

کاربرد صکوک برای تجهیز منابع بانکی با استفاده از تجارب کشور مالزی

محمدنقی نظرپور*

طیبه گل محمدی**

*دانشیار گروه اقتصاد دانشگاه مفید
**دانشجوی کارشناسی ارشد علوم اقتصادی

چکیده

موفقیت در جذب و بهبود کمی و کیفی منابع ورودی به بانکها، زیربنای اصلی فعالیت‌های بانکداری محسوب می‌شود. دستیابی به ساختار و ترکیب بهینه منابع، مستلزم شناخت نیازهای مشتریان و طراحی ابزارهای تجهیز منابع متناسب با نیازهای شناخته شده است. بانک‌های اسلامی در کشورهای مختلف با طراحی ابزارهای خاصی براساس نوع نیازهای مشتریان و علایق آنان از تنوع و تعدد ابزارهای تجهیز منابع برخوردار هستند. طبیعی است بسیاری و گستره منابع بانکی می‌تواند علاوه بر افزایش فرصت‌های سودآوری، ریسک جذب و نگهداری منابع را تا حدود زیادی کاهش داده و در مقام تخصیص منابع پاسخگوی متقاضیان تسهیلات باشد. در قانون عملیات بانکی بدون ربا، در بخش تجهیز منابع پولی، از سپرده‌های قرض‌الحسنه جاری و پس‌انداز و سپرده‌های سرمایه‌گذاری مدت‌دار استفاده شده است. سؤال این است آیا می‌توان علاوه بر ابزارهای موجود، از اوراق بهادار اسلامی (صکوک) برای تجهیز منابع بانکی استفاده کرد؟ تجارب کشورها در این زمینه چیست؟ آیا محدودیت‌های قانونی برای به‌کارگیری آن در ایران وجود دارد؟ بی‌تردید استفاده از ابزارهای جدید با ایجاد تنوع در ابزارها و پوشش دادن سلیقه‌های مختلف سپرده‌گذاران و مالکان وجوه مازاد، می‌تواند کمک شایانی به تجهیز منابع بانکی کند. این مقاله با به‌کارگیری روش تحلیلی-توصیفی به‌دنبال بررسی این فرضیه است که «بهره‌مندی از صکوک ترکیبی مبتنی بر دارایی و بدهی (رهنی) برای تجهیز منابع بانک‌های اسلامی در نظام بانکی ایران امکان‌پذیر است».

با توجه به اینکه روش‌های رایج تجهیز منابع و جذب نقدینگی بانک‌ها پاسخگوی نیازهای بانکداران نیست، نظام بانکی می‌تواند به کمک استفاده از این ابزار نوین اسلامی با توجه به محدودیت منابع و با اتکا به مجموعه وثیقه‌های تسهیلات خود، به انتشار اوراق رهنی اقدام کند و از راه بازار سرمایه به تأمین مالی دست پیدا کند. بدین ترتیب منابع درگیر در تسهیلات به واسطه استفاده از اوراق مبتنی بر بدهی و دارایی دوباره آزاد شده و منابع جدیدی در اختیار بانک‌ها قرار گیرد.

واژگان کلیدی: بانکداری اسلامی، تجارب بانکداری اسلامی، صکوک ترکیبی مبتنی بر دارایی و بدهی (رهنی).

طبقه‌بندی JEL: F52, H55

مقدمه

جمع‌آوری، جلب و جذب انواع سپرده‌ها و تخصیص آن برای تأمین نیازهای مالی فعالیت‌های گوناگون اقتصادی از مهم‌ترین عملیات بانکی به‌شمار می‌رود. بسیاری از بانک‌ها در جریان فعالیت‌های اقتصادی خود، به‌دلایل گوناگون که گاهی از حیطه کنترل آن‌ها خارج است، دچار کمبود نقدینگی می‌شوند. زمانی که یک بانک در دوران شکوفایی اقتصادی قرار دارد با اعطای تسهیلات می‌تواند دامنه دارایی‌های خود را افزایش دهد لیکن در دوران رکود و کمبود نقدینگی نمی‌تواند به‌سادگی این دارایی‌ها را به وجوه نقد تبدیل کند. به‌همین علت با وجود داشتن دارایی‌های گوناگون، تنها به‌دلیل نداشتن نقدینگی لازم، قادر به ادامه فعالیت اقتصادی و ایفای تعهدات خود نیستند و ممکن است با ریسک نقدینگی روبه‌رو شوند. با توجه به اینکه روش‌های رایج جذب نقدینگی نمی‌تواند به‌طور کامل پاسخگوی نیاز بانکداران باشد، استفاده از ابزارهای نوین تجهیز منابع و اجرای آن در نظام بانکی ایران به‌منظور مدیریت نقدینگی امری ضروری است. برای این منظور شناسایی ابزارهای نوین تجهیز منابع و استفاده از تجارب سایر کشورها نقش مهمی در گسترش و رونق منابع بانکی و تحول نظام بانکداری ایران خواهد داشت. در سالیان گذشته بانک‌های ربوی و غیرربوی در کشورهای مختلف برای تجهیز منابع به بازار سرمایه روی آوردند و محصولات و ابزارهای مختلفی را در این حوزه طراحی و خلق کردند که از جمله می‌توان به اوراق بهادار با پشتوانه دارایی^۱ و اوراق بهادار با پشتوانه وام‌های رهنی^۲ اشاره کرد. اولین اوراق بهادار با پشتوانه وام‌های رهنی در سال ۱۹۷۰ از بازار ثانویه وام‌های رهنی آمریکا به وجود آمد که بعدها انتشار این اوراق در بانک‌های کشورهای اسلامی با استقبال فراوان روبه‌رو شد. افزایش تمایل نسبت به پدیده اوراق بهادارسازی دارایی‌ها و بدهی‌ها در بخش بانکداری حاکی از سلامت این محصول مالی در بازار جهانی است. از این‌رو، بانک‌های ایران برای همگام شدن با دگرگونی و تکامل مالی، می‌بایست در گسترش آن، البته در محدوده شریعت اسلام بکوشند. باتوجه به اینکه ماهیت بانکداری اسلامی با ماهیت بانکداری متعارف متفاوت است بعد از گسترش این

^۱ ABS: Asset - Backed Securities

^۲ MBS: Mortgage - Backed Securities

شیوه تجهیز منابع در کشورهای مختلف، این پرسش‌ها مطرح می‌شود که آیا می‌توان علاوه بر ابزارهای موجود از اوراق بهادار اسلامی (صکوک) برای تجهیز منابع بانکی استفاده کرد؟ تجارب کشورها در این زمینه چیست؟ آیا محدودیت‌های قانونی برای به‌کارگیری آن در ایران وجود دارد؟

برای پاسخ به این پرسش‌ها در این پژوهش تلاش شده با استفاده از تجارب کشورهای مختلف اوراق بهادار مبتنی بر دارایی و بدهی به‌منظور تجهیز منابع بانکی، افزایش نقدینگی و اصلاح ساختار ترانزنامه بانک‌ها بر پایه اصول و موازین حاکم بر بانکداری اسلامی معرفی و با به‌کارگیری روش تحلیلی-توصیفی به بررسی این فرضیه بپردازد که «بهره‌مندی از صکوک مبتنی بر دارایی و بدهی (رهنی) برای تجهیز منابع بانک‌های اسلامی در نظام بانکی ایران امکان‌پذیر است». بانکداران می‌توانند به کمک استفاده از این ابزار نوین اسلامی، با توجه به محدودیت منابع و با اتکا به مجموعه وثیقه‌های تسهیلات خود، به انتشار اوراق رهنی اقدام کرده و از راه بازار سرمایه منابع مالی خود را تجدید کنند. بدین ترتیب منابع درگیر در تسهیلات به واسطه استفاده از اوراق بهادار مبتنی بر بدهی و دارایی دوباره آزاد شده و منابع جدیدی در اختیار بانک‌ها قرار گیرد. در چشم‌انداز آینده بانک‌ها از جمله بانک‌ها در بانکداری ایران به تدریج می‌توانند با بهره‌مندی از اوراق رهنی، به تجهیز منابع سرمایه‌گذاران به صورت گسترده‌تری دست یابند.

این پژوهش در چند بخش تنظیم شده است. نخست به بیان اجمالی درباره پیشینه تبدیل دارایی‌های بانکی به اوراق بهادار و پیشینه تحقیق می‌پردازیم. سپس به تجربه کشور مالزی در انتشار صکوک می‌پردازیم. در بخش بعدی به نقاط قوت و ضعف تبدیل به اوراق بهادار کردن دارایی‌ها برای بانک‌ها اشاره می‌شود. سپس به امکان تبدیل تسهیلات بانکی به اوراق بهادار در بانکداری بدون ربا و ارائه الگوهای عملیاتی انتشار اوراق بهادار رهنی در قالب صکوک مرابحه و اجاره و الگوی اوراق بهادار ترکیبی (الگوی پیشنهادی) می‌پردازیم. در پایان مزایای انتشار اوراق رهنی برای بانک‌ها، موانع و مشکلات اجرای اوراق رهنی در بانک‌های اسلامی و جمع‌بندی و نتیجه‌گیری ارائه می‌شود.

۱- پیشینه تبدیل دارایی‌های بانکی به اوراق بهادار

پس از جنگ جهانی دوم با افزایش تقاضای خرید مسکن، بانک‌ها و مؤسسه‌های مالی و اعتباری با تقاضای فراوانی برای وام مسکن روبه‌رو شدند. از این رو کوشش فراوانی صورت گرفت تا منابع مالی بیش‌تری جذب و از این راه، تسهیلات بیش‌تری اعطا شود (Martellini, Praiaulet, Priaulert, 2003: 593- 594).

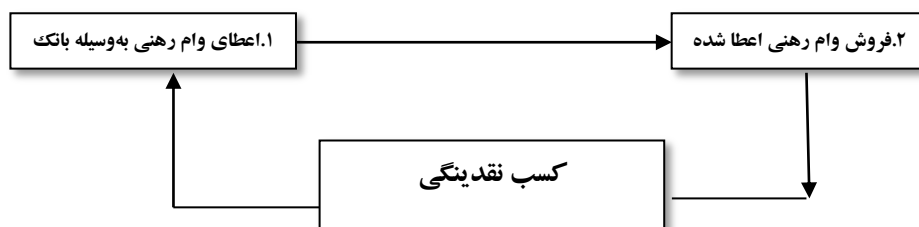
در آن زمان تأمین مالی این وام‌ها بیش‌تر از محل سپرده‌ها بود، بنابراین منابع تأمین مالی بانک‌ها به همین مورد محدود می‌شد. از این رو بانک‌ها (به‌ویژه بانک‌های آمریکایی) برای تأمین مالی به بازار سرمایه و بازار رهن ثانویه رو آوردند و از ابزارهای مالی جدید برای تأمین مالی استفاده کردند. اوراق بهادار با پشتوانه وام‌های رهنی یکی از مهم‌ترین این ابزارها بود. اوراق بهادار با پشتوانه وام‌های رهنی اوراقی هستند که با پشتوانه وام‌های رهنی منتشر می‌شوند. وام‌های رهنی به وام‌هایی اطلاق می‌شود که بانک در برابر اعطای تسهیلات به متقاضی (گیرنده تسهیلات)، سند دارایی را در رهن خود قرار داده است.

انجمن رهن ملی دولتی^۱ آمریکا پرداخت‌های منظم اصل و بهره وام‌های پشتوانه این نوع از اوراق بهادار را برای خریدار تضمین می‌کرد و بدین وسیله ریسک اعتباری اوراق را به صفر کاهش می‌داد، تضمین این وام‌ها به معنای تضمین پرداخت یک رشته اقساط مساوی به‌صورت ماهانه بود. بدین طریق ریسک موجود برای وام‌دهندگان و وام‌گیرندگان کاهش می‌یافت، به این مطلب بیمه رهن نیز اضافه شد و در نتیجه دولت آمریکا جاذبه سرمایه‌گذاری در ابزارهای رهنی را افزایش داد (www.ginniemae.gov).

با تضمین اصل و فرع وام‌ها به روش بیمه، فعالیت نهادهای مالی در این باره بسیار گسترش یافت. با گسترش استفاده از اوراق بهادار با پشتوانه وام‌های رهنی، این اوراق در بازار ثانویه مورد دادوستد قرار گرفت. پدیدآمدن بازار رهن ثانویه سبب شد بازار رهن اولیه یعنی وام‌دهی بلندمدت نیز به نوبه خود گسترش یابد و تأمین مالی بخش مسکن راحت‌تر انجام پذیرد. در حقیقت بازار رهن ثانویه ابزاری شد تا بانک بتواند به‌وسیله آن منابعی که صرف اعطای تسهیلات مسکن کرده است را آزاد کرده و به وجه نقد تبدیل کند و از این راه قدرت

^۱ GNMA: Government National Mortgage Association

وام‌دهی خود را در بخش مسکن افزایش دهد (سروش، ۱۳۸۷: ۱۶۷). می‌توان گفت، هدف از تشکیل بازار رهن ثانویه، تزریق نقدینگی کافی به بازار رهن و آزاد کردن وجوه سرمایه‌گذاری شده بانک‌ها در بازار رهن اولیه از راه فروش وام‌های رهنی اعطا شده است تا بانک‌ها بدین‌وسیله بتوانند وام‌های رهنی بیش‌تری بدهند. در نمودار زیر فرایند کلی تبدیل دارایی‌های بانک به اوراق بهادار آورده شده است.



۲- پیشنهاد تحقیق

بانکداری اسلامی در ایران بیش از یک ربع قرن فعالیت خود توانسته است به پیشرفت‌های مناسبی در حوزه طراحی ابزارهای مالی دست یابد. لیکن ضرورت توسعه و تعمیق ابزارهای مالی اسلامی در کشور، متناسب با گذشت زمان و به‌وجود آمدن نیازهای جدید امری اجتناب‌ناپذیر است. به‌عبارت دیگر ضرورت دارد کارشناسان مالی اسلامی ضمن ارزیابی ابزارهای مالی طراحی شده در بازارهای مالی متعارف و همچنین ابزارهای مالی اسلامی، به طراحی و به‌کارگیری ابزارهای مالی نوین مورد استفاده کشورهای مختلف که با نیازهای کشور و فقه شیعه سازگار باشد، اقدام ورزند. پژوهش‌های مختلفی هم در ایران و هم در خارج از کشور درباره ابزار نوین تجهیز منابع بانکی (تبدیل به اوراق بهادار کردن بدهی‌ها و دارایی‌های بانک‌ها و مؤسسات مالی) انجام شده است. از جمله پژوهش‌هایی که مستقیم و غیرمستقیم به این موضوع پرداخته‌اند می‌توان به موارد زیر اشاره کرد:

اول- دیانگ و همکاران (۲۰۱۳) در پژوهشی با استفاده از شیوه تحلیلی- توصیفی طیف وسیعی از عوامل مؤثر بر تقاضا برای اوراق قابل تبدیل (مانند ریسک‌گریزی، نوع

پرداخت اصل و بهره اوراق قابل تبدیل) را مورد مطالعه قرار دادند. نتیجه به دست آمده بر وجود ارتباط مثبت بین این عوامل و تمایل بیش تر به انتشار اوراق قابل تبدیل به جای سایر گزینه‌های تأمین مالی تأکید داشت. آن‌ها همچنین نتیجه گرفتند که آثار تقاضای سرمایه‌گذاران بر حجم انتشار اوراق قابل تبدیل، به صورت مستقیم و غیرمستقیم مانع از ارزش‌گذاری زیر قیمت اوراق می‌شود.

دوم- احمد منجو (۲۰۰۵) در مقاله‌ای تحت عنوان تبدیل به اوراق بهادار کردن دارایی‌ها، با به‌کارگیری شیوه تحلیلی-توصیفی راهکاری مهم برای بانک‌های اسلامی بیان می‌کند، جهت تولید وجوه نقد، که بهره‌گیری از فرایند اوراق بهادارسازی دارایی‌هاست. در ادامه بیان می‌کند منافع این راهکار می‌تواند هزینه‌های آن را پوشش دهد. به همین دلیل، این پدیده از سوی دولت، بانک‌ها و شرکت‌های تجاری به‌عنوان یک ابزار مالی مهم پذیرفته شده است. در ادامه به ویژگی‌های این اوراق برای بانک‌ها اشاره می‌کند که می‌تواند به صورت معاملات برون ترازنامه‌ای مورد داد و ستد قرار گرفته و به میزان بسیار زیادی مبتنی بر دارایی‌ها باشد.

سوم- موسویان (۱۳۸۹) در مقاله تبدیل دارایی‌های بانکی به اوراق بهادار در بانکداری بدون ربا با شیوه تحلیلی-توصیفی نشان می‌دهد که اکثر تسهیلات اعطایی بانک‌های اسلامی، به‌ویژه تسهیلات فروش اقساطی، اجاره به شرط تملیک، جعاله، خرید دین، مشارکت مدنی و مضاربه، براساس فقه امامیه قابل تبدیل به اوراق بهادار و فروش در بازارهای مالی هستند و از میان تسهیلات اجاره به شرط تملیک و فروش اقساطی بهترین گزینه محسوب می‌شوند.

چهارم- فقهی کاشانی (۱۳۸۵) در کتاب تبدیل به اوراق بهادارسازی دارایی‌ها (وام‌ها) در صنعت بانکداری از دید کاربردی، انواع دارایی‌های قابل تبدیل به اوراق بهادار، هزینه‌های مرتبط با این فرآیند، تسهیلات و شرایط بازاری لازم برای رشد تبدیل دارایی‌ها به اوراق بهادار را مطرح کرده است. همچنین در پیوست کتاب پیش گفته، تبدیل دارایی‌ها به اوراق بهادار براساس ضوابط اسلامی (صکوک) تعریف و افزون بر معرفی انواع صکوک به تجربه‌های انتشار آن در دیگر کشورها نیز پرداخته شده است.

ویژگی و امتیاز مقاله حاضر نسبت به تحقیقات دیگر این است که در این مقاله سعی شده است با بیان مزایا و نقاط ضعف و قوت به کارگیری اوراق مبتنی بر دارایی و بدهی (رهنی) در بانک‌های ایران، ظرفیت‌هایی را که استفاده از این اوراق می‌تواند برای بانک‌ها و مؤسسات مالی داشته باشد برجسته کند. در این مقاله علاوه بر جمع‌بندی مطالب بیان شده در پژوهش‌های انجام شده، الگوی پیشنهادی بیان می‌شود. در الگوی پیشنهادی مشکل ریسک اعتباری سرمایه‌گذاران از طریق بیمه‌کردن تسهیلات بانکی مرتفع و کاهش می‌یابد و از سوی دیگر به دلیل بازدهی اوراق ترکیبی سرمایه‌گذاران در این اوراق اطمینان خاطر بیش‌تری نسبت به سود و بازدهی این اوراق دارند. بنابراین موجب جذب سرمایه‌گذاران بیش‌تری می‌شود.

۳- تجربه کشور مالزی در استفاده از صکوک

ایده اولیه استفاده از ابزارهای اسلامی در بازار پول به دهه ۱۹۸۰ بر می‌گردد. در آن زمان بانک‌های اسلامی برای غلبه بر مسئله نقدینگی، به استفاده از این نوع ابزارها روی آوردند. در جولای ۱۹۸۳، بانک مرکزی مالزی به جای اوراق قرضه دولتی، از اوراق بدون بهره به نام گواهی سرمایه‌گذاری دولتی استفاده کرد. نرخ سود این اوراق از رابطه ثابتی پیروی نمی‌کرد و وابسته به معیارهای گوناگونی مانند شرایط کلان اقتصادی، نرخ تورم و نرخ بازدهی دیگر اوراق بهادار مشابه بود. بدین ترتیب تردید ربوی بودن سود به ظاهر مرتفع می‌شد و افراد مسلمان به خرید این اوراق اقدام می‌کردند (پهلوان و رضوی، ۱۰: ۱۳۸۶).

از سال ۱۹۹۲ بخش خصوصی اقتصاد در مالزی نوعی اوراق قرضه را عرضه کرد که در طراحی آن از بیع العینه و بیع دین استفاده کرده بود. بدین ترتیب تبدیل دارایی‌ها به اوراق بهادار موضوع اصلی انتشار اوراق قرضه اسلامی بود، که دارایی‌های شرکت پشتمانه اوراق قرضه قرار می‌گرفت. شورای مشورتی شریعت اسلام کشور مالزی، اوراق بهادارسازی دارایی‌ها را به منزله روند انتشار اوراق بهادار از طریق فروش دارایی‌های مالی که به‌عنوان دارایی اصلی یک شخص ثالث شناخته می‌شوند معرفی کرده است (کمیسون اوراق بهادار مالزی، ۲۰۰۲: ۴۷).

در دسامبر ۲۰۰۱، شرکت ملی رهن مالزی، طرح جدیدی را برای خرید اوراق اجاره به شرط تملیک ارائه کرد. این طرح و سایر و نیز دیگر انواع طرح‌های مالی اسلامی که مبتنی بر سرمایه‌گذاری‌های صکوک بوده و توسط بانک برهاد (RHB) ارائه شده، سطح توانایی‌های بالای مالزی را در ارائه محصولات مالی اسلامی نوین نشان می‌دهد. طرح ابزارهای رهنی اسلامی سابقه طولانی ندارد، در چند سال اخیر توجه و استقبال کشورهای اسلامی به استفاده از این ابزار بیش‌تر شده و در این زمینه کشور مالزی در طراحی و استفاده از عقود رهنی پیشتاز است (Hassan, 2009:4).

کشور مالزی یکی از معدود کشورهایی است که به‌صورت سازمان یافته و منسجم اقدام به طراحی و انتشار اوراق رهنی اسلامی کرده است. البته از پایه مالزی در زمینه انتشار تمامی انواع اوراق بهادار اسلامی پیشرو بوده و براساس آمارهای موجود بیش از ۸۰ درصد کل صکوک منتشر شده در جهان به‌نحوی مرتبط با بانک‌ها و مؤسسات مالی مالزی بوده است (Akhtar, 2013:22). گرچه قابلیت بسیار زیادی برای تبدیل به اوراق بهادار کردن دارایی‌ها به اوراق رهنی از سوی بانک‌های اسلامی وجود دارد، لیکن تاکنون در مقایسه با بازارهای جهانی از حجم دادوستد بسیار اندکی برخوردار بوده است. در زمینه وام‌های رهنی بازار وام‌های رهنی در ایالات متحده آمریکا اولین نمونه فرایند تبدیل به اوراق بهادار کردن وام‌های رهنی مسکونی بوده است. در این فرایند، قراردادهای وام‌های رهنی متعلق به وام‌دهندگان اولیه به‌شکل جدیدی بسته‌بندی شده و دوباره به سرمایه‌گذارانی فروخته می‌شود که به‌طورمستقیم از جریان درآمدهای ناشی از اصل و بهره سود می‌برند. این جریان درآمدی توسط وام‌گیرندگان انفرادی مسکن تأمین می‌شود.

آن‌گونه‌که به نظر می‌رسد جامعه کشورهای اسلامی تاکنون در مورد موضوع تبدیل به اوراق بهادار کردن دارایی‌ها به توافق نرسیده‌اند. با وجود اینکه نقاط قوت اوراق بهادارسازی دارایی‌ها بیش‌تر از نقاط ضعف آن است، لیکن توسعه محصولات و ابزارهای مالی اسلامی نیازمند نظریات کارشناسی بیش‌تری است. بنابراین، آنچه نیاز مبرم به اصلاح آن احساس می‌شود، هر دو جنبه مقرراتی و حقوقی فرآیند اسلامی تبدیل به اوراق بهادار کردن دارایی‌هاست (Sadiqi, 2000). در واقع تجربه بانک‌های کشور مالزی در انتشار اوراق رهنی کم است، ولی نظام بانکی ما می‌تواند اوراق رهنی طراحی شده در

مالزی را برای تجهیز منابع بانکی و رفع مشکل کمبود نقدینگی بانک‌ها منتشر کند و از مزایای انتشار این اوراق بهره‌مند شود.

موفقیت انتشار صکوک در بازار مالزی بیانگر قابلیت تداوم و موفقیت آتی بازار اوراق بهادار اسلامی است. این کشور شیوه‌های مختلفی را در رابطه با محصولات و خدمات بانکداری اسلامی با توجه به تفاسیر متفاوت از مسائل مربوط به شریعت به کار می‌گیرد که این امر ممکن است پیامدهای متقابلی در رابطه با سرمایه‌گذاری و تجارت ابزارهای اسلامی بین‌المللی داشته باشد. از سوی دیگر نوآوری در خدمات و محصولات بانکداری اسلامی در مالزی، نقش مهمی در گسترش و توسعه صنعت بانکداری اسلامی در جهان ایفا می‌کند. از این‌رو بررسی ابزارهای نوین به کار رفته در نظام بانکی مالزی و نیز مقررات و قوانین ناظر بر آن‌ها می‌تواند در ایجاد و توسعه دیدگاه‌های بانکداری اسلامی در کشورمان مفید واقع شود.

۴- نقاط قوت و ضعف تبدیل به اوراق بهادار کردن دارایی‌ها برای بانک‌ها

به‌طور خلاصه، منافع فرآیند اوراق بهادارسازی دارایی‌ها برای بانک‌ها به شرح زیر است:

اول- دستیابی به تعداد بیش‌تری از سرمایه‌گذاران و منابع ارزان‌تر تأمین مالی:

معمولاً اوراق بهادار منتشر شده توسط نهاد واسط از رتبه اعتباری خوبی برخوردارند. در نتیجه، هزینه جذب وجوه می‌تواند پایین‌تر از زمانی باشد که بانک به‌طور مستقیم اقدام به افزایش وجوه از طریق اخذ سپرده‌ها می‌کند. علاوه بر این، احتمالاً اوراق بهادار برای سرمایه‌گذارانی که شاید خواستار سرمایه‌گذاری به‌صورت سپرده بانکی نباشند جذاب خواهد بود؛

دوم- آزاد شدن سرمایه و افزایش بازدهی آن: تبدیل به اوراق بهادار کردن دارایی‌ها

موجب حذف و خارج شدن دارایی‌ها از ترازنامه بانک ابداع‌کننده می‌شود، به‌طوری‌که امکان اختصاص سرمایه به سایر نیازها را فراهم می‌آورد. همچنین، از آنجایی‌که بانک‌ها به روند کسب درآمد خود از دارایی‌های تبدیل به اوراق بهادار شده ادامه می‌دهند، امکان افزایش بازدهی سرمایه وجود خواهد داشت؛

سوم- کمک به مدیریت «عدم تطابق زمانی» بدهی و دارایی‌ها: براساس نظام 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 می‌کند تا مدیریت ترکیب نادرست سررسیدها، با انعطاف‌پذیری بیش‌تری انجام شود؛

چهارم- کاهش ریسک اعتباری، ریسک میزان بهره و نقدینگی: در وضعیتی که اوراق بهادارسازی دارایی‌ها به‌نحوی شایسته سازمان‌دهی شده باشد، بانک منشأ(بانی) می‌تواند ریسک‌های نقدینگی، میزان بهره و اعتباری را به شخص ثالثی انتقال دهد؛

پنجم- صرفه‌جویی‌های ناشی از گسترش مقیاس تولید: چنانچه بانکی دارای توانایی لازم برای افزایش وام نباشد، اگر بتواند ظرفیت خود را از طریق اوراق بهادارسازی دارایی‌ها بهبود بخشد، به‌رغم 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؛

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

هفتم- 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، دلیل آن این است که احتمال تبدیل به اوراق بهادار کردن دارایی‌های با کیفیت بالا بیش‌تر است. موضوعی که در اینجا پیش‌روی ناظران قرار دارد

تنها این نیست که آیا نیازهای سرمایه‌ای در ارتباط با پوشش ریسک غیرنظام یافته موجود در دارایی‌های مالی بانک که به صورت اوراق بهادار هستند مناسب و مورد پذیرش اند یا خیر؟ بلکه آنان می‌بایست موضوع «نیازهای سرمایه‌ای نظارتی» مرتبط با دارایی‌های مخاطره‌آمیزتری که در حساب‌ها و دفاتر باقی مانده‌اند را نیز مورد توجه قرار دهند؛

هشتم - هزینه‌ها: استقرار و اداره برنامه‌ها و تدابیر تبدیل به اوراق بهادار کردن دارایی‌ها، به‌ویژه در صورت اندک بودن مقدار دارایی‌ها برای اوراق بهادارسازی می‌تواند پرهزینه باشد. در عمل، وجود هزینه‌های حقوقی، هزینه مؤسسه‌های رتبه‌بندی و سایر هزینه‌های وابسته می‌تواند فرآیند تبدیل به اوراق بهادار کردن دارایی‌ها را غیراقتصادی کند.

نهم - پیچیدگی: پروژه‌های اوراق بهادارسازی دارایی‌ها می‌تواند به شدت پیچیده باشد. از این رو، ممکن است برای بانک اطمینان از این موضوع دشوار باشد که ریسک‌های ناشی از فرآیند اوراق بهادارسازی دارایی‌ها قابل تشخیص بوده و بتوان به‌طور شایسته‌ای آن‌ها را مدیریت کرد؛

دهم - محدودیت انعطاف‌پذیری عملیاتی: شیوه مدیریت و اداره وام‌ها و حل و فصل بدهی‌های عقب افتاده می‌بایست از پیش مورد توافق قرار گیرد. این موضوع، موجب کاهش انعطاف‌پذیری بانک در مدیریت ارتباط با مشتری و عملی کردن دستورالعمل‌های اداری می‌شود (Brady, 1998, 6-7).

با توجه به موارد بیان شده در فوق؛ می‌توان گفت فرایند تبدیل به اوراق بهادارسازی دارایی‌ها به دلیل داشتن نقاط قوت می‌تواند به‌عنوان ابزاری برای تجهیز منابع مورد استفاده بانک‌ها قرار گیرد. به بیان دیگر بانک‌ها می‌توانند با انتشار اوراق بهادار مبتنی بر دارایی و بدهی منابع خود را جهت اعطای تسهیلات بیش‌تر تجدید کنند. از این رو بانک‌ها می‌بایست ابزارها و محصولات مالی خودشان را براساس فرایند اوراق بهادارسازی دارایی‌ها مورد توجه قرار دهند. از سوی دیگر شیوه تبدیل به اوراق بهادار کردن دارایی‌ها نقاط ضعفی به‌همراه دارد که بانک‌ها می‌توانند با سازماندهی مناسب این اوراق، این نقاط ضعف را به حداقل برسانند و از این طریق زمینه‌های افزایش جذابیت این اوراق را برای سرمایه‌گذاران فراهم

کنند تا بتوانند با استفاده از این ابزار نوین مالی اسلامی منابع خود را برای اعطای تسهیلات بیش‌تر تجدید کنند.

۵- امکان تبدیل تسهیلات بانکی به اوراق بهادار در بانکداری بدون ربا

امروزه بانک‌ها مهم‌ترین واسطه‌های گردش وجوه به حساب می‌آیند، بانک‌ها با طراحی انواعی از سپرده‌های بانکی وجوه مازاد اشخاص حقیقی و حقوقی را جمع‌آوری کرده و از طریق تسهیلات بانکی در اختیار فعالان اقتصادی قرار می‌دهند، بدین وسیله طرح‌ها و پروژه‌های اقتصادی را تأمین مالی می‌کنند. گاهی خود بانک‌ها با مشکل تأمین مالی روبه‌رو شده و برای تهیه منابع به بازارهای مالی دیگر متوسل می‌شوند و از ابزارهای مالی دیگری در کنار سپرده‌های بانکی استفاده می‌کنند. یکی از راهکارهای اصلی در بخش بانکداری برای تولید جریان وجوه نقد، بهره‌گیری از فرآیند اوراق بهادارسازی دارایی‌هاست.

بانک‌ها از آن جهت به کار بردن این روش را ضروری می‌دانند که می‌بایست برای هماهنگی با تقاضای جهانی پول، در راهبردهای خود تغییراتی ایجاد کنند (Chew, 1992:59) در این شیوه، بانک‌هایی که منابع خود را از طریق وام و اعتبار در اختیار متقاضیان قرار داده بودند، می‌توانستند با تبدیل مطالبات خود به اوراق بهادار، منابع خود را تجدید کرده و در اختیار دیگر مشتریان قرار دهند. اگر چه تجربه مالزی در زمینه استفاده از اوراق رهنی تجربه خیلی زیادی نیست، می‌توان از تجارب بانک‌های غیر اسلامی هم استفاده کرد. زیرا با استفاده از تنزیل بدهی بانک‌ها می‌توان این اوراق را مورد استفاده قرار داد.

یکی از موفق‌ترین تجارب در زمینه انتشار اوراق رهنی، بازار رهن آمریکا است. نخستین اوراق بهادار مبتنی بر رهن در آمریکا توسط شرکت فانیما در سال ۱۹۸۱ منتشر شد. این شرکت با ادغام کردن رهن‌های خریداری شده، نسبت به انتشار MBS اقدام می‌کرد. این شرکت معمولاً با انتشار اوراق بدهی کوتاه‌مدت در بازارهای سرمایه، دارایی و بدهی‌های خود را مدیریت می‌کند. حدود ۶۰ تا ۷۰ درصد از درآمد این شرکت از محل خرید و فروش وام‌های رهنی و اوراق بهادار رهن است. از دیگر شرکت‌های بزرگ و فعال در بازار

ثانویه رهن آمریکا، شرکت فردی مک است. این شرکت در سال ۱۹۷۰ با مجوز کنگره آمریکا و با سرمایه بخش خصوصی فعالیت خود را آغاز کرد. در واقع این مؤسسات این اوراق را به پشتوانه مجموعه‌ای از وام‌های مسکن (که ممکن است این وام‌ها را خود داده باشند، یا آن‌ها را از دیگر بانک‌ها خریده باشند) که در ترازنامه خود دارند، منتشر می‌کنند (فرایند تبدیل وام به اوراق قرضه) و پس از فروش آن‌ها به سرمایه‌گذاران، وجوه حاصله را دوباره وارد چرخه پرداخت وام مسکن می‌کنند. در واقع با این اقدام، وجوه لازم برای پرداخت به متقاضیان وام مسکن، فراهم می‌شود.

در کشور آمریکا بازار وام‌های رهنی به دو بخش وام‌های رهنی با ضمانت بنگاه‌های دولتی و وام‌های رهنی بدون ضمانت تقسیم می‌شود. ساختار این وام‌ها به گونه‌ای است که جریان نقدی مربوط به اصل و بهره‌ی وام‌ها از قرض‌کننده به دارنده اوراق منتقل می‌شود. ممکن است این اوراق ساختار پیچیده‌ای داشته باشند که خود شامل مجموعه‌ای از اوراق بهادار رهنی باشند، از جمله این اوراق می‌توان به تعهدات رهنی وثیقه‌گذاری شده و تعهدات بدهی وثیقه‌گذاری شده اشاره کرد. اوراق بهادار رهنی را به قطعاتی تقسیم می‌کنند که ریسک و بازده متفاوتی دارند و سرمایه‌گذاران می‌توانند به تناسب ریسک پذیری خود در این اوراق سرمایه‌گذاری کنند.^۱

از منظر فقهی اکثر تسهیلات اعطایی از طرف بانک‌های ایران که در قالب عملیات بانکی بدون ربا فعالیت می‌کنند، قابل تبدیل شدن به اوراق بهادار هستند. در قراردادهای فروش اقساطی، جعاله و خرید دین که تسهیلات مبتنی بر دیون هستند، در نتیجه این قراردادها بانک از مشتری طلبکار می‌شود و مشتری متعهد است طبق زمان‌بندی معین بدهی خود را بپردازد. در این موارد بانک می‌تواند همه یا بخشی از مطلوبات خود از مشتریان را که واجد شرایط هستند، تبدیل به اوراق بهادار کند و از طریق بیع دین در بازار سرمایه بفروشد. در تسهیلات اجاره به شرط تملیک که تسهیلات منتهی به تملک دارایی فیزیکی با بازده ثابت

^۱ گرچه بحران مالی ۲۰۰۸ در سایه وام‌ها و اوراق رهنی پدیدار گشت ولی استفاده نادرست از این ابزار و وام‌های بی‌رویه رهنی بستر ساز این بحران بود. این نکته درخور توجه است که پس از بحران و هم‌اکنون نیز این ابزار به کنار گذاشته نشده است.

می‌شود، نتیجه نهایی تسهیلات این است که بانک مالک دارایی فیزیکی است که دارای بازدهی ثابت و منظم است، بانک می‌تواند همه یا بخشی از این دارایی‌های فیزیکی را تبدیل به اوراق بهادار کند و از طریق بیع سهم مشاع را از دارایی فیزیکی در بازار سرمایه بفروشد. در قراردادهای مشارکت مدنی و مشارکت حقوقی، مضاربه، مزارعه، مساقات و سرمایه‌گذاری مستقیم که تسهیلات منجر به دارایی فیزیکی با بازده انتظاری هستند، نتیجه نهایی قرارداد این است که بانک مالک کل یا بخشی از سرمایه یک طرح، پروژه یا فعالیت اقتصادی است که دارای جریان بازدهی انتظاری منظم است. بانک می‌تواند همه یا بخشی از این دارایی‌ها را تبدیل به اوراق بهادار کند و از طریق بیع سهم مشاع را از دارایی در بازار سرمایه بفروشد (موسویان، ۱۳۹۰: ۱۲۹).

در اوراق رهنی اسلامی، دارایی‌های حاصل از تسهیلات فروش اقساطی، اجاره به شرط تملیک، جعاله و خرید دین، مشارکت (مدنی و حقوقی)، مضاربه، مزارعه و مساقات، در برابر مبالغی خاص و در اقساطی معین به شخص دیگری فروخته می‌شوند. لیکن از میان این قراردادهای فروش اقساطی و اجاره به شرط تملیک به دلیل داشتن ویژگی‌های زیر برای تبدیل به اوراق بهادار از اولویت برخوردارند:

اول - تسهیلات فروش اقساطی و اجاره به شرط تملیک دارای زمان بندی کاملاً معلوم و مشخص است و در نتیجه بانک‌ها می‌توانند متناسب با شرایط بازار، بسته‌های مناسب از نظر مبلغ و مدت زمان باقی مانده به پایان تسویه را انتخاب و به بازار عرضه کنند.

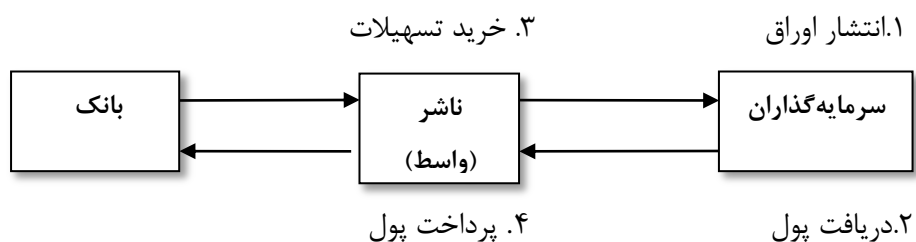
دوم - در تسهیلات اجاره به شرط تملیک، دارایی اجاره داده شده تا پرداخت آخرین اجاره بها در مالکیت بانک می‌ماند، در فروش اقساطی نیز گرچه مالکیت دارایی به مشتری منتقل می‌شود، لیکن می‌توان همان دارایی یا معادل آن را به عنوان رهن دریافت کرد. بنابراین، تسهیلات فروش اقساطی رهنی و اجاره به شرط تملیک از کم‌ترین ریسک نکول برخوردارند (موسویان، ۱۳۹۰: ۱۳۰).

سوم- زمینه‌های لازم برای تبدیل تسهیلات فروش اقساطی و اجاره به شرط تملیک به اوراق بهادار، تحت عنوان اوراق رهنی، در نهادهای سیاستگذاری چون بانک مرکزی و سازمان بورس اوراق بهادار فراهم شده است (سازمان بورس اوراق بهادار، ۱۳۸۷). از آنجا که اوراق رهنی اسلامی، اوراقی بهادار و بیانگر مالکیت مشاع فرد هستند، می‌توان آن‌ها را در بازار ثانویه و به قیمتی که به‌وسیله عامل‌های بازار تعیین می‌شود، معامله کرد (سروش، ۱۳۸۷: ۱۷۸).

بر این اساس، این دو نوع از تسهیلات می‌توانند نقطه شروع مناسبی برای استفاده از این ابزار جدید باشند. در ادامه الگوی عملیاتی تبدیل تسهیلات فروش اقساطی و اجاره به شرط تملیک به اوراق بهادار و الگوی پیشنهادی را بررسی می‌کنیم.

۱-۵- فرایند تبدیل دارایی‌ها به اوراق رهنی (MBS)

ابتدا می‌توان فرآیند تبدیل دارایی‌ها به اوراق رهنی را به‌صورت کلی توضیح داد، سپس به شکل جزئی‌تر و کامل‌تری انتشار اوراق رهنی را در قالب عقود فروش اقساطی و اجاره به شرط تملیک که جزو عقود مبادله‌ای هستند، مطرح کرد. براساس این فرآیند، بانک می‌تواند در بازار ثانویه دیون گیرندگان تسهیلات را که در واقع جزو دارایی‌های بانک محسوب می‌شود از طریق انتشار اوراق رهنی به قیمت کم‌تر به فروش رساند.



بانک یا مؤسسه مالی که نیاز به تأمین مالی و نقدینگی دارد، ابتدا می‌بایست اقدام به تأسیس یک شرکت واسط کند؛ که حوزه فعالیت آن محدود به عملیات مربوط به انتشار مجموعه واحدی از اوراق بهادار و همچنین سرمایه‌گذاری‌های مرتبط با آن است. سپس

بانک آن دسته از دارایی‌های خود را که دارای ویژگی‌های مناسبی برای تبدیل کردن به اوراق رهنی است مشخص کرده و این دارایی‌ها را به شرکت واسط می‌فروشد. شرکت واسط برای اینکه وجوه لازم برای خرید این دارایی‌ها را فراهم کند، اقدام به انتشار اوراق بهادار می‌کند و آن‌را در بازار بورس و یا سایر بازارهای مالی به عموم متقاضیان عرضه می‌کند. در صورت لزوم یک بانک ثانویه یا یک شرکت بیمه نیز می‌تواند به‌عنوان حمایت‌کننده یا ضامن مطرح شود. سپس شرکت واسط وجوهی را که از فروش این اوراق به‌دست آورده است، بابت خرید دارایی‌های مالی به بانک (بانی) پرداخت می‌کند. سرمایه‌گذارانی که این اوراق را خریده‌اند هر کدام با توجه به نوع و ماهیت دارایی مربوطه از محل جریان‌های نقدی حاصل در شرکت واسط، بازدهی کسب می‌کنند. در حقیقت فرآیند انتشار اوراق از بازار پول شروع می‌شود و سپس به بازار سرمایه می‌رسد. همان‌طور که در شکل نشان داده شده است، بانک پس از شناسایی مشتری به اعطای تسهیلات اقدام کرده و در سررسیدهای مقرر اقساط خود را دریافت می‌کند. در مرحله بعد بانک برای تأمین مالی، مطالبات خود را به شرکت واسط می‌فروشد و وجه آن را براساس قوانین و مقررات از ناشر دریافت می‌کند. ناشر نیز اوراق بهاداری مبتنی بر این مطالبات را منتشر کرده و از این محل، وجوه مورد نیاز برای خرید تسهیلات از بانک را به‌دست می‌آورد. در حقیقت، بانک‌ها، مؤسسات مالی و اعتباری می‌توانند در جایگاه بانی از این اوراق استفاده کنند.

در بازار ثانویه رهن و برای انتشار اوراق و خرید تسهیلات، از دو قرارداد اصلی استفاده می‌شود:

اول - قرارداد وکالت بین سرمایه‌گذاران و واسط؛

دوم - قرارداد خرید دین یا خرید دارایی از بانک (ابوذر و کاوند، ۱۳۹۰: ۱۲۲).

به‌طور خلاصه می‌توان گفت با گسترش استفاده از اوراق بهادار مبتنی بر بدهی، این اوراق در بازار ثانویه مورد داد و ستد قرار می‌گیرد. ایجاد بازار ثانویه سبب می‌شود بازار اولیه یعنی تسهیلات‌دهی بلندمدت نیز به‌نوبه خود گسترش یابد و تأمین مالی و تجهیز منابع بانک‌ها راحت‌تر انجام پذیرد. در حقیقت بازار ثانویه ابزاری می‌شود تا بانک بتواند

به‌وسیله آن منابعی که صرف اعطای تسهیلات کرده است را آزاد کند و به وجه نقد تبدیل نماید و از این طریق قدرت تسهیلات‌دهی خود را افزایش دهد.

۱-۱-۵- بررسی انتشار اوراق رهنی در قالب صکوک مرابحه (قرارداد فروش اقساطی)

در این روش، بانی (بانک‌ها، مؤسسات اعتباری تحت نظارت بانک مرکزی) دارایی‌هایی را در قالب قرارداد مرابحه رهنی (فروش اقساطی) به دولت، بنگاه‌ها و خانوارها می‌فروشد. بانک می‌تواند با تبدیل مطالبات حاصل از تسهیلات مرابحه به اوراق بهادار، منابع خود را تجدید کند، برای این منظور به تأسیس واسط اقدام می‌کند، واسط با انتشار اوراق مرابحه، وجوه سرمایه‌گذاران را جمع‌آوری می‌کند، سپس به وکالت از طرف آنان، دیون حاصل از تسهیلات مرابحه را با قیمت تنزیلی از بانی خریداری می‌کند. بانی متعهد می‌شود در سررسیدهای مشخص مبلغ اسمی دیون را از بدهکاران وصول کرده و به دارندگان اوراق پرداخت کند. دارندگان اوراق می‌توانند تا سررسید منتظر بمانند و از سود اوراق استفاده کنند و می‌توانند پیش از سررسید، اوراق خود را در بازار ثانویه بفروشند (موسویان، ۹۹: ۱۳۸۹). در واقع هدف بانک از انتشار این اوراق تجهیز منابع برای اعطای تسهیلات بیش‌تر است، بانی (بانک) که برای اعطای تسهیلات بیش‌تر به منابع مالی نیاز دارد با تبدیل تسهیلات مرابحه خود به اوراق بهادار منابع خود را تجدید می‌کند و دارندگان اوراق نیز از محل بازپرداخت تسهیلات از سوی مشتریان بانک، بازدهی کسب می‌کنند.

۲-۱-۵- بررسی انتشار اوراق رهنی در قالب صکوک اجاره (قرارداد اجاره به شرط تملیک)

در این روش، بانی (بانک) دارایی‌هایی (تسهیلاتی) را به‌صورت اجاره به شرط تملیک به دولت، بنگاه‌ها و خانوارها واگذار می‌کند. بانک می‌تواند با تبدیل تسهیلات اجاره به شرط تملیک به اوراق بهادار، این دارایی‌ها را نقد کند و دوباره در طرح‌های مختلف استفاده کند. بنابراین برای این منظور بانی (بانک) به تأسیس واسط اقدام می‌کند. واسط با انتشار اوراق اجاره به شرط تملیک، وجوه سرمایه‌گذاران را جمع‌آوری، سپس به وکالت از طرف آنان موضوع تسهیلات اجاره به شرط تملیک را به قیمت تنزیلی از بانی خریداری

می‌کند، بانی متعهد می‌شود در سررسیدهای مشخص مبلغ اسمی تسهیلات را از بدهکاران (گیرندگان تسهیلات) وصول کرده و به دارندگان اوراق تحویل بدهد. دارندگان اوراق می‌توانند تا سررسید منتظر بمانند و از سود اوراق استفاده کنند و می‌توانند پیش از سررسید، اوراق خود را که سند مالکیت موضوع اجاره است، در بازار ثانویه بفروشند (موسویان، ۱۳۸۹: ۱۰۲).

فرآیند انتشار اوراق رهنی در قالب تسهیلات اجاره به شرط تملیک مانند انتشار اوراق رهنی در قالب تسهیلات فروش اقساطی است، با این تفاوت که در فروش اقساطی بانک مالک دیون است، لیکن در اجاره به شرط تملیک بانک، مالک دارایی هم است.

۳-۱-۵- بررسی الگوی انتشار اوراق رهنی (الگوی پیشنهادی)

یکی از راهکارهای اصلی در بخش بانکداری جهت تولید جریان وجوه نقد، بهره‌گیری از فرایند اوراق بهادارسازی دارایی‌هاست. استفاده از این شیوه توسط بانک‌های متعارف باعث شده است که منابع این دسته از بانک‌ها آزاد شده و برای تخصیص به سایر متقاضیان تسهیلات مورد استفاده قرار گیرد. ایران نیز به‌عنوان کشوری اسلامی از سال ۱۳۸۶ با تشکیل کمیته فقهی در سازمان بورس و اوراق بهادار، اقدام به بررسی برخی از ابزارهای مالی اسلامی از جمله اوراق رهنی کرده است. اوراق رهنی اسلامی، اوراقی است که ناشر به‌منظور خرید تسهیلات رهنی برای سرمایه‌گذاران منتشر می‌کند. منظور از تسهیلات رهنی، تسهیلات بانکی مبتنی بر دارایی دینی با سررسید بیش از یک سال است (سازمان بورس و اوراق بهادار، ۱۳۸۷).

انتشار صکوک برای تبدیل دارایی‌های غیرتسهیلاتی به اوراق بهادار نیز شیوه دیگری است که بانک‌ها برای تأمین منابع مالی خود از آن استفاده می‌کنند. در این شیوه بانک براساس دارایی غیرتسهیلاتی که در ترازنامه خود دارد، اقدام به انتشار صکوک بانکی می‌کند و با واگذاری آن به متقاضیان به منابع نقد دست می‌یابد. به بیان دیگر می‌توان گفت بانک با صرف نظر کردن از مالکیت برخی دارایی‌های ثابت خود به‌صورت موقت، به نقدینگی دست می‌یابد.

در این زمینه می‌توان به تجربه بانک سامان در انتشار صکوک اجاره اشاره کرد که از معدود تجارب بانکی در انتشار صکوک در بازار پول است. اوراق اجاره بانک سامان در خردادماه ۱۳۹۰ در فرابورس عرضه عمومی شد و سرمایه‌گذاران با خرید این اوراق به شرکت واسط وکالت دادند تا منابع حاصل را برای خرید نقدی ساختمان‌های بانک سامان و اجاره به شرط تملیک دوباره همان ساختمان‌ها به بانک سامان به مدت چهارسال مورد استفاده قرار دهد و از محل این فرایند به آن‌ها سود پرداخت کند. در نتیجه این فرآیند، مالکیت ساختمان‌های بانک سامان به مدت چهارسال به واسط منتقل شد و در این مدت بانک به‌عنوان مستأجر می‌تواند از این ساختمان‌ها استفاده کند و در پایان چهار سال مالکیت آن به بانک منتقل می‌شود. در واقع بانک سامان با صرف‌نظر کردن موقت از دارایی‌های خود، به نقدینگی دست یافت.

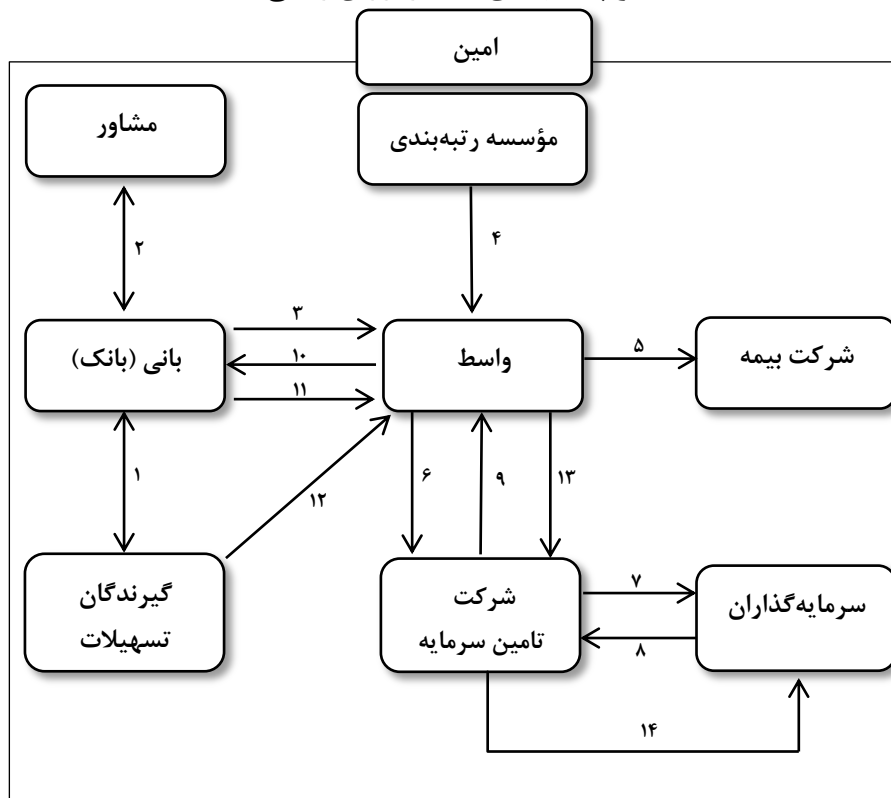
در الگوی پیشنهادی، سبدهی از دارایی‌های بانک را در نظر می‌گیریم که این سبد شامل دارایی‌های ثابت و مطالبات بانک است. سود اوراق بهادار ترکیبی که مبتنی بر دارایی و بدهی‌های بانک است شامل اقساط اجاره‌بها و مابه‌التفاوت ارزش اسمی و ارزش تنزیلی می‌باشد، که این نوع بازدهی باعث جذب سرمایه‌گذاران بیش‌تر می‌شود. اگرچه بانک‌های اسلامی از این الگو استفاده نکرده‌اند، لیکن بانک‌های ما می‌توانند از این اوراق برای تجهیز و تجدید منابع خود استفاده کنند. زیرا تنزیل این اوراق مبتنی بر خرید دین است که در ماده ۹۸ قانون برنامه پنجم توسعه کشور در سال ۱۳۸۹ به تصویب رسید و کاملاً قانونی و شرعی است (نظرپور، ۲۴۰:۱۳۹۲-۲۴۷).

در این الگو بانک به‌عنوان ناشر مبادرت به تشکیل سبد (پرتفوی) از دارایی‌های خود (دارایی‌های ثابت و مطالبات) می‌کند. یک نهاد واسط به‌عنوان ناشر اقدام به خرید سبد دارایی از بانک یا موسسه اعتباری و به پشتوانه آن اقدام به انتشار اوراق ترکیبی می‌کند. تضمین حداقل بودن میزان مواجهه با ریسک اعتباری برای سرمایه‌گذاران امری ضروری است. از این‌رو شرکت واسط این تضمین از طریق بیمه کردن مطالبات بانک کسب می‌کند. اوراق رهنی ترکیبی برای سرمایه‌گذاران مزیت دارد، زیرا این اوراق ترکیبی از ABS و MBS هستند، بنابراین بخشی از سود اوراق بهادار که مبتنی بر دارایی‌های ثابت بانک است (ABS) ثابت است و بخش دیگر سود این اوراق براساس نرخ تنزیل است. نرخ تنزیلی

که متناسب با شرایط اقتصادی و با اعمال سیاست‌های انبساطی و انقباضی تغییر می‌کند. بنابراین دارندگان این اوراق هم از اقساط اجاره دارایی‌های ثابت و هم از مابه‌التفاوت ارزش اسمی و ارزش تنزیلی بهره‌مند می‌شوند و نسبت به بازدهی این اوراق اطمینان خاطر دارند. با به‌کارگیری این ابزار نوین، افزون بر کاهش ریسک اعتباری سرمایه‌گذاران و ریسک ورشکستگی بانک، منابع مالی آن نیز آزاد می‌شود و نقدینگی فراوانی برای بانک پدید می‌آید.

نکته درخور توجه در الگوی پیشنهادی این است که برخی از فقیهان امامیه و جمعی از عالمان اهل سنت تنزیل اسناد تجاری را در قالب خرید دین مجاز نمی‌دانند. بر اساس این دیدگاه فقهی نه در عملیات بانکداری بدون ربا می‌توان از عقد خرید دین استفاده کرد و نه در بازارهای مالی و بورس اوراق بهادار می‌توان اوراق خرید دین منتشر کرد و نه اوراقی که مبتنی بر عقدی مجاز دیگری مثل استصناع و مباحه شکل می‌گیرد، ولی در مراحل پس از شکل‌گیری مبتنی بر پذیرش خرید دین خواهد بود. مانند اوراق استصناع که در برخی از الگوهای آن مبتنی بر خرید دین است و یا اوراق مباحه تامین مالی که پس از انتشار دینی برای بانی تحقق می‌یابد و بازار ثانوی آن مبتنی بر خرید دین است. لیکن در صورتی که توسط بانک‌ها و یا بازار سرمایه اوراق ترکیبی منتشر شود که حاکی از دارایی و بدهی توأمان است (به ویژه اینکه سهم بیش‌تری از دارایی اختصاص به دارایی‌های عینی داشته باشد و در مقابل سهم کمی اختصاص به اسناد طلبکاری داشته باشد) خرید و فروش این اوراق در دیدگاه همه فقیهان امامیه و اهل سنت، ایراد و اشکالی ندارد. بر این اساس انتشار این اوراق هم در ایران که اکثریت فقهیان قایل به جواز خرید دین (مبتنی بر اسناد واقعی) هستند و هم در سطح بین‌المللی، براساس فقه اهل سنت، مانعی ندارد. به نظر می‌رسد این ویژگی ممتاز ابزار پیشنهادی در این مقاله باشد.

الگو پیشنهادی انتشار اوراق رهنی



۴-۱-۵- روابط حقوقی الگوی پیشنهادی

اول- بانی (بانک)، با استفاده از سپرده‌های سپرده‌گذاران و منابع خود تسهیلات به متقاضیان اعطا می‌کند؛

دوم- بانک، با مراجعه مشاور مالی و حقوقی خود و ارائه طرح توجیهی خود برای فروش دارایی‌های خود، مبادرت به تشکیل سبد (پرتفوی) وام از دارایی‌های ثابت و مطالبات می‌کند؛ بانی با انتخاب واسط، آمادگی خود را برای واگذاری سبد دارایی‌ها براساس مبلغ اسمی و تنزیلی اعلام می‌کند؛

سوم- واسط امید نامه خرید نقدی دارایی‌ها را بررسی کرده، موافقت خود را برای انتشار اوراق مبتنی بر دارایی و بدهی اعلام می‌کند و امیدنامه را در اختیار مؤسسه رتبه‌بندی قرار می‌دهد. مؤسسه اعتبار بانی و طرح خرید تسهیلات را بررسی و میزان ریسک اوراق را تعیین می‌کند؛

چهارم- واسط برای کاهش ریسک اعتباری سرمایه‌گذاران و افزایش انگیزه سرمایه‌گذاران آن بخش از سبد دارایی‌ها که شامل تسهیلات اعطایی بانک است را توسط یک شرکت بیمه معتبر تضمین می‌کند؛

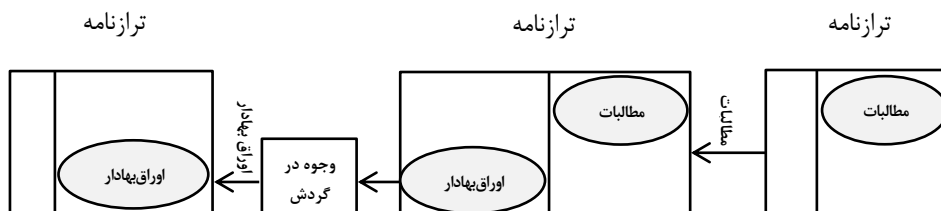
پنجم و ششم- واسط اوراق بهادار مبتنی بر بدهی و دارایی را منتشر و از طریق شرکت تأمین سرمایه در اختیار سرمایه‌گذاران متقاضی قرار می‌دهد. بدین صورت که اوراق مبتنی بر بدهی همراه با تنزیل و اوراق مبتنی بر دارایی با ارزش اسمی، فروخته می‌شود. **هفتم و هشتم-** شرکت تأمین سرمایه وجوه را جمع‌آوری و در اختیار واسط می‌گذارد؛ **نهم و دهم-** واسط به وکالت از دارندگان اوراق بهادار، دارایی‌های تسهیلات اجاره به شرط تملیک و دیون فروش اقساطی را به ترتیب براساس مبلغ اسمی و همراه با تنزیل می‌خرد و به وکالت از دارندگان اوراق، مالک دارایی و دیون می‌شود؛

یازده و دوازده و سیزدهم- همان‌طور که مشخص است سود اوراق بهادار از محل وصول اقساط گیرندگان تسهیلات و مابه‌التفاوت ارزش اسمی و ارزش تنزیلی پرداخت می‌شود. در صورت عدم پرداخت اقساط به‌وسیله گیرندگان تسهیلات، شرکت بیمه موظف است به جای آن‌ها اقساط را واریز کند. واسط بعد از کسر هزینه مرتبط با انتشار اوراق و حق-الوکاله باقی‌مانده را از طریق شرکت تأمین سرمایه به سرمایه‌گذاران واگذار می‌کند.

۶- مزایای انتشار اوراق بهادار برای بانک‌ها

تبدیل دارایی‌ها به اوراق بهادار سازوکاری است که به‌وسیله آن دارایی‌ها به وجه نقد تبدیل می‌شوند. بنا به تعریف، تبدیل دارایی‌ها به اوراق بهادار فرایند سازمان یافته‌ای است که به سبب آن منافع وام‌ها و دیگر مطالبات تعهد شده، به اوراق بهادار قابل معامله تبدیل می‌شوند (Martellini & Praiaulet, 2003:593-597). به عبارت دیگر، تبدیل به اوراق

بهادار کردن روشی است که در آن بانک به فروش دارایی‌های مالی خود به شخصیت حقوقی جدید اقدام کرده و آن شخصیت حقوقی نیز جهت تأمین مالی خرید انجام شده، به انتشار اوراق بهادار اقدام می‌کند. بدین ترتیب دارایی‌های مالی به‌طور عملی به اوراق بهادار قابل معامله تبدیل می‌شوند. براساس این روش، دارایی‌هایی که به‌صورت سنتی جزئی از ترازنامه شمرده می‌شدند به اوراق بهادار قابل معامله تبدیل شده و به خارج از ترازنامه منتقل می‌شوند (ابوذر سروش، ۱۳۸۷: ۱۶۵).



هدف از تبدیل به اوراق بهادار، فرآیندی است که از طریق آن دارایی‌های غیر نقدی یکجا شده و با جریان نقدی خود به اوراق بهادار قابل معامله تبدیل می‌شوند تا قابلیت عرضه به بازار را پیدا کنند. این اوراق بهادار توسط دارایی‌های متضمن اولیه پشتیبانی شده و عموماً تحت عنوان اوراق بهادار با پشتوانه دارایی شناسایی می‌شوند. بانک‌ها به چند علت ترجیح می‌دهند تسهیلات را به اوراق بهادار تبدیل کنند. برخی از مزیت‌های انتشار اوراق بهادار عبارت‌اند از:

اول - افزایش نقدینگی: با تبدیل دارایی‌ها (تسهیلات) به اوراق بهادار درآمدهای آتی به حال تبدیل می‌شوند، بنابراین بانک می‌تواند مبالغ فراوانی را به‌صورت نقدی به‌دست 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 برای بهبود نسبت‌های مالی مانند کفایت سرمایه بانک مفید است، بلکه از اضافه برداشت‌های احتمالی از بانک مرکزی که نرخ سود بالایی دارند جلوگیری می‌کند.

دوم - بهبود مدیریت ریسک: در روش‌های کلاسیک، نهاد تسهیلات دهنده (بانک) ریسک اعتباری را می‌پذیرفت، زمان بازپرداخت اقساط را مشخص می‌کرد و جمع‌آوری اصل و فرع

تسهیلات را بر عهده داشت. لیکن در صورت انتشار اوراق رهنی، بانک تمام یا بخشی از این فرایند و ریسک‌های موجود در آن را به افراد دیگری (واسط و سرمایه‌گذاران) منتقل می‌کند.

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

چهارم- افزایش ثروت سهام‌داران: انتشار این‌گونه اوراق سبب افزایش ارزش افزوده سهام‌داران می‌شود. چون وجوه حاصل به‌طور عمده صرف سرمایه‌گذاری در پروژه‌هایی با خالص ارزش کنونی مثبت می‌شود، البته منوط به اینکه روش‌های مدیریت ریسک بهبود یابد. به‌عبارت دیگر می‌توان وجوه حاصل را به طرح‌هایی با سودآوری بیش‌تر تخصیص داد و از این راه ثروت سهام‌داران بانک را افزایش داد. (سروش، ۱۳۸۷: ۱۸۴).

پنجم- دارایی‌هایی که نقدینگی پایینی دارند و یا غیرنقد هستند: این دارایی‌ها از ترانزنامه خارج شده و وجوه نقد جایگزین آن می‌شود.

ششم- کسب درآمد از طریق ایفای نقش عامل: بانک می‌تواند در فرایند انتشار اوراق رهنی غیر از نقش بانی، نقش عامل را برای مؤسسات بانی دیگر مثل سایر بانک‌ها، شرکت‌های لیزینگ و شرکت‌های ساختمانی ایفا کند و بدین ترتیب از محل اجرای نقش عاملیت خود کارمزد دریافت نماید.

بنابراین تبدیل به اوراق بهادار کردن دارایی‌ها با توجه به مزایای درخور توجه آن و تجدید منابع بانک‌ها گزینه مناسبی برای مرتفع ساختن نیاز بانک‌های اسلامی محسوب می‌شود و می‌تواند نقش مؤثری را در بازار پول و سرمایه ایفا کند.

۷- موانع و مشکلات اجرای اوراق رهنی در بانک‌های اسلامی

از آنجایی که بانکداری اسلامی هنوز در مراحل ابتدایی خود است، تمایل دارد تا محصولات بازارهای مالی را براساس مقررات بانکی و نیز با تطبیق محصولات و ابزارهای نظام بانکداری متعارف با معیارهای اسلامی بسط و گسترش دهد. تفاوت واقعی بین تبدیل به اوراق بهادار کردن متعارف و فرآیند اسلامی آن، این است که اوراق بهادارسازی به شیوه سنتی با جریان‌های نقدی سروکار دارد، درحالی‌که دارایی‌های پایه، موضوع اصلی تبدیل به اوراق بهادار کردن اسلامی را تشکیل می‌دهند. به‌طور قطعی، تبدیل به اوراق بهادار کردن دارایی‌ها

به‌عنوان یک ابزار و یا محصول مالی اقتباس شده برای بانک‌های اسلامی به حساب می‌آید، زیرا همان‌گونه 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 بهادارسازی دارایی‌ها مشکلاتی وجود دارد که در ادامه مورد بررسی قرار می‌گیرند (احمد منجو، ۲۰۰۵):

اول- نبود نظام اطلاعاتی مشخص در بانک‌های کشور به‌منظور اجرای الگوهای اعتبارسنجی؛ با ایجاد بانک اطلاعاتی درباره آمارهای لازم، به‌ویژه در زمینه انجام پیش‌بینی در مورد احتمال نکول تسهیلات اعطا شده می‌توان این مشکل را رفع و زمینه افزایش پذیرش اوراق بهادار مبتنی بر بدهی را فراهم کرد.

دوم- ریسکی بودن تسهیلات اعطا شده؛ برای رفع این مشکل بانکداران می‌بایست درجه ریسک تسهیلات پرداخت شده را با توجه به رتبه اعتباری وام‌گیرنده، ضامن‌ها و وجود بیمه‌نامه‌ها بررسی کنند و میزان ریسک تسهیلات اعطایی را به حداقل کاهش دهند تا بتوانند از ظرفیت‌های موجود اوراق بهادار مبتنی بر بدهی و دارایی در تجهیز منابع خود استفاده کنند.

سوم- نبود مؤسسات سنجش اعتبار در کشور، بانک‌های اسلامی اغلب برای دست یافتن به استاندارد مورد نیاز بانک‌های متعارف با مشکل روبه‌رو می‌شوند. پایین بودن رتبه اعتباری ممکن است موجب دل‌سردی سرمایه‌گذاران از خرید اوراق بهادار شود. از این‌رو به منظور افزایش پذیرش و استقبال عمومی می‌توان درجه اعتبار دارایی‌های بانک‌ها را افزایش داد. برای مثال؛ به‌وسیله یک بانک یا مؤسسه بیمه، خطر نکول بدهی‌ها را از طرف وام‌گیرنده کاهش داد.

چهارم- وجود مطالبات معوق بیش از حد در بانک‌ها موجب کاهش مطلوبیت برای ارکان فعال دیگر از جمله امین، ضامن و غیره می‌شود؛

پنجم- وجود مشکلات حقوقی حاکم و طولانی بودن فرآیند به اجرا گذاشتن وثیقه‌ها؛

ششم- مشخص نبودن ریسک اعتباری بانک‌ها.

نتیجه‌گیری و جمع‌بندی

نظام مالی اسلامی بر پایه اصول شریعت، از جمله ممنوعیت ربا استوار است. بنابراین ابزارهای مالی نظام بانکی متعارف، از جمله اوراق قرضه جایگاهی ندارد، بنابراین، اندیشمندان مالی در کشورهای مسلمان اوراق بهادار اسلامی را به‌عنوان جایگزین در نظام مالی اسلامی طراحی و در برخی از کشورها عملیاتی کرده‌اند. اوراق رهنی از جمله ابزارهایی هستند که در بسیاری از کشورها برای تجهیز منابع بانک‌ها منتشر شده‌اند. با تصویب قانون بازار اوراق بهادار در سال ۱۳۸۴، زیرساخت‌های حقوقی لازم برای انتشار این دسته از ابزارهای مالی در ایران نیز فراهم شده است.

بنابراین می‌توان چنین نتیجه‌گیری کرد:

الف- نظام بانکی با کاربرد ابزارهای مالی نوین از جمله اوراق رهنی توان پاسخگویی به اهداف، سلیقه‌ها و نیازهای صاحبان پس‌انداز و متقاضیان را خواهد یافت و زمینه رشد اقتصادی را فراهم خواهد کرد.

ب- هم‌اکنون با توجه به بدهی بانک‌ها ناشی از اضافه برداشت از بانک مرکزی، استفاده از ابزارهای نوین تأمین مالی و اجرای آن در بانکداری اسلامی ایران به‌منظور مدیریت نقدینگی امری ضروری است. بانک‌ها می‌توانند از راه انتشار این اوراق، به تأمین نقدینگی و جایگزین کردن این روش به‌جای اضافه برداشت از بانک مرکزی اقدام کنند؛

ج- با به‌کارگیری این ابزار نوین، افزون بر کاهش ریسک اعتباری و ریسک ورشکستگی بانک، منابع مالی آن نیز آزاد شده نقدینگی فراوانی برای بانک پدید می‌آید؛

د- با طراحی صحیح این ابزار می‌توان از آن به‌عنوان روشی مناسب برای تأمین مالی بانک‌ها و مؤسسات اعتباری استفاده کرد. در واقع انتشار اوراق رهنی با تجدید منابع نظام بانکی، زمینه افزایش قدرت پرداخت تسهیلات بانک‌ها را فراهم می‌کند؛

ه- انتشار اوراق بهادار موجب جذابیت سرمایه‌گذاری در بازار سرمایه، ایجاد تنوع در ابزارها، پیوند بین بازار پول و سرمایه، بهره‌گیری از همه ظرفیت‌ها و امکان رقابت با سایر بازارهای بین‌المللی، انتقال و مدیریت ریسک و... می‌شود.

و- انتشار اوراق ترکیبی پیشنهادی این مقاله علاوه بر ویژگی‌های سایر اوراق رهنی از آن نظر که ترکیبی از دارایی‌های فیزیکی و غیرفیزیکی (دیون مشتریان و طلبکاری بانک‌ها) است، از مقبولیت شرعی بیشتری نزد فقیهان امامیه و اهل سنت برخوردار است.

ز- برای استفاده از اوراق رهنی در عملیات بانکی بدون ربای ایران، لازم است در ابتداء قراردادهایی بر اساس عقود اسلامی مانند مرابحه و اجاره به شرط تملیک، در بانک‌ها شکل گیرد و دیونی ایجاد شود تا بانک‌ها برای تجهیز منابع خود، این دیون را در قالب عملیات تنزیل تبدیل به اوراق کنند و در بازار اولیه فروخته و به منابع مورد نیاز دسترسی یابند. با توجه به شکل‌گیری این قراردادها محدودیتی برای انتشار این اوراق وجود ندارد. گرچه برای عملیاتی شدن انتشار این اوراق در نظام بانکی ایران لازم است قانون عملیات بانکی اصلاح و یا تکمیل و یا در قالب یکی از مواد قانون برنامه ششم توسعه کشور، انتشار اوراق بهادار در قالب تجهیز منابع بانکی مجاز اعلام شود. بی‌گمان بانک‌های سنتی با چنین محدودیت‌هایی روبه‌رو نیستند، بلکه می‌توانند دیون مشتریان خود را در قالب قراردادهای ربوی به اوراق بهادار تبدیل کنند. البته تفاوتی بین بانک‌های سنتی و اسلامی در اینکه دیون حاصله باید پشتوانه رهنی داشته باشند وجود ندارد.

کتاب‌نامه

الف. فارسی

- پهلوان، حمید و سیدروح الله رضوی، (۱۳۸۶): *اوراق صکوک: تعریف، انواع و ساختار*، تهران: مدیریت پژوهش توسعه و مطالعات اسلامی سازمان بورس و اوراق بهادار.
- سروش، ابوذر، (۱۳۸۷): *اوراق مشارکت رهنی ابزاری نوین در تأمین مالی بانک‌ها*، فصلنامه علمی پژوهشی اقتصاد اسلامی، تهران: پژوهشگاه فرهنگ و اندیشه اسلامی، ش ۲۹.
- عبده تبریزی، حسین، (۱۳۷۶): *اوراق بهادار با پشتوانه وام‌های رهنی نمونه‌ای از ابزارهای متنوع بازار سرمایه*، ماهنامه حسابدار، شماره ۱۲۳.
- فقهی کاشانی، محمد، (۱۳۸۵): *تبدیل به اوراق بهادار سازی دارایی‌ها (وام‌ها) در صنعت بانکداری*، پژوهشکده پولی و بانکی، بانک مرکزی جمهوری اسلامی ایران.
- قهرمانی، زهرا، (۱۳۸۵): *مبانی پایه‌ای اوراق بهادار با پشتوانه رهنی ۱*، روزنامه سرمایه، ۲۴ خرداد، شماره ۱۹۹.
- کمیته تخصصی فقهی سازمان بورس و اوراق بهادار، ۱۳۸۶: *بررسی انتشار اوراق مشارکت رهنی*، تهران: سازمان بورس و اوراق بهادار.
- موسویان، سیدعباس، (۱۳۸۶): *ابزارهای مالی اسلامی (صکوک)*، تهران: پژوهشگاه فرهنگ و اندیشه اسلامی.
- موسویان، سیدعباس؛ بلال فریدی وثوق و علی فرهادیان؛ (۱۳۹۰): *اوراق بهادار-صکوک - بانکی؛ تبدیل تسهیلات بانکی به اوراق بهادار در بانکداری بدون ربا*، مجله تحقیقات مالی اسلامی، پاییز و زمستان ۹۰، شماره ۱.

موسویان، سیدعباس، (۱۳۸۹): *اوراق بهادار بانکی تبدیل تسهیلات بانکی به اوراق بهادار*، تهران: پژوهشکده پولی و بانکی.

نظریور، محمد نقی، (۱۳۹۲): *عقد و اوراق استصناع*، انتشارات دانشگاه مفید و سمت.

ب. انگلیسی

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.

Brady, Peter (1998): *The Regulatory Framework for Securitisation in New Zealand*. Available at: <URL: [http://www. Rbnz .govt. nz/speeches/0060353.htm](http://www.Rbnz.govt.nz/speeches/0060353.htm) >.

Chew, D. (1995): *New Development in Commercial Banking*. New York: Blackwell Finance.

Dow Jones (n.d). *Acceptance of Islamic Financial Instruments*. Available at: <URL: <http://average.dowjones.com>>, Access Date: 27th April 2004.

Securities Commission of Malaysia (2002): *Resolution of the Securities Commission Advisory Council of Malaysia*.

Siddiqi N. (2000): *Islamic Banks: Concepts, Precepts and Prospects*, Review of Islamic Economics, 9, pp. 21-35.

Martellini, Lionel, praiulet, Philippe & priaulert, Stephane. (2003): *Fixed Income. Securities*. New York: John Wiley & Sons.

Kothari, Vinod (n.d.) Securitisation: a Primer. Available at:<URL: <http://www.vinodkothari.com/seccont.htm>>, Access Date: 17th February 2004.

www.bnm.gov.my

www.bankerme.com/bme/2005/feb/how_to_structure_sukuk

www.ginniema.gov

www.en.wikipedia.org