

آسیب‌شناسی صکوک بانکی و ارائه راهکار بازار صکوک رقابتی در تجهیز منابع نظام بانکی ایران

۱۵۷

تاریخ دریافت: ۱۳۹۹/۰۸/۰۲ تاریخ پذیرش: ۱۳۹۹/۱۱/۰۷

فصلنامه علمی اقتصاد اسلامی / مقاله علمی پژوهشی / سال بیست و یکم / شماره ۸۱ / بهار ۱۴۰۰

حسین حسن زاده* محمد قزلباش**
علی رستمی پور*** محمد حسین قوام****

چکیده

صکوک به عنوان یکی از ابزارها و ابتکارات تجهیز منابع پولی در شبکه بانکی کشور پس از انقلاب اسلامی به شماری رود که در طراحی آن اهدافی مدنظر قانون‌گذار و سیاست‌گذار بازار پول بوده است؛ ولی آنچه مطلوب نهاد ناظر در رابطه با کارکرد این ابزار بوده، به صورت کامل تحقق نیافته است. در این پژوهش در صدد بررسی چندجانبه چالش‌های مطرح شده در خصوص نقش بازار صکوک رقابتی در تجهیز منابع نظام بانکی هستیم. در این مقاله پس از مطالعه پژوهش‌های پیشین و مرور منابع گوناگون، با خبرگان حوزه تأمین مالی مصاحبه‌های هدفمند انجام و با استفاده از روش تحلیل مضمون، چالش‌های صکوک استخراج شد. این چالش‌ها در شش دسته چالش‌های عملیاتی، قانونی، فرهنگی، رقابتی و اقتصادی در سطوح خرد و کلان دسته‌بندی شدند. به منظور اعتبارسنجی یافته‌ها، چالش‌های استخراج شده در معرض نظر خبرگان قرار گرفتند. یافته‌های حاصل نشان داد،

*. استادیار دانشکده معارف اسلامی و مدیریت دانشگاه امام صادق (ع)، تهران، ایران.

Email: Hasanzadeh.hosein@gmail.com.

** دانشجوی دکتری مهندسی مالی دانشگاه علامه طباطبائی، تهران، ایران (نویسنده مسئول).

Email: M.Qzelbash75@gmail.com.

*** دانشجوی دکتری مدیریت مالی دانشگاه امام صادق (ع)، تهران، ایران.

Email: Rostamipour73@gmail.com.

**** استادیار دانشکده معارف اسلامی و مدیریت دانشگاه امام صادق (ع)، تهران، ایران.

Email: Ghavam1982@gmail.com.

لزوم وجود رکن ضامن در فرایند انتشار صکوک، طولانی بودن فرایند انتشار اوراق و زمان دستیابی به منابع، اختلاف دو نهاد ناظر انتشار صکوک بانکی و بالابودن هزینه انتشار اوراق از مهم‌ترین چالش‌های استفاده از این ابزار برای تجهیز منابع شبکه بانکی می‌باشند. در پایان با تشکیل گروه‌های راهکارهای اصلاح و تقویت بازار صکوک رقابتی به عنوان ابزاری به منظور تجهیز منابع نظام بانکی ارائه گردید. در بازار صکوک رقابتی مؤلفه‌هایی مانند اصلاح نقش رکن ضامن، رتبه‌بندی اعتباری اوراق و افزایش تعداد و تنوع صکوک منتشره وجود دارند که می‌توانند کارکرد این ابزار را بهبود بخشند.

واژگان کلیدی: صکوک، بازار رقابتی، تجهیز منابع، نظام بانکی.

طبقه‌بندی JEL: Z12, G21, D41

مقدمه

بانک‌ها دارای سه وظیفه اصلی تجهیز، تخصیص و ارائه خدمات بانکی هستند و در میان این سه وظیفه، بخش تجهیز، کانال ورود منابع مالی به نظام بانکی محسوب می‌گردد. ابتدایی‌ترین راه برای توسعه بازار پول توسعه تجهیز منابع بانکی با استفاده از ابزارهای نوین تأمین مالی است. ابزارهای مالی یکی از مهم‌ترین ارکان نظام مالی هر کشوری هستند. استفاده از برخی ابزارهای مالی مانند اوراق قرضه در تعارض با موازین شرعی اسلام است و پژوهشگران اسلامی صکوک را به عنوان ابزار جایگزین مطرح کردند. در فرایند انتشار صکوک دارایی‌های مؤسسه مالک دارایی یا بانی، مبنای انتشار اوراق بهادار قرار گرفته و اوراق منتشره در اختیار سرمایه‌گذارانی قرار می‌گیرد که آن را خریداری کرده و تأمین وجوه را انجام داده‌اند. متأسفانه در طی سالیان گذشته صکوک نتوانسته به عنوان ابزاری کارا در تجهیز منابع شبکه بانکی ایفای نقش کند.

این پژوهش با استفاده از روش تحلیل مضمون تلاش دارد به آسیب‌شناسی روش تجهیز منابع بانک‌ها در بازار صکوک رقابتی بپردازد و توجه سیاست‌گذار را به چالش‌های تأمین مالی اسلامی جلب کند و در پایان راهکارهایی برای حل برخی مشکلات ارائه دهد. سؤال اصلی این پژوهش این است که چالش‌ها و راهکارهای استفاده از صکوک به عنوان یکی از روش‌های تجهیز منابع شبکه بانکی کشور کدام‌اند.

ادبیات موضوع

تجهیز منابع

مسئله تجهیز منابع سرمایه‌ای و چگونگی هدایت آن به سمت کارترین فعالیت‌های اقتصادی از مبانی پایه‌ای هر اقتصاد رو به رشدی محسوب می‌شود. در یک نظام اقتصادی سالم ضروری است یک سیستم فعال مالی و قابل انعطاف طراحی کرد؛ به گونه‌ای که بتواند مسیر گردش منابع مالی را هدایت کرده و پلی میان منابع پس‌اندازکنندگان و نیاز متقاضیان ایجاد کند (نظرپور و همکاران، ۱۳۹۲، ص ۴۵). در نظام مالی، بانک‌ها منابع مازاد را جمع‌آوری کرده و با اعطای تسهیلات به متقاضیان منابع مالی وظیفه سنتی خود یعنی واسطه‌گری را ایفا می‌کنند. در بانکداری نوین علاوه بر انجام فعالیت‌های واسطه‌گری، یکی از راه‌های تجهیز منابع، انتشار اوراق بدهی یا اوراق بهادارسازی دارایی‌هاست. اوراق بهادارسازی فرایندی است که به موجب آن مجموعه‌ای از وام‌ها یا دارایی‌های مالی همگن، گروه‌بندی شده و به صورت اوراق بهادار قابل دادوستد به فروش می‌رسند (جمشیدی و همکاران، ۱۳۹۵، ص ۲۸). از مزایای این کار برای بانک‌ها می‌توان به دستیابی به منابع مالی ارزان‌تر و کاهش ریسک اعتباری و ریسک نقدینگی اشاره کرد (رهنمای رودپشتی و غلامرضا، ۱۳۹۷، ص ۸۸).

صکوک

همان‌طور که بیان شد، یکی از روش‌های تجهیز منابع بانک‌ها اوراق بهادارسازی است. در این شیوه تجهیز منابع، مجموعه‌ای از دارایی‌های موجود در ترازنامه بانک از طریق مهندسی مالی به اوراق بهادار تبدیل می‌شوند (یوسفی دیندارلو و شهسوازی، ۱۳۹۵، ص ۱۵۷). بانک‌ها می‌توانند به پشتوانه تسهیلات فروش اقساطی و اجاره به شرط تملیک اوراق رهنی و به پشتوانه دارایی‌های ثابت خود اوراق اجاره منتشر کنند (موسویان و همکاران، ۱۳۹۰، ص ۱۳۰).

سابقه انتشار صکوک در ایران

نخستین بار صکوک با هدف ایجاد تنوع در ابزارهای مالی و تأمین منابع مالی برای ایجاد، تکمیل و توسعه طرح‌های سودآور عمومی و خصوصی از طریق منابع غیربانکی منتشر شد. استفاده از این ابزار مالی در نیمه دوم سال ۱۳۷۳ با فروش اوراق مشارکت جهت پروژه بزرگ نواب به میزان ۷۵ میلیارد ریال انجام شد (موسویان و کشاورزبان، ۱۳۹۶، ص ۱۵۴). بررسی‌ها

نشان می‌دهد، از تاریخ ۱۳۸۹/۱۲/۲۱ تا تاریخ ۱۳۹۹/۸/۲۵، مجموعاً ۹۰ سری صکوک (به شرح جدول زیر) به ارزش ۶۶۱.۱۸۰.۱۷۴ میلیون ریال منتشر شده‌اند.

جدول ۱: تعداد صکوک منتشره در تاریخ بازار بدهی ایران

ردیف	عنوان	تعداد صکوک منتشره تا تاریخ ۱۳۹۹/۸/۲۵
۱	صکوک اجاره	۵۳
۲	صکوک مرابحه	۱۹
۳	صکوک منفعت	۱۲
۴	صکوک رهنی	۴
۵	صکوک استصناع	۱
۶	صکوک خرید دین	۱
	مجموع تعداد انواع صکوک منتشره تا تاریخ ۱۳۹۹/۸/۲۵	۹۰

سابقه انتشار صکوک بانکی در ایران

در طی این سال‌ها، فقط ۳ مورد انتشار صکوک توسط بانک‌های ایرانی وجود داشته است.

جدول ۲: سابقه صکوک بانکی منتشره در ایران

صکوک بانکی منتشره در ایران					
نام بانک	سال انتشار	مبلغ اوراق منتشره	نرخ سود اوراق	نوع و مدت زمان اوراق	مقاطع پرداخت
سامان	۱۳۹۰	۱۰۰۰ میلیارد ریال	۱۷.۵ درصد	اجاره به شرط تملیک و ۴ سال	هر ۳ ماه یکبار
مسکن	۱۳۹۵	۳۰۰۰ میلیارد ریال	۱۸.۵ درصد	اوراق رهنی و ۲ سال	هر ۳ ماه یکبار
مسکن	۱۳۹۹	۱۰۰۰۰ میلیارد ریال	۱۶ درصد	اوراق رهنی و ۲ سال	هر ۳ ماه یکبار

پیشینه پژوهش

در رابطه با اوراق بهادار (صکوک) بانکی تحقیقات مختلفی به ویژه در رابطه با کارکرد آنها صورت گرفته است که به برخی از مهم ترین آنها اشاره می گردد:

جدول ۳: پیشینه پژوهش

ردیف	نویسندگان	گفتار اصلی
۱.	سعیدی و کرد (۱۳۸۹)	در مقاله‌ای با عنوان «امکان‌سنجی اقتصادی تبدیل تسهیلات فروش اقساطی به اوراق رهنی (مطالعه موردی: بانک ملی ایران)»، به ارائه مدلی برای این نوع اوراق بهادارسازی بانکی پرداخته‌اند. آنان بیان داشتند که در حال حاضر با توجه به بدهی بانک‌ها به بانک مرکزی که در اثر اضافه برداشت ایجاد شده است، بانک‌های دولتی می‌توانند از طریق انتشار این اوراق، به تأمین نقدینگی پرداخته و نسبت به پرداخت بدهی‌های خود اقدام نمایند.
۲.	موسویان و همکاران (۱۳۹۲)	به بررسی اوراق بهادار (صکوک) بانکی پرداختند و بیان داشتند یکی از متداول‌ترین روش‌های تأمین مالی بانک‌ها استفاده از انتشار اوراق بهادار با پشتوانه تسهیلات بانکی است که بانک‌ها با استفاده از این ابزار منابع خود را تجدید کرده و قدرت اعطای تسهیلات اعتباری خود را مضاعف می‌کنند.
۳.	سروش و کاوند (۱۳۹۰)	به بررسی ریسک‌های اوراق رهنی اسلامی و راهکارهای پوشش آن پرداختند. آنان ریسک طراحی نامناسب اوراق رهنی که سبب ایجاد بحران مالی می‌شود، ریسک اعتباری بانی، ریسک بازار، ریسک نرخ بهره و ریسک نقدشوندگی را از اصلی‌ترین ریسک‌های این اوراق دانسته‌اند و تأکید کرده‌اند در صورتی که این ریسک‌ها مرتفع شوند، صکوک رهنی ابزاری مناسب برای تجهیز منابع نظام بانکی خواهد بود.
۴.	موسویان و همکاران (۱۳۹۰)	در مقاله‌ای تحت عنوان «صکوک بانکی، تبدیل تسهیلات بانکی به اوراق بهادار در بانکداری بدون ربا»، یکی از روش‌های تأمین مالی بانک‌ها را انتشار اوراق بهادار با پشتوانه تسهیلات بانکی معرفی کرده‌اند. این

۱۶۱

<p>پژوهش تسهیلات فروش اقساطی و اجاره به شرط تملیک را بهترین گزینه برای اوراق بهادارسازی دانسته و ریسک‌های اوراق را دسته‌بندی کرده است.</p>		
<p>هدف اصلی آنان بررسی موانع انتشار صکوک اجاره در بانک‌های دولتی و ارائه راهکارهای کاربردی بود. یافته‌های پژوهش پیشنهادها را زیر را به همراه داشته است:</p> <p>الف) لزوم بازنگری در دستورالعمل انتشار اوراق اجاره سازمان بورس و اوراق بهادار برای افزایش توانمندی بانک‌ها در انتشار اوراق اجاره.</p> <p>ب) حذف الزام بانک‌های دولتی به ضامن در انتشار صکوک.</p> <p>ج) ایجاد امکان فروش املاک مازاد بانک‌های دولتی از روش‌هایی غیر از مزایده.</p>	<p>موسویان و کشاورزبان پیوستی (۱۳۹۳)</p>	<p>۵.</p>
<p>در مقاله‌ای با عنوان «بررسی ابزارهای نوین تأمین مالی و راهکارهای اجرایی نمودن آن در بانک تجارت»، اوراق رهنی را یکی از ابزارهای مفید در تجهیز منابع نظام بانکی دانسته و پیشنهاد کرده‌اند که بانک‌ها می‌توانند با استاندارد کردن دارایی‌های مورد استفاده در صکوک، تسهیل امور مربوط به انتشار و رتبه‌بندی صکوک و ایجاد مؤسسات رتبه‌بندی و در نهایت، ایجاد بازار ثانویه مناسب برای خرید و فروش اوراق صکوک و تسهیل نقدشوندگی آنها از این ابزار استفاده کنند.</p>	<p>اسماعیل‌زاده و امیری (۱۳۹۴)</p>	<p>۶.</p>
<p>در مقاله «امکان‌سنجی طراحی صکوک بانکی تبدیل‌شونده به سهام»، مدل عملیاتی این اوراق را ارائه و مبانی فقهی آن را بررسی کرده‌اند. یافته‌های آنان نشان می‌دهد که تبدیل صکوک بانکی در سررسیدهای معین به سهام شرکتی که دیون متعلق به آن است، بر مبنای فقه امامیه مجاز است؛ همچنین این اوراق با قابلیت‌هایی مانند افزایش سرمایه، تملک، خصوصی‌سازی و تجدید ساختار سرمایه، عامل مثبتی جهت ترغیب شرکت‌ها و دیگر نهادها از جمله دولت برای استفاده از این اوراق می‌باشد.</p>	<p>اعتصامی و همکاران (۱۳۹۴)</p>	<p>۷.</p>
<p>در مقاله خود فرایند اوراق بهادارسازی در بازارهای عمده دنیا را با تأکید</p>	<p>امیرحسینی و</p>	<p>۸.</p>

<p>بر ارتباط میان ارکان آن بررسی کردند و تفاوت‌های آن را با اوراق بهادارسازی اسلامی بیان داشتند. این مطالعه بیان داشته که بر اساس مدل اوراق بهادارسازی، وام‌دادن نقطه پایانی تخصیص دارایی نیست بلکه همان منابع می‌توانند تبدیل به ورودی‌های اولیه فعالیت اوراق بهادارسازی شوند.</p>	<p>قبادی (۱۳۹۴)</p>	
<p>در مقاله «پیشنهاد یک الگوی بانکداری مبتنی بر صکوک در چارچوب قانون عملیات بانکی بدون ربا» الگویی برای بانکداری مبتنی بر صکوک و رویکرد تبدیل به اوراق کردن دارایی‌های بانک‌ها، پیشنهاد شده است. در نهایت به این نتیجه رسیده است که الگوی پیشنهادی نسبت به الگوهای دیگر از حیث کاهش هزینه‌های عملیاتی بانک، کاهش حجم مطالبات معوق، کاهش در ریسک‌های اعتباری، نقدینگی، بازار و شریعت قوی‌تر است.</p>	<p>یوسفی دیندارلو و شهسواری (۱۳۹۵)</p>	<p>۹.</p>
<p>در مقاله‌ای با عنوان «اوراق بهادارسازی در بانکداری اسلامی» به بررسی چگونگی و شرایط اوراق بهادارسازی در بانکداری اسلامی پرداخته‌اند. آنان همچنین تبدیل تسهیلات بانکی به اوراق بهادار در بانکداری بدون ربا را با بررسی هر یک از عقود بررسی کرده و نتیجه گرفته‌اند که این امور از نظر شرعی و فقهی بلامانع است.</p>	<p>واعظ برزانی و همکاران (۱۳۹۹)</p>	<p>۱۰.</p>

همان‌گونه که ملاحظه می‌شود، پژوهش‌های مذکور به بررسی صکوک و ابعاد مختلف آن پرداخته‌اند؛ ولی هیچ‌یک به بررسی چالش‌های استفاده از این ابزار به منظور تجهیز منابع شبکه بانکی نپرداخته‌اند که آمار پایین انتشار صکوک بانکی نیز مبین وجود چالش‌های جدی در نسبت با کارکرد این ابزار است؛ بنابراین از حیث نظری، ضروری است که یک پژوهش به بررسی خلأهای قانونی، عملیاتی و اجرایی اوراق بهادارسازی در نظام بانکی پرداخته و راهکارهای عملیاتی مشخصی را به منظور رفع آنها ارائه دهد که پژوهش حاضر در صدد این امر است.

ابزار پژوهش

با توجه به آنکه چالش‌های مورد بررسی در مطالعات پیشین و منابع کتابخانه‌ای، بیانگر تمامی مشکلات صکوک نبوده و این احتمال وجود دارد که بسیاری از آنها فقط به واسطه مصاحبه با مدیران اجرایی حوزه تأمین مالی شناسایی شوند، با تعدادی از مدیران این حوزه که به صورت مستقیم با چالش‌های صکوک آشنا بوده‌اند تا رسیدن به اشباع نظری، مصاحبه انجام و اهم چالش‌های مورد اشاره در مصاحبه‌ها به گروه کانونی ارائه شده و از حیث اعتبار، گروه کانونی آن را تأیید کرده است.

روش‌شناسی انجام پژوهش

تحقیق پیش رو از لحاظ هدف کاربردی (Applied)، از لحاظ ماهیت توصیفی (Descriptive) و از لحاظ نوع داده کیفی (Qualitative) است. روش تجزیه و تحلیل داده‌ها، روش کیفی از نوع تحلیل مضمون (Thematic Analysis) است. به‌طور کلی، مضمون، ویژگی تکراری و متمایزی در متن است که به نظر پژوهشگر نشان‌دهنده درک و تجربه خاصی در رابطه با سؤالات تحقیق است (King & Horrocks, 2010). تحلیل مضمون روشی برای شناخت، تحلیل و گزارش الگوهای موجود در داده‌های کیفی بوده و داده‌های پراکنده و متنوع را به داده‌های غنی و تفصیلی تبدیل می‌کند (Braun & Clarke, 2006) این روش، بر اساس یک رویه مشخص و در سه سطح، مضامین پایه (کدها و نکات کلیدی موجود در متن)، سازمان‌دهنده (مضامین به‌دست‌آمده از ترکیب و تلخیص مضامین پایه) و مضامین فراگیر (مضامین عالی دربرگیرنده اصول حاکم بر متن به عنوان یک کل) را نظام‌مند می‌کند و نقشه‌ای از کل مضامین ارائه می‌کند که مضامین با توجه به رابطه اعم و اخص با یکدیگر در آن شبکه جایگذاری شده‌اند (کمالی، ۱۳۹۷، ص ۱۹۱).

مضمون فراگیر مقاله حاضر «چالش‌های صکوک بانکی» بود و مضامین سازمان‌دهنده و مضامین پایه از مرور پیشینه‌های تحقیق و متن مصاحبه‌های هدفمند استخراج شد. برای پالایش و نهایی کردن مضامین استخراج‌شده، یک گروه کانونی (Focus Group) شامل برخی اعضای هیئت علمی دانشگاه که سابقه کار اجرایی و پژوهشی در نظام بانکی داشتند، تشکیل شد. از آنجایی که مشارکت‌کنندگان در گروه کانونی فرایند تحلیل و مضمون‌های به‌دست‌آمده

را بازبینی نموده و نظرات خود را ابراز داشتند، بنابراین یافته‌های این مرحله از حیث روایی و پایایی تأیید شد (کیزوری و همکاران، ۱۳۹۱، ص ۱۴۴). در ابتدای کار، مضامین پایه‌ای مرتبط با صکوک بانکی از منابع مورد بررسی و متن مصاحبه‌ها استخراج و در قالب کدهایی سازمان‌دهی شدند. در این پژوهش ۲۰۲ مضمون پایه استخراج شده است که نسبت تکرار هر یک به کل مضامین نیز در جدول زیر ذکر شده است.

جدول ۴: جدول مضامین پایه‌ای

ردیف	متن	مضمون پایه‌ای	نسبت مضمون به کل مضامین (درصد)
۱.	تاکنون بانک‌هایی مانند سامان و مسکن از این ابزار استفاده کرده‌اند؛ ولی علت عدم استفاده آن در شرایط فعلی، مسئله بهای تمام‌شده پول برای نظام بانکی است. هر روشی که بهای تمام‌شده پول پایین‌تری داشته باشد، از آن استفاده می‌شود.	بهای تمام‌شده بالای منابع جذب‌شده از طریق صکوک	۸
۲.	اگر بانک‌ها بخواهند اوراق منتشر کنند باید از سازمان بورس مجوز گرفته و درگیر یک فرایند چندماهه شوند که به جای آن از گواهی سپرده عام استفاده می‌کنند. در این شرایط نیازی به استفاده از ابزار دیگری نیست. در شرایطی که اصلاً ابزارهایی که طراحی شده کارکرد مناسب ندارد چه دلیلی برای استفاده از آنها وجود دارد؟	سازوکار پیچیده و مدت زمان طولانی انتشار صکوک و دستیابی به منابع	۱۰
۳.	ابزاری سرمایه‌گذاری برای شرکت‌های دارای مبالغ مازاد مهم نیست و فقط، نرخ بازدهی اهمیت دارد.	عمق پایین بازارهای مالی ایران و عدم توجه به ریسک ابزارهای مالی از سوی سرمایه‌گذاران	۳
۴.	پرداخت تسهیلات بانک‌ها انعطاف‌پذیری بیشتری دارد. اگر تسهیلات‌گیرنده نتواند وام بانک را پرداخت کند، می‌تواند با بانک وارد مذاکره شده	امکان استمهال تسهیلات در نظام بانکی و ایجاد اثر	۲

	سوء بر کارکرد صکوک در جذب منابع	و مهلت بگیرد ولی بانی اوراق در سررسید بدون هیچ عذری باید مبلغ سود اوراق را پردازد.	
۲	تخطی بانک‌ها از قوانین نظام بانکی و ایجاد نرخ‌های غیرواقعی در نظام مالی	مهم‌ترین سهم از نرخ این اوراق متعلق به نرخ مورد تقاضای خریداران اوراق است. در شرایطی که برخی بانک‌ها اقدام به اعطای سودهای بالاتر از حد مجاز بانک مرکزی (حدود ۲۲ درصد) می‌کنند همین نرخ بازار را جهت می‌دهد.	۵
۱۰	سازوکار پیچیده و مدت زمان طولانی انتشار صکوک و دستیابی به منابع	اگر شرکتی درخواست وام به بانک بدهد، زمانی که طول می‌کشد وام به او اعطا شود حداکثر یک ماه است و بعد از یک ماه تکلیف متقاضی تسهیلات مشخص می‌شود؛ ولی در انتشار صکوک ممکن است تا چند ماه بعد هم کار انتشار طول بکشد و در نهایت هم نتواند مجوزهای لازم را اخذ کند.	۶
۴	۱. تخطی بانک‌ها از قوانین نظام بانکی و ایجاد نرخ‌های غیرواقعی در نظام مالی ۲. ایجاد اثر سوء ابزارها بر صکوک	بانک مرکزی اگر قرار است نرخ تعیین کند باید به نرخ‌های تعیین‌شده کاملاً نظارت کند؛ مثلاً بانک مرکزی روی صندوق‌های بازار پول نظارت نمی‌کند و هزینه‌های تأمین مالی نظام بانکی به یکباره افزایش می‌یابد.	۷
۷	وجود دو نهاد ناظر بر انتشار اوراق	در چند سال گذشته بانک‌ها پس از اخذ مجوز بانک مرکزی برای ثبت نهاد واسطه نزد سازمان بورس با مشکل مواجه بودند.	۸
۳	موانع مالیاتی انتشار اوراق	در شرایط فعلی بانک‌ها مشکل قانونی برای انتشار اوراق ندارند و شاید به دلیل مشکلات مالیاتی ناشی از نقل و انتقال دارایی تمایلی به انتشار اوراق ندارند.	۹

۵	نبود سازوکار شفاف و مشخص برای انتشار اوراق	می‌توان گفت در شرایط فعلی، سازوکار مشخصی برای انتشار اوراق وجود ندارد.	۱۰.
۴	امکان استمهال تسهیلات در نظام بانکی و ایجاد اثر سوء بر کارکرد صکوک در جذب منابع	به‌طور کلی شرکت‌ها تمایل دارند که از تسهیلات بانکی استفاده کنند که این تمایل به دلیل این است که اگر در پرداخت تسهیلات دچار مشکل شوند می‌توانند با مذاکره یا استمهال پرداخت دیون تا مدتی مشکل خود را مرتفع کنند؛ ولی عدم پرداخت اصل و سود اوراق به‌هیچ‌وجه امکان استمهال ندارد و اگر پرداخت نکند از نظر سازمان بورس نکول کرده و مشمول جرائمی خواهد شد.	۱۱.
۸	مداخله نهادهای نظارتی در نرخ‌گذاری همه اوراق با نرخ یکسان	یک نرخ کوپن اوراق داریم که این وابسته به سیاست‌های سازمان بورس و بانک مرکزی تعیین می‌شود؛ مثلاً اگر ضامن بانکی باشد نرخ نمی‌تواند بالای ۱۸ درصد باشد و اگر ضامن غیربانکی باشد حداکثر نرخ اوراق می‌تواند در سال بالای ۲۱ درصد باشد.	۱۲.
۱۰	سازوکار پیچیده و مدت زمان طولانی انتشار صکوک و دستیابی به منابع	اگر همه چیز نرمال پیش برود و با ضامن به توافق برسند، انتشار اوراق در شرایط معمولی ۵ تا ۶ ماه زمان می‌برد. اکثر اوقات مشکلاتی پیش می‌آید که این فرایند حتی تا یک سال هم طول می‌کشد.	۱۳.
۵	اشکالات آیین‌نامه‌ای انتشار صکوک و طولانی شدن فرایند انتشار	از جمله مشکلات انتشار اوراق، می‌توان به اختلاف با حسابرس بر سر امکان انتشار اوراق، عدم دسترسی به سهام برای وثیقه‌گذاری و طولانی شدن فرایند ضمانت بانک‌ها، اشاره کرد. خود بانک‌ها هم باید برای ضمانت اوراق از بانک مرکزی مجوز بگیرند. مشکل دیگر طولانی شدن فرایند ارزش‌گذاری توسط	۱۴.

		کارشناس رسمی دادگستری است که ممکن است در اوراق صکوک اجاره اتفاق افتد.	
۵	حجم بالای فعالیت‌ها و عدم نظارت فعالانه نهاد ناظر	بررسی انتشار اوراق به دلیل اینکه سازمان بورس با انبوه فعالیت‌ها روبه‌روست زمان‌بر می‌شود و در نهایت هم اشکالاتی بر هر یک از فرایندهای انجام گرفته، وارد شده و ممکن است رفع کردن آن ایرادها زمان‌بر شود.	۱۵
۷	۱. عدم وجود رتبه‌بندی اعتباری ناشران اوراق ۲. عدم وجود رتبه‌بندی اعتباری اوراق	می‌توان برخی مراحل فرایند مانند ضامن را حذف کرد. در دنیا معمولاً اوراق یک رتبه اعتباری دارند و با توجه به آن رتبه اعتباری نرخ تغییر می‌کند و افراد با توجه به ریسک آن اوراق آنها را خریداری می‌کنند.	۱۶
۱۰	مشکلات آیین‌نامه‌ای انتشار صکوک مانند ضمانت	سازمان بورس از همان ابتدا آمده و وجود ضامن بانکی را ضروری کرده است و بانک‌ها هم طی سالیان گذشته ریسک‌گریزتر شده‌اند. در سالیان گذشته امکان اینکه یک بانک با چک و سفته درخواست ضمانت یک شرکت بورسی را بپذیرد وجود داشت ولی در شرایط فعلی هیچ بانکی چنین شرایطی را نمی‌پذیرد.	۱۷
۸	وجود ابزار جایگزین و ارزان برای تأمین مالی نظام بانکی	تأمین مالی از طریق سپرده ارزان‌تر است؛ چون در سپرده برخی منابع ارزان‌قیمت مانند سپرده‌های قرض‌الحسنه را هم دارند ولی در اوراق نرخ پایه همان نرخ سپرده‌ها خواهد بود و چند درصد هم به عنوان نرخ‌های خدمات پذیره‌نویسی، بازارگردانی و ضمانت به این نرخ پایه اضافه می‌شود. ابزار اصلی بانک‌ها هم جذب سپرده است و تا وقتی ابزار سپرده کارکرد دارد شاید اصلاً به سراغ اوراق نیایند؛ مثلاً شاید نیازی	۱۸

		داشته باشند که نتوانند آن را با سپرده پوشش دهند که به سمت اوراق متمایل می‌شوند.	
۷	عدم توجه به رتبه‌بندی اعتباری ناشران اوراق	در شرایط فعلی، اصلاً اعتبار شرکت‌ها مورد توجه قرار نمی‌گیرد؛ همه شرکت‌ها با هر اعتباری باید ضامن داشته باشند. اگر رتبه‌بندی وجود داشته باشد، اوراق شرکت‌های معتبر ریسک کمتری داشته و سرمایه‌گذاران هم اوراق را با نرخ کمتری خریداری خواهند کرد.	۱۹
۱۰	۱. طولانی بودن فرایند ضمانت صکوک ۲. عدم توجه به رتبه‌بندی اعتباری اوراق و ناشران اوراق	از طرفی فرایند اخذ ضامن، فرایندی طولانی است. باید گزارش توسط حسابرس تهیه شده و توسط واحد اعتبارات و واحد حقوقی بانک بررسی شود. در صورت موافقت هیئت عامل بانک، این پروسه باید به تأیید هیئت‌مدیره برسد و بعد وارد فرایند انعقاد قرارداد شود. در برخی موارد هیئت عامل یا هیئت‌مدیره با این کار موافقت نکرده و شرکت باید یک‌بار دیگر این فرایند حداقل دو ماهه را با بانک دیگر طی کند؛ درحالی‌که می‌توان رتبه‌بندی شرکت‌ها را در مدت‌زمان کوتاهی انجام داد و برای دوره‌های بعدی این رتبه‌بندی در مدت کوتاهی به‌روز می‌شود.	۲۰

پس از سازمان‌دهی مجدد مضامین پایه، اکنون مضامین سازمان‌دهنده و مضامین فراگیر استخراج می‌شوند.

جدول ۵: جدول مضامین سازمان‌دهنده و فراگیر

ردیف	مضمون پایه	مضمون سازمان‌دهنده	مضمون فراگیر
۱.	عدم اعطای مجوز بانک مرکزی	چالش‌های قانونی	چالش‌های صکوک بانکی
۲.	دستورالعمل‌های غیرکاربردی		
۳.	اختلاف دو نهاد ناظر انتشار اوراق		

		۴. عدم وجود سازوکار مشخص نظارت و تمایل به اقدامات فراقانونی
		۵. وجود دو نهاد ناظر بر انتشار اوراق
		۶. مداخله نهادهای نظارتی در نرخ‌گذاری همه اوراق با نرخ یکسان
		۷. مشکلات آیین‌نامه‌ای انتشار صکوک مانند ضمانت
چالش‌های عملیاتی	۱.	طولانی بودن فرایند انتشار صکوک
	۲.	وجود مراحل اضافی در فرایند انتشار صکوک
	۳.	عدم توجه به رتبه‌بندی اعتباری اوراق و ناشران اوراق
	۴.	استاندارد نبودن دارایی‌های نظام بانکی
	۵.	طولانی بودن زمان دستیابی به منابع
	۶.	موانع مالیاتی انتشار اوراق
	۷.	مشکلات نقل و انتقال املاک
چالش‌های فرهنگی	۱.	عدم فرهنگ‌سازی برای انتشار صکوک
چالش‌های اقتصادی در سطح خرد	۱.	هزینه‌های بالای انتشار صکوک
	۲.	هزینه بالای رکن ضامن
	۳.	قفل شدن دارایی در صکوک اجاره
	۴.	عدم تطبیق نرخ اوراق با نرخ سپرده
	۵.	وجود ابزار جایگزین و ارزان برای تأمین مالی نظام بانکی
	۶.	بهای تمام‌شده بالای منابع جذب‌شده از طریق صکوک
چالش‌های رقابتی	۱.	عدم جذابیت صکوک برای سرمایه‌گذاران
	۲.	عدم جذابیت انتشار صکوک برای بانک‌ها

چالش‌های کلان اقتصادی در سطح نظام بانکی	۳	عدم تناسب صکوک با صنایع مختلف
	۱	عمق پایین بازارهای مالی ایران
	۲	امکان استمهال تسهیلات در نظام بانکی و ایجاد اثر سوء بر کارکرد صکوک در جذب منابع
	۳	تخطی بانک‌ها از قوانین نظام بانکی و ایجاد نرخ‌های غیرواقعی در نظام مالی
	۴	ایجاد اثر سوء ابزارها بر صکوک
	۵	عدم توانمندی نهاد ناظر در تبیین مفهوم ریسک به صورت عینی برای سرمایه‌گذاران

چالش‌های صکوک بانکی

در این قسمت تلاش شده اهم چالش‌های صکوک بانکی از طریق مطالعات کتابخانه‌ای و مصاحبه‌های تخصصی با خبرگان حوزه تأمین مالی، احصا گردد. در ادامه ضمن بیان هر مضمون سازمان‌دهنده سعی شده توضیح مختصری درباره هر مضمون پایه بیان شود.

۱. چالش‌های قانونی

۱-۱. **عدم اعطای مجوز بانک مرکزی:** بانک‌ها باید از بانک مرکزی به عنوان نهاد نظارتی شبکه بانکی برای انتشار انواع اوراق بدهی مجوز بگیرند. در شرایطی بانک مرکزی با انتشار صکوک موافقت نمی‌کند. البته سازوکار مشخصی که بیانگر این باشد که تحت چه شرایطی بانک‌ها نمی‌توانند صکوک منتشر کنند، وجود ندارد.

۱-۲. **دستورالعمل‌های غیرکاربردی:** بسیاری از دستورالعمل‌های انتشار صکوک بسیار سخت‌گیرانه نوشته شده است و همین امر منجر می‌شود شرایط انتشار صکوک برای بسیاری از بانک‌ها وجود نداشته باشد؛ مثلاً دستورالعمل انتشار اوراق رهنی با توجه به وضعیت پرتفوی اوراق رهنی بانک مسکن تدوین گردیده است و برای برخی بانک‌ها اصلاً مناسب نیست و یا دستورالعمل صکوک اجاره با هدف تأمین مالی شرکت‌های کوچک بخش خصوصی تدوین شده و با ورود بانک‌ها برای تأمین مالی همخوانی کمتری دارد.

۱-۳. **اختلاف دو نهاد ناظر انتشار اوراق:** به دلیل اینکه شرکت‌های بانکی تحت نظارت

بانک مرکزی هستند و قانون، سازمان بورس را مرجع اعطای مجوز به نهاد واسط می‌داند، انتشار صکوک بانکی نیازمند مجوز دو نهاد سازمان بورس و بانک مرکزی است. در شرایطی بین این دو نهاد اختلاف بروز می‌کند؛ مثلاً تحت شرایطی سازمان بورس مشکلی برای صدور مجوز ندارد ولی بانک مرکزی مجوز انتشار اوراق را صادر نمی‌کند.

۴-۱. **عدم وجود سازوکار مشخص نظارت و تمایل به اقدامات فراقانونی:** عدم وجود سازوکارهای دقیق که حوزه نظارت هر نهاد ناظر را مشخص کند، در مواردی منجر به برخی اقدامات فراقانونی شده است؛ مثلاً بانک مرکزی چندین بار تمایل داشت به‌طور مستقل مجوز تشکیل نهاد واسط را صادر کند ولی در نهایت از این کار جلوگیری شد. از طرفی بانک مرکزی هم برای خود جایگاه نظارت بر انتشار صکوک قائل است؛ چون بانکهایی که با کمبود نقدینگی مواجه‌اند تمایل زیادی به جذب منابع از طریق انتشار اوراق دارند که این عمل، وضعیت بانک‌ها را شدیداً اهرمی می‌کند.

۵-۱. **وجود دو نهاد ناظر بر انتشار اوراق:** وجود دو نهاد ناظر بر انتشار صکوک بانکی منجر شده که سازوکار مشخصی برای اعطای مجوز و نظارت بر فرایند انتشار اوراق وجود نداشته باشد و فرایندهای اخذ مجوز و افشای اطلاعات طولانی شود.

۶-۱. **مداخله نهادهای نظارتی در نرخ‌گذاری همه اوراق با نرخ یکسان:** تعیین نرخ کوپن اوراق توسط سازمان بورس برای اوراق و عدم امکان تفاوت نرخ اوراق مختلف متناسب با رتبه اعتباری ناشر منجر به این شده که هزینه تأمین مالی از طریق این اوراق برای همه شرکت‌ها یکسان بوده و تفاوتی بین شرکت‌ها و اوراق منتشره وجود نداشته باشد.

۷-۱. **مشکلات آیین‌نامه‌ای انتشار صکوک مانند ضمانت:** طبق آیین‌نامه وجود ضامن بانکی برای انتشار صکوک همه ناشران ضروری است. در گذشته امکان اینکه یک بانک با چک یا سفته درخواست ضمانت یک شرکت بورسی را بپذیرد وجود داشت؛ ولی در سال‌های اخیر بانک‌ها ریسک‌گریزتر شده و با احتیاط بیشتری اقدام به ضمانت اوراق می‌کنند.

۲. چالش‌های عملیاتی

۱-۲. **طولانی بودن فرایند انتشار صکوک:** فرایند انتشار اوراق در بهترین شرایط ۴ تا ۶ ماه طول می‌کشد. نگارش گزارش توجیهی، تأیید حسابرس و تعیین ضامن و تأیید سازمان بورس

طولانی است. در نهایت اگر هیچ مشکلی وجود نداشته باشد، مجوز انتشار صادر و قراردادهای امضا می‌شوند. در برخی موارد مانند ارزش گذاری دارایی‌ها در انتشار صکوک اجاره توسط کارشناسان رسمی دادگستری فرایند را طولانی کرده است.

۲-۲. وجود مراحل اضافی در فرایند انتشار صکوک: برخی مراحل اضافی در فرایند انتشار مانند اخذ مجوز ضامن بانکی از بانک مرکزی یا لزوم ضمانت ضامن بانکی برای شرکت بانکی که ناشر اوراق است منجر به افزایش هزینه‌های انتشار و طولانی شدن فرایند انتشار صکوک شده است.

۲-۳. عدم توجه به رتبه بندی اعتباری اوراق و ناشران اوراق: عدم توجه به رتبه اعتباری ناشران اوراق تمایل بانک‌های خوش‌نام با شرایط اعتباری مناسب برای انتشار صکوک را کاهش داده است. وجود نداشتن رتبه بندی اعتباری منجر شده است که ریسک اعتباری همه شرکت‌ها یکسان فرض شود و به منظور جلوگیری از امکان نکول اصل و سود اوراق وجود ضامن معتبر بانکی ضروری فرض شده است که همین امر فرایند انتشار اوراق را سخت، طولانی و پرهزینه کرده و زمان دستیابی به منابع را افزایش داده است؛ همچنین عدم رتبه بندی اوراق و ناشران سبب شده است که نرخ بازده اوراق ناشران مختلف یکسان بوده و گستره ریسک پذیری سرمایه گذاران مختلف در نظر گرفته نشود؛ در نتیجه سرمایه گذاران ریسک پذیر از این بازار به دلیل ریسک و بازدهی پایین خارج شده‌اند. این موارد منجر به پایین بودن عمق بازارهای اوراق شده و کارکرد این ابزار در بازارهای مالی ایران از بین رفته است. فقدان رتبه بندی اعتباری ناشران و اوراق سبب عدم تمایل سرمایه گذاران به تحلیل کیفیت اوراق مختلف و بررسی ریسک‌های احتمالی آنان شده است. اکثر سرمایه گذاران دریافت مجوز یک شرکت از نهادهای نظارتی برای انتشار اوراق را به منزله ریسک یکسان می‌دانند و توجهی به شرایط ناشر ندارند. از طرفی به علت برخی حمایت‌های فراقانونی نهادهای ناظر از شرکت‌هایی که در گذشته در معرض انواع ریسک‌ها مانند ریسک اعتباری قرار گرفته‌اند، سرمایه گذاران اکثر نهادهای مالی را بدون ریسک در نظر می‌گیرند، همین امر به عاملی برای عدم تمایز ابزارها و نهادهای مختلف مالی با یکدیگر شده و بهبود فرهنگ سرمایه گذاری را با مشکلاتی مواجه ساخته است.

۲-۴. استاندارد نبودن دارایی‌های نظام بانکی: در اکثر بانک‌ها، سامانه‌ای برای بررسی

جزئیات کیفی دارایی‌های بانکی که می‌توانند موضوع انتشار صکوک باشند؛ وجود ندارد. همین امر منجر به عدم آگاهی مدیران بانکی از ظرفیت انتشار اوراق بر پایه دارایی‌ها می‌شود. از طرفی آن بخش از دارایی‌ها که به نظر می‌توانند موضوع انتشار انواع اوراق قرار گیرند دارای مشکلاتی هستند که امکان استفاده از آنها برای انتشار صکوک را از بین می‌برند. برای مثال املاک و مستغلات که می‌توانند دارایی مورد استفاده در انتشار صکوک اجاره باشند دارای مشکلات ثبتی و حقوقی هستند، ارزش دقیق آنها مشخص نیست و بانک‌ها هم سیاست مشخصی برای برخورد با این نوع دارایی‌های خود ندارند و یا اطلاعات دقیقی از ارزش وام‌های رهنی بانک‌ها با توجه به امکان نکول آنها در دسترس نیست تا بتوان از آنها برای انتشار اوراق رهنی استفاده کرد.

۲-۵. طولانی‌بودن زمان دستیابی به منابع: به علت طولانی‌بودن فرایند انتشار اوراق، زمان دستیابی به منابع مالی حاصل از انتشار اوراق نیز طولانی شده و همین امر منجر می‌شود که در شرایطی نیازی که بانک‌ها داشته‌اند رفع شود و تمایلی برای انتشار اوراق وجود نداشته باشد؛ مثلاً بانکی برای رفع نیاز به نقدینگی خود برای ماه پایانی سال نیاز به انتشار اوراق دارد، ولی فرایند طولانی انتشار اوراق منجر می‌شود این نیاز با گذر زمان رفع شده و تمایلی برای انتشار اوراق وجود نداشته باشد.

۲-۶. موانع مالیاتی انتشار اوراق: در انتشار برخی اوراق مانند صکوک اجاره برخی هزینه‌ها مانند مالیاتی که باید پرداخت شود منجر به عدم تمایل بانک‌ها برای استفاده از این اوراق شده است؛ برای نمونه وقتی دارایی توسط شرکت بانی به واسطه فروخته می‌شود بر اساس ماده ۱۲۰ قانون مالیات‌های مستقیم، صد در صد سود حاصل از فروش مشمول مالیات اشخاص حقوقی می‌باشد. در شرایطی که اوراق منتشره از نوع اجاره به شرط تملیک باشد و اتحاد بین مصرف‌کننده و تولیدکننده وجود دارد و در پایان مدت اجاره دارایی فروخته شده مجدداً توسط بانی بازخرید می‌گردد، اخذ مالیات از فروش موجب افزایش متوسط نرخ هزینه تأمین مالی بانی می‌گردد.

در موردی دیگر وقتی اجاره‌بها توسط واسطه از بانی دریافت می‌گردد، در صورتی که دارایی مورد اجاره در گروه املاک طبقه‌بندی شود، بر اساس ماده ۵۳ قانون مالیات‌های مستقیم، پس از کسر ۲۵ درصد بابت هزینه‌ها و استهلاکات، اجاره‌بها مشمول مالیات اجاره بوده و بانی

مكلف به كسر ماليات موضوعه از اجاره‌بهاست. با توجه به اين قانون بخشي از مال‌الاجاره‌اي كه واسط متعهد به پرداخت آن به سرمايه‌گذاران است از دسترس او خارج مي‌شود. در اين شرايط چون نرخ مورد انتظار سرمايه‌گذاران و نرخ كارمزد شركت واسط قابل تخفيف نيست، عملاً اين ماليات بر دوش شركت باني بوده و نرخ مؤثر تأمين مالي باني را افزايش خواهد داد.

۲-۷. **مشكلات نقل و انتقال املاك:** افزايش هزينه‌هاي مبادله تمايل براي ورود به اين نوع تأمين مالي را تحت تأثير قرار خواهد داد. هزينه نقل و انتقال سند املاك و مستغلات در دفترخانه رسمي و هزينه پرداختي به شهرداري و سازمان ثبت اسناد كشور در مواردی بالاتر از حد انتظار بوده و هزينه‌هاي انتشار اوراق را به‌طور چشمگيري افزايش مي‌دهد. اين هزينه‌ها به‌ويژه براي اوراق اجاره با نوع اجاره به شرط تمليك كه در سررسيد مشخص دارايي‌هاي ثابت بازخريد مي‌شوند، قابل توجيه و منطقي نيست.

۳. چالش‌هاي فرهنگي

۳-۱. **عدم فرهنگ‌سازي براي انتشار صكوك:** يكي از دلایلي كه بانك‌ها از اين طريق تأمين مالي نمي‌كنند، ذهنيست سنتي مديران بانكي است كه به استفاده از ابزار سنتي جذب منابع يعني سپرده‌ها تمايل دارند؛ بدین منظور حتي نرخ سود پرداختي به سپرده‌گذاران را هم در شرايطي به ميزان بالايي افزايش داده‌اند؛ ولي چارچوب ذهني آنان هنوز استفاده از صكوك را براي تأمين مالي بانك در نظر نمي‌گيرد. مشكل ديگر عدم اطلاع كافي مديران بانكي از قابليت‌هاي صكوك در جذب منابع باكفييت و پايدار است كه منجر شده استفاده از اين اوراق با استقبال مواجه نشود.

۴. چالش‌هاي اقتصادي در سطح خرد

منظور عواملی است كه سبب عدم وجود توجيه اقتصادي انتشار صكوك براي تجهيز منابع مي‌گردد.

۴-۱. **هزينه‌هاي بالای انتشار صكوك:** در مورد هزينه اوراق نرخی بايد به سرمايه‌گذاران پرداخت شود كه اين نرخ کمتر از نرخ سپرده‌گذاري در بانك نباشد يا بايد نرخ مؤثر به صندوق‌هاي سرمايه‌گذاري كه خريداران اصلي اوراق هستند پرداخت شود كه نبايد کمتر از

نرخ اوراق با درآمد ثابتی باشد که صندوق‌ها قبلاً خریداری کرده‌اند. یک درصد کارمزد ضامن و سه درصد کارمزد تعهد پذیره‌نویسی و بازارگردان خواهد بود. به این هزینه‌های ثابت تقریباً یک درصد هم به عنوان هزینه‌های معمول انتشار اوراق مانند حق مشاوره، پرداخت عوارض شهرداری - برای املاک و مستغلات - هزینه‌های مالیاتی و ... اضافه شده و نرخ مؤثر تأمین مالی را برای بانی افزایش می‌دهد. این افزایش هزینه سبب کاهش تمایل بانک‌ها برای انتشار اوراق می‌گردد.

۲-۴. هزینه بالای رکن ضامن: یکی از مواردی که به هزینه‌های انتشار صکوک اضافه می‌شود، کارمزد رکن ضامن است که در شرایط فعلی حدود یک درصد است. البته بیشتر از نرخ کارمزد، طولانی بودن فرایند توافق با ضامن و اخذ مجوزهای ضامن برای ضمانت از نهادهای ذی‌ربط برای بانک‌هایی که تمایل به انتشار اوراق دارند، مشکل ایجاد می‌کند. برخی از بانک‌ها به علت امکان ایجاد ریسک شهرت در اثر نکول اوراق ضمانت‌شده تمایلی به ضمانت اوراق ندارند و همین کارمزد ضمانت را افزایش می‌دهد.

۳-۴. قفل شدن دارایی در صکوک اجاره: یکی از مشکلاتی که در صکوک اجاره مطرح است، اینکه انتشار صکوک اجاره سبب می‌شود بانک تا زمان سررسید اوراق نتواند استفاده دیگری از دارایی خود کند و همین امر تمایل بانک‌ها به انتشار صکوک اجاره را کاهش می‌دهد؛ چون امکان دارد بازار این دارایی‌ها در حالت رونق قرار بگیرد و بانک‌ها تمایل به فروش این دارایی‌ها داشته باشند.

۴-۴. عدم تطبیق نرخ اوراق با نرخ سپرده: در برخی بانک‌ها، مانند بانک مسکن، به علت اعطای یارانه دولت، نرخ وام‌های رهنی که می‌تواند بر مبنای آنها اوراق منتشر شود نرخ پایینی دارند، از طرفی تکلیف آن بخش از نرخ اوراق که یارانه دولت بوده و به تسهیلات‌گیرندگان تخفیف داده می‌شود هم مشخص نیست و برنامه مشخصی برای تسویه این بدهی دولت به بانک‌ها وجود ندارد. در این شرایط به دلیل اینکه نرخ این تسهیلات از نرخ مؤثر سپرده‌گذاری یا از نرخ سایر اوراق با درآمد ثابت کمتر است، انتشار اوراق بر مبنای آنها موفقیت‌آمیز نبوده و شخصی متقاضی خرید این اوراق نخواهد بود.

۵-۴. وجود ابزار جایگزین و ارزان برای تأمین مالی نظام بانکی: تأمین مالی نظام بانکی از طریق سپرده‌ها ارزان‌تر است؛ چون در این نوع تأمین مالی، برخی منابع ارزان‌قیمت مانند

سپرده‌های جاری و قرض‌الحسنه نرخ مؤثر تأمین مالی را کاهش می‌دهند؛ ولی در اوراق، نرخ پایه پرداختی به سرمایه‌گذاران همان نرخ سپرده‌ها خواهد بود و چند درصد هم به عنوان نرخ‌های خدمات ضمانت، پذیره‌نویسی و بازارگردانی و غیره به این نرخ پایه اضافه می‌شود. در شرایطی که سپرده‌گذاری در بانک‌ها بدون ریسک تلقی می‌شود و تفاوتی بین صکوک با پشتوانه دارایی و دارای ضامن و بازارگردان با سپرده بانکی نیست، تأمین مالی بانکی از طریق جذب سپرده خواهد بود.

۴-۶. **بهای تمام‌شده بالای منابع جذب‌شده از طریق صکوک:** همان‌طور که بیان شد، بهای تمام‌شده منابع جذب‌شده از طریق صکوک بالاست. به همین دلیل این اوراق برای همه ناشران مناسب نبوده و بیشتر برای فعالیت‌های پرریسک و پربازده کاربرد دارد. تمایل به بازده بالاتر ممکن است ناشران را به سمت کژگزینی (Adverse Selection) و مخاطره اخلاقی (Hazard Moral) سوق داده و آنها را در معرض ریسک اعتباری قرار دهد.

۵. چالش‌های رقابتی

۵-۱. **عدم جذابیت صکوک برای سرمایه‌گذاران:** اسناد خزانه اسلامی به عنوان اوراق بدهی دولت جمهوری اسلامی ایران کم‌ریسک‌ترین اوراق با درآمد ثابت در بازار مالی ایران است. در شرایطی که نهادهای نظارتی نرخ کوپن همه اوراق را یکسان تعیین و آن را کمتر از نرخ اسناد خزانه اسلامی یا سپرده‌های بانکی در نظر می‌گیرند، این اوراق از نظر نرخ، جذابیتی برای سرمایه‌گذاران حقیقی یا حقوقی نخواهد داشت و صندوق‌های سرمایه‌گذاری هم به دلیل محدودیت‌های قانونی بخشی از این اوراق را خریداری می‌کنند.

۵-۲. **عدم جذابیت انتشار صکوک برای بانک‌ها:** با توجه به یکسان‌بودن ضوابط انتشار برای همه بانک‌ها، طولانی‌بودن فرایند انتشار و زمان دستیابی به منابع، عدم توجه به رتبه اعتباری ناشران مختلف و در نهایت هزینه‌های بالای انتشار صکوک، انتشار صکوک جذابیتی برای بانک‌ها ندارد.

۵-۳. **عدم تناسب صکوک با صنایع مختلف:** در تدوین ضوابط انتشار انواع صکوک تمایزی بین شرکت‌ها در صنایع مختلف در نظر گرفته نشده است؛ مثلاً به این نکته که بانک‌ها بر مبنای اعتبار خود نزد بانک مرکزی به جذب سپرده می‌پردازند و در انتشار صکوک باید با

سایر شرکت‌ها تفاوت داشته باشند و بتوانند بدون ضامن بانکی اوراق منتشر کنند توجه نشده است و بانک‌ها هم باید برای انتشار اوراق، ضامن بانکی داشته باشند، درحالی‌که برای جذب سپرده نیازی به ضامن ندارند، گرچه احتمال نکول تعهدات بانکی در سپرده‌ها هم وجود دارد. همین عوامل منجر به تحمیل مراحل اضافی به فرایند انتشار صکوک شده است.

۶. چالش‌های کلان اقتصادی در سطح نظام بانکی

به‌طورکلی منظور اثرپذیری صکوک از کژکارکردی سایر نهادها و ابزارهای مالی است که منجر به اختلال در کارکرد اوراق شده است.

۶-۱. عمق پایین بازارهای مالی ایران: حجم پایین تأمین مالی از طریق اوراق، فقدان ناشران متعدد با رتبه‌های اعتباری متفاوت و ضعف و عدم توسعه بازار ثانویه اوراق منجر به جدی‌نبودن فضای تأمین مالی از این طریق و سبب بروز ضعف‌های نهادی و قانونی برای این نوع ابزارها شده است؛ همچنین باید به این نکته هم توجه شود که فرضاً حجم تأمین مالی از طریق صکوک افزایش یابد، با سازوکار فعلی توان حمایت سالیانه ارکان انتشار صکوک (ضامن، متعهد پذیرهنویسی، بازارگردان و ...) چقدر است؟

۶-۲. امکان استمهال تسهیلات در نظام بانکی و ایجاد اثر سوء بر کارکرد صکوک در جذب منابع: در انتشار اوراق باید سود تضمین‌شده در سررسیدهای مقرر پرداخت شود و تأخیر در بازپرداخت هم به منزله نکول تلقی خواهد شد. امکان استمهال تسهیلات در نظام بانکی منجر شده اگر تسهیلات‌گیرنده به هر دلیلی موفق به پرداخت مطالبات خود نشود بتواند بازپرداخت بدهی خود را به تعویق بیندازد. همین امکان سبب بروز نوعی کژکارکردی در نظام تأمین منابع شده که کارکرد ابزارهای دیگر تجهیز منابع مانند صکوک را با مشکل مواجه کرده است.

۶-۳. تخطی بانک‌ها از قوانین نظام بانکی و ایجاد نرخ‌های غیرواقعی در نظام مالی: مهم‌ترین سهم از نرخ اوراق متعلق به نرخ مورد تقاضای خریداران اوراق است. در شرایطی برخی بانک‌ها اقدام به اعطای سودهای بالاتر از حد مجاز بانک مرکزی (حدود ۲۲ درصد) می‌کنند. در اثر این کار نرخ جدیدی در بازار پول شکل می‌گیرد که به تدریج همه ابزارهای بازار پول و سرمایه باید خود را با آن تنظیم کنند. این اتفاق سبب افزایش نرخ مؤثر تأمین

مالی بنگاه‌های اقتصادی خصوصاً بانک‌ها می‌گردد.

۴-۶. ایجاد اثر سوء ابزارها بر صکوک: عدم نظارت کافی بانک مرکزی در شرایطی که اقدام به اعلام نرخ بهره برای بازار پول می‌کند منجر به تخطی برخی نهادها به وسیله برخی ابزارها مانند صندوق‌های بازار پول می‌گردد که نرخ تجهیز منابع را افزایش می‌دهد.

۵-۶. عدم توانمندی نهاد ناظر در تبیین مفهوم ریسک به صورت عینی برای سرمایه‌گذاران: نهادهای نظارتی مانند سازمان بورس و بانک مرکزی نتوانسته‌اند به‌طور دقیق

۱۷۹

مفهوم انواع ریسک‌ها در ابزارها و نهادهای مختلف را برای سرمایه‌گذاران تبیین کنند. این نقصان سبب عدم وجود تفاوت از حیث ریسک و بازده و سلب کارکرد ابزارهای مختلف شده است؛ همچنین سرمایه‌گذارانی که با مفهوم ریسک آشنا نیستند، توانایی تحمل ریسک را هم نخواهند داشت که این می‌تواند دلیلی بر گریز نهادهای نظارتی مانند سازمان بورس از رتبه‌بندی ناشران باشد. راه‌حل پوشش ریسک برای همه سرمایه‌گذاران، جایگزین کردن ارکان پوشش ریسک مانند ضمانت و بازارگردانی بوده است.

راهکارها

پس از احصاء چالش‌های صکوک از منابع کتابخانه‌ای و مصاحبه با صاحب‌نظران و در نهایت دریافت نظرات گروه کانونی، اینک به ارائه راهکارهای ناظر به هر یک از چالش‌های شناسایی شده در راستای بهبود کارکرد صکوک بانکی می‌پردازیم.

مدل بازار صکوک رقابتی

از میان انواع ساختارهای مختلف بازارهای متصور برای صکوک بانکی شامل بازار رقابت کامل، بازار رقابت انحصاری و بازار انحصار چندجانبه، مناسب‌ترین ساختار برای بازار صکوک، بازار رقابت انحصاری است؛ زیرا با توجه به فرضیه ریسک‌گریزی سرمایه‌گذاران، افزایش کیفیت (کاهش ریسک) صکوک و نهاد منتشرکننده آن، می‌بایست سبب افزایش تقاضا و افزایش قیمت صکوک مربوطه شود. طبق رابطه میان قیمت و نرخ اوراق که به صورت زیر

است (Mishkin, 2016):

$$P = C/R$$

این موضوع سبب کاهش نرخ هزینه تجهیز منابع توسط بانک منتشرکننده و بهبود کیفیت شاخص‌های عملکردی و سلامت بانکی می‌گردد. وجود تعداد زیاد بانک‌ها سبب ایجاد رقابت حداکثری بین آنها برای کسب سهم بیشتر از بازار تأمین مالی آن هم با نرخ ارزان‌تر، شده و این رقابت حداکثری نیز موجبات افزایش کیفیت مالی (حداقل ریسک و حداکثر رتبه اعتباری بانک‌ها و صکوک‌های منتشره در بازار) را فراهم می‌آورد. البته لازمه این اتفاق، حذف رکن ضامن در انتشار صکوک منتشره در بازار است. حذف رکن ضمانت، سبب می‌گردد سرمایه‌گذاران، با دقت زیاد سعی در انتخاب صکوک با بالاترین کیفیت مالی نموده تا از ورطه انتخاب معکوس (Adverse Selection) رهایی یابند.

راهکار اصلی این پژوهش نیز حرکت از وضعیت فعلی مجموعه صکوک منتشره با ویژگی‌هایی مانند ناکارایی این ابزار در تجهیز منابع نظام بانکی، تعداد کم و حجم بسیار پایین منابع تجهیز شده، همگنی محصولات از جهت بازده و ریسک و فقدان رقابت میان ناشران مختلف به سمت شکل‌دهی به یک بازار صکوک رقابتی با معیارهایی همانند تنوع صکوک منتشره از جهت ریسک و بازده و امکان رقابت بانک‌های مختلف از طریق افزایش بازدهی اوراق نسبت به ریسک است که افزایش حجم منابع تجهیز شده را به همراه خواهد داشت. راهکارهای ناظر به هر یک از مضامین سازمان‌دهنده در نسبت با راهکار اصلی ارائه خواهند شد.

پژوهشگاه علوم انسانی و مطالعات فرهنگی
پرتال جامع علوم انسانی



شکل شماره ۱: مدل بازار رقابت انحصاری صکوک

راهکارهای ناظر به چالش‌های قانونی

چالش‌های قانونی را در دو دسته چالش‌های مربوط به آیین‌نامه‌ها و دستورالعمل‌های انتشار صکوک و چالش‌های مربوط به نهادهای نظارتی می‌توان طبقه‌بندی کرد.

۱. در مورد چالش‌های مرتبط با آیین‌نامه‌ها و دستورالعمل‌های انتشار اوراق پیشنهاد می‌گردد نسبت به امکان استفاده شبکه بانکی از صکوک به منظور تجهیز منابع، نوعی بازبینی در دستورالعمل‌های انتشار صورت گرفته و بندهایی مانند حداکثر نسبت بدهی‌ها به دارایی‌ها و کفایت سرمایه بازارگردان اوراق که برای شبکه بانکی

- مشکلاتی را ایجاد کرده است، تعدیل شوند؛ همچنین باید دستورالعمل‌های انتشار صکوک به منظور استفاده همه بانک‌های تجاری از این ابزار بررسی مجدد شوند؛ به گونه‌ای که همه بانک‌ها بتوانند با انتشار این اوراق تجهیز منابع انجام دهند.
۲. به نظر می‌رسد با توجه به اعتبار بانک‌ها نزد بانک مرکزی که به پشتوانه آن با ابزار سپرده تجهیز منابع انجام می‌دهند، می‌توان رکن ضامن را برای ناشران بانکی حذف کرد. حتی اگر ضامن حذف نشود می‌توان ضمانت را فقط مختص به اصل مبلغ اوراق یا نسبتی از اصل و سود در نظر گرفت.
۳. در مورد نهادهای نظارتی پیشنهاد می‌گردد نظارت به سازمان بورس و اوراق بهادار واگذار شده و با توجه به عدم توسعه تأمین مالی از طریق صکوک، سازوکار تعامل ناشران و نهاد ناظر تدوین گردد. در این سازوکار لازم است دامنه نظارت نهاد نظارتی، وظایف و اختیارات وی تعریف شود.
۴. به دلیل تفاوت شرایط اعتباری بانک‌های مختلف، لازم است رتبه‌بندی اعتباری بانک ناشر صکوک، جایگزین تعیین نرخ کوپن اوراق گردد. این کار سبب تنوع در نرخ‌های بازدهی اوراق متناسب با ریسک آنها خواهد شد و بر جذابیت بیشتر این بازار هم برای بانیان و هم برای سرمایه‌گذاران خواهد افزود.

راهکارهای ناظر به چالش‌های عملیاتی

۱. با توجه به طولانی بودن فرایند انتشار صکوک ضروری است این زمان کاهش یابد؛ بدین منظور سازمان بورس و اوراق بهادار می‌تواند پروسه اعطای مجوز را به شرکت بورس و اوراق بهادار و یا فرابورس واگذار کند؛ همچنین ضروری است سازوکار دقیق و جامعی برای ارزش‌گذاری دارایی‌ها تدوین گردد تا زمان فرایند ارزش‌گذاری را کاهش دهد.
۲. مهم‌ترین مرحله اضافی در انتشار اوراق، رکن ضامن بانکی است. موافقت بانک‌ها با ضمانت اوراق یک ناشر و همچنین اخذ مجوز ضمانت از بانک مرکزی فرایندی طولانی بوده و ضروری است رکن ضامن حذف و یا ضمانت مختص اصل مبلغ

اوراق یا نسبتی از اصل و سود شود تا تمایل نهادهایی که نقش ضمانت را بر عهده می‌گیرند نیز افزایش یافته و دایره انتخاب ناشران افزایش یابد.

۳. یکی از زیرساخت‌های لازم برای توسعه بازار صکوک، وجود مؤسسات رتبه‌بندی در کشور است. کارکرد اصلی این مؤسسات تعیین احتمال نکول ناشر در ایفای تعهدات خود است. این نهادها با رتبه‌بندی اوراق علاوه بر کاهش زمان فرایند انتشار و هزینه‌های تأمین مالی - به دلیل حذف نقش برخی ارکان مانند ضامن - سبب تنوع در کیفیت اعتباری و نرخ‌های بازدهی صکوک منتشره خواهند شد که خود ضامن ایجاد بازار رقابت انحصاری است. این رتبه‌بندی سبب تنوع اوراق از نظر ریسک و بازده و حضور سرمایه‌گذاران ریسک‌پذیر در بازار اوراق با درآمد ثابت خواهد شد؛ بدین ترتیب توسعه نظام رتبه‌بندی اعتباری از ضرورت‌های توسعه بازار صکوک می‌باشد.

۴. باید به منظور ایجاد انسجام در فرایند انتشار صکوک بانکی، کمیته‌ای مشترک از دو نهاد ناظر بر انتشار این اوراق یعنی بانک مرکزی و سازمان بورس و اوراق بهادار شکل بگیرد. پیشنهاد می‌شود مقررات‌گذاری، حل موانع انتشار صکوک مانند برخی مشکلات مالیاتی و اعطای مجوز انتشار بر عهده این کمیته مشترک و نظارت بر عهده سازمان بورس و اوراق بهادار باشد.

راهکارهای ناظر به چالش‌های فرهنگی

۱. از کمبودهای بازارهای مالی در ایران خصوصاً بازار اوراق درآمد ثابت، ضعف فرهنگ سرمایه‌گذاری است. عموم مردم با انواع ابزارهای سرمایه‌گذاری آشنایی ندارند و حتی در بسیاری از موارد علی‌رغم سود بالاتر صکوک، در این ابزار سرمایه‌گذاری نمی‌شود. ضروری است نهادهایی مانند بانک مرکزی و سازمان بورس با همکاری نهادهای آموزشی و رسانه‌ای مانند صداوسیما، برنامه‌های جامعی برای ارتقای فرهنگ سرمایه‌گذاری عمومی تدوین کنند.

۲. ضروری است تلاش شود، سواد مالی سرمایه‌گذاری در ایران توسعه یابد که این امر بر عهده نهادهای نظارتی مانند سازمان بورس و بانک مرکزی می‌باشد. یکی از عواملی که سطح سواد مالی را در کشور تضعیف کرده است، عدم پایبندی نهادهای نظارتی به سازوکار نظارتی و حمایتی خود است؛ برای مثال در مواردی که برخی نهادها یا شرکت‌ها با ریسک‌هایی مانند ریسک ورشکستگی مواجه شده‌اند، نهادهای نظارتی حمایت بی‌قیدوشرطی را انجام داده‌اند، در نتیجه ذهن سرمایه‌گذاران با مفهوم ریسک آشنا نیست و بین ابزارها و نهادهای مختلف تفاوتی در نظر نمی‌گیرند. پیشنهاد می‌گردد نهادهای نظارتی ضمن تجدیدنظر در فرایندهای نظارتی و حمایتی خود، با ایجاد مقرراتی، زمینه ارتقای سطح سواد مالی سرمایه‌گذاران را فراهم کنند که برای مثال می‌توان به اعطای برخی معافیت‌های قانونی و مالیاتی برای نهادهای مالی به میزان فعالیت‌های آموزشی آنان و یا الزام سرمایه‌گذاران به شرکت در دوره‌های آموزشی کوتاه‌مدت اشاره داشت.

۳. حسب فقدان آشنایی کافی در نظام بانکی با ابزارهای بازار سرمایه، بانک مرکزی به عنوان یکی از نهادهای ناظر بر انتشار صکوک بانکی می‌تواند با برگزاری کارگاه‌ها و دوره‌های آموزشی، مدیران بانکی را با قابلیت‌های انواع صکوک آشنا و زمینه افزایش تمایل به انتشار اوراق را فراهم آورد. مدیران باید با مزایای انتشار صکوک مانند افزایش درجه نقدشوندگی دارایی‌های بانک و کاهش ریسک نقدینگی بانک آشنا شوند.

راهکارهای ناظر به چالش‌های اقتصادی در سطح خرد

۱. مسئله اصلی مرتبط با چالش‌های این سطح نرخ بالای تأمین مالی از طریق انتشار اوراق است. با توجه به راهکارهای مطرح‌شده در چالش‌های قبلی باید گفت، ایجاد ساختار بازار صکوک رقابتی که در آن رتبه‌بندی اعتباری اوراق و بانک‌ها سبب حذف رکن ضامن، کاهش هزینه آن و ایجاد طیف گسترده‌ای از اوراق با ریسک و بازده مختلف می‌شود، هزینه تأمین مالی برای بانک‌های معتبر را کاهش خواهد داد.

وقتی هزینه مؤثر تأمین مالی از طریق اوراق بدهی کاهش یابد تمایل بانک‌ها به تأمین مالی از این طریق افزایش و امکان وقوع کژگزینی و مخاطره اخلاقی کاهش خواهد یافت.

راهکارهای ناظر به چالش‌های حوزه رقابت

۱. نهادهای نظارتی نباید اقدام به تعیین نرخ کوپن اوراق کنند و باید تا حد امکان تعیین نرخ را به عرضه و تقاضای میان ناشران و سرمایه‌گذاران واگذار کنند. این اتفاق در کنار گسترش تعداد و انواع صکوک، برای سرمایه‌گذاران ایجاد جذابیت می‌کند. کاهش هزینه‌های ارکان انتشار صکوک نیز می‌تواند بر جذابیت این ابزار به منظور تأمین مالی بیفزاید.

۲. به منظور تناسب صکوک با صنایع مختلف باید با توجه به مختصات و ویژگی‌های صنایع مختلف دستورالعمل‌های انتشار اوراق تغییر یافته و تمایزاتی در ویژگی‌های اوراق ایجاد شود؛ برای مثال فرایند اخذ مجوز صکوک اجاره برای شرکت‌های بانکی با شرکت‌های صنعتی متفاوت باشد. در خود شبکه بانکی نیز متناسب با ویژگی‌ها و نیازهای مالی هر بانک باید دستورالعمل‌های انتشار اوراق مورد بازبینی قرار گیرند.

راهکارهای ناظر به چالش‌های کلان اقتصادی در سطح نظام بانکی

۱. بانک مرکزی به عنوان نهاد ناظر بر فعالیت بانک‌های تجاری باید استمهال تسهیلات بانکی را به حداقل ممکن کاهش داده و آن را فقط منحصر به موارد ضروری کند. این کار علاوه بر بهبود وضعیت ترازنامه‌ای و کیفیت دارایی‌های بانک‌ها از بروز کژکارکردی در نظام بانکی و از بین رفتن کارکرد سایر ابزارها مانند صکوک جلوگیری می‌کند.

۲. در سال‌های گذشته عدم نظارت بر سود بانکی سبب سلب کارایی از سایر ابزارهای تجهیز منابع شده است. بانک مرکزی باید به منظور نظارت بر نرخ سود پرداختی بانک‌ها و مؤسسات اعتباری و برخورد با نهادهایی که نرخ‌های مصنوعی ایجاد و

ریسک نرخ‌های بالا را بر همه سیستم بانکی تحمیل می‌کنند، در جهت افزایش توانمندی و کارایی سامانه‌های نظارتی گام بردارد.

جمع‌بندی و نتیجه‌گیری

تجهیز منابع بانک‌ها همواره یکی از مباحث مهم بازار پول بوده و یکی از متداول‌ترین راه‌ها برای تجهیز منابع، تبدیل به اوراق بهادار کردن دارایی‌هاست. به دلیل ماهیت ربوی اوراق قرضه، باید از جایگزین‌های آن که مطابق با ضوابط شرعی و قانونی باشد، استفاده کرد. اوراق بهادار اسلامی (صکوک) مناسب‌ترین جایگزین برای تأمین منابع می‌باشد. اگر آمار انتشار صکوک بانکی را بررسی کنیم، تنها سه مورد تجهیز منابع از این طریق وجود دارد؛ در حالی که بانک‌ها می‌توانند با حضور در بازار صکوک رقابتی به تجهیز منابع بپردازند. همین مسئله ضرورت بررسی علل عدم تمایل بانک‌ها برای تجهیز منابع از طریق این ابزار را آشکار می‌سازد. در پژوهش حاضر، سعی بر آن شده است که در گام نخست منابع کتابخانه‌ای در راستای شناسایی ابعاد مختلف چالش‌های صکوک بانکی مطالعه شوند. در گام بعد، پس از مصاحبه با خبرگان حوزه تأمین مالی، چالش‌های جدید با استفاده از روش تحلیل مضمون بررسی شدند. یافته‌های حاصل نشان داد وجود مراحل اضافی در فرایند انتشار صکوک، طولانی بودن فرایند انتشار اوراق و زمان دستیابی به منابع، اختلاف دو نهاد ناظر انتشار صکوک بانکی، بالابودن هزینه انتشار اوراق و اثر سوء سایر ابزارها بر صکوک از جمله مهم‌ترین مضامین پایه‌ای بودند که ذیل شش مضمون سازمان‌دهنده یعنی چالش‌های قانونی، عملیاتی، فرهنگی، رقابتی و اقتصادی در سطوح خرد و کلان در سطح نظام بانکی طبقه‌بندی شدند. نتایج این پژوهش نشان می‌دهد، ایجاد ساختار بازار صکوک رقابتی به گونه‌ای که تعداد بالایی از صکوک مختلف با کیفیت‌های اعتباری و بازده‌های متفاوت وجود داشته باشند، می‌تواند نقش جدی در کاهش هزینه تجهیز منابع، بهبود فرایند واسطه‌گری بانک‌ها داشته باشد؛ هرچند بازار صکوک رقابتی احتیاج به فراهم کردن زیرساخت‌هایی دارد که به‌طور خلاصه عبارت‌اند از:

۱. بازبینی در دستورالعمل‌های انتشار صکوک با توجه به پرتفوی دارایی همه بانک‌ها و متناسب با ویژگی‌های شرکت‌های بانکی؛

۲. حذف فرایندهای نظارتی موازی با اعطای نقش نظارت به سازمان بورس و تدوین سازوکار تعامل ناشران و نهاد ناظر؛
۳. حذف رکن ضمانت و بازارگردانی و یا محدودیت ضمانت به اصل مبلغ اوراق یا نسبتی از اصل و سود اوراق؛
۴. توسعه فرایند رتبه‌بندی اعتباری اوراق و ناشران؛
۵. تدوین مکانیزم‌های دقیق افشای اطلاعات به منظور کاهش ریسک کل فرایند انتشار
از پذیره‌نویسی تا تسویه بانسی؛
۶. رفع موانع مالیاتی انتشار صکوک؛
۷. افزایش کارایی سامانه‌های نظارتی بانک مرکزی بر فعالیت بانک‌ها و مؤسسات اعتباری در حوزه نرخ سود ابزارهای مختلف تجهیز منابع و صندوق‌های سرمایه‌گذاری بازار پول؛
۸. تدوین قوانین ضدانحصار برای جلوگیری از تبدیل بازار صکوک رقابتی به بازار انحصار چندجانبه یا انحصار کامل.

منابع و مأخذ

۱. اسماعیل زاده، علی و امیری، حمیده؛ «بررسی ابزارهای نوین تأمین مالی و راهکارهای اجرایی نمودن آن در بانک تجارت»؛ فصلنامه علوم اقتصادی، س ۹، ش ۳۱، ۱۳۹۴.
۲. اعتصامی، امیرحسین، مصباحی مقدم، غلامرضا و علی صالح آبادی؛ «امکان سنجی طراحی صکوک بانکی تبدیل شونده به سهام»؛ دوفصلنامه مطالعات اقتصاد اسلامی، ش ۱۴، ۱۳۹۴.
۳. امیرحسینی، زهرا و معصومه قبادی؛ «اوراق بهادارسازی در بازارهای اسلامی در مقایسه با اوراق بهادارسازی در بازارهای عمده دنیا»؛ فصلنامه علمی پژوهشی دانش سرمایه گذاری، س ۵، ش ۱۸، ۱۳۹۵.
۴. جمشیدی، ندا، واعظ برزانی، محمد و بهنام ابراهیمی؛ «تحلیل آثار اقتصاد کلان اوراق بهادارسازی در نظام بانکی جمهوری اسلامی ایران»؛ فصلنامه علمی اقتصاد و بانکداری اسلامی، س ۸، ش ۱، ۱۳۹۵.
۵. رهنمای رودپشتی، فریدون و منصوره غلامرضا؛ «اوراق بهادارسازی و ام‌ها با رویکرد پوشش ریسک اعتباری»؛ فصلنامه علمی پژوهشی دانش سرمایه گذاری، س ۷، ش ۲۵، ۱۳۹۷.
۶. سروش، ابوذر و مجتبی کاوند؛ «ریسک‌های اوراق رهنی اسلامی و برخی راهکارهای پوشش آنها در ایران»؛ فصلنامه علمی پژوهشی جستارهای اقتصادی، س ۸، ش ۱۶، ۱۳۹۰.
۷. سعیدی، علی و مجید کرد؛ «امکان سنجی اقتصادی تبدیل تسهیلات فروش اقساطی به اوراق رهنی (مورد مطالعه: بانک ملی ایران)»؛ فصلنامه علمی پژوهشی اقتصاد اسلامی، س ۹، ش ۳۶، ۱۳۸۹.
۸. صالحی، زهره، واعظ برزانی، محمد و مهدی طغیانی دولت آبادی؛ «اوراق بهادارسازی در بانکداری اسلامی»؛ فصلنامه علمی اقتصاد و بانکداری اسلامی، ش ۳۱، ۱۳۹۹.
۹. کمالی، یحیی؛ «روش‌شناسی تحلیل مضمون و کاربرد آن در مطالعات سیاست‌گذاری عمومی»؛ سیاست‌گذاری عمومی، س ۴، ش ۲، ۱۳۹۷.
۱۰. کیندوری، امیرحسین و همکاران؛ «مفهوم‌پردازی توسعه برنامه‌های میان‌رشته‌ای از منظر پیچیدگی سیستم دانشگاهی»؛ مطالعات برنامه‌ریزی آموزشی، ش ۱، ۱۳۹۱.
۱۱. موسویان، سیدعباس، فریدی و ثوق، بلال و علی فرهادیان؛ «اوراق بهادار (صکوک) بانکی تبدیل تسهیلات بانکی به اوراق بهادار در بانکداری بدون ربا»؛ تحقیقات مالی اسلامی، س ۱، ش ۱، ۱۳۹۰.

۱۲. _____؛ «شناخت و رتبه‌بندی ریسک‌های ابزارهای مالی اسلامی (صکوک)»؛ اندیشه مدیریت راهبردی، ش ۱۳، ۱۳۹۲.
۱۳. موسویان، سیدعباس و اکبر کشاورزبان پیوستی؛ «آسیب‌شناسی انتشار صکوک اجاره در بانک‌های ایران: مطالعه موردی بانک سپه»؛ پژوهش‌ها و سیاست‌های اقتصادی، س ۲۲، ش ۶۹، ۱۳۹۳.
۱۴. نظرپور، محمدنقی، کیاالحسینی، سیدضیاءالدین و میثم حقیقی؛ «چگونگی ارتباط بانک‌ها با بازار سرمایه در چارچوب نظام بانکداری بدون ربا»؛ دو فصلنامه جستارهای اقتصادی ایران، ش ۱۹، ۱۳۹۲.
۱۵. یوسفی دیندارلو، مجتبی و محمدعلی شهسواری؛ «پیشنهاد یک الگوی بانکداری مبتنی بر صکوک در چارچوب قانون عملیات بانکی بدون ربا»؛ جستارهای اقتصادی، ش ۲۷، ۱۳۹۵.
16. Braun, Virginia & Victoria Clarke; "Using Thematic Analysis in Psychology"; **Qualitative Research in Psychology**, Vol.3, No.2, 2006.
17. King, N. and Horrocks, C.; **Interviews in qualitative research**; London: Sage, 2010.
18. Mishkin, Frederic S.; **The Economics of Money, Banking and Financial Markets**; USA, Boston: Pearson, 2016.