

Pathology of Legal and Executive Obstacles of Securitization of Banks' Facility Assets from Jurisprudential and Economic Points of View

Hossien Harorani*
Seyed Hadi Arabi**
Abbas Arabmazar***

Received: 11/09/2022

Accepted: 10/01/2023

Abstract

The purpose of this article is to list the legal, jurisprudential and executive obstacles and challenges of securitization of bank facility assets, and by using the normative and descriptive-analytical methods, some solutions will be proposed to extend the use of this tool. The findings show that despite the serious need of banks to increase their ability to provide facilities, there are some challenges such as the high cost of issuing securities, the pricing of claims regardless of market conditions (financial repression) and the higher profits of other parallel markets compared to the earnings of these securities, prolonged examination process and complex structure of securitization, the suspension of the use of this tool due to the 2008 financial crisis, the high credit risk of borrowers and the low quality of bank assets, the existence of six jurisprudential theories about sale and the lack of consensus among jurists in this context, legal and regulatory gap in the establishment of corporate governance in banks, and the non-applicability of the tax laws of partnership bonds to securities resulting from bank claims, which all lead to a decrease in investors' motivation to buy these bonds on the one hand and a decrease in the willingness of banks to securitize claims, on the other. The consequences of not paying attention to this matter will appear in the reduction of banks' financing power, which will in turn decrease their capital adequacy ratio.


Keywords:

Securitization Bonds; Granted Facilities; Bank Assets; Facility Assets; Secondary Market.


JEL Classification: G19, G21, G30.

* PhD Student of Economics, Faculty of Economic and Administrative Sciences, University of Qom, Qom, Iran (Corresponding Author).


h.haroorani@qom.ac.ir

 0000-0001-9606-3505

** Associate Professor, Faculty of Economic and Administrative Sciences, University of Qom, Qom, Iran. sh.arabi@qom.ac.ir

 0000-0003-2457-0529

*** Associate Professor, Economic and Political Sciences Faculty, Shahid Beheshti University, Tehran. Iran abarabmazar@sbu.ac.ir

 0000-0002-1023-0614

آسیب‌شناسی موانع قانونی و اجرایی اوراق بهادارسازی دارایی‌های تسهیلاتی بانک‌ها از منظر فقهی و اقتصادی

تاریخ دریافت: ۱۴۰۱/۰۶/۲۰ تاریخ پذیرش: ۱۴۰۱/۱۰/۲۰

مقاله برای اصلاح به مدت ۴ روز نزد نویسندگان بوده است.

حسین هرورانی*

سید هادی عربی**

عباس عرب‌مازار***

چکیده

هدف مقاله حاضر احصاء موانع و چالش‌های فقهی، قانونی و اجرایی اوراق بهادارسازی دارایی‌های تسهیلاتی بانک‌هاست که با استفاده از روش‌های تجاری و توصیفی - تحلیلی، برخی راهکارها جهت گسترش استفاده از این ابزار ارائه خواهد شد. یافته‌ها نشان می‌دهد علی‌رغم وجود نیاز جدی بانک‌ها جهت افزایش توان تسهیلات‌دهی، چالش‌هایی از جمله بالابودن 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، طولانی‌بودن فرآیند بررسی اوراق بهادارسازی، ساختار پیچیده فرآیند اوراق بهادارسازی، توقف اجرای استفاده از این ابزار به دلیل مصادف شدن با بحران مالی ۲۰۰۸ میلادی، ریسک اعتباری بالای وام‌گیرندگان و کیفیت پایین دارایی‌های بانک‌ها، وجود شش نظریه فقهی در زمینه بیع دین و عدم اجماع فقها در این زمینه، خلأ قانونی و نظارتی در استقرار حاکمیت شرکتی در بانک‌ها، عدم تسری قوانین مالیاتی اوراق مشارکت به اوراق بهادار ناشی از مطالبات بانکی وجود دارند که منجر به کاهش انگیزه سرمایه‌گذاران برای خرید این اوراق از یک سو و کاهش تمایل بانک‌ها برای اوراق بهادارسازی مطالبات خود از سوی دیگر خواهد شد. تبعات عدم توجه به این مهم در کاهش قدرت تأمین مالی بانک‌ها بروز خواهد کرد که باعث تنزل نسبت کفایت سرمایه آن‌ها خواهد شد.

واژگان کلیدی

اوراق بهادارسازی؛ تسهیلات اعطایی؛ دارایی‌های بانکی؛ دارایی‌های تسهیلاتی؛ بازار ثانویه.

طبقه‌بندی JEL: G19, G21, G30.

* دانشجوی دکتری اقتصاد، دانشکده علوم اقتصادی و اداری، دانشگاه قم، قم، ایران (نویسنده مسئول)

h.haroorani@qom.ac.ir

0000-0001-9606-3505

** دانشیار، دانشکده علوم اقتصادی و اداری، دانشگاه قم، قم، ایران

sh.arabi@qom.ac.ir

0000-0003-2457-0529

*** دانشیار، دانشکده علوم اقتصادی و سیاسی، دانشگاه شهید بهشتی، تهران، ایران

abarabmazar@sbu.ac.ir

0000-0002-1023-0614

مقدمه

امروزه بانک‌ها مهم‌ترین واسطه‌های گردش وجوه به حساب می‌آیند، بانک‌ها با طراحی انواعی از سپرده‌های بانکی وجوه مازاد اشخاص حقیقی و حقوقی را جمع‌آوری کرده و از طریق تسهیلات بانکی در اختیار فعالان اقتصادی قرار می‌دهند و بدین وسیله طرح‌ها و پروژه‌های اقتصادی را تأمین مالی می‌کنند. اقتصاد جمهوری اسلامی ایران نیز 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 طول 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 ۱۴۰۰) عبور کرده، اما همچنان کمبود نقدینگی وجود دارد و بنگاه‌های اقتصادی با مشکل نقدینه‌خواهی و تأمین مالی جهت تأمین کسری بودجه از طریق دیگر از جمله بازار سرمایه مواجه هستند. در خصوص 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 مسأله تأمین مالی برای بنگاه‌ها از مهم‌ترین موانع و چالش‌ها به شمار می‌رود و ایران نیز از این مسأله مستثنا نیست. از بین موانع متعدد رشد بنگاه‌ها، در اغلب کشورها، مسأله تأمین مالی بیش از سایر مسائل اهمیت دارد. در برخی کشورها افزایش هزینه‌های تأمین مالی بنگاه‌ها بیش از سایر موانع تأمین مالی مشاهده شده که این مسأله موجب عدم دستیابی کافی بنگاه‌ها به منابع مالی شده است (Ayyagari, Demirgüç-Kunt &

(Maksimovic, 2006, p 3). علاوه بر این شیوع ویروس کرونا و بروز رکود تورمی از یک سو و تلاش دولت برای حمایت از اصناف و مشاغل آسیب‌دیده ناشی از شرایط به وجود آمده از سوی دیگر، منجر به افزایش تقاضای دریافت تسهیلات طی ماه‌های آتی جهت پرداخت هزینه‌های جاری و ثابت بنگاه‌های اقتصادی در کشور خواهد شد و به تبع آن مطالبات غیرجاری بانک‌ها به دلیل عدم توان بازپرداخت تسهیلات دریافت شده توسط دریافت‌کنندگان تسهیلات نیز افزایش خواهد یافت.

به علاوه در بین انواع روش‌های تأمین مالی برای بنگاه‌های اقتصادی، وجه تمایزی که برای تأمین مالی بانکی با سایر ابزارهای تأمین مالی به ویژه 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.

○ از سوی دیگر از ناحیه عرضه تسهیلات نیز توجه به این نکته حائز اهمیت است که اگرچه اقتصاد ایران بانک‌محور است، اما به نظر می‌رسد بحث انحراف نقدینگی و کیفیت آن ضرورت توجه به اوراق بهادارسازی تسهیلات بانکی را نمایان می‌کند. بررسی‌های 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، اقدام به خرید دارایی‌های واقعی (مانند مستغلات، سهام و شرکت‌های وابسته) نموده‌اند؛ پدیده‌ای که از آن اغلب با عنوان «بنگاه‌داری بانک‌ها» یاد می‌شود.

ثالثاً، دولت‌ها نیز 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 منجر به کاهش توان بانک‌ها در انجام وظایف خود به‌عنوان واسطه‌های مالی و هدایت‌کننده نهایی نقدینگی و به‌تبع آن افزایش ریسک نقدینگی و ریسک اعتباری بانک‌ها شده است؛ بنابراین باتوجه 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 ترانزاکشن 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 مؤسسات اعتباری را در پی داشته باشد (اسماعیل‌زاده و امیری، ۱۳۹۴، ص. ۹).

○ علاوه‌بر موارد فوق، بررسی‌ها حاکی از آن است که باوجود تجربیات موفق جهانی در استفاده از این ابزار در بسیاری از کشورها از دو دهه گذشته، متأسفانه استفاده از آن در ایران هنوز به مرحله عملیاتی نرسیده است؛ بنابراین به‌نظر می‌رسد باتوجه به وابستگی بالای نظام اقتصادی کشور به بانک، به‌واسطه بانک‌محور بودن نظام تأمین مالی کشور از یک‌سو 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... فرآیند 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 نموده 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 مقاله، هنجاری و 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 فرآیند 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 دارایی‌ها بانکی به اوراق بهادار در بازار ثانویه و موانع اجرایی و قانونی پیش‌روی 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 از اجزای ترازنامه کل شبکه بانکی است، چراکه بر روی دارایی‌های موهومی^۱ نمی‌توان اوراق بهادار منتشر نمود.

مطابق با جدول (۱) در یک تقسیم‌بندی دارایی بانک‌ها بر اساس میزان و زمان نقدشوندگی به دودسته جاری و غیرجاری تقسیم می‌شوند که تمرکز اصلی در این مقاله بر مطالبات جاری ذیل دارایی‌های جاری بانک‌ها است، چراکه بسترهای لازم برای اوراق بهادارسازی سایر دارایی‌ها فراهم نیست یا خود بانک‌ها تمایلی برای اینکار ندارند. همچنین پرداختن به مطالبات جاری تا حدودی مطالبات غیرجاری را نیز پوشش خواهد داد (درودیان و حسینی دولت‌آبادی، ۱۴۰۰، ص. ۱۸).

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)	وثایق تملیکی و ...
		موهومی	

منبع: شورای پول و اعتبار، دستورالعمل‌های اجرایی «طبقه‌بندی دارایی‌های بانک‌ها و مؤسسات اعتباری»، جلسه

۱۰۷۴ مورخ ۱۳۸۵/۱۰/۹

البته طبق تقسیم‌بندی دیگر، اوراق بهادارسازی می‌تواند روی دارایی‌های تسهیلاتی و غیرتسهیلاتی بانک‌ها منتشر گردد. منظور از دارایی‌های تسهیلاتی، آن دسته از اقلام ستون دارایی ترازنامه بانک‌ها است که ناشی از مطالبات تسهیلاتی بانک (اعم از جاری و غیرجاری) از مشتریان است؛ اما دارایی‌های غیرتسهیلاتی، شامل مواردی است که

گرچه 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 که خود بانک نیازمند منابع است^۲، رخ می‌دهد. (میثمی، ۱۳۹۴، ص. ۱۸۰).

۲. مبانی نظری

یکی از متداول‌ترین روش‌های تأمین مالی توسط بانک‌ها، اوراق بهادار سازی مطالبات بانکی است که باهدف افزایش نقدینگی، گسترش و تنوع فعالیت‌ها، کاهش ریسک‌های اعتباری و نقدینگی، کاهش هزینه‌های واسطه‌گری مالی، تأمین مالی سریع، ارتقاء کیفیت دارایی‌ها، متنوع‌سازی ریسک‌های مالی، بهبود نسبت کفایت سرمایه بانک‌ها، آزاد شدن منابع برای مقاصد سرمایه‌گذاری مجدد از طریق تبدیل تسهیلات و اعتبارات در ترازنامه به اقلام خارج از ترازنامه در اکثر بانک‌های جهان مورداستفاده قرار می‌گیرد که علی‌رغم سابقه قابل‌توجه در سایر کشورها در بانک‌های ایران سابقه زیادی ندارد (کریمی و شجاع، ۱۳۸۴، ص. ۲).

تبدیل به اوراق بهادار کردن دارایی‌ها، سازوکار پیچیده مالی بانکی است که در دهه‌های اخیر در برخی کشورهای اروپایی و مؤسسات مالی ایالات متحده آمریکا که در این راستا پیشرو به حساب می‌آیند؛ حضور پررنگی داشته است^۳. در این دهه با افزایش تقاضای خرید مسکن، بانک‌ها و مؤسسه‌های مالی و اعتباری آمریکا با تقاضای انبوه برای وام مسکن روبرو شدند. در نتیجه کوشش‌های فراوانی صورت گرفت تا باهدف 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^۴ منتشر می‌شدند که به اوراق رهنی معروف هستند. هدف از این ابزارهای جدید، آزادسازی انبوه منابع بانکی در بخش مسکن بود (Martellini & Priaulet, 2003, p. 593). بدین طریق

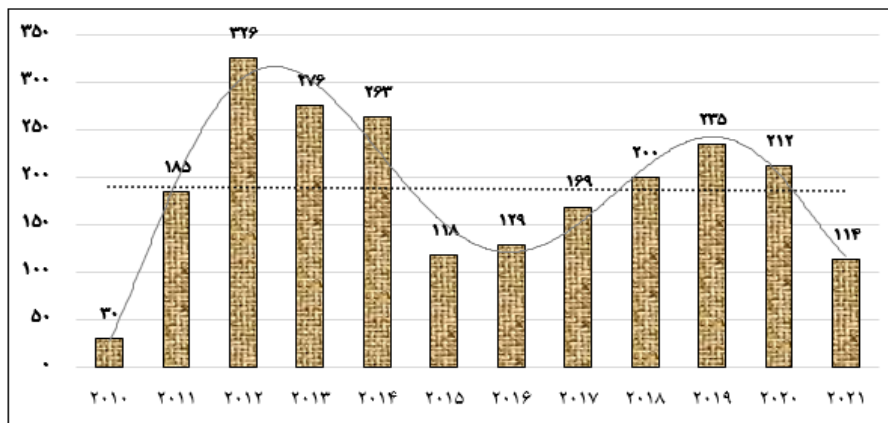
دارایی‌ها و مطالبات، قابلیت نقدشوندگی بالایی می‌یابند (Szablowska, 2010, p. 39). براساس مطالعه تالمن و ویگر^۵ (۲۰۱۰م) روند توسعه استفاده از اوراق رهنی تا قبل از بحران مالی سال ۲۰۰۸ میلادی به صورت پیوسته روبه‌رشد بوده است اما این روند در سال ۲۰۰۸ متوقف و سیر نزولی آغاز شد و تا سال ۲۰۰۹ نیز ادامه یافت، اما بعدازآن بازم مسیر صعودی آغاز شد (البته با نرخ رشدی ملایم‌تر) (Tallman & Wicker, 2010, p. 23).

اگرچه به اعتقاد کارشناسان دلایل بروز بحران مالی ۲۰۰۸ میلادی 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 (Ninja=No Income No Job & Mortgage)، ورود سرمایه‌های خارجی برای سفته‌بازی و سودجویی به بازار مسکن آمریکا (تشکیل حباب) رخ داد اما به نظر 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 مؤسسات مالی اهم اقدامات قانونی بعد از وقوع بحران در آمریکا جهت افزایش کارآمدی اوراق بهادارسازی شامل: اصلاح برخی از قوانین و مقررات وضع شده در نظام بانکداری آمریکا، ازجمله: اصلاح ضوابط حاکمیت شرکتی، محدودکردن فعالیت‌های خارج از ترانزنامه و نیز معامله مشتقات، بازنگری در مقررات مربوط به ایجاد ریسک‌های سیستمی و اهم اقدامات اصلاح ساختاری جهت تقویت و تشدید نظارت بر حوزه‌های مالی نیز شامل: تجمیع مراجع قانون‌گذاری از طریق اصلاح ساختار مقررات‌گذاری جهت هماهنگی مقررات نظارتی بر حوزه‌های مالی اعم از بورس و بانک و بیمه در قالب دو گروه «ثبات بازارهای مالی»^۶ و «سلامت محصولات مالی»^۷، تقویت نهادهای نظارتی بر بانک‌ها و مؤسسات

مالی از طریق سه نهاد «اداره ممیزی پولی»^۸، «سیستم نظارتی فدرال رزرو» و «شرکت ضمانت سپرده فدرال» (ذوالفقاری و افسری، ۱۳۹۷، صص. ۲۲-۱۹ و ۴۷-۴۳) بود. البته در کنار اقدامات فوق مهم‌ترین معیارها برای صدور مجوز جهت اوراق بهادار سازی در ایالات متحده آمریکا شامل: لزوم رعایت نسبت کفایت سرمایه^۹ بر اساس استانداردها و قواعد کمیته بال ۳ برای کلیه نهادهای مالی و لزوم رعایت ضوابط حاکمیت شرکتی و نیز مقررات ناظر بر ریسک‌پذیری نهادهای مالی است (Ogunmola, Chien, Chau & Li, 2022, p 5).

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 اقدامات خوبی انجام داده‌اند (صالح‌آبادی، ۱۳۸۴، ص. ۱۵). در این باره، می‌توان به کشور مالزی - که یکی از معدود کشورهای اسلامی است که به صورت سازمان‌یافته و منسجم به طراحی و انتشار اوراق رهنی اسلامی اقدام کرده-، اشاره نمود. مطابق با نمودار (۱)، طی سال‌های ۲۰۱۵ تا ۲۰۱۹ میلادی 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, p. 22).

نمودار (۱): حجم صکوک منتشره در مالزی طی سال‌های ۲۰۲۱-۲۰۱۰ (ارقام به میلیارد رینگت)



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

مطابق با نمودار (۱) 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. در مجموع 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 (۲) اشاره شده است.

جدول (۲): ساختار مقایسه‌ای اوراق بهادارسازی دارایی‌های بانکی در سه کشور مالزی و ایالات متحده آمریکا و جمهوری اسلامی ایران

ردیف	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 مؤسسات مالی اسلامی	بله	-	تا حدودی

ردیف	کشور	مالزی	ایالات متحده	ایران
۴	قانون بانکداری اسلامی	بله	خیر	بله
۵	وجود هیئت نظارت شریعت	بله	-	خیر
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	تا حدودی
۹	لزوم رعایت اصول و معیارهای خرد ^{۱۰} جهت اوراق بهادارسازی	بله	خیر	تا حدودی
۱۰	لزوم رعایت اصول و معیارهای کلان ^{۱۱} جهت اوراق بهادارسازی	خیر	خیر	خیر
۱۱	جامعیت و هماهنگی مقررات نظارتی بر حوزه‌های مالی ^{۱۲}	بله	بله	خیر
۱۲	تعداد نهادهای ناظر ^{۱۳}	۴	۵	۳
۱۳	سابقه انتشار در بازار سرمایه	بله	بله	بله
۱۴	تضمین اصل سرمایه در صورت نکول از طریق بیمه سپرده‌ها و شرکت‌های سرمایه‌گذاری	خیر	بله	-
۱۵	انتشار در سطح داخلی و بین‌المللی	هر دو	هر دو	داخلی
۱۶	محدودیت انتشار روی نوع خاصی از دارایی جهت اوراق بهادارسازی	خیر	خیر	-

منبع: یافته‌های تحقیق

۳. پیشینه پژوهش

موضوع اوراق بهادارسازی مطالبات جاری بانکی از جمله موضوعاتی است که تاکنون در مطالعات داخلی به این موضوع پرداخته نشده و تنها در چند تحقیق انگشت‌شمار به موضوع اوراق بهادارسازی دارای ثابت بانک‌ها و تحلیل حقوقی تبدیل به اوراق بهادار کردن دارایی‌ها در بانکداری اسلامی اشاره شده که در جدول (۳) به برخی از مطالعات انجام‌گرفته اشاره شده است:

جدول (۴): مطالعات انجام‌گرفته در حوزه اوراق بهادارسازی

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	پرندهک	۱۳۹۵	تحلیل حقوقی تبدیل به اوراق بهادار کردن دارایی‌ها در بانکداری اسلامی	بررسی و تحلیل بنیادین سازوکار بهادارسازی به صورت عرفی و اسلامی	تبدیل به اوراق بهادار کردن دارایی‌ها در بانکداری اسلامی با چه مخاطرات و ریسک‌ها و درعین حال فرصت‌هایی برای نظام اقتصادی ایران مواجه خواهد بود
۳	جمشیدی و دیگران	۱۳۹۵	تحلیل آثار اقتصاد کلان اوراق بهادارسازی در نظام بانکی جمهوری اسلامی ایران	بررسی آثار اقتصاد کلان اوراق بهادارسازی در نظام بانکی جمهوری اسلامی ایران	استفاده از اوراق بهادارسازی 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	میثمی	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 بانکی مرکزی	عقود فروش اقساطی و اجاره به شرط تملیک، به دلیل دارا بودن کمترین ریسک نکول، زمان‌بندی کاملاً معلوم و مشخص، بازدهی ثابت و معین (نرخ سود قطعی و از پیش تعیین شده)، نقدشوندگی بالا، قابلیت معامله در بازار و قابلیت وثیقه‌گذاری به‌عنوان بهترین گزینه‌ها برای اجرایی‌سازی فرآیند تبدیل دارایی‌های تسهیلاتی به اوراق بهادار معرفی شده‌اند.
۵	مصباحی مقدم و دیگران	۱۳۹۴	امکان‌سنجی طراحی صکوک بانکی تبدیل شونده به سهام	آیا می‌توان از ابزار تبدیل به اوراق بهادار سازی تسهیلات بانکی در جهت تأمین و یا افزایش سرمایه بلندمدت شرکت‌های مدیون به‌نظام بانکی استفاده نمود؟ آیا صکوک بانکی قابلیت تبدیل شونده به سهام را دارند؟	تبدیل به اوراق بهادار سازی تسهیلات بانکی راهکار مناسبی برای کاهش ریسک اعتباری و ریسک نقدینگی بانک است - اختیار تبدیل سازی این اوراق به سهام موجب کاهش هزینه‌های تأمین مالی شرکت‌ها و راهکاری جهت تأمین مالی بلندمدت برای شرکت‌های سهامی خواهد بود.
۶	زندیه و دیگران	۱۳۹۴	جایگاه اوراق بهادار سازی در رشد و توسعه	بررسی تأثیر اوراق بهادار سازی بر رشد و توسعه اقتصادی و	اوراق بهادار سازی موجب افزایش رشد اقتصادی در کشورهای مورد بررسی شده

است.	بررسی عوامل وقوع بحران مالی سال ۲۰۰۸ و علل کاهش رشد اقتصادی	اقتصادی کشورها (با تأکید بر نیاز به گسترش بازار اوراق بهادارسازی در ایران)			
ارائه پیشنهادها مشخص جهت نحوه تنظیم قوانین و مقررات لازم برای فراهم‌سازی زمینه‌ها و بسترهای مناسب، به‌منظور نیل به اهداف تبدیل به اوراق بهادارسازی	اهداف تبدیل به اوراق بهادارسازی شبکه بانکی، ارائه تحلیل درباره دلایل و منافع افزایش تمایل نسبت به استفاده بیشتر از پدیده اوراق بهادارسازی دارایی‌ها	تجزیه و تحلیل ساختار و عوامل اصلی تبدیل به اوراق بهادارسازی دارایی‌های شبکه بانکی	۱۳۹۲	اسلامی میلانی	۷
معرفی مناسب‌ترین عقود برای اوراق بهادارسازی	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	اوراق بهادار صکوک بانکی؛ تبدیل تسهیلات بانکی به اوراق بهادار در بانکداری بدون ربا	۱۳۹۰	موسویان و دیگران	۸
فروش اقساطی و اجاره به شرط تملیک به جهت ویژگی‌هایی که دارند، بهترین گزینه برای تبدیل دارایی‌های بانکی به اوراق	نگاهی به سابقه تبدیل دارایی‌های بانکی به اوراق بهادار در بانکداری متعارف و بانکداری اسلامی و	تبدیل دارایی‌های بانکی به اوراق بهادار در بانکداری	۱۳۸۹	موسویان	۹

بهدار هستند.	تبیین اهداف، عملکرد و آسیب‌شناسی تبدیل دارایی‌های بانکی به اوراق بهادار و تبیین ویژگی‌های آن در بانکداری ایران	بدون ربا			
اوراق بهادار سازی علاوه بر کاهش ریسک تأمین مالی بنگاه‌های اقتصادی، منجر به ازبین رفتن عدم تقارن اطلاعات خواهد شد	بررسی الگوهای استفاده شده برای اوراق بهادار سازی در بازار سرمایه کشورهای اسلامی با استفاده از رگرسیون دوجمله‌ای منفی و نقش اوراق بهادار سازی در متقارن سازی اطلاعات	اطلاعات نامتقارن و طراحی اوراق بهادار در بازارهای سرمایه اسلامی	۲۰۲۰	Halim et al	۱۰
ارائه یک چارچوب برای اوراق بهادار سازی اعتبارات	تحلیل مبادلات اوراق بهادار در دوران پسا بحران	معاملات اوراق بهادار توسط بانک‌ها و تأمین اعتبار: شواهد خرد از بحران	۲۰۱۶	Iyer et al	۱۱
اوراق بهادار سازی روشی است که از طریق آن بانک می‌تواند بخشی از دارایی خود را برای به‌دست آوردن نقدینگی، انتقال ریسک مربوط به سبده اعتباری و آربیتراژ سرمایه به فروش برساند.	بررسی عوامل تعیین‌کننده در اوراق بهادار سازی بانک‌ها و ریسک ناشی از آن	چرا بانک‌ها دارایی‌های خود را تبدیل به اوراق بهادار می‌کنند؟	۲۰۰۷	Martín & Saurina	۱۲
مزایای اوراق بهادار سازی:	فرآیند تبدیل به اوراق	تبدیل به اوراق	۲۰۰۵	Manjoo	۱۳

افزایش بازدهی سرمایه، افزایش روش های تأمین مالی، بهبود بازدهی دارایی ها، متنوع سازی منابع مالی، کاهش میزان مواجهه با ریسک اعتباری بانک های اسلامی	بهادار نمودن دارایی ها، تحلیل دلایل و منافع افزایش تمایل نسبت به استفاده بیشتر از پدیده اوراق بهادار سازی دارایی ها، ارائه نقاط ضعف احتمالی آن، تشریح سازوکار به کار گرفته شده در فرآیند اوراق بهادار نمودن دارایی ها بر واسطه های مالی و ارزیابی پدیده اوراق بهادار سازی دارایی ها از منظر اسلامی با استفاده از روش توصیفی	بهادار نمودن دارایی ها، راهکاری مهم برای بانک های اسلامی			
بانک، ریسک دارایی با اعتبار پایین را به امین انتقال می دهد و بدین گونه دارایی های با کیفیت پایین تر را از ترازنامه خارج می کند.	مطالعه روی مفاهیم ریسک اوراق بهادار سازی	الزامات سرمایه مبتنی بر ریسک برای وام های رهنی	۲۰۰۴	Calem & Lacour	۱۴

در مجموع اکثر پژوهش های صورت گرفته استفاده از ابزار اوراق بهادار سازی مطالبات بانکی را به دلیل غالب بودن منافع بر مضار آن توصیه می کنند، چراکه می تواند باعث آزادسازی بخش قابل توجهی از تسهیلات بانک ها شود و نقش مؤثری را در ساماندهی بازار پول و سرمایه ایفا نماید.

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

مسلماً شناخت ارکان در فرآیند تبدیل مطالبات به اوراق بهادار دارای اهمیت است. هرچند در کشورهای مختلف ارکان گوناگونی برای اجرایی سازی این فرآیند مطرح

می‌شود؛ اما با توجه به اینکه هدف اصلی این تحقیق، طرح مباحث اوراق بهادار سازی در چارچوب نظام بانکی کشور ایران است، لازم بوده ارکان دارای اهمیت در نظام مالی کشور مورد توجه قرار گیرد. براین اساس، مطابق با آیین‌نامه سازمان بورس و اوراق بهادار جمهوری اسلامی ایران، مهم‌ترین عناصر لازم در فرآیند تبدیل مطالبات به اوراق بهادار شامل بانوی، ناشر (واسطه)، سرمایه‌گذاران (خریداران صکوک)، امین، شرکت تأمین سرمایه و مؤسسه رتبه‌بندی می‌گردد (سازمان بورس و اوراق بهادار، ۱۳۸۶، ص. ۲).

۵. گروه‌بندی مطالبات بانکی جهت تبدیل به اوراق بهادار

در پاسخ به این سؤال که کدام‌یک از تسهیلات برای تبدیل شدن به اوراق بهادار بانکی، قابلیت تطابق با موازین شرعی و اجرایی سازی در اقتصاد کشور را دارا هستند، می‌توان تسهیلات بانک‌های اسلامی را (با نگاه تبدیل به اوراق بهادار نمودن)، در چهار گروه ذیل طبقه‌بندی کرد.

۵-۱. مطالبات منتهی به دیون

در واقع در قراردادهای مرابحه، فروش اقساطی، جعاله، استصناع و خرید دین، نتیجه این است که بانک از مشتری طلب‌کار می‌شود و مشتری متعهد است طبق زمان‌بندی معین بدهی خود را بپردازد. در این موارد، بانک می‌تواند از این قابلیت استفاده نماید 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 برساند (موسویان و میثمی، ۱۳۹۷، ص. ۴۳۹). البته باید به بحث اتحاد مالکیت در کنار قابلیت اجرایی سازی و موفقیت آن در کشور نیز توجه نمود. به عبارت دیگر در برخی دیون از منظر فقهی بین دولت، بانک‌های دولتی، بانک مرکزی، وزارتخانه‌ها و کلاً تمامی بخش‌های دولت، «اتحاد مالکیت» وجود داشته و دیون موجود بین آن‌ها، از نوع دیون صوری به حساب می‌آیند. در واقع اگرچه بانک‌های دولتی، بانک مرکزی و سایر اجزاء دولت از منظر حقوقی دارای شخصیت حقوقی مستقل هستند و در مدیریت نیز از

یکدیگر مستقل‌اند، اما از منظر فقهی مالکیت آن‌ها باهم متحد بوده و لذا دین موجود بین آن‌ها صرفاً صورت بیع دین را دارد و دین واقعی به حساب نمی‌آید؛ بنابراین، امکان انتشار اوراق بهادار توسط بانک‌های دولتی^{۱۴} به منظور فروش به بانک مرکزی و دولت و حتی شرکت‌ها و وزارتخانه‌های وابسته به دولت وجود ندارد. مگر آنکه خریدار اوراق اشخاص غیروابسته به دولت باشند و اتحاد مالکیت وجود نداشته باشد (میثمی، ۱۳۹۴، ص. ۱۶۵).

۲-۵. مطالبات منتهی به تملک دارایی فیزیکی با بازده ثابت

در تسهیلات مبتنی بر عقد اجاره، نتیجه نهایی اعطای تسهیلات این است که بانک (در کنار اجاره بهایی که طلب دارد)، مالک دارایی‌های فیزیکی (مانند زمین، ساختمان و ماشین‌آلات) می‌شود که بازده ثابت و منظم دارد. بانک می‌تواند همه یا بخشی از این دارایی‌های فیزیکی را به اوراق بهادار تبدیل کند و از طریق «بیع سهم مشاع از دارایی فیزیکی» در بازار پول و یا سرمایه به فروش برساند (موسویان و میثمی، ۱۳۹۷، ص. ۴۳۹).

۳-۵. مطالبات منتهی به تملک دارایی فیزیکی با بازده انتظاری

نتیجه قراردادهای مشارکت مدنی و سرمایه‌گذاری مستقیم این است که بانک مالک کل یا بخشی از سرمایه یک طرح، پروژه یا فعالیت اقتصادی می‌شود که دارای جریان بازده انتظاری منظم است. در این حالت بانک می‌تواند همه یا بخشی از این دارایی‌های فیزیکی با بازده انتظاری را به اوراق بهادار تبدیل نموده و از طریق بیع سهم مشاع از دارایی، در بازار سرمایه به فروش برساند (میثمی، ۱۳۹۴، ص. ۱۸۲).

۴-۵. تشکیل استخر دارایی‌ها (سبد مطالبات)

یکی از چالش‌هایی که در اوراق بهادارسازی مطالبات (تسهیلات) بانکی در بانکداری بدون ربا قابل‌تصور است، مقوله تشکیل «استخر دارایی‌ها»^{۱۵} است. در واقع سؤال این است که ضوابط تشکیل استخر دارایی‌ها در چارچوب بانکداری بدون ربا کدام است؟

در پاسخ به این سؤال می‌توان این‌طور مطرح نمود که در تشکیل استخر دارایی‌ها چند نکته اساسی قابل توجه است:

- استخر دارایی‌ها باید متشکل از دارایی‌های مشروع باشد. مثلاً بر روی بهره حاصل از اوراق قرضه متعارف که با چالش ربا مواجه هستند، نمی‌توان اوراق منتشر نمود.
- برخلاف دیدگاه برخی از فرقه‌های اهل سنت که معتقداند غیرشرعی بودن درصدی از دارایی‌ها (در برخی دیدگاه‌ها تا ۴۹ درصد استخر) اشکال شرعی ندارد (میثمی، و ملاکریمی، ۱۳۹۵)، در چارچوب فقه امامیه کل دارایی‌های موجود در استخر باید از مشروعیت فقهی برخوردار باشد^{۱۶}.
- حجم اوراق منتشر شده بر روی استخر دارایی‌ها نمی‌تواند بیش از حجم دارایی‌های موجود در استخر باشد.
- بر روی یک دارایی یا یک مجموعه از دارایی‌ها، نمی‌توان هم‌زمان دو نوع اوراق متفاوت منتشر نمود.
- هرچند در استخر دارایی بانک‌ها از منظر شرعی، انواعی از دارایی‌ها (مانند سهام، انواع حقوق و...) می‌توانند وارد شوند، اما جهت سادگی فرآیند انتشار اوراق، لازم است گزینه‌هایی جهت انتشار اوراق انتخاب شوند که کاملاً شفاف، منضبط و دارای عایدی مشخص در طول زمان باشند. به نظر می‌رسد بهترین گزینه‌ها در این رابطه، مطالبات تسهیلاتی بانک‌ها از مشتریان و همچنین ساختمان‌های شعب بانک‌ها است؛ یعنی ورود این دسته از دارایی‌ها در استخر بانک و انتشار اوراق بر روی آن‌ها نسبت به سایر دارایی‌ها دارای اولویت است (عباسی‌مقدم، ۱۳۸۸، ص. ۷۶).

بنابراین، بانک می‌تواند به‌جای گروه یا گروه‌های خاص از تسهیلات، استخری از انواع تسهیلات یا دارایی‌ها را ایجاد کند و آن را مبنای فرایند تبدیل دارایی‌ها به اوراق

بهادار قرار دهد. برای مثال، بانک می‌تواند با انتخاب بخشی از دیون حاصل از تسهیلات فروش اقساطی، بخشی از دارایی‌های فیزیکی که در قالب عقد اجاره به شرط تملیک واگذار شده با قرار دادن آن‌ها در یک سبد دارایی، خود سبد را به‌عنوان دارایی پایه جهت انتشار اوراق در نظر بگیرد. به‌عبارت‌دیگر، بانک می‌تواند سبد را به‌صورت کلی ارزش‌گذاری و بر روی آن اوراق بهادار منتشر و آن را در اختیار عموم سرمایه‌گذاران قرار دهد. در این شرایط، خریدار اوراق به‌جای جریان درآمدی مشخص، با جریان درآمدی سبد تسهیلات مواجه خواهد بود (موسویان و میثمی، ۱۳۹۷، ص. ۴۴۰).^{۱۷} البته استفاده از این روش از جهت مشروعیت شرعی و قابلیت اجرایی‌سازی آن در اقتصاد کشور نیاز به بررسی دارد، اما بررسی‌های اولیه نشان می‌دهد برخی از فقهای اهل سنت معتقداند حجم دیون موجود در استخر نباید غالب باشد.

۶. بررسی قابلیت اوراق بهادارسازی تسهیلات اعطایی

در ادامه برای بررسی قابلیت اوراق بهادارسازی تسهیلات اعطایی با در نظر گرفتن سه ضابطه (فقهی، بر اساس آمار مانده تسهیلات اعطایی به تفکیک عقود و کارکرد اقتصادی) می‌توان از میان عقود مورداستفاده در قانون عملیات بانکداری بدون ربا^{۱۸} ایران، برخی از آن‌ها را جهت اوراق بهادارسازی مطالبات بانکی پیشنهاد نمود.

۶-۱. از منظر فقهی

قانون عملیات بانکداری بدون ربا^{۱۸} ایران طی مواد (۷) تا (۱۷) به مسأله تخصیص منابع پولی^{۱۸} می‌پردازد. به‌موجب این قانون، شیوه‌های تخصیص منابع و اعطای تسهیلات را می‌توان با توجه به ماهیت‌شان در یک تقسیم‌بندی کلی به چهار گروه قرض‌الحسنه، عقود مبادله‌ای با بازدهی ثابت (شامل مرابحه، فروش اقساطی، اجاره‌به‌شرط‌تملیک، 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 نمود. اگر از نظر تبدیل تسهیلات به اوراق بهادار به این شیوه‌ها نگریسته شود، می‌توان ویژگی‌های ذیل را برای شیوه‌های تخصیص منابع برشمرد (موسویان، ۱۳۸۹-الف، ص. ۲۱).

الف- طبق ماده (۱۴) قانون بانکداری جمهوری اسلامی ایران 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 احتیاجات ضروری جامعه باشد، در قالب تسهیلات قرض‌الحسنه وام اعطا نمایند، اما به جهت غیرانتفاعی بودن این تسهیلات، تبدیل به اوراق بهادار سازی 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 قراردادها 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 به‌عنوان مستأجر، اجاره‌بهای مشخصی را به بانک بدهکار است و از سوی دیگر، بانک به‌عنوان موجر، مالک دارایی (عین مستأجره) است که بازه ثابت و معینی دارند؛ بنابراین، بانک می‌تواند هم خود اجاره‌بها را به‌عنوان مطالبات مدت‌دار تبدیل به اوراق بهادار کند و در بازار ثانویه از طریق تنزیل (بیع دین) بفروشد و هم می‌تواند خود دارایی (عین مستأجره) را که بازه ثابت و معینی دارد تبدیل به اوراق بهادار کند و در بازار ثانویه از طریق بیع عین (دارایی فیزیکی) بفروشد (موسویان و میثمی، ۱۳۹۷، ص. ۴۳۸).

د- طبق آیین‌نامه، معاملات سلف تنها برای تأمین سرمایه در گردش بوده و الزاماً موضوع معامله، کالایی است که فروشنده تولیدکننده آن کالا است و تولیدکنندگان برای تأمین سایر قسمت‌های سرمایه باید از عقود دیگر استفاده کنند (هرورانی،

زه‌تابیان و هرورانی، ۱۳۸۹، ص. ۵۰) 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.

هـ- در تسهیلات خرید دین، نتیجه قرارداد انتقال طلب از تنزیل‌کننده اسناد تجاری به بانک است. بنابراین فرد بدهکار، در واقع به بانک بدهکار خواهد بود. به همین دلیل بانک می‌تواند دیون ناشی از تسهیلات خرید دین را تبدیل به اوراق بهادار کند و در بازار ثانویه از طریق تنزیل (بیع دین) مجدداً بفروشد (هرورانی، زه‌تابیان و هرورانی، ۱۳۸۹، ص. ۴۷).

نتیجه بررسی‌های اجمالی نشان می‌دهد مطالبات بانک‌های بدون ربا - که حاصل از تسهیلات مرابحه، فروش اقساطی، اجاره به شرط تملیک، جعاله، استصناع، خرید دین است - از منظر فقهی می‌توانند به اوراق بهادار تبدیل شوند؛ اما مطالبات حاصل از عقد معاملات سلف^{۱۹} (به دلیل عدم امکان فروش مبیع سلف قبل از سررسید) توجیه فقهی ندارد و مطالبات حاصل از عقد قرض‌الحسنه نیز (به دلیل عدم وجود سود و فقدان توجیه اقتصادی) قابلیت تبدیل شدن به اوراق بهادار را ندارد.^{۲۰}

۲-۶. بر اساس 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. بر اساس آخرین آمار متخذه از بانک مرکزی جمهوری اسلامی ایران که 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 بر اساس بررسی‌های متعدد و اظهارنظرهای کارشناسی، عقود مشارکتی در نظام بانکی

ما اغلب یا 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 می‌رسد علت بالای آن توانایی قرار دادن برخی عقود در این بخش است. با این اوصاف می‌توان گفت با فرض عدم منع شریعت و نیز با فرض اوراق بهادارسازی کلیه تسهیلات اعطا شده در قالب این سه عقد، می‌توان انتظار داشت حداقل حدود ۶۶ درصد به قدرت تسهیلات‌دهی شبکه بانکی افزوده شود. از سوی دیگر باتوجه به آخرین آمار متخذه از بانک مرکزی، فارغ از قیود شریعت، می‌توان اذعان نمود که با در نظر گرفتن صرف سود اقتصادی حدود ۹۱ درصد از حجم تسهیلات اعطایی به صورت بالقوه امکان اوراق بهادارسازی را دارند و تنها عقد قرض الحسنه به دلیل نداشتن توجیه اقتصادی را نمی‌توان به اوراق بهادار تبدیل نمود. البته باتوجه به اینکه آماری از میزان نکول به تفکیک هر عقد توسط دستگاه‌های متولی منتشر نمی‌شود به ناچار 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. بر اساس آخرین آمار اعلامی توسط بانک مرکزی، نسبت تسهیلات غیرجاری به کل تسهیلات (ریالی) اعطایی در تیرماه سال ۱۴۰۱ حدود ۹ درصد بوده^{۲۱} که البته رقم واقعی مطالبات غیرجاری بسیار بالاتر از رقم فوق است، زیرا همان‌گونه که پیش‌تر نیز اشاره شد، رقم قابل توجهی از مطالبات غیرجاری در دل مطالبات جاری بانک‌ها وجود دارد و پرداختن به مطالبات جاری تا حدودی مطالبات غیرجاری را نیز پوشش خواهد داد^{۲۲}.

۳-۶. از منظر اقتصادی

از سوی دیگر اوراق بهادارسازی مطالبات جاری توسط بانک‌ها مستلزم در نظر گرفتن برخی ملاحظات است که علاوه بر ترغیب بانک‌ها به اینکار، سرمایه‌گذاران نیز انگیزه لازم جهت 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 نمود که

دارایی‌هایی قابلیت اوراق بهادارسازی دارند که دارای 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 باشند (فرجی، رفیعی شمس‌آبادی، ۱۳۸۹، ص. ۱۷) در گام بعدی توجه به برخی ملاحظات از جمله لزوم داشتن ریسک پایین مطالبات خریداری شده ضروری است که بر اساس این معیار، عقود مرابحه، 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، صص. ۳۱-۳۰). البته در برخی مطالعات مانند میثمی (۱۳۹۴) به جز 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 بر اساس ملاحظات فوق، اوراق بهادارسازی عقود مرابحه، تسهیلات فروش اقساطی^{۳۳} و اجاره به شرط تملیک، نسبت به سایر عقود به دلایل فوق‌الذکر پیشنهاد شده است. چراکه **اولاً**، این تسهیلات دارای بازدهی ثابت و معین بوده و برای افراد ریسک‌گریز که بخش عمده‌ای از بازیگران شبکه بانکی و بازار پول را تشکیل می‌دهند، مناسب‌تر هستند؛ **ثانیاً**، در تسهیلات اجاره به شرط تملیک، به‌طور معمول بانک مالک دارایی مورد اجاره می‌گردد و تا پرداخت آخرین اجاره‌بها، دارایی در مالکیت بانک باقی می‌ماند. در تسهیلات مرابحه و فروش اقساطی نیز گرچه مالکیت دارایی فروخته شده به مشتری منتقل می‌شود، اما بانک می‌تواند همان دارایی یا دارایی معادل آن را به‌عنوان رهن دریافت نماید؛ بنابراین مرابحه، تسهیلات فروش اقساطی و اجاره به شرط تملیک، از کمترین ریسک نکول برخوردارند؛ **ثالثاً**، تسهیلات مرابحه، فروش اقساطی و اجاره به شرط تملیک دارای زمان‌بندی کاملاً معلوم و مشخص هستند، در نتیجه بانک‌ها می‌توانند متناسب با شرایط

بازار، بسته‌های مناسبی از تسهیلات مرابحه، فروش اقساطی و اجاره به شرط تملیک را انتخاب و به بازار عرضه کنند. مشخص بودن بازه زمانی ایجاد سود، قابلیت این عقود برای تبدیل آنها به اوراق بهادار را ارتقا می‌بخشد (موسویان، ۱۳۸۹، ص. ۱۵؛ موسویان، وثوق و فرهادیان، ۱۳۹۰، ص. ۲۱).

در خصوص تحلیل میزان کاربردی بودن اوراق بهادارسازی این سه عقد در نظام بانکی کشور، توجه به این نکته حائز اهمیت است که بنا به نظر کارشناسان این حوزه، رونق‌بخش تولید و مسکن به‌عنوان صنعت پیشران علی‌الخصوص در شرایط فعلی، در گرو تقویت اصولی بازار وام‌های رهنی تحت عنوان بازار اولیه و گسترش بازار ثانویه این وام‌هاست. بررسی آمارهای ارائه شده حاکی از آن است که حدود ۳۰۹ هزار میلیارد ریال از کل وام‌های رهنی در قالب عقد اجاره به شرط تملیک اعطاشده^{۲۴} که بانک‌ها ناگزیر به نگه‌داشتن وام‌های رهنی اعطایی در ترازنامه خود تا زمان سررسید است. در این راستا به نظر می‌رسد بانک‌های مزبور می‌تواند با اتکا به مجموعه وثایق وام‌های رهنی خود که میان بانک و مشتری منعقد شده، اوراق رهنی در بازار ثانویه منتشر کند، اما با توجه به هزینه‌های مترتب بر آنکه جلوتر اشاره می‌شود و سهم حدود یک‌درصدی از کل میزان مانده تسهیلات اعطایی در نظام بانکی، ممکن است اوراق بهادارسازی عقود که در قالب عقد اجاره به شرط تملیک منعقد شده‌اند، چندان جذابیتی برای بانک‌ها نداشته باشد، مگر آنکه با به‌کارگیری این ابزار سهم عقد اجاره به شرط تملیک از میزان تسهیلات اعطایی افزایش یابد و اوراق بهادارسازی این عقد برای بانک‌ها، توجیه اقتصادی داشته باشد.

در مجموع می‌توان گفت با در نظر گرفتن قیود پایین بودن ریسک نکول و داشتن زمان‌بندی مشخص و وثایق معتبر و اختصاص حجم بالایی از تسهیلات اعطاشده توسط بانک‌ها تاکنون، از میان عقود پیشنهاد شده، عقود مرابحه و تسهیلات فروش اقساطی^{۲۵}، با اندکی اغماض و فرض یکسان دانستن این دو (که در مجموع بیش از

۵۱/۹ درصد از حجم تسهیلات اعطایی را به خود اختصاص داده)، جهت اوراق بهادارسازی مطالبات جاری پیشنهاد می‌شود؛ زیرا علاوه بر دارا بودن قیود شریعت و اقبال بانکها، با اقبال مشتریان برای خرید این اوراق مواجه خواهد شد و این دو عقد شرایط لازم اعم از شرایط فقهی و اقتصادی برای عملیاتی‌سازی تبدیل دارایی‌ها بانکی به اوراق بهادار در بازار ثانویه را دارند.

البته باید به این نکته نیز توجه نمود که موفقیت در تبدیل مطالبات بانکی به اوراق بهادار، علاوه بر مشروعیت فقهی ابزارها، نیازمند بررسی سایر ابعاد از جمله 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 به‌کارگیری در سیاست‌های مالی و پولی و... است.

۷. موانع پیش روی اوراق بهادارسازی مطالبات بانکی

۷-۱. موانع قانونی

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

○ مرحله نخست فروش طلب‌ها به ناشر است. در این مرحله چون فروشی واقع شده، بنابراین مالیاتی نیز اخذ نمی‌شود و از آنجاکه فروش به کسر (به‌صورت تنزیل) صورت گرفته 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 مربوط به پرداخت سود اوراق و معاملات ثانویه این اوراق است، مشمول اخذ مالیات است.

بر اساس ماده (۱۴۳) قانون اصلاح قانون مالیات‌های مستقیم مصوب سال ۱۳۹۴، از هر نقل و انتقال و حق تقدم سهام شرکت‌ها در بورس و همچنین دیگر اوراق بهاداری که در بورس معامله می‌شوند، مالیات مقطوعی 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 فراوانی همراه خواهد بود. به بیان دیگر، حتی در صورت عدم وجود 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 مسأله بود (بت‌شکن، ۱۳۹۶).

یکی از راهکارهای قابل استفاده برای حل مسائل مالیاتی این ابزار، تسری قوانین مالیاتی اوراق مشارکت به اوراق بهادار مطالبات بانکی ناشی از عرضه این اوراق در بورس است. در این صورت مالیات بر معاملات ثانویه این اوراق همانند اوراق مشارکت، از پرداخت مالیات معاف خواهند شد. زیرا بر اساس بند ۵ ماده ۱۴۵ قانون مالیات‌های مستقیم مصوب سال ۱۳۹۴^{۲۶}، سود و جوایز متعلق به اوراق مشارکت از پرداخت مالیات معاف است.

۲-۷. موانع اجرایی

استفاده از اوراق بهادار سازی دارایی‌های تسهیلاتی در بانک‌های ایران سابقه طولانی ندارد. به عبارت دیگر علی‌رغم 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 دو بار و آن نیز توسط بانک مسکن (یک بار به ارزش ۱,۰۰۰ میلیارد تومان و بار دیگر به ارزش ۳۰۰

میلیارد تومان) برای رونق بازار مسکن، این اوراق انتشار یافته است.^{۲۷} این در حالی بود که تا قبل از آن علی‌رغم وجود الگوهای دیگری از قبیل صندوق زمین و ساختمان (بازار سرمایه) و بازار ثانویه رهن (بازار سرمایه) بخش مسکن، در ایران تنها از الگوی سپرده‌گذاری جهت تأمین مالی این بخش استفاده می‌شد (سعیدی، ۱۳۸۸، ص. ۲). نخستین تلاش برای فروش اوراق بهادار به پشتوانه تسهیلات رهنی بانک مسکن در سال ۱۳۸۵ انجام شد که باتوجه به مصادف شدن آن با بحران مالی سال ۲۰۰۷ میلادی و ذهنیت منفی دولت نسبت به این ابزار، اجرایی نشد. در حال حاضر باتوجه 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 چالش‌های پیش‌روی بانک‌ها برای اوراق بهادارسازی مطالبات خود جهت عرضه در بازار سرمایه اشاره شده است.

۷-۲-۱. چالش‌های اوراق بهادارسازی مطالبات بانکی از مسیر بازار سرمایه

➤ باتوجه به آنکه اوراق بهادارسازی در بستر بازار سرمایه انجام می‌شود، بنابراین توجه به هزینه‌های مترتب بر آن نیز حائز اهمیت است. بررسی‌ها حاکی از آن است که سهم تأمین مالی از طریق انتشار اوراق بهادار در بازار سرمایه در اقتصاد ایران فاصله قابل‌توجهی با بسیاری از کشورهای پیشرفته دنیا دارد. علت این مسأله به تعداد زیاد ارکان اوراق بهادارسازی شامل ۱۱ رکن^{۲۸}، زمان طولانی جهت طی نمودن فرآیند اوراق بهادارسازی و میزان بالای تشریفات اداری و... باز می‌گردد (صلواتیان، حسینی دولت‌آبادی، ۱۳۹۸، صص. ۵-۶).

توضیح آنکه به‌منظور اوراق بهادارسازی مطالبات بانکی از مسیر بازار سرمایه، لازم است تا یک فرآیند چندمرحله‌ای طی شود که مسلماً اضافه شدن تعداد مراحل به معنای افزایش هزینه‌های مبادلاتی^{۲۹} است که در نهایت، هزینه‌های آن به بانک‌ها

تحمیل می‌شود. به عبارت دیگر با افزایش این هزینه‌ها، انگیزه بانک‌ها برای اوراق بهادار سازی مطالبات خود کاهش می‌یابد. بالتبع با افزایش این هزینه‌ها، حاشیه سود خریداران این اوراق در مقایسه با سایر بازارهای موازی کاهش خواهد یافت و همین امر منجر به عدم استقبال سرمایه‌گذاران برای خرید این اوراق خواهد شد. شایان ذکر است در حال حاضر بخش عمده هزینه‌های انتشار اوراق مبتنی بر مطالبات مربوط به کارمزد مشاور عرضه، متعهد پذیره‌نویسی و بازارگردانی است که در مراحل انتشار اوراق بهادار در بازار سرمایه جمهوری اسلامی ایران که بالغ بر ۳۱ مرحله بوده، اشاره شده است.

برای استفاده بیشتر از این ظرفیت برای آزادسازی منابع و تسهیلات اعطاشده توسط بانک‌ها، می‌بایست چالش‌هایی که در مسیر اوراق بهادار سازی مطالبات بانکی وجود دارد، مرتفع گردد که از جمله آن‌ها نحوه مداخله دستوری بانک مرکزی در تعیین نرخ سود سپرده‌ها، تسهیلات و عدم توجه به وضعیت اعتباری بانک‌ها است که عملاً هیچ سنخیتی با شرایط بازار ندارد. 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 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 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 توسط بانک‌ها منتشر خواهد شد و از ریسک بیشتری نیز 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 این اوراق به کمتر از ۱۸ درصد خواهد رسید و عملاً اجرای این سیاست با شکست مواجه می‌شود. به‌علاوه هزینه‌های حقوقی، هزینه موسسه‌های رتبه‌بندی و سایر هزینه‌های وابسته در صورت اندک بودن مقدار دارایی‌ها جهت اوراق بهادارسازی می‌تواند فرآیند تبدیل به اوراق بهادار نمودن دارایی‌ها را غیراقتصادی نماید. (فیض‌منجو و کریمی، ۱۳۸۶، ص. ۱۵).

➤ یکی دیگر از چالش‌هایی که در مسیر اوراق بهادارسازی مطالبات بانکی وجود دارد، این است که اگر بانک یا مؤسسه اعتباری دارای مجوز از بانک مرکزی، علاوه بر بانی به‌عنوان رکن ضامن اوراق منتشره نیز معرفی گردد، با چالش‌هایی از قبیل سختی متقاعدکردن و پذیرش مدیران ارشد بانک یا مؤسسه اعتباری (به دلیل ریسک نکول تسهیلات گیرندگان و باقی‌ماندن تعهد بانک به سرمایه‌گذاران در صورت نکول تسهیلات گیرندگان به پرداخت اقساط خود) و... مواجه خواهند شد.

۲-۲-۷. سایر موانع اجرایی اوراق بهادارسازی مطالبات بانکی

➤ اوراق بهادر منتشر شده بر پایه مطالبات بانک‌ها برخلاف اوراق قرضه - که از بازار ثانویه خوبی برخوردارند - دارای ساختار پیچیده‌ای هستند و در زمان انتشار توسط ناشر^{۳۰} بایستی با پشتوانه دارایی باکیفیت باشند که در عمل ممکن است منجر به کاهش اقبال بانک‌های کشور به استفاده از این ابزار شود، چراکه بسیاری از مطالبات فاقد دارایی‌های قابل قبول یا کافی است. همچنین، یکی دیگر از چالش‌ها عدم رعایت نسبت کفایت سرمایه بانی (بانک) است. بدین معنا که بانک‌های کشور به دلیل پایین بودن این نسبت، اغلب جهت دست‌یافتن به استاندارد موردنیاز با ناکامی مواجه می‌شوند و همین امر منجر به پایین بودن رتبه اعتباری آن بانک شده که یکی از نتایج نامطلوب آن دلسردی سرمایه‌گذاران برای خرید اوراق بهاداری که

توسط آن بانک منتشر شده می‌گردد. به منظور رفع این نقیصه و در راستای عملیاتی نمودن اوراق بهادار سازی 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 توسط مقامات نظارتی و نیز تسهیل تصمیم‌گیری برای عموم به منظور خرید یا عدم خرید اوراق این اشاره نمود. با توجه به این ضرورت، در سال ۱۳۸۳ بانک مرکزی اولین آیین‌نامه سرمایه پایه و نیز آیین‌نامه کفایت سرمایه بانک‌ها را تدوین نمود. 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 نمود. نکته قابل توجه آن است که اگرچه نگاه کلی بر اساس مفاد مندرج در دستورالعمل جدید (مصوب سال ۱۳۹۶)، بانک مرکزی تلاش در رساندن الزامات نظارتی خود به استانداردهای کمیته بال و هیأت خدمات مالی اسلامی دارد، اما کماکان سیستم بانکی فاصله زیادی با استانداردهای روز دنیا داشته و دارد. البته شورای پول و اعتبار نیز با هدف افزایش شفافیت وضعیت عملکردی بانک‌ها و مؤسسات و یکسان نمودن رویه انتشار عمومی اطلاعات توسط آن‌ها و در اجرای تکلیف مقرر در جزء (۱) بند «د» ماده (۹۷) قانون برنامه پنجم توسعه^{۳۱}، ضوابط ناظر بر حداقل استانداردهای شفافیت و انتشار عمومی اطلاعات توسط بانک‌ها و مؤسسات اعتباری را در سال ۱۳۹۳ تصویب نمود. اما برخلاف این مصوبه و نیز ابلاغیه بانک مرکزی به بانک‌ها (به ویژه بانک‌های خصوصی)، همچنان بسیاری از بانک‌ها اطلاعات مربوط به صورت‌های مالی و همچنین نسبت کفایت سرمایه خود را افشا نکرده یا اقدام به افشا ناقص کرده و به صورت ناقص در اختیار عموم قرار داده‌اند. همچنین رویه‌های سلیقه‌ای گزارش‌دهی صورت‌های مالی به ویژه 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، ص. ۱۵۸).

در مجموع بررسی‌های آماری حاکی از آن است که وضعیت نسبت کفایت سرمایه در بانک‌های ایران علی‌رغم تلاش‌های صورت‌گرفته، همچنان در نقطه بحرانی قرار دارد. حال این پرسش به ذهن متبادر می‌شود که چگونه با این وضعیت سرمایه‌ای، هیچ‌گونه آثاری از بحران و یا ورشکستگی در بانک‌های ایرانی به چشم نمی‌خورد یا اینکه چرا هیچ‌گونه مجازات و اقدام انضباطی از سوی بانک مرکزی در مواجهه با عدول از مقررات کفایت سرمایه صورت نمی‌گیرد؟ به نظر می‌رسد یکی از دلایل اصلی، ذی‌نفع بودن دولت در این مسأله است. نفع دولت در مورد بانک‌های دولتی باتوجه به ساختار مالکیتی آن‌ها مشخص است، اما در خصوص دیگر بانک‌ها نیز به علت مرادفات مالی دولت با آن‌ها، استقراض از این بانک‌ها و در نتیجه تأمین مالی کسری بودجه از این طریق، دولت از ورشکستگی این بانک‌ها و مؤسسات اعتباری متضرر خواهد شد؛ لذا تمایلی به انحلال آن‌ها وجود ندارد. بانک مرکزی نیز باتوجه به وابستگی به دولت و عدم استقلال کافی در زمینه‌های مختلف (از جمله انتخاب اعضای هیأت عامل بانک مرکزی توسط دولت، تضاد منافع و مصادیق دیگر) توان رویارویی با اراده دولت در راستای تنظیم بخش پولی و سیاست‌گذاری الزام‌آور بانکی را نداشته و در نتیجه مشاهده می‌شود که بانک‌های کشور طی سالیان اخیر با همان وضع نامناسب از لحاظ کفایت سرمایه همچنان به فعالیت خود ادامه می‌دهند؛ بنابراین می‌توان این‌طور نتیجه گرفت که هرچند مقامات تصمیم‌ساز و تصمیم‌گیر، مسأله نرخ رشد فزاینده بدهی دولت به شبکه بانکی را مطمح نظر قرار داده‌اند؛ اما جدیت کافی در این الزامات قانونی به چشم نمی‌خورد (فضلی، ۱۳۹۷، ص. ۱۵۱).

- از دیگر چالش‌ها می‌توان به وجود برخی پیچیدگی‌های فرآیند اوراق بهادار سازی اشاره نمود که ممکن است منجر به دادوستد این اوراق تنها در سطوح سازمانی شود و بازار ثانویه آن از عمق کافی برخوردار نباشد.
- **خلأ قانونی و نظارتی در استقرار حاکمیت شرکتی:** بررسی چالش‌های مربوط به مقررات حاکمیت شرکتی نشان می‌دهد که اگرچه بانک مرکزی در راستای پیاده‌سازی حاکمیت شرکتی اقدام 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 (۲۰۱۰م) نموده، اما این مجموعه مقررات و رهنمودها از جامعیت، کارآمدی و ضمانت اجرای لازم برخوردار نیستند. 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 در خصوص 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 یک‌سو و بانک مرکزی نیز از سوی دیگر دارای مسئولیت‌ها و وظایفی هستند که این مسأله موجب شده عملاً اختلاف‌نظرهایی در برخی حوزه‌ها همچون بازرسی و حسابرسی، نظارت بر برخی عملکردهای بانک، دستورالعمل‌ها و بخشنامه‌های جداگانه‌ای را به شبکه بانکی ابلاغ نمایند. این در حالی است که تاکنون در نظام بانکی کشور، مجموعه مقررات و دستورالعمل‌های روشن و واحدی در خصوص ارکان و اجزای حاکمیت شرکتی ارائه نشده است، به‌نحوی که متضمن تعریف و تبیین دقیق شرح وظایف و مسئولیت‌های هر یک از نهادهای مذکور باشد. مشکل دیگر در خصوص 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 مسأله موجب شده که سازوکارها، فرآیندها 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) به دلیل ساختارهای اداره و اساسنامه‌ای با اصول حاکمیت شرکتی فاصله زیادی پیدا کنند و این مسأله 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 می‌نماید. (شهبازی غیائی، ترابی‌فر، ۱۳۹۵، صص. ۴۲-۴۳)

➤ مشکل ایجاد بازار ثانویه اوراق بهادار ناشی از مطالبات بانک‌ها در وهله اول به «میزان اعتبار شرعی» این اوراق بازمی‌گردد که موجب محدود شدن بازار آن می‌گردد. به‌بیان‌دیگر عدم اجماع علمای شریعت اسلام درباره «بیع دین به دین» و ظرافت‌های آن، موجب مطرح‌شدن مسأله «عدم مقبولیت» این اوراق بهادار می‌گردد. به‌عبارت‌دیگر، با توجه به وجود شش نظریه فقهی^{۳۲} در زمینه بیع دین و عدم اجماع فقها در این زمینه، مسلماً برخی از خریداران این اوراق به دلیل پایبندی به شریعت و تبعیت از حکم مراجع تقلیدشان، ممکن است از خرید اوراق بهاداری که در قالب بیع دین منتشر می‌شود، خودداری نمایند و همین امر باعث کم‌عمق شدن بازار مالی در این حوزه خواهد شد.

➤ از حیث تضمین مناسب جهت ریسک اعتباری، موضوع «کیفیت و درجه اعتباری»^{۳۳} مطرح است. این مسأله نیز به نوبه خود رتبه‌بندی اوراق بهادار را تحت‌الشعاع قرار می‌دهد، چراکه پایین بودن درجه اعتباری برخی از تسهیلات

گیرندگان در مرحله نخست که از بانک وام گرفته‌اند منجر به افزایش ریسک اعتباری و به تبع آن کاهش استقبال به خرید این اوراق و نیز کاهش قدرت نقدشوندگی این اوراق می‌گردد که نتیجه آن ایجاد چالش برای اوراق بهادارسازی مطالبات بانک‌ها است. (صلواتیان و حسینی دولت‌آبادی، ۱۳۹۸).

جمع‌بندی 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 توسط 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 منجر به افزایش هزینه تمام‌شده تأمین مالی، فقدان شفافیت در نحوه توزیع منافع مالی حاصل از انتشار اوراق و در نهایت طولانی‌شدن فرایند انتشار اوراق 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، هزینه‌های مالی و زمانی انتشار این‌گونه اوراق را کاهش دهد. با توجه به آسیب‌شناسی انجام‌گرفته در حوزه‌های پیشین، موارد زیر پیشنهادها می‌شود.

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 این رو، در صورتی افزایش نسبت سرمایه بانکها هدف ثبات مالی را نیز 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 منجر به ایجاد ذهنیت منفی برای خریداران نسبت به بانکی که این اوراق را منتشر می‌کند، می‌گردد که نتیجه آن کاهش انگیزه خریداران برای خرید این اوراق در بازار ثانویه است.

- ✓ انجام مطالعات گسترده جهت شناسایی و برطرف نمودن خلأهای قانونی و مقرراتی و حقوقی فرآیند تبدیل به اوراق بهادار نمودن دارایی‌ها باتوجه به قیود شریعت.
- ✓ تسری قوانین مالیاتی اوراق مشارکت به اوراق بهادار مطالبات بانکی ناشی از عرضه این اوراق.

ب) راهکارهای اجرایی

- ✓ **مداخله غیردستوری بانک مرکزی:** بانک‌های مرکزی به‌عنوان سیاست‌گذار پولی و مقام ناظر بر بانک‌ها و سایر مؤسسات اعتباری غیربانکی، عموماً به‌جای مداخله مستقیم و تعیین نرخ‌های اوراق مالی اسلامی و البته نرخ‌های سپرده‌ها و تسهیلات مؤسسات اعتباری، به‌صورت غیرمستقیم و از طریق مدیریت نرخ در بازار بین‌بانکی و با استفاده از ابزارهایی مثل عملیات بازار باز اقدام می‌کنند.
- به نظر می‌رسد باتوجه 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 بگیرد. زیرا تعیین نرخ‌های ناسازگار با شرایط بازار، اولاً، به واسطه 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. به علاوه این سیاست اوراق بهادار سازی مطالبات تسهیلاتی بانک‌ها را نیز با چالش جدی مواجه خواهد نمود. چراکه از طرفی بازدهی این اوراق بر پایه سود عقود است که توسط بانک مرکزی تعیین می‌گردد و بازدهی این اوراق در عقود مبادله‌ای با فرض صفر در نظر گرفتن هزینه‌های انتشار، حداکثر می‌تواند به اندازه نرخ تسهیلات اعطا شده باشد. از طرف دیگر تا زمانی که بازدهی سایر بازارهای موازی بدون ریسک از جمله اسناد خزانه دولت بالاتر از نرخ سود تسهیلات اعطاشده 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 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 باتوجه به اینکه نرخ اوراق دولتی (اسناد خزانه) که با ضمانت دولت منتشر می‌شود و به عنوان دارایی بدون ریسک در نظر گرفته می‌شود (باتوجه به شرایط فعلی) دارای نرخ بازدهی بالاتری نسبت به اوراق بهاداری است که توسط بانک‌ها منتشر خواهد شد (در حال حاضر حداکثر ۱۸ درصد) و از ریسک بیشتری نیز برخوردار است.

✓ الزام به ارائه رتبه اعتباری اوراق بهادار منتشره بانک‌ها توسط مؤسسات رتبه‌بندی در بازار سرمایه: یکی از ارکان مهم در انتشار اوراق بهادار، نهاد رتبه‌بندی است. این نهاد موظف به ارائه رتبه اعتباری اوراق و نیز بانکی است که می‌خواهد اوراق بهادار منتشر کند. با بهره‌گیری از رتبه اعتباری، می‌توان نرخ

منصفانه اوراق که با ریسک تعدیل شده را به دست آورد. 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 توسط 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 از طریق طراحی ابزارهای مالی متنوع در بازار سرمایه حاصل گردد. برای مثال، طراحی ابزارهای تأمین مالی که دارای نرخ‌های سود مصون از تورم یا مصون از نوسانات نرخ ارز است، 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 به عهده بانک مرکزی محول شده است. این نقش از تدوین مقررات شروع می‌شود و به نظارت بر عملکرد درست و منطبق با قوانین و مقررات توسط 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 بر پایه 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 که بانک مرکزی فرایندهای مربوط به تأیید ضمانت اوراق از سوی بانک‌ها را تسریع بخشد.

✓ استفاده از پتانسیل شرکت‌های بیمه‌ای جهت تضمین حداقل بودن میزان مواجهه با ریسک برای سرمایه‌گذاران با لحاظ نمودن موارد مرتبط با ارتقا و بهبود وضعیت اعتباری در قرارداد: جهت جذاب نمودن اوراق بهادار منتشره توسط نهاد متولی انتشار اوراق بهادار و تأمین وجوه با نرخ‌های بازده مطلوب، 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 بایستی شفاف نیز باشد. غالباً، این تضمین با لحاظ نمودن موارد مرتبط با ارتقا و بهبود وضعیت اعتباری در قرارداد به‌دست 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، به‌طوری‌که احتمال وقوع هرگونه زبانی برای سرمایه‌گذاران بسیار ضعیف و ناچیز باشد. به‌طور معمول، روش‌های متداول جهت ارتقای اعتباری عبارتند از:

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

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

یادداشت‌ها

- ۱ منظور از دارایی‌ها و مطالبات موهومی آن بخش از تسهیلات مشکوک‌الوصول است که به دلیل عدم امکان بازپرداخت توسط گیرنده تسهیلات، سوخت شده هستند.
- ۲ در نتیجه فرآیند تبدیل به اوراق بهادار نمودن دارایی‌ها (Securitization)، یک دارایی خاص از ترازنامه بانک خارج شده و به اوراق بهادار تبدیل می‌گردد و در نتیجه عرضه اوراق در بازار، بانک به نقدینگی مورد نیاز دست می‌یابد.
- ۳ 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 غیر نقدینه بلندمدت به دارایی‌های قابل مبادله از طریق اوراق بهادار با پشتوانه است (فبوزی و کوتاھری، ۱۳۹۲، ص. ۲۱). بدین طریق یک نهاد مالی یا هر بنگاه دارنده دارایی، دارایی‌هایی را که قابلیت ایجاد جریان نقدی آتی دارند، طی یک فرآیند به طرف سوم منتقل می‌کند و به پشتوانه این دارایی‌ها و در قالب ساختاری جدید اوراق بهادار منتشر می‌شود. (علیزاده و سیف‌الدینی، ۱۳۸۸).
- ۴ 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.

5. Tallman & Wicker

6. Financial Stability Oversight Council (FSOC)

7. Financial Products Health Commission (FPHC)

8. Office of the Comptroller of the Currency

9. Capital Adequacy

۱۰ 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 و یا با هدف کسب سود مادی)، تناسب با روحیات و سلیقه‌های خریداران از حیث پذیرش ریسک برای هر سه گروه (ریسک‌گریز، ریسک‌پذیر و ریسک خنثی)، داشتن درجات نقدشوندگی متفاوت (بر اساس 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 نمودن سود ممکن برای ذی‌نفعان)، لزوم رقابت‌گرایی می‌باشد که جهت هر گونه اوراق بهادارسازی لازم است این اصول رعایت شود. شایان ذکر است باتوجه به انتشار اوراق صکوک در کشور که تا حدودی دارای مبانی مشترک با اوراق بهادارسازی مطالبات بانکی است، اگرچه رعایت این اصول پیش شرط انتشار نیست اما برخی از آنها از جمله تطابق با اهداف و انگیزه‌های خریداران و تناسب با روحیات و سلیقه‌های خریداران از حیث پذیرش ریسک را دارا هستند. بررسی‌ها حاکی از آن است که در ایالات متحده آمریکا نیز رعایت برخی از اصول فوق از جمله لزوم داشتن درجه کارایی بالا و لزوم رقابت‌گرایی از طریق کانال‌های دیگر از جمله لزوم رعایت کفایت سرمایه و نیز لزوم رعایت اصول حاکمیت شرکتی محقق می‌شود.

۱۱. مهم‌ترین اصول و معیارها در حوزه اقتصاد کلان برای اوراق بهادارسازی در کشور مالزی شامل: هم‌سویی با رشد اقتصادی و توسعه پایدار و قابلیت به‌کارگیری در سیاست‌های پولی و مالی است که البته پیش‌شرط انتشار صکوک در مالزی و سایر اوراق بهادار در ایالات متحده آمریکا رعایت این شروط نمی‌باشد ولی برخی مطالعات نشان داده‌اند که می‌توان با اوراق بهادارسازی به این اهداف نیز دست یافت.

۱۲ در مالزی وظیفه بررسی جامعیت و هماهنگی مقررات نظارتی وضع شده بر حوزه‌های مالی برعهده کمیسیون اوراق بهادار مالزی و هیأت نظارت شریعت است. این وظیفه در ایالات متحده آمریکا برعهده کمیسیون ثبات بازارهای مالی و کمیسیون سلامت محصولات مالی می‌باشد. در جمهوری اسلامی ایران نیز این وظیفه بر عهده شورای فقهی بانک مرکزی و کمیته فقهی سازمان بورس و بانک مرکزی است.

۱۳ مهم‌ترین نهادهای ناظر برای اوراق بهادارسازی در کشور مالزی شامل: کمیسیون اوراق بهار مالزی، هیأت نظارت شریعت، هیأت خدمات مالی - اسلامی، سازمان حسابداری و

حسابرسی مؤسسات مالی - اسلامی است. البته شایان ذکر است هیأت خدمات مالی - اسلامی (دارای ۱۷ استاندارد)، سازمان حسابداری و حسابرسی مؤسسات مالی - اسلامی (دارای ۸۶ استاندارد) هستند که در قالب توصیه است و رعایت همه آنها پیش شرط اوراق بهادارسازی نیست. مهم‌ترین نهادهای ناظر برای اوراق بهادارسازی در ایالات متحده آمریکا شامل: کمیسیون ثبات بازارهای مالی، کمیسیون سلامت محصولات مالی، اداره ممیزی پولی، هیأت مدیره فدرال رزرو، شرکت ضمانت سپرده فدرال و شورای بازرسی مؤسسات مالی فدرال هستند. مهم‌ترین نهادهای ناظر برای اوراق بهادارسازی در ایران شامل: رعایت و انطباق با ملاحظات فقهی توسط شورای فقهی بانک مرکزی و کمیته فقهی سازمان بورس صورت می‌گیرد. 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 توسط شش نهاد (سازمان حسابرسی، جامعه حسابرسان مستقل، سازمان بازرسی کل کشور، دیوان محاسبات، سازمان بورس و اوراق بهادار و بانک مرکزی)، نظارت صنفی از سوی تشکل‌های بانکی (نهادهای صنفی بانکی، شورای هماهنگی بانک‌های دولتی، کانون بانک‌های خصوصی) و نظارت حاکمیتی توسط بانک مرکزی یا سایر دستگاه‌های حاکمیتی صورت می‌گیرد. البته شایان ذکر است در خصوص اوراق بهادارسازی همه نهادهای مذکور ورود پیدا نمی‌کنند و غالباً ابعاد فقهی این اوراق مدنظر قرار می‌گیرد.

۱۴. در رابطه با بانک‌های دولتی این نکته لازم به ذکر است که این گروه از بانک‌ها دارای دو دسته از منابع هستند. منابعی که قانوناً دولتی به حساب می‌آیند، مانند تمامی سپرده‌های دولت نزد این بانک‌ها یا سپرده‌های جاری و پس‌انداز عموم مردم که بر اساس عقد قرض به تملیک بانک دولتی در می‌آیند و اگر بانک دولتی بر اساس این دسته از منابع به دولت تسهیلات داده باشد، بر اساس اتحاد مالکیت اموال بین دو بخش دولتی جابه‌جا شده است و دین واقعی ایجاد نمی‌گردد. اما دسته دوم از منابع بانک‌های دولتی، سپرده‌های سرمایه‌گذاری عموم مردم است که بر اساس عقد وکالت در اختیار این دسته از بانک‌ها قرار گرفته است. در صورتی که بانک دولتی با استفاده از این دسته از سپرده‌ها به دولت

تسهیلات دهد، در واقع بین سپرده‌گذاران خصوصی و دولت رابطه مالی واقعی شده و دین ایجاد شده قابلیت تنزیل خواهد داشت.

15. Asset Pool

16. https://mbri.ac.ir/IslamicBanking/IslamicBanking_Page?News_ID=262396

۱۷. این صورت قابلیت سازگاری با همه مذاهب فقهی را دارد، زیرا فروش دیون در ضمن اعیان را همه مذاهب فقه اسلامی می‌پذیرد.

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

۱۹. مطابق مصوبه شماره ۱۱۴ کمیته فقهی مورخ ۰۸/۰۷/۱۳۹۴ در مورد انتشار اوراق رهنی مبتنی بر تسهیلات اعطائی، 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 ۰۵/۰۵/۱۳۸۸ و ۱۳۹۴/۰۹/۱۷ شورای عالی بورس، در تاریخ ۱۳۹۴/۰۹/۲۴ به تصویب هیأت مدیره سازمان بورس و اوراق بهادار رسید.

۲۰. شایان ذکر است مباحث مطرح شده در چهارچوب 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. یادآوری 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 (آن‌هم به صورت محدود) استفاده می‌شود.

۲۱. بانک مرکزی جمهوری اسلامی ایران اداره بررسی‌ها و سیاست‌های اقتصادی - دایره آمارهای پولی، *گزیده آمارهای اقتصادی*، ص. ۸؛ بانک مرکزی جمهوری اسلامی ایران اداره بررسی‌ها و سیاست‌های اقتصادی - دایره آمارهای پولی، *نماگرهای اقتصادی*، ص. ۲۴.

۲۲ متأسفانه در حال حاضر حتی مقام ناظر بانکی نیز اطلاع دقیقی از حجم تسهیلات امهالی بانک‌ها ندارد، اما اظهارنظرهای غیررسمی مقامات در خصوص 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 بر اساس محاسبات اقتصاد سوخت شده و غیرقابل بازگشت است (دروودیان و حسینی دولت‌آبادی، ۱۴۰۰، ص. ۱۸).

۲۳ 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 نماید 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 برساند.

۲۴. بانک مرکزی جمهوری اسلامی ایران، *گزیده آمارهای اقتصادی*، ص. ۸.

۲۵. عقد فروش اقساطی، الگویی خاص و تعدیل‌شده از قرارداد مباحه است و تفاوت‌های اندکی با یکدیگر دارند. زیرا *اولاً*، مباحه از لحاظ موضوع، دامنه کاربرد و نیز تنوع در شیوه‌های پرداخت، جامع‌تر و کامل‌تر از فروش اقساطی است و می‌تواند جایگزین مناسبی برای این عقد باشد. *ثانیاً*، از لحاظ شیوه پرداخت در فروش اقساطی، عموماً شیوه پرداخت، اقساطی و تدریجی است؛ درحالی‌که مباحه، سایر شیوه‌های پرداخت در عقد بیع (اعم از بیع نقدی، بیع نسبه دفعی و بیع نسبه اقساطی) را نیز دربرمی‌گیرد و از این لحاظ جامعیت بیشتری دارد. اگرچه همان‌طور که اشاره شد بین مباحه و فروش اقساطی تفاوت‌های مهمی وجود دارد؛ اما با اغماض می‌توان عقد مباحه را با عقد فروش اقساطی یکسان در نظر گرفت. توضیح آنکه بنا بر تعریف، بیعی که در آن فروشنده قیمت خرید کالا، هزینه‌های مربوط به آن و مقدار سودی که برای خود در نظر می‌گیرد را به اطلاع مشتری رسانده و از

او طلب نماید، بیع مرابحه نامیده می‌شود. شیوه اجرایی مرابحه در بانکداری اسلامی بدین‌گونه است که بانک کالای مورد نیاز مشتری را به‌صورت نقد خریداری می‌کند و سپس (با در نظر گرفتن سود خود) به‌شکل نقد یا اقساط به مشتری می‌فروشد. در این بیع لازم است به چند ضابطه توجه کرد. اول، لازم است ابتدا کالایی خریداری و سپس به مشتری فروخته شود؛ یعنی در اقتصاد حقیقی باید پدیده‌ای رخ دهد. دوم، لازم است قرارداد مرابحه و فروش کالا به مشتری، بعد از خرید فروشنده و تملک او بر کالا واقع شود و انجام فروش قبل از خرید، صحیح نیست. **ثالثاً**، نرخ سود قرارداد مرابحه می‌تواند به‌صورت مبلغ یا درصد تعیین شود. **رابعاً**، به‌اعتقاد فقهای معاصر هم کالاهای و هم خدمات می‌توانند مشمول عقد مرابحه شود. در شبکه بانکی کشور، تا سال ۱۳۸۹، تنها نوع خاصی از قرارداد مرابحه (فروش اقساطی) در قانون عملیات بانکی بدون ربای ایران وجود داشت، اما در این سال و با تصویب قانون برنامه پنجم توسعه، قراردادهای مرابحه، خرید دین و استصناع به فصل ۳ از قانون عملیات بانکی بدون ربا اضافه شد. پیرو آن، هیأت وزیران به پیشنهاد بانک مرکزی و با استناد به ماده ۹۸ قانون برنامه پنج‌ساله پنجم توسعه جمهوری اسلامی ایران (مصوب ۱۳۸۹)، آیین‌نامه قرارداد مرابحه را نیز ابلاغ کرد. نکته مهم در رابطه با قرارداد مرابحه آن است که این عقد از این ظرفیت برخوردار است که جایگزین عقد فروش اقساطی گردد و از این مسیر امکان ساده‌سازی معاملات بانکی و اجرای بهتر بانکداری بدون ربا را فراهم کند (موسویان، ۱۳۹۰، صص. ۵۷-۳۳).

۲۶. ماده ۱۴۵- سود دریافتی به هر عنوان در مورد سود و جوایز متعلق به اوراق مشارکت از پرداخت مالیات معاف است.

27. <https://ifb.ir>

۲۸. 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 واسط یا ناشر)

29. Transaction Cost

30. SPV

۳۱. 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:
- افزایش شفافیت و رقابت سالم در ارائه خدمات بانکی در جهت کاهش هزینه خدمات بانکی از طرق 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.
۳۲. تحقیق مفصلی که پیرامون دیدگاه فقها و استدلال‌هایشان نسبت به بیع دین انجام شده، نشان می‌دهد که شش نظریه فقهی در این زمینه وجود دارد جهت مطالعه بیشتر مراجعه شود به (موسویان، ۱۳۸۸، ص. ۱۸).

33. Credit Quality

کتابنامه

- اسماعیل‌زاده، علی؛ و امیری، حمیده (۱۳۹۴). بررسی ابزارهای نوین تأمین مالی و راهکارهای اجرایی نمودن آن در بانک تجارت. *فصلنامه اقتصاد مالی*، ۸(۳۱)، ۷۶-۵۷.
- بانک مرکزی جمهوری اسلامی ایران (۱۳۹۸). دستورالعمل اجرایی نحوه امهال مطالبات مؤسسات اعتباری، مدیریت کل مقررات، مجوزهای بانکی و مبارزه با پول‌شویی. تهران: بانک مرکزی جمهوری اسلامی ایران
- بانک مرکزی جمهوری اسلامی ایران (۱۳۹۹). *گزیده آمارهای اقتصادی*. تهران: بانک مرکزی جمهوری اسلامی ایران.
- بانک مرکزی جمهوری اسلامی ایران (۱۴۰۰). *نماگرهای اقتصادی*. تهران: بانک مرکزی جمهوری اسلامی ایران.
- بت‌شکن، محمدهاشم (۱۳۹۶). *تعادل بخشی به جریانات نقدی بانک با انتشار اوراق رهنی*. تهران: سخنرانی در بیست و هشتمین همایش بانکداری اسلامی.
- خاندوزی، سید احسان (۱۴۰۰). *هشتاد درصد تأمین مالی اقتصاد بر دوش بانک‌ها*. مصاحبه وزیر امور اقتصادی و دارایی، مورخ ۱۴۰۰/۱۰/۲۸.

خطیب، محمود؛ و صادقی، مهدی (۱۳۹۵). رتبه‌بندی عقود اسلامی در تأمین مالی سرمایه‌گذاری ریسک‌پذیر با استفاده از مدل تصمیم‌گیری چندمعیاره. فصلنامه مطالعات مالی و بانکداری اسلامی، ۲(۵)، ۳۱-۳۰.

درویدیان، حسین؛ و حسینی دولت‌آبادی، سید مهدی (۱۴۰۰). ناترازی پنهان در شبکه بانکی ایران (۱۳۹۳-۱۳۹۶): تحلیل چیرستی و ریشه‌ها. تهران: مرکز پژوهش‌های مجلس شورای اسلامی (۱۷۴۷۹).

ذوالفقاری، امیراحمد؛ و افسری، علی (۱۳۹۷). بررسی سیستم نظارت بانکی در کشورهای منتخب با تأکید بر قوانین بانکداری. تهران: مرکز پژوهش‌های مجلس شورای اسلامی (۱۶۰۵۹).

زندیه، وحید؛ و زندیه، سعید (۱۳۹۴). جایگاه اوراق بهادارسازی در رشد و توسعه اقتصادی کشورها با تأکید بر نیاز به گسترش بازار اوراق بهادارسازی در ایران. فصلنامه دانش سرمایه‌گذاری، ۴(۱۶)، ۲۴۰-۲۲۱.

سعیدی، علی (۱۳۸۸). اوراق مشارکت رهنی راهکار تأمین مالی بخش مسکن. فصلنامه بورس، ۲۱(۸۳)، ۳۳-۱۸.

شهبازی غیائی، موسی؛ و ترابی‌فر، هادی (۱۳۹۵). آسیب‌شناسی نظام بانکی؛ چالش‌ها و آسیب‌های کلان ضعف حاکمیت شرکتی در مدیریت بانک‌های ایران. تهران: مرکز پژوهش‌های مجلس شورای اسلامی (۱۴۹۵۳).

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

صالح‌آبادی، علی (۱۳۸۴). بررسی اوراق قرضه اسلامی در مالزی از دیدگاه فقه امامیه. فصلنامه دین و ارتباطات، ۷(۲۵)، ۱۱۴-۹۵.

صلواتیان، محمدمین؛ و حسینی دولت‌آبادی، سید مهدی (۱۳۹۸). چالش‌های تأمین مالی بنگاه‌ها از طریق انتشار صکوک (اوراق مالی اسلامی). تهران: مرکز پژوهش‌های مجلس شورای اسلامی (۱۶۶۲۲).

عباسی مقدم، ابوالفضل (۱۳۸۸). امکان‌سنجی استفاده از اوراق غیر قرضه‌ای به‌عنوان ابزار عملیات بازار باز در سیاست پولی (پایان‌نامه کارشناسی ارشد)، دانشگاه امام صادق علیه‌السلام، تهران، ایران.

فیوزی، فرانک؛ و کوهپاری، وینود (۱۳۹۲). اوراق بهادارسازی (علی‌رانه‌نشین و حامد تاجمیر ریاحی، مترجمان). تهران: ترمه.

فرجی، شهرزاد؛ و رفیعی شمس‌آبادی، پریسا (۱۳۸۹). بررسی فرآیند انتشار اوراق رهنی و چگونگی به‌کارگیری آن، راهکارهای نوین به‌منظور تأمین نقدینگی بانک‌ها. مجموعه مقالات بیست و یکمین همایش بانکداری اسلامی، چشم‌انداز نظام بانکداری بدون ربا؛ فرصت‌ها و چالش‌ها.

فضلی، کمیل (۱۳۹۷). تحلیل مقایسه‌ای اصل کفایت سرمایه نظام بانکی با مقررات کمیته بال و استانداردهای هیأت خدمات مالی اسلامی (آی اف اس بی) و ارائه راهبردهای سیاستی برای بهبود کفایت سرمایه در ایران (پایان‌نامه کارشناسی ارشد)، دانشگاه امام صادق علیه‌السلام، تهران، ایران.

فیض‌منجو، احمد؛ کریمی، مجتبی (۱۳۸۶). تبدیل به اوراق بهادار نمودن دارایی‌ها راهکاری مهم برای بانک‌های اسلامی. فصلنامه روند، ۵۴ و ۵۵، ۲۲۸-۱۸۵.

مجلس شورای اسلامی جمهوری اسلامی ایران (۱۳۹۴). قانون اصلاح قانون مالیات‌های مستقیم مصوب ۱۳۹۴/۰۴/۳۱.

کریمی، محمد؛ و شجاع، مهدی (۱۳۸۴). بررسی تحولات فعالیت‌های خارج از ترازنامه در بانکداری جهانی و مقایسه آن با بانک‌های ایران. شانزدهمین همایش بانکداری (بانکداری بدون ربا در همگرایی با بانکداری بین‌المللی).

کمانکش، حسین (۱۳۹۸). بررسی ابعاد فقهی و عملیاتی تبدیل دارایی‌های ثابت بانکی به اوراق بهادار (پایان‌نامه کارشناسی ارشد)، دانشگاه خوارزمی، تهران، ایران.

کمیته تخصصی فقهی سازمان بورس و اوراق بهادار (۱۳۸۶). بررسی انتشار اوراق مشارکت رهنی. تهران: مدیریت پژوهش توسعه و مطالعات اسلامی سازمان بورس و اوراق بهادار.

مصباحی‌مقدم، غلامرضا؛ صالح‌آبادی، علی؛ اعتصامی، سید امیرحسین (۱۳۹۴). امکان‌سنجی طراحی صکوک بانکی تبدیل شونده به سهام. *دوفصلنامه مطالعات اقتصاد اسلامی*، ۷(۱۴)، ۲۰۹-۱۷۳.

موسویان، سید عباس (۱۳۸۹). تبدیل دارایی‌های بانکی به اوراق بهادار در بانکداری بدون ربا، *فصلنامه پژوهش‌های پولی - بانکی*، ۲(۴)، ۱۱۴-۷۹.

موسویان، سید عباس؛ و میثمی، حسین (۱۳۹۷). *بانکداری اسلامی (۱): مبانی نظری - تجارب علمی*. تهران: پژوهشکده پولی و بانکی بانک مرکزی جمهوری اسلامی ایران.

موسویان، سید عباس (۱۳۹۰). امکان‌سنجی کاربرد مراحجه در بانکداری بدون ربا. *فصلنامه روند پژوهش‌های اقتصادی*، ۱۹(۵۹)، ۳۳-۵۷.

موسویان، سید عباس؛ وثوق، بلال؛ و فرهادیان، علی (۱۳۹۰). اوراق بهادار صکوک بانکی؛ تبدیل تسهیلات بانکی به اوراق بهادار در بانکداری بدون ربا. *دوفصلنامه تحقیقات مالی*

اسلامی، ا(۱)، صص ۱۵۰-۱۱۷. DOI: 10.30497/IFR.2011.1518

میثمی، حسین؛ و ملاکریمی، فرشته (۱۳۹۵). سیاست‌های پولی و ارزی. *دوماهنامه تازه‌های اقتصاد*، ویژه‌نامه بیست و ششمین همایش سالانه سیاست‌های پولی و ارزی، ۶۲ - ۶۴.

میثمی، حسین (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 (پایان‌نامه کارشناسی ارشد)، دانشگاه امام صادق علیه‌السلام، تهران، ایران.
هرورانی، حسین؛ زه‌تابیان، مصطفی؛ هرورانی، مهدی (۱۳۸۹). *نقدی بر بانکداری اسلامی (مطالعه آن در ایران و سایر کشورها و ارائه راهکارها و آینده آن)*. تهران: دانشگاه امام صادق علیه‌السلام.

Abbassi, P., Iyer, R., Peydró, J. L., & Tous, F. R. (2016). Securities Trading by Banks and Credit Supply: Micro-Evidence from the Crisis. *Journal of Financial Economics*, 121(3), 569-594.


Abbasi Moghadam, A., (2008). *The Feasibility of Using Non-Debt Bonds as a Tool for Open Market Operations in Monetary Policy* (Master's thesis), Imam Sadiq University, Tehran, Iran. (In Persian)

Akhtar, Z., (2013), "The Trends of Banking in Malaysia", Kuala Lumpur: Bank Negara Malaysia.

- Ayyagari, M., Demirgüç-Kunt, A., & Maksimovic, V. (2008). How Important are Financing Constraints? The Role of Finance in the Business Environment. *The World Bank Economic Review*, 22(3), 483-516.
- Betshekhan, M, H., (2016). Balancing the Bank's Cash Flow by Issuing Mortgage Bonds. Tehran: Speech at the 28th *Islamic Banking Conference*. (In Persian)
- Calem, P. S., & LaCour-Little, M. (2004). Risk-Based Capital Requirements for Mortgage Loans. *Journal of Banking & Finance*, 28(3), 647-672.
- Central Bank of the Islamic Republic of Iran (2018). Executive Instructions on How to Postpone the Claims of Credit Institutions, Manage the Regulations, Bank Licenses and Combat Money Laundering. Tehran: Central Bank of the Islamic Republic of Iran. (In Persian)
- Central Bank of the Islamic Republic of Iran (2019). Selection of Economic Statistics. Tehran: Central Bank of the Islamic Republic of Iran. (In Persian)
- Central Bank of the Islamic Republic of Iran (1400). Economic Indicators. Tehran: Central Bank of the Islamic Republic of Iran. (In Persian)
- Drodian, H; & Hosseini Dolatabadi, S, M., (1400). Hidden Conflict in Iran's Banking Network (1393-1396): Analysis of its Nature and roots. Tehran: Islamic Council Research Center (17479). (In Persian)
- Expert Jurisprudential Committee of the Stock Exchange and Securities Organization (2006). Investigating the Issuance of Mortgage Bonds. Tehran: Management of Research, Development and Islamic Studies of the Securities and Exchange Organization. (In Persian)
- Febozzi, F; & Kothari, V., (2012). Securities (Ali Rahneshin and Hamed Tajmir Riahi, Translators). Tehran: Termeh. (In Persian)
- Faraji, S; & Rafiei Shamsabadi, P., (2010). Investigating the Process of Issuing Mortgage Bonds and How to use Them, New Solutions to Ensure Banks' Liquidity. Proceedings of the 21st *Islamic Banking Conference*, the Perspective of the Interest-free Banking System; Opportunities and Challenges. (In Persian)
- Fazli, K., (2017). A Comparative Analysis of the Principle of Capital Adequacy of the Banking System with the Regulations of the Wing Committee and the Standards of the Islamic Financial Services Board (IFSB) and Presenting Policy Strategies to Improve Capital Adequacy in Iran (Master's Thesis), Imam Sadiq University, Tehran, Iran. (In Persian)
- Faizal Manjoo, A; Karimi, M., (2016). Securitization of Assets is an Important Solution for Islamic Banks. *Trend Quarterly*, 54 and 55, 185-228. (In Persian)
- Halim, Z. A., How, J., Verhoeven, P., & Hassan, M. K. (2020). Asymmetric Information and Securitization Design in Islamic Capital Markets. *Pacific-Basin Finance Journal*, 62, 101189.

- Harorani, H; Zahtabian, M; Harorani, M., (2008). *A Rview of Islamic Banking (Studying it in Iran and other Countries and Presenting Solutions and its Future*. Tehran: Imam Sadiq University. (In Persian)
- Ismailzadeh, A; & Amiri, H., (2014). Examining the New Means of Financing and its Implementation Solutions in Tejarat Bank. *Financial Economics Quarterly*, 8(31), 76-57. (In Persian)
- Kamankash, H., (2018). *Investigating Legal and Operational Aspects of Converting Bank Fixed Assets Into Securities* (Master's Thesis), Kharazmi University, Tehran, Iran. (In Persian)
- Karimi, M; & Shoja, M., (2004). Investigating the Evolution of Off-balance Sheet Activities in Global Banking and Comparing it with *Iranian Banks*. *The 16th Banking Conference* (Interest-free Banking in Convergence with International Banking. (In Persian)
- Khandozi, S, E., (1400). Eighty Percent of Financing the Economy is on the Shoulders of Banks. *Interview of the Minister of Economic Affairs and Finance*, Dated 28/10/1400. (In Persian)
- Khatib, M; & Sadeghi, M., (2015). Ranking of Islamic Contracts in Financing Risky Investment Using Multi-Criteria Decision Making Model. *Quarterly Journal of Financial and Islamic Banking Studies*, 2(5). 30-31. (In Persian)
- Manjoo, F. A. (2005). Securitization: An Important Recipe for Islamic Banks-A Survey. *Review of Islamic Economics*, 9(1), 53.
- Martellini, L., Priaulet, P., & Priaulet, S. (2003). *Fixed-income Securities: Valuation, Risk Management and Portfolio Strategies* (Vol. 237). John Wiley & Sons.
- Martín-Oliver, A., & Saurina, J. (2007). Why do Banks Securitizate assets. In *XV Spanish Finance Forum Conference Proceedings*, 1-33. Spanish Finance Association Palma de Mallorca.
- Maithami, H; & Malakrimi, F., (2015). Monetary and Exchange Policies. The *Quarterly Journal of Economic News*, special issue of the 26th annual Monetary and Exchange Policy Conference, 62-64. (In Persian)
- Meysmi, H., (2014). Designing Operational Models of Securities (Sukuk) in Accordance with Imami Jurisprudence to Carry out Open Market Operations in the country's banking system: a new framework for Islamic monetary Policy-Making (Master's thesis), Imam Sadiq University, Tehran, Iran. (In Persian)
- Mesbah Moghadam, G, R; Salehabadi, A; & Etsami, S A, H., (2014). Feasibility Study of the Design of Bank Sukuk that Can be Converted into Shares. *Bi-Quarterly Journal of Islamic Economic Studies*, 7(14), 173-209. (In Persian)
- Money and Credit Council (1385). Executive Instructions "Classification of Assets of Banks and Credit Institutions" (Meeting 1074 dated 9/10/2018. (In Persian)

- Mousaviyan, S, A., (2009). Conversion of Bank Assets into Securities in Interest-Free Banking, *Journal of Monetary and Banking Research*, 2(4), 114-79. (In Persian)
- Mousaviyan, S A; & Maithami, H., (2017). *Islamic Banking (1): Theoretical Foundations - Scientific Experiences*. Tehran: Monetary and Banking Research Institute of the Central Bank of the Islamic Republic of Iran. (In Persian)
- Mousaviyan, S, A., (2010). Feasibility of Using Murabaha in Interest-Free Banking. *Economic Research Quarterly*, 19(59), 33-57. (In Persian)
- Mousaviyan, S, A; Trust, C; & Farhadian, A., (1390). Bank Sukuk Securities; Converting Bank Facilities into Securities in Interest-free Banking. *Bi-Quarterly Journal of Islamic Financial Research*, 1(1), pp. 117-150. DOI : ۱۰,۳۰۴۹۷/IFR.۲۰۱۱,۱۵۱۸ (In Persian)
- Ogunmola, G. A., Chien, F., Chau, K. Y., & Li, L. (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), 5-26.
- Saidi, A., (2008). Mortgage Cooperative Bonds are the Financing Solution for the Housing sector. *Stock Exchange Quarterly*, 21(83), 18-33. (In Persian)
- Salehabadi, A., (1384). Investigating Islamic Bonds in Malaysia from the Perspective of Imami Jurisprudence. *Religion and Communication Quarterly*, 7(25), 114-95. (In Persian)
- Salvatiyan, M, A; & Hosseini Dolatabadi, S, M., (2018). *Challenges of Financing Companies Through the Issuance of Sukuk* (Islamic Financial Bonds). Tehran: Islamic Council Research Center (16622). (In Persian)
- Shahbazi Ghayashi, M; & Turabifer, H., (2015). Pathology of the Banking System; Challenges and Major Damages of Weak Corporate Governance in the Management of Iranian Banks. Tehran: Islamic Council Research Center (1495). (In Persian)
- Szablowska, E. (2010). The Financial Crisis and Securitization. *Journal of Education, Culture, and Society*, 1(1), 37-48.
- Tallman, E. W., & Wicker, E. (2010). Banking and Financial Crises in United States History: What Guidance Can History offer Policymakers?.
- The Islamic Council of the Islamic Republic of Iran (2014). Direct Tax Law Amendment Law Approved on 04/31/1394. (In Persian)
- Zandieh, Vahid; and Zandieh, Saeed (2014). The Position of Securitization in the Economic Growth and Development of Countries, Emphasizing the Need to Expand the Securitization Market in Iran. *Investment Knowledge Quarterly*, 4(16), 240-221. (In Persian)
- Zulfiqari, A, A; a&nd Afsari, A., (2017). Examining the Banking Supervision System in Selected Countries with an Emphasis on Banking laws. Tehran: Research Center of the Islamic Council (16059). (In Persian)

آسیب‌شناسی موانع قانونی و اجرایی اوراق بهادار سازی... / حسین هرورانی و دیگران  ۵۹۳

<https://ifb.ir>

<https://iifm.net/sukuk-reports>

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

<https://mifc.com>