



فصلنامه علمی پژوهشی دانش سرمایه‌گذاری  
سال پنجم / شماره هجدهم / تابستان ۱۳۹۵

## اوراق بهادار سازی در بازارهای اسلامی در مقایسه با اوراق بهادار سازی در بازارهای عمده دنیا

زهرا امیرحسینی

استادیار گروه مدیریت، واحد شهر قدس، دانشگاه آزاد اسلامی، تهران، ایران.  
z.amirhosseini@qodsiau.ac.ir

معصومه قبادی

دانشجوی D.B.A انجمن مهندسی مالی ایران

تاریخ دریافت: ۹۴/۷/۲۵ تاریخ پذیرش: ۹۴/۱۰/۱۷

### چکیده

مقاله حاضر مروری است بر روند دارایی‌های تبدیل شده به اوراق بهادار و نیز اوراق بهادار سازی در بازارهای عمده دنیا و بازارهای اسلامی را مورد مقایسه قرار می‌دهد. از آنجا که تامین مالی از طریق انتشار اوراق بهادار در یک دهه گذشته با تغییر و تحولات چشمگیری مواجه بوده ضروری به نظر می‌رسد تا مروری بر این فرآیند داشته باشیم. از طرف دیگر از آنجا که نیاز به نقدینگی در چارچوب اسلامی به خوبی تشخیص داده شده است در این پژوهش نمونه‌های مختلف فرآیند اوراق بهادار سازی در قانون اسلامی از جمله اوراق بهادار سازی مبتنی بر مرابحه و اوراق بهادار سازی مبتنی بر اجاره را مورد بررسی قرار می‌دهیم. در نهایت در می‌یابیم که فرآیند اوراق بهادار سازی در بازارهای اسلامی نباید در تعارض با اصول اساسی امور مالی اسلامی نظیر امور مالی بدون ربا باشد. این در حالی است که فرآیند اوراق بهادار سازی در بازارهای عمده دنیا در تعارض با چنین هنجارهایی می‌باشد.

واژه‌های کلیدی: اوراق بهادار سازی، نهاد واسطه، بانی، سرمایه‌گذاران.

## ۱- مقدمه

بحران وام‌های رهنی بدون پشتوانه<sup>۱</sup> که در سال ۲۰۰۷ آغاز شد، نام و مفهوم چندین ساله اوراق بهادارسازی را لکه دار ساخت. در اوراق بهادارسازی، برخی از انواع دارایی‌ها تجمیع شده به طوری که در قالب اوراق بهادار با بهره، قابل‌بسته بندی و عرضه خواهند بود. پرداخت اصل و بهره دارایی‌ها از این طریق به خریداران اوراق بهادار انتقال می‌یابد. [10] به عبارت دیگر اوراق بهادارسازی یک فرآیند است که شامل ادغام، بسته بندی و تبدیل دارایی‌های مالی به اوراق بهادار است. این یک راه تبدیل دارایی‌های مالی به نقدینگی مانند اوراق بهادار است که نسبت دارایی‌ها راحتتر قابل داد و ستد می‌باشد. فروش مستقیم دارایی‌هایی مانند وام مسکن، وام خودرو، مطالبات کارت‌های اعتباری توسط یک موسسه مالی به موسسه یا موسسات مالی دیگر سختتر بوده و کارایی کمتری نسبت به فروش اوراق بهادار به تعداد زیادی از سرمایه‌گذاران در یک بازار مالی فعال دارد. [۱۶]

به طور کلی، اوراق بهادارسازی زمانی رخ می‌دهد که نهاد مالی یا هر بنگاه دارنده دارایی، دارایی‌هایی را که قابلیت ایجاد جریان نقدی را دارند، طی فرآیندی به یک طرف سوم منتقل می‌کند و به پشتوانه این دارایی‌ها در قالب ساختاری جدید اوراق بهادار منتشر می‌شود. [۴] بر اساس مدل اوراق بهادارسازی، وام دادن نقطه پایان تخصیص دارایی نیست، بلکه آغاز یک فرآیند پیچیده است که در آن، وام‌ها به موسساتی که از نظر قانونی جدا از هم هستند، فروخته می‌شود. تمام آنها با هم جمع شده و به صورت اوراق بهادار چندگانه، ریسک‌ها و بازده‌های مختلف درمی‌آیند که مطلوب طیف گسترده‌ای از سرمایه‌گذاران هستند و همان اوراق بهادار می‌توانند تبدیل به ورودی‌های فعالیت اوراق بهادارسازی بیشتری شوند. نیروی محرکه چنین فعالیت‌هایی متفاوت از مدل‌های سنتی و مبتنی بر سپرده است. [۸]

## ۲- روش شناسی پژوهش

تحقیق حاضر از نظر هدف از جمله تحقیقات کاربردی و پژوهشی مروری می‌باشد که جهت گردآوری مبانی نظری و ادبیات موضوع از مطالعات کتابخانه‌ای، مقالات موجود در اینترنت استفاده گردیده است. قابل ذکر است که چنین پژوهشی در رابطه با اوراق بهادار سازی بسیار نادر و کمیاب می‌باشد.

## ۳- مبانی نظری و مروری بر پیشینه پژوهش

اوراق بهادارسازی دارای تاریخچه کوتاهی است. نقطه شروع آن به دهه ۱۹۷۰ برمی‌گردد، زمانی که وام‌های رهنی خانه توسط آژانس‌های دولت ایالات متحده تجمیع می‌شدند. در بین سالهای ۱۹۷۰ تا ۱۹۸۰ توسعه‌ای در این راستا صورت گرفت. [۱۰] قبل از دهه ۱۹۸۰ معنای اوراق بهادارسازی برای توصیف فرآیند جایگزین کردن انتشار اوراق بهادار بکار می‌رفت تا تامین مالی از طریق بدهی برای وام گرفتن از بانک فراهم گردد [۲] به طور کلی، اوراق بهادارسازی در ابتدا به عنوان راهکاری برای یافتن منابع مالی جدید از طریق خارج کردن دارایی‌ها از ترازنامه، استقراض به پشتوانه آنها در راستای تامین مالی دوباره منابع اصلی با نرخ بازار عادلانه توسط موسسات مالی و شرکت‌ها به خدمت گرفته شد، در واقع این راهکار، هزینه‌های استقراض آنها را کاهش داد.

[۱۰] در دهه ۱۹۸۰، دیگر دارایی های درآمدزا نیز اوراق بهادارسازی شدند و در سالهای اخیر نیز این بازار از رشد چشمگیری برخوردار بوده است. از آن زمان به بعد، اوراق بهادارسازی شاهد رشد فوق العاده ای بخصوص در اوراق بهادار وام های رهنی بوده است. در اقتصادهای مسلمانان از شرق میانه تا شمال آفریقا و آسیای جنوب شرقی، اوراق بهادارسازی یک پدیده نسبتاً جدید است. این کشورها به طور آهسته اما پیوسته به سمت اسلامی سازی سیستم های مالی خود در حرکت هستند. [۱۶] بطوریکه پاکستان یکی از بازیگران پیشرو در اوراق بهادارسازی اسلامی به شمار می آید. هر چند بخش های مالی بانکداری و غیربانکداری امروزه به خاطر آشفتگی مالی جهانی با مشکلاتی مواجه هستند، با این وجود، ترقی چشمگیری در حوزه تامین مالی اسلامی از طریق اوراق بهادارسازی بویژه به خاطر مشارکت هر دو بخش خصوصی و دولتی به چشم می خورد. [۶] همچنین شورای مشورתי شریعت اسلامی در سال ۲۰۰۲، اوراق بهادارسازی دارایی ها را به منزله روند انتشار اوراق بهادار از طریق فروش دارایی های مالی که به عنوان دارای اصلی یک شخص ثالث شناخته می شود، معرفی نموده است. [۱۳]

کتورلی و پرستیانی (۲۰۱۲) در پژوهشی با جمع آوری داده هایی از پایگاه داده بلومبرگ، آماری جامع از فعالیت اوراق بهادارسازی بین سالهای ۱۹۷۸ تا ۲۰۰۸ را در برخی از کشورها ارائه داده است. نتایج تحقیق آنان نشان داد که سهام اوراق بهادارسازی به پشتوانه دارایی در این دوره زمانی در آمریکا، ۷۳/۱ درصد و بعد از آن در جزایر کایمن، ۱۲/۷ درصد و مابقی در سایر کشورها بوده است. به عبارتی، آمریکا و جزایر کایمن با یکدیگر بیش از ۸۵ درصد از حجم انتشار اوراق بهادار به پشتوانه دارایی را تشکیل می داد. [۸]

در مجموع، بازار اوراق بهادارسازی یک نوآوری مالی با تاریخچه نسبتاً طولانی در بازارهای اصلی آمریکا و در بسیاری از تجارت های اقتصادی برون مرزی این کشور است. رایج ترین ساختار آن، اوراق بهادار به پشتوانه دارایی است که به سرمایه گذاران فروخته می شود. نوآوری اوراق بهادارسازی در این است که عملکرد آن بوسیله جریان نقدی وثیقه تامین شده، تامین می شود و در تئوری نباید وابسته به قدرت مالی منتشرکننده دارایی باشد. [۸] در مجموع، تاکنون اوراق بهادارسازی به پشتوانه دارایی ها از سوی بیشتر نهادهای مالی مورد پذیرش قرار گرفته است و حتی برخی از بورس های اوراق بهادار نیز در حال روی آوردن به داد و ستد اوراق قرضه مبتنی بر دارایی ها هستند. [۱۱] مانجو در سال ۲۰۰۵ در مقاله ای با عنوان اوراق بهادارسازی: سندی مهم در بانکهای اسلامی به مقایسه ناشران برتر اوراق بهادار اسلامی در شش ماهه سال ۲۰۰۵ پرداخته است، نتیجه نشان می دهد که دولت پاکستان با ۸۸/۳ درصد بالاترین سهم انتشار اوراق را دارا بوده است. [۱۵]

تهرانی و همکاران (۱۳۸۸) در مقاله ای با عنوان اوراق بهادار سایدکار، ابزاری نوین برای تامین مالی شرکت های بیمه به معرفی جدیدترین نوع اوراق بهادار مرتبط با صنعت بیمه پرداختند و با معرفی مولفه ها و دلایل اقتصادی اصلی این ابزار به موارد مختلف استفاده از این اوراق در شرکت های بیمه اشاره نموده است. [۱] علیزاده و سیف الدینی (۱۳۸۸) در مقاله ای با عنوان تبدیل به اوراق بهادارسازی املاک و مستغلات، به بررسی الزامات اصلی تبدیل اوراق بهادارسازی دارایی های ملکی آماده بهره برداری و در حال ساخت می پردازند. آنها نیازهای زیرساختی و مقرراتی لازم جهت پیاده سازی این روش تامین مالی در ایران شناسایی شده و ریسک های خاص

پروژه های ساختمانی را معرفی می نماید. [۴] سلیمانی و همکاران (۱۳۹۳) در پژوهشی به بررسی مفهوم اوراق بهادارسازی ریسک که به اوراق بهادار بیمه ای معروف است، می پردازد و همچنین ارتباط بین صنعت بیمه و بازار سرمایه را بررسی می نمایند. [۳] فطانت و ناصرپور (۱۳۸۷) در پژوهشی، شیوه تبدیل ریسک بیمه ای به اوراق بهادار را با معرفی مولفه ها و دلایل اقتصادی اصلی آن تبیین می نماید. نهایتاً یک روش انتشار اوراق بلاپای طبیعی را مورد بررسی قرار می دهد و فرآیند تبدیل به اوراق بهادارسازی ریسک در شرکت های بیمه را بیان می نماید. [۵]

### ساختار اولیه اوراق بهادارسازی

اوراق بهادارسازی دارایی ها، روند مربوط به تبدیل بخشی از دارایی ها به شکل اوراق بهادار است که برای سرمایه گذاران در بازار ثانویه قابل قبول باشند. این، یک ابزار نوآوری است که کمک می کند تا نقدینگی را تنظیم کرده و آن را از ریسک نرخ بهره حفاظت نمایند [14]

سوالی که مطرح می شود این است که کدام دارایی ها واجد شرایط تبدیل شدن به اوراق بهادار می باشند؟ بطور کلی، تمام دارایی هایی که می توانند جریان نقدی ایجاد کنند. اکثر دارایی های تبدیل شده به اوراق بهادار شامل این موارد می باشند: وام های خودرو، مطالبات کارت اعتباری، وام های مسکن مسکونی و تجاری، پرداخت های فرانشیز/ حق امتیاز که به نوعی تحت پوشش یا وثیقه قراردادهای می باشند. به منظور جمع تمامی دارایی ها، این دارایی ها باید دارای ساختار موعده پرداخت نسبتاً همگن و نیز ریسک نرخ بهره و اعتبار تقریباً مشابهی باشند. این ویژگی بدین جهت مهم است که هدف اصلی، ارائه نقدینگی قبل از آن است که موعده دیرش (دوره انتظار) دارایی (با گردآوری وام ها و صدور اوراق بهادار با پشتوانه دارایی) فرا برسد. هدف ساز و کار بکار رفته برای تبدیل شدن به اوراق بهادار، به عنوان مثال، آزاد کردن ظرفیت بانک برای وام های بیشتر و سرمایه گذاری های دیگر است. روند اوراق بهادارسازی به بانک ها کمک می کند تا ریسک نرخ بهره را بهتر مدیریت کنند. مثلاً، اگر وام های بلند مدت با نرخ بهره ثابت داشته باشیم که تبدیل به اوراق بهادار نشده اند، تغییرات احتمالی نرخ های بهره می تواند زیان های عمده ای برای بانک ها بوجود آورد. در فرآیند اوراق بهادارسازی، ریسک نرخ بهره به منتشرکننده اوراق بهادار منتقل می گردد. هم چنین، ریسک اعتباری بانک ها از طریق فرآیند اوراق بهادارسازی کاهش می یابد زیرا بانک، ریسک عدم پرداخت بدهی مشتری را برای بازپرداخت وام حذف می کند. به همین دلیل، ریسک اعتباری به منتشرکننده اوراق بهادار منتقل می گردد. در نهایت، فرآیند اوراق بهادارسازی باعث افزایش سودآوری بانک ها می شود. اگر بانک، مجاز به پرداخت و ارائه وام های اوراق بهادارسازی شده می باشد (به نام وازطرف منتشرکننده اوراق بهادار)، پس از عهده ذخیره زیان وام کافی برمی آید. اگر ذخیره زیان وام فراتر از هزینه خدماتی است که بانک ارائه می دهد، درآمد خالص باعث افزایش سودآوری بانک خواهد شد. [12]

فرآیند انتقال ریسک های مالی از طریق ایجاد یک نهاد به اصطلاح واسط (SPE)<sup>۲</sup> حاصل می گردد. این نهادها با نام های SIV<sup>۳</sup>، SPV<sup>۴</sup> و SPC<sup>۵</sup> نیز شناخته می شوند. بانک ها یا سایر منتشرکنندگان وام ها یا به عبارتی مالکان اصلی دارایی (بانیان) دارایی ها (به عنوان مثال مطالبات از وام های منتشر شده) را جمع آوری

کرده و به SPE (نهاد واسط) به شکل طبقه بندی اوراق ارائه می کند. رده کردن اوراق یعنی اینکه پورتهوی دارایی ها با توجه به مشخصات ریسک به چند بخش تقسیم می شود. رده ها بوسیله یک یا چند کارگزار رتبه بندی اعتبار مستقل از رتبه بندی نهاد بانی یا مالک اصلی دارایی رتبه بندی می شوند. بنابراین، دستورالعمل خرید دارایی ها توسط SPEs بسیار مهم است بخصوص به منظور اطمینان از جدا بودن دارایی و اوراق بهادار با پشتوانه وام رهنی از نهاد بانی. [9]

این نهاد واسط بطور قانونی جدا از نهاد بانی است. این، یک ویژگی مثبت است: در صورت ورشکستگی بانی، وضعیت اعتبار مشتریان به خطر نخواهد افتاد. این نهادها از طریق فک رهن یا بازپرداخت که معمولاً مطالبات بلند مدت یا مطالبات غیرنقدی بانک ها را مورد توجه قرار می دهد، دست به انتشار اوراق بهادار کوتاه مدت می زنند (که به پشتوانه وام های رهنی یا سایر دارایی هاست) و سپس آنها را به شکل اوراق بهادار به پشتوانه وام رهنی/ دارایی به سرمایه گذاران علاقمند می فروشند. SPEs از تفاضل بین ارزش بازار اوراق بهادار و هزینه انتشار آنها منتفع می گردند (خرید وام ها و ارائه بدهی ها به مالکین اوراق بهادار).

بر طبق نوع اوراق بهادار تعهد آور، دو نوع SPE داریم: "عمومی" که اقلام ترازنامه را گرفته و آنها را به اوراق بهادار تبدیل می کنند و "مصنوعی" که متشکل از اقلامی است که صرفاً به سایر اوراق بهادار مرتبط بوده و اغلب تعهدات بدهی وثیقه نامیده می شوند  $CDOs^V$  [9] با اوراق بهادار به پشتوانه دارایی های قبلاً منتشر شده از این لحاظ تفاوت دارد که اصل و بهره مستقیماً از طریق وام گیرنده به سرمایه گذار و بوسیله استهلاک اصل در طول زمان پرداخت می گردد، اما بر مبنای اولویت های سررسید سرمایه گذار انباشته می شود. بنابراین، سرمایه گذاران می توانند اوراق بهادار را هم بر مبنای ریسک پذیری و هم بر مبنای اولویت های سررسید خود انتخاب کنند. در نتیجه، SPEs مصنوعی (CDOs) به شرکای بازار این امکان را می دهند که در مورد احتمال عدم پرداخت بدهی اوراق بهادار بیاندهند و در نتیجه طیف دارایی های مالی مختلف را افزایش می دهد. در عین حال، این موقعیت دارای یک اثر منفی است زیرا ارائه دارایی های مالی مختلف برای شرکای بازار که نسبت به سطح ریسک ها در فرآیند تبدیل ریسک آگاهی ندارند، گیج کننده است. مالک اصلی دارایی به عنوان مثال بانک هایی که وام ها را به SPEs فروخته اند، تمام تعهدات ناشی از وام ها را به SPEs منتقل کرده اند. در رابطه با اینگونه وام ها، بانی هیچ تعهدی نسبت به حفظ پول به عنوان یک ذخیره ندارند که مزیت دیگری برای بانی ها برای افزایش نقدینگی شان به شمار می رود.

اوراق بهادار به سرمایه گذاران نهادی یا انفرادی پیشنهاد می گردد که طلبکاران نهایی در فرآیند اوراق بهادارسازی هستند که متحمل ریسک می شوند: ریسک نرخ بهره، ریسک بازار (نوسان قیمت های املاک و مستغلات) و ریسک اعتبار (عدم پرداخت بدهی). این موقعیت، تعیین ریسک اوراق بهادار منتشر شده را لازم و ضروری می سازد به نحوی که سرمایه گذاران با نوع اوراق بهاداری که بر روی آن سرمایه گذاری کرده اند، آشنا می شوند. در فرآیند اوراق بهادار سازی، سطح ریسک معمولاً بوسیله کارگزاران رتبه بندی اعتبار تخمین زده می شود. [12]

### فرآیند اوراق بهادارسازی در بازارهای عمده دنیا

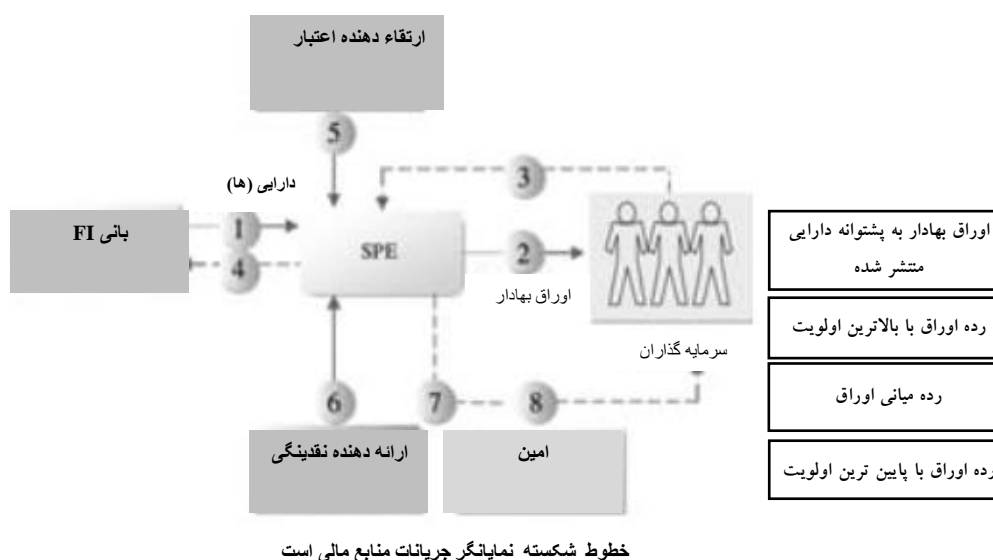
اوراق بهادارسازی و سایر دارایی‌ها، راه ساده‌ای برای افزایش منابع مالی اضافی می‌باشند. همانگونه که پیش از این بیان گردید، این روند شامل یک موقعیت مالی است که بخشی از دارایی‌های درآمدزا نظیر وام‌های مسکن، وام‌های خودرو و مطالبات کارت‌های اعتباری را جدا کرده و در قبال آن، اوراق بهادار یا مطالبات مالی را در بازار آزاد به فروش می‌رساند. به محض ایجاد درآمد از دارایی، این دارایی‌ها به مالکین اوراق بهادار منتقل می‌گردد. در واقع، دارایی‌ها به اوراق بهادار تبدیل می‌شوند. نهاد اوراق بهادارسازی، پولی را دریافت می‌کند که اصولاً برای بدست آوردن این دارایی‌ها هزینه کرده است. چندین طرف درگیر در این فرآیند وجود دارند که عبارتند از:

- ۱) موسسه یا نهاد مالی که دارایی‌ها از آن جمع‌آوری می‌گردد و بانی نامیده می‌شود.
- ۲) دارایی‌هایی که از آن به بعد به فروش رسیده یا به یک منتشرکننده که همان نهاد واسط (SPE) منتقل گردد.
- ۳) یک امین<sup>۸</sup>، معمولاً برای تضمین اینکه منتشرکننده تمامی الزامات مربوط به انتقال دارایی‌ها را بطور کامل انجام داده و تمامی خدمات مرتبط از پیش وعده داده شده را ارائه داده است، منصوب می‌گردد. امین، وظیفه جمع‌آوری و پرداخت هرگونه جریان نقدی ایجاد شده توسط دارایی‌های تجمیعی به سرمایه‌گذاران را برعهده دارد.
- ۴) تضمین یا ارتقاء اعتبار توسط نهاد(های) مالی مستقل به عنوان حفاظت اضافی برای مالکین اوراق بهادار ارائه می‌گردد.
- ۵) یک ارائه دهنده نقدینگی ممکن است نقدینگی با پشتوانه را به شکل تضمین یا افزایش نقدینگی ارائه دهد.

یک فرآیند ساده از اوراق بهادارسازی به شکل هندسی در نمودگر ۱ نشان داده شده است. چندین نوع مختلف از اوراق بهادار که از طریق این فرآیند شکل گرفته است به نمایش در می‌آید. رایج‌ترین نوع آن به شرح زیر است. نخست، یک اوراق بهادار قابل قبول (یا گواهی سهامی بودن)<sup>۹</sup> بیانگر مالکیت مستقیم در پورتهویی از دارایی‌هایی است که معمولاً از لحاظ سررسید، بازده و کیفیت یکسانند. بانی، پورتهوی را ارائه داده، مجموعه‌ها را ساخته و آنها را به تصویب رسانده و به جز هزینه خدمات به سرمایه‌گذاران ارائه می‌دهد. مالکیت دارایی‌ها در پورتهوی بستگی به سرمایه‌گذاران دارد. بنابراین، اوراق قابل قبول، تعهدات بدهی بانی نبوده و در صورت‌های مالی بانی لحاظ نمی‌گردد.

دوم، نوع دیگری از اوراق بهادارسازی منجر به ایجاد یک اوراق قرضه با پشتوانه دارایی (ABB)<sup>۱۰</sup> می‌گردد. یک ABB مانند اوراق بهادار با گواهی سهامی بودن تحت وثیقه پورتهویی از چند دارایی یا پورتهویی از چند اوراق بهادار با گواهی سهامی بودن می‌باشد. ABB عبارت است از تعهد بدهی منتشرکننده، در نتیجه پورتهویی از چند دارایی که به عنوان وثیقه بکار می‌رود به عنوان دارایی در دفاتر منتشرکننده باقی مانده و ABBها به عنوان یک بدهی گزارش می‌شوند. و نیز جریان نقدی ناشی از وثیقه به سرمایه‌گذاران تخصیص نمی‌یابند. آنها اغلب

دوباره با باقیمانده ای که اغلب با منتشرکننده/ بانی حفظ می شود پیکربندی می گردند. یکی از جنبه های مهم اوراق قرضه با پشتوانه دارایی ها این است که اضافه وثیقه<sup>۱۱</sup> هستند، به عبارتی، ارزش دارایی های اصلی بطور معناداری بیشتر از کل تعهد است. این عمل عمدتاً به منظور تسلی خاطر سرمایه گذاران انجام می شود. نوع سوم اوراق بهادارسازی، آنچه را که به عنوان اوراق قرضه با گواهی سهامی بودن شناخته می شود ایجاد می کند. یک اوراق قرضه با گواهی سهامی بودن، یکسری از ویژگی های اوراق بهادار با گواهی سهامی بودن را با یکسری از ویژگی های ABB ترکیب می کند. یک اوراق قرضه با گواهی سهامی بودن مانند یک ABB تحت وثیقه مجموعه ای از دارایی هاست و در ترازنامه منتشرکننده به عنوان بدهی نمی آید. جریان نقدی ناشی از دارایی ها مانند یک اوراق بهادار قابل قبول با گواهی سهامی بودن به ارائه اوراق قرضه تخصیص می یابد. [16]



### نمودگر ۱- فرآیند اوراق بهادارسازی در بازارهای عمده دنیا

#### فرآیندها

- ۱) اوراق بهادارسازی FI یا بسته بندی کردن و مخزن کردن دارایی ها و فروش آنها به SPE توسط بانی؛
- ۲) SPE اوراق بهادار را به سرمایه گذاران می فروشد؛
- ۳) SPE منابع مالی را از سرمایه گذاران جمع آوری می کند؛
- ۴) SPE بهاء فروش دارایی ها را به بانی می پردازد؛
- ۵) FI مستقل، ارتقاء اعتبار را ارائه می دهد؛

- ۶) FI مستقل، افزایش نقدینگی را ارائه می‌دهد؛
- ۷) SPE، درآمدهای ناشی از دارایی‌ها را به سرمایه‌گذاران در آینده منتقل می‌سازد؛
- ۸) امین تضمین می‌کند که منتشرکننده، تمامی تعهدات خود را در رابطه با انتقال دارایی‌ها، توزیع درآمد و نظایر آن انجام می‌دهد.

در اصل، اوراق بهادارسازی راهکاری جایگزین برای تامین مالی با تکیه بر انتقال ریسک اعتباری و احتمالاً ریسک نرخ ارز و نرخ بهره از منتشرکننده‌ها به سرمایه‌گذاران است. در فرآیند اوراق بهادارسازی، پرتفوی مرجع به چندین برش بنام «رده اوراق»<sup>۱۲</sup> تقسیم می‌گردد، که هر یک از آنها سطح متفاوتی از ریسک را داشته و بطور جداگانه به فروش می‌رسند. برگشت مالی سرمایه‌گذاری (بازپرداخت سود و اصل) و زیان‌ها هر دو مطابق با اولویت‌شان به رده‌های مختلف اوراق تخصیص داده می‌شوند. برای مثال، کم‌ریسک‌ترین رده اوراق بالاترین سهم (یا بالاترین اولویت) را در درآمد حاصل از دارایی‌های پایه دارد، درحالی‌که پرریسک‌ترین رده اوراق آخرین سهم (یا پایین‌ترین اولویت) را در آن درآمد خواهد داشت. ساختار متعارف اوراق بهادارسازی از سه سطح اوراق بهادار یعنی، رده اوراق با پایین‌ترین اولویت<sup>۱۳</sup>، رده میانی اوراق<sup>۱۴</sup>، و رده اوراق با بالاترین اولویت<sup>۱۵</sup>، تشکیل شده است.

### اوراق بهادارسازی اسلامی

نیاز به نقدینگی در چارچوب اسلامی به خوبی تشخیص داده شده است. [8] *السویوله*<sup>۱۶</sup> (نقدینگی)، بخش جدایی‌ناپذیری از قانون تجارت اسلامی است. در نتیجه، درمی‌یابد که فرآیند اوراق بهادارسازی که ضرورتاً نقدینگی را به دارایی‌های مالی یک نهاد مالی اسلامی از قبیل وام‌ها و مطالبات تسهیم می‌کند، از نقطه نظر فقهی<sup>۱۷</sup> دارای منافع اقتصادی یا مصالح<sup>۱۸</sup> شفاف می‌باشد.

نهادهای مالی اسلامی نمی‌توانند در بازارها به شکلی منفک و جداگانه عمل کنند و باید با نهادهای مالی بازارهای عمده‌بین‌المللی به رقابت بپردازند. این، یک واقعیت است که بخش مالی چنین بازارهایی، سرمایه‌گذاری متنوع و تامین مالی محصولات را به همراه دسترسی به بازارهای بین‌بانکی و سرمایه‌ای میسر می‌سازد. نیاز، هرچه که باشد، همیشه گزینه‌ای از راه حل‌های انعطاف‌پذیر وجود دارد. در مقایسه با امور مالی بین‌الملل، فقط ۳۰ سال است که از عمر بخش امور مالی اسلامی مدرن می‌گذرد و نهادها و زیرساخت آن نسبتاً کمتر توسعه یافته‌اند. در عین حال، نهادهای اسلامی وقتی با الزامات شریعت اسلامی سروکار دارند، ملزم به رعایت مقررات نظارتی بین‌المللی می‌باشند. اوراق بهادارسازی می‌تواند با ارائه ابزاری برای تسهیم نقدینگی در دارایی‌ها و افزایش منابع مالی اضافی، نقش مهمی در تقویت این نهادها ایفاء کند. در حالی که بر نیاز به نقدینگی بیش از حد تاکید می‌شود، فرآیند تسهیم نقدینگی از طریق اوراق بهادارسازی نباید در تعارض با سایر اصول اساسی تر امور مالی اسلامی، نظیر امور مالی بدون ربا یا *قرر*<sup>۱۹</sup> باشد. فرآیندهای اوراق بهادارسازی در بازارهای عمده بین‌المللی همانطور که قبلاً بارها و بارها گفته شد در تعارض با این هنجارهای اساسی است. مواردی که در آن، اینگونه تعارضات امکان‌پذیر است در زیر می‌آید. [16]



نخست، اساس دارایی اصلی در صورت اوراق بهادارسازی متعارف شامل وام ها و سایر مطالباتی است که شامل ربا هم می شود. بدیهی است، این امر مجاز نیست. اساس دارایی بوضوح باید بدون ربا و سایر عناصر ممنوعه باشد. توجه داشته باشید که دارایی های اصلی ممکن است فیزیکی یا مالی ( که نشان دهنده مالکیت دارایی های فیزیکی می باشد) باشند. در حالی که دارایی خالص برخلاف اوراق قرضه با بهره، یک دارایی مالی مجاز می باشد که می تواند بخشی از سرمایه گذاری را شکل دهد، این دارایی خالص نباید نشان دهنده مالکیت نهادی باشد که با تولید یا منفعت حاصل از اقسام حرام<sup>۲۰</sup> نظیر الکل یا گوشت خوک سرو کار دارد. با این وجود، در حالی که مخزن دارایی ها ( که اوراق بهادارسازی شده اند) ترکیبی از دارایی های فیزیکی (نظیر تجهیزات، ساختمان ها) و مطالبات مالی (نظیر اسناد دریافتنی) را نشان می دهد، دارایی های فیزیکی باید مشمول اکثریت یا حداقل ۵۱ درصد از کل مجموعه باشد. اگر این شرط برآورده نشود، پس، مخزن دارایی نمی تواند با قیمت توافقی یا قیمت بازار به فروش برسد. منطقی که در اینجا حاکم این است که از آنجایی که بدهی یا پول در اسلام نمی تواند با حق امتیاز یا تخفیف منتقل گردد، مخزن دارایی ها (در صورتی که دارایی های مطالباتی یا بدهی باشد) فقط می تواند بر مبنای ارزش اسمی خود منتقل گردد. با این حال، چنانچه مخزن بیانگر ترکیبی از دارایی های فیزیکی و بدهی ها باشد، فروش آن تحت نظارت مولفه غالب آن (به عبارتی، دارایی های فیزیکی) خواهد بود. بنابراین، مخازن دارایی اکنون می تواند با یک قیمت توافقی منتقل گردد. در همین راستا، اوراق بهاداری که بیانگر مالکیت جزئی است نیز اکنون می تواند با قیمت توافقی منتقل شود.

دوم، اوراق بهادار با گواهی سهام بودن از سه ساختار اوراق بهادارسازی فوق شاید نزدیکترین ساختار برای برآورده کردن تفسیر هنجارهای اسلامی باشد. اوراق قابل پرداخت یا با گواهی سهام بودن، ABB و اوراق تجاری شامل بدهی می شوند که استفاده آشکار از بهره را ممکن می سازند. بنابراین، فقط یک اوراق با گواهی سهام بودن با یک مخزن پایه از دارایی های نظام مند به عنوان دارایی خالص یا اجاره است که نمی تواند استفاده از بهره بصورت آشکار یا ضمنی که در چارچوب اسلامی تایید می شود را ممکن سازد.

سوم، ارتقاء اعتبار، بخش لاینفک فرآیند اوراق بهادارسازی است. وقتی ارتقاء اعتبار برای حق الزحمه ای انجام می شود که مرتبط با نوعی از امکانات می باشد، به شکلی خطرناک نزدیک به ربا است و بدرستی در تضاد با اظهارات دانشمندان شریعت<sup>۲۱</sup> است. قانون اسلامی برای تضمین اعتبار از طریق سازوکار کفالت<sup>۲۲</sup> ارائه می شود. با این حال، کفالت اجازه نمی دهد تا حق الزحمه به صورت قراردادی مطرح شود. بنابراین، آنچه که لازم است، فراهم آوردن امکان تسهیم سود برای ارتقاء دهنده اعتبار است.

چهارم، ارتقاء نقدینگی مثل ارتقاء اعتبار نیز در چارچوب اسلامی تحت الشعاع سایه ای قرار دارد. در حالی که این امر به راحتی در یک سناریوی مبتنی بر بهره امکانپذیر است، چارچوب اسلامی برای وام های بدون بهره کوتاه مدت ارائه می گردد. بنابراین، در حالی که ارتقاء نقدینگی می تواند بوسیله نهادهای مالی مستقل در چارچوبی قراردادی و متعارف ارائه شود، این امر در اوراق بهادارسازی اسلامی فقط در صورتی ممکن است که هیچ پاداش مالی برای ارائه دهنده در نظر گرفته نشود. پشتوانه نقدینگی شاید بتواند بوسیله نهاد مالی اوراق بهادارسازی یا مقامات مرکزی پولی شخص ثالث که به موفقیت روند اوراق بهادارسازی علاقمندند، ارائه گردد.

شایان ذکر است که پشتوانه نقدینگی کوتاه مدت می‌تواند از طریق نهادهای مالی مستقل به شکلی مشابه با روش‌های بانکداری به اصطلاح اسلامی و با بکارگیری بیع‌العین و توارق<sup>۲۳</sup> ارائه گردد. با این وجود، این امکانات به شدت بحث برانگیز بوده و بهتر است که خارج از چارچوب اسلامی باشد.

#### ۴- یافته‌های پژوهش

به منظور ارائه ساختار اوراق بهادارسازی ای که کاملاً مطابق با شریعت اسلامی باشد، با نهاد واسطی شروع می‌کنیم که برای این منظور خاص ایجاد شده است. SPE در اوراق بهادارسازی اسلامی می‌تواند به شکل یک مضاربه<sup>۲۴</sup> شامل سرمایه‌گذاران و شرکت اوراق بهادارسازی به عنوان مضارب<sup>۲۵</sup> باشد. مضارب شاید بطور قانونی سهم خود را از مازاد مطالبه کند. در نتیجه، شرکت اوراق بهادارسازی ممکن است به عنوان کارگزار یا وکیل<sup>۲۶</sup> تمامی سرمایه‌گذاران (که به عنوان یک شرکت مشارکتی<sup>۲۷</sup> شکل گرفته‌اند) عمل کند. موضوع دیگر مربوط به ماهیت دارایی‌هایی است که باید تبدیل به اوراق بهادار شوند. موسسات مالی اسلامی دارای یک ساختار دارایی می‌باشند که اصولاً مبتنی بر داد و ستد است، نظیر مرابحه<sup>۲۸</sup> (فروش بر مبنای هزینه تمام شده) با امکان پرداخت معوق یا بیع بی‌تامین‌آجل (BBA)<sup>۲۹</sup> و مبتنی بر اجاره‌نظیر/اجاره<sup>۳۰</sup> [17] دارایی خالص یا دارایی‌های مبتنی بر مشارکت بنا به دلایل بیشمار در درصد کمی از کل دارایی‌ها لحاظ می‌گردند. بنابراین، برای نهادهای مالی اسلامی طبیعی است که اوراق بهادارسازی مطالبات تجاری را به عنوان اولین گزینه در نظر بگیرند.

مرابحه یا بیع بی‌تامین‌آجل (BBA) منجر به انتقال مالکیت کالای فیزیکی به خریدار شده و اکنون دارایی‌های نهاد مالی شامل مطالباتی است که شکلی از بدهی می‌باشند. در نتیجه، چنین دارایی‌هایی می‌تواند فقط به شکلی مشابه به SPE منتقل گردد. انتقال می‌تواند به شکل حواله/الدین<sup>۳۱</sup> و نه به شکل فروش یا بیع باشد. در حالی که SPE یک شرکت مشارکتی متشکل از سرمایه‌گذاران است، اوراق بهادار مشارکتی ارائه دهنده مالکیت جزئی این مخزن دارایی می‌باشد. و از آنجایی که هر اوراق بهاداری اکنون نشان دهنده یک بدهی (شاهد/الدین<sup>۳۲</sup>) است، فقط می‌تواند به طریق مشابه منتقل گردد. بنابراین، یک بازار ثانویه با چنین اوراق بهادار بدهی اسلامی کاملاً رد می‌شود.

انواع گوناگون اوراق بهادارسازی مبتنی بر مرابحه -BBA شامل فرآیند خرید و فروش متقابل است. این امر فقط به عنوان روشی برای ایجاد منابع مالی اضافی برای شرکت اوراق بهادارسازی انجام می‌شود. فرآیند با شناسایی مخزن دارایی‌های فیزیکی که اخیراً به تملک شرکت اوراق بهادارسازی درآمده است، شروع می‌گردد. دارایی‌ها به SPE ای فروخته می‌شود که به عنوان یک شرکت مضاربه ای یا مشارکتی سازمان یافته و سپس با تخفیف و بر مبنای پرداخت معوقه خریداری می‌گردد. سپس، درآمد معوقه بالاتر به سرمایه‌گذاران و بر یک مبنای متناسب منتقل می‌گردد (به تناسب سهم آن در SPE). این فرآیند در نمودگر ۲ نشان داده شده است. آنچه که باید در فرآیند فوق مد نظر قرار گیرد، کاربرد خرید و فروش (بیع‌العین) است که در استقراض مبتنی بر ربا امری مهم و موثر است. خرید و فروش دارایی‌ها، تامین مالی را از دارایی اصلی جدا می‌کند. بنابراین، ساز و کار در چارچوب اسلامی قابل قبول نمی‌باشد. با این حال، کاربرد بسیار زیادی در بانک‌های سرمایه‌گذاری در

مالزی دارد. سازو کار ممنوعه دیگری نیز توسط این بانکداران برای تسهیم نقدینگی به ابزار صورت گرفته است: فروش بدهی با تخفیف یا با قیمت توافقی (بیع الدین). چنانچه فروش بدهی با تخفیف مجاز شمرده شود، صکوک المراجعه<sup>۳۳</sup> که از طریق ساز و کار فوق ایجاد شده است می تواند آزادانه و با هر قیمتی که مورد توافق طرفین قرار گرفته است معامله شود. با این حال، این امر مجاز نمی باشد. [16]



## نمودگر ۲- اوراق بهادارسازی مبتنی بر مراجعه.

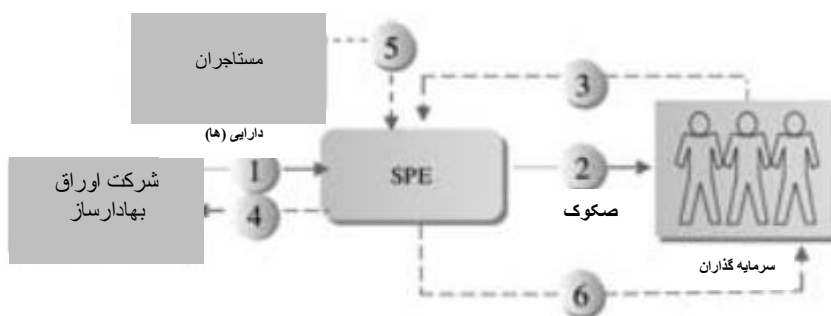
### فرآیندها:

- ۱) شرکت به شناسایی و تجمیع دارایی های فیزیکی پرداخته و آنها را به SPE (مشارکت یا مضاربه) می فروشد؛
- ۲) SPE، اوراق بهادار را در مقابل این دارایی ها برای سرمایه گذاران منتشر می کند؛
- ۳) SPE منابع مالی را از سرمایه گذاران تجمیع می کند؛
- ۴) SPE قیمت فروش دارایی ها را به شرکت پرداخت می کند؛
- ۵) شرکت دارایی ها را بر مبنای پرداخت معوقه خریداری می کند؛
- ۶) SPE پرداخت های شرکت را در آینده دریافت می کند؛
- ۷) SPE پرداخت های صورت گرفته توسط شرکت را پس از کسر سهم مضارب یا حق الوکاله به سرمایه گذاران منتقل می سازد.

اوراق بهادارسازی مبتنی بر اجاره نوع دیگری از اوراق بهادارسازی اسلامی می باشد. اجاره یا لیزینگ اسلامی به عنوان یک دارایی هرچند که محبوبیت و اشتها مضاربه را ندارد، معهدا، انعطاف پذیری بسیار زیادی را نشان می دهد. اوراق بهادارسازی مبتنی بر اجاره شامل اوراق بهادارسازی دارایی های فیزیکی است و نه مطالبات مالی. این مهم شامل انتقال مالکیت دارایی های فیزیکی و در نتیجه تمام ریسک ها و پاداش های مالکیت دارایی های

فعلی شرکت به SPE یا همان نماینده سرمایه‌گذاران می‌باشد. مالکیت SPE اکنون برابر است با مالکیت دارایی‌های فیزیکی که در مقابل درآمد حاصل از اجاره بر اجاره مترتب است. هر سرمایه‌گذار در درآمد اجاره به شکلی متناسب سهم است. هر اوراق بهاداری که صکوک الاجاره خوانده می‌شود، نمایانگر یک مالکیت متناسب از دارایی‌های فیزیکی در مقابل یک سهم متناسب در مطالبات مالی یا بدهی در صورت وجود صکوک المضاربه می‌باشد. در حالی که بدهی فقط می‌تواند به شکلی متناسب منتقل گردد، انتقال در دارایی‌های فیزیکی همیشه می‌تواند با قیمت مورد توافق طرفین انتقال یابد. بنابراین، صکوک الاجاره امکان ایجاد یک بازار ثانویه پرتلاطم را فراهم می‌سازد. فرآیند اوراق بهادارسازی مبتنی بر اجاره در نمودگر ۳ نشان داده شده است.

در اوراق بهادارسازی مبتنی بر اجاره، هر سرمایه‌گذار تبدیل به یک مالک جزیی از گروه دارایی‌های فیزیکی می‌گردد. سپس، بهاء اجاره در مقابل پرداخت‌های آتی اجاره، به دارایی‌ها تعلق می‌گیرد. آنچه که این سازوکار را منحصر بفرد می‌سازد، این است که سرمایه‌گذاران به عنوان مالکین دارایی‌ها در معرض ریسک مرتبط با مالکیت دارایی‌ها و ریسک‌های عدم پرداخت بدهی مرتبط با پرداخت اجاره می‌باشند. همانگونه که قبلاً ذکر شد، ارتقاء اعتبار، مولفه مهمی از فرآیند اوراق بهادارسازی است. از آنجایی که سازوکار سنتی کفالت اجازه هرگونه پاداش به بانی یا کفیل<sup>۳۴</sup> را نمی‌دهد، نیازی به تسهیم سود نیز نمی‌باشد. شاید امکان استفاده از سازوکار مشارکت برای معرفی یک ارتقاء دهنده اعتبار در نقش یک تسهیم‌کننده سود یا تکفل<sup>۳۵</sup> وجود داشته باشد. اکنون، SPE به عنوان یکی از شرکاء یا مشارک<sup>۳۶</sup> می‌تواند به‌مراه یک ارتقاء دهنده اعتبار، یک نهاد مشارکتی به حساب آید و شرکاء یکدیگر را متقابلاً تضمین کنند (تکفل). یک ساختار دیگر می‌تواند معرفی ارتقاء دهنده اعتبار به عنوان مستاجر اصلی باشد که به نوبه خود در مقابل مستاجران نهایی حق اجاره فرعی را دارا می‌باشد. بدیهی است که این امر در زمانی ممکن است که دارایی‌های اوراق بهادارسازی شده، ۱۰۰ درصد از اجاره باشند. پی آمدهای شریعت کامل این دو گزینه نیاز به بررسی بیشتر دارند.



خطوط شکسته نمایانگر جریان منابع مالی است

نمودگر ۳ اوراق بهادارسازی مبتنی بر اجاره.

### فرآیندها:

- ۱) شرکت به شناسایی و تجمیع دارایی های فیزیکی پرداخته و آنها را به SPE ( مشارکت یا مضاربه) می فروشد؛
- ۲) SPE، اوراق بهادار را در مقابل این دارایی ها برای سرمایه گذاران منتشر می کند؛
- ۳) SPE منابع مالی را از سرمایه گذاران تجمیع می کند؛
- ۴) SPE قیمت فروش دارایی ها را به شرکت پرداخت می کند؛
- ۵) SPE اجاره بهاء را از مستاجران در آینده دریافت می کند؛
- ۶) SPE اجاره بهاء را پس از کسر حق مضارب و حق الوکاله به سرمایه گذاران می پردازد.

### ۵- نتیجه گیری و بحث

فرآیند اوراق بهادارسازی مزایای بیشماری برای بانک ها و سایر نهادهای مالی ای که منابع جدید تامین مالی را ارائه داده، پورتهوی غیرنقدی را به اوراق بهادار نقدی تبدیل کرده، ریسک ها (ریسک بهره و ریسک اعتبار) را به سرمایه گذاران نهایی منتقل کرده و نهایتاً امکان سودآوری بیشتر را فراهم می آورد، به همراه دارد. فرآیند اوراق بهادارسازی، تشویق رفتارهای پرخطر بوده و کل سیستم مالی تحت تاثیر عواقب آن قرار گرفته است. بنابراین، تعاملات اوراق بهادارسازی باید بر مبنای محصولات ساده، ارتقاء دسترس پذیری و کیفیت اطلاعات و بهبود اعتماد و بکارگیری رتبه بندی ها باشد. اینکه اوراق بهادارسازی، پرکاربردترین نوآوری مالی در بلند مدت باشد بستگی به اثربخشی چارچوب قانونگذاری و لزوم همکاری سریع در سطح بین المللی دارد. بطور کلی، منطقی است که بگوییم بخش اوراق بهادارسازی که از بحران فعلی نشأت گرفته است با الزامات قانونی بالاتر، زنجیره های میانجی گری کوتاه تر شاید در مجموع با سودآوری کمتر و با تغییر و تحولی کمتر بلوغ یافته، مشخص می شود. منظر تامین مالی از طریق انتشار اوراق بهادار در یک دهه گذشته با تغییر و تحولات چشمگیری روبرو شده و دیگر صرفاً در قالب دارایی های متداول با شروط خاص همچون وام های رهنی، وام های بانکی یا وام های مصرف کننده (که مجموعاً «دارایی های با قابلیت نقد شوندگی آسان» را تشکیل داده) نمی گنجد. با بهبود مدل سازی و بررسی کمی ریسک توام با افزایش دسترس پذیری داده ها، منتشر کننده ها به سمت و سوی بهره برداری از دامنه و وسیع تری از انواع دارایی ها سوق یافته اند و اوراق بهادارسازی هنوز از رشد چشمگیری در بازارهای نوظهور برخوردار است. در آینده، محصولات تامین مالی از طریق انتشار اوراق بهادار احتمالاً ساده تر خواهند بود. پس از سال ها عدم وجود اندوخته سرمایه ای در مقابل اوراق بدهی با رتبه بندی بالا، منتشر کننده ها با تغییرات قانونی مواجه خواهند شد که آنها را ملزم به ارزشگذاری جامع تر و هزینه های سرمایه ای بالاتر خواهند ساخت. البته احیای تراکنش های تامین مالی با انتشار اوراق بهادار و جلب اعتماد و اطمینان سرمایه گذاران منتشر کننده ها را به توجه بیشتر به عملکرد دارایی های رهنی در هر یک از رده های اوراق (بجای توجه صرف به رده اوراق با پایین ترین اولویت) وا می دارند. همچنین باید در نظر داشت که اوراق بهادارسازی در بازارهای عمده بین المللی متفاوت از اوراق بهادارسازی در بازارهای اسلامی بوده چرا که در این بازارها فرایند

اوراق بهادارسازی نباید در تعارض با اصول اسلامی امور مالی نظیر امور مالی بدون ربا باشد در حالیکه بازارهای اصلی در تعارض با چنین هنجارهایی می‌باشند.

### فهرست منابع

- \* تهرانی، رضا؛ ناصرپور، علیرضا و رحیمی، امیرمحمد (۱۳۸۸)، اوراق بهادار سایدکار، ابزاری نوین برای تامین مالی شرکت های بیمه، مجموعه مقالات دومین کنفرانس بین المللی توسعه نظام تامین مالی در ایران. تهران
- \* راه نشین، علی؛ تاجمیریاحی، حامد. مبانی اوراق بهادارسازی، فرانک فیوزی، وینود کوتاری، ۱۳۹۲، چاپ اول، انتشارات ترمه.
- \* سلیمانی، سعید؛ صادقی شاهدانی، مهدی و فطانت، محمد (۱۳۹۳). طراحی صندوق سرمایه گذاری مشترک بیمه ای به منظور افزایش ظرفیت بیمه اتکایی، فصلنامه دانش سرمایه گذاری، سال سوم، شماره ۹.
- \* علیزاده، الناز و سیف الدینی، جلال، (۱۳۸۸)، تبدیل به اوراق بهادارسازی املاک و مستغلات، مجموعه مقالات دومین کنفرانس بین المللی توسعه نظام تامین مالی در ایران، تهران.
- \* فطانت، محمد و ناصرپوراسد، علیرضا (۱۳۸۷)، مبانی تبدیل به اوراق بهادارسازی ریسک در شرکت های بیمه ای. مجموعه مقالات کنفرانس بین المللی توسعه نظام تامین مالی در ایران، تهران.
- \* AsimHameed Khan (2011), "Opportunities in Islamic Securitization". Business Recorder, [www.brecorder.com/section/50/40/1116205](http://www.brecorder.com/section/50/40/1116205).
- \* Bakar, Mohd. Daud (1996), 'Al-Suyulah: The Islamic Concept of Liquidity', paper presented at the Second Islamic Capital Markets Conference organized by Securities Commission Malaysia at Kuala Lumpur
- \* Cetorelli, N. & Peristiani, S., (2012). "The Role of Banks in Asset Securitization". FRBNY Economic Policy Review. pp. 47-63.
- \* Gehrid, T. and Kotz, H.H., 2009, Liquidity and trust in financial markets, Albert-Ludwigs-Universität Freiburg i Br. Institute for Research in Economic Evolution.
- \* Jobst, A., (2008). "What is Securitization". Journal of Finance and Development. Vol. 2.
- \* Kothari, Vinod (2004), "Securitization, A Primer." www.Vinodkothari.com/seccon.htm.
- \* Makreska, E., (2013). "The New Improved Process of Securitization". East-West Journal of Economics and Business. Vol. XVI, pp.59-72.
- \* Malaysia, S. C., (2002), "Resolution of the Securities Commission Advisory Council of Malaysia, Kuala Lumpur: Securities Council of Malaysia".
- \* Nenovski, T., 2005, Formiranje i razvoj sistema za izdavanje i prodaju korporativnih obveznica, Skopje: NAM Press
- \* Manjoo, A. F., (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.
- \* Obaidullah M., (2010). "Securitization in Islam". Handbook of Islamic Banking. Pp. 191-199.
- \* Shabbir, Muhammad (2002), 'Securitisating Islamic financing receivables: a rating agency's perspective', paper presented at the Second International Islamic Banking & Finance Conference on 'Securitisating & Capital Markets: Challenges and Opportunities for Islamic Financial Institutions', Beirut, Lebanon, 12-13 March

## یادداشت‌ها

- <sup>1</sup>-Subprime Mortgage Crisis
  - <sup>2</sup>-Special Purpose Entity (SPE)
  - <sup>3</sup>-Special Investment Vehicle (SIV)
  - <sup>4</sup>- Special Purpose Vehicle (SPV)
  - <sup>5</sup>-Special Purpose Corporation(SPC)
  - <sup>6</sup>-Originators
  - <sup>7</sup>-Collateralized Debt Obligations (CDOs)
  - <sup>8</sup>-Trustee
  - <sup>9</sup>-Pass-through
- م. درباره این واژه معانی متفاوتی وجود دارد، به عنوان نمونه "انتقال آبی عین جریان نقدی که حاکی از مالکیت تقسیم نشده منفعت در ادغامی از وام‌ها" و "تبدیل به اوراق بهادارسازی به صورت انتقال بی درنگ عین جریان نقدی". "نوعی اوراق که عواید مربوط به یک پورتهوی یا بدنه به آن تخصیص داده می‌شود" که به نام‌های Pay-through Certificate, Pay-through Security نیز شناخته می‌شود.
- <sup>10</sup>- Asset-Backed Bond (ABB)
  - <sup>11</sup>-Overcollateralized
- م. به این معنا که ارزش اسمی وام‌های تحت تملک شرکت با مقصد خاص بیشتر از ارزش اوراق بهادار منتشر شده توسط این نهاد واسطه‌ای است.
- <sup>12</sup>-Tranche
  - <sup>13</sup>-Junior Tranche
  - <sup>14</sup>-Mezzanine Tranche
  - <sup>15</sup>-Senior Tranche
  - <sup>16</sup>-Al-suyulah
  - <sup>17</sup>-Fiqhi
  - <sup>18</sup>-Maslaha
  - <sup>19</sup>-Riba and gharar
  - <sup>20</sup>-Haram
  - <sup>21</sup>-Shari'a
  - <sup>22</sup>-Kafala
  - <sup>23</sup>-Bia' al-inah and tawarruq
  - <sup>24</sup>-Mudaraba
  - <sup>25</sup>-Mudarib
  - <sup>26</sup>-Wakil
  - <sup>27</sup>-Musharaka
  - <sup>28</sup>-Murabaha
  - <sup>29</sup>-Bai-bi-thaminajil (BBA)
  - <sup>30</sup>-Ijara
  - <sup>31</sup>-Hawalat-al-dayn
  - <sup>32</sup>-Shahadah al-dayn
  - <sup>33</sup>- Sukuk-al-murabaha
  - <sup>34</sup>-Kafeel
  - <sup>35</sup>-Takaful
  - <sup>36</sup>-Musharik