

# تبدیل به اوراق بهادار کردن دارایی‌ها در بانکداری بدون ربا

سید عباس موسویان

دانشیار پژوهشگاه فرهنگ و اندیشه اسلامی



بِسْمِ اللَّهِ الرَّحْمَنِ الرَّحِيمِ  
الحمد لله رب العالمين  
والصلاة والسلام على  
سيدنا محمد وآله الطيبين  
الطاهرين أجمعين  
اللهم صل على محمد  
وعلى آل محمد  
اللهم صل على محمد  
وعلى آل محمد  
اللهم صل على محمد  
وعلى آل محمد

## ضرورت تبدیل به اوراق بهادار کردن دارایی بانکها

- امروزه بانکها به عنوان مهمترین واسطه‌های گردش وجوه به حساب می‌آیند، بانکها وجوه مازاد اشخاص حقیقی و حقوقی را جمع‌آوری کرده در اختیار فعالان اقتصادی قرار می‌دهند و بدین وسیله طرح‌ها و پروژه‌های اقتصادی را تامین مالی می‌کنند.
- گاهی خود بانکها با مشکل مالی مواجه می‌شوند.
- یکی از راه‌های تامین مالی بانکها ابزار جدیدی به نام «تبدیل به اوراق بهادار کردن دارایی‌های بانکی» است.

## تاریخچه تبدیل به اوراق بهادار کردن دارایی بانکها

پس از جنگ جهانی دوم با افزایش تقاضای خرید مسکن، بانکهای آمریکا با تقاضای فراوانی برای وام مسکن روبه‌رو شدند. تا آن زمان تامین مالی وام‌های مسکن از محل سپرده‌ها بود، در نتیجه حجم وام‌های بانکی محدود به حجم سپرده‌ها می‌شد.

بانک‌ها جهت تامین مالی به بازار سرمایه رو آوردند و از ابزارهای مالی جدیدی جهت تامین مالی استفاده کردند، این ابزار جدید به نام اوراق رهنی نامیده شد.

# ماهیت اوراق بهادار رهنی

- اوراق رهنی اوراقی بودند که با پشتوانه وام‌های رهنی منتشر می‌شدند و از دو جهت قابل اعتماد بودند،
- اولاً بانک‌ها در برابر اعطای وام به گیرنده آن، سند دارایی را در رهن خود قرار می‌دانند،
- ثانیاً انجمن رهن ملی دولتی امریکا پرداخت-های منظم اصل و بهره وام‌های پشتوانه این نوع از اوراق بهادار را برای خریدار تضمین می‌کرد
- بدین طریق ریسک این اوراق به شدت کاهش می‌یافت.

# گسترش اوراق بهادار رهنی

• دهه ۲۰۱۰ میلادی دوره اوج و افول این ابزار محسوب می‌شود، از سال ۲۰۰۰ تا ۲۰۰۸ معادل ۱۶.۸۰۰ هزار میلیارد دلار اوراق رهنی در بازار مالی منتشر شد. در حالی که تولید ناخالص داخلی این کشور در سال ۲۰۰۸ نزدیک به ۱۴.۲۶ هزار میلیارد دلار است.

• تحلیل‌گران اقتصادی یکی از عوامل مهم بحران مالی اخیر را در رشد حسابی و بی‌رویه اوراق رهنی می‌دانند.

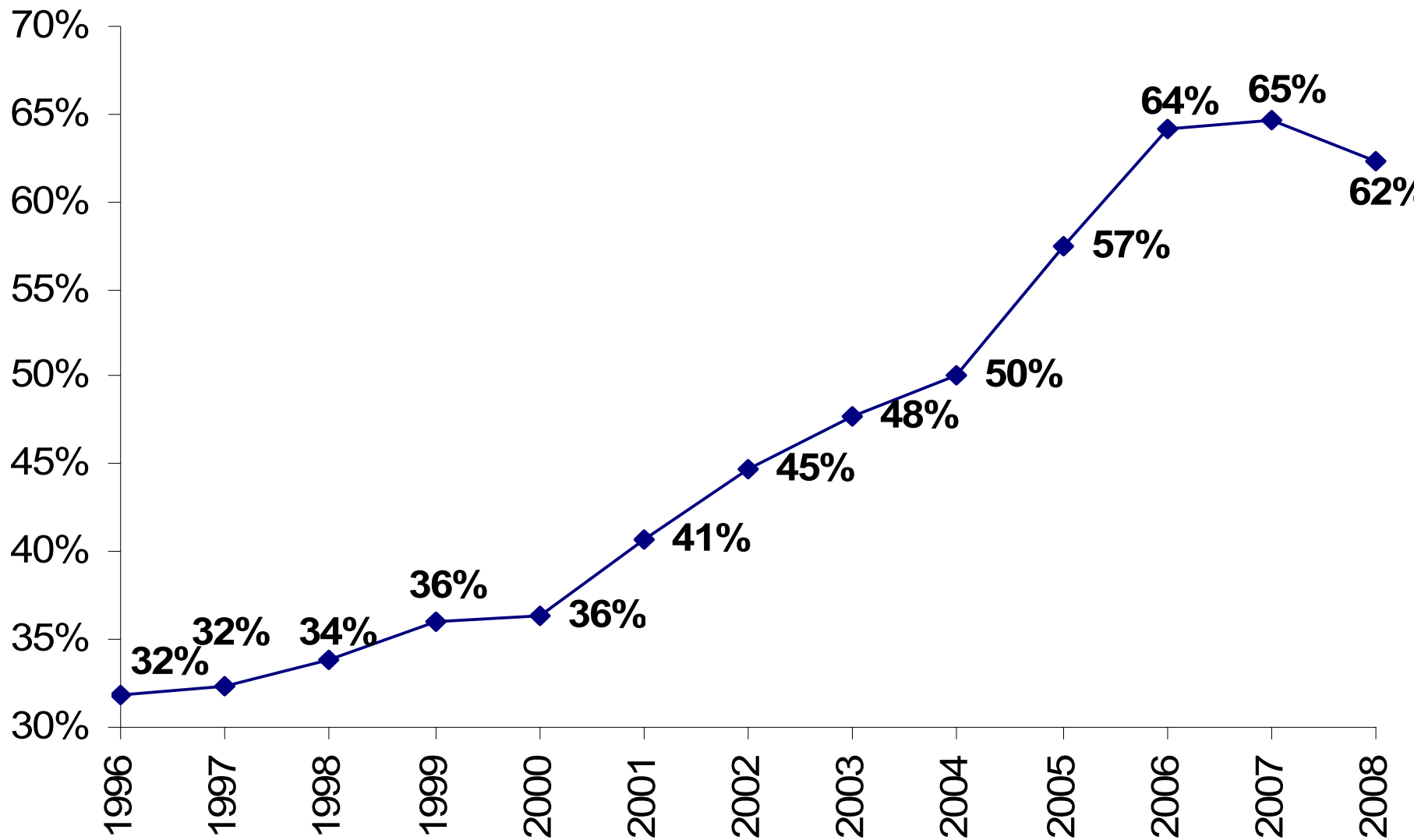
• البته این به معنای مخدوش شدن اصل ابزار نبوده و همه تحلیل‌گران، عامل بحران را استفاده بی‌ضابطه و خارج از توان مالی اقتصاد می‌دانند و به همین جهت در صدد تنظیم قوانین و مقررات کنترلی بر این ابزار هستند .

## ارزش کل MBS منتشر شده در امریکا به تولید ناخالص داخلی

هزار میلیارد دلار

سال	شهرداری	اوراق قرضه خزانه	مرتبط با وامهای رهنی	اوراق قرضه شرکتها	اوراق قرضه آژانسها ی دولتی	ABS	جمع	GDP	MBS درصد به GDP	درصد جمع به GDP
1996	1,262	3,667	2,486	2,127	926	404	12,265	7,817	32%	157%
1997	1,319	3,660	2,680	2,359	1,022	536	13,268	8,304	32%	160%
1998	1,403	3,543	2,955	2,709	1,302	732	14,621	8,747	34%	167%
1999	1,457	3,530	3,334	3,047	1,620	901	16,227	9,268	36%	175%
2000	1,481	3,210	3,566	3,358	1,854	1,072	17,203	9,817	36%	175%
2001	1,604	3,197	4,127	3,836	2,157	1,281	18,790	10,128	41%	186%
2002	1,763	3,469	4,686	4,100	2,378	1,543	20,485	10,470	45%	196%
2003	1,901	3,819	5,239	4,490	2,626	1,694	22,288	10,961	48%	203%
2004	2,031	4,256	5,862	4,811	2,701	1,828	24,393	11,686	50%	209%
2005	2,226	4,561	7,128	4,979	2,616	1,955	26,899	12,422	57%	217%
2006	2,403	4,719	8,453	5,356	2,651	2,130	29,722	13,178	64%	226%
2007	2,619	4,917	8,931	5,955	2,933	2,472	31,999	13,808	65%	232%
2008	2,690	5,912	8,897	6,281	3,247	2,672	33,491	14,265	62%	235%

# ارزش کل MBS به تولید ناخالص داخلی آمریکا





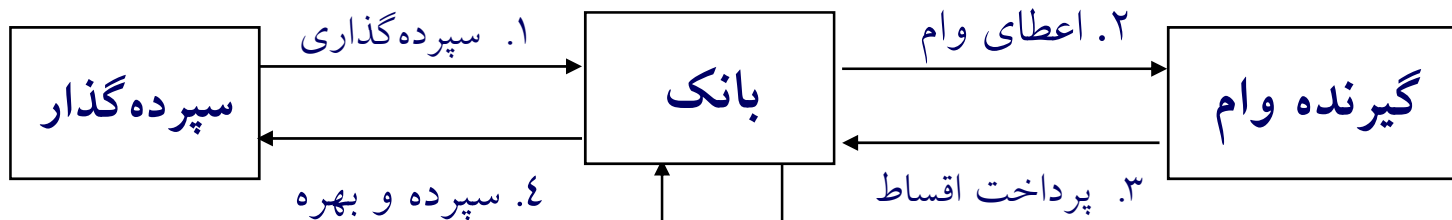
## دارایی‌های قابل تبدیل به اوراق بهادار در بانکداری متعارف

- در نظام مالی متعارف، هر دارایی با درآمد ثابت یا متغیر مانند اوراق بهادار دولتی، مطالبه‌های ناشی از وام‌های تجاری، وام‌های رهنی مسکن، وام‌های رهنی بازرگانی، حساب‌های دریافتی، مطالبه‌های مربوط به اجاره‌های بلند مدت قابل تبدیل به اوراق بهادار هستند و هرچه ریسک دارایی پایین‌تر باشد امکان فروش بیشتری دارد،

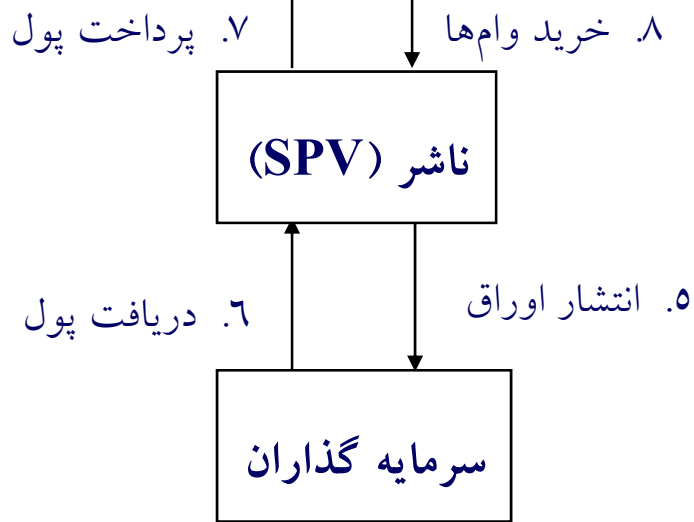
- تا قبل از بحران اخیر مالی، وام‌های رهنی مسکن بهترین گزینه محسوب می‌شدند.

# فرایند تبدیل به اوراق بهادار کردن در بانکداری متعارف

بازار اولیه وام



بازار ثانویه وام



# امکان تبدیل به اوراق بهادار کردن در بانکداری بدون ربا

- با توجه به اینکه در بانکداری بدون ربا ماهیت تسهیلات بانکی متفاوت از بانکداری متعارف است این سوال مطرح می شود که
- کدامیک از تسهیلات بانکهای اسلامی از منظر فقهی قابل تبدیل به اوراق بهادار هستند؟
- اوراق حاصله در قالب کدام قرارداد حقوقی در بازار اولیه و ثانویه به فروش می رسند؟
- برای پاسخ به این سوالات لازم است نگاهی به ماهیت فقهی انواع تسهیلات بانکی و نتایج حقوقی حاصل از آنها داشته باشیم.

# امکان تبدیل به اوراق بهادار کردن در بانکداری بدون ربا

• نتیجه بررسی ماهیت فقهی و حقوقی ماهیت تسهیلات بانکی نشان می‌دهد:

۱. دارایی‌های حاصل از تسهیلات فروش اقساطی، اجاره به شرط تملیک، جعاله، خرید دین، مشارکت مدنی، مشارکت حقوقی، مضاربه، مزارعه و مساقات، قابل تبدیل به اوراق بهادار می‌باشند.

۲. دارایی‌های حاصل از معاملات سلف توجیه فقهی ندارند.

۳. دارایی‌های حاصل از قرض الحسنه توجیه اقتصادی ندارند.

# مناسبترین گزینه برای تبدیل به اوراق بهادار کردن

- فروش اقساطی رهنی و اجاره به شرط تملیک  
مناسبترین گزینه‌اند چون:
- این تسهیلات دارای بازدهی ثابت و معین هستند.
- این تسهیلات از کمترین ریسک نکول برخوردارند.
- این تسهیلات دارای زمان بندی معلوم و مشخص هستند.
- زمینه‌های لازم برای تبدیل به اوراق بهادار کردن این تسهیلات تحت عنوان اوراق رهنی، فراهم شده است.
- در ادامه مقاله مدل‌های عملیاتی تبدیل به اوراق بهادار کردن این تسهیلات را بررسی می‌کنیم، لکن قبل از آن به معرفی ارکان و عناصر اصلی حاضر در عملیات تبدیل به اوراق بهادار می‌پردازیم.

# ارکان تبدیل به اوراق بهادار کردن دارایی‌های بانکی

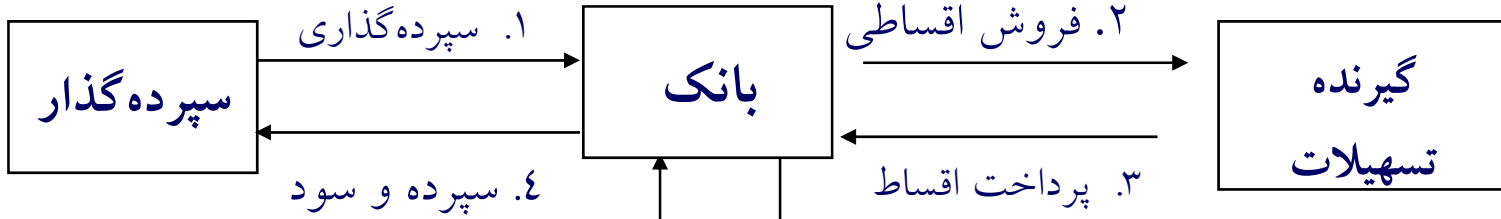
۱. **بانی:** هر شخص حقوقی مانند دولت، موسسه وابسته به دولت، شهرداری، بانک یا بنگاه خصوصی است که انتشار اوراق با هدف تامین مالی وی صورت می‌گیرد، در این تحقیق مقصود از بانی بانکی است که قصد تبدیل به اوراق بهادار کردن تسهیلات خود را دارد.
۲. **ناشر (واسط):** واسط یک موسسه مالی است که توسط بانی جهت انجام یک پروژه خاص انتخاب یا تاسیس می‌شود.
۳. **سرمایه‌گذاران (دارندگان اوراق):** اشخاص حقوقی یا حقیقی هستند که با خرید اوراق بهادار، بانی را تامین مالی می‌نمایند.
۴. **امین:** شخص حقوقی مورد تایید بانک مرکزی و سازمان بورس و اوراق بهادار است که بر فرآیند انتشار اوراق بهادار نظارت دارد.
۵. **شرکت تامین سرمایه:** شرکتی که به عنوان واسطه بین ناشر و سرمایه‌گذاران فعالیت می‌نماید.
۶. **موسسه رتبه‌بندی:** شرکتی است که با اخذ مجوز از سازمان بورس اقدام به تعیین رتبه اعتباری اوراق می‌نماید.

# اوراق مرابحه رهنی

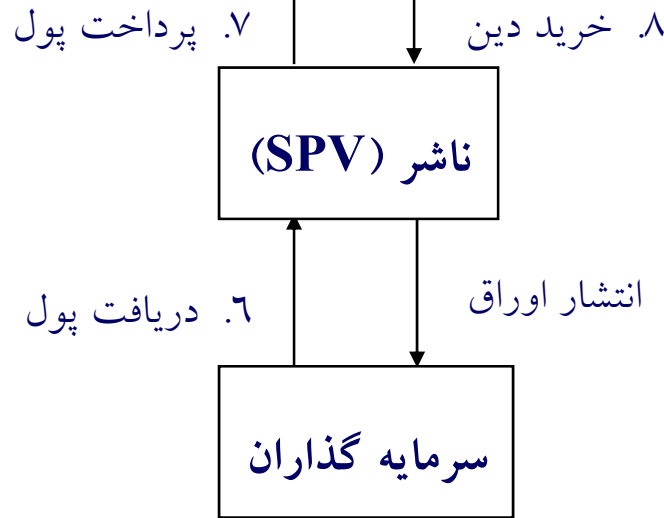
- در این روش، بانکی که منابع خود را به صورت فروش اقساطی (مرابحه) واگذار کرده و در قبال تسهیلات اعطایی رهن گرفته، می تواند با تبدیل به اوراق بهادار کردن مطالبات حاصل از تسهیلات، منابع خود را تجدید کند.
- بانک اقدام به تاسیس واسط می کند، واسط با انتشار اوراق مرابحه، وجوه سرمایه گذاران را جمع کرده به وکالت، دیون حاصل از تسهیلات فروش اقساطی را به قیمت تنزیلی از بانک خریداری می کند.
- بانک متعهد می شود در سررسیدهای مشخص مبلغ اسمی دیون را از بدهکاران وصول کرده از طریق شرکت تامین سرمایه به دارندگان اوراق برساند.
- دارندگان اوراق می توانند منتظر بمانند و از سود اوراق استفاده کنند و می توانند، اوراق خود را در بازار ثانوی بفروشند.

# بازار اولیه و ثانویه اوراق مرابحه رهنی

بازار اولیه وام



بازار ثانویه وام



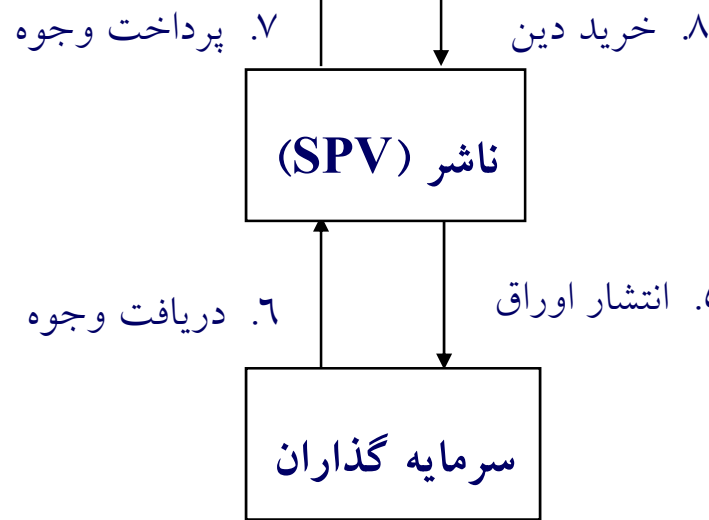


# خلاصه بازار اولیه و ثانویه اوراق مرابحه رهنی

بازار اولیه مرابحه



بازار ثانویه مرابحه





# روابط حقوقی اوراق مرابحه رهنی

۱. واسط و بانی نسبت به انتشار اوراق مرابحه و خریدن دیون حاصل از تسهیلات مرابحه رهنی به توافق می رسند.
۲. مؤسسه رتبه بندی، رتبه اعتباری بانی و واسط را اعلان می کند.
۳. مؤسسه امین نظارت مالی پروژه را از اول تا آخر به عهده می گیرد.
۴. واسط معادل قیمت تنزیلی دیون به اضافه کارمزد، اوراق مرابحه منتشر کرده در اختیار شرکت تامین سرمایه می گذارد.
- ۵ و ۶. شرکت تامین سرمایه اوراق را به سرمایه گذاران مالی واگذار کرده وجوه آنان را جمع آوری و به واسط می دهد.
۸. واسط معادل قیمت تنزیلی دیون را به بانی پرداخته دیون را به وکالت از طرف سرمایه گذاران مالی می خرد.
۹. واسط به وکالت از طرف سرمایه گذاران مالی مالک دیون می شود.
- ۱۰ و ۱۱. بدهکاران، در سررسید مبلغ اسمی اوراق را از طریق شرکت تامین سرمایه به سرمایه گذاران می دهند.

# فقه اوراق مرابحه رهنی

- بازار اولیه و ثانویه این اوراق ترکیبی از قراردادهای مرابحه، وکالت، خرید دین (تنزیل) است.
- بانی تسهیلات مرابحه می پردازد، واسط با انتشار اوراق مرابحه و جمع‌آوری وجوه، دیون حاصل از تسهیلات مرابحه رهنی بانی را به وکالت از طرف سرمایه‌گذاران مالی به صورت نقد به قیمت تنزیلی می‌خرد.
- قراردادهای مرابحه و وکالت به اتفاق نظر همه فقها صحیح است اما خرید دین (تنزیل) محل اختلاف است، به نظر مشهور فقهای شیعه و برخی از علمای شافعیه صحیح و به نظر مشهور فقهای اهل سنت اشکال دارد.

# اوراق اجاره به شرط تملیک

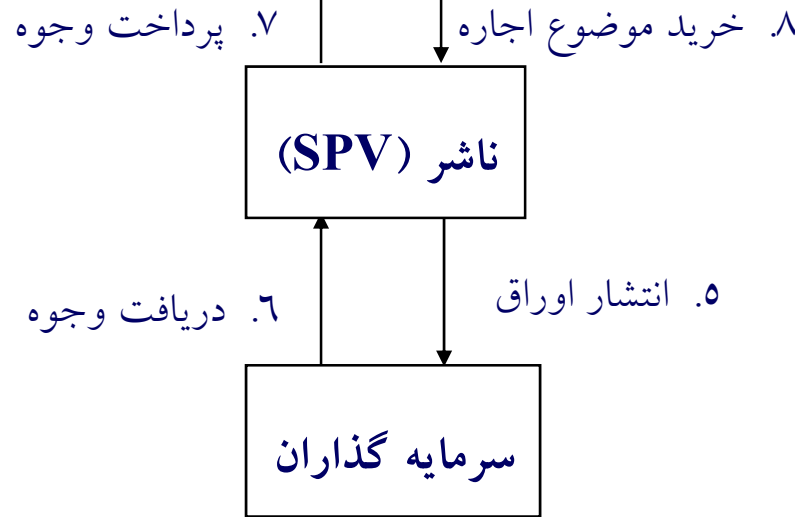
- در این روش، بانکی که منابع خود را به صورت اجاره به شرط تملیک واگذار کرده، می‌تواند با تبدیل به اوراق بهادار کردن دارایی‌های اجاره داده شده، منابع خود را تجدید کند.
- بانک اقدام به تاسیس واسط می‌کند، واسط با انتشار اوراق اجاره به شرط تملیک، وجوه سرمایه‌گذاران را جمع کرده به وکالت، دارایی‌های اجاره داده شده بانک را خریداری می‌کند.
- بانک متعهد می‌شود در سررسیدهای مشخص مبلغ اسمی اجاره بهاها را از مستاجران وصول کرده از طریق شرکت تامین سرمایه به دارندگان اوراق برساند.
- دارندگان اوراق می‌توانند منتظر بمانند و از سود اوراق استفاده کنند و می‌توانند، اوراق خود را در بازار ثانوی بفروشند.

# خلاصه بازار اولیه و ثانویه اوراق اجاره به شرط تملیک

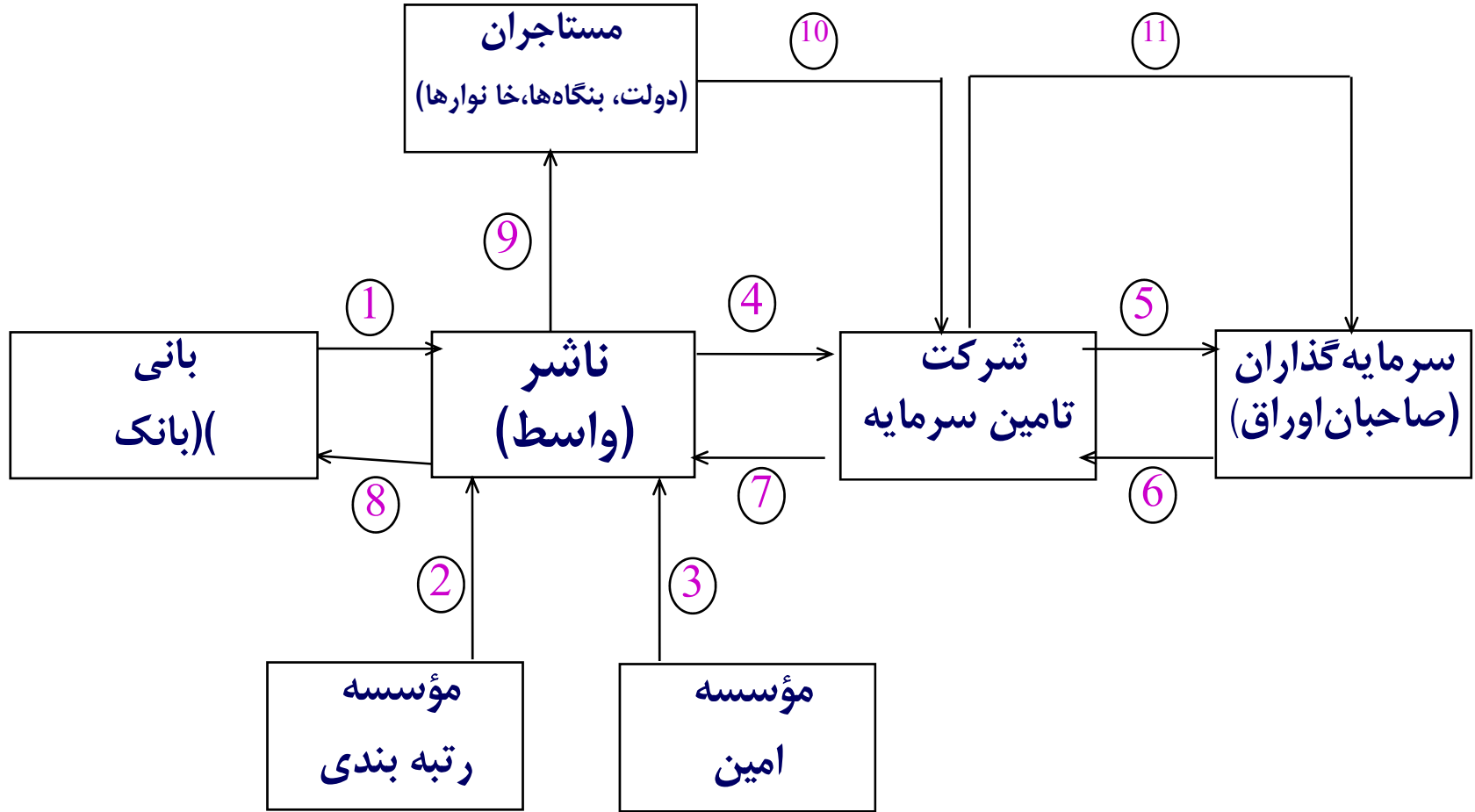
بازار اولیه وام



بازار ثانویه وام



# مدل عملیاتی اوراق اجاره به شرط تملیک



# روابط حقوقی اوراق اجاره به شرط تملیک

۱. واسط و بانی نسبت به انتشار اوراق اجاره و خریدن موضوع تسهیلات اجاره به شرط تملیک به توافق می رسند.
۲. مؤسسه رتبه بندی، رتبه اعتباری بانی و واسط را اعلان می کند.
۳. مؤسسه امین نظارت مالی پروژه را از اول تا آخر به عهده می گیرد.
۴. واسط معادل قیمت تنزیلی اجاره بها به اضافه کارمزد، اوراق اجاره به شرط تملیک منتشر کرده در اختیار شرکت تامین سرمایه می گذارد.
- ۵ و ۶. شرکت تامین سرمایه اوراق را به سرمایه گذاران مالی واگذار کرده وجوه آنان را جمع آوری و به واسط می دهد.
۸. واسط قیمت نقدی دارایی را به بانی پرداخته موضوع اجاره را به وکالت از طرف سرمایه گذاران مالی می خرد.
۹. واسط به وکالت از طرف سرمایه گذاران مالی مالک موضوع اجاره می شود.
- ۱۰ و ۱۱. مستاجران، در سررسید مبلغ اسمی اجاره بها را از طریق شرکت تامین سرمایه به سرمایه گذاران می دهند.



# فقه اوراق اجاره به شرط تملیک

- بازار اولیه و ثانویه این اوراق، ترکیبی از قراردادهای اجاره به شرط تملیک، وکالت، خرید نقدی است.
- در بازار اولیه بانک دارایی را به قرارداد اجاره به شرط تملیک به دولت، بنگاه‌ها و خانوارها واگذار می‌کند.
- در بازار ثانویه واسط با انتشار اوراق اجاره، وجوه سرمایه‌گذاران را جمع‌آوری، سپس به وکالت از طرف آنان دارایی‌هایی را که بانی به صورت اجاره به شرط تملیک، واگذار کرده بود خریداری می‌کند.
- از جهت فقهی قراردادهای اجاره به شرط تملیک، وکالت، خرید نقدی دارایی‌های اجاره داده شده و بیع سهم مشاع از دارایی اجاره داده شده، هیچ مشکلی ندارند.

# بررسی اقتصادی انتشار اوراق مرابحه و اجاره

## به شرط تملیک

### از منظر معیارهای اقتصاد خرد:

۱. اوراق مرابحه رهنی و اوراق اجاره به شرط تملیک از صنف ابزارهای مالی انتفاعی هستند.
۲. نرخ سود این اوراق چه در بازار اولیه و چه در بازار ثانویه، نرخ معین است، پس ابزار مناسبی برای سرمایه‌گذاران ریسک‌گریز هستند.
۳. با توجه به امکان شکل‌گیری بازار ثانوی این اوراق به این اوراق از درجه نقدشوندگی بالایی برخوردار خواهند بود.

# بررسی اقتصادی انتشار اوراق مرابحه و اجاره به شرط تملیک

## • از منظر معیارهای اقتصاد کلان:


۱. این اوراق گرچه برای تجدید منابع بانکها استفاده می‌شوند، ابزاری برای تأمین مالی دولت، بنگاه‌های اقتصادی و خانوارها هستند که تسهیلات از بانک دریافت کرده‌اند، بنابراین به طور همزمان روی اجزای مختلف تابع درآمد ملی مانند هزینه‌های مصرفی، هزینه‌های دولت و هزینه‌های سرمایه‌گذاری تأثیر می‌گذارند در نتیجه این اوراق روی رشد واقعی اقتصادی تأثیر زیادی می‌توانند داشته باشد.

# بررسی اقتصادی انتشار اوراق مرابحه و اجاره به شرط تملیک

## • از منظر معیارهای اقتصاد کلان (ادامه):

۲. اگر بازار اولیه و ثانویه این اوراق به صورت رقابت سالم باشد نرخ بازدهی اوراق به سمت نرخ بازدهی سرمایه در بخش واقعی اقتصاد سوق پیدا می کند و این به توزیع عادلانه درآمد بین عوامل تولید کمک می کند.

۳. با گسترش بازار ثانویه این اوراق، بانک مرکزی می تواند با خرید و فروش این اوراق در بازار ثانوی، روی نرخ سود بانکی و حجم نقدینگی جامعه تأثیر گذارد، بنابراین اوراق مرابحه و اجاره به شرط تملیک می توانند ابزاری برای سیاست پولی نیز مطرح شوند.



**از بذل توجه  
استادان و دانشجویان محترم  
کمال تشکر را دارم**