فصلنامه علمی اقتصاد و بانکداری اسلامی، شماره سی و یکم، تابستان ۱۳۹۹- صفحات ۱۴۶-۱۱۷

اوراق بهادارسازی در بانکداری اسلامی

زهره صالحی[۱]
محمد واعظ برزانی[۲]
مهدی طغیانی دولت‌آبادی[۳]

تاریخ دریافت: ۱۳۹۶/۰۲/۰۸ تاریخ پذیرش: ۱۳۹۹/۰۳/۳۱

چکیده

مدیریت نقدینگی، در چارچوب مدیریت ریسک صنعت خدمات مالی است که در تمام نهادهای مالی اعم از اسلامی و سنتی مشاهده می‌شود. برای نهادهای مالی اسلامی، مدیریت نقدینگی و تأمین منابع مالی، از ویژگی منحصر به‌فردی برخوردار هستند، زیرا بسیاری از ابزارهای مالی مرسوم موجود که برای تأمین مالی به‌کار می‌روند، مبتنی بر نرخ بهره هستند و بنابراین از نظر شرعی و فقهی کاربردپذیر نیستند. یکی از روش‌های مهم فرآیند تأمین مالی، تبدیل کردن دارایی‌ها به اوراق بهادار است، که یکی از ابزارهای جدید در این عرصه همراه با کاهش ریسک نهادهای مالی محسوب می‌شود. در این پژوهش که به روش توصیفی و تحلیل محتوا انجام شده است، چگونگی و شرایط اوراق بهادارسازی در بانکداری اسلامی مطرح و هم‌چنین نشان داده می‌شود که اگر استفاده از این ابزار مالی در چارچوب بانکداری اسلامی صورت پذیرد، از نظر شرعی و فقهی بلامانع است.

کلید واژه‌ها: اوراق‌بهادار، تبدیل دارایی‌ها به اوراق‌بهادار، بانکداری اسلامی، صکوک.
طبقه‌بندی JEL: G1,G2,G01,E40

۱ دانشجوی کارشناسی ارشد اقتصاد اسلامی دانشگاه اصفهان M.zohrehsalehi@gmail.com
۲ دانشیار گروه اقتصاد دانشگاه اصفهان(نویسنده مسئول) M.vaez@ase.ui.ac.ir
۳ استادیار گروه اقتصاد دانشگاه اصفهان M.toghyani@ase.ui.ac.ir

[Downloaded from mieaoi.ir on 2026-11-05]

مقدمه

سرمایه و نحوه تأمین آن یکی از مباحث مهم اقتصاد مالی است. دولت‌ها و شرکت‌های اقتصادی برای شروع یا ادامه فعالیت اقتصادی احتیاج به تأمین سرمایه دارند. این سرمایه یا از دارایی دولت و صاحبان شرکت تأمین می‌شود و یا اینکه از طریق فرآیند تأمین مالی به‌دست می‌آید. برای تأمین مالی، روش‌ها و ابزارهای گوناگونی وجود دارد که هر کدام دارای ویژگی‌ها و خواص مربوط به خود است. بسته به نیازها و توان مالی، شرایط بنگاه‌های اقتصادی و تنوع رفتار مردم در سرمایه‌گذاری و مواجهه با خطر، این ابزارها و روش‌ها تبیین و به‌کار گرفته می‌شوند. یکی از روش‌های مهم فرآیند تأمین مالی، تبدیل کردن دارایی‌ها به اوراق بهادار است، که یکی از ابزارهای جدید در عرصه تأمین منابع مالی همراه با کاهش ریسک نهادهای مالی محسوب می‌شود. با استفاده از این ابزار، نهادهای مالی و غیرمالی می‌توانند پرتفویی (سبدی) از دارایی‌های با درآمد ثابت را فروخته و در نتیجه به منابع مالی ارزان‌تر و با ریسک کمتر در مقایسه با استقراض مستقیم دست یابند. یکی از رایج‌ترین انواع اوراق بهادارسازی در بانکداری متعارف بهره‌گیری از اوراق قرضه است. اما کشورهایی که بخش عمده‌ای از آنان را مسلمانان تشکیل می‌دهند، نمی‌توانند برای پاسخ به نیازهای مالی خود از بازارهای مالی که مبتنی بر نرخ بهره هستند استفاده کنند، زیرا در اسلام، مطالبه و پرداخت بهره، حرام است. لذا اوراق بهادار اسلامی (صکوک)، به‌عنوان جانشینی برای اوراق قرضه معرفی شده است. در این پژوهش پس از بیان مفهوم بانکداری اسلامی، به بررسی مفهوم، انواع و مشروعیت اوراق بهادار اسلامی، پرداخته می‌شود.

۱. پیشینه پژوهش

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

شعبانی، قلیچ (۱۳۹۰)، در مقاله خود باعنوان «قابلیت اوراق بهادار اسلامی در مهار تورم به‌عنوان ابزار سیاستی»، که به‌صورت کتابخانه‌ای انجام شده است، پس از تبیین علل پدیدآورنده تورم در ایران طی چند دهه اخیر، نشان می‌دهد که اوراق بهادار اسلامی مشارکت، اجاره، مرابحه و

[Downloaded from mieaoi.ir on 2026-11-05]

استصناع قادر هستند بر کاهش تورم پولی، تورم ناشی از فشار هزینه، تورم ناشی از فشار تقاضاهای بخش واقعی و تا حدی کاهش تورم وارداتی اثرگذاری مثبت داشته باشند.

سلیمی (۱۳۹۱)، در مقاله‌ای تحت عنوان «ضرورت توسعه اوراق بهادار اسلامی» که با روش توصیفی، تحلیلی و استنادی انجام داده است، سعی دارد ضمن توصیف ماهیت ابزارهای مالی نوین اسلامی و تحلیل عملکرد آنها، لزوم تعریف و به‌کارگیری ابزار جدید مالی اسلامی (صکوک)، را بیان کند و این اوراق را جایگزینی مناسب برای اوراق قرضه و مشارکت معرفی می‌کند و بر اقدام دولت برای تعریف، حمایت و به‌کارگیری این ابزار جدید مالی در اقتصاد ایران تأکید می‌کند.

تقی زاده (۱۳۹۱)، در مقاله خود با عنوان «بانکداری اسلامی در برخی کشورهای جهان»، سعی کرده است با بیان تجربیات کشورهای دیگر در زمینه بانکداری اسلامی و شیوه‌های تجهیز و تخصیص منابع مالی آنها، و با بهره‌گیری از این تجارب در طرح تحول نظام بانکی کشور، در جهت کاستن از ابهامات و مشکلات موجود راه‌کارهایی را مطرح کند. از این راه‌کارها می‌توان به تشکیل یک کمیته شرعی مستقل و دارای قدرت اجرایی متشکل از فقیهان آشنا به مسائل بانکی و اقتصاددانان معتقد به اجرای بانکداری اسلامی (بدون ربا)، که به دستورالعمل‌ها و تصمیمات گرفته شده و انطباق آن‌ها با قوانین شرع نظارت کند، و همچنین روشن و شفاف ساختن قوانین به‌طوری که وضعیت موضوعات کلیدی و اصلی در بانکداری بدون ربا مشخص شود، اشاره کرد.

جابست (۲۰۰۷)، در مقاله خود با عنوان «اقتصاد مالیه اسلامی و اوراق بهادار سازی»، اصول اساسی حقوقی مالیه اسلامی را توضیح می‌دهد و مدلی را ارائه می‌کند که به سازگاری ویژگی‌های اقتصادی ضروری شریعت با اقتصاد مالی متعارف کمک می‌کند. علاوه براین به بررسی پیامدهای قانونی و اقتصادی مربوط به انطباق معاملات اوراق بهادار با شریعت می‌پردازد و برجسته‌ترین مزایا و مشکلات تبدیل دارایی‌ها به اوراق بهادار اسلامی را مطرح می‌کند.

پیشینه این پژوهش نشان می‌دهد، که به‌دلیل نوظهور بودن این پدیده، برای فراگیر شدن آن نیاز به تحقیقات بیشتری است تا همه جوانب این فرآیند مورد بررسی قرار گیرد.

۲. مبانی نظری

واژه‌ی تبدیل به اوراق بهادار کردن، یکی از واژه‌هایی است که از ظهور آن در ادبیات مالی جهان بیش از دو دهه نمی‌گذرد. «تبدیل به اوراق بهادار کردن» فرآیندی است که طی آن، دارایی‌های مؤسسه‌ی مالک دارایی یا بانی[1] از ترازنامه‌ی آن مؤسسه جدا می‌شود، در عوض، تأمین وجوه توسط سرمایه‌گذارانی انجام می‌شود که یک ابزار مالی قابل مبادله را می‌خرند و این ابزار نمایانگر بدهکاری

1 Originator

[Downloaded from mieaoi.ir on 2026-11-05]

مزبور می‌باشد، بدون اینکه به وام‌دهنده‌ی اولیه مراجعه‌ای صورت پذیرد. در جایی دیگر در تعریف تبدیل به اوراق بهادار کردن آمده است: «تبدیل به اوراق بهادار کردن، فرآیندی است که در آن واسطه‌های مالی مانند بانک‌های تجاری حذف شده و اوراق بدهی قابل خرید و فروش مستقیماً به سرمایه‌گذاران فروخته می‌شود». درواقع یک شرکت تأمین سرمایه[1]، مجموعه‌ای از دارایی‌های مالی را جمع نموده و اوراق بدهی را برای تأمین مالی آن مجموعه به سرمایه‌گذاران بیرونی می‌فروشد (نجفی، ۱۳۸۵).

تبدیل دارایی‌ها به اوراق بهادار با تأمین مالی ساختار یافته مجموعه‌های رهنی در دهه ۱۹۷۰ آغاز شد. در دهه‌های قبل از دهه ۱۹۷۰، بانک‌ها اساساً وام‌دهنده بودند و تا زمان سررسید وام یا بازپرداخت کل وام توسط وام‌گیرنده، وام‌ها را نگهداری می‌کردند. این وام‌ها عمدتاً به وسیله سپرده‌ها و بعضی اوقات هم به وسیله بدهی تأمین مالی می‌شدند که تعهد مستقیم بانک به شمار می‌رفتند. البته پس از جنگ جهانی دوم، مؤسسات سپرده‌پذیر نتوانستند به سادگی به تقاضای فزاینده وام مسکن پاسخ دهند. بانک‌ها و سایر واسطه‌های مالی، فرصت پیش‌آمده و روش‌های افزایش منابع تأمین مالی را دریافتند. از این‌رو شرکت‌های تأمین سرمایه برای جذب سرمایه‌گذاران بیشتر، ابزارهای سرمایه‌گذاری را توسعه دادند تا بتوانند ریسک اعتباری دارایی را از ریسک‌های مربوط به مالک تفکیک و جریان‌های نقدی ناشی از وام‌های اساسی را سازماندهی نمایند. اگرچه توسعه ساختارهای تبدیل رهن به اوراق بهادار چندین سال به طول انجامید، ولی اعتباردهندگان به سرعت فرآیند انتقال انواع دیگر وام‌ها را تشخیص دادند.

از اواسط دهه ۱۹۸۰، ترکیب فناوری بهتر و سرمایه‌گذاران آگاه‌تر، منجر به سرعت بیشتر تبدیل دارایی‌ها به اوراق بهادار در بازارهای سرمایه شده است. نرخ رشد اکثر قریب به اتفاق تمام انواع دارایی‌های به اوراق بهادار تبدیل‌شده همانند افزایش تعداد شرکت‌هایی که از تبدیل دارایی‌ها به اوراق بهادار استفاده می‌کنند، قابل‌توجه بوده است. کسب‌وکار واسطه‌های مالی نیز تغییر کرده است؛ به‌طوری که تنها تعداد کمی از بانک‌ها و مؤسسات مالی وجود دارد که فعالیت خود را به صرف اعطای وام منحصر کرده‌اند.

بازار وام‌های رهنی در ایالات متحده به‌عنوان اولین نمونه فرآیند تبدیل به اوراق بهادار کردن وام‌های رهنی مسکن بوده است. در این فرآیند، قراردادهای وام‌های رهنی متعلق به وام‌دهندگان اولیه به فروش می‌رسد، این وام‌ها به شکل جدیدی بسته‌بندی می‌شود و دوباره به سرمایه‌گذارانی فروخته می‌شود که مستقیماً از جریان درآمدهای ناشی از اصل و بهره‌ی وام، سود می‌برند (پهلوان و رضوی، ۱۳۸۶).

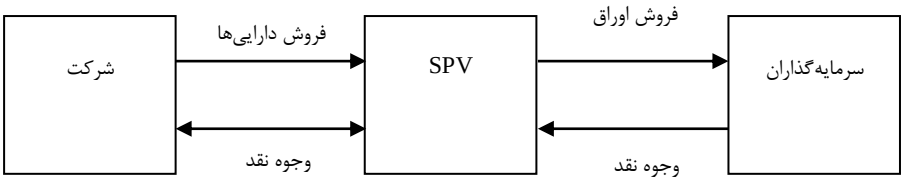
---

1 Investment Bank

[Downloaded from mieaoi.ir on 2026-11-05]

به‌طور کلی در فرآیند تبدیل دارایی‌ها به اوراق بهادار، شرکت یا مؤسسه‌ای که نیاز به تأمین مالی دارد، اقدام به تأسیس یک «شرکت با مقصد خاص (SPV، SPE یا SPC[1])» می‌کند و آن دسته از دارایی‌های خود را که دارای جریان‌های نقدی آتی هستند به شرکت با مقصد خاص (SPV) می‌فروشد. شرکت با مقصد خاص یا SPV برای اینکه وجه لازم برای خرید دارایی‌های مذکور را فراهم کند، اقدام به انتشار اوراق بدهی با پشتوانه‌ی دارایی می‌کند و آن را به عموم سرمایه‌گذاران عرضه می‌کند. سپس SPV وجوهی را که از محل فروش اوراق بدهی به‌دست آورده است، بابت خرید دارایی‌های مالی به بانی پرداخت می‌کند. سرمایه‌گذارانی که اوراق بدهی با پشتوانه‌ی دارایی را خریده‌اند، از محل جریان‌های نقدی حاصل از دارایی‌های مالی شرکت با مقصد خاص بازدهی کسب می‌کنند (فرجی و رفیعی شمس آبادی، ۱۳۸۹).

برخی از دارایی‌های مالی دارای جریان‌های نقدی آتی که قابل تبدیل به اوراق بهادار هستند و می‌توان به پشتوانه‌ی آنها اوراق بهادار منتشر کرد، عبارت‌اند از: حساب‌های دریافتنی حاصل از وام (اقساط وام)، حساب‌های دریافتنی مربوط به کارت‌های اعتباری، حساب‌های دریافتنی حاصل از لیزینگ و... . به‌طور کلی ساختار تبدیل دارایی‌ها به اوراق بهادار به شکل زیر است:



نمودار ۱. فرآیند تبدیل دارایی‌ها به اوراق بهادار

برای توضیح بیشتر فرض کنید شرکت در نمودار فوق یک بانک است که با نرخ سود ۱۰ درصد (سالانه) اقدام به اعطای یک میلیون ریال تسهیلات به مشتریان خود (قرض‌گیرنده) نموده و قرار است یک سال بعد مبلغ یک میلیون و یکصد هزار ریال از آنها دریافت کند. بنابراین بخشی از دارایی‌های این بانک به ارزش یک میلیون و یکصد هزار ریال مربوط به حساب‌های دریافتنی حاصل از اعطای تسهیلات است. این بانک حساب‌های دریافتنی خود را پس از تنزیل به مبلغ ۱,۰۰۹,۰۰۰ ریال به شرکت با مقصد خاص (SPV) می‌فروشد. شرکت با مقصد خاص (SPV) به پشتوانهٔ این

1 Special Purpose Vehicle (SPV) or Special Purpose Entities (SPE) or Special Purpose Company (SPC)

[Downloaded from mieaoi.ir on 2026-11-05]

حساب‌های دریافتنی (دارایی مالی) اوراق بهاداری به ارزش ۱،۰۰۹،۰۰۰ ریال منتشر می‌کند و به عموم سرمایه‌گذاران می‌فروشد و وجوه حاصله را در اختیار بانک قرار می‌دهد. توجه داشته باشید که نرخ سود پرداخت شده توسط مشتریان بانک (قرض گیرنده) ۱۰ درصد است در حالی که نرخ سود سرمایه‌گذاران اوراق منتشره توسط شرکت با مقصد خاص (SPV) ۹ درصد خواهد بود. این مابه‌التفاوت صرف هزینه‌های مربوط به انتشار، بیمه‌ی وام‌های اعطایی به مشتریان و... می‌شود و بخشی از آن نیز سود بانک را تشکیل می‌دهد.

طی سال‌های ۱۹۸۳ تا اواسط ۱۹۸۷، بازارهای مالی در سطح بین‌المللی شاهد رشد بسیار چشم‌گیری بود. در این مدت، بازارهای اوراق قرضه[1] در اقتصادهای بزرگ به سمت نرخ‌های بازده[2] پایین‌تر حرکت کردند، درحالی‌که رشد بازارهای سهام در این مدت قابل‌توجه بود و شاخص‌ها به سمت نرخ‌های بازده بالاتر، روندی صعودی داشتند. در چنین محیط سودآوری بود که شرکت‌های تأمین سرمایه و شرکت‌های کارگزاری[3] با رشد قابل ملاحظه‌ای مواجه شدند. به‌دلیل موفقیت در سطح بازار داخلی و همچنین کسب موفقیت در بازارهای خارجی و بین‌المللی، بسیاری از این مؤسسات به بازیگران چند ملیتی تبدیل شدند و این وضع برای تمامی مؤسساتی که به نحوی عمده فعالیت آنان مربوط به اوراق بهادار بود، پیش آمد (پهلوان و رضوی، ۱۳۸۶).

جابجایی در منبع تأمین مالی و حرکت به طرف بازار اوراق بهادار، اغلب تحت عنوان «تبدیل به اوراق بهادار کردن» دارایی‌های بانی مورد بحث قرار می‌گیرد. بنابراین دارایی بانی عملاً به اوراق بهادار قابل خرید و فروش تبدیل می‌شود.

فرآیند «تبدیل به اوراق بهادار کردن» فواید بسیاری برای طرف‌های قرارداد دارد. فواید «تبدیل به اوراق بهادار کردن» برای وام‌دهندگان را می‌توان، به شکل ترکیبی از درآمد و انعطاف‌پذیری توضیح داد. همین قدر که دارایی‌های «تبدیل شده به اوراق بهادار» می‌توانند در مقایسه با تأمین وجوه توسط خود مؤسسه، منابع ارزان‌تری را تجهیز کنند، بیانگر مزایای «تبدیل به اوراق بهادار کردن» می‌باشد. این مطلب اغلب در مواردی صادق است که دارایی‌های تبدیل به اوراق بهادار شده برای خریداران آن در مقایسه با وام دهنده‌ی اولیه، ریسک اعتباری[4] مطلوب‌تری داشته باشد.

علاوه بر آن، حجم کل وجوه در اختیار شرکت‌ها و مؤسسات را می‌توان از طریق دسترسی به بازار سرمایه و محدود نشدن به مؤسسات سپرده‌گذاری سنتی افزایش بیشتری داد. این توانایی در تأمین مالی دارایی‌ها از طریق بازار سرمایه، موجب شده است که سررسید وجوه در اختیار شرکت‌ها

1 Bond Market
2 Yield
3 Brokerage Firm
4 Credit Risk

[Downloaded from mieaoi.ir on 2026-11-05]

بوده و مدت این سررسید نیز طولانی‌تر گردد. نمونه بسیار قابل‌توجه در بازارهای مالی امروز جهان، اعتبارات رهنی با سررسیدهای ۱۵ و ۳۰ سال می‌باشد.

توانایی جابجایی دارایی‌ها در ترازنامه، مزایای نقدینگی قابل‌توجهی برای پرتفوی وام دهنده‌ی اولیه به همراه دارد. هنگامی که سررسید دارایی‌های اولیه طولانی‌تر است، مزیت نقدینگی برجسته‌تر می‌شود، به‌همین دلیل است که تبدیل به اوراق بهادار کردن وام‌های رهنی با سررسیدهای ۱۵ تا ۳۰ سال مورد توجه بسیاری از شرکت‌های تأمین سرمایه و فعالان بخش مالی قرار گرفته است. یکی دیگر از مزایای «تبدیل به اوراق بهادار کردن» برای وام‌دهنده‌ی اصلی، امکان بهبود اهرم مالی و سایر نسبت‌های مالی می‌باشد. دارایی‌هایی (از جمله وام‌های رهنی) که به شکل اوراق بهادار درمی‌آیند، از ترازنامه‌ی وام‌دهنده‌ی اولیه حذف می‌شوند. این کاهش در میزان دارایی‌ها با درآمد حاصل از تبدیل به اوراق بهادار کردن جبران می‌شود و بسیاری از نسبت‌های مالی کلیدی وام‌دهنده‌ی اولیه را بهبود می‌بخشد. عمده هزینه‌های مربوط به «تبدیل به اوراق بهادار کردن» اصولاً هزینه‌های مبادله و عملیات است که می‌توان بسیاری از آنها را به‌صورت کمی درآورد و میزان آن را با احتمال بالایی پیش‌بینی نمود. حق‌الزحمه‌ی شرکت‌های تأمین سرمایه و هزینه‌های چاپ اوراق بهادار به‌عنوان هزینه‌ی مستقیم این عملیات است. در مورد هزینه‌های غیرمستقیم می‌توان به هزینه‌ی زمان اشاره کرد که نوعاً به وام‌دهنده‌ی اولیه تحمیل می‌شود.

می‌توان این طور فرض کرد که وام‌دهندگان تا موقعی دارایی‌های‌شان را به اوراق بهادار تبدیل می‌کنند که هزینه‌های این کار از منافعش کمتر باشد. در این میان نقش سرمایه‌گذار بازار سرمایه بسیار مهم می‌شود، زیرا این سرمایه‌گذار است که در نهایت، قیمت فروش اوراق بهادار موجود در بازار را تعیین می‌کند، و روشن است که حجم دارایی‌هایی که در هر بخش به اوراق بهادار تبدیل می‌شوند، به جذابیت نسبی نرخ بهره‌ی تعیین شده در بازار مالی بستگی دارد.

«تبدیل به اوراق بهادار کردن» که مستقیماً از طریق دارایی‌ها انجام می‌شود، مستلزم پذیرش دو ریسک است:

الف – ریسک خود دارایی‌ها

ب – ریسک افزایش اعتبارات

در «تبدیل به اوراق بهادار کردن»، سرمایه‌گذاران باید بتوانند ریسک ذاتی ناشی از نگهداری دارایی‌ها را ارزشیابی کنند. به‌طور کلی، برای کاهش ریسک ورشکستگی، دارایی‌ها باید متنوع و گوناگون باشند و بانک اطلاعات معتبری در دسترس باشد که زیان تاریخی سرمایه‌گذاری‌های مشابه در دارایی‌ها را نشان دهد. اعتبارات موردنظر از نظر طول مدت و شرایط به ویژه ساختار بازپرداخت و سررسید دارایی‌ها باید یکسان و مشابه باشند (همان، ۱۳۸۶).

[Downloaded from mieaoi.ir on 2026-11-05]

۳. تعاریف و مفاهیم

۳-۱. بانکداری اسلامی

بانکداری اسلامی بخشی از مفهوم وسیع اقتصاد اسلامی است که سیستم ارزشی و اخلاقی اسلامی را با ساختار اقتصادی ترکیب می‌کند. به دلیل همین مفاهیم اخلاقی و ارزشی، بانکداری اسلامی چیزی فراتر از مفهوم ساده نحوه اداره بانک‌ها و مؤسسات مالی می‌باشد. برمبنای این اصول اخلاقی و اعتقادی، سیستم بانکداری جدیدی پیشنهاد می‌شود که در این سیستم، بانک اسلامی برای تأمین مالی از روش‌هایی استفاده می‌کند که با اصول اسلامی سازگار است و از عواملی که بر مبنای این اصول حرام است دوری می‌کند و در معاملات خود به سود و زیان هر دو گروه سهام‌داران بانک‌ها و مؤسسات مالی و مشتریان و ارباب رجوع توجه می‌کند. بنابراین ویژگی‌های زیر را برای بانکداری اسلامی می‌توان نام برد:

عدالت: مفهوم عدالت به این معنی است که یک بانک اسلامی نباید هزینه کارمزد زیادی به متقاضیان تحمیل کند.

توزیع سود: توزیع سود باید براساس ریسکی که افر اد تحمل می‌کنند، باشد.

توزیع زیان: توزیع زیان باید براساس میزان توانایی افراد برای تحمل این زیان‌ها باشد (جوادی و قوچی فرد، ۱۳۸۸).

ایده بانکداری و تأمین مالی اسلامی که نخستین بار در دهه ۱۹۵۰ میلادی مطرح شد و تا کنون رشد چشم‌گیری داشته است، بر اصلی کلی استوار است که آن تحریم رباست. براین اساس، در بانکداری سنتی (ربوی) بین بانک و مشتری و گیرنده تسهیلات یک رابطه مستقیم وجود دارد و به‌واسطه وجود همین رابطه مستقیم، رابطه داین و مدیون به وجود می‌آید، اما در بانکداری اسلامی وجوه سپرده‌گذاران طبق موازین شرعی و حقوقی و در قالب عقود معین سرمایه‌گذاری می‌شود.

بانکداری اسلامی با حذف قرارداد قرض با بهره، در بخش اعطای تسهیلات به خانوارها و بنگاه‌های اقتصادی از قراردادهای واقعی اقتصاد استفاده می‌کند؛ به این معنا که برای تأمین مالی خانوارها و نیازهای کوتاه‌مدت و مقطعی و موردی بنگاه‌های اقتصادی از قراردادهایی چون فروش اقساطی(مرابحه)، اجاره به شرط تملیک وجعاله استفاده می‌کند.

در نظام بانکداری اسلامی، مناسبات نزدیک‌تری میان بازده سرمایه‌گذاری و سپرده‌ها وجود دارد، زیرا بانک‌ها می‌توانند در قالب عقود مشارکتی و اساس اصل تسهیم، سود سپرده سرمایه‌گذاری قبول کنند و بر همین اساس نیز به واحدهای اقتصادی نیازمند، تسهیلات مالی اعطا نمایند. به‌علت این حقیقت که بازده مربوط به دیون، نتیجه مستقیم بازده مربوط به دارایی‌هاست و

[Downloaded from mieaoi.ir on 2026-11-05]

نیز به‌دلیل آن‌که دارایی‌ها در پاسخ به نیازهای سرمایه‌گذاری در بخش واقعی اقتصادی ایجاد شده‌اند، بازده تأمین مالی از طرف هزینه به طرف سود منتقل می‌شود و لذا امکان می‌دهد که نرخ بازده تأمین مالی به‌وسیله بازدهی بخش واقعی اقتصاد تعیین شود. از این‌رو، در نظام مالی اسلامی، این بخش واقعی اقتصاد است که نرخ بازده را در بخش مالی تعیین می‌کند و نه بالعکس (نظرپور و موسویان،۱۳۹۳).

۳-۲. اوراق بهادار اسلامی (صکوک)

بعد از اجرای موفق ایده بانکداری بدون ربا در بسیاری از کشورهای اسلامی، اندیشمندان مسلمان در زمینه طراحی ابزارهای مالی اسلامی اندیشه کردند. به این منظور مطالعات گسترده‌ای بر روی عقود شرعی و قابلیت آنها برای ابزارسازی صورت گرفت تا با استفاده از آن‌ها ابزارهای مالی اسلامی به‌عنوان جایگزین ابزارهایی چون اوراق قرضه و اوراق سهام ممتاز که به‌طور معمول مبتنی بر قرض با بهره و ربا هستند، طراحی گردد. متفکران مسلمان توانستند با رعایت ضوابط شرعی و نیازهای واقعی جوامع اسلامی، انواعی از ابزارهای مالی ارائه کنند.

۳-۲-۱. تعریف صکوک

فرهنگ «المنجد» واژه‌ی «صک» (جمع آن أصُک، صُکوک و صِکاک) را کتاب، نامه و رسید دریافت پول و... ترجمه کرده است. دایره‌المعارف «قاموس عام لکل فن و مطلب» در این رابطه چنین بیان می‌کند: «صک» به معنای سند و سفتجه (سفته) است و معرب واژه‌ی چک در فارسی است. اعراب این واژه را توسعه دادند و آن را بر کلیه‌ی انواع حوالجات و تعهدات به‌کار بردند. آنها این واژه را بر کتاب به‌صورت عام و بر سند اقرار به مال به‌صورت خاص اطلاق کردند. در عرف عرب این واژه، حواله، انواع سفته، سند و هر آنچه که تعهد یا اقراری از آن ایفاد شود را شامل می‌شود. واژه‌های صک‌الوکاله به‌معنای وکالت‌نامه و صک‌الکفاله به‌معنای کفالت‌نامه نیز در زبان عربی رواج یافته است. استاندارد شرعی شماره‌ی ۱۷ سازمان حسابداری و حسابرسی نهادهای مالی اسلامی، صکوک را این‌گونه تعریف کرده است:

گواهی‌هایی با ارزش اسمی یکسان که پس از اتمام عملیات پذیره‌نویسی، بیانگر پرداخت مبلغ اسمی مندرج در آن توسط خریدار به ناشر است و دارنده‌ی آن مالک یک یا مجموعه‌ای از دارایی‌ها، منافع حاصل از دارایی و یا ذینفع یک پروژه یا یک فعالیت سرمایه‌گذاری خاص می‌شود (نجفی، ۱۳۸۵).

[Downloaded from mieaoi.ir on 2026-11-05]

به‌عبارت دیگر می‌توان گفت، ابزارهای مالی اسلامی (صکوک)، اوراق بهاداری با ارزش مالی یکسان و قابل معامله در بازارهای مالی هستند که بر پایه یکی از قراردادهای مورد تأیید اسلام طراحی شده‌اند و دارندگان اوراق به‌صورت مشاع مالک یک یا مجموعه‌ای از دارایی‌ها و منافع حاصل از آنها می‌باشند (موسویان، ۱۳۹۱).

۳-۲-۲. انواع صکوک

«سازمان حسابرسی و بازرسی نهادهای مالی اسلامی» در استاندارد شریعت شماره ۱۷ خود، انواع مختلفی برای «صکوک سرمایه‌گذاری[1]» ارائه می‌دهد.

۱. صکوک اجاره
۲. صکوک مالکیت دارایی‌هایی که در آینده ساخته می‌شود
۳. صکوک مالکیت منافع دارایی‌های موجود
۴. صکوک مالکیت منافع دارایی‌هایی که در آینده ساخته می‌شود
۵. صکوک سلم
۶. صکوک استصناع
۷. صکوک مرابحه
۸. صکوک مشارکت
۹. صکوک مضاربه
۱۰. صکوک نماینده سرمایه‌گذاری
۱۱. صکوک مزارعه
۱۲. صکوک مساقات
۱۳. صکوک ارائه خدمات
۱۴. صکوک حق‌الامتیاز

از بین صکوک فوق‌الذکر تنها استفاده از صکوک اجاره، سلم و استصناع و تا حدی صکوک مشارکت، مرابحه و مضاربه معمول است. این صکوک به جز عقود سلم، استصناع و مرابحه و در بعضی موارد خاص عقود مزارعه و مساقات که در آن دارندگان صکوک صاحب زمین نیستند، از نظر مبادله در بازار ثانویه مورد قبول موازین شریعت هستند. همچنین در یک تقسیم‌بندی دیگر می‌توان صکوک را به دو گروه ابزار حقوق صاحبان سهام و ابزار بدهی تقسیم نمود. صکوک اجاره، سلم،

1 Investment Sukuk

[Downloaded from mieaoi.ir on 2026-11-05]

استصناع و مرابحه زیر مجموعه ابزار بدهی و صکوک مشارکت و مضاربه زیر مجموعه ابزار حقوق صاحبان سهام قرار می‌گیرند (فرجی و رفیعی شمس‌آبادی، ۱۳۸۹).
در ادامه به‌عنوان نمونه صکوک اجاره و صکوک مرابحه توضیح داده می‌شوند.

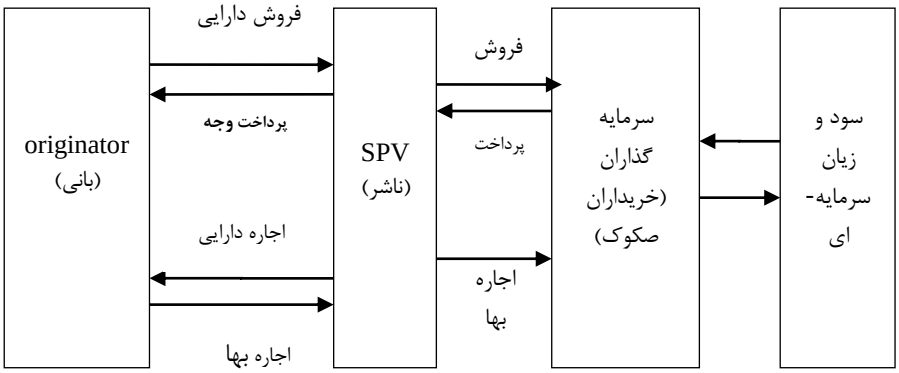
۳-۲-۲-۱. صکوک اجاره

صکوک اجاره، نوعی صکوک سرمایه‌گذاری است که بیانگر مالکیت واحدهای سرمایه‌گذاری با ارزش برابر از دارایی‌های بادوام فیزیکی‌ای هستند که به یک قرارداد اجاره، آن‌طور که در شریعت تعریف شده است، پیوند خورده‌اند. در میان محصولات مالی اسلامی، صکوک اجاره یک محصول متمایز به شمار می‌رود که محبوبیت زیادی بین سرمایه‌گذاران مسلمان به‌دست آورده است. از طرف دیگر ناشران (دولت‌ها و شرکت‌ها) نیز صکوک اجاره را روش مناسبی برای تجهیز منابع می‌دانند. هزینه‌های انتشار صکوک در موارد اولیه بسیار بالا بود، زیرا هنوز هیچ اعتمادی نسبت به این ابزار نوظهور وجود نداشت و بنابراین فرآیند انتشار نیازمند مستندسازی زیاد، رتبه‌بندی توسط مؤسسات رتبه‌بند و تضمین فروش توسط مؤسسات کارگزاری و شرکت‌های تأمین سرمایه بود که مجموع این موارد هزینه‌های انتشار را افزایش می‌داد. اما بعد از اینکه صکوک به‌عنوان یک ابزار مالی مناسب و قابل اطمینان شناخته شد، این هزینه‌ها کاهش یافت.

ایده‌ی انتشار صکوک اجاره برای نخستین بار توسط منذر قحف در مقاله‌ی معروف وی با عنوان استفاده از اوراق اجاره دارایی برای پوشش شکاف بودجه در سال ۱۹۹۷ مطرح شد. با وجود این، انتشار عملی صکوک اجاره برخاسته از دو عامل است. اولین عامل عبارت از تولد ایده‌ای که در درون مؤلفه‌های شریعت بوده، آن‌چنان‌که در ادبیات فوق مطرح شده است. عامل دوم، افزایش تبدیل دارایی‌ها به اوراق بهادار در بازارهای مالی بوده است. ایده‌ی تبدیل کردن دارایی‌ها به اوراق بهادار در دهه‌ی ۱۹۸۰ در تأمین مالی متعارف رایج شد و در دهه‌ی ۱۹۹۰ در ساختارهای مختلف معاملات مالی توسط بانک‌های سرمایه‌گذاری اسلامی در زمینه‌ی مشارکت‌ها یا پروژه‌ها، مورد استفاده قرار گرفت. به‌دلیل چنین تجربه‌ای، متخصصان مالی در بانک‌های اسلامی و نیز علمای شریعت تقریباً با ایده‌ی اوراق بهادار کردن و نیازهای اجرایی آن آشنا بودند. بنابراین ایده‌ی اوراق اجاره- دارایی و آشنایی با جزئیات عملیاتی دارایی‌های تبدیل شده به اوراق بهادار منجر به توسعه‌ی صکوک اجاره شد.

ساختار کلی طراحی و انتشار اوراق صکوک اجاره به شرح زیر است:

[Downloaded from mieaoi.ir on 2026-11-05]



نمودار ۲. ساختار معاملات صکوک اجاره

۳-۲-۲-۲. مرابحه

صکوک مرابحه، نوعی صکوک سرمایه‌گذاری است که بیانگر مالکیت واحدهای سرمایه‌گذاری با ارزش برابر از یک کالای مرابحه می‌باشد و برای تأمین مالی کالای مرابحه منتشر می‌شود. در این صکوک، ناشر صکوک، فروشنده کالای مرابحه به حساب می‌آید؛ پذیره‌نویس، خریدار کالا (مالک کالای مرابحه) و وجوه دریافتی نیز هزینه خرید کالا به حساب می‌آید. براساس موازین شریعت، صکوک مرابحه قابل معامله در بازار ثانویه نیست؛ زیرا این اوراق بیانگر بدهی خریدار کالا به دارنده اوراق صکوک و معامله آن ربوی است. هرچند صکوک مرابحه نوعی ابزار بدهی است و نمی‌توان آن را در بازار ثانویه معامله کرد، ولی به‌دلیل استنباط مبتنی بر تساهل فقهای مالزی، این صکوک در بازار ثانویه مالزی معامله می‌شود و از این‌رو در مالزی رایج است. البته شاید بتوان گفت در صورت ترکیب صکوک مرابحه با سایر صکوک قابل معامله در بازار ثانویه به نحوی که صکوک مرابحه سهم ناچیزی از آن پرتفوی را تشکیل دهد، معامله صکوک مرابحه نیز در بازار ثانویه بلااشکال است.

یک نمونه از تأمین مالی از طریق اوراق اسلامی در مالزی، از طریق اوراق قرضه‌ی اسلامی معیار انجام می‌شود. برخلاف سایر انواع اوراق قرضه، اوراق قرضه‌ی اسلامی معیار با هدف جمع‌آوری وجوه برای تأمین مالی یک فرآیند خاص طراحی و منتشر نمی‌شود. هدف اصلی از انتشار اوراق قرضه‌ی اسلامی معیار این است که معیاری برای انتشار و قیمت‌گذاری اوراق قرضه‌ی شرکت‌ها باشد.

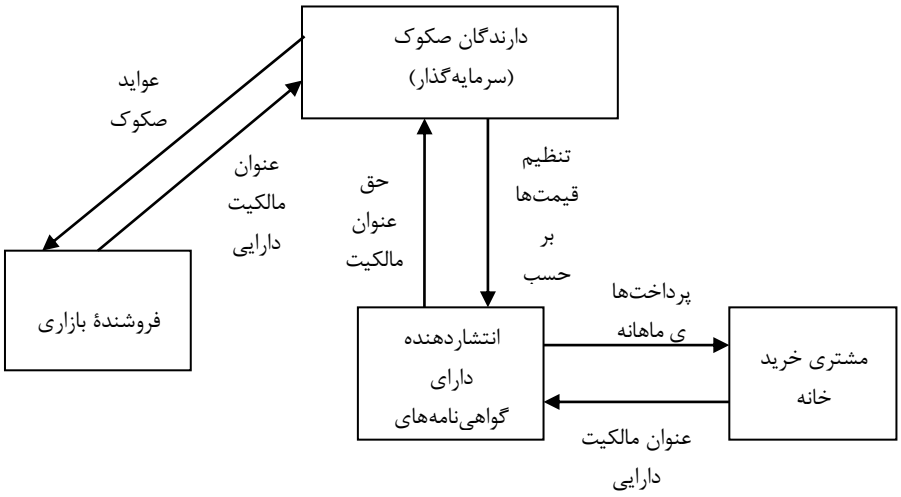
در طراحی اوراق قرضه‌ی اسلامی معیار از اصل مرابحه استفاده می‌شود؛ زیرا اصل مرابحه با ویژگی‌های این نوع اوراق سازگار است. در این زمینه، مؤسسهٔ خزانه‌ی ملی برهاد[1] یا KNB اجرای

[1] Khazanah Nasional Berhad

[Downloaded from mieaoi.ir on 2026-11-05]

فرآیند انتشار اوراق قرضه‌ی اسلامی معیار را بر عهده دارد. KNB یک مؤسسه‌ی دولتی در مالزی است که مدیریت دارایی‌های دولت مالزی را بر عهده دارد. KNB از طریق انتشار اوراق قرضه‌ی اسلامی معیار، یک سری دارایی‌های مورد تأیید شرعی را به‌صورت نقدی به سرمایه‌گذاران می‌فروشد و سپس، همان دارایی‌ها را با قیمت بالاتر و با تاریخ پرداخت معین در آینده خریداری می‌کند. نکته‌ی حائز اهمیت در خصوص اوراق قرضه‌ی اسلامی معیار این است، که قیمت بازخرید دارایی توسط مؤسسه‌ی KNB از طریق قرارداد مرابحه از قبل مشخص است اما قیمت فروش آنها (قیمت خرید برای سرمایه‌گذاران) توسط عرضه و تقاضای بازار تعیین می‌شود. پس از تعیین قیمت فروش دارایی توسط عرضه و تقاضای بازار، مؤسسه‌ی KNB براساس قرارداد مرابحه اقدام به انتشار اوراق مذکور می‌کند. در واقع، مؤسسه‌ی KNB و سرمایه‌گذاران قبل از انتشار اوراق روی قیمت خرید و فروش دارایی توافق می‌کنند که به توافق ضمنی معروف است. توافق ضمنی عبارت است از: فروش و خرید مجدد یک دارایی که در آن طرفین قبل از انعقاد قرارداد روی قیمت خرید و فروش توافق می‌کنند. قیمت فروش دارایی کمتر از قیمت بازخرید آن است و این مابه‌التفاوت، درواقع سود سرمایه‌گذاران را تشکیل می‌دهد؛ به‌عنوان مثال، اگر قیمت فروش دارایی ۹۰ دلار و قیمت بازخرید توسط مؤسسه‌ی KNB در یک سال بعد ۱۰۰ دلار باشد، بدان معناست که سرمایه‌گذار در طول یک سال ۱۰ دلار سود کسب می‌کند. این ساختار خرید و فروش در قالب اوراق قرضه‌ی اسلامی معیار طراحی می‌شود تا به‌عنوان یک ابزار مالی در بازار سرمایه تبدیل شود.

به‌طور کلی می‌توان ساختار ذیل را به‌عنوان ساختار صکوک مرابحه در نظر گرفت.



نمودار ۳. ساختار صکوک مرابحه

[Downloaded from mieaoi.ir on 2026-11-05]

۳-۲-۳. ریسک اوراق صکوک

ریسک مربوط به اوراق صکوک را به طرق مختلفی می‌توان دسته‌بندی کرد. مهم‌ترین ریسک‌هایی که دارندگان اوراق صکوک با آن مواجه هستند را می‌توان به‌صورت زیر بیان کرد:

۱- ریسک از بین رفتن دارایی‌ها: چنانچه به دارایی مورد اجاره در فرآیند انتشار اوراق صکوک به هر دلیل خسارتی وارد آید آنگاه از ارزش آن دارایی کاسته شده و در نتیجه دارندگان صکوک متضرر می‌شوند. البته این ریسک را می‌توان از طریق بیمه کردن دارایی‌ها به‌طور کامل حذف کرد.

۲- ریسک نرخ سود: مبلغ اجاره بها معمولاً ثابت تعیین می‌شود و دارندگان اوراق صکوک در هر دوره اجاره بهای ثابتی را دریافت می‌کنند. بنابراین چنانچه نرخ سود متداول در بازار افزایش یابد آنگاه آنها در مقایسه با نرخ سود بازار، سود کمتری را دریافت می‌کنند.

۳- ریسک کاهش قیمت دارایی: چنانچه ارزش دارایی‌ها در تاریخ سررسید (پایان مدت اجاره) به هر دلیل کاهش یابد آنگاه دارندگان اوراق صکوک با زیان سرمایه‌ای مواجه می‌شوند. البته این ریسک را می‌توان از طریق اعطای اختیار فروش[1] به دارندگان اوراق صکوک حذف کرد زیرا در این صورت آنها می‌توانند با اعمال[2] اختیار فروش خود، اوراق صکوک را به قیمت مندرج در برگه‌ی اختیار فروش به شرکت با مقصد خاص یا بانی بفروشند (فرجی و رفیعی شمس‌آبادی، ۱۳۸۹).

۳-۲-۴. مزایای اوراق صکوک

برخی از مزایای انتشار اوراق صکوک را می‌توان به شرح زیر بیان کرد:

۱- صکوک نقدینگی بانی را افزایش می‌دهد.

۲- دارایی‌هایی که نقدینگی پایینی دارند و یا غیرنقد هستند از ترازنامه خارج شده و وجوه نقد جایگزین آن می‌شود.

۳- با اینکه قسمتی از دارایی‌ها از شرکت بانی جدا می‌شود اما با این حال باز هم بانی می‌تواند از دارایی‌ها استفاده کند.

۴- از آنجا که صکوک با پشتوانهٔ دارایی منتشر می‌شود لذا دارای ریسک کمتر است و هزینه‌ی تأمین مالی را نیز کاهش می‌دهد. یک راه دیگر کاهش هزینه تأمین مالی استفاده از افزایش اعتبار[3] است.

۵- صکوک با فراهم کردن امکان تبدیل دارایی‌ها به اوراق بهادار به توسعه‌ی بازار سرمایه کمک می‌کند.

---

1 Put Option
2 Exercise
3 Credit Enhancing

[Downloaded from mieaoi.ir on 2026-11-05]

۶- چنانچه برای دادوستد اوراق صکوک یک بازار ثانویه فراهم شود آنگاه قابلیت نقدشوندگی این اوراق هم افزایش می‌یابد (منجو، ۲۰۰۵).

۴. مشکلات تبدیل به اوراق بهادار کردن دارایی‌ها برای بانک‌های اسلامی

از آنجایی‌که بانکداری اسلامی هنوز در مراحل ابتدایی خود می‌باشد، تمایل دارد تا محصولات بازارهای مالی را مطابق مقررات بانکی و نیز با تطبیق محصولات و ابزارهای سیستم بانکداری متعارف با معیارهای اسلامی بسط و گسترش دهد. تفاوت واقعی بین اوراق بهادارسازی در سیستم متعارف بانکداری و بانکداری اسلامی، این است که اوراق بهادارسازی به شیوه سنتی با جریان های نقدی سروکار دارد (بدهی محور است) درحالی‌که دارایی‌های پایه، موضوع اصلی تبدیل به اوراق بهادار نمودن اسلامی را تشکیل می‌دهند. به‌طور قطع، تبدیل به اوراق بهادارکردن دارایی‌ها به‌عنوان یک ابزار و یا محصول مالی اقتباس شده برای بانک‌های اسلامی به حساب می‌آید، زیرا این ابزار مالی، آینده صنعت بانکداری را ترسیم می‌کند. با وجود این، برای بانک‌های اسلامی در پذیرش و تطبیق ابزار اوراق بهادارسازی دارایی‌ها مشکلاتی وجود دارد که در ادامه مورد بررسی قرار می‌گیرند: الگو و قالب تبدیل به اوراق بهادارکردن دارایی‌ها. به‌طور کامل مطابق «شریعت اسلام» نیست. برخی از این نقاط ضعف عبارتند از: ۱) اوراق قرضه سندی است ما بین قرض‌دهنده و قرض‌گیرنده که برای آن بهره معینی تضمین شده است و مبتنی بر نرخ بهره ثابت (ربا) است و در اسلام ربا جایز نیست. این درحالی است که، بانک‌های اسلامی به سختی می‌توانند موضوع ربا را در فرآیند اوراق بهادار سازی نادیده گرفته و از آن اجتناب نمایند. ۲) اوراق بهادارسازی در بانکداری سنتی، بدهی محور است و پشتوانه حقیقی ندارد. درحالی‌که در اسلام، مبادلات باید مبتنی بر دارایی حقیقی باشند و مابه‌ازای واقعی داشته باشند. بنابراین، بر خلاف اوراق قرضه، صکوک در زمان انتشار توسط ناشر(SPV) بایستی با پشتوانه دارایی باشند. ۳) اوراق صکوک به دلیل لزوم تفکیک از اوراق قرضه- که از بازار ثانویه خوبی برخوردارند-دارای ساختار پیچیده‌ای هستند. ۴) مشکل دیگر، رتبه‌بندی است؛ بدین معنا که بانک‌های اسلامی ، اغلب جهت دست یافتن به استاندارد مورد نیاز بانک‌های متعارف با ناکامی مواجه می‌شوند از این‌رو، ممکن است پایین بودن رتبه اعتباری موجب دلسردی سرمایه‌گذاران از خرید اوراق صکوک شود (احمد منجو، ۲۰۰۵، ص۲۱۱). ۵) مفهوم شرکت با مقصد خاص (SPV) ممکن است به‌عنوان یک تقلب تکنیکی تلقی شود، زیرا نهاد منشأ (بانی) – خود- مالکیت آن را در اختیار می‌گیرد. از این‌رو این‌گونه می‌توان استدلال نمود که به نوعی یک حواله[1] به نام و به نفع خودش محسوب شده و لذا از نظر قوانین اسلامی پذیرفته نیست (بدوی، ۱۹۹۸،

1 Hawala

[Downloaded from mieaoi.ir on 2026-11-05]

صص۴۷۱-۵۲۵). در این مورد، بایستی یک فروش واقعی صورت گیرد.۶) مسئله دیگری که مطرح شده، موضوع مشروعیت جریان‌های نقدی در زمان فروش صکوک به سرمایه‌گذاران است. معمولاً در بازار انواع گوناگون سرمایه‌گذاران وجود دارند و این افراد کسانی هستند که درواقع با عرضه جریان‌های نقدی، به‌طور مستقیم بانی (منشأ) را در ساختن و افزایش دارایی‌های خود یاری می‌رسانند. ۷) عدم وجود بازار دست دوم برای صکوک مشکل بزرگی به حساب می‌آید. تاکنون بیشتر بورس‌های اوراق بهادار امکان عرضه این اوراق را در بازارهای رسماً سازمان‌یافته در اختیار نداشته‌اند. ۸) افراد غیرحرفه‌ای در مقایسه با سهام، آگاهی چندانی از صکوک ندارند. لذا، این موضوع می‌تواند اثربخشی تبدیل به اورق بهادار کردن را برای بانک‌های اسلامی تحت تأثیر قرار دهد. ۹) مشکل ایجاد و ابداع یک باار ثانوی اسلامی، که در مرحله اول به «میزان اعتبار شرعی» ارزش صکوک باز می‌گردد. ارزش این اوراق بایستی دست کم ۵۱ درصد با پشتوانه دارایی باشد که موجب محدود شدن بازار آن می‌گردد. سپس، از حیث تضمین مناسب جهت ریسک اعتباری، موضوع «کیفیت و درجه اعتباری» مطرح می‌شود. این مسئله نیز به نوبه خود رتبه‌بندی صکوک را تحت‌الشعاع قرار می‌دهد. ۱۰) قدرت نقدشوندگی نیز به‌دلیل نبود ابزارهای کوتاه‌مدت با پشتوانه دارایی در بازار مشکل دیگری محسوب می‌شود. ۱۱) بازده نیز موضوع دیگری را به خود اختصاص می‌دهد. مؤسسه‌های مالی اسلامی قسمت عمده‌ای (به‌طور متوسط ۴۵ درصد) از دارایی‌هایشان را به‌صورت نقد نگهداری می‌کنند. ۱۲) چنان‌چه شخصی اقدام به انتشار صکوک در بازار نماید بایستی «نرخ بازده داخلی» مناسبی جهت تضمین سرمایه‌گذاران، متناسب با بازده سرمایه‌گذاریشان مشخص گردد. این موضوع، به‌خودی خود بحثی است که تاکنون مورد اجماع دانشمندان و محققان قرار نگرفته است. ۱۳) یکی از موانع عمده در مسیر استفاده گسترده‌تر از فرآیند تبدیل به اوراق بهادار کردن، نگرش سرمایه‌گذاران مسلمان می‌باشد. درحال حاضر، این افراد بینش کاملی از این ابزار نداشته و این دولت‌های اسلامی هستند که عمدتاً خودشان از آن بهره می‌برند. ۱۴) ایجاد سازگاری بین معیارهای شرعی و ارزش‌های پذیرفته شده در نظام حقوقی غیر اسلامی می‌باشد. با وجود این، همان‌طور که دانشمندان اسلامی در ارتباط با سایر ابزارها در تلاش جهت یافتن راه حلی هستند، صنعت بانکداری اسلامی نیز بایستی در برطرف نمودن مشکلات پیش گفته اهتمام ورزد (منجو، ۲۰۰۵، ص‌ص۲۱۲-۲۱۵).

[Downloaded from mieaoi.ir on 2026-11-05]

۵. زیرساخت‌های لازم برای توسعه‌ی بازار صکوک

۱- استانداردکردن دارایی‌هایی که می‌تواند در این فرآیند مورد استفاده قرار بگیرد.
۲- استانداردکردن فرآیند ارزیابی قیمت‌گذاری این دارایی‌ها.
۳- تسهیل امور مربوط به رتبه‌بندی اوراق.
۴- تسهیل فرآیند ارزیابی و تأیید شرعی ساختار اوراق صکوک.
۵- استاندارد کردن فرآیند انتشار و عرضه‌ی اوراق.
۶- ایجاد یک بازار ثانویه برای خرید و فروش اوراق صکوک و کمک به نقدشوندگی آن.

برای اینکه بازار صکوک به یک بازار توسعه‌یافته برای مدیریت نقدینگی تبدیل شود باید شرایط ذیل فراهم شود:

- ناشران متعدد با رتبه‌بندی‌های اعتباری متفاوت اقدام به عرضه‌ی صکوک نمایند.
- اوراق صکوک موجود در بازار دارای سررسیدهای متفاوت (کوتاه‌مدت و بلندمدت) باشد.

بین ناشران، سرمایه‌گذاران، مؤسسات رتبه‌بند و سایر نهادهای مربوطه رابطه‌ی منسجمی وجود داشته باشد (پهلوان و رضوی، ۱۳۸۶).

۶. مقایسه‌ی صکوک با ابزارهای مرسوم دارای درآمد ثابت

۶-۱. وجوه افتراق

صکوک با اوراق قرضه مرسوم در بازارهای مالی از جهات زیر تفاوت دارد:

۱- صکوک بیانگر مالکیت یک دارایی مشخص است درحالی‌که اوراق قرضه فقط حاکی از تعهد بدهی هستند. یعنی رابطه بین صادرکننده و خریدار اوراق قرضه رابطه‌ی وام‌دهنده و وام‌گیرنده است. که نرخ بهره‌ی وام هم ثابت است و این موجب ربا می‌شود.

۲- دارایی موضوع اوراق صکوک از نظر شرعی باید مجاز و صحیح باشد. درحالی‌که در اوراق قرضه دارایی‌هایی که از نظر اسلام پذیرفته نیست نیز می‌تواند پشتوانه‌ی اوراق قرار بگیرد.

۳- اعتبار اوراق قرضه به اعتبار صادرکننده یا ناشر آن وابسته است و با آن سنجیده می‌شود درحالی‌که اعتبار صکوک به ناشر بستگی ندارد بلکه به ارزش دارایی پشتوانه بستگی دارد.

۴- فروش صکوک در بازار ثانویه فروش مالکیت یک دارایی است اما فروش اوراق قرضه فروش بدهی است.

۵- در صکوک امکان افزایش اصل دارایی و در نتیجه ارزش خود ورقه صکوک وجود دارد درحالی‌که اصل بدهی در اوراق قرضه قابلیت افزایش ندارد.

[Downloaded from mieaoi.ir on 2026-11-05]

۶-۲. وجوه اشتراک

وجوه تشابه صکوک و اوراق قرضه به شرح زیر است:

۱- قابلیت نقدشوندگی در بازار ثانویه.

۲- درجه‌بندی اعتباری توسط مؤسسات رتبه‌بندی.

۳- قابلیت افزایش اعتبار.

۴- تنوع در طراحی و عرضه.

انتشار صکوک درواقع یکی از ساختارهای تبدیل دارایی‌ها به اوراق بهادار به‌شمار می‌رود که مطابق با شریعت و متناسب با چارچوب بانکداری اسلامی است (همان، ۱۳۸۶).

۷. ارزیابی مشروعیت اوراق بهادارسازی در بانکداری بدون ربا

ابزارهای مالی، بازارهای مالی و مؤسسات مالی اجزای یک نظام مالی را تشکیل می‌دهند که وظیفه‌ی انتقال وجوه مازاد را در جامعه به جاهایی که کمبود منابع مالی وجود دارد به عهده دارند. اگر ارکان فوق در یک جامعه به درستی شکل گیرد زمینه رشد اقتصادی فراهم شده‌است. توسعه‌ی نظام مالی در یک کشور بدون در نظر گرفتن شرایط بومی کشور میسر نمی‌باشد؛ از این‌رو، توجه به دستورات اسلامی و دستیابی به ادله فقهی، در تأسیس یا کارآیی یک نظام مالی و یا استفاده از ابزارهای مالی، در کنار یافته‌های نظری و تجارب عملی، در ایران به‌عنوان یک کشور اسلامی ضروری محسوب می‌شود.

با دقت در فرآیند اوراق بهادارسازی، می‌توان به روشنی دریافت که اوراق بهادارسازی به وسیله نظام بانکداری متعارف، با بسیاری از ضوابط مورد اعتماد فقهی و دینی در تضاد است. در این بین، تضاد موجود با نفی اکل مال به باطل، نفی ربا و نفی عدالت بارزتر است. این درصورتی است که اگر اوراق بهادارسازی در چارچوب بانکداری اسلامی و با رعایت قواعد فقهی اسلامی انجام شود، تضاد موجود از بین خواهد رفت.

در این بخش با وجود آنکه رسالت اصلی این پژوهش پرداختن به این موارد نیست، ولی با توجه به اهمیت موضوع، پس از بیان اصل ثانوی در باب معاملات، به اختصار به توضیح عدم‌تقابل و اصطکاک بین اوراق بهادارسازی در چارچوب بانکداری اسلامی با مبانی بازار سرمایه اسلامی (عدالت، نفی اکل مال به باطل، نفی غرر و نفی ربا) اشاره می‌شود.

[Downloaded from mieaoi.ir on 2026-11-05]

۷-۱. اصل ثانوی در باب معاملات

اکثر فقیهان متأخر معتقدند، مراجعه به اطلاقات و عمومات کتاب و سنت نشان می‌دهد بعد از احراز عرفی صدق معامله، اگر به هر دلیلی در صحت شرعی شک داشته باشیم، تا زمانی که دلیل خاص یا عام بر بطلان معامله نباشد، معامله از نظر شرع صحیح بوده و آثار معامله بر آن مترتب می‌شود و برای طرفین لازم‌الوفا است، و در این مطلب فرقی بین معاملات رایج در صدر اسلام و معاملات جدید نیست (امام خمینی(س)، ۱۳۶۸).

بنابراین اگر در سایه پدیدار شدن نیازهای مالی جدید، معامله‌ای ابداع و از نظر عقلا صحیح و منطقی باشد، از نظر شرع نیز صحیح و مشروع خواهد بود جز در مواردی که معامله مذکور مصداق یکی از عناوین خاص یا عامی باشد که در شرع از آنها منع شده است (موسویان، ۱۳۹۱).

۷-۲. مهم‌ترین قواعد و اصول حاکم بر بانکداری اسلامی

گرچه بانک‌های اسلامی در نوع معاملات و خدماتی که ارائه می‌کنند شباهت‌های زیادی با بانکداری عرفی دارند به‌گونه‌ای که گاهی این شباهت‌ها محل سؤال و اشتباه می‌شود، لکن این بانک‌ها از اصول و قواعدی پیروی می‌کنند که رعایت صحیح و کامل آنها باعث ثبات و پایداری نظام بانکی، تخصیص بهینه‌ی منابع و توزیع عادلانه‌ی درآمدها در کل اقتصاد می‌شود. به نظر می‌رسد برای اثبات عدم مغایرت اوراق بهادارسازی با مبانی بازار سرمایه اسلامی و بانکداری اسلامی، مناسب‌ترین ایده این است که ابتدا با رویکردی کل‌نگر (سیستمی) این اصول و مبانی به درستی درک شوند و سپس عدم مغایرت این مبانی با تبدیل دارایی‌ها به اوراق‌بهادار اسلامی بیان شود.

مهم‌ترین ویژگی‌های بازار سرمایه اسلامی عبارتند از:

۷-۲-۱. عدالت

بنیادی‌ترین و با اهمیت‌ترین مشخصه بازار سرمایه اسلامی که روح و ماهیت اسلامی را در آن متجلی می‌سازد و نقطه افتراق قابل‌توجهی میان آن و بازار سرمایه متعارف ایجاد می‌نماید، موضوع اصل بودن عدالت در نظام اقتصاد اسلامی به‌طور عام و در بازار سرمایه اسلامی به‌طور خاص می‌باشد. به‌عبارت دیگر، در نظام مالی اسلام، لازم است تمامی روابط و مناسبات در چارچوبی عادلانه تدوین گردند و هرگونه رابطه‌ای که با معیارهای عدالت ناسازگاری قطعی داشته باشد، یا نامشروع می‌باشد و یا اینکه حداقل نباید از این رابطه استفاده نمود (هر چند به ظاهر و با در نظر گرفتن صرف ملاک‌های فقهی، بدون اشکال به نظر رسد). در رابطه با مفهوم عدالت به نکاتی چند اشاره شود. به لحاظ لغوی عدالت را مساوات، انصاف، سهم، تقسیم مساوی به قسط، میانه‌روی، امری

[Downloaded from mieaoi.ir on 2026-11-05]

بین افراط و تفریط، امری در مقابل ظلم و جور، تناسب و نهایتاً استقامت تعریف کرده‌اند (دهخدا، ۱۳۷۳، ج ۲، ص ۴۵). هم‌چنین، می‌توان برای عدالت دو معنای اصطلاحی کلی درنظر گرفت. معنای اول، برابری، مساوات، انصاف و بی‌طرفی می‌باشد و معنای دوم، توازن، تعادل، اعتدال، تناسب، حد وسط و مطابقت با نظم (عیوضلو، ۱۳۸۴، ص ۶۵).

هرچند کشف نمونه‌های عینی و جزیی عدالت و بی‌عدالتی بسیار مشکل است، اما به نظر می‌رسد توجه به قاعده عدالت در طراحی و توسعه صکوک می‌تواند تجلی‌های مختلفی داشته باشد. به‌عنوان نمونه، تعیین عادلانه نرخ‌های سود، در صکوک یکی از این موارد است. به عبارت دیگر، عدالت اقتضا می‌کند که نرخ سود، متناسب با نوع و میزان سرمایه‌گذاری، تغییر نموده و نرخ واحدی برای تمامی انواع اوراق بهادار اسلامی وجود نداشته باشد.

۷-۲-۲. ممنوعیت اکل مال به باطل

به جرأت می‌توان بیان کرد که عدم اکل مال به باطل، اولین و مهم‌ترین ضابطه عمومی قراردادها و قاعده‌ای حاکم بر تمامی روابط مالی است. این ضابطه عمومی از آن جهت که یک ضابطه کلی حاکم بر همه قراردادها و روابط مالی اسلامی است، حتی بر بسیاری از ضوابط عمومی دیگر ناظر می‌باشد. به‌طور کلی اکل مال به باطل در دو مورد اتفاق می‌افتد:

تصرف در اموال مردم بر وجه باطل حرام و ممنوع است، بنابراین هر نوع تجاوز ، تقلب، غش، دزدی، رشوه، اخذ به زور و امثال آنها که از نظر عرف و عقلا گرفتن مال از طریق آنها بلاوجه و باطل است و هر نوع معامله چون خرید و فروش، اجاره و صلح بر اشیایی که منفعت عقلایی ندارند، معاملاتی که به دید عقلا توان پرداخت آن‌ها نیست، از نظر اسلام، باطل و حرام می باشند.

معمولاً در موارد زیر اکل مال به باطل صورت می‌گیرد:

موارد فساد و فحشا.

موارد لهو و لعب.

مواردی که مال از طریق تضعیف نظام اسلامی به‌دست می‌آید.

[Downloaded from mieaoi.ir on 2026-11-05]

مستند اصلی فقها در ضابطه کلی ممنوعیت اکل مال به باطل، آیاتی از قرآن کریم – به‌ویژه آیه ۲۹ سوره نساء – و احادیث است. نتیجه این‌که «اکل مال به باطل» از نظر قرآن، سنت و فقه اسلامی حرام بوده و به‌عنوان یک ضابطه عمومی در تمام عرصه‌های مالی جریان دارد (موسویان، ۱۳۹۱).

در ارتباط با این قاعده می‌توان فهمید که هرگاه در یک مبادله‌ی اقتصادی، اعم از مبادلات معمول یا غیر آن، ارزش اسمی یک طرف مبادله با ارزش واقعی طرف دیگر متناسب نباشد، اقدام به آن مبادله از مصادیق اکل مال به باطل خواهد بود (موسویان، ۱۳۸۹، ص۴۹). حال با توجه به این‌که در مقابل اوراق بهادارمنتشر شده به وسیله‌ی بانک تجاری (در سیستم بانکداری اسلامی)، ارزش اقتصادی متناسبی وجود دارد (زیرا اوراق منتشرشده مبتنی بر دارایی واقعی است)، نمی‌توان اوراق بهاداسازی را از مصادیق اکل مال به باطل دانست.

مثالی از کاربرد این ضابطه در اوراق بهادار اسلامی می‌تواند به این صورت در نظر گرفته شود که اگر به هر دلیل شرکت و یا بانکی که در فرآیند تأمین مالی از طریق صکوک وارد می‌شود، به‌صورت صوری و بدون این‌که قصد واقعی معامله و سرمایه‌گذاری داشته باشد، اقدام به انتشار صکوک از طریق نهاد واسط نماید، منابعی که از این تأمین مالی صوری به‌دست می‌آورد منابع دیگران بوده و هر نوع تصرف در آن اکل مال به باطل و حرام می‌باشد. در این شرایط سودی که به صاحبان اوراق می‌دهد نیز ناصحیح بوده و این افراد مالک این سود نمی‌شوند. اما درصورتی‌که با قصد واقعی و غیرصوری باشد، بلااشکال است.

۷-۲-۳. ممنوعیت غرر

به‌نظر می‌رسد با توجه به کاربرد واژه‌ی غرر و مشتقات آن و با توجه به دیدگاه لغویین به‌ویژه لسان‌العرب و خلیل و دیدگاه برخی فقها به‌ویژه مرحوم نراقی، لفظ غرر، اسم مصدر از غَرَّ یغَرُّ تغریراً «به معنای به خطر و هلاکت انداختن» است و غرر به معنای خطر خواهد بود. بنابراین معانی دیگری که برای غرر ذکر شده یا از اسباب و مناشیء خطر هستند مانند خدعه، غفلت و جهالت، یا بیان دیگر از معنای خطر هستند مانند آنچه انسان از ضرر آن ایمن نیست، آنچه انسان را در معرض هلاکت قرار می‌دهد و یا بیان مصداق شیء خطری هستند مانند آنچه ظاهری فریبنده و باطنی مجهول دارد (موسویان، ۱۳۹۱، ص ۱۲۳).

براساس حدیث نبوی معروف «نهی النبی عن بیع الغرر» (حرّ عاملی، ۱۴۰۳ق، ج۱۲، ص۳۲۹) است، آن گروه از معاملات را که در اثر خدعه، غفلت و جهالت و یا هر عامل دیگری صفت غرری پیدا می‌کند و مال یکی از طرفین یا هر دو را در معرض هلاکت و نابودی قرار می‌دهند، از دایره‌ی قراردادهای مجاز خارج و محکوم به فساد است.

[Downloaded from mieaoi.ir on 2026-11-05]

مفاد قاعده این است که اسلام برای سامان دادن معاملات مردم و جلوگیری از نزاع‌ها و اختلافات، تمام معاملات غرری را باطل می‌شمارد و اگر این غرر ناشی از خدعه و نیرنگ یکی از متعاملین یا هر دو باشد، علاوه بر حکم وضعی بطلان، حکم تکلیفی حرمت نیز خواهد داشت.

نکته دیگری که در رابطه با قاعده مورد بحث می‌توان بیان داشت، مسئله جایگاه عرف در تبیین غرر است. به‌عبارت دیگر، نباید در تشخیص غرر، دقت‌های عقلی مورد توجه قرار گیرد؛ چرا که به دقت عقلی، شاید معامله‌ای پیدا نشود که از تمام جهات اطلاعات کامل داشته و هیچ خطری در آن وجود نداشته باشد. بنابراین، آنچه ملاک تشخیص وجود غرر می‌باشد، تشخیص عرف است. درواقع، اگر خطر موجود در معامله به اندازه‌ای باشد که عرف، حتی در صورت تشخیص، آن را قابل‌توجه ندانسته و به آن اهمیت نمی‌دهد، در این صورت، چنین خطری نمی‌تواند غرر به حساب آمده و به صحت معامله آسیب برساند؛ اما در مقابل، اگر خطر به اندازه‌ای باشد که عرف، در صورت تشخیص، آن را با اهمیت به حساب آورده و به فکر کاهش آن بیفتد، آنگاه چنین خطری غرر بوده و موجب بطلان معامله می‌شود (موسویان، ۱۳۸۹، ص ۱۲۹).

در رابطه با کاربرد قاعده نیز بررسی منابع فقهی نشان می‌دهد که فقها در موارد گوناگونی از قاعده نفی غرر بهره برده‌اند که برخی از مهم‌ترین آنها عبارتند از: خطر عدم وجود یکی از عوضین، خطر عدم قدرت بر تسلیم عوضین، خطر اطلاع از ارزش واقعی عوضین و خطر عدم اطلاع از خصوصیات و شرایط معامله (مکارم شیرازی، ۱۳۷۶، ص۲۸).

لازم است در خصوص مسئله غرر به مسئله تفاوت غرر و ریسک هم توجه شود. در این رابطه به نظر می‌رسد تمامی انواع ریسک‌ها در زمره مفهوم غرر قرار نمی‌گیرند. بلکه، تنها گروه خاصی از ریسک‌های اقتصادی، که به‌دلیل وجود نقص و یا مشکل قابل‌توجه در قرارداد به وجود می‌آیند، غرر می‌باشند. از این‌رو، سایر انواع خطرها (مثلاً خطری که در به نتیجه رسیدن هر فعالیت اقتصادی وجود دارد) در زمره مفهوم غرر قرار نمی‌گیرد. به‌عبارت دیگر، رابطه غرر و ریسک عموم و خصوص مطلق است؛ بدین معنا که هر غرری ریسک می‌باشد ولی هر ریسکی غرر نمی‌باشد (بهاروندی، ۱۳۸۸، ص ۱۴).

مطابق این قاعده، بانک‌های اسلامی و در رأس آنها بانک مرکزی موظف هستند به‌گونه‌ای عمل کنند که معاملات بانکی بدون هیچ نوع ابهام و جهالتی نسبت به حقوق بانک و مشتریان انجام شوند.

[Downloaded from mieaoi.ir on 2026-11-05]

۷-۲-۴. ممنوعیت ربا

شاید مهم‌ترین و شاخص‌ترین تفاوت بین بانکداری اسلامی و بانکداری متعارف، ممنوعیت ربا در بانکداری اسلامی باشد، درحالی‌که بهره و ربا در تار و پود بانکداری متعارف حضور دارد و به اشکال مختلف چون اوراق قرضه، سپرده‌ها، وام‌ها و اعتبارات بانکی، کارت‌های اعتباری، در همه ابعاد اقتصاد سرمایه‌داری جریان دارد، اسلام با شدت تمام از آن نهی کرده، از گناهان کبیره شمرده است.

مطابق این قاعده، بانک‌های اسلامی موظف هستند در تمام معاملات بانکی به ویژه در بخش سپرده‌ها و تسهیلات بانکی از قراردادهای قرض به شرط زیاده اجتناب کنند.

نمونه‌ای از کاربرد قاعده ربا در طراحی و انتشار صکوک می‌تواند بدین صورت تصور شود که برای مثال در صکوک اجاره، به هر دلیل این فرض ضمنی بین بانی، ناشر و خریداران اوراق اجاره شکل بگیرد که ماهیت کار پرداخت پول برای مدتی به بانی و دریافت اصل و بهره آن پس از گذشت زمانی معین باشد، آنگاه این معامله ربوی بوده و باطل خواهد گردید؛ هر چند در ظاهر عقد قرض همراه با شرط زیاده در کار نباشد. به‌عبارت دیگر، در این شرایط، کالا به‌عنوان واسطه‌ای صوری جهت دریافت و پرداخت ربا استفاده شده است.

دین اسلام برای تنظیم روابط عقلایی و رعایت عدالت و استحقاق حقوق فرد و جامعه و برای جلوگیری از منازعات آتی، آن دسته از معاملات و قراردادها که «اکل مال به باطل»، «غرری» و «ربوی» هستند را ممنوع کرده است؛ هر چند عقلا برخی از آنها را جایز بدانند . بنابراین هر معامله شناخته شده و مستحدث که دارای یکی از این ویژگی‌ها باشد، از نظر اسلام ممنوع خواهد بود.

۷-۲-۵. رعایت اصل العقود تابعه للقصود

آیت‌الله مکارم شیرازی برای این قاعده سه معنی ذکر کرده است: اولاً همچنان که در شرایط عقد وجود دارد عقد بدون قصد تحقق پیدا نمی‌کند یعنی عقد کسی که خوابیده یا مست است یا ... صحیح نیست چون قصدی ندارد.

ثانیاً: عقد تابع قصد است یعنی نیازمند ایجاب و قبول، عوض و معوض و سایر ارکان عقد است تا تحقق پیدا کند.

ثالثاً: معنای سوم که صحیح‌تر است اینکه بعد از این‌که قصد عقدی انجام شد آن عقد در خارج تحقق پیدا می‌کند.

این قاعده از نظر حقوقی تعاریف متعددی دارد. شیخ انصاری قصد را به‌صورت علمی تعریف نکرده ولی در برخی موارد عقودی که به علت نداشتن قصد باطل دانسته را برشمرده مثلا بیان

[Downloaded from mieaoi.ir on 2026-11-05]

کرده: ازجمله شرایط طرفین عقد این است که معنای عقدی که به زبان می‌آوردند را قصد کرده باشند (محمدی، ۱۳۷۳، ص۳۰۰).

هم‌چنین آمده که قصد در تحقق عقد مؤثر است یعنی قصد عقد را به‌وجود می‌آورد و نبود قصد باعث بطلان عقد می‌شود و به تعبیر دیگر معنای این قاعده این است که عقد وجوداً و عدماً تابع قصد است. به‌طور خلاصه مفاد حقوقی این قاعده این است که عقد با قصد به‌وجود می‌آید و بدون قصد به‌وجود نخواهد آمد (محمدی، ۱۳۷۳، ص۳۰۱). که در رابطه با اوراق بهادارسازی، اگر این عملیات بدون قصد واقعی، بدون وجود عقدی واقعی و یا به‌صورت صوری باشد، در این‌صورت باطل خواهد بود.

۷-۳. دیدگاه‌های فقهی خرید دین

۱- طبق نظریه اول، بیع دین به‌طور مطلق باطل است و تفاوتی بین بیع به مدیون و غیر او و بین بیع دین حال و مؤجل نیست. این نظریه را شیخ طوسی به شافعی نسبت داده است (محمدبن حسن طوسی، ۱۴۰۷ ق، ج ۳، ص ۱۲۵).

۲- نظریه دوم، بین دین حال و مؤجل تفاوت قائل می‌شود و بیع دین حال را صحیح و مؤجل را باطل می‌داند. شهید اول و صاحب حدائق این نظریه را برگزیده‌اند (یوسف بن احمد بحرانی، ۱۴۰۵ ق، ج ۲۰ ، ص ۲۰۲).

۳- طبق نظریه سوم بیع دین به مدیون درست ولی به شخص ثالث باطل است. ابن ادریس و امام خمینی از طرفداران این نظریه هستند (امام خمینی، ۱۴۲۶ق، ص ۶۰۵).

۴- نظریه چهارم که بسیاری از فقها مثل شهید اول و مقدس اردبیلی آن را اختیار کرده‌اند، این است که بیع دین مؤجل به ثمن حال (نقد) جایز است، چه به مدیون فروخته شود و چه به شخص ثالث؛ ولی بیع دین به نحو نسیه و ثمن مؤجل، باطل است (علی بن حسین محقق ثانی، ۱۴۱۴ ق، ج ۵، ص ۱۹).

۵- نظریه پنجم که شیخ طوسی آن را پذیرفته، این است که بیع دین به کمتر صحیح است ولی مشتری بیشتر از آن مقدار که به طلبکار پول داده است نمی‌تواند از بدهکار بگیرد و ذمه بدهکار از مابقی دین، بری م یشود(محمد بن حسن طوسی، ۱۴۰۰ ق، ص ۳۱۰).

۶- نظریه ششم این است که بیع دین، مطلقاً صحیح است و خریدار، مالک تمام دینی می‌شود که خریده است. فقهای مشهور شیعه و فقهای معاصر مانند آیات عظام سیدکاظم یزدی، سیستانی، تبریزی، خویی، مکارم شیرازی و صافی گلپایگانی و همچنین بسیاری از فقهای پیشین این نظریه را اختیار کرده‌اند. در این قسمت، نظر تعدادی از فقها ارائه می‌شود. آیت ا... العظمی سیدکاظم یزدی

[Downloaded from mieaoi.ir on 2026-11-05]

صاحب عروةالوثقی در کتاب استفتائات، بیع دین را به اقل تجویز کرده است. آیت ا... العظمی بروجردی بیان می‌کند: «اگر کسی از دیگری طلبی دارد که از جنس طلا و نقره و چیزهایی که با وزن یا پیمانه معامله می‌شود نباشند، می‌تواند آن را به شخص بدهکار یا به دیگری، به کمتر بفروشد و وجه آن را نقد بگیرد. این کار که در حال حاضر بین تجار و کسبه معمول است، به نحوی که برات یا سفته‌هایی که طلبکار از بدهکار گرفته و مدت آن نرسیده است، بانک یا شخص دیگر به کمتر می‌فروشد و پول آن را نقد می‌گیرد، اشکال ندارد، چون اسکناس با وزن و پیمانه معامله نمی‌شود ». آیت ا... خویی در کتاب منهاج الصالحین می‌نویسد: «بیع دین در مقابل مال موجود صحیح است هر چند ثمن کمتر باشد، درصورتی‌که ربوی یا هم جنس نباشند » (موسوی خویی، ۱۴۱۰ ق، ج ۲، ص ۴۹۰).

سیستانی و زنجانی این معامله را صحیح دانسته و گفته‌اند: مشتری می‌تواند تمام دین را از بدهکار بگیرد (سیدعلی حسینی سیستانی، ۱۴۲۲ ق، ص ۵۶۲ ؛ سید موسی شبیری زنجانی ۱۴۳۰ ق، ص ۴۹۰).

آنچه به‌عنوان قرارداد خرید دین به قانون عملیات بانکی بدون ربا افزوده شده، بر اساس دیدگاه ششم طراحی شده است.

۷-۴. امکان تبدیل تسهیلات بانکی به اوراق بهادرا در بانکداری بدون ربا

در بانکداری بدون ربا از یک سو، ماهیت تسهیلات بانکی متفاوت از بانکداری متعارف است و از سوی دیگر معاملات منتهی به ربا و بهره ممنوع است. بنابراین این سؤال مطرح می‌شود که آیا تسهیلات بانکی بانک‌های اسلامی از منظر فقهی قابل تبدیل به اوراق بهادار هستند؟

۷-۴-۱. شیوه‌های تخصیص منابع در بانکداری بدون ربا

فصل سوم از بانکداری بدون ربا طی مواد هفت تا هفده به مسأله تخصیص منابع پولی بانک‌ها می‌پردازد، به‌موجب قانون، عمده نیازهای مالی متقاضیان از طریق معاملات انتفاعی تأمین می گردد و تنها در یک مورد با الهام از قانون اساسی جمهوری اسلامی ایران بانک‌ها مجاز به اعطای «وام» به‌صورت وجه نقد به متقاضیان می‌باشند که آن هم به‌صورت قرض‌الحسنه و با احتراز کامل از ربا صورت می‌گیرد. شیوه‌های تخصیص منابع و اعطای تسهیلات، به چهار گروه قرض الحسنه، عقود مبادله‌ای (فروش اقساطی، اجاره به شرط تملیک، معاملات سلف، خرید دین، جعاله)، عقود مشارکتی (مضاربه، مشارکت مدنی، مشارکت حقوقی، مزارعه، مساقات) و سرمایه‌گذاری مستقیم، تقسیم می‌شوند.

[Downloaded from mieaoi.ir on 2026-11-05]

۷-۴-۲. ویژگی‌های شیوه‌های تخصیص منابع در بانکداری بدون ربای ایران در تبدیل دارایی‌های بانکی به اوراق بهادار

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

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

ب) در تسهیلات فروش اقساطی و جعاله، نتیجه قرارداد، بدهی‌گیرنده تسهیلات به بانک است و بانک می‌تواند با تبدیل دیون ناشی از این قراردادها به اوراق بهادرا، آنها را در بازار ثانوی از طریق تنزیل (بیع دین) واگذار نماید.

ج) در تسهیلات اجاره به شرط تملیک، نتیجه قرارداد دو مورد است، از یک طرف‌گیرنده تسهیلات به‌عنوان مستأجر، اجاره بهای مشخصی را به بانک بدهکار است، از طرف دیگر بانک به‌عنوان موجر مالک دارایی (عین مستأجره) است که بازدهی ثابت و معینی دارد، بنابراین بانک می‌تواند هم خود اجاره بها به‌عنوان مطالبه مدت‌دار را تبدیل به اوراق بهادرا کند و در بازار ثانوی از طریق تنزیل (بیع دین) بفروشد و هم دارایی (عین مستأجره) را که بازدهی ثابت و معینی دارد، تبدیل به اوراق بهادار کرده، در بازار ثانوی از طریق بیع عین (دارایی فیزیکی) بفروشد.

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

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

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

[Downloaded from mieaoi.ir on 2026-11-05]

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

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

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

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

۸. جمع‌بندی و نتیجه‌گیری

برای تأمین مالی، روش‌ها و ابزارهای گوناگونی وجود دارد که هر کدام دارای ویژگی‌ها و خواص مربوط به خود است. یکی از روش‌های مهم فرآیند تأمین مالی، تبدیل کردن دارایی‌ها به اوراق بهادار است. کشورهایی که بخش عمده‌ای از آنان را مسلمانان تشکیل می‌دهند، نمی‌توانند برای پاسخ به نیازهای مالی خود از بازارهای مالی که مبتنی بر نرخ بهره هستند استفاده کنند، زیرا در اسلام، مطالبه و پرداخت بهره، حرام است. بنابراین باید از ابزارهایی مانند اوراق بهادار اسلامی(صکوک)، که مورد تأیید شریعت است، بهره گیرند. نکته قابل‌توجه این است که بدانیم، تبدیل مطالبات بانک‌ها به اوراق بهادار در چارچوب شریعت، به چه شکلی است و آیا توجیه فقهی دارد یا خیر. لذا با توجه به اهمیت، نیاز و ضرورت به‌کارگیری این روش برای تأمین مالی، لازم است

[Downloaded from mieaoi.ir on 2026-11-05]

که به‌طور دقیق‌تر، تمام جوانب این پدیده مورد بررسی قرار گیرد و برای رفع موانع در بهره‌گیری هر چه بیشتر از این ابزار مالی، تلاش شود.

[Downloaded from mieaoi.ir on 2026-11-05]

منابع

۱. بحرانی، یوسف بن احمد (۱۴۰۵ق)، الحدائق الناضره فی احکام العتره الطاهره، قم: دفتر انتشارات اسلامی.

۲. بهاروندی، احمد (۱۳۸۸)، «بیان و اثبات تفاوت ماهوی معاملات مبتنی بر غرر و قراردادهای پوشش ریسک از منظر فقه امامیه »، نشریه راهبر یاس، ش ۱۸.

۳. پهلوان، حمید و رضوی، روح‌الله (۱۳۸۶)، «اوراق صکوک: تعریف، انواع و ساختار»، سازمان بورس و اوراق بهادار.

۴. تقی‌زاده، خدیجه (۱۳۹۱)، «بانکداری اسلامی در برخی کشورهای جهان»، ماهنامه بررسی مسائل و سیاست‌های اقتصادی، ش۶و۷.

۵. حر عاملی، محمد بن حسن (۱۴۰۳ق)، وسائل الشیعه الی تحصیل مسائل الشریعه، بیروت: دارالاحیاء التراث العربی.

۶. حسینی سیستانی، سیدعلی (۱۴۲۲ق)، المسائل المنتخبه، قم: دفتر حضرت آیت الله سیستانی.

۷. دهخدا، علی اکبر (۱۳۷۳)، لغت‌نامه دهخدا، ج ۲، تهران: انتشارات دانشگاه تهران.

۸. سلیمی، علیرضا (۱۳۹۱)، «ضرورت توسعه اوراق بهادار اسلامی»، فصلنامه راهبرد، س۲۱، ش۶۵.

۹. شبیری زنجانی، سیدموسی (۱۴۳۰ق)، رساله توضیح المسائل، قم: انتشارات سلسبیل.

۱۰.شعبانی، احمد و قلیچ، وهاب (۱۳۹۰)، «قابلیت اوراق بهادار اسلامی در مهار تورم به‌عنوان ابزار سیاستی (مطالعه موردی: اوراق مشارکت، اجاره، مرابحه و استصناع)»، فصلنامه اقتصاد اسلامی، س۱۱، ش۴۳.

۱۱.طوسی، محمد حسن (۱۴۰۰ق)، النهایه فی مجرد الفقه و الفتاوی، ج ۳، بیروت: باب الدیون و الارزاق.

۱۲.عیوضلو، حسین (۱۳۸۴)، عدالت و کارایی در تطبیق با نظام اقتصادی اسلام، تهران: دانشگاه امام صادق(ع).

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

۱۴.محقق ثانی، علی بن حسین (۱۴۲۴ق)، جامع المقاصد فی شرح القواعد، ج ۵، قم: موسسه آل البیت علیهم السلام.

۱۵.محمدی، ابوالحسن (۱۳۷۳)، قواعد فقه، تهران: نشریه یلدا.

[Downloaded from mieaoi.ir on 2026-11-05]

۱۶.مشرف جوادی، محمدحسین و قوچی‌فرد، حمزه (۱۳۸۸)، «ریسک در بانک‌ها و مؤسسات مالی اسلامی (با رویکردی بر ریسک قانونی)»، پژوهشگاه علوم انسانی و مطالعات فرهنگی، ش۳۸.
۱۷.مکارم شیرازی، ناصر (۱۳۷۶)، ربا و بانکداری اسلامی، تهیه و تنظیم: ابوالقاسم علیان نژادی، قم: موسسه امام علی(ع).
۱۸.موسویان، عباس (۱۳۸۹)، «تبدیل دارایی‌های بانکی به اوراق بهادار در بانکداری بدون ربا»، فصلنامه پول و اقتصاد، ش۴.
۱۹.موسویان، سیدعباس (۱۳۹۱)، ابزارهای مالی اسلامی(صکوک)، تهران: سازمان انتشارات پژوهشگاه فرهنگ و اندیشه اسلامی، چ۵.
۲۰.موسوی خمینی، روح‌الله (۱۳۶۸)، البیع، تهران: مؤسسه نشر و تنظیم آثار امام خمینی (س)، چ۱.
۲۱.موسوی خمینی، روح‌الله (۱۴۲۶ق)، توضیح المسائل، قم: دفتر مطبوعات اسلامی.
۲۲.موسوی خویی، سیدابوالقاسم (۱۴۱۰ق)، منهاج الصالحین، ج ۲، قم: نشر مدینه العلم.
۲۳.نجفی، مهدی (۱۳۸۵)، «بررسی فرآیند تأمین مالی از طریق انتشار اوراق صکوک»، پایان‌نامه کارشناسی ارشد، دانشکده معارف اسلامی و مدیریت، دانشگاه امام صادق(ع).
۲۴.نظرپور، محمدتقی و موسویان، سیدعباس (۱۳۹۳)، بانکداری بدون ربا از نظریه تا تجربه، تهران: انتشارات دانشگاه مفید.
25. Ahmad manjoo, Faizal. (2005). Securitization: An Important Recipe for Islamic Banks a Survey. Journal of the International Association for Islamic Economics and Islamic Foundation, VOL.4, NO1, PP.53-74.
26. Jobst A, Andreas. (2007).The Economics of Islamic Finance and Securitization, IMF Working Paper.

[Downloaded from mieaoi.ir on 2026-11-05]