پاسخگوی نیاز بانکداران باشد و از طرف دیگر پایین آوردن ریسک نقدینگی و انتقال آن به خارج از ترازنامه بانک و ایجاد و گسترش بازارهای سرمایه‌گذاری جدید، ضرورتی انکارناپذیر است، استفاده از ابزار اوراق بهادارسازی می‌تواند در مدت‌زمان مطلوب با کاهش شکاف زمانی جذب نقدینگی و تأمین منابع موردنیاز متقاضیان تسهیلات، نقدینگی مناسبی را جمع‌آوری کند و اهدافی نظیر افزایش نقدینگی، گسترش و تنوع فعالیت‌ها، کاهش ریسک‌های اعتباری و نقدینگی و نیز بهبود نسبت کفایت سرمایه بانک‌ها و مؤسسه‌های اعتباری را در پی داشته باشد (اسماعیل‌زاده و امیری، ۱۳۹۴: ۹).

- علاوه بر موارد فوق بررسی‌ها حاکی از آن است که با وجود تجربیات موفق

جهانی در استفاده از این ابزار در بسیاری از کشورها از دو دهه گذشته، متأسفانه در ایران هنوز مورد استقبال بانک‌ها قرار نگرفته است؛ بنابراین به نظر می‌رسد با توجه به وابستگی بالای نظام اقتصادی کشور به بانک به دلیل بانک‌محور بودن نظام تأمین مالی کشور از یک سو و ضرورت فعالیت بانک‌ها بر مبنای عملیات بدون ربا از سوی دیگر و عدم مجوز استفاده از برخی ابزارهای تأمین مالی از جمله اوراق قرضه و ... فرایند تبدیل مطالبات بانک‌ها به اوراق بهادار منطبق با شریعت با افزایش تنوع در ابزارهای تأمین مالی، موجب افزایش قدرت تسهیلات‌دهی بانک‌ها شود.

در مجموع به نظر می‌رسد با استفاده از این روش در کشور می‌توان با واگذاری بخشی از مطالبات بانک‌ها، معضل تولید که همان تأمین سرمایه در گردش است را مرتفع کرده و توان تسهیلات‌دهی بانک‌ها را نیز افزایش داد.

حال با فرض پذیرش این گزاره که تسهیلات اعطایی بانک‌های بدون ربا از منظر فقهی قابل تبدیل به اوراق بهادار است؛ این سؤال پیش می‌آید که اولاً کدام تسهیلات بهترین گزینه برای تبدیل شدن به اوراق بهادار است و ثانیاً فروش مطالبات بانک‌ها در قالب اوراق بهادار کردن آنها با چه موانع اجرایی و قانونی در کشور مواجه است؟ روش تحقیق این مطالعه (توصیفی-تحلیلی) است. با این توصیف که ابتدا به بررسی مبانی نظری اوراق بهادارسازی در جهان و ضرورت انتشار این اوراق در ایران اشاره و سپس به سیاست‌ها، قوانین و مقررات مرتبط با اوراق بهادارسازی در کشور با شیوه بررسی اسنادی پرداخته شده و در ادامه به فرایند و ارکان اصلی تبدیل دارایی‌های تسهیلاتی به اوراق بهادار در بانکداری متعارف، گروه‌بندی مطالبات بانکی جهت تبدیل به اوراق بهادار، بررسی قابلیت اوراق بهادارسازی تسهیلات اعطایی، مدل عملیاتی تبدیل دارایی‌های بانکی به اوراق بهادار در بازار ثانویه و موانع اجرایی و قانونی

پیش روی انتشار این اوراق اشاره می‌شود. در نهایت به جمع‌بندی و نتیجه‌گیری و ارائه توصیه‌های سیاسی و اجرایی با رویکرد بازنگری در قوانین و مقررات پولی و مالی پرداخته می‌شود.

۱. بررسی انواع دارایی و مطالبات بانکی

بدون شک بررسی امکان‌سنجی اوراق بهادارسازی مطالبات (تسهیلات) بانکی از منظر فقهی و اقتصادی مستلزم شناخت برخی اجزای ترازنامه کل شبکه بانکی است؛ چراکه روی دارایی‌های موهومی^۱ نمی‌توان اوراق بهادار منتشر کرد. مطابق با جدول ذیل در یک تقسیم‌بندی، دارایی بانک‌ها براساس میزان و زمان نقدشوندگی به دودسته جاری و غیرجاری تقسیم می‌شوند که تمرکز اصلی در این مطالعه بر مطالبات جاری ذیل دارایی‌های جاری بانک‌ها است؛ چراکه بسترهای لازم برای اوراق بهادارسازی سایر دارایی‌ها فراهم نیست یا بانک‌ها خود برای این کار تمایلی ندارند. همچنین پرداختن به مطالبات جاری تا حدودی مطالبات غیرجاری را نیز پوشش خواهد داد (درودیان و حسینی‌دولت‌آبادی، ۱۴۰۰: ۱۸).

پژوهشگاه علوم انسانی و مطالعات فرهنگی
پرتال جامع علوم انسانی

۱. منظور از دارایی‌ها و مطالبات موهومی آن بخش از تسهیلات مشکوک‌الوصول است که به دلیل عدم امکان بازپرداخت از گیرنده تسهیلات، سوخت شده‌اند.

جدول ۱. انواع دارایی‌های بانکی

ردیف	انواع دارایی	تسهیلاتی	غیر تسهیلاتی
۱	جاری (نقدشوندگی بالا)	وجوه نقد و مطالبات جاری و ...	ساختمان شعب و سایر دارایی‌های ثابت بانک‌ها و ...
۲	غیرجاری (نقدشوندگی پایین)	مطالبات سررسید گذشته + معوق + مشکوک‌الوصول (منجمد یا سوخت شده)	وثائق تملیکی و ...
		موهومی	غیرموهومی

مأخذ: شورای پول و اعتبار، دستورالعمل‌های اجرایی «طبقه‌بندی دارایی‌های بانک‌ها و مؤسسات اعتباری»، (جلسه ۱۰۷۴ مورخ ۱۳۸۵/۱۰/۹).

البته طبق یک تقسیم‌بندی دیگر، اوراق بهادارسازی می‌تواند روی دارایی‌های تسهیلاتی و غیرتسهیلاتی بانک‌ها منتشر شود. منظور از دارایی‌های تسهیلاتی، آن دسته از اقلام ستون دارایی ترازنامه بانک‌هاست که مطالبات تسهیلاتی بانک (اعم از جاری و غیرجاری) از مشتریان را شامل می‌شود. دارایی‌های غیرتسهیلاتی، شامل مواردی است که اگرچه در ستون دارایی بانک وجود دارد، اما ناشی از تسهیلات نیست؛ مانند ساختمان شعب و سایر دارایی‌های ثابت بانک. تبدیل دارایی‌های غیرتسهیلاتی به اوراق بهادار زمانی رخ می‌دهد که خود بانک نیازمند منابع است^۱ (میسسی، ۱۳۹۴: ۱۸۰).

۲. مبانی نظری

دارایی‌ها را به اوراق بهادار تبدیل کردن سازوکار پیچیده مالی بانکی است که در دهه‌های اخیر در برخی کشورهای اروپایی و مؤسسه‌های مالی ایالات متحده آمریکا

۱. فرایند تبدیل به اوراق بهادار کردن دارایی‌ها (Securitization)، یک دارایی خاص از ترازنامه بانک خارج شده و به اوراق بهادار تبدیل می‌شود و در نتیجه عرضه اوراق در بازار، بانک به نقدینگی مورد نیاز دست می‌یابد.

که در این راستا پیشرو به حساب می‌آیند؛ حضور پررنگی داشته است.^۱ در این دهه با افزایش تقاضای خرید مسکن، بانک‌ها و مؤسسه‌های مالی و اعتباری آمریکا با تقاضای انبوه برای وام مسکن روبه‌رو شدند. در نتیجه کوشش‌های فراوانی صورت گرفت تا با هدف اعطای وام، منابع مالی بیشتری جذب شود. تا آن زمان، تأمین مالی وام‌های مسکن در اقتصاد آمریکا عمدتاً از محل سپرده‌ها انجام می‌شد؛ اما این منابع جوابگوی تقاضای انبوه مشتریان نبود و به همین دلیل، بانک‌ها برای تأمین مالی به بازار سرمایه و بازار رهن ثانویه روی آوردند و اوراق بهادار با پشتوانه تسهیلات رهنی^۲ منتشر کردند که به اوراق رهنی معروف است. هدف از این ابزارهای جدید، آزادسازی انبوه منابع بانکی در بخش مسکن است (Martellini and Priaulet, 2003: 593). بدین طریق دارایی‌ها و مطالبات، قابلیت نقدشوندگی بالایی می‌یابند (Szablowoska, 2010: 39). نمودار ۱ پیوست، روند روبه‌رشد حجم اوراق بهادار به پشتوانه دارایی‌های مسکن را بین سال‌های ۲۰۱۰ تا ۲۰۲۲ در ایالات متحده آمریکا پس از بحران مالی نشان می‌دهد به گونه‌ای که انتشار این اوراق با رشدی حدود ۱۷۷ درصد از ۱۰۴۳ میلیارد دلار در سال ۲۰۱۰ به رقم ۲۸۸۷ میلیارد دلار در سال ۲۰۲۲ رسیده است. از سوی دیگر استفاده از این ابزار تنها به آمریکا اختصاص نداشت؛ بلکه در یک دهه اخیر مورد استقبال برخی کشورهای اروپایی نیز قرار گرفت (رهنمای رودپشتی و منصوره، ۱۳۹۷). توضیح آنکه به رغم کاهش استفاده از این اوراق طی سال‌های پس

۱. طبق دیدگاه کلی‌تر، اوراق بهادارسازی را به مجموعه‌ای از مطالبات یا دارایی‌های مالی همگن، گروه‌بندی و یک کاسه شده که به صورت اوراق بهادار قابل دادوستد به فروش می‌رسند می‌توان تعمیم داد که نتیجه این اقدام تبدیل دارایی‌های غیرنقدینه بلندمدت به دارایی‌های قابل مبادله از طریق اوراق بهادار با پشتوانه است (Fabozzi and Kothari, 2008: 21). بدین طریق یک نهاد مالی یا هر بنگاه دارنده دارایی، دارایی‌هایی را که قابلیت ایجاد جریان نقدی آتی دارند، طی فرایندی به طرف سوم منتقل می‌کند و به پشتوانه این دارایی‌ها و در قالب ساختاری جدید اوراق بهادار منتشر می‌شود (علیزاده و سیف‌الدینی، ۱۳۸۸).

۲. تسهیلات رهنی نیز به تسهیلاتی اطلاق می‌شود که بانک در برابر اعطای تسهیلات به متقاضی (گیرنده تسهیلات)، سند دارایی را در رهن خود قرار داده است.

از بحران مالی ۲۰۰۸ در برخی کشورهای اروپایی، اما همچنان آمارهای اوراق منتشره حاکی از آن است که طی سال‌های ۲۰۱۰-۲۰۱۸ حجم اوراق فوق در کشورهای اروپایی و طی سال‌های مختلف از ۱۲۰۰ میلیارد دلار پایین‌تر نیامده است که رقم بسیاری است و در سال‌های ۲۰۱۰ و ۲۰۱۱ این رقم بالای ۲۰۰۰ میلیارد دلار بوده است (de Jong and Vannier, 2018).

شایان ذکر است که تحلیلگران اقتصادی یکی از عوامل مهم بحران اخیر آمریکا را در رشد حبابی و بی‌رویه اوراق بدهی به‌ویژه اوراق رهنی و توسعه نامتوازن بخش اعتباری و بازار اوراق بهادار در مقایسه با بخش حقیقی اقتصاد می‌دانند. هرچند این به‌معنای مخدوش شدن اصل ابزار نیست و همه تحلیلگران عامل بحران را نه خود ابزار بلکه استفاده بی‌ضابطه و ناصحیح از ابزار و متناسب نبودن میزان استفاده با رشد بخش حقیقی اقتصاد می‌دانند (Tallman and Wicker, 2010: 16). به همین جهت بعد از بحران اخیر، آمریکا درصدد تنظیم قوانین و مقررات کنترلی برای این ابزار بوده و هستند (موسویان، وثوق و فرهادیان، ۱۳۹۰: ۱۲۳).

اگرچه به اعتقاد کارشناسان بروز بحران مالی ۲۰۰۸ به دلایلی همچون رونق کاذب بازار مسکن در آمریکا، استفاده بی‌ضابطه و خارج از توان مالی اقتصاد از اوراق بهادار و متناسب نبودن میزان استفاده با رشد بخش حقیقی اقتصاد، آسان شدن شرایط دریافت وام و لغو بسیاری از محدودیت‌های موجود در اعطای وام‌های رهنی به افراد بیکار و بدون درآمد^۱، ورود سرمایه‌های خارجی برای سفته‌بازی و سودجویی به بازار مسکن آمریکا (تشکیل حباب) رخ داد؛ اما به‌نظر می‌رسد مهم‌ترین دلیل، فقدان نظارت کافی بر عملکرد سفته‌بازان در بازار سرمایه بوده است. با توجه به آسیب‌شناسی صورت گرفته و در راستای تقویت و تشدید نظارت بر بانک‌ها و

1. Ninja=No Income No Job and Mortgage

مؤسسه‌های مالی اهم اقدام‌های قانونی بعد از وقوع بحران در آمریکا برای افزایش کارآمدی اوراق بهادارسازی شامل این موارد می‌شود: اصلاح برخی قوانین و مقررات وضع شده در نظام بانکداری آمریکا از جمله اصلاح ضوابط حاکمیت شرکتی، محدود کردن فعالیت‌های خارج از ترازنامه و نیز معامله مشتقات، بازنگری در مقررات مربوط به ایجاد ریسک‌های سیستمی. همچنین اهم اقدام‌های اصلاح ساختاری برای تقویت و تشدید نظارت بر حوزه‌های مالی نیز شامل: تجمیع مراجع قانونگذاری از طریق اصلاح ساختار مقررات‌گذاری برای هماهنگی مقررات نظارتی بر حوزه‌های مالی اعم از بورس، بانک و بیمه در قالب دو کمیسیون ثبات بازارهای مالی^۱ و کمیسیون سلامت محصولات مالی^۲؛ تقویت نهادهای نظارتی بر بانک‌ها و مؤسسه‌های مالی از طریق سه نهاد اداره ممیزی پولی^۳، سیستم نظارتی فدرال رزرو و شرکت ضمانت سپرده فدرال (ذوالفقاری و افسری، ۱۳۹۷: ۲۲-۱۹ و ۴۷-۴۳) بود. البته در کنار اقدام‌های فوق مهم‌ترین معیارها برای صدور مجوز اوراق بهادارسازی در ایالات متحده آمریکا شامل: لزوم رعایت نسبت کفایت سرمایه براساس استانداردها و قواعد کمیته بال ۳ برای همه نهادهای مالی و لزوم رعایت ضوابط حاکمیت شرکتی و نیز مقررات ناظر بر ریسک‌پذیری نهادهای مالی است (Ogunmola et al., 2022).

شایان ذکر است تجربه انتشار اوراق رهنی فقط مربوط به آمریکا یا سایر کشورهای غیراسلامی نیست، بلکه در چند سال اخیر برخی از کشورهای اسلامی نیز (به صورت محدود) در جهت طراحی اوراق رهنی منطبق با شریعت اقدام‌های خوبی انجام داده‌اند (صالح‌آبادی، ۱۳۸۴: ۱۵). در این باره می‌توان به کشور مالزی (که یکی از معدود کشورهای اسلامی است که به صورت سازمان‌یافته و منسجم به طراحی و

1. Financial Stability Oversight Council (FSOC)

2. Financial Products Health Commission (FPHC)

3. Office of the Comptroller of the Currency

انتشار اوراق رهنی اسلامی اقدام کرده است)، اشاره کرد. مطابق نمودار ۲ پیوست، طی سال‌های ۲۰۱۵ تا ۲۰۱۹ روند انتشار صکوک منتشره در کشور مالزی صعودی بوده و در سال ۲۰۲۰ و ۲۰۲۱ به دلیل شیوع ویروس کرونا و بروز رکود جهانی این روند نزولی شده است (Akhtar, 2013: 22).

درمجموع بررسی‌ها حاکی از آن است که سیر تکامل اوراق بهادارسازی در سایر کشورها از جمله آمریکا و مالزی روند روبه‌رشدی داشته که به‌طور مختصر به برخی از مؤلفه‌های مهم در جدول ذیل اشاره شده است.

جدول ۲. ساختار مقایسه‌ای اوراق بهادارسازی دارایی‌های بانکی در سه

کشور مالزی، ایالات متحده آمریکا و ایران

ردیف	موارد سیر تکامل اوراق بهادارسازی در سه کشور	مالزی	ایالات متحده	ایران
۱	نظام بانکداری	دوگانه (اسلامی و متعارف)	متعارف	اسلامی
۲	مقررات‌گذاری بر بازارهای مالی	متمرکز	غیرمتمرکز (فدرال و ایالتی)	متمرکز
۳	رعایت استانداردهای سازمان حسابداری و حسابرسی مؤسسه‌های مالی اسلامی	بله	-	تا حدودی
۴	قانون بانکداری اسلامی	بله	خیر	بله
۵	وجود هیئت نظارت شریعت	بله	-	بله
۶	داشتن قانون واحد و مشخص مختص اوراق بهادارسازی	دارد	دارد	ندارد
۷	رعایت الزامات عام برای اوراق بهادارسازی (بانکداری متعارف) شامل کفایت سرمایه و اصول حاکمیت شرکتی	بله	بله	تا حدودی
۸	رعایت الزامات خاص برای اوراق بهادارسازی (قواعد شریعت)	بله	خیر	بله

ردیف	موارد سیر تکامل اوراق بهادارسازی در سه کشور	مالزی	ایالات متحده	ایران
۹	لزوم رعایت اصول و معیارهای خرد ^۱ جهت اوراق بهادارسازی	بله	خیر	تا حدودی
۱۰	لزوم رعایت اصول و معیارهای کلان ^۲ جهت اوراق بهادارسازی	خیر	خیر	خیر
۱۱	جامعیت و هماهنگی مقررات نظارتی بر حوزه‌های مالی ^۳	بله	بله	خیر
۱۲	تعداد نهادهای ناظر ^۴	۴	۵	۳

۱. مهم‌ترین اصول و معیارها در حوزه اقتصاد خرد برای اوراق بهادارسازی در کشور مالزی شامل: تطابق با اهداف و انگیزه‌های خریداران (متناسب با اهداف و انگیزه‌های خیرخواهانه و اخروی یا با هدف کسب سود مادی)، تناسب با روحیات و سلیقه‌های خریداران از حیث پذیرش ریسک برای هر سه گروه (ریسک‌گریز، ریسک‌پذیر و ریسک‌خنثی)، داشتن درجات نقدشوندگی متفاوت (براساس شرایط بازار از جمله میزان عرضه و تقاضا، نرخ تورم، نرخ سود بانکی، تغییر در رتبه اعتباری اوراق و ...)، لزوم داشتن درجه کارایی بالا از طریق (حداقل کردن هزینه برای انتشار و حداکثر کردن سود ممکن برای ذی‌نفعان)، لزوم رقابت‌گرایی است که جهت هرگونه اوراق بهادارسازی باید این اصول رعایت شود.

۲. مهم‌ترین اصول و معیارها در حوزه اقتصاد کلان برای اوراق بهادارسازی در کشور مالزی، همسویی با رشد اقتصادی و توسعه پایدار و قابلیت به‌کارگیری در سیاست‌های پولی و مالی است.

۳. در مالزی وظیفه بررسی جامعیت و هماهنگی مقررات نظارتی وضع شده بر حوزه‌های مالی برعهده کمیسیون اوراق بهادار مالزی و هیئت نظارت شریعت است. این وظیفه در ایالات متحده آمریکا برعهده کمیسیون ثبات بازارهای مالی (FSOC) و کمیسیون سلامت محصولات مالی است. در ایران نیز این وظیفه برعهده شورای فقهی بانک مرکزی و کمیته فقهی سازمان بورس و بانک مرکزی است.

۴. مهم‌ترین نهادهای ناظر برای اوراق بهادارسازی در کشور مالزی شامل: کمیسیون اوراق بهادار مالزی، هیئت نظارت شریعت، هیئت خدمات مالی - اسلامی، سازمان حسابداری و حسابرسی مؤسسه‌های مالی - اسلامی است. البته شایان ذکر است هیئت خدمات مالی - اسلامی (دارای ۱۷ استاندارد)، سازمان حسابداری و حسابرسی مؤسسه‌های مالی - اسلامی (دارای ۸۶ استاندارد) هستند که در قالب توصیه می‌باشد و رعایت همه آنها پیش‌شرط اوراق بهادارسازی نیست. مهم‌ترین نهادهای ناظر برای اوراق بهادارسازی در ایالات متحده آمریکا، کمیسیون ثبات بازارهای مالی (FSOC)، کمیسیون سلامت محصولات مالی، اداره ممیزی پولی، هیئت‌مدیره فدرال رزرو، شرکت ضمانت سپرده فدرال و شورای بازرسی مؤسسه‌های مالی فدرال (FFIEC) است. مهم‌ترین نهادهای ناظر برای اوراق بهادارسازی در ایران، شورای فقهی بانک مرکزی و کمیته فقهی سازمان بورس برای رعایت و انطباق با ملاحظات فقهی است. البته تفکیک مشخصی در خصوص حیطه وظایف و مرزبندی ورود هر یک از نهادهای ناظر فوق در برخی موارد وجود ندارد. در یک تقسیم‌بندی کلی ابعاد نظارت در ایران در سه سطح نظارت داخلی در قالب حاکمیت شرکتی با شش نهاد (سازمان حسابرسی، جامعه حسابسان مستقل، سازمان بازرسی کل کشور، دیوان محاسبات، سازمان بورس و اوراق بهادار و بانک مرکزی)، نظارت صنفی را تشکلهای بانکی (نهادهای صنفی بانکی، شورای هماهنگی بانک‌های دولتی، قانون بانک‌های خصوصی) و نظارت حاکمیتی را بانک مرکزی یا سایر دستگاه‌های حاکمیتی انجام می‌دهند. البته شایان ذکر است درخصوص اوراق بهادارسازی همه نهادهای مذکور ورود پیدا نمی‌کنند و غالباً ابعاد فقهی این اوراق مدنظر قرار می‌گیرد.

ردیف	موارد سیر تکامل اوراق بهادارسازی در سه کشور	مالزی	ایالات متحده	ایران
۱۳	سابقه انتشار در بازار سرمایه	بله	بله	بله
۱۴	تضمین اصل سرمایه در صورت نکول از طریق بیمه سپرده ها و شرکت های سرمایه گذاری	خیر	بله	-
۱۵	انتشار در سطح داخلی و بین المللی	هر دو	هر دو	داخلی
۱۶	محدودیت انتشار روی نوع خاصی از دارایی جهت اوراق بهادارسازی	خیر	خیر	-

مأخذ: یافته های تحقیق.

۳. پیشینه پژوهش

موضوع اوراق بهادارسازی مطالبات جاری بانکی از جمله موضوع هایی است که تاکنون در مطالعات داخلی به آن پرداخته نشده و تنها در چند تحقیق انگشت شمار به موضوع اوراق بهادارسازی دارایی ثابت بانک ها و تحلیل حقوقی تبدیل به اوراق بهادار کردن دارایی ها در بانکداری اسلامی اشاره شده که در جدول ۳ به برخی از مطالعات انجام گرفته در این خصوص اشاره شده است.

پژوهشگاه علوم انسانی و مطالعات فرهنگی
پرتال جامع علوم انسانی

جدول ۳. مطالعات انجام گرفته در حوزه اوراق بهادار سازی به تفکیک مطالعات داخلی و خارجی

مطالعات داخلی					
ردیف	نگارنده	سال	عنوان	چکیده	نتایج و پیشنهادها
۱	کمانکش	۱۳۹۸	بررسی ابعاد فقهی و عملیاتی تبدیل دارایی‌های ثابت بانکی به اوراق بهادار	اشاره به راهکارهای مختلف جهت رونق تولید	روش تبدیل به اوراق بهادار کردن دارایی‌های بانکی روش کارآمدتری نسبت به سایر روش‌های تأمین مالی برای بانک‌هاست.
۲	پرنده	۱۳۹۵	تحلیل حقوقی تبدیل به اوراق بهادار کردن دارایی‌ها در بانکداری اسلامی	بررسی و تحلیل بنیادین سازوکار بهادار سازی به صورت عرفی و اسلامی	تبدیل به اوراق بهادار کردن دارایی‌ها در بانکداری اسلامی با چه مخاطرات و ریسک‌ها و در عین حال فرصت‌هایی برای نظام اقتصادی ایران مواجه خواهد بود.
۳	جمشیدی، واعظ برزانی و ابراهیمی	۱۳۹۵	تحلیل آثار اقتصاد کلان اوراق بهادار سازی در نظام بانکی جمهوری اسلامی ایران	بررسی آثار اقتصاد کلان اوراق بهادار سازی در نظام بانکی جمهوری اسلامی ایران	استفاده از اوراق بهادار سازی به منظور تأمین مالی منابع مالی بانک‌های داخلی، آثار اقتصاد کلان منفی شامل کاهش رشد اقتصادی و اشتغال و نیز افزایش تورم را به دنبال خواهد داشت.
۴	میسمی	۱۳۹۴	طراحی مدل‌های عملیاتی اوراق بهادار (صکوک) منطبق با فقه امامیه جهت انجام عملیات بازار باز در نظام بانکی کشور: چارچوبی نوین برای سیاستگذاری پولی اسلامی	طراحی اوراق بهادار اسلامی (صکوک) به منظور استفاده در عملیات بازار باز بانک مرکزی	عقود فروش اقساطی و اجاره به شرط تملیک، به دلیل دارا بودن کمترین ریسک نکول، زمان بندی کاملاً معلوم و مشخص، بازدهی ثابت و معین (نرخ سود قطعی و از پیش تعیین شده)، نقدشوندگی بالا، قابلیت معامله در بازار و قابلیت وثیقه گذاری به عنوان بهترین گزینه‌ها برای اجرایی سازی فرایند تبدیل دارایی‌های تسهیلاتی به اوراق بهادار معرفی شده‌اند.

مطالعات داخلی					
ردیف	نگارنده	سال	عنوان	چکیده	نتایج و پیشنهادها
۵	مصباحی مقدم، صالح آبادی و اعتصامی	۱۳۹۴	امکان‌سنجی طراحی صکوک بانکی تبدیل‌شونده به سهام	آیا می‌توان از ابزار تبدیل به اوراق بهادارسازی تسهیلات بانکی در جهت تأمین و یا افزایش سرمایه بلندمدت شرکت‌های مدیون به نظام بانکی استفاده کرد؟ آیا صکوک بانکی قابلیت تبدیل‌شوندگی به سهام را دارند؟	- تبدیل به اوراق بهادارسازی تسهیلات بانکی راهکار مناسبی برای کاهش ریسک اعتباری و ریسک نقدینگی بانک است. - اختیار تبدیل‌سازی این اوراق به سهام موجب کاهش هزینه‌های تأمین مالی شرکت‌ها و راهکار جهت تأمین مالی بلندمدت برای شرکت‌های سهامی خواهد بود.
۶	زندیه و زندیه	۱۳۹۴	جایگاه اوراق بهادارسازی در رشد و توسعه اقتصادی کشورها با تأکید بر نیاز به گسترش بازار اوراق بهادارسازی در ایران	بررسی تأثیر اوراق بهادارسازی بر رشد و توسعه اقتصادی و بررسی عوامل وقوع بحران مالی سال ۲۰۰۸ و علل کاهش رشد اقتصادی	اوراق بهادارسازی موجب افزایش رشد اقتصادی در کشورهای مورد بررسی شده است.
۷	اسلامی میلانی	۱۳۹۲	تجزیه و تحلیل ساختار و عوامل اصلی تبدیل به اوراق بهادارسازی دارایی‌های شبکه بانکی	اهداف تبدیل به اوراق بهادارسازی شبکه بانکی، ارائه تحلیل درباره دلایل و منافع افزایش تمایل نسبت به استفاده بیشتر از پدیده اوراق بهادارسازی دارایی‌ها	ارائه پیشنهادهای مشخص جهت نحوه تنظیم قوانین و مقررات لازم برای فراهم‌سازی زمینه‌ها و بسترهای مناسب، به‌منظور نیل به اهداف تبدیل به اوراق بهادارسازی.

مطالعات داخلی					
ردیف	نگارنده	سال	عنوان	چکیده	نتایج و پیشنهادها
۸	موسویان، و وثوق و فرهادیان	۱۳۹۰	اوراق بهادار صکوک بانکی؛ تبدیل تسهیلات بانکی به اوراق بهادار در بانکداری بدون ربا	امکان‌سنجی تبدیل تسهیلات بانکی به اوراق بهادار در بانکداری بدون ربا، گروه‌بندی تسهیلات بانکی برای تبدیل به اوراق بهادارسازی و بررسی فقهی و اقتصادی و شناسایی ریسک‌های این اوراق	معرفی مناسب‌ترین عقود برای اوراق بهادارسازی.
۹	موسویان	۱۳۸۹	تبدیل دارایی‌های بانکی به اوراق بهادار در بانکداری بدون ربا	نگاهی به سابقه تبدیل دارایی‌های بانکی به اوراق بهادار در بانکداری متعارف و بانکداری اسلامی و تبیین اهداف، عملکرد و آسیب‌شناسی تبدیل دارایی‌های بانکی به اوراق بهادار و تبیین ویژگی‌های آن در بانکداری ایران	فروش اقساطی و اجاره به شرط‌تملیک به جهت ویژگی‌هایی که دارند، بهترین گزینه برای تبدیل دارایی‌های بانکی به اوراق بهادار هستند.

مطالعات خارجی					
ردیف	نگارنده	سال	عنوان	چکیده	نتایج و پیشنهادها
۱	هلیم و همکاران ^۱	۲۰۲۰	اطلاعات نامتقارن و طراحی اوراق بهادار در بازارهای سرمایه اسلامی	بررسی الگوهای استفاده شده برای اوراق بهادارسازی در بازار سرمایه کشورهای اسلامی با استفاده از رگرسیون دوجمله‌ای منفی و نقش اوراق بهادارسازی در متقارن‌سازی اطلاعات	اوراق بهادارسازی علاوه بر کاهش ریسک تأمین مالی بنگاه‌های اقتصادی، به از بین رفتن عدم تقارن اطلاعات منجر خواهد شد.
۲	عباسی و همکاران ^۲	۲۰۱۶	معاملات اوراق بهادار توسط بانک‌ها و تأمین اعتبار: شواهد خرد از بحران	تحلیل مبادلات اوراق بهادار در دوران پسابحران	ارائه یک چارچوب برای اوراق بهادارسازی اعتبارات.
۳	مارتین-الیور و سارینا ^۳	۲۰۰۷	چرا بانک‌ها دارایی‌های خود را تبدیل به اوراق بهادار می‌کنند؟	بررسی عوامل تعیین‌کننده در اوراق بهادارسازی بانک‌ها و ریسک ناشی از آن	اوراق بهادارسازی روشی است که از طریق آن بانک می‌تواند بخشی از دارایی خود را برای به‌دست آوردن نقدینگی، انتقال ریسک مربوط به سبد اعتباری و آربیتراژ سرمایه به فروش برساند.

1. Halim etal.

2. Abbassi etal.

3. Martín-oliver and Saurina

مطالعات خارجی					
ردیف	نگارنده	سال	عنوان	چکیده	نتایج و پیشنهادها
۴	منجو ^۱	۲۰۰۵	تبدیل به اوراق بهادار کردن دارایی‌ها، راهکاری مهم برای بانک‌های اسلامی	فرایند تبدیل به اوراق بهادار نمودن دارایی‌ها، تحلیل دلایل و منافع افزایش تمایل نسبت به استفاده بیشتر از پدیده اوراق بهادارسازی دارایی‌ها، ارائه نقاط ضعف احتمالی آن، تشریح سازوکار به کار گرفته شده در فرایند اوراق بهادار کردن دارایی‌ها بر واسطه‌های مالی و ارزیابی پدیده اوراق بهادارسازی دارایی‌ها از منظر اسلامی با استفاده از روش توصیفی	مزایای اوراق بهادارسازی: افزایش بازدهی سرمایه، افزایش روش‌های تأمین مالی، بهبود بازدهی دارایی‌ها، متنوع‌سازی منابع مالی، کاهش میزان مواجهه با ریسک اعتباری بانک‌های اسلامی.
۵	کالم و لاکور-لیتل ^۲	۲۰۰۴	الزامات سرمایه مبتنی بر ریسک برای وام‌های رهنی	مطالعه روی مفاهیم ریسک اوراق بهادارسازی	بانک، ریسک دارایی با اعتبار پایین را به امین انتقال می‌دهد و بدین گونه دارایی‌های با کیفیت پایین تر را از ترازنامه خارج می‌کند.

مأخذ: همان.

1. Manjoo

2. Calem and Lacour-Little

درمجموع اکثر پژوهش‌های صورت گرفته استفاده از ابزار اوراق بهادارسازی مطالبات بانکی را به دلیل غالب بودن منافع بر مضار آن توصیه می‌کنند؛ چراکه می‌تواند باعث آزادسازی بخش چشمگیری از تسهیلات بانک‌ها شود و نقش مؤثری را در سامان‌دهی بازار پول و سرمایه ایفا کند.

۴. ارکان اصلی در فرایند تبدیل مطالبات بانکی به اوراق بهادار

با توجه به اینکه هدف اصلی این تحقیق، طرح مباحث اوراق بهادارسازی در چارچوب نظام بانکی کشور ایران است، باید ارکان دارای اهمیت در نظام مالی کشور مورد توجه قرار گیرد. بر این اساس، مطابق با آیین‌نامه سازمان بورس و اوراق بهادار کشور، مهم‌ترین عناصر لازم در فرایند تبدیل مطالبات (نمودار ۳ پیوست) به اوراق بهادار شامل بانی، ناشر (واسطه)، سرمایه‌گذاران (خریداران صکوک)، امین، شرکت تأمین سرمایه و مؤسسه رتبه‌بندی می‌شود که در پیوست ۲ بدان‌ها اشاره شده است (کمیته تخصصی فقهی سازمان بورس و اوراق بهادار، ۱۳۸۶: ۲).

۵. بررسی قابلیت اوراق بهادارسازی تسهیلات اعطایی

در ادامه برای بررسی قابلیت اوراق بهادارسازی تسهیلات اعطایی با در نظر گرفتن سه ضابطه (فقهی، براساس آمار مانده تسهیلات اعطایی به تفکیک عقود و کارکرد اقتصادی) می‌توان از میان عقود مورد استفاده در قانون عملیات بانکداری بدون ربا ایران، برخی از آنها را جهت اوراق بهادارسازی مطالبات بانکی پیشنهاد کرد.

۵-۱. از منظر فقهی

بررسی منابع فقهی نشان می‌دهد شارع مقدس اسلام در برخورد با معاملات، رویکردی امضایی اتخاذ کرده است؛ بدین معنا که هر معامله‌ای را که از دیدگاه عرف و

عقلا معامله نامیده شود، مورد تأیید قرار می‌دهد؛ یعنی اگر از نظر عرف و عقلا صدق عرف معامله‌ای احراز شد تا زمانی که دلیل خاص یا عام بر نفی و بطلان معامله نباشد، از نظر شرعی حکم به صحت می‌شود. البته در مورد جزئیات این اصل بین فقه‌های عظام اختلاف وجود دارد.^۱ در این میان برخی از فقها این اصل را در مورد معاملات مستحدثه نپذیرفته و برخی دیگر این اصل را این‌گونه مسائل جاری و ساری می‌دانند. البته این تأیید مطلق نیست و باید اصول و ضوابطی در نظر گرفته شود. تمام این اصول را می‌توان در دو دسته «ضوابط فقهی عمومی»^۲ و «ضوابط فقهی اختصاصی»^۳ مطرح کرد. یکی از موارد اساسی در ضوابط فقهی عمومی ممنوعیت معاملات صوری و اتحاد مالکیت است. مقصود از معاملات صوری، روابطی است که بنا به دلایلی صرفاً

۱. بنا به نظر آیت‌الله مکارم شیرازی بنای عقلا از حجت‌های قطعی شرعی محسوب نمی‌شود و علت تأمه برای حجیت ندارد تا بدون نیاز به امضای شارع، معتبر تلقی شود، بنابراین تنها در صورتی می‌توان اعتبار آن را پذیرفت که مورد امضا یا عدم انکار شرع قرار گرفته باشد؛ زیرا واضح است که صرف استقرار عقلا بر روش معین، نشان‌دهنده مقبولیت آن نزد شارع مقدس نیست. در نتیجه هریک از بنائات عقلانیه فقط در صورتی اعتبار شرعی خواهد داشت که در منظر شارع بوده و از سوی او مورد انکار قرار نگرفته باشد (مشکینی اردبیلی، ۱۳۹۹).

البته قابل توجه است که بسیاری از برنامه‌های فعلی عقلا که قالب ظاهری آن جدید است جوهره و مغز آن در قالب شکل‌های دیگری از بنای عقلا در زمان معصومان وجود داشته و درواقع آنچه مورد امضا واقع شده، آن روح و جوهره است و شکل و قالب فعلی چون مصداقی از آن محسوب می‌شود جزء احکام امضایی محسوب می‌شوند. به بیان دیگر هرگاه در عرف عقلای امروز احکامی وضع شود که در سابق نبوده، هرگز نام احکام امضایی بر آن نمی‌توان گذاشت و اعتبار شرعی ندارد مگر اینکه به‌طور قطع مشابه احکامی باشد که در زمان شارع مقدس بوده و مورد امضا قرار گرفته باشد. به بیان دیگر: مگر اینکه جوهره این حکم ولو در قالبی دیگر، مورد امضای شارع قرار گرفته باشد. احکامی که از عمومات و اطلاقات ادله و قواعد کلی شرع برای موضوعات مستحدثه استنباط می‌شود ممکن است احکام امضایی باشد یا تأسیسی. بستگی به قواعد، عمومات و اطلاقاتی دارد که آن حکم از آن استفاده شده است؛ هرگاه آن عمومات و اطلاقات و قواعد جنبه تأسیسی داشته، فروع مستنبط از آن نیز تأسیسی است و اگر جنبه امضایی داشته، فروع آن نیز امضایی است (مکارم شیرازی، ۱۳۹۰، ج ۱: ۵۶۶).

۲. ضوابط فقهی عمومی، اصولی عام هستند که باید در همه معاملات وجود داشته باشند و نبود آنها باعث بطلان معامله و حرمت تصرف در اموال می‌شود و شامل اصل صحت قراردادها، اصل لزوم قراردادها، ممنوعیت اکل مال به باطل، ممنوعیت ربا، ممنوعیت ضرر، ممنوعیت غرر و ممنوعیت معاملات صوری و اتحاد مالکیت است.

۳. برخلاف قواعد عمومی (که شامل همه قراردادهاست)، قواعد اختصاصی به نکات مهم درخصوص قراردادهای خاص می‌پردازد. درواقع، شارع مقدس در هریک از معاملات، احکام و ویژگی‌های خاصی را در نظر گرفته است که باید در کنار ضوابط عمومی، به آنها نیز توجه کرد؛ به عنوان نمونه، اختصاص مضاربه به تجارت و جایز نبودن کاربرد آن در سایر فعالیت‌ها یک قاعده فقهی اختصاصی در باب مضاربه است (موسویان، ۱۳۸۹: ۱۲۹).

صورت معاملات واقعی را دارد و ماهیت حقیقی یک عقد صحیح را پیدا نمی‌کند (صدقی، ۱۳۷۸: ۲۱). در این خصوص سه حالت ذیل به صوری شدن معاملات منجر می‌شود که عبارتند از:

۱. **عدم کالا یا خدمت واقعی**: در این حالت رابطه مالی دو طرف عقد مبنایی ندارد و روی کالا یا خدمت خاصی واقع نمی‌شود.

۲. **عدم قصد در متعاملان**: در این حالت اگرچه معامله روی کالا یا خدمت واقعی انجام می‌شود که دارای ارزش اقتصادی است، اما قصد طرفین عقد از انجام معامله با ماهیت معامله ناسازگار است (همان).

۳. **اتحاد مالکیت**: سومین حالت متصور در معاملات صوری، وجود اتحاد مالکیت بین طرفین قرارداد (متعاملان) است، به بیان دیگر اگر طرفین معامله یک شخصیت حقیقی یا حقوقی به حساب آیند، آن معامله صوری است که در این باره در منابع فقهی، شرایط متعددی برای متعاقدان بیان شده است و فقها علاوه بر اصل وجود متعاملان، از: بلوغ، عقل، عدم حجر (منع از تصرف در اموال)، اختیار، قصد و جواز تصرف، به عنوان شرایط متعاقدان نام می‌برند (نجفی، ق ۱۴۱۷، ج ۲: ۳۱)؛ بنابراین متعاملان یک معامله در وهله اول باید از یکدیگر مستقل باشند تا بتوان وجود حداقل دو طرف را برای قرارداد تصور کرد و ثانیاً حتماً باید واجد برخی ویژگی‌های لازم (اهلیت) باشند (انصاری، ق ۱۴۰۶: ۱۲۱)؛ بنابراین، اگر متعاملان یک نفر یا در حکم یک نفر باشند، آن معامله صحیح نیست (میسمی، ۱۳۹۴: ۱۹۱).

فارغ از ضوابط فوق، قانون عملیات بانکداری بدون ربا^۱ ایران طی مواد ۷ تا ۱۷ به مسئله تخصیص منابع پولی^۱ می‌پردازد. به موجب این قانون، شیوه‌های تخصیص

۱. شیوه‌های تخصیص منابع و اعطای تسهیلات به چهار گروه قرض الحسنه، عقود مبادله‌ای (شامل مرابحه، فروش

منابع و اعطای تسهیلات را می‌توان با توجه به ماهیتشان در یک تقسیم‌بندی کلی به چهار گروه قرض الحسنه، عقود مبادله‌ای با بازدهی ثابت (شامل مرابحه، فروش اقساطی، اجاره به شرط تملیک، سلف، استصناع، خرید دین و جعاله)، عقود مشارکتی با بازدهی متغیر (شامل مضاربه، مشارکت مدنی، مشارکت حقوقی، مزارعه و مساقات) و نهایتاً سرمایه‌گذاری مستقیم تقسیم کرد. اگر از نظر تبدیل تسهیلات به اوراق بهادار به این شیوه‌ها نگریسته شود، می‌توان ویژگی‌های ذیل را برای شیوه‌های تخصیص منابع برشمرد (موسویان، ۱۳۸۹: ۲۱).

الف) طبق ماده (۱۴) قانون بانکداری و آیین‌نامه اجرایی مربوطه، بانک‌ها مجازند برای رفع برخی از نیازهای افراد از قبیل هزینه‌های ازدواج، درمان و ... به شرکت‌های تولیدی و خدماتی که فعالیت آنها اشتغال‌زا و در جهت تأمین مایحتاج ضروری جامعه باشد، در قالب تسهیلات قرض الحسنه وام اعطا کنند اما به جهت غیرانتفاعی بودن این تسهیلات، تبدیل به اوراق بهادارسازی آن برای بانک توجیه اقتصادی ندارد.

ب) در تسهیلات مرابحه، فروش اقساطی، استصناع و جعاله نتیجه قرارداد، بدهی گیرنده تسهیلات به بانک است و بانک می‌تواند با تبدیل دیون ناشی از این قراردادهای به اوراق بهادار، آنها را در بازار ثانویه از طریق تنزیل (بیع دین) واگذار کند.

ج) در تسهیلات اجاره به شرط تملیک، نتیجه قرارداد دو چیز است؛ از یک سو گیرنده تسهیلات به عنوان مستأجر، اجاره‌بهای مشخصی را به بانک بدهکار است و از سوی دیگر، بانک به عنوان مؤجر، مالک دارایی (عین مستأجره) است که بازه ثابت و معینی دارد؛ بنابراین، بانک می‌تواند هم خود اجاره‌بها را به عنوان مطالبات مدت‌دار به اوراق بهادار تبدیل کند و در بازار ثانویه از طریق تنزیل (بیع دین)

اقساطی، اجاره به شرط تملیک، سلف، استصناع، خرید دین و جعاله)، عقود مشارکتی (شامل مضاربه، مشارکت مدنی، مشارکت حقوقی، مزارعه و مساقات) و نهایتاً سرمایه‌گذاری مستقیم تقسیم می‌شود.

بفروشد و هم می‌تواند خود دارایی (عین مستأجره) را که بازه ثابت و معینی دارد به اوراق بهادار تبدیل کند و در بازار ثانویه از طریق بیع عین (دارایی فیزیکی) بفروشد (موسویان و میثمی، ۱۳۹۷: ۴۳۸).

د) در تسهیلات سلف، اگرچه نتیجه قرارداد، بدهی گیرنده تسهیلات به بانک است، اما به جهت ویژگی خاص قرارداد سلف، امکان تبدیل شدن به اوراق بهادار وجود ندارد، زیرا از نظر فقهی، مبیع قرارداد سلف را نمی‌توان قبل از سررسید فروخت (هرورانی، هرورانی و زهتابیان، ۱۳۸۹: ۵۰).

ه) در تسهیلات خرید دین، نتیجه قرارداد انتقال طلب از تنزیل کننده اسناد تجاری به بانک است؛ بنابراین، فرد بدهکار اسناد درواقع به بانک بدهکار خواهد بود. به همین دلیل بانک می‌تواند دیون ناشی از تسهیلات خرید دین را به اوراق بهادار تبدیل کند و در بازار ثانوی از طریق تنزیل (بیع دین) مجدداً بفروشد (همان: ۴۷).

شایان ذکر است در حال حاضر، عملیات مربوط به خرید دین بر مبنای دستورالعمل اجرایی عقد خرید دین انجام می‌گیرد که در ۱۲ ماده و ۲ تبصره در یک‌هزار و یک‌صد و بیست و هشتمین جلسه مورخ ۱۳۹۰/۵/۲۵ شورای پول و اعتبار به تصویب رسید. در ادامه با توجه به پذیرش ضرورت اوراق بهادارسازی مطالبات بانکی به شقوق مختلف این بحث، از جمله بیع دین به دین، بیع دین به غیر دین، بیع دین سررسید شده یا سررسید نشده، تنزیل دین و فروش به ارزش اسمی یا به قیمتی بالاتر یا پایین‌تر از آن، جواز فروش قبل یا بعد از سررسید پرداخته شده است.

۵-۱-۱. بیع دین به دین

در مقوله بیع دین، معاملات مبتنی بر تبادل دین با دین است. در این حالت ثمن و مثن هر دو دین است. مشهور فقهای شیعه این نوع بیع دین را نپذیرفته^۱ و حکم

۱. این گروه به مؤلفه طلحه بن زید از امام صادق (ع) توسل می‌کنند که فرمود: «قال رسول الله (ص): لا بیع الدین

به ناصحیح بودن بیع دین می‌دهند.

۲-۱-۵. بیع دین به غیر دین

در این حالت، مبیع قبل از شروع قرارداد، دین بوده و ثمن، غیر دین (حال) است. بررسی منابع فقهی و دیدگاه فقها و استدلال‌هایشان نسبت به بیع دین نشان می‌دهد که این حالت مورد اختلاف بوده و در مجموع پنج دیدگاه در بین فقهای امامیه در این خصوص وجود دارد که در ذیل به آنها اشاره می‌شود:

۱. بیع دین مطلقاً باطل است؛ این نظریه را شیخ طوسی به شافعی نسبت داده است.

۲. بیع دین حال صحیح، اما مؤجل باطل است؛ صاحب حدائق، محقق و شهید این نظریه را دارند.

۳. بیع دین به مدیون صحیح، اما به غیر او باطل است؛ این نظریه را ابن ادریس و امام خمینی در قول جدیدشان مطرح کرده‌اند.

۴. بیع دین صحیح است لکن مشتری تنها حق مطالبه ثمن پرداخت شده را دارد؛ شیخ طوسی، ابن براج و شهید در دروس این نظر را بیان کرده‌اند.

۵. بیع دین مطلقاً صحیح است و خریدار مالک تمام دینی می‌شود که مدیون بدهکار است؛ مشهور فقهای گذشته و معاصر، چون سیدیزدی، بروجردی، خویی، امام خمینی

بالدین (عاملی، ۱۴۰۹ ق: ۲۹۷) یعنی: «دین در مقابل دین فروخته نمی‌شود» این روایت از جهت سند مورد تسالم بوده و از جهت محتوا محل بحث فقهی قرار گرفته است. مطابق ظهور، روایت از بیع دین به دین نهی شده است و نهی در معاملات، ارشاد به فساد دارد. از طرفی ادعا شده است که دین در روایت اطلاق دارد و آنچه را پیش از معامله دین بوده یا به معامله دین می‌شود دربرمی‌گیرد؛ لذا صاحب جواهر بطلان بیع دین به ثمن مؤجل را به مشهور نسبت می‌دهد (نجفی، ق ۱۴۱۷، ج ۲۴: ۳۴۶). در مقابل گروهی از فقها چون محقق حلی در شرایع معتقدند اصل لفظی مستنبط از عموماتی چون احل... البیع در بیع صحت بوده و خروج از این اصل تنها در موارد متیقن ممکن است و آن جایی است که دینی به دین دیگر که هر دو قبل از عقد دین بوده‌اند فروخته شود. امام خمینی (ره) نیز در جایی که عوضین قبل از عقد دین هستند را بنابر اقوی باطل می‌داند و در جایی که حداقل یکی از آنها قبل از عقد دین نیست احتیاط می‌کند (موسوی خمینی، ۱۳۶۳، ج ۲: ۱۲۱).

(طبق قول اولشان)، سیستانی، مکارم شیرازی، تبریزی، وحید خراسانی و زنجانی، این

نظریه را مطرح کرده‌اند (موسوی، ۱۳۸۱: ۸۷-۷۸).

هرچند بحث بیع دین به غیر دین، بحثی اختلافی در میان فقهای شیعه و اهل سنت است، اما درمجموع می‌توان مدعی بود که مشهور فقهای شیعه (برخلاف مشهور فقهای اهل سنت) و فقهای شافعیه و مالکیه بیع دین به غیر دین را جایز می‌دانند اعم از اینکه دین به خود مدیون یا به شخص ثالث فروخته شود و فقهای حنفی و حنبلی آن را باطل می‌شمارند (موسویان و بهاری قرامکی، ۱۳۹۱: ۲۲۶).

با پذیرش بیع دین به غیر دین، در جدول ذیل به‌طور خلاصه به شقوق مختلف بیع دین اشاره شده است:

جدول ۴. شقوق مختلف بیع دین

مطلقاً باطل است				بیع دین
عدم پذیرش توسط مشهور فقهای شیعه			به دین (مؤجل)	
عدم پذیرش توسط فقهای شیعه و اهل سنت		صوری	به غیر دین (حال)؛ پذیرش توسط مشهور فقهای شیعه و فقهای مالکیه و شافعیه و عدم پذیرش توسط فقهای حنفی و حنبلی	
پذیرش توسط همه فقهای شیعه و اهل سنت؛ چه به خود شخص بدهکار و چه به شخص ثالث		سررسید شده		
پذیرش توسط همه فقهای شیعه و اهل سنت	به خود شخص بدهکار	سررسید نشده		
به قیمت اسمی یا کمتر (مشهور فقهای شیعه)	به شخص ثالث (پذیرش توسط مشهور فقهای شیعه و شورای نگهبان)			
فقط به ارزش اسمی (امام خمینی (ره))				

مأخذ: همان.

نتیجه بررسی‌های اجمالی نشان می‌دهد مطالبات بانک‌های بدون ربا - که حاصل از تسهیلات مرابحه، فروش اقساطی، اجاره به شرط تملیک، جعاله و استصناع، خرید

دین است - از منظر فقهی می‌تواند به اوراق بهادار تبدیل شود؛ اما مطالبات حاصل از عقد معاملات سلف^۱ (به دلیل عدم امکان فروش مبیع سلف قبل از سررسید) توجیه فقهی ندارد و مطالبات حاصل از عقد قرض الحسنه نیز (به دلیل عدم سود و فقدان توجیه اقتصادی) قابلیت تبدیل شدن به اوراق بهادار را ندارد.^۲

۲-۵. براساس آمار مانده تسهیلات اعطایی به تفکیک عقود

یکی دیگر از معیارهای انتخاب عقود مناسب برای اوراق بهادارسازی، توجه به آمار تسهیلات اعطایی به تفکیک عقود است. مطابق با ارقام جدول ۵ که براساس آخرین آمار متخذه از بانک مرکزی جمهوری اسلامی ایران تا پایان تیرماه سال ۱۴۰۱ ارائه شده، بیشترین سهم تسهیلات تاکنون در قالب عقود مرابحه، فروش اقساطی و مشارکت مدنی پرداخت شده که این سه عقد در مجموع بیش از ۶۶ درصد از حجم تسهیلات اعطایی را به خود اختصاص داده‌اند. این در حالی است که عقد مشارکت به معنای واقعی خود مشارکت نیست؛ زیرا براساس بررسی‌های متعدد و اظهارنظرهای کارشناسی، عقود مشارکتی در نظام بانکی ما اغلب در همه موارد به صورت صوری انجام می‌شود و آزادی عمل بیشتر بانک‌ها در این عقد موجب اقبال بیشتر به آن شده است. همچنین سهم عنوان سایر در عقود بانکی سهم به نسبت بالایی است و به نظر

۱. مطابق مصوبه شماره ۱۱۴ کمیته فقهی مورخ ۱۳۹۴/۰۸/۰۷ در مورد انتشار اوراق رهنی مبتنی بر تسهیلات اعطایی، تنزیل بخشی از تسهیلات مبادله‌ای (به جز سلف)، در صورتی که ناشی از معامله واقعی و دارای پشتوانه رهنی باشد، از طریق عقود مبادله‌ای (به جز سلف) بوده و صحیح است. پیرو این مصوبه «دستورالعمل انتشار اوراق رهنی» در اجرای بند «۲» ماده (۷) قانون بازار اوراق بهادار مصوب آذرماه ۱۳۸۴ و مصوبه مورخ ۱۳۸۸/۰۵/۰۵ و ۱۳۹۴/۰۹/۱۷ شورای عالی بورس، در تاریخ ۱۳۹۴/۰۹/۲۴ به تصویب هیئت مدیره سازمان بورس و اوراق بهادار رسید.

۲. شایان ذکر است مباحث مطرح شده در چارچوب فقه شیعه و تا حدودی فقه شافعی و مالکی قابل پذیرش است. اما با توجه به اینکه سایر مذاهب فقهی اهل سنت (به ویژه فقه حنبلی) بیع دین را نمی‌پذیرند، تبدیل آن دسته از دارایی‌ها به اوراق بهادار که مبتنی بر بیع دین است (مانند مرابحه) با مبانی فقهی آنها سازگار نیست و تنها مواردی که به بیع عین می‌انجامد (مانند مشارکت)، قابلیت کاربرد دارد. یادآور می‌شود در حال حاضر عقد بیع دین در بانک‌های اسلامی عربستان سعودی، پاکستان، کشورهای حاشیه خلیج فارس و... کاربردی ندارد و صرفاً در بانک‌های اسلامی مالزی (آن هم به صورت محدود) استفاده می‌شود.

می‌رسد علت بالای آن توانایی قراردادن برخی عقود در این بخش است. با این اوصاف می‌توان گفت با فرض عدم منع شریعت و نیز با فرض اوراق بهادارسازی همه تسهیلات اعطا شده در قالب این سه عقد، می‌توان انتظار داشت حداقل حدود ۶۶ درصد به قدرت تسهیلات‌دهی شبکه بانکی افزوده شود. ازسوی دیگر با توجه به ارقام جدول ۵ فارغ از قیود شریعت، می‌توان اذعان کرد که با در نظر گرفتن صرف سود اقتصادی حدود ۹۱ درصد از حجم تسهیلات اعطایی به‌صورت بالقوه امکان اوراق بهادارسازی را دارند و تنها عقد قرض‌الحسنه به دلیل نداشتن توجیه اقتصادی را نمی‌توان به اوراق بهادار تبدیل کرد. البته با توجه به اینکه دستگاه‌های متولی آمار میزان نکول هر عقد را به تفکیک منتشر نمی‌کنند به‌ناچار می‌توان انتظار داشت به تناسب افزایش تسهیلات اعطا شده در قالب هر عقد، میزان نکول در آن عقد نیز نسبت به سایر عقود افزایش یابد. براساس آخرین آمار اعلامی بانک مرکزی، نسبت تسهیلات غیرجاری به کل تسهیلات (ریالی) اعطایی در تیرماه سال ۱۴۰۱ حدود ۹ درصد بوده^۱ که البته رقم واقعی مطالبات غیرجاری بسیار بالاتر از رقم فوق است؛ زیرا همان‌گونه که پیش‌تر نیز اشاره شد، رقم چشمگیری از مطالبات غیرجاری در دل مطالبات جاری بانک‌ها وجود دارد و پرداختن به مطالبات جاری تا حدودی مطالبات غیرجاری را پوشش خواهد داد.^۲

۱. بانک مرکزی جمهوری اسلامی ایران اداره بررسی‌ها و سیاست‌های اقتصادی - دایره آمارهای پولی، ص. ۸ و دایره آمارهای پولی، ص. ۲۴.

۲. متأسفانه در حال حاضر حتی مقام ناظر بانکی نیز اطلاع دقیقی از حجم تسهیلات امهالی بانک‌ها ندارد، اما اظهارنظرهای غیررسمی مقامات درخصوص حجم واقعی تسهیلات غیرجاری سیستم بانکی که با تکنیک‌های مختلف جاری تلقی شده‌اند، به حدود ۵۰ درصد از کل تسهیلات اعطایی بانک‌ها نیز می‌رسد؛ دارایی‌هایی که بخش مهمی از آن براساس محاسبات اقتصاد سوخت شده و غیرقابل بازگشت است (درویدیان و حسینی دولت‌آبادی، ۱۴۰۰: ۱۸).

جدول ۵. میزان مانده تسهیلات اعطایی به تفکیک عقود در پایان تیرماه سال ۱۴۰۱

(ارقام به هزار میلیارد ریال)

تفکیک بانک‌ها ^۱	اسفند ۱۴۰۰	تیر ۱۴۰۱	سهم از مانده تیر ۱۴۰۱ (درصد)	درصد تغییر به اسفند ۱۴۰۰
مجموع بانک‌ها و مؤسسات اعتباری:	۳۵,۴۰۹	۳۷,۶۳۰	۱۰۰	۶,۲۷
بانک‌های غیردولتی و مؤسسات اعتباری	۲۲,۹۶۱	۲۴,۱۴۲	۶۵	۵,۱۵
بانک‌های تجاری	۷,۴۴۲	۷,۸۷۲	۲۱	۵,۷۸
بانک‌های تخصصی	۵,۰۰۶	۵,۶۱۵	۱۴	۱۲,۱۶
تفکیک عقود:	اسفند ۱۴۰۰	تیر ۱۴۰۱	سهم از مانده تیر ۱۴۰۱ (درصد)	درصد تغییر به اسفند ۱۴۰۰
مراجعه*	۱۲,۴۰۷	۱۳,۴۲۵	۳۵	۳۶
فروش اقساطی	۶,۰۱۱	۶,۱۰۰	۱۷	۱۶
مشارکت مدنی	۴,۸۹۷	۴,۷۸۱	۱۴	۱۳
سایر**	۳,۲۴۹	۳,۷۳۶	۹	۱۰
قرض الحسنه	۳,۰۹۲	۳,۵۹۳	۹	۱۰

۱. براساس فهرست بانک مرکزی از بانک‌ها و مؤسسه‌های اعتباری و سایر نهادهایی که مجوز تأسیس و فعالیت آنها صادر و تحت نظارت قرار دارند، اعلام شده بانک‌ها و مؤسسه‌های اعتباری و سایر نهادها به هفت دسته تقسیم می‌شوند: ۱. بانک خارجی (بانک تجارتی ایران و اروپا، استاندارد چارترد، تعاون اسلامی برای سرمایه‌گذاری (مصرف التعاون الاسلامی للاستثمار)، فیوچر بانک (المستقبل)، ۲. بانک غیردولتی تجاری (صادرات ایران، تجارت، ملت، رفاه کارگران، پارسیان، پاسارگاد، آینده، سینا، ایران زمین، شهر، اقتصاد نوین، سرمایه، سامان، کارآفرین، گردشگری، دی و خاورمیانه)، ۳. بانک دولتی تخصصی و توسعه‌ای (کشاورزی، مسکن، توسعه تعاون، صنعت و معدن، توسعه صادرات ایران)، ۴. بانک دولتی تجاری (سپه، ملی ایران، پست ایران)، ۵. بانک غیردولتی قرض الحسنه (قرض الحسنه مهر ایران و قرض الحسنه رسالت)، ۶. مؤسسه اعتباری ایرانی غیربانکی غیردولتی (ملل، نور، کاسپین و توسعه)، ۷. بانک مشترک ایرانی و خارجی (بانک مشترک ایران - ونزولا) که در مجموع بالغ بر ۲۰۲۶۹ شعبه در سراسر کشور دارند. در یک تقسیم‌بندی پیشنهادی چهار نوع بانک قرض الحسنه، تجاری، تخصصی و توسعه‌ای و جامع و چهار نوع مؤسسه اعتباری غیربانکی (مؤسسه‌های مالی و اعتباری، تعاونی‌های اعتبار، شرکت‌های واسپاری و صندوق‌های قرض الحسنه) جهت تجهیز و تخصیص منابع پیشنهاد شده است (موسویان و میثمی، ۱۳۹۷: ۶۱۶).

تفکیک بانک‌ها ^۱	اسفند ۱۴۰۰	تیر ۱۴۰۱	سهم از مانده تیر ۱۴۰۱ (درصد)	درصد تغییر به اسفند ۱۴۰۰
مشارکت حقوقی	۲,۵۴۰	۲,۴۹۴	۷	۷
جعاله	۱,۵۴۷	۱,۶۱۶	۴	۴
سلف	۸۵۲	۱,۰۵۰	۲	۳
مضاربه	۴۲۹	۴۴۳	۱	۱
اجاره به شرط تملیک	۳۰۳	۳۰۹	۱	۱
سرمایه‌گذاری مستقیم	۸۰	۸۲	۰/۲	۰
استصناع*	۱	۴ / ۰	۰	۰

توضیحات: شایان ذکر است داده‌های جدول به صورت متغیرهای انباشت (Stock) است، به بیان دیگر ارقام بیانگر وضعیت مانده تسهیلات اعطایی به تفکیک هر عقد از ابتدای فعالیت بانک‌ها بر مبنای قانون عملیات بانکداری بدون ربا ایران تاکنون است. * از تیرماه سال ۱۳۹۴ آمار تسهیلات اعطایی به تفکیک عقود مزایحه و استصناع به انواع تسهیلات اعطایی به تفکیک عقود اسلامی اضافه شده است.

** شامل خرید دین، اموال معاملات و مطالبات معوق، سررسید گذشته و مشکوک‌الوصول است.

مأخذ: بانک مرکزی جمهوری اسلامی ایران اداره بررسی‌ها و سیاست‌های اقتصادی، سال‌های مختلف: ۸.

۳-۵. از منظر اقتصادی

اوراق بهادارسازی مطالبات جاری بانک‌ها مستلزم در نظر گرفتن برخی ملاحظات است که علاوه بر ترغیب بانک‌ها به این کار، سرمایه‌گذاران نیز انگیزه لازم برای خرید این اوراق را داشته باشند تا اجرای این سیاست در عمل با شکست مواجه نشود. فارغ از ملاحظات شریعت، در گام نخست باید به این نکته توجه کرد که دارایی‌هایی قابلیت اوراق بهادارسازی دارند که خصوصیتی از قبیل همگن بودن، قابلیت تعیین رتبه اعتباری و تعیین درجه ریسک، قابلیت افزایش رتبه اعتباری از طریق بانک یا شرکت بیمه و قابلیت ارائه اطلاعات شفاف به مشتریان داشته باشند (فرجی، رفیعی شمس‌آبادی، ۱۳۸۹: ۱۷). در گام بعدی توجه به برخی ملاحظات از جمله لزوم داشتن ریسک پایین مطالبات خریداری شده ضروری است که براساس این معیار، عقود اجاره به شرط تملیک، سلف، فروش اقساطی کمترین ریسک را در تأمین مالی

برای سرمایه‌گذاران ریسک‌گریز دارا هستند که در صورت در نظر گرفتن ملاحظات شریعت، عقد سلف از میان عقود فوق حذف خواهد شد (خطیب و صادقی، ۱۳۹۵: ۳۱-۳۰).

البته در برخی مطالعات (میسمی، ۱۳۹۴: ۱۸۳) به‌جز شرط داشتن ریسک پایین نکول مطالبات خریداری شده، به داشتن زمان‌بندی مشخص و معلوم و نیز داشتن وثایق و ضمانت‌نامه‌های معتبر و نقدشوندگی بالا به‌عنوان ارکان موفقیت در اجرای اوراق بهادارسازی مطالبات بانکی اشاره شده که براساس ملاحظات فوق، اوراق بهادارسازی عقود تسهیلات فروش اقساطی^۱ و اجاره به‌شرط‌تملیک، نسبت به سایر عقود (به دلایل اشاره شده) پیشنهاد شده است^۲ (موسویان، ۱۳۸۹: ۱۵؛ موسویان، وثوق و فرهادیان، ۱۳۹۰: ۲۱).

در کنار موارد فوق باید به این نکته توجه کرد که موفقیت در تبدیل مطالبات بانکی به اوراق بهادار، علاوه بر مشروعیت فقهی ابزارها به بررسی سایر ابعاد از جمله

۱. در مطالعاتی با عنوان «رتبه‌بندی عقود اسلامی در تأمین مالی سرمایه‌گذاری ریسک‌پذیر با استفاده از مدل تصمیم‌گیری چندمعیاره TOPSIS» به شناسایی معیارهای تأمین مالی سرمایه‌گذاری ریسک‌پذیر و تعیین درجه اهمیت هر یک از آنها در تأمین مالی سرمایه‌گذاری ریسک‌پذیر و کاربرد روش TOPSIS در رتبه‌بندی عقود اسلامی در این نظام تأمین مالی پرداخته‌اند. روش پژوهش این تحقیق، تلفیقی از دو روش کمی و کیفی برای تحلیل حساسیت در تصمیم‌گیری است که در روش کمی برای تعیین درجه اهمیت معیارها از روش «انترپوی شانون» استفاده شده که با توجه به میزان اهمیتی که خبرگان برای هر یک از معیارها در عقود اسلامی مختلف در تأمین مالی سرمایه‌گذاری ریسک‌پذیر در پرسشنامه قائل هستند، محاسبه می‌شود و در روش کیفی سه حالت مختلف برای تعیین درجه اهمیت معیارها در نظر گرفته شده است. در مرحله نهایی، رتبه‌بندی عقود اسلامی در نظام تأمین مالی ریسک‌پذیر در چهار حالت فوق براساس معیارها با درجه اهمیت مختلف با استفاده از روش TOPSIS انجام گرفته که نتایج این مطالعه نشان می‌دهد عقود منعقد در قالب سرمایه‌گذاری مستقیم، مشارکت مدنی، مشارکت حقوقی، مزارعه، مساقات، مضاربه، جعاله، اجاره به‌شرط‌تملیک، سلف، فروش اقساطی به‌ترتیب بیشترین ریسک را در تأمین مالی سرمایه‌گذاری ریسک‌پذیر به خود اختصاص داده‌اند.

۲. در قرارداد فروش اقساطی نتیجه این است که بانک از مشتری طلب‌کار می‌شود و مشتری متعهد است طبق زمان‌بندی معین بدهی خود را بپردازد. در این حالت، بانک می‌تواند از این قابلیت استفاده کند که همه یا بخشی از مطالبات خود را از مشتریانی که واجد شرایط هستند، به اوراق بهادار تبدیل کند و از طریق بیع دین (تنزیل) در بازار سرمایه (بازار ثانویه) به فروش رساند.

۳۰۵ _____ بررسی موانع قانونی و اجرایی اوراق بهادارسازی دارایی‌های جاری بانک‌ها...

تطابق با اهداف و انگیزه‌های خریداران، تناسب با روحیات و سلیقه‌های خریداران از حیث پذیرش ریسک، میزان نقدشوندگی، درجه کارایی، همسویی با رشد اقتصادی و توسعه پایدار، قابلیت به کارگیری در سیاست‌های مالی و پولی و ... نیاز دارد.

۶. موانع پیش روی اوراق بهادارسازی مطالبات بانکی

۶-۱. موانع قانونی

یکی از مهم‌ترین ابعادی که هنگام طراحی ابزار مالی باید بدان توجه کرد، قوانین و مسائل مالیاتی خاص هر کشور است. کشور ایران نیز از این مسئله مستثنا نیست. اوراق بهادار با پشتوانه مطالبات در همان شکلی که در دنیا منتشر می‌شود شامل سه مرحله است.

مرحله نخست آن، فروش طلب‌ها به ناشر است. در این مرحله چون فروشی واقع شده، بنابراین مالیاتی نیز اخذ نمی‌شود و از آنجا که فروش به کسر (به صورت تنزیل) صورت گرفته است و تسهیلات کمتر از قیمت اسمی به فروش رسیده‌اند بنابراین، مالیات در این بخش صفر خواهد بود. همچنین مرحله دوم انتشار اوراق بهادار و جمع‌آوری وجوه نیز مشمول مالیات نخواهد بود؛ اما مرحله سوم که به پرداخت سود اوراق و معاملات ثانویه این اوراق مطرح است، مشمول اخذ مالیات است.

براساس ماده (۱۴۳) مکرر قانون اصلاح قانون مالیات‌های مستقیم مصوب سال ۱۳۹۴ از هر نقل و انتقال و حق تقدم سهام شرکت‌ها در بورس و همچنین دیگر اوراق به اداری که در بورس معامله می‌شوند، مالیات مقطوع به میزان نیم درصد ارزش فروش یا حق تقدم سهام دریافت می‌شود.

بدین طریق حتی در صورت طراحی ابزار مالی جدید، نقل و انتقال آن با مالیات همراه خواهد بود. به بیان دیگر، حتی در صورت عدم ملاحظات فقهی برای انتشار

اوراق بهادار با پشتوانه مطالبات بانکی، بعد مالیاتی این ابزار، مانعی را برای گسترش و رونق این اوراق به وجود خواهد آورد کما اینکه یکی از دلایل عدم استقبال بانک‌ها و سرمایه‌گذاران برای ادامه روند انتشار اوراق رهنی بانک مسکن در سال ۱۳۸۶ نیز وجود همین مسئله بود (بتشکن، ۱۳۹۶).

۲-۶. موانع اجرایی

استفاده از اوراق بهادارسازی دارایی‌های تسهیلاتی در بانک‌های ایران سابقه طولانی ندارد. به عبارت دیگر به رغم اینکه با تصویب قانون بازار اوراق بهادار در سال‌های ۱۳۸۴ و ۱۳۸۸، بستر قانونی لازم برای طراحی و انتشار انواع گوناگون اوراق بهادار جدید ایجاد شده اما بررسی‌ها حاکی از آن است که تاکنون بانک‌ها بنا به دلایل مختلف به صورت محدود از این ابزار استفاده کرده‌اند؛ به گونه‌ای که تاکنون تنها دوبر بانک مسکن (یکبار به ارزش ۱۰۰۰ میلیارد تومان و بار دیگر به ارزش ۳۰۰ میلیارد تومان) برای رونق بازار مسکن، این اوراق را انتشار داده است.^۱ این در حالی بود که تا قبل از آن با وجود الگوهای دیگری از قبیل صندوق زمین و ساختمان (بازار سرمایه)، و بازار ثانویه رهن (بازار سرمایه) بخش مسکن، در کشور تنها از الگوی سپرده‌گذاری برای تأمین مالی این بخش استفاده می‌شد (سعیدی و کرد، ۱۳۸۸: ۲). نخستین تلاش برای فروش اوراق بهادار به پشتوانه تسهیلات رهنی بانک مسکن در سال ۱۳۸۵ انجام شد که با توجه به مصادف شدن آن با بحران مالی سال ۲۰۰۷ و ذهنیت منفی دولت نسبت به این ابزار، اجرایی نشد. در حال حاضر با توجه به درس‌آموخته‌های بحران مالی جهانی از قبیل مقررات‌گذاری مناسب، تجمیع و گروه‌بندی تسهیلات باکیفیت و عدم انتشار اوراق پیچیده مبتنی بر تسهیلات بانکی می‌توان به نحو مؤثرتری به طراحی سازوکار بازار رهن ثانویه اندیشید. در ادامه به

۱. آمار متخذه از سایت فرابورس ایران: <https://www.ifb.ir>

چالش‌های پیش روی بانک‌ها برای اوراق بهادارسازی مطالبات خود جهت عرضه در بازار سرمایه اشاره شده است.

۱-۲-۶. چالش‌های اوراق بهادارسازی مطالبات بانکی از مسیر بازار سرمایه

- بررسی‌ها حاکی از آن است که سهم تأمین مالی از طریق انتشار اوراق بهادار در بازار سرمایه در اقتصاد ایران فاصله چشمگیری با بسیاری از کشورهای پیشرفته دنیا دارد. علت این مسئله به تعداد زیاد ارکان اوراق بهادارسازی شامل ۱۱ رکن^۱، زمان طولانی برای طی کردن فرایند اوراق بهادارسازی و میزان بالای تشریفات اداری و ... باز می‌گردد (صلواتیان و حسینی دولت‌آبادی، ۱۳۹۸: ۵-۶).
مسلماً اضافه شدن تعداد مراحل به‌معنای افزایش هزینه‌های مبادلاتی^۲ است که درنهایت، هزینه‌های آن به بانک‌ها تحمیل می‌شود. به عبارت دیگر با افزایش این هزینه‌ها، انگیزه بانک‌ها برای اوراق بهادارسازی مطالبات خود کاهش می‌یابد. بالطبع با افزایش این هزینه‌ها، حاشیه سود خریداران این اوراق در مقایسه با سایر بازارهای موازی کاهش خواهد یافت و همین امر به عدم استقبال سرمایه‌گذاران برای خرید این اوراق منجر خواهد شد.

- نحوه مداخله دستوری بانک مرکزی در تعیین نرخ سود سپرده‌ها، تسهیلات و عدم توجه به وضعیت اعتباری بانک‌ها که عملاً هیچ سنخیتی با شرایط بازار ندارد از دیگر چالش‌هاست. به عبارت دیگر حداکثر نرخ ۱۸ درصدی تعیین شده برای تسهیلات اعطایی در سال ۱۴۰۰ فاصله حدود ۴ درصدی با نرخ بازدهی اوراق دولتی (اسناد خزانه) در بازار سرمایه دارد (که حدود ۲۲ درصد

۱. بانی اوراق، ۲. ضامن اوراق، ۳. خریداران اوراق، ۴. مشاور عرضه، ۵. متعهد پذیرهنویسی، ۶. عامل فروش، ۷. بازارگردان، ۸. کارگزاران، ۹. نهاد رتبه‌بندی، ۱۰. بانک مرکزی (نظارت)، ۱۱. سازمان بورس (نظارت)، ۱۲. شرکت فرابورس یا بورس تهران (نظارت)، ۱۳. شرکت سپرده‌گذاری مرکزی (نهاد واسطه یا ناشر).

بوده است). همین امر انگیزه سرمایه‌گذاران را برای خرید این اوراق کاهش می‌دهد؛ زیرا سرمایه‌گذاران بازار سرمایه با در نظر گرفتن ریسک و بازده و با وجود دارایی‌های بدون ریسک با نرخ سود بالاتر (مثل اسناد خزانه که بازدهی حدود ۲۲ درصد داشته‌اند)، عملاً هیچ انگیزه‌ای برای خرید این اوراق را نخواهند داشت. به بیان دیگر با توجه به اینکه نرخ اوراق دولتی (اسناد خزانه) که با ضمانت دولت منتشر می‌شود و به عنوان دارایی بدون ریسک در نظر گرفته می‌شود (با توجه به شرایط فعلی) دارای نرخ بازدهی بالاتری نسبت به اوراق بهاداری است که بانک‌ها منتشر خواهند کرد و از ریسک بیشتری برخوردار است. ضمن آنکه اگر هزینه‌های انتشار ناشی از اوراق بهادارسازی مطالبات و کارمزد بانک‌ها نیز در نظر گرفته شود؛ نرخ بازدهی این اوراق برای خریداران به کمتر از ۱۸ درصد خواهد رسید و عملاً اجرای این سیاست با شکست مواجه می‌شود. به علاوه هزینه‌های حقوقی، هزینه مؤسسه‌های رتبه‌بندی و سایر هزینه‌های وابسته در صورت اندک بودن مقدار دارایی‌ها برای اوراق بهادارسازی می‌تواند فرایند تبدیل به اوراق بهادار کردن دارایی‌ها را غیراقتصادی کند (فیض‌ل منجو و کریمی، ۱۳۸۶: ۱۵).

۲-۲-۶. سایر موانع اجرایی اوراق بهادارسازی مطالبات بانکی

- اوراق بهادار منتشر شده برپایه مطالبات بانک‌ها برخلاف اوراق قرضه - که از بازار ثانویه خوبی برخوردار است - ساختار پیچیده‌ای دارد و در زمان انتشار ناشر^۱ باید با پشتوانه دارایی با کیفیت باشد که در عمل ممکن است به کاهش اقبال بانک‌های کشور به استفاده از این ابزار منجر شود؛ چراکه برخی از مطالبات بانک‌ها فاقد دارایی‌های قابل قبول یا کافی است. همچنین،

1. SPV

یکی دیگر از چالش‌ها عدم رعایت نسبت کفایت سرمایه بانی (بانک) است. بدین معنا که بانک‌های کشور به دلیل پایین بودن این نسبت، اغلب برای دست یافتن به استاندارد مورد نیاز با ناکامی مواجه می‌شوند و همین امر به پایین بودن رتبه اعتباری آن بانک منجر شده که یکی از نتایج نامطلوب آن دلسردی سرمایه‌گذاران برای خرید اوراق بهاداری است که آن بانک منتشر کرده است. به منظور رفع این نقیصه و در راستای عملیاتی کردن اوراق بهادارسازی مطالبات بانکی، الزام به افشای صورت‌های مالی مربوط به بانک‌ها و مؤسسه اعتباری، بسیار مهم است. از آثار مثبت این الزام می‌توان به امکان بررسی دقیق و نسبت کفایت سرمایه بانک از سوی مقامات نظارتی و نیز تسهیل تصمیم‌گیری برای عموم به منظور خرید یا عدم خرید این اوراق اشاره کرد. با توجه به این ضرورت، در سال ۱۳۸۳ بانک مرکزی اولین آیین‌نامه سرمایه پایه و نیز آیین‌نامه کفایت سرمایه بانک‌ها را تدوین کرد. اگرچه این آیین‌نامه تا سال ۱۳۹۶ مبنای عمل بوده اما در این سال، بانک مرکزی دستورالعمل جدیدی در حوزه کفایت سرمایه به شبکه بانکی کشور ابلاغ کرد. نکته قابل توجه آن است که اگرچه نگاه کلی براساس مفاد مندرج در دستورالعمل جدید (مصوب سال ۱۳۹۶) بانک مرکزی تلاش در رساندن الزامات نظارتی خود به استانداردهای کمیته بال و هیئت خدمات مالی اسلامی است، اما کماکان سیستم بانکی فاصله زیادی با استانداردهای روز دنیا داشته و دارد. البته شورای پول و اعتبار نیز با هدف افزایش شفافیت وضعیت عملکرد بانک‌ها، مؤسسه‌ها و یکسان کردن رویه انتشار عمومی اطلاعات توسط آنها و در اجرای تکلیف مقرر در جزء «۱» بند «د» ماده (۹۷)

قانون برنامه پنجم توسعه^۱ ضوابط ناظر بر حداقل استانداردهای شفافیت و انتشار عمومی اطلاعات از سوی بانکها و مؤسسه‌های اعتباری را در سال ۱۳۹۳ تصویب کرد. اما برخلاف این مصوبه و ابلاغیه بانک مرکزی به بانکها (به‌ویژه بانکهای خصوصی)، همچنان بسیاری از بانکها اطلاعات مربوط به صورتهای مالی و همچنین نسبت کفایت سرمایه خود را افشا نکرده یا به افشای ناقص اقدام کرده و در اختیار عموم قرار داده‌اند. همچنین رویه‌های سلیقه‌ای گزارش‌دهی صورتهای مالی به‌ویژه اجزای سرمایه پایه، دارایی‌های موزون شده به ریسک و نسبت کفایت سرمایه این امکان را برای بانکها فراهم کرده تا به راحتی مؤلفه‌ها و شاخصه‌های مختلف نشان‌دهنده ثبات و سلامت مالی خود را پنهان سازند (فضلی، ۱۳۹۷: ۱۵۸).

- از دیگر چالش‌ها می‌توان به وجود برخی پیچیدگی‌های فرایند اوراق بهادارسازی اشاره کرد که ممکن است به دادوستد این اوراق تنها در سطوح سازمانی منجر شود و بازار ثانویه آن از عمق کافی برخوردار نباشد.
- خلأ قانونی و نظارتی در استقرار حاکمیت شرکتی مورد دیگر است. بررسی چالش‌های مربوط به مقررات حاکمیت شرکتی نشان می‌دهد که اگرچه بانک مرکزی در راستای پیاده‌سازی حاکمیت شرکتی به ابلاغ برخی مقررات الزامی مرتبط با بعضی از ارکان حاکمیت شرکتی و همچنین انتشار مجموعه رهنمودهایی در خصوص کنترل‌های داخلی و مدیریت ریسک و اصول حاکمیت شرکتی کمیته بال (۲۰۱۰) اقدام کرده، اما این مجموعه مقررات

۱. ماده ۹۷ - با توجه به بند «۲۳» سیاستهای کلی برنامه پنجم ابلاغی مقام معظم رهبری شورای پول و اعتبار موظف است طی سال‌های برنامه موارد زیر را انجام دهد:

د - افزایش شفافیت و رقابت سالم در ارائه خدمات بانکی در جهت کاهش هزینه خدمات بانکی از طرق ذیل:
۱. الزام بانکها به رعایت استانداردهای تعیین شده توسط بانک مرکزی در ارائه گزارش‌های مالی و بهبود نسبت شاخص کفایت سرمایه و اطلاع‌رسانی مبادلات مشکوک به بانک مرکزی.

و رهنمودها، از جامعیت، کارآمدی و ضمانت اجرای لازم برخوردار نیست. به‌علاوه هیچ‌یک از این رهنمودها بومی نشده و تطابق پایینی با مقررات و شرایط جاری بانک‌های کشور دارد. مضافاً اینکه وقتی الزامی به رعایت اصول حاکمیت شرکتی نشده است، قاعدتاً نمی‌توان سازوکاری نظارتی و کنترلی نیز در این خصوص پیاده و اجرایی کرد.

علاوه بر این درخصوص مسائل مربوط به حاکمیت شرکتی بانک‌ها، در حال حاضر نهادهایی همچون سازمان حسابرسی، جامعه حساب‌برسان مستقل، سازمان بازرسی کل کشور، دیوان محاسبات، سازمان بورس و اوراق بهادار از یک سو و بانک مرکزی نیز از سوی دیگر مسئولیت‌ها و وظایفی دارند که این مسئله موجب شده عملاً اختلاف‌نظرهایی در برخی حوزه‌ها همچون بازرسی و حسابرسی، نظارت بر برخی عملکردهای بانک به‌وجود آید و دستورالعمل‌ها و بخش‌نامه‌های جداگانه‌ای را به شبکه بانکی ابلاغ کنند. این در حالی است که تاکنون در نظام بانکی کشور، مجموعه مقررات و دستورالعمل‌های روشن و واحدی درخصوص ارکان و اجزای حاکمیت شرکتی ارائه نشده است به‌نحوی که متضمن تعریف و تبیین دقیق شرح وظایف و مسئولیت‌های هریک از نهادهای مذکور باشد. مشکل دیگر درخصوص قوانین و مقررات ناظر بر عملکرد بانک‌ها در راستای استقرار حاکمیت شرکتی این است که مقررات مربوط به اداره بانک‌ها در ایران متناسب با نوع بانک‌ها اعم از تجاری، تخصصی، توسعه‌ای و ... نبوده و این مسئله موجب شده سازوکارها، فرایندها و رویه‌های ناظر بر ساختار سازمانی و چارچوب اداره بانک‌ها متناسب با اهداف و حوزه فعالیت بانک‌ها ساختاربندی نشود. همچنین بخش زیادی از بانک‌های کشور (دولتی و خصوصی شده) به‌دلیل ساختارهای اداره و اساسنامه‌ای با اصول حاکمیت شرکتی فاصله زیادی پیدا کنند که این مسئله ضرورت اصلاح قوانین مربوط به اساسنامه این

بانک‌ها و همچنین اصلاح سایر قوانینی که به‌نوعی در اداره این بانک‌ها ورود پیدا کرده‌اند (همچون قانون تنظیم بخشی از مقررات مالی دولت در خصوص مقررات واریز سود سهم دولت و ...) را ضروری می‌کند (شهبازی غیائی و ترابی‌فر، ۱۳۹۵: ۴۳-۴۲).

- از حیث تضمین مناسب جهت ریسک اعتباری، موضوع «کیفیت و درجه اعتباری»^۱ مطرح است. این مسئله نیز به‌نوبه خود رتبه‌بندی اوراق بهادار را تحت‌الشعاع قرار می‌دهد چراکه پایین بودن درجه اعتباری برخی از تسهیلات‌گیرندگان در مرحله نخست که از بانک وام گرفته‌اند به افزایش ریسک اعتباری و به‌تبع آن کاهش استقبال به خرید این اوراق و نیز کاهش قدرت نقدشوندگی این اوراق منجر می‌شود که نتیجه آن ایجاد چالش برای اوراق بهادارسازی مطالبات بانک‌ها است (صلواتیان و حسینی دولت‌آبادی، ۱۳۹۸).

۷. جمع‌بندی، نتیجه‌گیری و پیشنهادها

یکی از مسیرهای متعارف تأمین مالی بنگاه‌ها، انتشار اوراق مالی است که البته سهم این نوع از تأمین مالی در ایران در مقایسه با سایر کشورها پایین‌تر است. در این گزارش به مهم‌ترین موانع پیش روی توسعه تأمین مالی مبتنی بر دارایی‌های جاری بانک‌ها از مسیر بازار سرمایه پرداخته شد.

مداخله مستقیم بانک مرکزی در تعیین نرخ‌های اسمی، عدم الزام به رتبه‌بندی اوراق مالی و بانی آن و پیچیدگی ماهیت این اوراق، چالش‌هایی است که در این مطالعه به آنها پرداخته شده است. این چالش‌ها به افزایش هزینه تمام شده تأمین مالی، فقدان شفافیت در نحوه توزیع منافع مالی حاصل از انتشار اوراق و درنهایت طولانی شدن فرایند انتشار اوراق منجر می‌شود. الزام بانک مرکزی به رتبه‌بندی اوراق و بانی آن می‌تواند ضمن افزایش مشارکت سرمایه‌گذاران در تأمین مالی از طریق تبدیل مطالبات بانکی به اوراق بهادار،

1. Credit Quality

هزینه‌های مالی و زمانی انتشار این گونه اوراق را کاهش دهد. با توجه به آسیب‌شناسی انجام گرفته در حوزه‌های پیشین پیشنهادهای ذیل قابل توصیه است:

الف) راهکارهای قانونی

- الزام بانک‌ها به رعایت نسبت کفایت سرمایه: عموماً هدف از مقررات‌گذاری نسبت کفایت سرمایه در کشورهای مختلف، دستیابی به ثبات مالی از طریق الزام بانک‌ها به حفظ سطح مناسبی از سرمایه برای پوشش ریسک و خطرپذیری منتج از فعالیت اعتباردهی آنهاست. از این‌رو در صورتی افزایش نسبت سرمایه بانک‌ها هدف ثبات مالی را تأمین خواهد کرد که با افزایش سرمایه در کنار کاهش ریسک - در اثر کاهش دارایی‌های موزون به ریسک یا تغییر ترکیب دارایی‌های بانک در جهت کاهش دارایی‌های با وزن ریسکی بالاتر یا حتی کاهش در شاخص دیگری مانند کاهش در مقدار نسبت مطالبات مشکوک‌الوصول بانک - می‌توان به بهبود این نسبت و به تبع آن افزایش تمایل به خرید اوراق بهادار تسهیلات بانکی دست یافت. این نکته از این جهت حائز اهمیت است که کاهش نسبت کفایت سرمایه به ایجاد ذهنیت منفی برای خریداران نسبت به بانکی که این اوراق را منتشر می‌کند، منجر می‌شود و نتیجه آن کاهش انگیزه خریداران برای خرید این اوراق در بازار ثانویه است.
- انجام مطالعات گسترده جهت شناسایی و برطرف کردن خلأهای قانونی، مقرراتی و حقوقی فرایند تبدیل به اوراق بهادار نمودن دارایی‌ها با توجه به قیود شریعت،

- تسری قوانین مالیاتی اوراق مشارکت به اوراق بهادار مطالبات بانکی ناشی از عرضه این اوراق.^۱

ب) راهکارهای اجرایی

- مداخله غیردستوری بانک مرکزی: بانک‌های مرکزی به‌عنوان سیاستگذار پولی و مقام ناظر بر بانک‌ها و سایر مؤسسه‌های اعتباری غیربانکی، عموماً به‌جای مداخله مستقیم و تعیین نرخ‌های اوراق مالی اسلامی و البته نرخ‌های سپرده‌ها و تسهیلات مؤسسه‌های اعتباری، به‌صورت غیرمستقیم و از طریق مدیریت نرخ در بازار بین‌بانکی و با استفاده از ابزارهایی مثل عملیات بازار باز اقدام می‌کنند.

به‌نظر می‌رسد با توجه به ساختار نظام پولی و بانکی کشور، ضروری است بانک مرکزی جمهوری اسلامی ایران به‌عنوان مقام سیاستگذار در سیاست‌های پولی، بازدهی سایر بازارهای موازی را در تعیین نرخ عقود بانکی در نظر گیرد؛ زیرا تعیین نرخ‌های ناسازگار با شرایط بازار، اولاً با روش‌های مختلف برای تخلف بانک‌ها، قابلیت اعمال و تحقق ندارد؛ ثانیاً ضمن ایجاد فضای رانتی و غیرشفاف، عملاً هزینه‌های تأمین مالی بنگاه‌ها را افزایش خواهد داد. به‌علاوه سیاست اوراق بهادارسازی مطالبات تسهیلاتی بانک‌ها را نیز با چالش جدی مواجه خواهد کرد؛ چراکه ازطرفی بازدهی این اوراق برپایه نرخ سود عقود است که بانک مرکزی تعیین می‌کند و بازدهی این اوراق در عقود مبادله‌ای با فرض صفر در نظر گرفتن هزینه‌های انتشار، حداکثر می‌تواند به اندازه نرخ تسهیلات اعطا شده باشد. ازطرف دیگر تا زمانی که بازدهی سایر بازارهای

۱. در این صورت مالیات بر معاملات ثانویه این اوراق همانند اوراق مشارکت، از پرداخت مالیات معاف خواهد شد؛ زیرا براساس بند «۵» ماده (۱۴۵) قانون مالیات‌های مستقیم مصوب سال ۱۳۹۴، سود و جوایز متعلق به اوراق مشارکت از پرداخت مالیات معاف است.

موازی بدون ریسک از جمله اسناد خزانه دولت بالاتر از نرخ سود تسهیلات اعطا شده باشد، خرید این اوراق حتی در صورت انتشار، مورد استقبال خریداران قرار نخواهد گرفت؛ زیرا سرمایه‌گذاران بازار سرمایه با در نظر گرفتن ریسک و بازده و در مقابل با وجود دارایی‌های بدون ریسک با نرخ سود بالاتر (مثل اسناد خزانه که بازدهی حدود ۲۲ درصد داشته‌اند)، عملاً هیچ انگیزه‌ای برای خرید این اوراق نخواهند داشت. به بیان دیگر نرخ اوراق دولتی (اسناد خزانه) که با ضمانت دولت منتشر می‌شود و به عنوان دارایی بدون ریسک در نظر گرفته می‌شود (با توجه به شرایط فعلی) دارای نرخ بازدهی بالاتری نسبت به اوراق بهاداری است که بانک‌ها منتشر خواهند کرد (در حال حاضر حداکثر ۱۸ درصد) و از ریسک کمتری نیز برخوردار است.

- الزام به ارائه رتبه اعتباری اوراق بهادار منتشره بانک‌ها توسط مؤسسه‌های رتبه‌بندی در بازار سرمایه: یکی از ارکان مهم در انتشار اوراق بهادار، نهاد رتبه‌بندی است. این نهاد به ارائه رتبه اعتباری اوراق و نیز بانکی موظف است که می‌خواهد اوراق بهادار منتشر کند. با بهره‌گیری از رتبه اعتباری، می‌توان نرخ منصفانه اوراق را به دست آورد که با ریسک تعدیل شده است. با منطقی شدن نرخ بازده اوراق، تقاضا برای خریداری این اوراق افزایش می‌یابد و به تبع آن، هزینه‌های متعهد پذیره‌نویسی و بازارگردانی کاهش خواهد یافت. علاوه بر این، با وجود نهاد رتبه‌بندی، هزینه‌های زمانی و ارزیابی انتشار اوراق که با ارکان مختلف صورت می‌پذیرد، کاهش می‌یابد.

- افزایش عمق بازار اوراق مالی اسلامی از طریق الزام بانک‌ها به تبعیت از استانداردهای کفایت سرمایه و رعایت اصول حاکمیت شرکتی: با فرض آنکه نرخ‌گذاری منصفانه‌ای در بازار اوراق صورت پذیرد و اوراق از رتبه اعتباری بالایی برخوردار باشد، هرچه میزان مشارکت افراد با درجات مختلف ریسک‌پذیری و

ترجیحات نقدینگی در بازار اوراق بهادار بیشتر باشد، نقدشوندگی اوراق بالاتر خواهد رفت و بازار به اصطلاح عمیق می‌شود. تعمیق بازار به این معناست که فعال بازار بتواند در سریع‌ترین زمان ممکن به بهینه‌ترین قیمت موردنظر دارایی مالی موجود در بازار مالی، دست یابد. افزایش عمق بازار می‌تواند با طراحی ابزارهای مالی متنوع، در بازار سرمایه حاصل شود. برای مثال، طراحی ابزارهای تأمین مالی که نرخ‌های سود مصون از تورم و یا مصونیت از نوسان‌های نرخ ارز دارد، می‌تواند به عمق بازار کمک کند که در نتیجه آن هزینه‌های انتشار این اوراق نیز کاهش یابد. در این راستا تدوین و اجرای اصول حاکمیت شرکتی، امری ضروری برای بهبود عملکرد بنگاه‌ها و از جمله نظام بانکی به‌شمار می‌آید. در مورد نظام بانکی مسئولیت اصلی نظارت بر حسن جریان امر به‌عهده بانک مرکزی محول شده است. این نقش از تدوین مقررات شروع می‌شود و به نظارت بر عملکرد درست و منطبق با قوانین و مقررات بانک‌ها ختم می‌شود. در این راه بومی‌سازی و تطبیق اصول و استانداردهای حاکمیت شرکتی با قوانین بالادستی و تأمین ابزارهای لازم برای اجرای آن توسط بانک مرکزی از ضروریات استقرار قواعد حاکمیت شرکتی در شبکه بانکی کشور است.

- کاهش زمان رویه‌های اداری و اجرایی انتشار اوراق بهادار برپایه مطالبات تسهیلاتی بانک‌ها: زمان‌بر بودن انتشار این اوراق، یکی از هزینه‌های غیرمالی تأمین مالی از طریق بازار سرمایه است. برای رفع این چالش ضروری است ارکان انتشار اوراق مانند ضامن، مشاور عرضه، مؤسسه رتبه‌بندی که به بررسی بانی اوراق می‌پردازند، با بهره‌گیری از سیستم‌های سریع تحلیل، ارزیابی و سنجش ریسک به تسریع در فرایند تصمیم‌گیری و انتشار اوراق بهادار مالی

اقدام کنند. همچنین ضروری است بانک مرکزی فرایندهای مربوط به تأیید ضمانت اوراق را از بانک‌ها تسریع بخشد.

- استفاده از پتانسیل شرکت‌های بیمه‌ای جهت تضمین حداقل بودن میزان مواجهه با ریسک برای سرمایه‌گذاران با لحاظ کردن موارد مرتبط با ارتقا و بهبود وضعیت اعتباری در قرارداد: برای جذاب کردن نهاد متولی، انتشار اوراق بهادار و تأمین وجوه با نرخ‌های بازده مطلوب و تضمین حداقل بودن میزان مواجهه با ریسک برای سرمایه‌گذاران امری ضروری است. با وجود این، موضوع مهم‌تر این است که ریسک زیان سرمایه‌گذاران نه فقط پایین، بلکه باید شفاف باشد. غالباً، این تضمین با لحاظ کردن موارد مرتبط با ارتقا و بهبود وضعیت اعتباری در قرارداد به دست می‌آید. ارتقای اعتباری صرفاً توافقی است که موجب مصونیت در برابر ریسک اعتباری - که خطر عدم پرداخت وجوه دریافت شده از سوی وام‌گیرنده است - می‌شود. معمولاً ارتقای اعتباری، زیان‌های احتمالی را تا اندازه‌ای - که چندین برابر سطوح ثبت شده قبلی است - پوشش خواهد داد به طوری که احتمال وقوع هرگونه زیانی برای سرمایه‌گذاران بسیار ضعیف و ناچیز باشد. به طور معمول، روش‌های متداول برای ارتقای اعتباری عبارتند از:

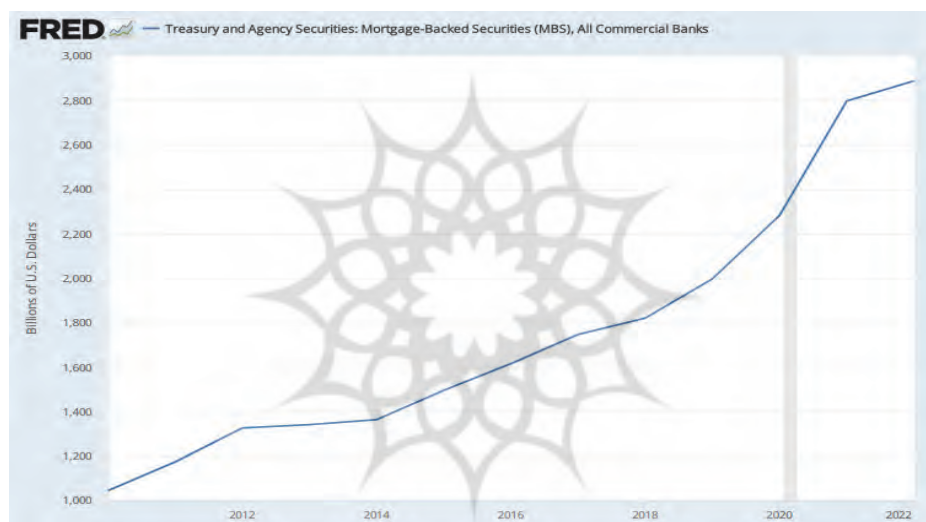
الف) تضمین بازپرداخت اصل و سود تسهیلات از سوی شخص ثالث در صورت نکول توسط تسهیلات‌گیرندگان؛

ب) فراهم کردن زیرساخت‌های استفاده از سامانه‌های اعتبارسنجی و رتبه‌دهی اعتباری برای تعیین ریسک و ارزش ریالی تسهیلات تبدیل شده به اوراق بهادار.

پیوست‌ها

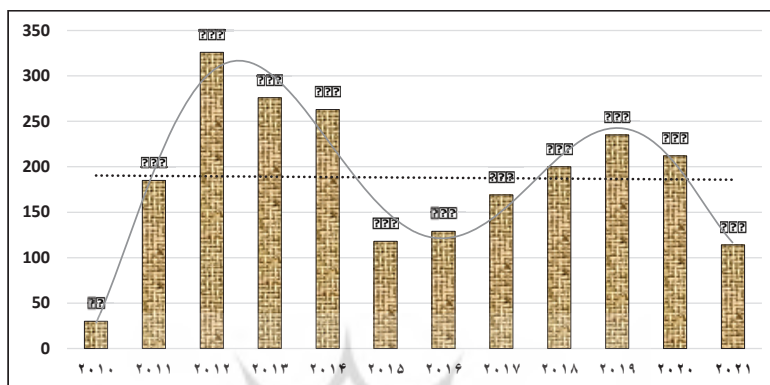
پیوست ۱.

نمودار ۱ پیوست. ارزش اوراق رهنی منتشره بانک‌های آمریکا طی سال‌های ۲۰۱۰-۲۰۲۲
(ارقام به میلیارد دلار)



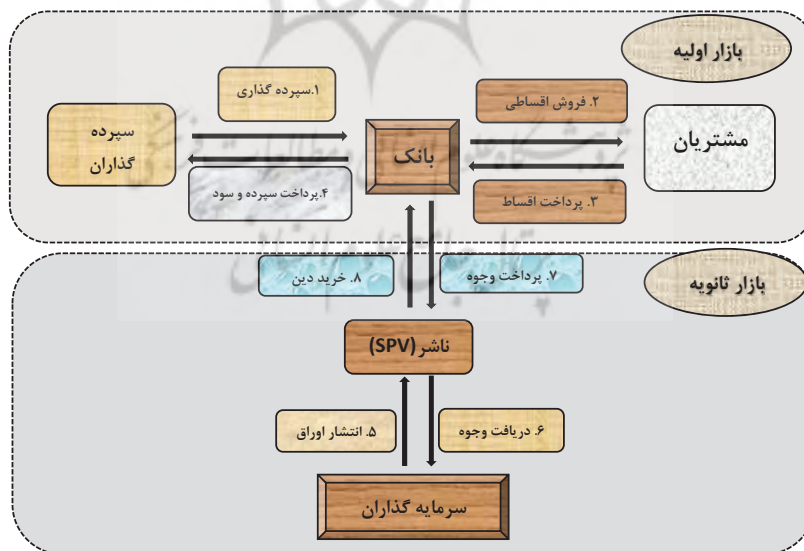
Source: <https://fred.stlouisfed.org/series/TMBACBM027SBOG>

نمودار ۲ پیوست. حجم صکوک منتشره در مالزی طی سال‌های ۲۰۲۱-۲۰۱۰ (ارقام به میلیارد رینگت)



Source: Malaysia International Islamic Financial Center <http://www.mifc.com>
<https://www.iifm.net/sukuk-reports>

نمودار ۳ پیوست. فرایند تبدیل تسهیلات فروش اقساطی (مرابحه) به اوراق بهادار



پیوست ۲. ارکان اصلی در فرایند تبدیل مطالبات بانکی به اوراق بهادار

مطابق با آیین‌نامه سازمان بورس و اوراق بهادار کشور، مهم‌ترین عناصر قابل قبول در فرایند تبدیل مطالبات به اوراق بهادار شامل موارد ذیل می‌شود (کمیته تخصصی فقهی سازمان بورس و اوراق بهادار، ۱۳۸۶: ۲).

الف) بانی: هر شخص حقوقی مانند دولت، مؤسسه وابسته به دولت، شهرداری، بانک یا بنگاه خصوصی است که انتشار اوراق با هدف تأمین مالی وی صورت می‌گیرد. مقصود از بانی، بانکی است که قصد تبدیل تسهیلات خود به اوراق بهادار را دارد.

ب) ناشر (واسط): مؤسسه‌ای مالی است که توسط امین جهت انجام یک پروژه خاص انتخاب یا تأسیس می‌شود. در فرایند اجرایی‌سازی اوراق، مهم‌ترین وظیفه ناشر انتشار اوراق است.

ج) سرمایه‌گذاران (خریداران صکوک): اشخاص حقیقی یا حقوقی هستند که با خرید اوراق بهادار، بانی را تأمین مالی می‌کنند.

د) امین: شخص حقوقی مورد تأیید بانک مرکزی و سازمان بورس و اوراق بهادار است که بر فرایند انتشار اوراق بهادار نظارت دارد و تمامی نقل و انتقالات مالی با اجازه وی انجام می‌شود.

ه) شرکت تأمین سرمایه: شرکتی که به عنوان واسطه بین ناشر و سرمایه‌گذاران فعالیت می‌کند.

و) مؤسسه رتبه‌بندی: شرکتی که با اخذ مجوز از سازمان بورس و اوراق بهادار، به تعیین رتبه اعتباری اوراق اقدام می‌کند.

پیوست ۳. مراحل انتشار اوراق بهادار در بازار سرمایه ایران

در حال حاضر بخش عمده هزینه‌های انتشار اوراق مبتنی بر مطالبات مربوط به کارمزد مشاور عرضه، متعهد پذیرهنویسی و بازارگردانی است که در ذیل مراحل انتشار اوراق بهادار در بازار سرمایه ایران اشاره شده که بالغ بر ۳۱ مرحله است:

۱. تصمیم بانک مبنی بر اوراق بهادار سازی مطالبات (تأیید هیئت‌مدیره و ...)
۲. مراجعه به مشاور عرضه اوراق (شرکت تأمین سرمایه) به منظور مشاوره در انتشار اوراق و ارتباط با سایر ارکان انتشار اوراق مانند سازمان بورس و اوراق بهادار^۱
۳. انجام بررسی‌های اولیه ازسوی مشاور عرضه (اعتبارسنجی، بررسی نسبت‌های مالی، خروجی حسابرسی و ...)
۴. پیگیری و مذاکره با ارکان^۲ (ضامن،^۳ عامل فروش،^۴ متعهد پذیرهنویس^۵ و بازارگردان^۶) و اخذ تأیید ایشان از طرف سازمان بورس و اوراق بهادار؛
۵. تکمیل فرم تقاضای موافقت اصولی^۷ و ارسال آن؛
۶. رسیدگی به تقاضای موافقت اصولی از حیث شکلی و محتوایی توسط سازمان بورس و اوراق بهادار؛
۷. صدور موافقت اصولی سازمان بورس و اوراق بهادار؛
۸. مراجعه مشاور عرضه به شرکت مدیریت دارایی مرکزی بازار سرمایه (امین)

۱. مطابق با دستورالعمل استفاده از خدمات مشاوران عرضه اوراق بهادار - سازمان بورس و اوراق بهادار.
۲. براساس فرم قبولی سمت ارکان در انتشار اوراق بهادار مالی اسلامی سازمان بورس و اوراق بهادار.
۳. ضامن بازپرداخت اصل و سود اوراق که معمولاً از بانک‌ها و مؤسسات اعتباری هستند.
۴. شخص حقوقی که مسئول فروش اوراق است؛ به عنوان نمونه کارگزاری‌ها می‌تواند عامل فروش باشد.
۵. شخص حقوقی که متعهد می‌شود چنانچه اوراق به فروش نرود، اوراق به فروش نرفته را خریداری کند. شرکت تأمین سرمایه این نقش را در بازار سرمایه ایفا می‌کند.
۶. شخص حقوقی که متعهد است ضامن نقدشوندگی اوراق منتشره باشد. به بیانی دیگر؛ ضامن نقدشوندگی این اطمینان را به دارنده اوراق می‌دهد که وی بتواند اوراقی را که در پذیرهنویسی یا بازار ثانویه خریداری کرده است، به آسانی به فروش برساند و نقد کند. شرکت‌های تأمین سرمایه چنین وظیفه‌ای دارند.
۷. مطابق با فرم تقاضای دریافت موافقت اصولی انتشار اوراق سازمان بورس و اوراق بهادار.

- به منظور تعیین و معرفی ناشر، عقد قرارداد مشاور عرضه با ناشر، تهیه قراردادهای عاملیت فروش، پرداخت، تعهد پذیرهنویسی و بازارگردانی اوراق منتشره؛
۹. ارسال مستندات موافقت اصولی، قراردادهای ارکان، آخرین صورت‌های مالی سالیانه و میان دوره‌ای حسابرسی شده بانی به ناشر (نهاد واسط)^۱ جهت تأیید و ارسال ناشر به سازمان بورس و اوراق بهادار برای صدور مجوز انتشار؛
۱۰. ارسال قرارداد بازسازی اوراق به عامل فروش و شرکت فرابورس پس از دریافت مجوز انتشار؛
۱۱. مراجعه مشاور عرضه به نمایندگی از طرف ناشر به سازمان بورس جهت ارائه بیانیه ثبت اوراق، فرم تقاضای ثبت اوراق، قراردادهای منعقد شده میان ارکان و طرح اعلامیه فروش اوراق؛
۱۲. واریز کارمزد شرکت سپرده‌گذاری مرکزی اوراق بهادار و تسویه وجوه توسط بانی (بانک)؛
۱۳. واریز کارمزد نهاد واسط مالی توسط بانی (بانک)؛
۱۴. صدور اعلامیه فروش اوراق؛
۱۵. عرضه اوراق از طریق عامل فروش در مهلت تعیین شده؛
۱۶. واریز کارمزد شرکت فرابورس؛
۱۷. ارائه درخواست تمدید مهلت عرضه اوراق؛
۱۸. خرید اوراق توسط متعهد پذیرهنویسی در صورتی که اوراق کامل به فروش نرسیده باشد؛
۱۹. انتقال رسمی دارایی از بانی به ناشر؛

۱. نهاد واسط به عنوان عامل انتشار انواع اوراق بهادار اسلامی یا همان صکوک تنها نهادی است که می‌تواند اوراق بهادار منتشر کند. شخص بانی که قصد دارد به منظور تأمین مالی خویش اوراق بهادار منتشر نماید باید تنها از طریق نهاد واسط به امر انتشار اوراق اقدام کند (www.sukuk.ir).

۲۰. انعقاد قرارداد میان ناشر، سهام‌داران و بانی مطابق با ماهیت اوراق منتشره؛
۲۱. نامه ناشر مبنی بر انجام عقد میان ارکان عقد و ارسال قرارداد به سازمان بورس و اوراق بهادار؛
۲۲. فرم درخواست ایجاد معاملات ثانویه؛
۲۳. اخذ کارمزد متعهد پذیرهنویسی؛
۲۴. اخذ کارمزد بازارگردانی؛
۲۵. اخذ کارمزد مشاور عرضه؛
۲۶. تسویه کارمزد ضمانت از بانی و انتقال به حساب ضامن؛
۲۷. تسویه کارمزد عاملیت فروش و انتقال به حساب عامل فروش؛
۲۸. واریز وجوه توسط ناشر برای بانی؛
۲۹. ارسال نامه از سوی ناشر به سازمان، جهت صدور مجوز برداشت وجوه به بانی؛
۳۰. انجام مرحله بازارگردانی اوراق؛
۳۱. سررسید اوراق، تسویه مطابق با عقد اوراق بهادارسازی شده (صلواتیان و حسینی دولت‌آبادی، ۱۳۹۸: ۱۳-۱۰).

مطابق با مراحل فوق‌الذکر انتشار اوراق بهادار در بازار سرمایه نیز ذیل یکی از عقود فقهی صورت می‌پذیرد؛ بانی اوراق (بانک) پس از تأیید انتشار اوراق از سوی سازمان بورس و اوراق بهادار، ذیل عقد مورد استفاده، از طریق ناشر اوراق (نهاد واسطه) دارایی‌های مبنای انتشار اوراق بهادار به خریداران اوراق منتقل می‌شود و در مقابل، منابع مالی سرمایه‌گذاران به بانی (بانک) انتقال می‌یابد. اوراق پس از پذیرهنویسی، در بازار ثانویه معامله و در فواصل زمانی مشخص، سود اوراق پرداخت می‌شود. در نهایت در سررسید؛ اصل و باقی‌مانده سود اوراق (آخرین کوپن اوراق) به دارندگان اوراق پرداخت می‌شود.

منابع و مآخذ

۱. اداره مطالعات و مقررات بانکی بانک مرکزی جمهوری اسلامی ایران (۱۳۹۸). «دستورالعمل اجرایی نحوه امهال مطالبات مؤسسات اعتباری»، مدیریت کل مقررات، مجوزهای بانکی و مبارزه با پول‌شویی.
۲. اسلامی میلانی، پریسا (۱۳۹۲). «تجزیه و تحلیل ساختار و عوامل اصلی تبدیل به اوراق بهادارسازی دارایی‌های شبکه بانکی»، گزارش تحقیقاتی، سومین کنفرانس توسعه نظام تأمین مالی در ایران، تهران.
۳. اسماعیل‌زاده، علی و حمیده امیری (۱۳۹۴). «بررسی ابزارهای نوین تأمین مالی و راهکارهای اجرایی نمودن آن در بانک تجارت»، *اقتصاد مالی*، ۹ (۳۱).
۴. انصاری، مرتضی ابن محمد (ق ۱۴۰۶). *کتاب المکاسب*، قم، مجمع‌الفکر اسلامی.
۵. بانک مرکزی جمهوری اسلامی ایران، اطلاعات سری‌های زمانی اقتصادی ایران به نشانی وبگاه <https://tsd.cbi.ir>
۶. بانک مرکزی جمهوری اسلامی ایران (اداره بررسی‌ها و سیاست‌های اقتصادی - دایره آمارهای پولی) (سال‌های مختلف)، گزیده آمارهای اقتصادی.
۷. _____ (سه ماهه سوم ۱۴۰۰). *نماگرهای اقتصادی*، ش ۱۰۶.
۸. بت‌شکن، محمدهاشم (۱۳۹۶). «تعادل بخشی به جریانات نقدی بانک با انتشار اوراق رهنی»، سخنرانی در بیست‌وهشتمین همایش بانکداری اسلامی.
۹. بختیارزاده، محمدجواد (۱۳۸۸). «بررسی علل و ریشه‌های بحران اقتصادی ۲۰۰۸ آمریکا و ارائه راهکارها»، *بررسی‌های بازرگانی*، ش ۳۸.
۱۰. پرنسک، زهرا (۱۳۹۵). «تحلیل حقوقی تبدیل به اوراق بهادار کردن دارایی‌ها در بانکداری اسلامی»، تهران، پایان‌نامه دانشکده حقوق و علوم سیاسی دانشگاه خوارزمی.
۱۱. جمشیدی، ندا، محمد واعظ برزانی و بهنام ابراهیمی (۱۳۹۵). «تحلیل آثار اقتصاد کلان اوراق بهادارسازی در نظام بانکی جمهوری اسلامی ایران»، *معرفت اقتصاد اسلامی*، سال هشتم، ش ۱ (پیاپی ۱۵).
۱۲. حسینی عاملی، سیدمحمدجواد (ق ۱۴۱۹). *مفتاح الکرّامه فی شرح القواعد العلامه*، چاپ اول، قم، مؤسسه النشر الاسلامی.

۳۲۵ _____ بررسی موانع قانونی و اجرایی اوراق بهادارسازی دارایی‌های جاری بانک‌ها...

۱۳. خاندوزی، سیداحسان (۱۴۰۰/۱۰/۲۸). «هشتاد درصد تأمین مالی اقتصاد بر دوش بانک‌ها»، مصاحبه وزیر امور اقتصادی و دارایی با خبرگزاری صدا و سیما، وبگاه:

<https://www.iribnews.ir/fa/news>

۱۴. خطیب، محمود و مهدی صادقی (۱۳۹۵). «رتبه‌بندی عقود اسلامی در تأمین مالی سرمایه‌گذاری ریسک‌پذیر با استفاده از مدل تصمیم‌گیری چندمعیاره TOPSIS»، فصلنامه مطالعات مالی و بانکداری اسلامی، سال اول، ش ۲.

۱۵. درودیان، حسین و سیدمهدی حسینی دولت‌آبادی (۱۴۰۰). «ناترازی پنهان در شبکه بانکی ایران (۱۳۹۶-۱۳۹۳): تحلیل چرستی و ریشه‌ها»، مرکز پژوهش‌های مجلس شورای اسلامی، شماره مسلسل ۱۷۴۷۹.

۱۶. ذوالفقاری، امیراحمد و علی افسری (۱۳۹۷). «بررسی سیستم نظارت بانکی در کشورهای منتخب با تأکید بر قوانین بانکداری»، مرکز پژوهش‌های مجلس شورای اسلامی، شماره مسلسل ۱۶۰۵۹.

۱۷. رهنمای رودپشتی، فریدون و غلامرضا منصوره (۱۳۹۷). «اوراق بهادارسازی وام‌ها با رویکرد پوشش ریسک اعتباری»، دانش سرمایه‌گذاری، ۷ (۲۵).

۱۸. زندیه، وحید و سعید زندیه (۱۳۹۴). «جایگاه اوراق بهادارسازی در رشد و توسعه اقتصادی کشورها با تأکید بر نیاز به گسترش بازار اوراق بهادارسازی در ایران»، دانش سرمایه‌گذاری، ش ۱۶.

۱۹. سایت فرابورس ایران به نشانی: <https://www.ifb.ir>

۲۰. سعیدی، علی و مجید کرد (۱۳۸۸). «امکان‌سنجی اقتصادی تبدیل تسهیلات فروش اقساطی به اوراق رهنی (مورد مطالعه بانک ملی)»، اقتصاد اسلامی، ۹ (۳۶).

۲۱. شهبازی غیائی، موسی و هادی ترابی‌فر (۱۳۹۵). «آسیب‌شناسی نظام بانکی ۱۵. چالش‌ها و آسیب‌های کلان ضعف حاکمیت شرکتی در مدیریت بانک‌های ایران»، مرکز پژوهش‌های مجلس شورای اسلامی، شماره مسلسل ۱۴۹۵۳.

۲۲. صالح‌آبادی، علی (۱۳۸۴). «بررسی اوراق قرضه اسلامی در مالزی از دیدگاه فقه امامیه»، فصلنامه دین و ارتباطات (دانشگاه امام صادق)، ش ۲۵.

۲۳. صدقی، غلامعلی (۱۳۷۸). «تحلیل معاملات صوری»، پایان‌نامه کارشناسی ارشد، دانشگاه قم.

۲۴. صلواتیان، محمدامین و سیدمهدی حسینی دولت‌آبادی (۱۳۹۸). «چالش‌های تأمین مالی بنگاه‌ها از طریق انتشار صکوک (اوراق مالی اسلامی)»، مرکز پژوهش‌های مجلس شورای اسلامی، شماره مسلسل ۱۶۶۲۲.
۲۵. عاملی، محمد باقر (ق ۱۴۰۹). *الوسائل الى تحصیل المسائل*، جلد هجدهم، قم، مؤسسه آل‌البیت.
۲۶. عزیزاده، الناز و جلال سیف‌الدینی (۱۳۸۸). «تبدیل به اوراق بهادارسازی املاک و مستغلات»، مجموعه مقالات دومین کنفرانس بین‌المللی توسعه نظام تأمین مالی در ایران، مرکز مطالعات تکنولوژی دانشگاه صنعتی شریف.
۲۷. فبوزی، فرانک و وینود کوتهارد (۱۳۹۲). *اوراق بهادارسازی*، ترجمه علی راهنشین و حامد تاجمیر ریاحی، تهران، انتشارات ترمه.
۲۸. فرجی، شهرزاد و پریسار فیعی شمس‌آبادی (۱۳۸۹). «بررسی فرایند انتشار اوراق رهنی و چگونگی به‌کارگیری آن، راهکارهای نوین به‌منظور تأمین نقدینگی بانک‌ها»، مجموعه مقالات بیست‌ویکمین همایش بانکداری اسلامی: چشم‌انداز نظام بانکداری بدون ربا: فرصت‌ها و چالش‌ها، مؤسسه عالی آموزش بانکداری ایران.
۲۹. فضلی، کامیل (۱۳۹۷). «تحلیل مقایسه‌ای اصل کفایت سرمایه نظام بانکی با مقررات کمیته بال و استانداردهای هیئت خدمات مالی اسلامی (آی اف اس بی) و ارائه راهبردهای سیاستی برای بهبود کفایت سرمایه در ایران»، پایان‌نامه دانشگاه امام‌صادق (ع).
۳۰. فیض‌ل منجو، احمد و مجتبی کریمی (۱۳۸۶). «تبدیل به اوراق بهادار نمودن دارایی‌ها راهکاری مهم برای بانک‌های اسلامی»، روند، ش ۵۴ و ۵۵.
۳۱. کمانکش، حسین (۱۳۹۸). «بررسی ابعاد فقهی و عملیاتی تبدیل دارایی‌های ثابت بانکی به اوراق بهادار»، تهران، پایان‌نامه دانشکده اقتصاد دانشگاه خوارزمی.
۳۲. کمیته تخصصی فقهی سازمان بورس و اوراق بهادار (۱۳۸۶). «صورت‌جلسه بررسی انتشار اوراق مشارکت رهنی»، تهران، مدیریت پژوهش توسعه و مطالعات اسلامی سازمان بورس و اوراق بهادار.
۳۳. محقق حلی، حسن بن یوسف (۱۳۹۶). *شرایع الاسلام*، تهران، مؤسسه نشر اسلامی.
۳۴. مشکینی اردبیلی، ابوالحسن (۱۳۹۹). *حاشیه کفایة الأصول*، تهران، مؤسسه آموزشی و پژوهشی امام خمینی.
۳۵. مصباحی‌مقدم، غلامرضا، علی صالح‌آبادی، سیدامیرحسین اعتصامی (۱۳۹۴). «امکان‌سنجی طراحی

۳۲۷ _____ بررسی موانع قانونی و اجرایی اوراق بهادار سازی دارایی های جاری بانک ها ...

۳۵. صکوک بانکی تبدیل شونده به سهام، مطالعات اقتصاد اسلامی، دوره ۷، ش ۲ (پیاپی ۱۴).
۳۶. مکارم شیرازی، ناصر (۱۳۷۹). القواعد الفقهیه، چاپ پنجم، قم، مدرسه امام علی ابن ابی طالب.
۳۷. _____ (۱۳۹۰). دائرة المعارف فقه مقارن، جلد اول، قم، انتشارات امام علی بن ابی طالب.
۳۸. موسوی، سیدباقر (۱۳۸۱). «خرید و فروش دین»، فصلنامه اقتصاد اسلامی، ش ۷.
۳۹. موسوی خمینی، سیدروح الله (۱۳۶۳). تحریر الوسیله، نجف، چاپ آداب.
۴۰. موسویان، سیدعباس (۱۳۸۹). «تبدیل دارایی های بانکی به اوراق بهادار در بانکداری بدون ربا»، فصلنامه پژوهش های پولی - بانکی، ۲ (۴).
۴۱. موسویان، سیدعباس و حسن بهاری قرامکی (۱۳۹۱). مبانی فقهی بازار پول و سرمایه، تهران، دانشگاه امام صادق (ع).
۴۲. موسویان، سیدعباس و حسین میثمی (۱۳۹۷). بانکداری اسلامی (۱): مبانی نظری - تجارب علمی، پژوهشکده پولی و بانکی بانک مرکزی جمهوری اسلامی ایران.
۴۳. موسویان، سیدعباس، بلال وثوق و علی فرهادیان (۱۳۹۰). «اوراق بهادار صکوک بانکی: تبدیل تسهیلات بانکی به اوراق بهادار در بانکداری بدون ربا»، تحقیقات مالی اسلامی، ۱ (۱۱).
۴۴. میسمی، حسین (۱۳۹۴). «طراحی مدل های عملیاتی اوراق بهادار (صکوک) منطبق با فقه امامیه جهت انجام عملیات بازار باز در نظام بانکی کشور: چارچوبی نوین برای سیاستگذاری پولی اسلامی»، تهران، رساله دکتری، دانشکده اقتصاد و معارف اسلامی، دانشگاه امام صادق (ع).
۴۵. نجفی، محمدحسن (ق ۱۴۱۷). جواهر الکلام فی شرح شرایع الاسلام، چاپ هفتم، بیروت، دارالحیا التراث العربی.
۴۶. هرورانی، حسین، مهدی هرورانی و مصطفی زهتابیان (۱۳۸۹). «نقدی بر بانکداری اسلامی (مطالعه آن در ایران و سایر کشورها و ارائه راهکارها و آینده آن»، دانشگاه امام صادق (ع).
47. Abbassi, Puriya, Rajkamal Iyer, Jose-Luis Peydro and Francesc Rodríguez Tous (2016). "Securities Trading by Banks and Credit Supply: Micro-evidence from the Crisis", *Journal of Financial Economics*, 121 (3).
48. Akhtar, Zeti (2013). *The Trends of Banking in Malaysia*, Kuala Lumpur: Bank Negara Malaysi.

49. Ayyagari, Meghana, Asli Demirgu C-Kunt and Vojislav Maksimovic (2006). "How Important are Financing Constraints? The Role of Finance in the Business Environment", *The World Bank Economic Review*, Vol. 22, No. 3.
50. de Jong, Marielle and Hubert Vannier (2018). "European Asset and Mortgage-backed Securities - ten Years on!", at: <URL: <https://research-center.amundi.com/article/european-asset-and-mortgage-backed>>
51. Calem, P.S. and M. Lacour-Little (2004). "Risk-Based Capital Requirements for Mortgage Loans", *Journal of Banking and Finance*, 28 (3).
52. Fabozzi, F.J. and V. Kothari (2008). *Introduction to Securitization*, John Wiley and Sons Malaysia International Islamic Financial Center <http://www.mifc.com>
53. Halim, Z.A., J. How, P. Verhoeven and M.K. Hassan (2020). "Asymmetric Information and Securitization Design in Islamic Capital Markets", *Pacific-Basin Finance Journal*, 62, 101189.
54. <https://fred.stlouisfed.org/series/TMBACBM027SBOG>
55. <https://www.iifm.net/sukuk-reports>.
56. Malaysia International Islamic Financial Centre <http://www.mifc.com>.
57. Manjoo, Ahmad Faizal (2005). "Securitization: An Important Recipe for Islamic Banks a Survey", *Review of Islamic Economics: Journal of the International Association for Islamic Economics and the Islamic Foundation*, Vol. 9, No. 1.
58. Martellini, L. and P. Priaulet (2003). *Fixed-income Securities: Valuation, Risk Management and Portfolio Strategies*, John Wiley & Sons.
59. Martín-Oliver, A. and J. Saurina (2007). "Why do Banks Securitise Assets", XV Spanish Finance Forum Conference Proceedings.
60. Ogunmola, Gabriel A., Fengsheng Chien, Ka Yin Chau and Li Li (2022). "The Influence of Capital Requirement of Basel III Adoption on Banks' Operating Efficiency: Evidence from US Banks", *Journal of Central Banking Theory and Practice*, 11 (2).
61. Szablowska, Ewa (2010). "The Financial Crisis and Securitization", *Journal of Education Culture and Society*, Vol. 1, No. 1.
62. Tallman, Ellisw and Elmus Wicker (2010). "Banking and Financial Crises in United States History: What Guidance Can History Offer Policymakers", Federal Reserve bank of Cleveland.
63. www.sukuk.ir