

تبدیل به اوراق بهادار نمودن دارایی‌ها: راهکاری مهم برای بانکهای اسلامی^۱

نویسنده: فیصل احمد منجو^۲

مترجم: مجتبی کریمی^۳

چکیده

مفهوم «تبدیل به اوراق بهادار نمودن دارایی‌ها»^۴ برای نخستین بار در ایالات متحده آمریکا و در دهه ۱۹۷۰ ابداع شد. این تکنیک در ظرف چند دهه به عنوان یک محصول مالی

۱- این مقاله ترجمه‌ای است از:

Ahmad Manjoo, Faizal, (2005), "Securitization: An Important Recipe for Islamic Banks – A Survey", Review of Islamic Economics: Journal of the International Association for Islamic Economics and the Islamic Foundation, Vol. 9, No. 1, pp.53-74.

۲- آقای فیصل احمد منجو، پژوهشگر (MIHE) Markfield Institute of Higher Education و در حال حاضر اداره کننده دوره بانکداری و مالیه اسلامی در MIHE انگلستان می‌باشد. نویسنده از Duncan Smith بابت توضیحات ارزشمندشان سپاسگزاری می‌نماید.

۳- محقق اداره مطالعات و سازمان‌های بین‌المللی بانک مرکزی ج.ا.ا. Email: karimi.mojtaba@yahoo.com

۴- درباره واژه Securitization و Asset Securitization معانی گوناگونی وجود دارد؛ از جمله: "تبدیل به اوراق بهادار کردن" - که به معنای تبدیل دارایی‌ها به اوراق بهادار قابل دادوستد است (عبده تبریزی، ۱۳۷۳: ۸۴)؛ "اوراق بهادارسازی دارایی‌ها" (کیومرثی، ۱۳۸۴: ۳۰)، "تبدیل دارایی‌ها به اوراق بهادار" و "تبدیل به اوراق بهادار کردن" (نجفی، ۱۳۸۵: ۳۶) و "تبدیل به اوراق بهادارسازی دارایی‌ها" (فقهی کاشانی، ۱۳۸۵: ۱) - م

بسیار مهم و ارزشمند در بخش بانکداری «متعارف»^۱ مورد پذیرش قرار گرفت. آنچه با اطمینان می‌توان گفت این است که منافع این راهکار، می‌تواند هزینه‌های آن را تحت پوشش قرار دهد. به این دلیل، این پدیده از سوی دولت‌ها، بانک‌ها و شرکت‌های تجاری به منزله یک ابزار مالی مهم پذیرفته شده است. از خصوصیات ویژه آن برای بانکها می‌توان به این موارد اشاره نمود که می‌تواند به صورت معاملات «برون ترازنامه‌ای»^۲ مورد دادوستد قرار گرفته و به میزان بسیار زیادی نیز مبتنی بر دارایی‌ها باشد. این دو ویژگی در کاهش مسائل و مشکلات مربوط به «نسبت کفایت سرمایه»^۳ تاثیر گذارند. لکن، به دلیل ماهیت منحصر به فرد اسلامی - اخلاقی مالیه اسلامی، بی‌گمان بانکهای اسلامی جهت اجرای تدابیر و سیاست‌های مربوط به اوراق بهادارسازی دارایی‌ها با دشواری‌هایی روبه‌رو هستند. در نتیجه، تاکنون در حد یک بازار محدود باقی مانده است. از سوی دیگر، افزایش تمایل نسبت به پدیده اوراق بهادار نمودن دارایی‌ها در بخش بانکداری حاکی از سلامت این محصول مالی در بازار جهانی است. لذا، بانکهای اسلامی جهت همگام شدن با دگرگونی و تکامل مالی، بایستی در گسترش آن - البته در محدوده شریعت اسلام - بکوشند.

۱- مقدمه

اثر هم‌افزایی^۴ «جهانی‌سازی (جهانی‌شدن)»^۵ در کشورهایی که از سیستم بانکداری

^۱ - بانکداری متعارف یا مرسوم (Conventional Banking): در بعضی از متون، از این اصطلاح در برابر مفهوم بانکداری اسلامی (Islamic Banking) استفاده شده است. - م.

^۲ - Off-balance Sheet: «خارج از ترازنامه» نیز گفته می‌شود. - م.

^۳ - Capital Adequacy Ratio.

^۴ - Synergy.

^۵ - Globalization: در اینجا این دو واژه به صورت مترادف به کار برده شده‌اند. البته، ممکن است از نظر کاربرد مفهوم آن تفاوت‌هایی نیز داشته باشد. - م.

قوی برخوردارند بروز و ظهور بیشتری دارد (گرین‌باوم و تاکور، ۱۹۹۵: ۳۸۸-۹۰).^۱ به عنوان واسطه‌های مالی، بانک‌ها نیز جهت تشدید فرآیند «جهانی‌شدن» به روند فزاینده تقاضا برای جریان وجوه نقد از سوی شرکت‌های چند ملیتی واکنش نشان می‌دهند. از این‌رو، چنانچه بانک‌های اسلامی خواستار هماهنگی و سازگاری با روند اقتصادی کنونی باشند، و با توجه به جایگاه فعلی بسیاری از بانکهای اسلامی، مجال و فرصت اندکی برای آنها جهت برنامه‌ریزی و اقدام وجود خواهد داشت. به عنوان مثال، طی ده سال گذشته میانگین دارایی صنعت بانکداری اسلامی براساس آمار و ارقام ملاحظه‌کارانه بالغ بر ۳۰۰/۰ میلیارد دلار باقی مانده است — که در مقایسه با بخش بانکداری «متعارف» رقم بسیار ناچیزی است.

یکی از راهکارهای اصلی در بخش بانکداری جهت تولید جریان وجوه نقد، بهره‌گیری از فرآیند اوراق بهادارسازی دارایی‌هاست. بانکها از آن جهت به کار بردن این تکنیک را ضروری می‌دانند که بایستی جهت هماهنگی با تقاضای جهانی پول، در راهبردهای خود تغییراتی ایجاد کنند.^۲ در واقع، پیش‌بینی کارشناسان این است که طی ده سال آینده اوراق بهادارسازی دارایی‌ها، وام‌های بانکی سنتی را تحت الشعاع خود قرار می‌دهد (چیو، ۱۹۹۲: ۵۵).^۳ براساس سیستم وام‌دهی سنتی وظایف موسسه مربوط عبارتند از: ایجاد و اعطای وام؛ سازمان‌دهی شرایط؛ جذب ریسک اعتباری؛ تامین وجه دارایی‌ها و ارائه خدمات جهت وصول اصل و فرع وام‌ها. بنابر سیستم جدید، ممکن است چندین موسسه مختلف — هر کدام با کارکردی متنوع —

^۱ - Greenbuam and Thakor.

^۲ - این فرآیند می‌تواند از طریق برآورد ارزش دادوستد بانکها — که به واسطه اوراق بهادارسازی دارایی‌ها به دست آمده است — مورد ارزیابی قرار گیرد. این رویداد با میزان (نرخ) فزاینده‌ای در حال ترقی است. دلیل آن نیز این است که بسیاری از دولت‌ها — خود — از این پدیده به عنوان روشی جهت افزایش حجم پول بهره می‌گیرند. به عنوان نمونه، می‌توان به وام‌های دانشجویی در زلاندنو و جدیدترین فرآیند اوراق بهادارسازی زمین‌های دولتی کشور مالزی — که در سال جاری میلادی صورت گرفته است — اشاره نمود.

^۳ - Chew.

در این امر شرکت داشته باشند. مثلاً، ممکن است موسسه اول در خلق و اعطای وام دخالت داشته باشد، موسسه دوم در سازمان‌دهی دادوستد (وام) به صورت اوراق بهادار شرکت نماید، نهاد مالی سوم ریسک اعتباری را تضمین کند، چهارمین شرکت اوراق بهادار را به یک سرمایه‌گذار، واگذار نموده و آنها را در بازار «ثانوی»^۱ مورد دادوستد قرار دهد و نهایتاً پنجمین موسسه، ارائه خدمت در ارتباط با «وام‌های اصلی و پایه»^۲ را به عهده گیرد (چیو، ۱۹۹۲: ۵۳). در نتیجه، این امکان وجود دارد که مدیریت ریسک - و مدیریت بده (سبد) دارایی‌ها^۳ - از کارایی بیشتری برخوردار بوده و در نهایت افزایش وجوه نقد را به همراه داشته باشد. بنابراین، ضروری است که بانک‌های اسلامی به هنگام ابداع و توسعه محصولات و ابزارهای مالی، آثار مثبت این پدیده را مدنظر داشته باشند.

موضوعاتی که در این مقاله مطرح می‌گردند عبارتند از:

- الف) تعریف مفهوم فرآیند تبدیل به اوراق بهادار نمودن دارایی‌ها؛
 - ب) ارائه تحلیل درباره دلایل و منافع افزایش تمایل نسبت به استفاده بیشتر از پدیده اوراق بهادارسازی دارایی‌ها و همچنین ارائه نقاط ضعف احتمالی آن؛
 - ج) تشریح سازوکار به کار گرفته شده در فرآیند اوراق بهادارسازی دارایی‌ها؛
 - د) تبیین چگونگی تاثیر فرآیند تبدیل به اوراق بهادار نمودن دارایی‌ها بر واسطه‌های مالی؛
 - ه) ارزیابی پدیده اوراق بهادارسازی دارایی‌ها از منظر اسلامی آن.
- شایان ذکر است در این مقاله - با توجه به تازگی موضوع اوراق بهادارسازی دارایی‌ها - مسائل و مشکلاتی جهت گردآوری آمار و اطلاعات مربوط به بانک‌های اسلامی وجود داشت.

^۱ - بازار ثانوی (Secondary Market): بازار دادوستد سهام و اوراق بهادار پس از آنکه انتشار سهام یا اوراق

بهادار پایان پذیرد (فرهنگ، ۱۳۷۹: ۱۰۹۵) - م.

^۲ - Underlying Loans.

^۳ - Portfolio Management.

لذا، بخش عمده ادبیات علمی و مبانی نظری این نوشتار از مطالب مجلات، همایش‌ها و سایت‌های اینترنتی به دست آمده است.

۲- بررسی مفهومی تبدیل به اوراق بهادار نمودن دارایی‌ها

اصطلاح تبدیل به اوراق بهادار نمودن دارایی‌ها در مفهوم وسیع آن، فرآیندی است که طی آن یک رابطه مالی مبتنی بر قرارداد^۱، به یک «دادوستد (معامله)»^۲ تبدیل می‌شود (کوتاری، [ابی تا]: ۲).^۳ بنابراین، با توجه به تکامل فرآیند اوراق بهادارسازی دارایی‌ها در بخش مالی، این پدیده از یک منظر خاص وضعیت متفاوتی به خود گرفته است. از سوی دیگر، در فعالیت‌های امروزی بازار سرمایه، اوراق بهادارسازی شکل و معنای منحصر به فردی به خود گرفته است - که به موجب همین تمایز، «اوراق بهادارسازی دارایی‌ها»^۴ نامیده شده و اغلب، از بازار آن نیز به عنوان بازار «اوراق بهادارسازی با پشتوانه دارایی‌ها»^۵ نام برده می‌شود (گرین‌باوم و تاکور، ۱۹۹۵: ۳۸۷).

کوتاری (ابی تا: ۳) تبدیل به اوراق بهادار نمودن دارایی‌ها را به منزله فرآیند «تجمیع و تفکیک»^۶ تعریف نموده است - که در ادامه توضیح داده می‌شود. نیکول^۷ (ابی تا: ۲) فرآیند یاد شده را به عنوان روشی برای تامین وجه مطالبات، از قبیل: وام‌های رهنی، سایر وام‌ها، مانده کارت‌های اعتباری^۸ و ... معرفی نموده است. گاهی اوقات این پدیده، انتشار اوراق بهادار بی‌نام با پشتوانه دارایی‌ها^۹ را - که می‌توانند کاملاً قابلیت دادوستد، رتبه‌بندی و تضمین بر

^۱ - Contractual Financial Relation.

^۲ - Transaction.

^۳ - Kothari.

^۴ - Asset Securitization.

^۵ - Asset-backed Securitization (ABS).

^۶ - Integration and Differentiation.

^۷ - Nicolle.

^۸ - Credit Card Balance.

^۹ - Bearer Asset-backed Securities.

اساس مطالبات در سبد دارایی‌ها را داشته باشند - نیز در بر می‌گیرد. بردی^۱ (۱۹۹۸: ۳) اوراق بهادارسازی دارایی‌ها را به مثابه فرآیندی می‌داند که به موجب آن یک مجموعه از وام‌های همانند^۲، از قبیل: وام‌های رهنی مسکونی^۳ یا سایر دارایی‌های مالی، گروه‌بندی و یک‌کاسه شده و به صورت اوراق بهادار قابل دادوستد به فروش می‌رسند. نتیجه این اقدام، تبدیل دارایی‌های غیرنقدینه^۴ بلندمدت به دارایی‌های قابل مبادله خواهد بود. از سوی دیگر، شورای مشورتی شریعت اسلام کشور مالزی^۵ اوراق بهادارسازی دارایی‌ها را به منزله روند انتشار اوراق بهادار از طریق فروش دارایی‌های مالی که به عنوان دارایی اصلی یک شخص ثالث^۶ شناخته می‌شوند معرفی نموده است (کمیسیون اوراق بهادار مالزی، ۲۰۰۲: ۴۷).

با توجه به تعاریف گوناگون، اوراق بهادارسازی دارایی‌ها را به طور خلاصه می‌توان به عنوان آمیزه‌ای از دو عامل مهندسی مالی سازمان یافته و بازارهای سرمایه در نظر گرفت. این پدیده بایستی به عنوان یک روش تامین مالی، در تقابل با وام‌های متداول قرار گیرد. فرآیند تبدیل به اوراق بهادار نمودن دارایی‌ها زمینه برقراری مالیه سازمان یافته‌ای را به وجود آورده و در این حالت ریسک اوراق بهادار منتشرشده برای نهادهایی که دارایی‌هایی خود را تبدیل به اوراق بهادار می‌نمایند وجود نخواهد داشت. البته، از این قاعده باید دارایی‌های ویژه یا جریان وجوه نقد چنین موسسه‌هایی را مستثنا نمود. از این گذشته، تبدیل دارایی‌ها به اوراق بهادار به خلق یک محصول بازار سرمایه، یعنی ابداع و انتشار اوراق بهادار قابل دادوستد، منتهی می‌شود. معنای نهفته در روند تبدیل به اوراق بهادار نمودن دارایی‌ها می‌تواند به عنوان فرآیند «قابل

^۱ - Brady.

^۲ - Similar Loans.

^۳ - Residential Mortgages.

^۴ - غیرنقدینه (Illiquid): این اصطلاح به دارایی‌هایی اطلاق می‌گردد که به آسانی تبدیل به پول نقد نمی‌شوند (فرهنگ، ۱۳۷۹: ۵۱۵) - م.

^۵ - Syariah Advisory Council of Malaysia.

^۶ - Third Party.

مبادله نمودن^۱ استنباط شود. پیامد این فرآیند از طریق خلق ابزار مالی که امکان به کار گرفته شدن در بازار و کاهش هزینه‌های وام‌گیری را دارند می‌تواند بر بازار سرمایه تاثیرگذار باشد. همان طور که پیشتر گفته شد، این فرآیند می‌تواند به منزله روند «تجمیع و تفکیک» در نظر گرفته شود؛ به این صورت که در نتیجه آن، موسسه‌ای که قصد تبدیل نمودن دارایی‌های خود به اوراق بهادار را دارد در گام نخست، آنها را به صورت مجموعه‌ای مشترک یک کاسه می‌نماید. این مرحله، مرحله «تجمیع» نامیده می‌شود. از سوی دیگر، روند تبدیل دارایی‌ها به اوراق بهادار در پی خود فرآیند تجدید ساختار یک سازمان را نیز به همراه خواهد داشت؛ به این صورت که یک موسسه مستقل - که دارایی‌های آن متشکل از جریان‌های وجوه نقد و مطالبات گوناگونی است - جریان‌های مالی مجزا را به «مجموعه‌های» متنوعی تقسیم و منشعب نموده، سپس بر اساس مقاصد خاصی دسته‌بندی و آنگاه آنها را به سرمایه‌گذاران متفاوتی - که در پی تطبیق و سازگاری نیازهایشان هستند - عرضه می‌نماید. این فرآیند، یعنی تجزیه و تقسیم یک موسسه و یا نهاد مالی به زیر مجموعه‌های گوناگون، (کوتاری، اُبی تا: ۴) به عنوان مرحله «تفکیک» شناخته می‌شود.

۳- منشأ پیدایش فرآیند اوراق بهادارسازی دارایی‌ها

نخستین مورد ثبت شده از خلق فرآیند تبدیل به اوراق بهادار کردن دارایی‌ها، به وسیله موسسه ملی وام‌های رهنی دولتی^۲ در ایالات متحد آمریکا در سال ۱۹۷۰ صورت گرفته است.

^۱ - Commoditization: تبدیل یا تغییر قراردادهای مالی غیر نقدینه به طوری که منجر به تقویت تجارت و در نتیجه، افزایش قابلیت نقدشوندگی کالاها در بازار شود (<http://www.investopedia.com/terms/c/commoditization.asp>). به علاوه، Commoditization (Commodification) را می‌توان به مثابه فرآیند تبدیل یک کالای غیر اقتصادی (Non-commodity) به کالای اقتصادی (Commodity) - که ویژگی اصلی آن کمیایی، قیمت‌پذیری و قابل مبادله بودن در بازار است - نیز تعریف نمود. م.

^۲ - Government National Mortgage Association (GNMA).

موسسه یاد شده «گواهی سهام بودن»^۱ - که نوعی از اوراق بهادار مبتنی بر وام‌های رهنی و تضمین شده توسط وام‌های رهنی اداره مسکن فدرال^۲ و اداره امور سربازان جنگی^۳ است - را گسترش داد (گرین‌باوم و تاکور، ۱۹۹۵: ۳۸۷). «گواهی‌های سهام بودن» با پشتوانه وام‌ها، نشان‌دهنده «مالکیت مستقیم» در یک سبد (بدره) وام‌های رهنی هستند - که از نظر سررسید، میزان (نرخ) بهره و ویژگی‌های کیفی همانند می‌باشند. روند کار به این صورت است که سبد (بدره) به یک «شرکت ضامن»^۴ واگذار شده و گواهی‌های مالکیت به طور مستقیم به سرمایه‌گذاران فروخته می‌شوند؛ به طوری که هر گواهی‌نامه حاکی از یک طلب در برابر تمام مجموعه دارایی‌ها (بدره) است (برای اطلاع بیشتر از انواع گوناگون قراردادهای تبدیل به اوراق بهادار نمودن، ر.ک. به: گرین‌باوم و تاکور، ۱۹۹۵: ۳۹۲-۹۴).

بعد از آن، بانکها به این بازار پیوستند. در سال ۱۹۷۷ بانک امریکا^۵ نخستین «گواهی سهام بودن» بخش خصوصی را منتشر نمود (گرین‌باوم و تاکور، ۱۹۹۵: ۳۸۷) - که مبتنی بر

^۱ - Pass-through Security: درباره این واژه معانی متفاوتی ارائه شده است. به عنوان نمونه: "انتقال آنی عین جریان نقدی - که حاکی از مالکیت تقسیم نشده منفعت، در ادغامی از وام‌هاست (مجتهد و حسن زاده، ۱۳۸۴: ۴۰۵)؛ "اوراق انتقال" (عبده تبریزی، ۱۳۷۶: ۸)؛ "اوراق تضمینی" (قهرمانی، ۱۳۸۵: ۹)؛ "گواهی سهام بودن" (عبده تبریزی، ۱۳۷۹: ۲۸) و "تبدیل به اوراق بهادارسازی به صورت انتقال بی‌درنگ عین جریان نقدی" (فقهی کاشانی، ۱۳۸۵: ۲۰). به علاوه، جهانخانی و پارسائیان (۱۳۷۵: ۱۸۰-۱۷۹) واژه Pass-through Security را این‌گونه تعریف نموده‌اند: نوعی اوراق که عواید مربوط به یک بدره به آن تخصیص داده می‌شود. مثلاً، ممکن است یک بانک رهنی تمام وام‌های خود را در یک سبد (بدره) قرار داده و اوراق بهادار در منافع بدره را منتشر و به عموم مردم عرضه نماید. در این صورت، عواید حاصل از دریافت اقساط وام‌های رهنی به دارندگان اوراق بهادار پرداخت می‌شود. خاطر نشان می‌سازد علاوه بر واژه مزبور، این نوع از اوراق به نامهای «Pay-through Certificate» و «Pay-through Security» نیز شناخته می‌شوند (<http://www.investopedia.com/terms/p/passthroughsecurity.asp>) - م.

^۲ - Federal Housing Administration.

^۳ - Veteran Administration.

^۴ - Guarantor Trust.

^۵ - Bank of America.

وام‌های رهنی متعارف بود. تا سال ۱۹۸۵ اقدامی در جهت تبدیل به اوراق بهادار نمودن دارایی‌ها به وسیله بانکها صورت نگرفت. خاطر نشان می‌سازد تاکنون تبدیل به اوراق بهادار نمودن دارایی‌ها از سوی بیشتر نهادهای مالی مورد پذیرش قرار گرفته است و حتی برخی از بورس‌های اوراق بهادار نیز در حال روی آوردن به دادوستد اوراق قرضه مبتنی بر دارایی‌ها هستند (کوتاری، [بی تا]: ۷).

۴- دلایل عطف توجه به پدیده اوراق بهادارسازی دارایی‌ها

پدیده اوراق بهادارسازی دارایی‌ها در گذر زمان تکامل یافته و در حال حاضر نیز به شدت در حال گسترش است. دلایل زیادی را می‌توان برای توجیه این روند برشمرد. بازارهای مالی در واکنش به نیاز جهت افزایش عده سرمایه‌گذاران در بازار گسترش پیدا کردند. طبق یک قانون ساده بازار، در صورت افزایش عده سرمایه‌گذاران، سهم هر سرمایه‌گذار از کل بازار کاهش می‌یابد. زیرا، افزایش حجم و اندازه بازار به معنای تقویت مبنای فعالیت عده بیشتر سرمایه‌گذارانی است که نیازمند ابزار مالی با سرعت نقدشوندگی بالا و درک راحت‌تر هستند. این دو نیاز، زمینه تکامل ابزارهای مالی را فراهم آوردند. ابزارهای یاد شده دارای این ویژگی هستند که مطالبات مالی^۱ را به اسناد و ابزارهایی نقدشونده^۲، قابل درک^۳ و همگن^۴ تبدیل کرده و گاهی اوقات نیز دارای مدارکی مبنی بر سطح کیفیشان - از لحاظ رتبه‌بندی اعتباری یا بیمه خطر احتمالی^۵ - هستند، و دیگر اینکه جهت برقراری تناسب و سازگاری با بودجه همه افراد، به صورت واحدها و اجزای کوچکتر - از نظر ارزش - موجود می‌باشند. قابل توجه اینکه برخی از دارایی‌ها در مقایسه با بقیه آنان جهت تبدیل به اوراق بهادار نمودن آسان‌تر و

^۱ - Financial Claims.

^۲ - Liquid.

^۳ - Easy to Understand.

^۴ - Homogenous.

^۵ - Credit Rating or Security.

مناسب‌تر به نظر می‌رسند. با این توصیف، می‌توان گفت که تبدیل به اوراق بهادار کردن دارایی‌ها در یک معنای کلی جزء ضروری حوزه مسائل و موضوعات مالی است و عنوان این مطلب که فرآیند اوراق بهادارسازی دارایی‌ها دربرگیرنده تمام طیف‌های موجود در قلمروی اسناد و ابزار مالی می‌باشد، حقیقتی بدیهی است. در نتیجه، می‌توان این موضوع را به کل بازار مالی نیز تعمیم داد.

دلایل زیادی وجود دارند که می‌توانند گویای علت افزایش جذابیت این پدیده مالی باشند. سه گروه عمده‌ای که از اوراق بهادارسازی دارایی‌ها منتفع می‌شوند، عبارتند از: شرکت‌های تجاری، بانکها و دولت.

۴-۱- مزایای تبدیل به اوراق بهادار نمودن دارایی‌ها برای شرکت‌ها

اوراق بهادارسازی دارایی‌ها از جمله روش‌هایی است که احتمال دارد یک شرکت جهت تامین مالی دارایی‌های خود به کار برد. به طور کلی هفت دلیلی که می‌توان برای چرایی استفاده از فرآیند اوراق بهادارسازی دارایی‌ها به وسیله شرکت‌ها نام برد عبارتند از:

الف) **افزایش بازدهی سرمایه:** معمولاً فرآیند تبدیل به اوراق بهادار نمودن دارایی‌ها نسبت به تامین مالی به شیوه [سنتی] ترازنامه‌ای^۱ به سرمایه کمتری نیاز دارد؛

ب) **افزایش روش‌های تامین مالی:** در صورت عدم وجود سایر اقسام تامین مالی (در شرایط رکودی، بانک‌ها اغلب تمایلی به اعطای وام ندارند و طی دوران رونق اقتصادی نیز در اکثر مواقع نمی‌توانند پاسخگوی تقاضای وام مشتریان خود باشند)؛

ج) **بهبود بازدهی دارایی‌ها:** فرآیند اوراق بهادارسازی‌ها می‌تواند منبع ارزانی برای تامین مالی باشد، گرچه این موضوع به هزینه‌های مربوط به منابع تامین مالی جایگزین ارتباط دارد؛

^۱ - On-balance Sheet.

- د) متنوع نمودن منابع مالی دست‌یافتنی: به طوری که وابستگی به منابع بانکی یا وجوه اندک نهادهای مالی کاهش می‌یابد؛
- ه) کاهش میزان مواجهه با ریسک اعتباری: برای دارایی‌های خاص (برای نمونه، زمانی که نوع وام‌دهی مرتبط با ترازنامه گسترش می‌یابد، اوراق بهادارسازی دارایی‌ها می‌تواند موجب حذف برخی از دارایی‌ها از ترازنامه شرکت گردد)؛
- و) هماهنگی و تنظیم منابع مالی جهت دستیابی به انواع معینی از دارایی‌ها: از لحاظ فنی، دارایی‌های رهنی دارایی‌هایی ۲۵ ساله هستند و بخشی از آنها بایستی با ابزارهای بلندمدت تامین مالی شوند؛ معمولاً تبدیل به اوراق بهادار نمودن دارایی‌ها موجب تقویت روش‌های تامین مالی با سررسید بلندمدت‌تر از آنچه که در سایر بازارها وجود دارند می‌شود؛
- ز) کسب مزیت نظارتی و سیاست‌گذاری^۱: از آن جایی که معمولاً فرآیند اوراق بهادارسازی دارایی‌ها مخاطراتی که موجب نگرانی برخی از ناظران و قانونگذاران می‌شوند را برطرف می‌نماید، از نظر وجود برخی از شیوه‌های تامین مالی می‌تواند منافی را به دنبال داشته باشد (به عنوان نمونه، در کشور انگلستان شرکت‌های وام ساختمان^۲ فرآیند اوراق بهادارسازی دارایی‌ها را به عنوان ابزاری جهت کنترل موانع موجود در برابر توانایی‌های تامین مالی وسیعشان مورد توجه قرار می‌دهند).
- ۴-۲- نقاط قوت و ضعف تبدیل به اوراق بهادار نمودن دارایی‌ها برای بانک‌ها:
- به طور خلاصه، منافع فرآیند اوراق بهادارسازی دارایی‌ها برای بانک‌ها به شرح زیر است (بردی، ۱۹۹۸):

^۱ - Regulatory Advantage.

^۲ - Building Societies.

دستیابی به عده بیشتری از سرمایه‌گذاران و منابع ارزان‌تر تامین مالی: معمولاً اوراق بهادار منتشرشده توسط شرکت با مقصد خاص (ناقل)^۱ از رتبه اعتباری خوبی برخوردارند. در نتیجه، هزینه جذب وجوه می‌تواند پایین‌تر از زمانی باشد که بانک مستقیماً اقدام به افزایش وجوه از طریق اخذ سپرده‌ها نماید. علاوه بر این، احتمالاً اوراق بهادار برای سرمایه‌گذارانی که شاید خواستار سرمایه‌گذاری به صورت سپرده‌بانکی نباشند جذاب خواهد بود؛ **آزاد شدن سرمایه و افزایش بازدهی آن:** تبدیل به اوراق بهادار نمودن دارایی‌ها موجب حذف و خارج شدن دارایی‌ها از ترازنامه بانک ابداع‌کننده شده به طوری که، امکان اختصاص سرمایه به سایر نیازها را فراهم می‌آورد. همچنین، از آنجایی که بانک‌ها به روند کسب درآمد خود از دارایی‌های تبدیل به اوراق بهادار شده ادامه می‌دهند، امکان افزایش بازدهی سرمایه وجود خواهد داشت؛

کمک به مدیریت «عدم تطابق زمانی»^۲ بدهی و دارایی‌ها: براساس سیستم سنتی وام‌دهی و وام‌گیری ترازنامه‌ای، سررسید دارایی‌ها تمایل به بلندتر بودن از سررسید بدهی‌ها دارد. فرآیند اوراق بهادارسازی دارایی‌ها عملاً موجب افزایش درجه نقدینگی دارایی بانک‌ها شده و فرصتی را فراهم می‌آورد تا مدیریت ترکیب نادرست سررسیدها، با انعطاف‌پذیری بیشتری انجام شود؛

^۱ - Special Purpose Vehicle: درباره این نهاد واسطه‌ای - که (SPE) Special Purpose Entity و Special Purpose Company نیز نامیده می‌شود - برابری فارسی گوناگونی ارائه شده است، از جمله: "ناقل" (فقهی کاشانی، ۱۳۸۵: ۲)؛ "شرکت با مقصد خاص" (نجفی، ۱۳۸۵: ۳۷) و "شرکت واسطه" (ایدرو فاینانس، ۱۳۸۵: ۲۳) - واژه "ناشر" و "واسط" را نیز می‌توان به کار برد - م.

^۲ - Mismatch.

کاهش ریسک اعتباری، ریسک میزان بهره و نقدینگی: در وضعیتی که اوراق بهادارسازی دارایی‌ها به نحوی شایسته سازمان‌دهی شده باشد، بانک منشأ^۱ می‌تواند ریسک‌های نقدینگی، میزان بهره و اعتباری را به شخص ثالثی انتقال دهد؛

تولید و ایجاد درآمد حق‌الزحمه^۲: بانک می‌تواند با تبدیل به اوراق بهادار نمودن دارایی‌های خود بدون داشتن مسئولیتی در قبال ارائه خدمات به آنها درآمدی را تولید نماید که تحت تأثیر نوسان‌های میزان (نرخ)‌های بهره قرار نمی‌گیرد؛

صرفه‌جویی‌های ناشی از گسترش مقیاس تولید^۳: چنانچه بانکی دارای توانایی لازم جهت افزایش وام نباشد، اگر بتواند ظرفیت خود را از طریق اوراق بهادارسازی دارایی‌ها بهبود بخشد، علی‌رغم تداوم ارائه خدمات به آنها به جای دریافت حق‌الزحمه قادر خواهد بود تا از مزیت صرفه‌جویی‌های ناشی از مقیاس در ایجاد وام و ارائه خدمات نیز برخوردار شود.

در کنار مزایای یاد شده، نقاط ضعف و دغدغه‌هایی نیز وجود دارند که برخی از آنها عبارتند از:

ریسک اعتباری: تقویت اعتباری شخص ثالث (یک موسسه مالی) می‌تواند پرهزینه باشد. بنابراین، بانک‌ها اغلب، زمینه تقویت اعتباری را خودشان فراهم می‌آورند. دیدگاهی که در این باره وجود دارد دالّ بر انتقال دارایی‌ها به خارج از ترازنامه می‌باشد. در برخی از موارد، ریسک اعتباری ناشی از این اقدام معادل ریسکی خواهد بود که در صورتی که بانک خود اقدام به نگهداری وام‌ها می‌کرد با آن روبه‌رو می‌شد. دلیل آن نیز این است که می‌توان انتظار داشت تنها بخش معینی از وام‌گیرندگان دچار نکول وام‌های خود شوند. چنانچه این زیان‌ها بسیار

^۱ - Originating Bank.

^۲ - Fee Income.

^۳ - Economies of Scale.

بالاتر از سطوح گذشته باشند - معمولاً در صورت دریافت «وثیقه بیشتر»^۱ - تنها در این صورت است که بانک در وضعیت بهتری نسبت به زمانی که خود نگه‌دارنده وام‌ها بود قرار خواهد گرفت؛

ارائه خدمات در شرایط وجود موسسه‌های وابسته به یکدیگر: بانک‌هایی که وام‌های خود را تبدیل به اوراق بهادار می‌سازند، اغلب برای شرکت با مقصد خاص (ناقل) - که نگه‌دارنده وام‌هاست - خدمات بانکی و سازمان‌های اجرایی گوناگونی را فراهم می‌آورند. در شرایطی که چنین خدماتی بر اساس روابط و شرایط مطلوب‌تر از آنچه برای اشخاص غیرمرتبط وجود دارد فراهم شود، ممکن است بانک بدون تشخیص صریح اینکه چه رویدادی در حال وقوع است، عملاً متحمل زیان‌های اعتباری مربوط به وام‌ها شود؛

ریسک ضمنی: چنانچه مجموعه وام‌های تبدیل به اوراق بهادار شده آن‌گونه که انتظار می‌رود عملکرد مثبتی نداشته باشد و زیان‌های به وجود آمده به سطحی افزایش یابند که زمینه خسارت دیدن دارندگان اوراق بهادار را فراهم آورند، این احتمال وجود دارد که بانک از نظر اخلاقی به اعطای کمک مالی به شرکت مسئول انتشار اوراق بهادار (ناقل) وادار شده یا اینکه زیان‌های سرمایه‌گذاران را جبران کند، گرچه از نظر قانونی ناگزیر به چنین کاری نیست. با وجود این، احتمال وقوع چنین اقداماتی وجود دارد و دلیل آن نیز این است که بانک نیازمند حفظ شهرت و رابطه خود با مشتریان می‌باشد؛

تقلیل کیفیت دارایی‌ها: هنگامی که بانک‌ها اقدام به اوراق بهادارسازی بهترین انواع دارایی‌های خود می‌کنند این ریسک وجود دارد که کیفیت کلی دارایی‌های موجود در ترازنامه کاهش یابد، و دلیل آن نیز این است که احتمال تبدیل به اوراق بهادار نمودن دارایی‌های با کیفیت بالا بیشتر است. موضوعی که در اینجا پیش‌روی ناظران قرار دارد تنها این نیست که آیا

^۱ - Over Collateralized.

نیازهای سرمایه‌ای در ارتباط با پوشش ریسک غیرسیستماتیک^۱ موجود در دارایی‌های مالی بانک - که به صورت اوراق بهادار هستند - مناسب و مورد پذیرش‌اند یا خیر؟ بلکه آنان بایستی موضوع «نیازهای سرمایه‌ای نظارتی»^۲ مرتبط با دارایی‌های مخاطره‌آمیزتری که در حساب‌ها و دفاتر باقی مانده‌اند را نیز مورد توجه قرار دهند؛

هزینه‌ها: استقرار و اداره برنامه‌ها و تدابیر تبدیل به اوراق بهادار نمودن دارایی‌ها، بویژه در صورت اندک بودن مقدار دارایی‌ها جهت اوراق بهادارسازی می‌تواند پرهزینه باشد. در عمل، وجود هزینه‌های حقوقی، هزینه موسسه‌های رتبه‌بندی و سایر هزینه‌های وابسته می‌تواند فرآیند تبدیل به اوراق بهادار نمودن دارایی‌ها را غیر اقتصادی نماید؛

محدودیت انعطاف‌پذیری عملیاتی: شیوه مدیریت و اداره وام‌ها و حل و فصل بدهی‌های عقب‌افتاده بایستی از پیش مورد توافق قرار گیرد. این موضوع، موجب کاهش انعطاف‌پذیری بانک در مدیریت ارتباط با مشتری و عملی نمودن دستورالعمل‌های اداری می‌شود؛

پیچیدگی: پروژه‌های اوراق بهادارسازی دارایی‌ها می‌تواند به شدت پیچیده باشد. لذا، ممکن است برای بانک اطمینان از این موضوع دشوار باشد که ریسک‌های ناشی از فرآیند اوراق بهادارسازی دارایی‌ها قابل تشخیص بوده و بتوان به طور شایسته‌ای آنها را مدیریت کرد. (بردی، ۱۹۹۸: ۷-۶).

^۱ - در متن اصلی، واژه Residual Risk آورده شده - که در برخی از متون، هم‌معنا با «Unsystematic Risk»، «Diversifiable Risk»، «Unique Risk» و «Idiosyncratic Risk» به کار گرفته شده است. این ریسک ناشی از ویژگی‌های خاص فعالیت یک شرکت بوده و می‌توان آن را از طریق تنوع‌بخشی و پرگونه‌سازی (Diversification) کاهش داده و تا حدودی کنترل کرد. واژه «ریسک قابل کنترل» و «ریسک خاص» را نیز می‌توان برای آن به کار برد. م.

^۲ - Regulatory Capital Requirements: منظور حداقل سرمایه مورد نیاز از دیدگاه بخش نظارت می‌باشد. م.

۴-۳- تاثیر اقتصادی اوراق بهادارسازی دارایی‌ها و مزایای آن برای دولت‌ها:

دولت می‌تواند از تکنیک اوراق بهادارسازی - که در زمینه اجرای سیاست‌های عام‌المنفعه، فواید و کاربردهای بالقوه‌ای دارد - بهره‌برداری کند. این کاربردها شامل: تامین مالی کارا تر، اصلاح و بهبود ترازنامه، مدیریت بهتر ریسک و بهبود سیاست مالی می‌باشند. با وجود این، دو عامل موجب محدود شدن گسترده‌گی مزایای یاد شده می‌گردند.

نخست، توانایی دولت در اخذ مالیات، این امکان را فراهم می‌سازد که با هزینه‌های اندک اقدام به استقراض نماید. بنابراین در شرایطی که نیازهای مالی دولت قابل پیش‌بینی باشد، بهره‌گیری از تکنیک تبدیل به اوراق بهادار نمودن دارایی‌ها، گزینه‌ای پرهزینه خواهد بود. دیگر اینکه، کثرت و شدت «میزان ریسک»^۱ مالی - که وضعیت بودجه دولت را تحت‌الشعاع خود قرار می‌دهد - امکان برآورد منافع حاصل از مدیریت ریسک ناشی از به‌کارگیری تکنیک اوراق بهادارسازی را نیز دشوار می‌نماید.

استفاده از فرآیند اوراق بهادارسازی دارایی‌ها جهت افزایش درجه اعتبار مالی، دارای چهارچوب خاصی به ویژه در قلمروی کسور بازنشستگی بوده و تداوم‌پذیری و میزان اعتبار سیاست در پیش گرفته شده، عوامل تعیین‌کننده موفقیت آن محسوب می‌شوند. از سوی دیگر، شرط لازم فرآیند موفق تبدیل به اوراق بهادار نمودن حقوق بازنشستگی کارکنان دولت، داشتن تاریخچه و شرح حال مخارج پایدار از نظر مالی و نیز مدیریت کارآمد هر یک از «دارایی‌های حمایتی و کمکی»^۲ می‌باشد (داویس، ۲۰۰۰: ۱۶).

^۱ - Exposure: میزان ریسکی است که یک وام‌دهنده یا سرمایه‌گذار تحمل نموده و مدیریت می‌نماید. به عبارت دیگر، مقدار پولی است که احتمال دارد یک سرمایه‌گذار - چنانچه سرمایه‌گذاری‌اش با شکست مواجه گردد - از دست بدهد (کولین، ۲۰۰۳: ۱۳۱). واژه «حدود» یا «دامنه» ریسک و «میزان خطر پذیری» را نیز می‌توان برای آن به کار برد - م.

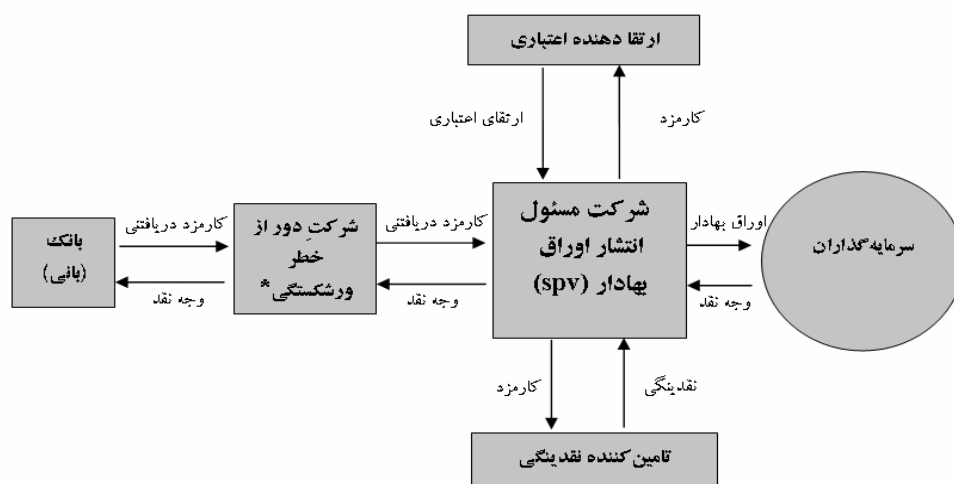
^۲ - Supporting Assets: دارایی‌هایی هستند که جهت افزایش کارایی و اثربخشی دارایی‌های اصلی ایجاد شده و به کار می‌روند، از قبیل: سرمایه انسانی، سیستم‌های خودکار شدن ماشین‌آلات و سیستم‌های اطلاعات (www.automationworld.com/view-1796) - م.

فرآیند اوراق بهادارسازی دارایی‌ها به دلیل داشتن تاثیرهای بسیار زیاد می‌تواند به عنوان یک ابزار اقتصادی برای دولت‌ها در نظر گرفته شود. این آثار عبارتند از: تسهیل فرآیند ابداع و پیدایش بازارهای گوناگون در حوزه مطالبات مالی؛ متنوع نمودن دارایی‌های مالی موجود؛ تشویق پس‌اندازها؛ کاهش هزینه‌ها؛ تنوع‌بخشی ریسک‌ها و تمرکز بر استفاده بهینه از منابع - و نه مالکیت آنها (برای اطلاع بیشتر، ر.ک. به: کوتاری، [بی‌تا]: ۲۱-۱۸).

تمام مزایای پیش‌گفته مؤید این استدلال است که در آینده، تبدیل به اوراق بهادار نمودن دارایی‌ها صنعتی رو به رشد خواهد بود. از این رو، بانک‌های اسلامی بایستی ابزارها و محصولات مالی خودشان را بر اساس فرآیند اوراق بهادارسازی دارایی‌ها مورد توجه قرار دهند؛ گرچه، لازم است روش‌های تبدیل به اوراق بهادار نمودن هر یک از دارایی‌ها به خوبی شناخته شده و آنگاه جهت برآورده کردن دستورها و هنجارهای اسلامی تعدیل شوند.

۵- مراحل تبدیل به اوراق بهادار نمودن دارایی‌ها:

روش استاندارد پذیرفته شده‌ای برای تبدیل به اوراق بهادار نمودن دارایی‌ها وجود ندارد و فنون جدید نیز پیوسته در حال پیشرفت هستند. با وجود این، برای انجام این کار، فرآیند اوراق بهادارسازی دارایی‌ها از منظر بانک «متعارف» مورد بررسی قرار خواهد گرفت. در ادامه، مراحل متداول‌تر فرآیند تبدیل به اوراق بهادار کردن دارایی‌ها به صورت نمودار ارائه شده است:



مأخذ: Jeffrey.2002

* Bankruptcy Remote Entity: شرکت تابعه یا وابسته‌ای است که ساختار دارایی و بدهی، و نیز وضعیت حقوقی و قانونی آن، تعهداتش را حتی در صورت وقوع ورشکستگی شرکت اصلی یا ضامن، تأمین می‌نماید (<http://riskinstitute.ch/00010480.htm>) - م.

۵-۱- انتخاب مجموعه‌ای از وام‌ها

نخستین گام در فرآیند اوراق بهادارسازی دارایی‌ها گزینش یک مجموعه از وام‌های همانند، مثلاً مطالبات کارت‌های اعتباری^۱ یا وام‌های رهنی مسکونی^۲ می‌باشد. ضرورت این مرحله این است که مجموعه گفته شده بایستی حاوی تعداد زیادی از وام‌ها بوده و تا حد ممکن دارای ویژگی‌های مشابه یکدیگر نیز باشند. این اقدام، امکان پیش‌بینی‌های آماری رفتار

^۱ - Credit Cards Receivables.

^۲ - Residential Mortgages.

آینده و بویژه به نحو شایسته و معقولی، پیش بینی درست میزان (نرخ)های نکول^۱ را نیز ممکن می‌سازد. به علاوه، این امکان را نیز به وجود می‌آورد که اوراق بهادار به گونه‌ای سازمان‌دهی شوند که تا حد زیادی سرمایه‌گذاران را در برابر ریسک اعتباری محافظت نمایند. بانک‌ها می‌توانند وام‌های خود را تبدیل به اوراق بهادار نمایند، همچنین در صورتی که شخص ثالث به جای اینکه یک بانک باشد در قالب یک «منشأ» فعالیت کند، بانک‌ها می‌توانند وام‌های خریداری شده از آن را نیز تبدیل به اوراق بهادار نمایند.

۵-۲- فروش وام‌ها به واسط (ناشر)

زمانی که مجموعه بزرگ و مناسبی از دارایی‌ها ابداع و برقرار شد، به عنوان یک بدره مورد تجزیه و تحلیل قرار گرفته و سپس به یک شخص ثالث - که معمولاً یک شرکت با مقصد خاص (SPV) و با هدف تامین مالی دارایی‌ها می‌باشد - فروخته شده یا واگذار می‌گردد. در واقع، بایستی یک نوع انتقال مطالبات به موسسه‌ای مستقل صورت گیرد. در اصطلاح حقوقی، انتقال حساب‌های دریافتی «واگذاری مطالبات»^۲ نامیده می‌شود. در این مرحله، فروش مطالبات بایستی به طور واقعی صورت گرفته و صرفاً هدف از این اقدام، تامین مالی به منظور امنیت مطالبات نباشد. این واگذاری، بانک یا موسسه بانی را قادر می‌سازد تا دارایی‌ها را از ترازنامه خود خارج کند.

درباره دلیل منطقی ایجاد یک شرکت با مقصد خاص (SPV) می‌توان گفت از آنجایی که فرآیند اوراق بهادارسازی دارایی‌ها مستلزم انتقال از منشأ می‌باشد، به دلیل گوناگونی آنها - همانند تنوع سرمایه‌گذاران فعال در این بخش - واگذاری مستقیم این گونه مطالبات به سرمایه‌گذاران، نامناسب و تا اندازه‌ای غیرممکن به نظر می‌رسد. به علاوه، از آنجایی که اوراق

^۱ - Default Rates.

^۲ - Assignment of Receivables.

بهادار منتجه و منتشره اساساً قابل دادوستد بوده و به نوعی سرمایه‌گذاری کوتاه‌مدت^۱ محسوب می‌شوند، ممکن است «سرمایه‌گذاران حرفه‌ای و اصلی»^۲ بازار به تبدیل و معاوضه آنها ادامه دهند. بنابراین، بایستی نهادی واسطه‌ای^۳ ایجاد شود که به نمایندگی و از سوی سرمایه‌گذاران مطالبات و دارایی‌های مالی را نگهداری نماید. این موسسه مستقل به منظور دادوستد و فعالیت مالی ایجاد شده و لذا به عنوان یک شرکت با مقصد خاص (ناقل) قلمداد می‌شود. گستره کارکرد این شرکت از مجرای صرف یا نهاد واسطه‌ای بودن تا اجرای نقش موثرتر در زمینه سرمایه‌گذاری مجدد یا تغییر شکل جریان‌های نقدی ناشی از دارایی‌های واگذار شده به آن می‌باشد و این دامنه عملکرد موضوعی است که به اهداف نهایی به کارگیری فرآیند اوراق بهادارسازی دارایی‌ها بستگی دارد.

از آنجایی که شرکت با مقصد خاص (ناقل) نمی‌تواند به طور مستقیم هیچ فردی را در استخدام خود داشته باشد، لذا شیوه اداره و سرپرستی دارایی‌های این شرکت بایستی کاملاً به صورت «قرارداد فرعی»^۴ باشد. یکی از اسناد عمده و اصلی اداره و کنترل شرکت واسطه (ناقل)، «قرارداد اداری»^۵ است. این توافق، قراردادی است که به طور معمول بین شرکت ناشر اوراق (SPV) و «منشأ» - که در حکم یک «مقام اداری»^۶ رفتار می‌کند - منعقد می‌گردد. به علاوه، در این پیمان، تمام وظایف ضروری که به شرکت متولی انتشار اوراق بهادار (ناقل) اجازه می‌دهد تا فعالیت‌های مالی‌اش را اداره و رهبری نماید، شرح داده شده است. این وظایف عبارتند از: وصول روزانه وجوه؛ اداره و کنترل حساب بانکی و مالیات‌بندی (در انگلستان این

^۱ - Marketable Security

^۲ - Base Investors.

^۳ - Intermediary.

^۴ - Subcontracted.

^۵ - Administration Agreement.

^۶ - Administrative Capacity.

امور معمولاً شامل مواردی همچون: مالیات بر درآمد شرکت^۱؛ پیش پرداخت مالیات بر درآمد شرکت؛ مالیات بر ارزش افزوده^۲؛ مالیات و کسور تکلیفی^۳ و عوارض (حق) تمبر^۴ نیز می‌شوند). همچنین در خصوص قوانین مربوط به فعالیت‌های این نهاد واسطه‌ای «ماده حقوقی» دور از ورشکستگی بودن^۵ گنجانده شده که مصونیتی قانونی در برابر مطالبات ناشی از ورشکستگی بانی بوده و نیز مانع از افزایش ریسک اعتباری شرکت با مقصد خاص (ناقل) نزد سرمایه‌گذاران می‌شود^۶. بنابراین، معمولاً اداره دارایی‌ها به صورت «قرارداد فرعی» بوده و به عهده منشأ - که در اینجا بانک، مدنظر می‌باشد - خواهد بود.

۵-۳- انتشار اوراق بهادار

زمانی که شرکت با مقصد خاص (ناقل) دارایی‌ها را به تملک خود درآورد جهت تامین هزینه خرید وام‌ها از بانک اقدام به انتشار اوراق بهادار (به عنوان مثال، اوراق قرضه) خواهد نمود. این اوراق بهادار به نحوی سازماندهی می‌شوند که اصل و بهره آنها از طریق جریان‌های

^۱ - Corporation Tax: مالیاتی است که از سود و افزایش ارزش سرمایه (Capital Gain) شرکت‌ها - که پیش از پرداخت سود سهام (Dividend) محاسبه می‌شود - دریافت می‌گردد (کولین، ۲۰۰۳: ۸۱). به علاوه، در برخی از متون دو واژه Corporation Tax و Corporation Income Tax به صورت هم معنا آورده شده‌اند (برای اطلاع بیشتر، ر.ک. به: مریدی، ۱۳۸۱: ۴۸۸) - م.

^۲ - Advance Corporation Tax: مالیاتی است که پیش از پرداخت مالیات اصلی شرکت و در هنگام تقسیم سود سهام پرداخت می‌گردد. این مبلغ پیش پرداخت، در زمان سررسید مالیات اصلی شرکت از آن کسر می‌شود (کولین، ۲۰۰۳: ۸). البته این نوع از مالیات در سال ۱۹۹۹ منسوخ گردید - م.

^۳ - Value Added Tax (VAT).

^۴ - Withholding Tax.

^۵ - Stamp Duty.

^۶ - Bankruptcy Remote Clause.

^۷ - در خصوص ایجاد یک شرکت ناقل (SPV) بایستی مجوزهای قانونی لازم در زمینه به دور از ورشکستگی ماندن نهاد ناقل (SPV) نسبت به منشأ جهت حفاظت از منافع سرمایه‌گذاران از طریق ایمن‌سازی دارایی‌های تبدیل به اوراق بهادار شده اخذگردند (فقهی کاشانی، ۱۳۸۵: ۲۶). همچنین، جداسازی «ریسک اعتباری معطوف به دارایی‌ها» از «ریسک اعتباری نهاد منشأ» نیازمند مستقل بودن ناقل از منشأ می‌باشد (همان: ۴۵) - م.

نقدی ناشی از مجموعه اصلی وام‌ها تامین می‌گردد. با وجود این، میزان (نرخ) بهره اوراق بهادار بیشتر به «نرخ بهره وام‌های کلان»^۱ - در مقایسه با میزان بهره دارایی‌های پایه^۲ - بستگی خواهد داشت. در صورتی که نرخ بهره وام‌های کلان پایین‌تر از «نرخ بهره وام‌های خرد»^۳ باشد، هزینه تامین وجوه می‌تواند کاهش یابد.

۵-۴- تامین «ارتقای اعتباری»^۴

جهت جذاب نمودن اوراق بهادار منتشره توسط نهاد متولی انتشار اوراق بهادار (ناقل) و تامین وجوه با نرخ‌های بهره 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 به دست می‌آید. ارتقای اعتباری صرفاً توافقی است که موجب مصونیت در برابر ریسک اعتباری - که خطر عدم پرداخت وجوه استقرض شده از سوی وام‌گیرنده است - می‌شود. معمولاً ارتقای اعتباری، زیان‌های احتمالی را تا اندازه‌ای - که چندین برابر سطوح ثبت شده قبلی است - پوشش خواهد داد به طوری که، احتمال وقوع هرگونه زیانی برای سرمایه‌گذاران بسیار ضعیف و ناچیز باشد. به‌طور معمول، روش‌های متداول جهت ارتقای اعتباری شامل موارد زیر می‌شوند:

الف) بیمه شخص ثالث^۵؛

^۱ - Wholesale Interest Rates.

^۲ - Underlying Assets.

^۳ - Retail Interest Rates

^۴ - Credit Enhancement.

^۵ - Third Party Insurance

- ب) «اضافه وثیقه»^۱؛ به این معنا که ارزش اسمی وام‌های تحت تملک شرکت با مقصد خاص (ناقل) بیشتر از ارزش اوراق بهادار منتشرشده توسط این نهاد واسطه‌ای می‌شود.
- ج) انتشار «اوراق بهادار درجه دو»^۲: دارندگان این نوع اوراق از نظر دریافت اصل و فرع مطالبات خود در اولویت دوم قرار داشته، و لذا بخش عمده یا تمام ریسک اعتباری وام‌ها را پذیرفته و متحمل می‌شوند؛
- د) تضمین از سوی شخص ثالث؛
- ه) تعهد بانک به بازگشت و وصول وام‌های سررسید گذشته و معوق (غیر جاری)^۳؛
- و) اعطای «امتیاز و یا وجوه اختصاصی غیرمستمر»^۴ به نهاد ناشر اوراق (SPV) جهت ایجاد یک «ذخیره احتیاطی»^۵ در برابر «حذف»^۶ زیان از حساب‌های شرکت.

^۱ - Over Collateralization: این واژه به طور کلی به معنای «دریافت وثیقه، بیش از تعهد وام‌گیرنده» است (<Access Date: 16th July 2007> www.investopedia.com/terms/o/over_collateralization.asp). در بحث ارتقای اعتباری، «اضافه وثیقه» یک روش معمول تقویت اعتباری به حساب می‌آید. بر این اساس ارزش اسمی پرتفوی وام‌ها بیشتر از اوراق بهادار منتشرشده با پشتوانه این وام‌هاست، و لذا اوراق بهادار منتشره با وثیقه بیشتری مواجه هستند. در این روش، چنانچه بازگشت بخشی از وام‌های اعطا شده با تاخیر مواجه و یا نکول شود، پرداخت اصل و بهره اوراق بهادار انتشاریافته با پشتوانه دارایی‌ها (ABS) دچار اختلال نخواهد شد. (<Access Date: 22th July 2007> http://en.wikipedia.org/wiki/credit_enhancement)... م.

^۲ - Subordinated Securities: به این نوع از اوراق بهادار، اوراق بهادار تبعی یا فرعی نیز گفته شده (جهانخانی و پارسیان، ۱۳۷۵: ۲۵۱) و همچنین واژه Junior Security به صورت مترادف با آن به کار رفته است (<Access Date: 22th July 2007> www.investopedia.com/terms/s/subordinateddebt.asp). برابر فارسی «اوراق بهادار متأخر» را نیز می‌توان به آن اطلاق نمود- م.

^۳ - Non-performing Loans.

^۴ - One-off Gift

^۵ - Buffer.

^۶ - Write-off.

۵-۵- تقویت توان نهاد مالی جهت ایفای تعهدات کوتاه مدت

معمولاً، روش‌هایی جهت تقویت نقدینگی (برای مثال، «امکان اضافه برداشت»^۱) نهاد مالی در نظر گرفته می‌شود، به طوری که سرمایه‌گذاران بهره اوراق بهادار خود را به موقع دریافت نمایند حتی اگر برخی از وام‌گیرندگان دچار تاخیر در بازپرداخت وام‌های خود شوند.

۵-۶- مصونیت در برابر «ریسک پایه‌ای (بنیادی)»^۲

در فرآیند اوراق بهادارسازی دارایی‌ها این ریسک وجود دارد که طی زمان نسبت بین نرخ بهره پرداخت شده برای دارایی‌های پایه (وام‌ها) و نرخ بهره اوراق بهادار منتشره تفاوت نماید، مگر اینکه ارتباط و پیوندی بین بازده دریافتی توسط سرمایه‌گذاران و نرخ بهره دارایی‌های پایه (وام‌ها) ایجاد گردد. معمولاً، جهت مصونیت در برابر این ریسک یک نوع «معاوضه»^۳ در نظر گرفته خواهد شد.

۵-۷- رسیدگی به امور وام‌ها

در فرآیند اوراق بهادارسازی دارایی‌ها، اداره یا موسسه‌ای خدماتی در ازای دریافت کارمزد وظیفه رسیدگی و ارائه خدمت در زمینه وام‌ها را بر عهده خواهد گرفت. این امور شامل اداره و مدیریت وام‌ها از قبیل: وصول بهره وام‌ها و در صورت نیاز، تضمین بازگشت اصل مطالبات می‌باشد. در بیشتر موارد، بانک ابداع و اعطاکننده وام‌ها نقش خدمت‌دهنده را اجرا می‌کند. این موضوع به این معناست که ارتباط مشتری با بانک منشأ بدون تغییر باقی مانده و مشتریان نیز متوجه خواهند بود که وام‌های آنان تبدیل به اوراق بهادار گردیده است.

^۱ - Overdraft Facility.

^۲ - Basic Risk: ریسک ناشی از واگرایی قیمت بین دو ابزار (سند) مالی یا دو بازار مرتبط
(<http://www.nzsuperfund.co.nz/index.asp?pageID=2145843663><Access Date: 27th July

2007> م.م.)

^۳ - Swap.

۶- مشکلات تبدیل به اوراق بهادار نمودن دارایی‌ها برای بانکهای اسلامی

آنچه تاکنون مورد بحث قرار گرفته، ساز و کار فرآیند اوراق بهادارسازی دارایی‌ها برای بانک‌ها و سیستم بانکداری متعارف بوده است. با وجود این، از آنجایی که بانکداری اسلامی هنوز در مراحل ابتدایی خود می‌باشد، تمایل دارد تا محصولات بازارهای مالی را مطابق مقررات بانکی و نیز با تطبیق محصولات و ابزارهای سیستم بانکداری متعارف با معیارهای اسلامی بسط و گسترش دهد. تفاوت واقعی بین تبدیل به اوراق بهادار نمودن متعارف و فرآیند اسلامی آن، این است که اوراق بهادارسازی به شیوه سنتی با جریان‌های نقدی سروکار دارد در حالی که دارایی‌های پایه، موضوع اصلی تبدیل به اوراق بهادار نمودن اسلامی را تشکیل می‌دهند. به طور قطعی، تبدیل به اوراق بهادار کردن دارایی‌ها به عنوان یک ابزار و یا محصول مالی اقتباس شده برای بانک‌های اسلامی به حساب می‌آید، زیرا - همان گونه که پیش از این گفته شد - این ابزار مالی، آینده صنعت بانکداری را ترسیم می‌کند. با وجود این، برای بانک‌های اسلامی در پذیرش و تطبیق ابزار اوراق بهادارسازی دارایی‌ها مشکلاتی وجود دارد که در ادامه مورد بررسی قرار می‌گیرند:

الگو و قالب تبدیل به اوراق بهادار کردن دارایی‌ها - که پیش از این به آن پرداخته شد - به طور کامل مطابق «شریعت اسلام»^۱ نیست. برخی از این نقاط ضعف عبارتند از: الف) بهره، در زمان انتشار اوراق قرضه شالوده اوراق بهادارسازی به شیوه متعارف را تشکیل می‌دهد؛ در حالی که در فرآیند اسلامی آن فاقد موضوعیت می‌باشد. از این رو، معمولاً به جای «اوراق قرضه»^۲، «صکوک»^۳ منتشر می‌گردد؛ ب) در زمان درخواست ارتقای اعتباری، موضوع بیمه

^۱- Shari'ah.

^۲- Bonds.

^۳- در باب مقایسه اوراق قرضه مبتنی بر بهره (Bonds) و اوراق بهادار اسلامی (Sukuk)، گفته شده است که یک ورقه قرضه (Bond) تعهد قراردادی است که به موجب آن ناشر متعهد می‌شود تا در تاریخ‌های مشخص،

بایستی به عنوان صنعت «تکافل»^۱ در نظر گرفته شود، و حال آنکه این نوع از بیمه در سطح جهانی کاملاً توسعه یافته نیست؛ چ) درخصوص موضوع نقدینگی، تسهیلات اضافه برداشت به دلیل ماهیت ربوی بودنشان قابل پذیرش نمی‌باشند؛ د) علاوه بر این، بنا به عقیده بیشتر دانشمندان مسلمان، معاوضه انجام شده جهت مصونیت در برابر «ریسک پایه‌ای» به دلیل اینکه این اقدام مستلزم وجود بهره و مبادله پول در ازای پول می‌باشد فاقد وجهه اسلامی است.

با فرض اینکه مهمترین محصول مالی، «مر/بچه»^۲ (قرارداد فروش مبتنی بر بهای تمام شده به اضافه درصد سود معین)^۳ می‌باشد تبدیل به اوراق بهادار نمودن برای بانک‌های اسلامی بدین دلیل دشوار خواهد بود که این فرآیند معادل بیع دین در ازای پول نقد بوده و «بهره محض»^۴ (ربا)^۵ تلقی می‌گردد، مگر اینکه وجه مبادله شده ثابت مانده یا بدره‌ای ناهمگن وجود داشته باشد (عثمانی، ۱۹۹۸: ۱۴۷)؛

دومین محصول فرآیند اوراق بهادارسازی، «اجاره و اقتناع»^۶ (اجاره با اختیار خرید)^۷

اصل و بهره اوراق را به دارندگان آنها بپردازد. در حالی که دارندگان صکوک خواستار مالکیت سودمند مشاع در دارایی‌های پایه هستند. در نتیجه، دارندگان صکوک مجاز به سهیم شدن در درآمدهای ناشی از دارایی‌های پایه و نیز عواید حاصل از فروش دارایی‌های صکوک می‌باشند (<Access Date: 12th Aug 2007> <http://www.financeinislam.com/article/8/1/546>). شایان ذکر است اوراق بهادار اسلامی (صکوک) تحت عنوان «گواهی سرمایه‌گذاری اسلامی» نیز تعریف شده است (پژوهشکده پولی و بانکی، ۱۳۸۵: ۳)۔ م.

^۱ - Takaful: تکافل، گونه‌ای بیمه برای جبران خسارت‌های ناشی از حوادث و تکمیل نظام بانکی بدون بهره. تکافل (بیمه اسلامی) مبتنی بر اصل قرآنی تعاون و به معنای «کمک متقابل میان گروهی» بوده و هر عضوی در حمایت از نیازمندان داخل گروه سهم دارد. این بیمه شبیه «بیمه تعاونی» است (حداد عادل، ۱۳۸۳: ۱-۲)۔ م.

^۲ - Murābahah.

^۳ - Cost Plus Sale.

^۴ - Pure Interest.

^۵ - Ribā.

^۶ - Ijārah wa-Igtinā'

^۷ - Leasing with Option of Purchase.

است. با وجود این، در عمل، امکان مواجه شدن با برخی از مشکلات وجود دارد. مثلاً، ممکن است «قرارداد اداری» شامل شروطی همچون تعمیر و نگهداری دارایی‌ها با مسئولیت بانک (مستأجر)^۱ باشد - که از نظر قوانین اسلامی جایز نیست (عثمانی، ۱۹۹۸: ۱۷۴). به علاوه، «صکوک مشارکت»^۲ نیز ابداع گردیده است.

اوراق صکوک به دلیل لزوم تفکیک از اوراق قرضه - که از بازار ثانویه خوبی برخوردارند - دارای ساختار پیچیده‌ای هستند. از سوی دیگر، بر خلاف اوراق قرضه، صکوک در زمان انتشار توسط ناقل (SPV) بایستی با پشتوانه دارایی باشند. همچنین، یکی از مشکلات دیگری که باید مورد توجه قرار گیرد نسبت کفایت سرمایه است؛

اغلب، الزامات مالیاتی نیز موانعی را برای بانک‌های اسلامی به وجود می‌آورند، زیرا مقادیر آنها از پیش تعیین شده یا در شرایط خاصی امکان تجدیدنظر در آنها وجود دارد.

مشکل دیگر، رتبه‌بندی است؛ بدین معنا که بانک‌های اسلامی، اغلب جهت دست یافتن به استاندارد مورد نیاز بانک‌های متعارف با ناکامی مواجه می‌شوند. (ر.ک. به: آنز^۳، ۲۰۰۲: ۵۲۵-۴۷۱). از این رو، ممکن است پایین بودن رتبه اعتباری موجب دلسردی سرمایه‌گذاران از خرید اوراق صکوک شود (با وجود این، راههای برون رفت از این معضل در حال بررسی است)؛

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*^۴ به نام و به نفع خودش محسوب شده و لذا از

^۱ - Lessee.

^۲ - Mushārah Sukūk

^۳ - Ons.

^۴ - Hawāla

نظر قوانین اسلامی پذیرفته نیست (بدوی^۱، ۱۹۹۸: ۵۲۵-۴۷۱). در این مورد، بایستی یک فروش واقعی صورت گیرد؛

مسئله دیگری که مطرح شده، موضوع مشروعیت جریان‌های نقدی در زمان فروش صکوک به سرمایه‌گذاران است. معمولاً در بازار انواع گوناگون سرمایه‌گذاران وجود دارند و این افراد کسانی هستند که در واقع با عرضه جریان‌های نقدی، به طور مستقیم بانی (منشأ) را در ساختن و افزایش دارایی‌های خود یاری می‌رسانند (مجید^۲، ۲۰۰۴)؛

عدم وجود بازار دست دوم برای صکوک مشکل بزرگی به حساب می‌آید. تاکنون بیشتر بورس‌های اوراق بهادار امکان عرضه این اوراق را در بازارهای رسماً سازمان یافته در اختیار نداشته‌اند. به علاوه، افراد غیرحرفه‌ای در مقایسه با سهام، آگاهی چندانی از صکوک ندارند. لذا، این موضوع می‌تواند اثربخشی تبدیل به اوراق بهادار کردن را برای بانک‌های اسلامی تحت تاثیر قرار دهد. مشکل ایجاد و ابداع یک بازار ثانوی اسلامی در مرحله اول به «میزان/اعتبار شرعی»^۳ ارزش صکوک باز می‌گردد. ارزش این اوراق بایستی دست کم ۵۱ درصد با پشتوانه دارایی باشد - که موجب محدود شدن بازار آن می‌گردد. سپس، از حیث تضمین مناسب جهت ریسک اعتباری موضوع «کیفیت و درجه اعتباری»^۴ مطرح می‌شود. این مسئله نیز به نوبه خود رتبه‌بندی صکوک را تحت الشعاع قرار می‌دهد. قدرت نقد شوندگی نیز به دلیل نبود ابزارهای کوتاه‌مدت با پشتوانه دارایی در بازار مشکل دیگری محسوب می‌شود. از سوی دیگر، بازده نیز موضوع دیگری را به خود اختصاص می‌دهد. موسسه‌های مالی اسلامی قسمت عمده (به طور متوسط ۴۵ درصد) کل دارایی‌هایشان را به صورت نقد نگهداری می‌کنند.

^۱ - Badawi.

^۲ - Majid.

^۳ - Shari'ah Credibility.

^۴ - Credit Quality.

بنابراین، با توجه به اینکه بازار ثانوی به معنای بین‌المللی کردن فعالیت‌های مالی از طریق پیشرفت تکنولوژیکی است، لذا بیشتر این موسسه‌ها با مشکل دیگری هم مواجه هستند. به علاوه، بانک‌های اسلامی قادر به رقابت در بازار جهانی می‌باشند نیز در این فعالیت‌ها حضور چندانی نداشته‌اند.

بانک‌های اسلامی به سختی می‌توانند موضوع ربا را در فرآیند اوراق بهادارسازی نادیده گرفته و از آن اجتناب نمایند. چنانچه شخصی اقدام به انتشار صکوک در بازار نماید بایستی «نرخ بازده داخلی»^۱ مناسبی جهت تضمین سرمایه‌گذاران، متناسب با بازده سرمایه‌گذاریشان مشخص گردد. این موضوع، به خودی خود بحثی است که تاکنون مورد اجماع دانشمندان و محققان قرار نگرفته است. از این گذشته، ارتقا و تضمین اعتباری مستلزم استفاده از خدمات موسسه‌ای مبتنی بر بهره همچون یک «شرکت کاملاً بیمه‌ای»^۲ می‌باشد، لکن در بسیاری از کشورها چنین ساختار اسلامی ایجاد نشده است؛

معمولاً در قرارداد اداری «ماده حقوقی دور از ورشکستگی ماندن» گنجانده می‌شود - که هدف آن برقراری مصونیتی قانونی در برابر مطالبات ناشی از ورشکستگی بانی (بانک) بوده و همچنین مانع از افزایش ریسک اعتباری سرمایه‌گذاران می‌گردد. حال، این استدلال می‌تواند مطرح شود که اگر بانک دارایی را به شرکت با مقصد خاص (ناقل) فروخته است، چگونه کسی می‌تواند مسئولیت دارایی‌ای که از این نهاد واسطه‌ای اجاره شده را به عهده بگیرد؟ از سوی دیگر، چنانچه دارایی به نوعی از بین برود، مسئولیت آن با چه کسی خواهد بود؟ در قضیه^۳ /جاره^۳، تنها در صورتی مسئولیت بر عهده مستأجر خواهد بود که «قصور فاحشی»^۴ رخ داده باشد (عثمانی، ۱۹۹۸: ۱۷۴).

^۱ - Internal Interest Rate.

^۲ - Full-fledged Insurance Company

^۳ - Ijāra.

^۴ - Gross Negligence.

کارشناسان تامین مالی اسلامی راه‌حل‌های متعددی ارائه نموده و در این زمینه مقالات بسیاری ارائه شده است. به عنوان نمونه می‌توان به دومین کنفرانس بین‌المللی بانکداری و تامین مالی تحت عنوان "تبدیل به اوراق بهادار کردن و بازارهای سرمایه" - که طی روزهای ۱۳-۱۲ مارس ۲۰۰۲ در بیروت برگزار گردید - اشاره نمود. با وجود این، مشکلات این فرآیند همچنان به قوت خود باقی مانده و دلیل آن نیز این است که تفاوت‌هایی بین تبدیل به اوراق بهادار کردن با رویکرد اسلامی و صورت متعارف آن وجود دارد. در ادامه به برخی از این موارد در جدول شماره یک اشاره شده است:

جدول ۱: تفاوت بین تبدیل به اوراق بهادار کردن اسلامی و متعارف

معیارها	اسلامی	متعارف
ترکیب دارایی‌ها	دارایی واحد ^۱	دارایی متنوع ^۲
وضعیت ضمانت	معمولاً	بعضی اوقات
رتبه اعتباری توسط موسسه‌های رتبه‌بندی	گهگاه	همیشه
طبقه‌بندی جریان‌های نقدی ^۳	خیر	بله
نقدشوندگی در بازار دست دوم	محدود	قابل توجه
اندازه بازار ^۴	چند میلیارد دلار آمریکا	چند تریلیون دلار آمریکا

Weist, 2003. مأخذ

یکی از موانع عمده در مسیر استفاده گسترده‌تر از فرآیند تبدیل به اوراق بهادار کردن، نگرش سرمایه‌گذاران مسلمان می‌باشد. در حال حاضر، این افراد بینش کاملی از این ابزار نداشته و این دولت‌های اسلامی هستند که عمدتاً خودشان از آن بهره می‌برند. مشکل بعدی،

^۱ - Single Asset.

^۲ - Multi-asset.

^۳ - Tranching of Cashflows.

^۴ - Market Size.

ایجاد سازگاری بین معیارهای شرعی و ارزش‌های پذیرفته شده در نظام حقوقی غیراسلامی می‌باشد و طبیعی است که مدت زمانی جهت تحقق کامل محصولات و ابزارهای شرعی به طول خواهد انجامید. با وجود این، همان‌طور که دانشمندان اسلامی در ارتباط با سایر ابزارها در تلاش جهت یافتن راه‌حلی هستند، صنعت بانکداری اسلامی نیز بایستی در برطرف نمودن مشکلات پیش‌گفته اهتمام ورزد.

۷- تبدیل به اوراق بهادار نمودن و «عدم واسطه‌گری مالی»^۱

علی‌رغم مشکلات موجود در فرآیند در حال توسعه اوراق بهادارسازی 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 عبارتند از: دشواری معاملاتی، مشکل اطلاعاتی و «ریسک انتظاری»^۲ (کوتاری، [بی‌تا]: ۱۵).

تبدیل به اوراق بهادار کردن وام‌ها همانند اوراق قرضه متعارف و نیز «اوراق قرضه بدون وثیقه»^۳ تمام مشکلات یاد شده و همچنین نیاز به وجود واسطه مستقیم را برطرف می‌نماید. این تکنیک از طریق تفکیک و تجزیه وام‌های یک‌کاسه شده به قطعات و اندازه‌های قابل دادوستد، بر مشکل معاملاتی فایق می‌آید. همچنین، از آنجایی که معمولاً اوراق بهادار از طریق عرضه عمومی انتشار یافته و لذا، ویژگی‌های اصلی آنها به خوبی افشا می‌گردد، مشکل اطلاعاتی برطرف می‌شود. از سوی دیگر، با توجه به اعتبار و تضمین مناسب و رتبه‌بندی شدن این اوراق جهت برآوردن نیاز سرمایه‌گذاران، «ریسک انتظاری» نیز از بین می‌رود. بنابراین، می‌توان اذعان نمود که فرآیند اوراق بهادارسازی تا حد زیادی به حذف

^۱ - Financial Disintermediation.

^۲ - Perceived Risk.

^۳ - Debenture.

واسطه‌ها می‌انجامد. به علاوه، واسطه‌زدایی یکی از اهداف مهم خزانهداران شرکت‌های امروزی بوده و از رهگذر این فرآیند، شرکت‌ها می‌توانند به هدف کاهش هزینه تامین مالی فعالیت‌های خود نایل شوند. به دلایل یاد شده، تاکنون از فرآیند تبدیل به اوراق بهادار کردن جهت حذف واسطه‌های مالی استفاده شده است.

با وجود این، تبدیل به اوراق بهادار کردن نیاز به واسطه‌های مالی را برطرف نمی‌کند، بلکه شکل تازه‌ای به نحوه وام‌گیری از نهاد واسطه‌ای می‌دهد. واسطه مالی در فرآیند اوراق بهادارسازی همچنان به عنوان یک خدمت‌دهنده از قبیل «شرکت تامین سرمایه»^۱ یا «ارتقادهنده اعتباری» مفید می‌باشد. به علاوه، این احتمال وجود دارد که در زمینه انتشار «اوراق قرضه بدون وثیقه» و یا به عنوان شرکت ویژه (ناقل) نیز انجام وظیفه کند.

به طور خلاصه، ممکن است تبدیل به اوراق بهادار کردن دارایی‌ها کارکرد اصلی واسطه‌های مالی را - بدون نیاز به حذف آنها - تغییر دهد. همچنین، این فرآیند در پی حذف واسطه‌گری مالی «مبتنی بر منابع مالی»^۲ توسط «موسسه‌های توزیع‌کننده مبتنی بر کارمزد»^۳ می‌باشد. در حالت اعطای مستقیم وام، بانک وام‌دهنده به عنوان یک واسطه چندین نقش را ایفا می‌کند که عبارت بودند از: نقش توزیع‌کننده، به این معنا که منابع مالی مورد نیاز خود را از طریق عده زیاد سرمایه‌گذاران خرد فراهم می‌کند؛ به علاوه، جهت ارائه و یا تمدید وام شرکت‌ها اقدام به برآورد و ارزیابی ریسک‌های اعتباری کرده و در صورت تحقق، به مدیریت آنها نیز مبادرت می‌ورزید. تبدیل به اوراق بهادار کردن دارایی‌ها وظایف پیش‌گفته واسطه‌های مالی را تفکیک و آنها را بین کارگزاران و واسطه‌های گوناگون تقسیم می‌کند، به طوری که قبیل «شرکت تامین سرمایه» وظیفه تدارک منابع مالی، موسسه رتبه‌بندی نقش ارزیابی ریسک

^۱ - Investment Bank.

^۲ - Funds-based.

^۳ - Fee-based Distributors.

اعتباری و یک «صندوق سرمایه‌گذاری مشترک»^۱ مدیریت پرتفوی اوراق بهادار را به عهده خواهد داشت. بدین صورت، فرآیند اوراق بهادارسازی، خدمات متفاوت مبتنی بر کارمزد را جایگزین خدمات مبتنی بر منابع مالی می‌کند.

سیستم سنتی وام‌دهی بانک، چهار نقش را ایفا می‌کند که عبارتند از:

الف) بانی: که به معنای اعطای وام‌هاست؛

ب) تامین وجوه: بدین مفهوم است که وام در ترازنامه ثبت و ضبط می‌گردد؛

ج) ارائه خدمات: وصول اصل و فرع وام‌ها، و

د) «مراقبت و اطلاع‌رسانی»^۲: اعمال نظارت متناوب جهت تضمین از حفظ توانایی مالی وام‌گیرنده در بازپرداخت آن.

سیستم وام‌دهی مبتنی بر اوراق بهادار، امکان فروش دارایی‌ها را در یک مقیاس وسیع فراهم نموده و موجب حذف نیاز به نقش «تامین وجوه» و «مراقبت و گزارش‌دهی» نیز می‌گردد. سیستم وام‌دهی مبتنی بر اوراق بهادار تنها دارای سه مرحله است: ابداع (انشا)، فروش و خدمات‌رسانی. این تغییر از یک فرآیند چهار مرحله‌ای به یک فرآیند سه مرحله‌ای به عنوان «تفکیک»^۳ یا جدایی از سیستم وام‌دهی سنتی قلمداد می‌گردد.

۸- بازار سرمایه

همان‌گونه که پیش از این گفته شد، تبدیل به اوراق بهادار کردن دارایی‌ها آمیزه‌ای از «تامین مالی نظام‌مند»^۴ و بازارهای سرمایه به حساب می‌آید. پس از بحث درباره جنبه ساختاری آن و مزایای تبدیل به اوراق بهادار نمودن، حال به دلیل تسریع روند واسطه‌زدایی

^۱ - Mutual Fund

^۲ - Monitoring.

^۳ - Fragmentation.

^۴ - Structured Finance

توسط بازار سرمایه به چگونگی تحقق فرآیند اوراق بهادارسازی از سوی این بازار پرداخته می‌شود.

شایان ذکر است، رتبه‌بندی علنی و ماهرانه اعتبارگیرندگان زمینه حذف مزیت اطلاعاتی واسطه‌های مالی را فراهم آورده است. موسسه‌های رتبه‌بندی چنان نقش مهم و متقاعدکننده‌ای ایفا می‌کنند که سرمایه‌گذاران غیرحرفه‌ای اعتماد روزافزونی به آنها پیدا کرده‌اند. با وجود این، علی‌رغم پیچیدگی بیشتر ساختار اوراق بهادار اسلامی نسبت به اوراق بهادار متعارف، اغلب موسسه‌های رتبه‌بندی همان تکنیک‌های مورد استفاده در تجزیه و تحلیل و رتبه‌بندی اوراق بهادار متعارف را درباره اوراق بهادار اسلامی نیز به کار می‌برند. موسسه رتبه‌بندی S & P معتقد است عناصر مثبت بانکداری اسلامی از لحاظ سودآوری، سپرده‌های ارزان و پایدار و وفاداری مشتریان، با عواملی از قبیل: قدرت نقدشوندگی کمتر، ریسک تمرکز بیشتر و ساختار ضعیف‌تر نظارت و تدوین مقررات، روش‌های حسابداری و افشای اطلاعات خنثی می‌شود (زمان، ۲۰۰۳: ۲-۳). خاطرنشان می‌سازد فرآیند رتبه‌بندی شامل مراحل زیر می‌باشد:

- الف) بازنگری بسته اطلاعاتی نوشته شده - که توسط ناشر آماده شده است؛
- ب) برگزاری جلسات تخصصی در سطوح عالی مدیریت توسط موسسه رتبه‌بندی جهت افزایش درک نوع کسب و کار؛
- ج) ارائه تحلیل از وضعیت نهاد مالی مربوط توسط تحلیلگران موسسه به کمیته رتبه‌بندی - که بر اساس برخی معیارها اقدام به رتبه‌بندی خواهد کرد؛
- د) اعلام رتبه مشخص شده به ناشر و انتشار آن در بازار؛
- ه) برقراری ارتباط مستمر بین موسسه سنجش رتبه اعتباری و ناشر اوراق.

جهت پذیرفته شدن در بورس اوراق بهادار رعایت برخی شرایط الزامی است. به علاوه اینکه، بورس اوراق بهادار لوکزامبورگ در پذیرش و دادوستد اوراق تفاوتی بین اوراق بهادار متعارف و اسلامی قائل نمی‌شود.

آن‌گونه که به نظر می‌رسد، توسعه بازارهای سرمایه موجب بازتعریف نقش تدوین‌کنندگان مقررات بانکی گردیده است. همچنین، مسئله پیش‌روی «نهاد نظارتی بانک»^۱ خطر تمرکزهای صورت گرفته از سوی بانک بوده، به طوری که بالا رفتن میزان این ریسک، افزایش سطح تدوین مقررات را در پی خواهد داشت. با وجود این، چنانچه دارایی‌ها برای سرمایه‌گذاران در تمام بازار سرمایه توزیع شوند، میزان ریسک نیز پراکنده می‌گردد به طوری که ریسک ذاتی محصولی که می‌بایست به نحو شایسته‌ای ارائه شود نگرانی اصلی تدوین‌کننده مقررات را تشکیل خواهد داد. از سوی دیگر، بازار بهای اوراق بهادار را با توجه به مخاطرات آنها تعیین می‌کند به نحوی که افزایش ریسک، افزایش بازده مورد نیاز را به همراه خواهد آورد. بازارهای سرمایه - جدای از محدودیت‌های اعمال شده از سوی تنظیم‌کنندگان مقررات و سپرده‌گذاران ریسک‌گریز و همچنین سهامداران بانک - به صورتی کارآمد، توازن و همسویی «ترجیحات و توان ریسک‌پذیری»^۲ ناشران (وام‌گیرندگان) را تنها از طریق دادن اطلاعات درجه یک و ضروری به تامین‌کنندگان وجوه (سرمایه‌گذاران بازار سرمایه) به وجود می‌آورند. به علاوه، هرگونه مزیت اطلاعاتی بانک‌ها، اغلب به وسیله سایر ویژگی‌های بازار سرمایه همچون: تنوع روش‌های عرضه اوراق بهادار، انعطاف‌پذیری زمان‌بندی انجام معاملات در بورس و سایر امکانات ساختاری خنثی می‌گردد.

به موازات کاملتر شدن بازارهای سرمایه، از اهمیت واسطه‌های مالی به عنوان مراکز برقراری ارتباط بین وام‌گیرندگان و پس‌اندازکنندگان کاسته شده، لکن به دلیل حضور

^۱ - Bank Supervisory Body.

^۲ - Risk Preferences and Tolerances.

«متخصصان»^۱ بر اهمیت آنها افزوده شده است. نقش این افراد و یا موسسه‌ها عبارتند از: الف) کامل نمودن بازار با ارائه محصولات و خدمات مالی جدید؛ ب) انتقال و توزیع ریسک‌های مختلف از طریق معاملات ساختاری، و ج) از حسن شهرتشان استفاده می‌کنند تا به عنوان «معمد»^۲ وام‌دهندگان و با ارائه تضمین اعتباری شخص ثالث، اختیار ارزیابی اعتباری وام‌گیرندگان را به عهده‌گیرند. این تغییرات نشان‌دهنده گذار از ساختارهای اجرایی سیستم وام‌دهی سنتی به ساختارهای «بازار محور»^۳ جهت تخصیص پول و سرمایه می‌باشد (کوتاری، [بی تا]: ۱۷).

۹- ملاحظات پایانی: بررسی وضعیت تبدیل به اوراق بهادار کردن دارایی‌ها در

کشورهای اسلامی

مجموعه آمار موجود حاکی از آن‌دکه در کشورهای اسلامی تبدیل به اوراق بهادار نمودن دارایی‌ها به طور عمده از سوی دولت‌ها مورد توجه قرار گرفته است. با وجود این، از سال ۲۰۰۳ تاکنون تمایل آشکاری از سوی سایر بخشها نشان داده شده و بازار این ابزار مالی نیز در حال رشد می‌باشد. جدول زیر و نمونه‌های آورده شده گواهی بر این ادعا هستند.

^۱ - Specialists: در برخی مواقع به آنان واژه «بازارساز» و «بازارگردان» نیز اطلاق می‌شود. م.

^۲ - Delegated Monitors.

^۳ - Market-oriented.

ناشران برتر اوراق بهادار اسلامی در سال ۲۰۰۵ (آمار شش ماهه)				
ردیف	ناشر / وام‌گیرنده	کشور	مبلغ (میلیون دلار آمریکا)	سهام (درصد)
انتشار اوراق توسط دولت‌ها				
۱	دولت پاکستان	پاکستان	۶۰۰/۰۰	۸۸/۳
۲	دولت بحرین	بحرین	۷۹/۵۰	۱۱/۷
			۶۷۹/۵	۱۰۰
انتشار اوراق توسط شرکت‌ها				
۱	Jimah Energy Ventures	مالزی	۱۲۷۵/۷۶	۲۳/۰۳
۲	Time Engineering (Musyarakah One Capital Bhd)	مالزی	۶۵۸/۰۲	۱۱/۸۸
۳	PLUS Expressway Bhd	مالزی	۶۳۴/۳۷	۱۱/۴۵
۴	Emirates Airlines	امارات متحد عربی	۵۵۰/۰۰	۹/۹۳
۵	Islamic Development Bank	عربستان سعودی	۵۰۰/۰۰	۹/۰۳
۶	Amlak Finance	امارات متحد عربی	۲۰۰/۰۰	۳/۶۱
۶	Dubai Metals & Commodities Centre	امارات متحد عربی	۲۰۰/۰۰	۳/۶۱
۶	World Bank (International Bank for Reconstruction & Development)	مالزی	۲۰۰/۰۰	۳/۶۱
۷	Durrat Sukuk Company BSC	بحرین	۱۵۲/۵۰	۲/۷۵
۸	Ranhill Powertron Sdn Bhd	مالزی	۱۴۲/۱۴	۲/۵۷
۹	Ranhill Utilities Berhad	مالزی	۱۴۲/۱۰	۲/۵۷
۱۰	Al Marfa'a Al Mali Sukuk Co. B.S.C (Bahrain Financial Harbour)	بحرین	۱۳۴/۰۰	۲/۴۲
۱۱	Commercial Real Estate Company	کویت	۱۰۰/۰۰	۱/۸۱
۱۲	Lembaga Kemajuan Perusahaan Pertanian Ng. Pahang	مالزی	۷۸/۹۲	۱/۴۲
۱۳	Jimah Energy Ventures (SPV)	مالزی	۵۶/۶۵	۱/۰۲
۱۹	Oxbridge Height	مالزی	۲۷/۳۷	۰/۴۹
۲۰	Al Safeena I Ltd	امارات متحد عربی	۲۶/۰۰	۰/۴۷
دولتی + شرکت‌ها: مبلغ کل اوراق بهادار منتشر شده			۶۱۶۸/۷۴	

گرچه پتانسیل بسیار زیادی جهت تبدیل به اوراق بهادار نمودن دارایی‌ها از سوی بانک‌های اسلامی - هم به عنوان شرکت با مقصد خاص (SPV) و نیز در حکم «بانی» - وجود دارد، لکن تاکنون در مقایسه با بازارهای جهانی از حجم دادوستد بسیار اندکی برخوردار بوده است. آن‌گونه که به نظر می‌رسد جامعه کشورهای اسلامی تاکنون در مورد موضوع تبدیل به اوراق بهادار کردن دارایی‌ها به توافق نرسیده‌اند. عواملی که در ادامه به آنها اشاره می‌شود ممکن است زمینه این نارضایتی و عدم اجماع را فراهم آورده باشند:^۱

الف) عدم وجود دارایی‌های مناسب. در واقع، کمبود دارایی‌های مناسب - که بتوانند به روشی قابل قبول تبدیل به اوراق بهادار شوند - احساس می‌گردد؛

ب) عدم وجود بازار ثانوی کاملاً توسعه یافته. تاکنون تنها سه بازار جهت فروش صکوک شناخته شده است که عبارتند از: Laboane در مالزی، بورس اوراق بهادار لوکزامبورگ و بورس اوراق بهادار بحرین؛

ج) بخش عمده تامین مالی اسلامی از طریق *مربحه* 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 با پشتوانه دارایی صورت می‌گیرد، بانک‌ها متمایل به استفاده از عقد *جاره* شده‌اند؛

د) ضعف قابلیت دادوستد در تبدیل به اوراق بهادار کردن دارایی‌ها. به طور کلی، مسلمانان اطلاع‌چندانی 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؛

۱- این مطالب بر اساس مصاحبه با کارشناسان این رشته نظیر: Derek Weist از Arab Investment Corporation و Mushtaq Parker، سردبیر Islamic Banker، گردآوری شده است.

- ه) مانع بعدی می‌تواند «مالیات‌بندی برون‌مرزی»^۱ باشد؛
- و) توافق‌آرا. علمای شریعت‌اسلام درباره مفهوم «قرض» نظریات متفاوتی دارند. این عدم‌اطمینان موجب مطرح شدن مسئله «مقبولیت» در بازار تبدیل به اوراق بهادار نمودن می‌گردد؛
- ز) از آنجایی که دادوستدهای لازم جهت تبدیل به اوراق بهادار نمودن دارایی‌ها به صورت «برون‌ترازنامه‌ای» شکل می‌گیرند، لذا مخاطرات موجود در چنین معاملاتی از سطوح بالایی نیز برخوردارند. همچنین «موافقت‌نامه بال»^۲ به طور کامل صورت قطعی به فرآیند اوراق بهادارسازی دارایی‌ها نداده است. بنابراین، از نظر تدوین مقررات تمهیدات بسیاری بایستی اندیشیده شود؛
- ک) صکوک شرکتی نیز می‌توانند منتشر شوند و این نوع از اوراق از سطوح بالای تنظیم مقررات برخوردار نیستند؛
- خاطر نشان می‌سازد به موازات جهانی‌تر شدن بازارهای سرمایه، اهمیت موضوع رتبه‌بندی به عنوان یک «دریچه اطمینان»^۳ بیش از پیش آشکار می‌گردد. متأسفانه، تنها بعضی از اوراق بهادار اسلامی دارای رتبه اعتباری 'AAA' می‌باشند. به علاوه، عمده صکوک منتشره شده، دولتی (ملّی) هستند. این موضوع گواه این است که تبدیل به اوراق بهادار کردن با رویکرد اسلامی جهت بالا بردن قدرت رقابت‌پذیری خود در بازارهای جهانی نیازمند اصلاحات بسیاری است. تحقق این امر موجب افزایش تعداد سرمایه‌گذاران حرفه‌ای گردیده و در نتیجه به توسعه بازار ثانوی صکوک - که همچنان در مرحله آغازین به سر می‌برد - خواهد انجامید.

^۱ - Cross Border Taxation.

^۲ - Basle Accord.

^۳ - Safety Valve.

دو موضوع بسیار مهم وجود دارد که بانک‌های اسلامی بایستی مدنظر داشته باشند: نخست، چگونگی ایفای همزمان نقش‌های متضاد اوراق بهادارسازی و واسطه مالی. همچنین، کانالیزه کردن جریان‌های نقدی نیز مسئله عمده‌ای است که در نظر گرفتن آن امری ضروری است. دوم اینکه، بانک‌های اسلامی جهت اطمینان از حذف ربا بایستی از شیوه تامین مالی با پشتوانه دارایی‌های واقعی بهره گیرند؛ آنها بایستی در وضعیتی قرار گیرند که بتوانند بر ناپایداری بازار سرمایه فائق آمده و بیش از پیش در مسیر تامین مالی اسلامی حرکت کنند.

سرانجام اینکه موضوع «بیع دین به دین»^۱ همچنان از موضوعات مورد اختلاف نظر علمای اسلامی است. بنابراین، چنانچه فردی مدافع اهمیت فرآیند اوراق بهادارسازی دارایی‌ها برای بانک‌های اسلامی باشد، نتیجه آن به طور تلویحی نیاز به بیشتر شدن این ابزار مالی خواهد بود. به عبارت دیگر، بانک‌های اسلامی بایستی دادوستدهای مبتنی بر دارایی را جایگزین دادوستدهای پولی نمایند.

در پایان، بر اساس استدلال صدیقی^۲ (۲۰۰۰) بایستی اذعان نمود که موفقیت بانک‌های اسلامی، در بین سایر عوامل، به وسیله تبدیل به اوراق بهادار نمودن مشخص خواهد شد. آنها بایستی مطابق با بانکداری متعارف از نقش فعالی نیز برخوردار باشند. خاطرنشان می‌سازد، با وجود اینکه نقاط قوت اوراق بهادارسازی دارایی‌ها بیشتر از نقاط ضعف آن است، لکن توسعه محصولات و ابزارهای مالی اسلامی نیازمند نظریات کارشناسی بیشتری، بویژه جهت پیاده‌سازی آن در یک محیط حقوقی غیراسلامی، است. بنابراین، آنچه نیاز مبرم به اصلاح آن احساس می‌شود هر دو جنبه مقرراتی و حقوقی فرآیند اسلامی تبدیل به اوراق بهادار نمودن دارایی‌هاست.

^۱ - Sale of Debt for Debt (bay al-dayn bi al-dayn): طبق تعریف، «هرگاه در عقد بیع تسلیم مبیع و پرداخت ثمن هر دو زماندار باشد بیع را بیع دین به دین می‌گویند.» (حداد عادل، ۱۳۷۹: ۲۳۳). م.

^۲ - Siddiqi.

فهرست منابع و مآخذ

الف – مؤلف:

1. Brady, Peter (1998). The Regulatory Framework for Securitisation in New Zealand. Available at: <URL: <http://www.Rbnz.govt.nz/speeches/0060353.htm>>.
2. Chew, D. (1995). New Development in Commercial Banking. New York: Blackwell Finance.
3. Davis, Nick (2000). Securitisation: A Public Policy Tool. Treasury Working Paper Series 00/8. New Zealand. Available at:<URL: <http://www.treasury.govt.nz/workingpaper/2000/twp000-8.pdf>>, Access Date: 27 th April 2004.
4. Dow Jones (n.d). Acceptance of Islamic Financial Instruments. Available at: <URL: <http://average.dowjones.com>>, Access Date: 27 th April 2004.
5. Dualeh, S. (1998). Islamic Securitisation: Pracical Aspects. Paper Presented at the world Conference on Banking, July 8-9, 1998, Geneva.
6. Fobozzi, F. J. (ed). (2001). Accessing Capital Markets through Securitisation. New York: Fran J Fabozzi Associates.
7. Greenbuam, S. T. and Thakor, A. (1995). Contemporary Financial Intermediation. New York: The Dryden Press.
8. IFS Newsletter (7th July 2005). ISI Emerging Market's Islamic Financial Information Service (IFIS) Releases Half Yearly Results on Islamic Bonds Market. Available at: <URL: <http://www.securities.com/ifis>>, Access Date: 7th July 2004.
9. Jeffrey, Peter (2002). Acceptability of (Islamic) Financial Instruments for Listing: Key Criteria, Paper Presented at the

- International Conference on Securitisation & Capital Markets: Challenges and Opportunities for Islamic Financial Institutions, organized by AAOIFI, on 11th-13th March 2002, at the Phoenicia Inter-Continental Hotel, Beirut, Lebanon.
10. Kothari, Vinod (n.d.) Securitisation: a Primer. Available at: <URL: <http://www.vinodkothari.com/seccont.htm>>, Access Date: 17th February 2004.
 11. Nicolle, Tim (n.d.). Introduction to Securitisation (2004). Available at :<URL: <http://www.vinodkothari.com/nicolle.htm>>, Access Date: 27th April 2004.
 12. Ons, K. (2002). Credit Rating of Asset Securitisation in Credit Ratings. London: Risk Book.
 13. Securities Commission of Malaysia (2002). Resolution of the Securities Commission Advisory Council of Malaysia. Kuala Lumpur: Securities Council of Malaysia.
 14. Siddiqi N. (2000). "Islamic Banks: Concepts, Precepts and Prospects", Review of Islamic Economics, 9, pp. 21-35.
 15. Usmani T. (1998). Introduction to Islamic Finance. Karachi: Idarah al Isha'at.
 16. Weist, Derek (2003). Securitisation. Paper Presented at the Islamic Real Estate Finance Conference, organized by islamicconferences.com on 21st-23rd July 2003, at the Four Seasons Hotel, London.
 17. Zaman, S. (2003). "Islamic Sukuk Issues", Paper delivered at the 2nd Annual Islamic Finance Summit: Achieving Growth through Dedicated Innovation, organised by Euromoney Conference on 22nd-23rd January 2003 at the Langham Hilton Hotel, London.

ب- مترجم

ب- ۱- منابع فارسی:

- ۱- ایدرو فاینانس، شرکت خدمات مشاوره و تامین منابع مالی ایدرو، (۱۳۸۵)، "اوراق بهادار با پشتوانه دارایی"، روزنامه دنیای اقتصاد، ۸ بهمن، شماره ۱۱۶۴.
- ۲- پژوهشکده پولی و بانکی، (۱۳۸۵)، "صوکوک"، تهران: پژوهشکده پولی و بانکی - بانک مرکزی جمهوری اسلامی ایران.
- ۳- جهانخانی، علی و علی پارسائیان، (۱۳۷۵)، "فرهنگ اصطلاحات مالی"، تهران: شرکت چاپ و نشر بازرگانی وابسته به موسسه مطالعات و پژوهش‌های بازرگانی.
- ۴- حداد عادل، غلامعلی، (۱۳۷۹)، ناظر، "دانشنامه جهان اسلام"، چاپ اول، جلد پنجم، تهران: بنیاد دایرة المعارف اسلامی.
- ۵- حداد عادل، غلامعلی، (۱۳۸۳)، ناظر، "دانشنامه جهان اسلام"، چاپ اول، جلد هشتم، تهران: بنیاد دایرة المعارف اسلامی.
- ۶- عبده تبریزی، حسین، (۱۳۷۳)، "تبدیل به اوراق بهادار کردن وام‌های رهنی: شیوه‌ای نو برای تامین مالی در بخش مسکن"، فصلنامه علمی پژوهشی «تحقیقات مالی»، سال اول، شماره ۱۱: ۹۳-۸۰.
- ۷- عبده تبریزی، حسین، (۱۳۷۹)، "تبدیل به اوراق بهادار کردن"، (<http://www.abdoh.net/securitization.doc>)
- ۸- فرهنگ، منوچهر، (۱۳۷۹)، "فرهنگ علوم اقتصادی"، تهران: نشر پیکان.
- ۹- فقهی کاشانی، محمد، (۱۳۸۵)، "تبدیل به اوراق بهادارسازی دارایی‌ها (وام‌ها) در صنعت بانکداری"، تهران: پژوهشکده پولی و بانکی - بانک مرکزی جمهوری اسلامی ایران.

- ۱۰- قهرمانی، زهرا، (۱۳۸۵)، "مبانی پایه‌ای اوراق بهادار با پشتوانه وام‌های رهنی(۱)"، روزنامه سرمایه، ۲۴ خرداد، شماره ۱۹۹.
- ۱۱- کیومرثی، مسعود، (۱۳۸۴)، "بازار رهن"، روند: نشریه علمی - تخصصی بانک مرکزی جمهوری اسلامی ایران، سال پانزدهم، شماره ۴۶: ۳۹-۲۳.
- ۱۲- مجتهد، احمد و علی حسن زاده، (۱۳۸۴)، "پول و بانکداری و نهادهای مالی"، تهران: پژوهشکده پولی و بانکی - بانک مرکزی جمهوری اسلامی ایران.
- ۱۳- مریدی، سیاوش، (۱۳۸۱)، "فرهنگ مدیریت کسب و کار"، تهران: سازمان مدیریت صنعتی.
- ۱۴- نجفی، مهدی، (۱۳۸۵)، "بررسی فرآیند تامین مالی از طریق انتشار اوراق صکوک"، مجله بورس، شماره ۵۳: ۴۳-۳۶.

ب- ۲- منابع انگلیسی:

- 1- Collin, p.h., (2003), "Dictionary of Banking & Finance", 3rd ed, London: Bloomsbury Publishing PLC.
- 2- <http://en.wikipedia.org>
- 3- <http://www.investopedia.com>
- 4- <http://www.riskinstitute.ch>