

مروری بر ارزیابی اوراق بهادار سازی دارایی‌ها از منظر اسلام

علی لعل‌بار^۱مهرداد آهنی^۲

چکیده:

روش‌های مختلفی برای اوراق بهادار کردن دارایی‌ها ارائه شده است، اما تاکنون تنها تعداد کمی از آن‌ها در حوزه مالی اسلامی به دلیل محدودیت‌های شرعی در خرید و فروش بدهی با بهره پذیرفته شده‌اند. کشورهایی که بخش عمده‌ای از آنان را مسلمانان تشکیل می‌دهند، نمی‌توانند برای پاسخ به نیازهای مالی خود از بازارهای مالی که مبتنی بر نرخ بهره هستند استفاده کنند؛ زیرا در اسلام، مطالبه و پرداخت بهره حرام است؛ بنابراین باید از ابزارهایی مانند اوراق بهادار اسلامی (صکوک) که مورد تأیید شریعت است بهره گیرند.

واژگان کلیدی: تبدیل به اوراق بهادار کردن، مالی اسلامی، صکوک

^۱ - دکتری حسابداری، عضو هیئت علمی دانشگاه آزاد اسلامی واحد اراک، ایمیل: For_lalbar@yahoo.com

^۲ - دانشجوی دکتری رشته مهندسی مالی، دانشگاه آزاد اسلامی واحد اراک، نویسنده مسئول، ایمیل:

Mehrdadahani_1991@yahoo.com

مقدمه

واژه تبدیل به اوراق بهادار کردن، یکی از واژه‌هایی است که از ظهور آن در ادبیات مالی جهان بیش از دو دهه نمی‌گذرد. تبدیل به اوراق بهادار کردن فرآیندی است که طی آن، دارایی‌های مؤسسه مالک دارایی یا بانی از ترازنامه آن مؤسسه جدا می‌شود، در عوض، تأمین وجوه توسط سرمایه‌گذارانی انجام می‌شود که یک ابزار مالی قابل مبادله را می‌خرند و این ابزار نمایانگر بدهکاری مزبور می‌باشد، بدون اینکه به وام‌دهنده اولیه مراجعه‌ای صورت پذیرد. در جایی دیگر در تعریف تبدیل به اوراق بهادار کردن آمده است، «فرآیندی است که در آن واسطه‌های مالی مانند بانک‌های تجاری حذف شده و اوراق بدهی قابل خرید و فروش مستقیماً به سرمایه‌گذاران فروخته می‌شود». در واقع یک شرکت تأمین سرمایه، مجموعه‌ای از دارایی‌های مالی را جمع نموده و اوراق بدهی را برای تأمین مالی آن مجموعه به سرمایه‌گذاران بیرونی می‌فروشد (نجفی، ۱۳۸۵).

به طور کلی در فرآیند تبدیل دارایی‌ها به اوراق بهادار، شرکت یا مؤسسه‌ای که نیاز به تأمین مالی دارد اقدام به تأسیس یک شرکت با مقصد خاص (SPV) می‌کند و آن دسته از دارایی‌های خود را که دارای جریان‌های نقدی آتی هستند به شرکت با مقصد خاص می‌فروشد. برای اینکه وجه لازم برای خرید دارایی‌های مذکور را فراهم کند، اقدام به انتشار اوراق بدهی با پشتوانه دارایی می‌کند و آن را به عموم سرمایه‌گذاران عرضه می‌کند. سپس SPV وجوهی را که از محل فروش اوراق بدهی به دست آورده است، بابت خرید دارایی‌های مالی به بانی پرداخت می‌کند. سرمایه‌گذارانی که اوراق بدهی با پشتوانه دارایی را خریده‌اند، از محل جریان‌های نقدی حاصل از دارایی‌های مالی شرکت با مقصد خاص بازدهی کسب می‌کنند (فرجی و رفیعی شمس‌آبادی، ۱۳۸۹).

اساساً، اوراق بهادار کردن دارایی‌ها نشان‌دهنده تأمین مالی با هزینه بهینه و به صورت انعطاف‌پذیر است. در این فرآیند از طریق تبدیل نقدینگی و انتقال ریسک، مطالبات فعلی یا آتی با سررسید و کیفیت متفاوت به اوراق بدهی قابل معامله تبدیل می‌شود. برخی از دارایی‌های مالی دارای جریان‌های نقدی آتی که قابل تبدیل به اوراق بهادار هستند و می‌توان به پشتوانه آن‌ها اوراق بهادار منتشر کرد، عبارت‌اند از: حساب‌های دریافتنی حاصل از وام (اقساط وام)، حساب‌های دریافتنی مربوط به کارت‌های اعتباری، حساب‌های دریافتنی حاصل از لیزینگ.

ایده اولیه استفاده از ابزارهای اسلامی در بازار پول به دهه ۱۹۸۰ برمی‌گردد. در آن زمان بانک‌های اسلامی جهت غلبه بر مسئله نقدینگی به استفاده از این نوع ابزارها روی آوردند. در جولای ۱۹۸۳، بانک مرکزی مالزی به‌جای اوراق قرضه دولتی، از اوراق بدون بهره به نام گواهی سرمایه‌گذاری دولتی استفاده کرد. نرخ سود این اوراق از رابطه ثابتی تبعیت نمی‌کرد و وابسته به معیارهای گوناگونی مانند شرایط کلان اقتصادی، نرخ تورم و نرخ بازدهی دیگر اوراق بهادار مشابه بود. بدین ترتیب شبهه ربوی بودن سود به ظاهر برطرف می‌شد و افراد مسلمان به خرید این اوراق اقدام می‌کردند (پهلوان و رضوی، ۱۳۸۶).

در چند سال گذشته، بازار نوپای اوراق بهادار اسلامی شاهد تحولات و نوآوری‌های مالی بسیاری ناشی از تصویب مقررات با هدف برآورده کردن ملزومات شریعت اسلامی بوده است. علیرغم پیچیدگی ساختاری و عدم قطعیت حقوقی اعمال شده توسط فقه اسلامی، اوراق بهادار اسلامی همان مزایای اقتصادی ساختار متعارف را ارائه می‌دهند.

مبانی نظری و پیشینه پژوهش

تبدیل دارایی‌ها به اوراق بهادار سازوکاری است که به وسیله آن دارایی‌ها به وجه نقد تبدیل می‌شوند. بنا به تعریف، تبدیل دارایی‌ها به اوراق بهادار فرایند سازمان‌یافته‌ای است که به سبب آن منافع وام‌ها و دیگر مطالبات تعهد شده، به اوراق بهادار قابل معامله تبدیل می‌شود (Martellini & Praiaulet, ۲۰۰۳).

نیاز به نقدینگی در چارچوب اسلام به‌خوبی شناخته شده است. باکار (۱۹۹۶) نقدینگی را بخش اصلی قانون تجارت اسلام در نظر می‌گیرد. این مطالعه به موارد مختلفی اشاره می‌کند که چگونه شریعت اسلامی نقدینگی را به عنوان لازمه اساسی توسعه بازارهای سرمایه اسلامی در نظر می‌گیرد. فرآیند تبدیل به اوراق بهادار کردن که اساساً دارایی‌های مالی مانند وام‌ها و مطالبات یک مؤسسه مالی اسلامی را به نقدینگی تبدیل می‌کند، مزایای اقتصادی روشنی دارد. مؤسسات مالی اسلامی نمی‌توانند در بازارهای مجزا و تفکیک‌شده فعالیت کنند و باید با مؤسسات مالی اصلی رقابت کنند. این یک واقعیت است که جریان اصلی بخش مالی سرمایه‌گذاری متنوع و تأمین مالی محصولات را با دسترسی‌های بین بانکی و بازارهای سرمایه ارائه می‌دهد. در مقایسه، بخش مالی اسلامی تنها ۳۰ سال قدمت دارد و نهادها و زیرساخت‌های آن نسبتاً کمتر توسعه‌یافته است. در این مدت نهادهای اسلامی موظف شده‌اند که به مقررات اصلی نظارتی پایبند باشند و همچنین احکام شرعی را برآورده کنند. اوراق بهادار سازی می‌تواند نقش مهمی در تقویت این مؤسسات از طریق ارائه ابزاری برای تبدیل دارایی‌ها به نقدینگی ایفا کند. با این حال فرآیند جذب نقدینگی از طریق اوراق بهادار سازی دارایی‌ها نباید سایر اصول اساسی‌تر اسلام را نقض کند.

موسویان (۱۳۸۹) در مقاله خود با عنوان تبدیل دارایی‌های بانکی به اوراق بهادار در بانکداری بدون ربا که با روش تحلیلی، توصیفی و کتابخانه‌ای انجام داده است، نشان می‌دهد که بخش زیادی از تسهیلات بانکداری بدون ربا از منظر فقهی قابل تبدیل به اوراق بهادار هستند و از میان این تسهیلات، فروش اقساطی و اجاره به شرط تملیک به جهت ویژگی‌هایی که دارند، بهترین گزینه برای تبدیل دارایی‌های بانکی به اوراق بهادار محسوب می‌شوند. همچنین وی در این مقاله بیان می‌کند که موضوع تبدیل دارایی‌های بانکی به اوراق بهادار افزون بر منظر فقهی، باید از منظر اقتصاد کلان و به ویژه از منظر مدیریت ریسک بررسی شود.

یکی از تفاوت‌های اساسی بانکداری اسلامی با بانکداری متعارف در روش‌های تخصیص منابع است. در بانکداری متعارف برای تمام نیازها اعم از نیازهای مصرفی یا سرمایه‌گذاری و با قطع نظر از اینکه متقاضی، تسهیلات درخواستی را برای خرید کالا یا خدمات می‌خواهد یا نیاز به سرمایه در گردش دارد، در تمام موارد از راه وام با بهره پاسخ می‌دهد؛ در حالی که در بانکداری اسلامی برای هر نیازی ابزار خاصی وجود دارد که اعطای تسهیلات بر

اساس آن، بهترین نتیجه را به همراه دارد و مهم‌ترین مزیت بانکداری اسلامی نیز در همین نکته نهفته است. گرچه بیع دین از دیدگاه برخی از فقهای شیعه و غالب فقهای اهل سنت اشکال دارد اما از دیدگاه مشهور فقهای شیعه تا زمانی که تبدیل به بیع دین به دین نشود اشکالی ندارد و از جهت حقوقی نیز چنانکه گذشت مورد تأیید شورای نگهبان است، پس اوراق مربحه که بازار ثانوی آن‌ها متوقف بر پذیرش بیع دین است در سطح داخلی قابل انتشار است و بخش مهمی از مردم ایران می‌توانند از آن استفاده کنند، اما انتشار آن در سطح بین‌الملل اسلامی مشکل خواهد داشت، چون مشهور فقهای اهل سنت بیع دین را جایز نمی‌دانند اما اوراق اجاره به شرط تملیک که مبتنی بر خرید و فروش دارایی فیزیکی است به اعتقاد فقهای شیعه و اهل سنت جایز است، بنابراین هم در سطح داخلی و هم در سطح بین‌الملل اسلامی قابل انتشار خواهد بود (موسویان، ۱۳۸۹).

جعفری در پژوهشی در سال ۱۳۹۲ با عنوان تبدیل به اوراق بهادار کردن دارایی‌ها در بانکداری اسلامی با رویکرد الگوی اسلامی ایرانی پیشرفت بیان می‌کند که اکثر عقدهای مورد استفاده در بانکداری بدون ربا از نظر فقهی مشکلی برای تبدیل شدن به اوراق بهادار ندارند و فرصت مناسبی برای بانک‌ها ایجاد شده است تا با عملیاتی کردن این فرآیند، علاوه بر تأمین مالی و برطرف نمودن شبهه ربا در میان مردم جامعه، فرصت سرمایه‌گذاری مناسبی را منطبق بر احکام اسلامی ایجاد کنند و بدین ترتیب به ترویج استفاده از ابزارهای مالی اسلامی کمک کنند.

اوراق بهادار سازی در بازارهای عمده بین‌المللی متفاوت از اوراق بهادار سازی در بازارهای اسلامی بوده چرا که در این بازارها فرایند اوراق بهادار سازی نباید در تعارض با اصول اسلامی امور مالی نظیر امور مالی بدون ربا باشد در حالی که بازارهای اصلی در تعارض با چنین هنجارهایی می‌باشند (امیر حسینی، ۱۳۹۵). مفهوم شرکت با مقصد خاص (SPV) ممکن است به عنوان یک تقلب تکنیکی تلقی شود، زیرا نهاد منشأ (بانی) خود مالکیت آن را در اختیار می‌گیرد. از این رو، این گونه می‌توان استدلال نمود که به نوعی یک حواله به نام و به نفع خودش محسوب شده و لذا از نظر قوانین اسلامی پذیرفته نیست (بردی، ۱۹۹۸). علیرغم مشکلات موجود در فرآیند درحال توسعه اوراق بهادار سازی دارایی‌ها، بانک‌های اسلامی همچنان از خدمات واسطه‌گری مالی بهره‌مند می‌باشند. واسطه‌گری مالی در ابتدا با هدف حداقل نمودن هزینه ارتباط مستقیم قراردادی بین سرمایه‌گذاران (وام‌دهنده/سپرده‌گذار) و شرکت‌ها (وام‌گیرنده) به وجود آمد. برخی از این مشکلات عبارت‌اند از: دشواری معاملاتی، مشکل اطلاعاتی و ریسک انتظاری (کوتاری، ۲۰۰۴).

فیصل احمد منجو (۲۰۰۵) در مقاله‌ای با عنوان «تبدیل به اوراق بهادار نمودن دارایی‌ها: راهکاری مهم برای بانک‌های اسلامی» به بررسی اوراق بهادار سازی با استفاده از روش توصیفی می‌پردازد. وی افزایش بازدهی سرمایه، افزایش روش‌های تأمین مالی، بهبود بازدهی دارایی‌ها، متنوع‌سازی منابع مالی، کاهش میزان مواجهه با ریسک اعتباری را از جمله مزایای اوراق بهادار سازی برمی‌شمارد. به نظر او، بانک‌های اسلامی بایستی از این روش برای افزایش منابع مالی خود استفاده نمایند. آلفردو مارتی و جسوس سارینا (۲۰۰۷) در مقاله‌ای با عنوان «چرا بانک‌ها دارایی‌ها را تبدیل به اوراق بهادار می‌کنند؟» عوامل تعیین‌کننده در اوراق بهادار سازی بانک‌ها و ریسک ناشی از آن را بررسی می‌کنند. آن‌ها بین اوراق بهادار با پشتوانه دارایی و اوراق قرضه تفاوت قائل می‌شوند. به نظر آن‌ها، اوراق

بهادار سازی روشی است که از طریق آن بانک می‌تواند بخشی از دارایی خود را برای به دست آوردن نقدینگی، انتقال ریسک مربوط به سبد اعتباری و آریترائز سرمایه به فروش برساند. آندریاس (۲۰۰۷) در مقاله‌ای با عنوان «اقتصاد مالی اسلامی و اوراق بهادار ساز» به بررسی مزایا و اشکالات اوراق بهادار سازی در مالی اسلامی می‌پردازد. سلیمی (۱۳۹۱)، در مقاله‌ای تحت عنوان ضرورت توسعه اوراق بهادار اسلامی که با روش توصیفی، تحلیلی و استنادی انجام داده است، سعی دارد ضمن توصیف ماهیت ابزارهای مالی نوین اسلامی و تحلیل عملکرد آنها، لزوم تعریف و به کارگیری ابزار جدید مالی اسلامی (صکوک)، را بیان کند و این اوراق را جایگزینی مناسب برای اوراق قرضه و مشارکت معرفی می‌کند و بر اقدام دولت برای تعریف، حمایت و به کارگیری این ابزار جدید مالی در اقتصاد ایران تأکید می‌کند. تقی زاده (۱۳۹۱)، در مقاله خود با عنوان «بانکداری اسلامی در برخی کشورهای جهان» سعی کرده است با بیان تجربیات کشورهای دیگر در زمینه بانکداری اسلامی و شیوه‌های تجهیز و تخصیص منابع مالی آنها و با بهره‌گیری از این تجارب در طرح تحول نظام بانکی کشور، در جهت کاستن از ابهامات و مشکلات موجود راهکارهایی را مطرح کند. از این راهکارها می‌توان به تشکیل یک کمیته شرعی مستقل و دارای قدرت اجرایی متشکل از فقیهان آشنا به مسائل بانکی و اقتصاددانان معتقد به اجرای بانکداری اسلامی (بدون ربا) که به دستورالعمل‌ها و تصمیمات گرفته شده و انطباق آنها با قوانین شرع نظارت کنند و همچنین روشن و شفاف ساختن قوانین به طوری که وضعیت موضوعات کلیدی و اصلی در بانکداری بدون ربا مشخص شود، اشاره کرد. جابست (۲۰۰۷)، در مقاله خود با عنوان «اقتصاد مالیه اسلامی و اوراق بهادار سازی» به طور اساسی حقوقی مالیه اسلامی را توضیح می‌دهد و مدلی را ارائه می‌کند که به سازگاری ویژگی‌های اقتصادی ضروری شریعت با اقتصاد مالی متعارف کمک می‌کند. علاوه بر این به بررسی پیامدهای قانونی و اقتصادی مربوط به انطباق معاملات اوراق بهادار با شریعت می‌پردازد و برجسته‌ترین مزایا و مشکلات تبدیل دارایی‌ها به اوراق بهادار اسلامی را مطرح می‌کند.

صکوک جایگزینی مناسب برای اوراق قرضه

اوراق قرضه در چارچوب عملیات بازار باز یکی از مهم‌ترین ابزارهای مالی در بازارهای پول و سرمایه به شمار می‌رود؛ ولی به علت دربرداشتن بهره و ممنوعیت آن در اسلام در اقتصاد اسلامی جایگاهی ندارد و در چارچوب اقتصاد اسلامی فروش اوراق قرضه به معنای قرض گرفتن از دیگری همراه با بهره است و خریدار آن در صورتی که از اوراق مدت‌دار خریده باشد و بخواهد تا پایان دوره صبر کند تا از انتشاردهنده اوراق اصل و فرع آن را بگیرد. این به معنای استیفای دین و دریافت مازاد بر اصل مبلغ اولیه است که ربا شمرده می‌شود؛ بنابراین امکان کاربرد این اوراق در اقتصاد اسلامی وجود ندارد. حال سؤال این است آیا ابزارهای جایگزین مناسبی می‌توان یافت تا در عین عهده‌داری کارکرد مطلوب بتواند در چارچوب قانون عملیات بانکی بدون ربا قرار گیرد و با فقه اسلامی نیز مطابقت داشته باشد. گرچه تاکنون کوشش‌های قابل تقدیری برای طراحی ابزارهای جایگزین به‌ویژه در زمینه سیاست پولی صورت پذیرفته است (نظرپور، ۱۳۹۴).

صکوک اوراقی با پشتوانه ترازنامه و دارایی‌های فیزیکی شرکت هستند و نوعی پروژه مالی در قالب احکام اسلامی است که معاملات ربوی در آن جایی ندارد. از این‌رو مورد سرمایه‌گذاری باید فی‌نفسه و بدون در نظر گرفتن این اوراق، دارای ارزش باشد و نمی‌تواند صرفاً بر اساس فعالیت‌های سفته‌بازی و در واقع فعالیت‌هایی که بدون خلق ارزش و کار صورت می‌گیرند، سودآوری داشته باشد. هدف از به‌کارگیری صکوک به عنوان ابزاری جدید در نظام مالی اسلامی، صرفاً تقلیدی نسنجیده از اوراق قرضه مبتنی بر بهره نیست، بلکه ایجاد ابزاری نو و ابتکاری منطبق بر قوانین شریعت اسلام است؛ زیرا با حذف کامل بهره از نظام مالی در جوامع اسلامی، می‌بایست ساختار و شیوه فعالیت بازارهای مالی دگرگون شده و ابزارهای متناسب با دیدگاه اسلام طراحی و وارد بازار گردد. رشد و توسعه بازار صکوک در چند سال اخیر، عمدتاً به دلیل نقش آن در ایجاد و گسترش سرمایه‌گذاری در طرح‌های سودآور و اقتصادی مطرح شده است. به این دلیل که تدارک ابزارهای مالی مناسب برای سرمایه‌گذاری از یک‌سو اسباب رشد اقتصادی را فراهم می‌آورد و از سوی دیگر موجب گسترش و توسعه بازارهای مالی اسلامی می‌شود. به طور کلی می‌توان صکوک را به سه دسته تقسیم نمود:

صکوک مبتنی بر خرید و فروش دین: گروهی از اوراق بهادار اسلامی چون صکوک استصناع، از جهت بازدهی به گونه‌ای طراحی شده‌اند که خرید و فروش آن‌ها پس از انتشار اولیه نوعاً به کمتر از مبلغ اسمی درج شده بر اوراق بر اساس تنزیل دینی که آن اوراق حکایت از آن دین دارد، صورت می‌پذیرد و صاحبان اوراق در مدت زمان مشخص به سود معینی که مابه‌التفاوت نرخ خریداری شده و مبلغ اسمی در سررسید است، دست می‌یابند.

صکوک مبتنی بر خرید و فروش دارایی فیزیکی: گروه دوم از اوراق بهادار اسلامی بر خرید و فروش دارایی‌های فیزیکی مبتنی است، مانند اوراق اجاره و اجاره به شرط تملیک. بازدهی این اوراق گرچه ذاتاً متغیر است اما می‌توان با مدیریت ریسک به بازدهی باثباتی رسید.

صکوک مبتنی بر مشارکت در سود طرح اقتصادی: این گروه از اوراق بهادار اسلامی بر اساس عقود مشارکتی طراحی شده‌اند، اوراق بهاداری چون اوراق مشارکت، مضاربه، مزارعه و مساقات از این گروه هستند. در این اوراق صاحبان اوراق در احداث پروژه یا انجام یک فعالیت اقتصادی مشارکت می‌کنند و به تبع آن در سود و زیان حاصله سهیم می‌شوند (نظریور و خزایی، ۱۳۹۱).

اوراق بهادار سازی دارایی‌ها در بازارهای متعارف

اوراق بهادار سازی دارایی‌ها، روند مربوط به تبدیل بخشی از دارایی‌ها به شکل اوراق بهادار است که برای سرمایه‌گذاران در بازار ثانویه قابل قبول باشند. این، یک ابزار نوآوری است که کمک می‌کند تا نقدینگی را تنظیم کرده و آن را از ریسک نرخ بهره حفاظت نمایند.

اوراق بهادار سازی و سایر دارایی‌ها، راه ساده‌ای برای افزایش منابع مالی اضافی می‌باشند. این روند شامل یک موقعیت مالی است که بخشی از دارایی‌های درآمدزا نظیر وام‌های مسکن، وام‌های خودرو و مطالبات کارتهای

اعتباری را جدا کرده و در قبال آن، اوراق بهادار یا مطالبات مالی را در بازار آزاد به فروش می‌رساند. به محض ایجاد درآمد از دارایی، این دارایی‌ها به مالکین اوراق بهادار منتقل می‌گردد. در واقع، دارایی‌ها به اوراق بهادار تبدیل می‌شوند. نهاد اوراق بهادار سازی، پولی را دریافت می‌کند که اصولاً برای به دست آوردن این دارایی‌ها هزینه کرده است. چندین طرف درگیر در این فرآیند وجود دارند که عبارت‌اند از:

- (۱) بانی: موسسه یا نهاد مالی که دارایی‌ها از آن جمع‌آوری می‌گردد، بانی نامیده می‌شود.
- (۲) نهاد واسطه: دارایی‌هایی بعد از آن به فروش رسیده یا به یک منتشرکننده که همان نهاد واسطه (SPE) است منتقل می‌گردد.
- (۳) امین: معمولاً برای تضمین اینکه منتشرکننده تمامی الزامات مربوط به انتقال دارایی‌ها را به طور کامل انجام داده و تمامی خدمات مرتبط از پیش وعده داده شده را ارائه داده است، منصوب می‌گردد امین، وظیفه جمع‌آوری و پرداخت هرگونه جریان نقدی ایجاد شده توسط دارایی‌های تجمیعی به سرمایه‌گذاران را بر عهده دارد.
- (۴) تضمین یا ارتقاء اعتبار توسط نهاد مالی مستقل به عنوان حفاظت اضافی برای مالکین اوراق بهادار ارائه می‌گردد.
- (۵) یک ارائه دهنده نقدینگی ممکن است نقدینگی با پشتوانه را به شکل تضمین یا افزایش نقدینگی ارائه دهد.

تفاوت اوراق بهادار سازی اسلامی با اوراق بهادار سازی متعارف

در نظام‌های غیر اسلامی، همه دارایی‌هایی با جریانات نقدی آتی را می‌توان به اوراق بهادار تبدیل کرد. در مبحث بیع دین نیز آرای فقهی متفاوت است. مشهور علمای اهل سنت، بیع دین را مجاز نمی‌دانند و از این‌رو امکان اوراق بهادار سازی دارایی‌ها از محل جریانات نقدی ایجاد شده بابت تسهیلات اعطایی وجود ندارد. با این حال، فقه امامیه (مشهور فقه‌های شیعه) فروش دین در اسناد دین واقعی، چه به خود بدهکار و چه به شخص ثالث مانند بانک چه به قیمت اسمی دین و چه به کمتر از آن را جایز می‌شمارند. شورای نگهبان نیز موضع تنزیل اسناد و اوراق تجاری (خرید دین) را با موازین شرعی و قانون اساسی مغایر ندانسته است. از این رو، امکان اوراق بهادار سازی دارایی‌ها در تسهیلات ایجاد شده بر اساس قانون بانکداری بدون ربا در ایران وجود دارد.

مزایای اوراق بهادار سازی اسلامی به شرح زیر است:

- یک معامله در بخش واقعی اقتصاد در پس زمینه فرآیند اوراق بهادار سازی وجود دارد.
- هرکدام از طرف‌های معامله در فرآیند اوراق بهادار سازی در ریسک و بازده سهیم هستند.
- دارایی‌های پشتوانه اوراق، مطالبات ناشی از تسهیلات نیست.
- دارایی‌های پشتوانه و تعهدات اوراق بهادار سازی شده، هدف سفته‌بازی را دنبال نمی‌کنند.

به عبارت دیگر، مدل عملیاتی در اوراق بهادار سازی اسلامی تقریباً همانند اوراق بهادار سازی متعارف است، با این تفاوت که خرید و فروش دارایی واقعی در فرآیند رخ می‌دهد (نجفی مقدم، ۱۳۹۶).

عوامل به وجود آمدن نارضایتی در تبدیل به اوراق بهادار کردن در کشورهای اسلامی

- کمبود دارایی‌های مناسب که بتوانند به روشی قابل قبول تبدیل به اوراق بهادار شوند احساس می‌گردد.
- عدم وجود بازار ثانویه کاملاً توسعه یافته تاکنون تنها سه بازار جهت فروش صکوک ساخته شده است که عبارت‌اند از بورس اوراق بهادار مالزی، لوکزامبورگ و بحرین
- بخش عمده تأمین مالی اسلامی از طریق مباحه صورت می‌گیرد. این امر از آنجایی که تبدیل به اوراق بهادار نمودن مستلزم فروش بدهی در ازای پول نقد در یک نرخ بالاتری است، به دلیل ربوی بودن آن مشکلاتی را برای بانک‌ها به وجود خواهد آورد. با وجود این، با توجه به اینکه انتشار صکوک به منظور اجاره به پشتوانه دارایی صورت می‌گیرد، بانک‌ها متمایل به استفاده از عقد اجاره شده‌اند.
- ضعف قابلیت دادوستد در تبدیل به اوراق بهادار کردن دارایی‌ها: به طور کلی، مسلمانان اطلاع چندانی از این فرآیند که به نظر آنان بسیار پیچیده به نظر می‌رسد، ندارند. در نتیجه به طور عمده تبدیل به اوراق بهادار نمودن تنها در سطوح سازمانی صورت گرفته است.
- مانع بعدی می‌تواند مالیات‌بندی برون‌مرزی باشد.
- عدم توافق آرا: علمای شریعت اسلام درباره مفهوم قرض نظریات متفاوتی دارند. این عدم اطمینان موجب مطرح‌شدن مسئله مقبولیت در بازار تبدیل به اوراق بهادار نمودن می‌گردد.
- از آنجایی که دادوستدهای لازم جهت تبدیل به اوراق بهادار نمودن دارایی‌ها به صورت برون ترازنامه‌ای شکل می‌گیرند لذا مخاطرات موجود در چنین معاملاتی از سطوح بالایی نیز برخوردارند؛ بنابراین از نظر تدوین مقررات تمهیدات بسیاری بایستی اندیشه شود.
- صکوک شرکتی نیز می‌توانند منتشر شوند و این نوع از اوراق از سطوح بالای تنظیم مقررات برخوردار نیستند (اسلامی میلانی، ۱۳۹۲).

چالش‌ها و فرصت‌های اوراق بهادار سازی اسلامی

عدم قطعیت قانونی

تأمین مالی ساختاریافته در حوزه‌های فقه اسلامی با محدودیت‌های سخت‌گیرانه و عدم قطعیت‌هایی در بسیاری از سطوح مواجه است. اگرچه هیچ محدودیتی برای انتقال دارایی‌ها یا مطالبات، و یا اینکه چه کسی می‌تواند صکوک

صادر کند یا در آن سرمایه‌گذاری کند، وجود ندارد؛ اما مانع اصلی رشد بیشتر اوراق بهادار سازی حول ابهامات قانونی می‌چرخد که به علت مشکلات رویه‌ای و اساسی در هر دو طرف عرضه و تقاضا است. اوراق بهادار سازی مطابق با شریعت مستلزم دو لایه ارزیابی از طرف یک سرمایه‌گذار است. هم دارایی‌های پایه و هم ساختار معامله باید دو رژیم حقوقی را برآورده کنند: قانون تجاری قابل اجرا و همچنین حقوق اسلامی. سرمایه‌گذاران اسلامی نه تنها نگران قابلیت اجرای قانونی بر اساس قرارداد و قوانین تجاری هستند بلکه باید انطباق دارایی‌های اوراق بهادار شده با شرع را مد نظر قرار دهند.

موانع اقتصادی و ساختاری

در میان اتکای ضعیف به تأمین مالی بازار سرمایه در بسیاری از کشورهای اسلامی، ناشران اوراق بهادار با چندین مانع اقتصادی حیاتی برای اجرای کارآمد تأمین مالی ساختاریافته معاملات به عنوان راهی برای کاهش نواقص بازار و محدودیت‌های تأمین مالی مواجه هستند. مشکل اصلی اقتصادی اوراق بهادار سازی اسلامی مربوط به شناسایی دارایی پایه است تا الزامات شرعی را برآورده کند. محدودیت در منابع و ساختار پرتفوی دارایی‌های قابل اوراق بهادار شدن مانع رشد سریع اوراق بهادار اسلامی شده است.

مزایای اوراق بهادار سازی اسلامی

علی‌رغم پیچیدگی ساختاری و عدم قطعیت حقوقی اعمال شده توسط فقه اسلامی، اوراق بهادار اسلامی همان مزایای اقتصادی ساختار متعارف با اهداف مالی برای توسعه، مانند مدیریت فعال پرتفوی دارایی تعیین شده به دلیل کنترل بیشتر بر وضعیت دارایی‌ها و همچنین جداسازی برخی از دارایی‌ها به منظور استفاده از آن‌ها برای تأمین مالی با نرخ بازار را ارائه می‌دهد علاوه بر این، اوراق بهادار سازی متعارف در کشورهای اسلامی عملاً وجود ندارد. کشورهای اسلامی که در آن‌ها منابع مالی اسلامی و صکوک یک بازار بالقوه برای تأمین مالی را به وجود آورده است. در برخی موارد، برآورده کردن ملزومات شرعی، زمانی که سرمایه‌گذاران دارای منافع مالکیت مستقیم در دارایی‌های تبدیل به اوراق بهادار شده هستند، موجب معافیت‌های مالیاتی می‌شود.

تبدیل دارایی‌ها به اوراق بهادار از مقوله‌هایی است که با توجه به مجموعه منافع آن و با عنایت به اینکه باعث آزادسازی بخش قابل توجهی از تسهیلات بانک می‌شود، می‌تواند نقش مؤثری را در سامان‌دهی بازار پول و سرمایه کشور ایفا کند. بانک‌ها به چند علت ترجیح می‌دهند تسهیلات را به اوراق بهادار تبدیل کنند. برخی از مزیت‌های انتشار این اوراق بهادار عبارت است از: افزایش نقدینگی، بهبود مدیریت ریسک، افزایش تنوع منابع تأمین مالی، افزایش ثروت سهامداران و برخی از مزیت‌های حسابداری.

افزایش نقدینگی: با تبدیل دارایی‌ها (تسهیلات) به اوراق بهادار درآمدهای آتی به حال تبدیل می‌شوند، بنابراین بانک می‌تواند مبالغ فراوانی را به صورت نقد به دست آورد. بر این اساس حتی فروش تسهیلات با تخفیف نیز سبب می‌شود حجم بزرگی از پرداخت‌های نقدی عاید بانک شود. این افزایش نقدینگی نه تنها جهت بهبود نسبت‌های



مالی مانند کفایت سرمایه بانک مفید است بلکه از اضافه برداشت‌های احتمالی از بانک مرکزی که نرخ سود بالایی دارند جلوگیری می‌کند.

بهبود مدیریت ریسک: در روش‌های کلاسیک، نهاد تسهیلات دهنده ریسک اعتباری را می‌پذیرفت، زمان بازپرداخت اقساط را مشخص می‌کرد و جمع‌آوری اصل و فرع تسهیلات را بر عهده داشت؛ اما در صورت انتشار اوراق بهادار، بانک تمام یا بخشی از این فرایند و ریسک‌های موجود در آن را به افراد دیگری (واسط و سرمایه‌گذاران) منتقل کند.

افزایش در تنوع منابع تأمین مالی: بانک از این راه می‌تواند برای تأمین مالی به بازارهای جدیدی دست یابد و خود را صرفاً محدود به سپرده افراد نکند.

افزایش ثروت سهامداران: انتشار این گونه اوراق سبب افزایش ارزش افزوده سهامداران می‌شود چون وجوه حاصله به طور عمده صرف سرمایه‌گذاری در پروژه‌هایی با خالص ارزش فعلی مثبت می‌شود، البته منوط به این که روش‌های مدیریت ریسک شرکت بهبود یابد؛ به عبارت دیگر می‌توان وجوه حاصله را به طرح‌هایی با سودآوری بیشتر تخصیص داد و از این راه ثروت سهامداران بانک را افزایش داد. (سروش، ۱۳۸۶).

ویژگی‌های شیوه‌های تخصیص منابع در بانکداری بدون ربای ایران در تبدیل دارایی‌های بانکی به اوراق بهادار

در یک جمع‌بندی می‌توان ویژگی‌های زیر را برای شیوه‌های تخصیص منابع بانکداری بدون ربا برشمرد:

- در تسهیلات قرض‌الحسنه، گرچه نتیجه قرارداد، بدهی قرض گیرنده به بانک است و بانک می‌تواند با تبدیل دیون ناشی از این قراردادها به اوراق بهادار، آن‌ها را در بازار ثانوی از طریق تنزیل واگذار نماید، لکن به جهت غیرانتفاعی بودن قرض‌الحسنه برای بانک توجیه اقتصادی ندارد، به عبارت دیگر معقول نیست بانک بخشی از منابع خود را تنها با گرفتن کارمزد ۲/۵ تا ۴ درصدی، قرض‌الحسنه یک‌ساله بپردازد سپس دیون حاصل از آن را برای مثال با نرخ ۱۵ از طریق تنزیل (بیع دین) واگذار نماید.

- در تسهیلات فروش اقساطی 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 ثانوی از طریق تنزیل (بیع دین) واگذار نماید.

- در تسهیلات اجاره به شرط تملیک، نتیجه قرارداد دو مورد است، از یک‌طرف گیرنده تسهیلات به عنوان مستأجر، اجاره‌بهای مشخصی را به بانک بدهکار است، از طرف دیگر بانک به عنوان مؤجر مالک دارایی (عین مستأجره) است که بازدهی ثابت و معینی دارد، بنابراین بانک می‌تواند هم خود اجاره‌بها به عنوان مطالبه مدت‌دار را تبدیل به اوراق بهادار کند و در بازار ثانوی از طریق تنزیل (بیع دین) بفروشد و هم دارایی (عین مستأجره) را که بازدهی ثابت و معینی دارد، تبدیل به اوراق بهادار کرده، در بازار ثانوی از طریق بیع عین (دارایی فیزیکی) بفروشد.

- در تسهیلات سلف، گر چه نتیجه قرارداد، بدهی گیرنده تسهیلات به بانک است، لکن به جهت ویژگی خاص قرارداد سلف، امکان تبدیل دیون ناشی از قراردادهای سلف به اوراق بهادار نیست، چون از نظر فقهی مبیع به قرارداد سلف را نمی‌توان قبل از سررسید فروخت.

- در تسهیلات خرید دین، نتیجه قرارداد، انتقال طلب از تنزیل کننده اسناد تجاری به بانک است، بنابراین بدهکار اسناد، بدهکار بانک خواهد بود، پس بانک می‌تواند دیون ناشی از تسهیلات خرید دین را تبدیل به اوراق بهادار کرده و در بازار ثانوی از طریق تنزیل مجدد (بیع دین) بفروشد.

- در تسهیلات مشارکت مدنی نتیجه قرارداد سهام شدن بانک در دارایی‌های واقعی چون زمین، ساختمان، ماشین‌آلات، مواد اولیه و غیره است که در مسیر ایجاد ارزش افزوده بوده و بازدهی اقتصادی انتظاری دارند، بنابراین بانک می‌تواند سهم‌الشرکه‌های خود از دارایی‌های مذکور را تبدیل به اوراق بهادار کرده و در بازار ثانوی از طریق بیع عین بفروشد.

- در تسهیلات مشارکت حقوقی خرید سهام شرکت‌ها، نتیجه قرارداد مالکیت مشاع بانک، نسبت بخش مشخصی از شرکت‌های سهامی است که خود به صورت اوراق بهادار سهام می‌باشند و بازدهی اقتصادی انتظاری دارند، بنابراین بانک می‌تواند همانند همه سهامداران تک تک سهام خود را در ابزار ثانوی بفروشد کما اینکه می‌تواند با تشکیل سبد سهام، اوراق بهادار مشاع طراحی کرده و در قالب واحدهای سرمایه‌گذاری بفروشد.

- در تسهیلات مضاربه، نتیجه قرارداد، مالکیت بانک بر دارایی‌های یک واحد تجاری است که به صورت طبیعی ترکیبی از مال‌التجاره، پول نقد و مطالبات است و در مسیر ایجاد ارزش افزوده بوده و بازدهی اقتصادی انتظاری دارند، بنابراین بانک می‌تواند سرمایه خود از دارایی‌های مذکور را تبدیل به اوراق بهادار کرده، در بازار ثانوی از طریق بیع واگذار کند.

- در تسهیلات مزارعه و مساقات بانک مالک دارایی‌های فیزیکی چون زمین زراعی و باغ است که در مسیر ایجاد ارزش افزوده بوده و بازدهی اقتصادی انتظاری دارند، بنابراین بانک می‌توان سرمایه خود از دارایی‌های مذکور را تبدیل به اوراق بهادار کرده، در بازار ثانوی از طریق بیع عین بفروشد.

نتیجه این قسمت از تحقیق نشان می‌دهد مطالبات و دارایی‌های بانک‌های بدون ربا حاصل از تسهیلات فروش اقساطی، اجاره به شرط تملیک، جعاله، خرید دین، مشارکت مدنی، مشارکت حقوقی، مضاربه، مزارعه و مساقات از منظر فقهی قابل تبدیل به اوراق بهادار می‌باشند اما دارایی حاصل از معاملات سلف توجیه فقهی ندارد کما اینکه مطالبات حاصل از قرض الحسنه توجیه اقتصادی ندارند (موسویان، ۱۳۸۹).

نتیجه گیری

اوراق مالی اسلامی دیگر محدود به مؤسسات تخصصی نیست و از نظر جغرافیایی و غنای محصول، همراه با تأمین مالی ساختاریافته اعتباری گسترش یافته است. اوراق بهادار اسلامی عمدتاً به عنوان یک پله در اختیار ناشران دولتی برای تکامل بازار ابزارهایی با درآمد ثابت مطابق با شریعت بوده است. تأمین مالی از طریق صدور بدهی در برخی از کشورهای اسلامی از اهمیت کمتری برخوردار است. ناشران اوراق بهادار اسلامی در مالزی، نسبت به کشورهای دیگر پیشرو بوده و اکنون انتظار می‌رود که نهادهای خصوصی بیشتری ساختارهای اوراق بهادار منطبق با شرع را برای پاسخگویی به تقاضای زیاد از صندوق‌های سرمایه‌گذاری در کشورهای اسلامی و غیر اسلامی ایجاد کنند. اوراق بهادار سازی به عنوان ابزاری برای تأمین نقدینگی دارایی‌های مالی و نیاز به نقدینگی در شرع اسلام به رسمیت شناخته شده است. مروری بر نظریات اوراق بهادار سازی نشان می‌دهد که چارچوب اسلامی در واقع امکان اوراق بهادار سازی را به شیوه شرعی فراهم می‌کند. اوراق بهادار سازی متعارف ربا محسوب می‌شود. به مسئله ربا می‌توان از ابعاد مختلف نگریست. اصلی‌ترین بحث این است که مجموعه دارایی‌های پایه نباید شامل دارایی‌های مبتنی بر بهره مانند وام‌های معمولی یا مطالبات باشد. حتی زمانی که دارایی‌های پایه مانند مطالبات مرابحه ماهیت بدهی اسلامی دارند، لزوم حذف ربا، فروش بدهی به قیمت توافقی را منتفی می‌کند. در تبدیل به اوراق بهادار کردن دارایی‌ها، ساختارهایی وجود دارند که از نظر اقتصادی کارا بوده و مسائل فقهی هم مورد توجه آنان قرار گرفته است.

منابع

- ۱- اسلامی میلانی، پریسا، ۱۳۹۲، تجزیه و تحلیل ساختار و عوامل اصلی تبدیل به اوراق بهادار سازی دارایی‌های شبکه بانکی، ششمین کنفرانس توسعه نظام تأمین مالی در ایران، تهران.
- ۲- پهلوان، حمید و رضوی، سیدروح الله، ۱۳۸۶، اوراق صکوک: تعریف، انواع و ساختار، تهران: مدیریت پژوهش توسعه و مطالعات اسلامی سازمان بورس و اوراق بهادار، اردیبهشت.
- ۳- تقی‌زاده، خدیجه (۱۳۹۱)، بانکداری اسلامی در برخی کشورهای جهان، ماهنامه بررسی مسائل و سیاست‌های اقتصادی، ش ۶ و ۷.
- ۴- سروش، ابوذر. (۱۳۸۷)، اوراق مشارکت رهنی ابزاری نوین در تأمین مال بانک‌ها. اقتصاد اسلامی، ۸(۲۹)، ۱۶۳-۱۸۸.

۵- سلیمی، علیرضا (۱۳۹۱)، "ضرورت توسعه اوراق بهادار اسلامی"، فصلنامه راهبرد، س ۲۱، ش ۶۵.

۶- فرجی، شهرزاد و رفیعی شمس آبادی، پریسا (۱۳۸۹). بررسی فرآیند انتشار اوراق رهنی و چگونگی به‌کارگیری آن، راهکاری نوین به منظور تأمین نقدینگی بانک‌ها، اداره تحقیقات کنترل ریسک-بانک سپه.

- ۷- موسویان سیدعباس، فریدی وثوق، بلال، فرهادیان، علی. (۱۳۹۰). اوراق بهادار (صکوک) بانکی؛ تبدیل تسهیلات بانکی به اوراق بهادار در بانکداری بدون ربا. *تحقیقات مالی/اسلامی*، (۱)، ۱۵۰-۱۱۷.
- ۸- موسویان، سیدعباس. (۱۳۸۹). تبدیل دارایی‌های بانکی به اوراق بهادار در بانکداری بدون ربا. پول و اقتصاد، ۲(۴)، ۷۹-۱۱۳.
- ۹- میرحسینی، زهرا، قبادی، معصومه. (۱۳۹۵). اوراق بهادار سازی در بازارهای اسلامی در مقایسه با اوراق بهادار سازی در بازارهای عمده دنیا، *دانش سرمایه‌گذاری*، (۱۸)، ۵، ۱-۱۵.
- ۱۰- نجفی، مهدی (۱۳۸۵)، بررسی فرآیند تأمین مالی از طریق انتشار اوراق صکوک، پایان‌نامه کارشناسی ارشد، دانشکده معارف اسلامی و مدیریت، دانشگاه امام صادق.
- ۱۱- نجفی‌مقدم، علی. (۱۳۹۶). تجربه بازار سرمایه ایران در مورد اوراق بهادار سازی دارایی‌ها مورد کاوی انتشار صکوک. فصلنامه علمی پژوهشی دانش مالی تحلیل اوراق بهادار، ۱۰ (۳۳)، ۱۰۳-۱۱۸.
- ۱۲- نظریور، محمدنقی، خزایی، ایوب. (۱۳۹۱). طراحی و بررسی انواع صکوک استصناع قابل انتشار در بورس اوراق بهادار. فصلنامه پژوهش‌های اقتصادی ایران، ۱۷ (۵۲)، ۱۸۳-۲۰۹.
- ۱۳- نظریور، محمدنقی. (۱۳۹۴). اوراق بهادار استصناع. اقتصاد اسلامی، ۸۱-۱۱۰.
- ۱۴- Andreas, A. Jobst, ۲۰۰۷, The Economics of Islamic Finance and Securitization, IMF Working Paper, International Monetary Fund, p. ۱-۳۵
- ۱۵- Bakar, M. Daud (۱۹۹۶), 'In Al-Suyulah: The Islamic Concept of Liquidity', paper presented at the Second Islamic Capital Markets Conference organized by Securities Commission Malaysia at Kuala Lumpur.
- ۱۶- Brady, Peter (۱۹۹۸). The Regulatory Framework for Securitisation in New Zealand.
- ۱۷- Jobst A, Andreas. (۲۰۰۷). The Economics of Islamic Finance and Securitization, IMF Working Paper.
- ۱۸- Kothari, Vinod (n.d.) Securitisation: a Primer. ۱۷th February ۲۰۰۴.
- ۱۹- Lionel Martellini, Philippe praiulet, Stephane priaulert, ۲۰۰۳, Fixed Income. Securities. John Wiley & Sons.
- ۲۰- Manjoo, F. A., ۲۰۰۵, Securitization: An Important Recipe for Islamic Banks-A Survey, Review of Islamic Economics, ۹(۱), p. ۵۳-۷۴.
- ۲۱- Martín-Oliver, A., Saurina, J., ۲۰۰۷, Why do banks securitize assets, XV Spanish Finance Forum Conference Proceedings, p ۱-۲۸.