

**بررسی فرآیند انتشار اوراق رهنی
و چگونگی به کارگیری آن، راهکاری نوین
به منظور تأمین نقدینگی بانکها**

شهرزاد فرجی *

پریسا رفیعی شمس آبادی * *

* کارشناس ارشد اداره تحقیقات و کنترل ریسک بانک سپه

* * کارشناس ارشد اداره تحقیقات و کنترل ریسک بانک سپه

فهرست مطالب

صفحه	عنوان
۱۸۷	چکیده.....
۱۸۸	مقدمه.....
۱۹۰	۱- تأمین مالی و روش‌های آن.....
۱۹۱	۲- تبدیل دارایی‌ها به اوراق بهادار.....
۱۹۲	۳- اهداف کلی از انتشار اوراق بهادار.....
۱۹۳	۴- اوراق بهادار با پشتوانه تسهیلات رهنی.....
۱۹۳	۵- صکوک و اوراق رهنی.....
۱۹۴	۱-۵- انواع صکوک.....
۱۹۶	۲-۵- ارکان اوراق رهنی.....
۱۹۸	۶- تجربه انتشار صکوک در کشورهای دیگر.....
۲۰۰	۷- خصوصیات دارایی‌های قابل تبدیل به اوراق بهادار.....
۲۰۰	۸- فرآیند تبدیل دارایی‌ها به اوراق رهنی.....
۲۰۳	۹- بررسی انتشار اوراق رهنی در قالب صکوک مباحه رهنی.....
۲۰۴	۱۰- بررسی انتشار اوراق رهنی در قالب اوراق اجاره رهنی.....
۲۰۵	۱۱- فواید استفاده از اوراق رهنی برای بانک‌ها.....
۲۰۷	۱۲- موانع و مشکلات اجرای اوراق رهنی در بانک‌ها.....
۲۰۸	۱۳- ارائه مدل عملیاتی تبدیل تسهیلات فروش اقساطی بانک سپه به اوراق رهنی.....
۲۱۱	۱۴- روش متغیرهای تحقیق.....
۲۱۳	۱۵- تجزیه و تحلیل داده‌ها.....
۲۱۵	۱۶- نتایج و دست‌آوردهای تحقیق.....
۲۱۸	۱۷- پیشنهادها.....
۲۱۹	کتاب‌نامه.....
۲۲۱	پیوست‌ها.....

فهرست جدول‌ها و نمودارها

عنوان

صفحه

الف: جدول‌ها

۲۱۲	جدول شماره ۱- معرفی متغیرهای تحقیق و تعاریف آن‌ها
۲۲۱	جدول پیوست ۱- تخمین رگرسیون تابع سرمایه‌گذاری
۲۲۲	جدول پیوست ۲- محاسبه خرید دارایی (تسهیلات فروش اقساطی) از بانک سپه

ب: نمودارها

۲۰۱	نمودار ۱- فرآیند کلی تبدیل دارایی‌های بانک به اوراق بهادار
۲۰۳	نمودار ۲- خلاصه بازار اولیه و ثانویه اوراق مرابحه رهنی
۲۰۵	نمودار ۳- خلاصه بازار اولیه و ثانویه اوراق اجاره به شرط تملیک

چکیده

در این مقاله، ضمن بیان اهمیت موضوع تأمین مالی بانک‌ها، انواع روش‌های تأمین مالی در نظام بانکی شرح داده می‌شود و سپس روش تبدیل به اوراق بهادار کردن دارایی‌ها به‌عنوان یکی از راهکارهای اصلی تأمین مالی معرفی خواهد شد. از جمله رایج‌ترین روش‌های تبدیل به اوراق بهادار کردن دارایی‌ها در بانکداری اسلامی استفاده از ابزار صکوک است. در ادامه، ضمن بیان تجربه کشورهای اسلامی در استفاده از ابزار صکوک، با معرفی انواع صکوک به بررسی صکوک اجاره و صکوک مرابحه، در راستای شناسایی اوراق رهنی پرداخته شده است. از آنجایی که موضوع اصلی این مقاله، بررسی ابزار اوراق رهنی، فرآیند طراحی اوراق رهنی و ارکان فعال در آن، به تفصیل مطرح شده است. سپس مدلی عملیاتی به‌منظور تبدیل تسهیلات فروش اقساطی در قالب عقد مرابحه به اوراق رهنی در بانک سپه معرفی شده است. در ادامه مقاله، فواید و محدودیت‌های استفاده از ابزار اوراق رهنی در بانک‌ها بیان شده و سرانجام با معرفی چند کشور اروپایی، آثار استفاده از اوراق بهادار رهنی بر روی متغیرهای اقتصادی از طریق رگرسیون با استفاده از روش اقتصادسنجی و نرم افزار Eviews برآورد شده است.

کلمات کلیدی: ابزارهای نوین تأمین مالی، مدیریت نقدینگی، صکوک، اوراق رهنی.

مقدمه

بازار مالی ایران، با قابلیت‌های زیادی روبه‌رو بوده و همواره در حال گسترش است. یکی از ویژگی‌های کلیدی این بازار تغییرات مستمر و مداوم طراحی الگوها و ابزارهای نوین تأمین مالی و مدیریت ریسک در نظام بانکداری اسلامی کشور است. از جمله ابزارهای توسعه این بازار، طراحی نظامی است که بتوان ابزارهای مالی نوین را در آن اجرا و به کمک آن‌ها آینده روشنی را برای بازار مالی کشور ترسیم کرد.

بازار پول و بازار سرمایه از ارکان اصلی بازار مالی در کشور هستند. بانک در جایگاه یکی از مهم‌ترین نهادهای بازار پول، نقشی انکارناپذیر در تأمین مالی طرح‌های صنعتی، تولیدی و ساختمانی دارد. در حال حاضر، بروز مجموعه‌ای از مشکلات در اقتصاد و نظام بانکی از جمله افزایش تقاضا برای تسهیلات به دلیل ارزان بودن آن‌ها در بانک‌های دولتی، وجود شکاف زمانی در سررسید سپرده‌ها و تسهیلات، اعمال سیاست‌های تکلیفی و عدم بازپرداخت تسهیلات از سوی مشتریان و افزایش مطالبات معوق بانک‌ها موجب شده از یک سو بانک‌ها و از سوی دیگر بنگاه‌های اقتصادی که نقش اساسی در سرمایه‌گذاری و به تبع آن ایجاد تولید ملی کنونی و آینده اقتصاد را برعهده دارند، با مشکل کمبود نقدینگی مواجه شوند که این امر باعث ناتمام ماندن بسیاری از پروژه‌ها شده است. به منظور برون رفت از این معضل، لزوم استفاده از ابزارهای نوین تأمین مالی و اجرای آن در بانکداری اسلامی ایران به منظور مدیریت نقدینگی امری ضروری است. ابزارهای اصلی سیاست پولی در بانکداری ربوی عبارتند از: عملیات بازار باز، نرخ سپرده قانونی و نرخ تنزیل دوباره. در ماده ۲۰ از فصل چهارم قانون عملیات بانکی بدون ربا، ابزارهای دخالتی و نظارتی در امور بانکی ذکر شده‌اند که تمام آن‌ها کیفی هستند. در نظام بانکی کشور، بانک مرکزی ج.ا.ی. در استفاده از ابزارهای کمی نرخ تنزیل دوباره و بازار باز تا حدودی محروم مانده است و اغلب از ابزار کمی نرخ سپرده قانونی استفاده می‌کند. در ویرایش پنجم قانون عملیات بانکی بدون ربا، قانون پیشنهادی تغییرات نرخ تنزیل دوباره و نیز عملیات بازار باز با استفاده از ابزار صکوک پیش‌بینی شده است.

اوراق رهنی که نوعی صکوک بوده، یک شیوه جدید تأمین مالی برای مؤسسات مالی در کشور محسوب می‌شود که در مقایسه با دیگر روش‌های تأمین مالی^۱ هزینه کمتری را به مؤسسات مالی

^۱ از دیگر روش‌های تأمین مالی بانک‌ها، اضافه برداشت از حساب بانک نزد بانک مرکزی بوده که منجر به تحمیل جریمه‌ای معادل ۳۴ درصد به بانک‌ها می‌شود.

و در نتیجه اقتصاد کشور تحمیل می‌کند. از دیگر مزایای استفاده از این ابزار نوین، کاهش ریسک‌های فراروی نظام بانکی از جمله ریسک اعتباری، نقدینگی و بازار و کمک به بهبود نسبت کفایت سرمایه در جهت افزایش نقدینگی بانک‌ها و به تبع آن رفع مشکل سرمایه در گردش مؤسسات اقتصادی و کمک به تکمیل پروژه‌های ناتمام است.

الف- بیان مسئله

از جمله عوامل مهم و کلیدی در رشد اقتصادی کشورهای در حال توسعه، تشکیل سرمایه به‌منظور تأمین مالی فعالیت‌های اقتصادی مؤثر است. یکی از سیاست‌های کلی لایحه برنامه پنجم توسعه، تحقق رشد مستمر و پرشتاب اقتصادی به میزان حداقل ۸ درصد نرخ رشد سالانه تولید ناخالص داخلی است. یکی از پیش شرط‌های تحقق اهداف متعالی سند چشم‌انداز بخش مالی در قالب بسته‌های سیاستی لایحه برنامه پنجم توسعه، طراحی "استراتژی توسعه نظام مالی و تأمین مالی کشور" است که در چارچوب آن بتوان نقش بانک‌ها، واسطه‌های مالی و سایر نهادها و ابزارهای مالی را برای نیل به رشد غیر تورمی متناسب با اهداف سند چشم‌انداز ۲۰ ساله تبیین کرد. بانک‌ها، به‌عنوان پلی میان سپرده‌گذاران و تسهیلات‌گیرندگان، نقشی انکارناپذیر در تشکیل سرمایه و در نتیجه رشد نظام اقتصادی دارند. در راستای این مهم، مسئله تأمین نقدینگی برای بانک‌ها اهمیت فراوانی دارد. بانک‌ها به‌منظور جذب نقدینگی از روش‌های متعددی استفاده می‌کنند که اکثر آن‌ها مستلزم صرف هزینه است. تأمین مالی از طریق بانک مرکزی و نظام بین بانکی و استفاده از سپرده‌های سرمایه‌گذاری بلندمدت، کوتاه‌مدت، دیداری، قرض‌الحسنه از جمله این روش‌ها هستند. بالا بودن نرخ تأمین مالی و طولانی‌بودن مدت زمان لازم برای گردآوری نقدینگی موردنظر و همچنین موضوع رقابت و کسب موفقیت در بازارهای داخلی و بین‌المللی و لزوم داشتن سهم بازار مناسب موجب شده است تا بانک‌ها به ابزارهای نوین مدیریت نقدینگی توجه بیشتری کنند. یکی از این ابزارهای نوین تأمین نقدینگی، تبدیل دارایی‌ها به اوراق بهادار است.

ب- قلمرو تحقیق

این پژوهش از اطلاعات سه سال ۲۰۰۸-۲۰۰۶ که سال‌های بحران در کشورهای اروپایی بوده به‌عنوان قلمرو زمانی استفاده کرده است. قلمرو مکانی تحقیق حاضر، کشورهای اروپایی فرانسه، بلژیک، انگلستان، دانمارک، پرتغال، ایتالیا، یونان و سوئد را شامل می‌شود. از جهت قلمرو

موضوعی، تحقیق حاضر به بررسی انتشار اوراق بهادار با پشتوانه تسهیلات رهنی^۱ بر میزان سرمایه‌گذاری در کشورهای دارای این ابزار مالی می‌پردازد.

ج- هدف تحقیق

معرفی روشی جدید و نوین تحت عنوان انتشار اوراق رهنی برای تأمین مالی و افزایش نقدینگی و اصلاح ساختار ترازنامه بانک‌ها بر پایه اصول و موازین حاکم و بیان آثار استفاده از این ابزار بر میزان سرمایه‌گذاری و تولید در کشور و همچنین بررسی مزایا و محدودیت‌های استفاده از این ابزار از جمله اهداف تحقیق هستند.

د- فرضیه تحقیق

الف- تأمین نقدینگی بانک‌ها از طریق تنزیل تسهیلات فروش اقساطی به شرکت‌های واسط صرفه اقتصادی دارد.

ب- رابطه معنادار و مستقیم بین حجم اسمی^۲ اوراق بهادار با پشتوانه تسهیلات رهنی (MBSها) و سرمایه‌گذاری وجود دارد.

ج- میزان سرمایه‌گذاری عمدتاً وابسته به حجم اسمی اوراق بهادار با پشتوانه تسهیلات رهنی، نرخ بهره و تولید ناخالص داخلی و سرمایه‌گذاری سال قبل است.

ه- مشکلات و تنگناهای تحقیق

الف- نبود اطلاعات در کشورهای اسلامی دارای ابزار مالی صکوک

ب - منحصربودن اطلاعات به سال‌های اوج بحران در کشورهای مورد بررسی

ج - نبود منابع کافی به زبان فارسی در ارتباط با موضوع تحقیق

۱- تأمین مالی و روش‌های آن

چگونگی تأمین نقدینگی در هر کشور به میزان توسعه‌یافتگی آن کشور بستگی دارد. اگرچه ساختار اصلی ابزارهای تأمین نقدینگی با سرعت کمی دچار تغییر و تحول می‌شوند، لیکن هر ابزار با توجه به وضعیت بانک و شرایط کشور می‌تواند به اشکال مختلف اعمال شود.

^۱ MBS: Mortgage Baked Securities

^۲ حاصل ضرب حجم MBSها در قیمت آن‌ها را اصطلاحاً حجم اسمی MBSها گویند.

ابزارهای تأمین مالی رایج در جهان را می‌توان به دو دسته تقسیم کرد: دسته نخست ابزار مشتقه^۱ است که شامل قرارداد سلف (فوروارد)^۲، اسناد مالی آتی (یا پیمان آتی)^۳، قرارداد اختیار معامله^۴، قرارداد تاخت یا تعویضی هستند و دومین دسته استفاده از روش تبدیل دارایی به اوراق بهادار است.

از ابزارهای تأمین نقدینگی در ایران که مطابق با شرع اسلام هستند، می‌توان به گواهی سپرده، استقراض از بانک مرکزی، اوراق مشارکت، بازار بین بانکی و ... اشاره کرد. به‌منظور تنوع بخشیدن به ابزارهای تأمین نقدینگی بانک‌ها می‌توان از ابزار اوراق رهنی در راستای فرآیند اوراق بهادار کردن دارایی‌ها استفاده کرد. در تحقیق حاضر تلاش شده که ابزار مذکور و راهکارهای اجرای آن در کشور معرفی شود.

۲- تبدیل دارایی‌ها به اوراق بهادار

تبدیل دارایی‌ها به اوراق بهادار، ساز و کاری است که به‌وسیله آن دارایی‌ها به وجه نقد تبدیل می‌شوند. بنا به تعریف، تبدیل دارایی‌ها به اوراق بهادار فرآیند سازمان یافته‌ای است که به‌موجب آن منافع تسهیلات و دیگر مطالبات تعهد شده، به اوراق بهادار قابل معامله تبدیل می‌شوند. به‌عبارت دیگر، تبدیل به اوراق بهادار کردن دارایی‌ها، روشی است که در آن یک شرکت اقدام به فروش دارایی‌های مالی خود به یک شخصیت حقوقی جدید کرده و آن شخصیت حقوقی نیز برای تأمین مالی خرید انجام شده، اقدام به انتشار اوراق بهادار می‌کند. براساس این روش، برخی از دارایی‌ها که به‌صورت سنتی جزیی از ترازنامه محسوب می‌شوند تبدیل به اوراق بهادار قابل معامله شده و به خارج از ترازنامه منتقل می‌شوند.

در نظام مالی متعارف، هر دارایی با درآمد ثابت (یا نسبتاً ثابت) نظیر اوراق بهادار دولتی، مطالبات ناشی از تسهیلات تجاری، تسهیلات رهنی مسکن، تسهیلات رهنی بازرگانی، حساب‌های دریافتی، تسهیلات دانشجویی، مطالبات مربوط به اجاره‌های بلندمدت و ... می‌توانند به اوراق بهادار تبدیل شوند.

¹ Derivatives

² Forward Contracts

³ Future Contracts

⁴ Option Contracts

لیکن در نظام مالی اسلامی (غیرمتعارف) همانند ایران، تنها برخی از انواع تسهیلات اعطا شده، از قبیل عقود اجاره به شرط تملیک و فروش اقساطی قابل تبدیل به اوراق بهادار است.

۳- اهداف کلی از انتشار اوراق بهادار

الف- هدف تأمین سرمایه

سازمان یا مؤسسه‌ای که برای اجرای طرح‌های اقتصادی خود نیاز به سرمایه دارد، می‌تواند با انتشار اوراق بهادار متناسب با ماهیت اقتصادی طرح، اقدام به گردآوری سرمایه مورد نیاز کند. بدیهی است که دارندگان اوراق که در واقع سرمایه‌گذاران هستند، به‌طور مشاع و به‌میزان سرمایه خود مالک سود و زیان حاصله هستند.

ب- هدف تأمین نقدینگی

سازمان یا مؤسسه‌ای که نیاز به نقدینگی دارد، از یک مؤسسه واسطه که ناشر اوراق است، استفاده می‌کند. این شرکت برای خرید دارایی‌های سازمان مذکور، اوراق مشارکت منتشر می‌کند. مؤسسه ناشر پس از گردآوری وجوه اقدام به خرید این دارایی‌ها می‌کند و آن‌ها را طی عقد اجاره به شرط تملیک به مالک اولیه اجاره می‌دهد. در اینجا علاوه بر تأمین نقدینگی و کاهش ریسک نقدینگی سازمانی که نیاز به وجوه نقد داشته، منافع خریداران اوراق نیز از طریق دریافت اجاره بهای دارایی‌های مربوطه تأمین می‌شود.

ج- هدف تبدیل دارایی به اوراق بهادار

بر این اساس یک سازمان دارایی خود را به انحاء مختلف، مثلاً فروش اقساطی یا اجاره به شرط تملیک و یا خرید دین به شرکت واسطه^۱ که بعداً توضیح داده خواهد شد، واگذار می‌کند. شرکت واسطه با انتشار اوراق بهادار اقدام به گردآوری وجوه کرده و این قبیل دارایی‌ها را از بانی خریداری می‌کند. این امر موجب انتقال ریسک اعتباری از مؤسسات دارنده دارایی به شرکت واسطه می‌شود.

^۱ SPV: Special Purpose Vehicle

۴- اوراق بهادار با پشتوانه تسهیلات رهنی

پس از جنگ جهانی دوم با افزایش تقاضای خرید مسکن، بانکها و مؤسسات مالی و اعتباری در آمریکا و برخی از کشورهای اروپایی، با تقاضای زیادی برای تسهیلات مسکن مواجه شدند. از این رو کوشش فراوانی صورت گرفت تا منابع مالی بیشتری جذب شود و از این محل تسهیلات بیشتری نیز اعطا شود. در آن زمان تأمین مالی این تسهیلات عموماً از محل سپرده‌ها بود. از این رو بانکها (به‌ویژه بانکهای آمریکایی) برای تأمین مالی به بازار سرمایه و بازار رهن ثانویه رو آوردند و از ابزارهای مالی جدید به‌منظور تأمین مالی استفاده کردند. اوراق بهادار با پشتوانه تسهیلات رهنی که براساس تسهیلات رهنی منتشر می‌شدند، یکی از مهم‌ترین این ابزارها بودند. تسهیلات رهنی به تسهیلاتی اطلاق می‌شود که بانک در برابر اعطای تسهیلات به متقاضی (گیرنده تسهیلات)، سند دارایی را در رهن خود قرار داده است. با گسترش استفاده از ابزار اوراق بهادار با پشتوانه تسهیلات رهنی، این اوراق در بازار دیگری مورد داد و ستد قرار گرفت که به بازار مذکور، بازار رهن ثانویه گفته می‌شود. ایجاد بازار رهن ثانویه سبب شد بازار رهن اولیه یعنی تسهیلات دهی بلندمدت نیز به نوبه خود گسترش یابد و تأمین مالی بخش مسکن راحت‌تر انجام پذیرد. در حقیقت بازار رهن ثانویه ابزاری شد تا بانک بتواند به‌وسیله آن منابعی که صرف اعطای تسهیلات مسکن کرده است را آزاد کند و به وجه نقد تبدیل نماید و از این طریق قدرت تسهیلات‌دهی خود را در بخش مسکن افزایش دهد.

۵- صکوک و اوراق رهنی

صکوک، گواهی‌هایی با ارزش اسمی یکسان است که پس از اتمام عملیات پذیره‌نویسی بیانگر پرداخت مبلغ اسمی مندرج در آن توسط خریدار به ناشر است و دارنده آن مالک یک مجموعه‌ای از دارایی و یا ذی‌نفع یک پروژه با فعالیت سرمایه‌گذاری خاص می‌شود. انواع آن صکوک اجاره، سلم، مرابحه، مشارکت و ... است.

اوراق رهنی اوراقی هستند که به‌منظور مشارکت در خرید تسهیلات رهنی توسط ناشر منتشر می‌شود. تسهیلات رهنی نیز عبارت است از تسهیلات بانکی مبتنی بر دارایی عینی با سررسید بیش از یک‌سال که به‌منظور خرید زمین و ساختمان اعطا شده است. (سازمان بورس و اوراق بهادار، ۱۳۸۷). فرآیند انتشار اوراق رهنی در قالب صکوک مرابحه (فروش اقساطی) و صکوک (اجاره به شرط تملیک) انجام می‌شود. تا آذر ماه سال ۱۳۸۸ به علت اینکه به اوراق بهادار جدید مثل اوراق

رهنی و اوراق اجاره که در بورس معامله می‌شدند، مالیات تعلق می‌گرفت و با توجه به اینکه براساس بند ۵ ماده ۱۴۵ قانون مالیات‌های مستقیم، سود و جوایز متعلق به اوراق مشارکت از مالیات معاف است، برای حل مسائل مالیاتی به‌منظور استفاده از این ابزار از قانون اوراق مشارکت استفاده می‌شد، لیکن از آذر ماه سال ۱۳۸۸ نام اوراق مشارکت رهنی جای خود را به اوراق رهنی داده است، چرا که براساس این قانون بعضی از ابزارها از جمله اوراق رهنی از مالیات نقل و انتقال معاف شده و به کارمزدهای بورس کالا و اوراق بهادار مالیات بر ارزش افزوده تعلق نمی‌گیرد.

۱-۵- انواع صکوک

"سازمان حسابرسی و بازرسی نهادهای مالی اسلامی" انواع مختلفی برای "صکوک سرمایه‌گذاری" ارائه می‌دهد.

- صکوک اجاره
- صکوک مالکیت دارایی‌هایی که در آینده ساخته می‌شود
- صکوک مالکیت منافع دارایی‌های موجود
- صکوک مالکیت منافع دارایی‌هایی که در آینده ساخته می‌شود
- صکوک سلم
- صکوک استصناع
- صکوک مرابحه
- صکوک مشارکت
- صکوک مضاربه
- صکوک نماینده سرمایه‌گذاری
- صکوک مزارعه
- صکوک مساقات
- صکوک ارائه خدمات
- صکوک حق امتیاز

از بین صکوک ذکر شده فقط استفاده از صکوک اجاره، سلم و استصناع و تاحدی صکوک مشارکت، مزابحه و مضاربه معمول است. به این علت، در بین انواع صکوک، به توضیح مختصری در مورد ۶ نوع از صکوک که کاربرد بیشتری دارند، پرداخته می‌شود.

اول- صکوک اجاره

صکوک اجاره، نوعی سرمایه‌گذاری است که بیانگر مالکیت واحدهای سرمایه‌گذاری با ارزش برابر از دارایی‌های با تسهیلات فیزیکی هستند که به یک قرارداد اجاره، آن‌طور که در شرع تعریف شده است، پیوند خورده‌اند. در میان محصولات مالی اسلامی، صکوک اجاره محصولی متمایز به شمار می‌رود که محبوبیت زیادی بین سرمایه‌گذاری مسلمان به‌دست آورده است.

دوم- صکوک سلم (سلف)

در صکوک سلم، فروشنده بهای کالا را پیشاپیش به صورت نقد دریافت می‌کند و در مقابل تعهد می‌کند که کالای مشخص را در تاریخ معینی در آینده به خریدار تحویل دهد. صکوک سلم، بعد از صکوک اجاره بیشترین حجم انتشار صکوک را به خود اختصاص داده است. صکوک سلم، این امکان را فراهم می‌کند تا در یک بستر اسلامی، امکان پوشش ریسک فراهم شود.

سوم- صکوک استصناع

ماهیت صکوک استصناع مانند اوراق صکوک سلم است. با این تفاوت که صکوک استصناع مورد استفاده اشخاص فعال در زمینه ساخت ساختمان و کارخانه‌داران است و آن‌ها از طریق اوراق صکوک استصناع، منابع مورد نیاز برای ساخت، تولید و تحویل دارایی در حال ساخت خود را به‌دست می‌آورند. صکوک استصناع، اسناد و گواهی‌های دارای ارزش یکسان هستند و برای تجمیع وجوه لازم برای ساخت کالاهایی استفاده می‌شوند که تحت تملک دارنده صکوک است. ناشر صکوک استصناع، تولیدکننده کالا است. پذیرهنویس آن، خریداران کالا و وجوه گردآوری شده، هزینه ساخت کالا است.

چهارم- صکوک مضاربه

در استاندارد سازمان حسابداری و حسابرسی مؤسسات مالی اسلامی^۱، صکوک مضاربه، بدین صورت تعریف می‌شود: صکوک مضاربه، گواهی‌هایی بوده که نشان‌دهنده انجام پروژه‌ها یا فعالیت‌هایی هستند که براساس قرارداد مضاربه مدیریت می‌شوند و طبق سازوکار، یکی از طرفین به-

^۱ AAOIFI: Accounting and Auditing Organization for Islamic Financial Institutions

عنوان مضارب برای مدیریت عملیات، معرفی می‌شود. این نوع از صکوک برای مشارکت عموم در طرح‌های بزرگ سرمایه‌گذاری کاربرد دارد.

پنجم - صکوک مشارکت

صکوک مشارکت، اسناد و گواهی‌های دارای ارزش یکسان هستند و به‌منظور تجمیع وجوه لازم برای راه‌اندازی طرح‌های جدید، توسعه طرح‌های موجود یا تأمین مالی کسب و کارهای مبتنی بر مشارکت استفاده می‌شوند. دارندگان صکوک به‌میزان سهم خود از مشارکت، مالک طرح یا دارایی‌های آن می‌شوند.

ششم - صکوک مرابحه

صکوک مرابحه، نوعی سرمایه‌گذاری است که بیانگر مالکیت واحدهای سرمایه‌گذاری با ارزش برابر از یک کالای مرابحه بوده و برای تأمین مالی کالای مرابحه منتشر می‌شود. در این نوع از صکوک، مانند صکوک استصناع، ناشر صکوک، فروشنده کالای مرابحه بوده، پذیره‌نویس، خریدار کالا (مالک کالای مرابحه) و وجوه دریافتی نیز هزینه خرید کالا به حساب می‌آید. به اعتقاد فقهای مشهور شیعه در صورت رعایت موازین شریعت، صکوک مرابحه قابل معامله در بازار ثانویه است.

۲-۵- ارکان اوراق رهنی

انتشار اوراق رهنی مستلزم وجود هفت رکن شامل: بانی، واسطه، امین، عامل، ضامن، حسابرس و شرکت تأمین سرمایه است، لیکن در عمل برای انتشار اوراق مذکور بانی می‌تواند نقش عامل و همچنین امین می‌تواند همزمان مسئولیت‌های ضامن را نیز بر عهده گیرد. در این صورت تعداد آن‌ها به ۵ رکن کاهش می‌یابد. در قانون بازار اوراق بهادار مصوب ۱۳۸۴، وظیفه طراحی ابزارهای مالی جدید بر عهده سازمان بورس و اوراق بهادار و وظیفه تصویب آن‌ها نیز بر عهده شورای عالی بورس قرار گرفت. در ادامه به تشریح ارکان مذکور پرداخته می‌شود:

الف - بانی

مؤسسه اعتباری است که مطالبات خود را به ناشر می‌فروشد. لازم به ذکر است مؤسسات اعتباری شامل بانک، لیزینگ، مؤسسه مالی و اعتباری غیربانکی تحت نظارت بانک مرکزی ج.ا. است.

ب- واسط و یا ناشر^۱

شخص حقوقی است که به منظور خرید مطالبات رهنی از بانی و تبدیل آن‌ها به اوراق بهادار به نام خود از سازمان مجوز دریافت می‌کند و فعالیت وی صرفاً محدود به انجام این عملیات و سرمایه‌گذاری‌های مرتبط با عملیات در بازارهای مجاز و مطمئن است.

ج- امین

شخص حقوقی است که با دریافت مجوز از سازمان بورس و اوراق بهادار، به منظور حفظ منافع سرمایه‌گذاران، به کل عملیات نظارت کامل دارد و تمام اسناد مطالبات رهنی، قراردادهای و وثایق مربوطه زیر نظر وی نگهداری می‌شود. امین باید از میان بانک‌ها، مؤسسات مالی و اعتباری غیربانکی تحت نظارت بانک مرکزی ج.ا.ا یا شرکت تأمین سرمایه تحت نظارت سازمان بورس و اوراق بهادار انتخاب شود.

د- عامل

بانک یا مؤسسه مالی و اعتباری غیربانکی تحت نظارت بانک مرکزی است که از طرف ناشر نسبت به دریافت اصل و فرع تسهیلات رهنی که به وسیله گیرندگان تسهیلات پرداخت می‌شود، اقدام می‌کند و همچنین به پرداخت اصل و سود اوراق در سررسیدهای معین براساس قرارداد عاملیت مبادرت می‌ورزد. به عبارت دیگر اشخاصی که پیش از این تسهیلات رهنی دریافت کرده‌اند باید اقساط خود را به عامل پرداخت کنند؛ از سوی دیگر عامل وظیفه دارد در سررسیدهای معین، اصل و سود اوراق رهنی را نیز پرداخت کند، البته چون وظیفه عاملیت را خود بانک (بانی) برعهده دارد، بنابراین گیرندگان تسهیلات (پرداخت‌کنندگان اقساط) و دریافت‌کنندگان سود اوراق رهنی (دارندگان اوراق) با مشکلی روبه‌رو نخواهند شد.

ه- ضامن

منظور از ضامن:

یکم- شخص حقوقی است که مطالبات رهنی^۲ مؤسسه اعتباری (بانک‌ها و یا مؤسسات اعتباری غیربانکی تحت نظارت بانک مرکزی) را در صورت لزوم به نفع ناشر تضمین می‌کند.

دوم- شخص حقوقی است که اصل و سود اوراق را به نفع خریدار تضمین می‌کند.

^۱ SPV

^۱ مطالباتی بلند مدت و دارای وثیقه رهنی، که از جریان وجوه نقد آتی برخوردار است و شامل آن گروه از مطالبات ناشی از اعطای تسهیلات فروش اقساطی و اجاره به شرط تملیک می‌شود، که حداقل از دو سال پیشینه تاریخی و نیز پنج سال سررسید تا انقضای قرارداد در زمان واگذاری برخوردار باشد.

وجود ضامن به اختیار ناشر است، لیکن در صورت نبود ضامن وظیفه‌های آن به امین منتقل می‌شود.

و- حسابرس

شخصی است که توسط امین از میان مؤسسات حسابرسی معتمد سازمان بورس و اوراق بهادار انتخاب و حسابرسی عملیات را برعهده دارد.

ز- شرکت تأمین سرمایه

وظایف شرکت تأمین سرمایه به شرح زیر است:
یکم- برآورد ارزش تسهیلات رهنی و تأیید ارزش دارایی‌های عینی گزارش شده توسط بانای دوم- بررسی نبود مانع یا محدودیت‌های قانونی، قراردادی یا قضایی برای انتقال تسهیلات رهنی، منافع و حقوق ناشی از آن.

۶- تجربه انتشار صکوک در کشورهای دیگر

کشورهایی مثل مالزی، بحرین، قطر و عربستان سعودی، تجربیاتی را در زمینه انتشار صکوک دارند که به شرح زیر توضیح داده می‌شود:

الف- مالزی

در دسامبر سال ۲۰۰۱، شرکت مالی اوراق رهنی مالزی، طرح جدیدی را برای خرید اوراق اجاره به شرط تملیک ارائه کرد. این طرح و نیز دیگر انواع طرح‌های مالی اسلامی که مبتنی بر سرمایه‌گذاری‌های صکوک بوده و توسط بانک RHB ارائه شده، سطح توانایی‌های بالای مالزی را در ارائه انواع محصولات مالی اسلامی نوین، نشان می‌دهد.

مالزی همچنین به انتشار انواع صکوک دولتی^۱ اقدام کرده است. اهداف مالزی از انتشار انواع صکوک دولتی دستیابی به تنوع بیشتر در سرمایه‌گذاری، توسعه ابزارها و عملیات بازارهای باز و نیز نیل به هدف اولیه کشور در توسعه نظام مالی اسلامی مالزی است. همچنین این کشور در اقدامی مهم برای هماهنگ کردن استانداردها و رویه‌های کاری، معادل ۶۰۰ میلیون دلار صکوک دولتی منتشره خود را بر تابلوی بورس اوراق بهادار بحرین قرارداده است.

^۱ در تقسیم‌بندی دیگر صکوک، صکوک دولتی (Sovereign sukuk) در مقابل صکوک شرکتی (Corporate Sukuk) قرار گرفته است.

ب- بحرین

بحرین از طریق توسعه انواع صکوک اجاره و سلم به موقعیت مهمی در سطح بازارهای اسلامی دست یافته است. این اقدام بحرین تجربه‌ای را در راهکارهای تأمین مالی ایجاد کرده و موجب تمایل بیشتر سرمایه‌گذاران نهادی به سرمایه‌گذاری در بازارهای سرمایه اسلامی شده است. نخستین انواع این صکوک در ابتدای سال ۲۰۰۱ میلادی در بحرین منتشر شد. بعد از سال ۲۰۰۱، تنوع حجم و تفاوت‌های ساختاری انتشار صکوک در بازار بحرین نوید بخش پیدایش عرصه‌های جدیدی از رشد و تکامل در صنعت مالی اسلامی بوده است.

در فوریه ۲۰۰۲، مرکز مدیریت نقدینگی اسلامی^۱ در بحرین راه اندازی شد. مرکز امور مالی کویت، بانک اسلامی دویی و بانک اسلامی بحرین هر یک مبلغی در حدود ۲۵ میلیون دلار آمریکا را برای پذیره‌نویسی به این مرکز پرداخت کردند. مرکز نیز انواع دارایی‌های منطبق با دستورات شرع را خریداری کرده و سپس همه آن‌ها را تجمیع کرده است. در ادامه اوراق بهادار بر پایه ارزشی دارایی‌های پایه انتشار یافته و این اوراق در بازارها مورد معامله قرار گرفتند.

ج- قطر

پادشاهی قطر در راستای بهره‌مندی از قابلیت‌های موجود در زمینه به‌کارگیری سرمایه‌گذاری سرمایه‌گذاران جدید، در پروژه‌های کلانی مثل شهر تجهیزات پزشکی حماد، پروژه‌های مرتبط با نفت و گاز و نیز در رابطه با اعتبارات اسنادی صادراتی از ساز و کارهای صکوک دولتی منتفع شده است. صکوک جهانی قطر به ارزش ۷۰۰ میلیون دلار در تاریخ ۱۸ اکتبر سال ۲۰۰۳ میلادی عرضه شد و تاکنون بیشترین حجم انتشار صکوک را به خود اختصاص داده است. در این مورد در سال ۲۰۱۰، اسناد منتشره قابل بازخريد هستند. به‌عبارت دیگر دوره انتشار اوراق ۷ ساله بوده و توزیع سود به صاحبان صکوک دو بار در سال، سهم آوریل و سهم اکتبر انجام می‌شود.

د- عربستان سعودی

در سال‌های اخیر بازار عربستان سعودی در حوزه اوراق خزانه و اوراق قرضه اسلامی بسیار پیچیده‌تر شده است. این مسئله شاید به‌دلیل افزایش بدهی دولت و در نتیجه تلاش‌های صورت گرفته برای یافتن راه‌هایی در مسیر تأمین مالی این بدهی‌ها بوده است. پادشاهی عربستان راه‌های بسیاری را به‌منظور تأمین مالی مورد نیازش به‌کاربرده است. در این راستا استفاده از قراردادهای توافقی برای بازخريد اوراق بهادار^۲ افزایش چشمگیری داشته است. بانک‌های تجاری عربستان سعودی،

^۱ Islamic Liquidity Management Center

^۲ Repurchase Agreement (Repos)

سهم بزرگی در تأمین مالی بدهی‌های دولتی دارند که رقم آن به حدود ۱۰۰ میلیارد ریال سعودی بالغ می‌شود.

۷- خصوصیات دارایی‌های قابل تبدیل به اوراق بهادار

به‌طور معمول هر نوع دارایی با جریان‌های نقدی آتی قابل پیش‌بینی را می‌توان به اوراق بهادار تبدیل کرد. معمولاً این قبیل دارایی‌ها از ویژگی‌های زیر برخوردار هستند:

اول- همگن بودن: یعنی به‌طور استاندارد بتوان آن‌ها را با هم ادغام کرد. برای مثال تسهیلات خرید مسکن که طی عقود اجاره به شرط تملیک و یا فروش اقساطی پرداخت می‌شوند یا کلاً تسهیلات فروش اقساطی در یک بخش در بانک تجاری که موضوع این تحقیق است و به راحتی قابل دسته‌بندی هستند.

دوم- قابلیت تعیین رتبه اعتباری: رتبه اعتباری آن‌ها را بتوان به راحتی تشخیص داده و تفکیک کرد.

سوم- قابلیت تعیین درجه ریسک: درجه ریسک تسهیلات پرداخت شده نیز باید مشخص باشد که با توجه به رتبه اعتباری وام‌گیرنده و ضامنین و راهنین و وجود بیمه‌نامه می‌توان آن را بررسی کرد.

چهارم- قابلیت افزایش رتبه اعتباری: به‌منظور افزایش پذیرش و استقبال عمومی می‌توان درجه اعتبار این دارایی‌ها را افزایش داد. برای مثال به‌وسیله یک بانک یا مؤسسه بیمه، خطر نکول بدهی‌ها را از طرف وام‌گیرنده کاهش داد.

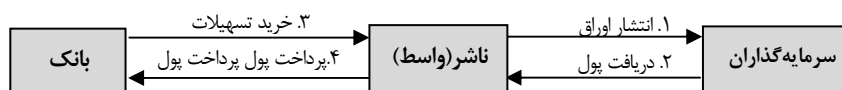
پنجم- قابلیت ارائه اطلاعات: قابلیت ایجاد بانک اطلاعاتی در خصوص آمارهای لازم، به‌ویژه در زمینه انجام پیش‌بینی در مورد احتمال نکول تسهیلات اعطا شده.

۸- فرآیند تبدیل دارایی‌ها به اوراق رهنی

با ذکر یک مثال می‌توان فرآیند تبدیل دارایی‌ها به اوراق رهنی را به‌صورت کلی توضیح داد و سپس به شکل جزئی‌تر و کامل‌تری انتشار اوراق رهنی را در قالب عقود فروش اقساطی و اجاره به شرط تملیک که جزء عقود مبادله‌ای هستند، مطرح کرد.

نمودار ۱: فرآیند کلی تبدیل دارایی‌های بانک به اوراق بهادار

بازار اولیه تسهیلات



بانک یا مؤسسه‌ای که نیاز به تأمین مالی و نقدینگی دارد، ابتدا باید از یک شرکت واسط استفاده کند؛ که حوزه فعالیت آن محدود به عملیات مربوط به انتشار مجموعه واحدی از اوراق بهادار و همچنین سرمایه‌گذاری‌های مرتبط با آن است. در اصطلاح بین‌المللی به این شرکت، شرکت با تعهد خاص حامل ویژه^۱، موجودیت ویژه^۲ و یا شرکت ویژه^۳ و یا شرکت ناقل دارایی و یا ناشر اوراق گفته می‌شود و در سازمان بورس ایران به آن شرکت واسط نیز می‌گویند. سپس بانک آن دارایی‌های خود را که دارای ویژگی‌های مناسبی برای تبدیل کردن به اوراق رهنی است مشخص کرده و این دارایی‌ها را به شرکت واسط حامل ویژه می‌فروشد. شرکت مذکور برای اینکه وجوه لازم برای خرید این دارایی‌ها را فراهم کند، اقدام به انتشار اوراق بهادار با پشتوانه دارایی می‌کند و آن را در بازار بورس و یا سایر بازارهای مالی به عموم متقاضیان، عرضه می‌کند. در صورت لزوم یک بانک ثانوی یا یک شرکت بیمه نیز می‌تواند به‌عنوان حمایت‌کننده یا ضامن مطرح شود.

سپس شرکت واسط وجوهی را که از فروش این اوراق به‌دست آورده است بابت خرید دارایی‌های مالی به بانک (بانی) پرداخت می‌کند. سرمایه‌گذارانی که این اوراق را خریده‌اند هر کدام با توجه به نوع و ماهیت دارایی مربوطه از محل جریان‌های نقدی حاصل در شرکت واسط، بازدهی کسب می‌کنند.

برای توضیح بیشتر در یک مثال ساده فرض کنید، شرکت فروشنده دارایی، یک بانک است که با نرخ سود ۲۰ درصد در سال اقدام به اعطای یک میلیون ریال تسهیلات طی عقد فروش اقساطی به مشتریان خود کرده و قرار است یک سال بعد مبلغ یک میلیون و دویست هزار ریال از آن‌ها دریافت کند. بنابراین بخشی از دارایی‌های این بانک به ارزش یک میلیون و دویست هزار ریال مربوط به حساب‌های دریافتی حاصل از اعطای تسهیلات است که بر طبق مندرجات ترازنامه در

¹ SPV: Special Purpose Vehicle

² SPE: Special Purpose Entity

³ SPC: Special Purpose Company

ردیف دارایی‌های آن قرار داشته و قابل تبدیل به اوراق بهادار است. این بانک دارایی‌های مربوط به حساب‌های دریافتی خود را به مبلغ یک میلیون و ده هزار ریال به شرکت واسط می‌فروشد. در اینجا منظور از فروش، انتقال قسطی دارایی‌هاست. این شرکت به پشتوانه حساب‌های دریافتی (دارایی مالی) اقدام به انتشار اوراق مشارکت به ارزش یک میلیون و دویست هزار ریال می‌کند و آن‌ها را به سرمایه‌گذار متقاضی خرید اوراق به مبلغ یک میلیون و ده هزار ریال می‌فروشد و کل وجوه حاصله را در اختیار بانک قرار می‌دهد. توجه داشته باشید که نرخ سود پرداخت شده توسط دریافت‌کنندگان تسهیلات به میزان بیست درصد است، درحالی که نرخ سود دریافتی خریداران اوراق منتشر شده حدود ۱۸/۸ درصد خواهد بود. واسط می‌تواند در فاصله زمانی بین دریافت اقساط از گیرندگان تسهیلات و پرداخت به دارندگان اوراق منتشره^۱، وجوه در اختیار را در مؤسسات اعتباری سپرده‌گذاری کرده و از این محل، سود متعارفی را کسب کند. ضمناً هزینه‌های شرکت واسط شامل انتشار اوراق، پرداخت حقوق کارکنان و غیره است که توسط بانک (بانی) به صورت مستقیم و یا غیرمستقیم از طریق افزایش نرخ تنزیل پرداخت می‌شود. اگر بخواهیم این مثال را با توجه به بازارهای آن و با دقت بیشتری بررسی کنیم به این ترتیب است که در بازار اولیه، سپرده‌گذاران وجوه خود را در اختیار بانک قرار می‌دهند تا بانک به وکالت از طرف آنان این وجوه را براساس مقررات در اختیار متقاضیان بخش‌های مختلف اقتصادی قرار دهد و در پایان دوره طبق قرارداد، سپرده و سود حاصل را به صاحبان سپرده برگرداند. براساس این فرآیند، بانک می‌تواند در بازار ثانویه دیون گیرندگان تسهیلات را که در واقع جزء دارایی‌های بانک محسوب می‌شود از طریق انتشار اوراق رهنی به قیمت کمتر به فروش رساند. در بخش مسکن پدید آوردن بازار رهن ثانویه سبب می‌شود بازار رهن اولیه یعنی تسهیلات‌دهی بلندمدت نیز به نوبه خود گسترش یافته و تأمین مالی بخش مسکن آسان‌تر انجام پذیرد. درحقیقت بازار رهن ثانویه ابزاری می‌شود تا بانک بتواند به وسیله آن، منابعی که صرف اعطای تسهیلات مسکن کرده است را دوباره به وجه نقد تبدیل کند و از این راه قدرت تسهیلات‌دهی خود را در این بخش افزایش دهد. به بیان دیگر، هدف از تشکیل بازار رهن ثانویه تزریق نقدینگی کافی به

^۱ پرداخت سود به دارندگان اوراق می‌تواند به صورت یکجا در سررسید اوراق باشد و یا پیش از سررسید در موعدهای مشخص صورت گیرد.

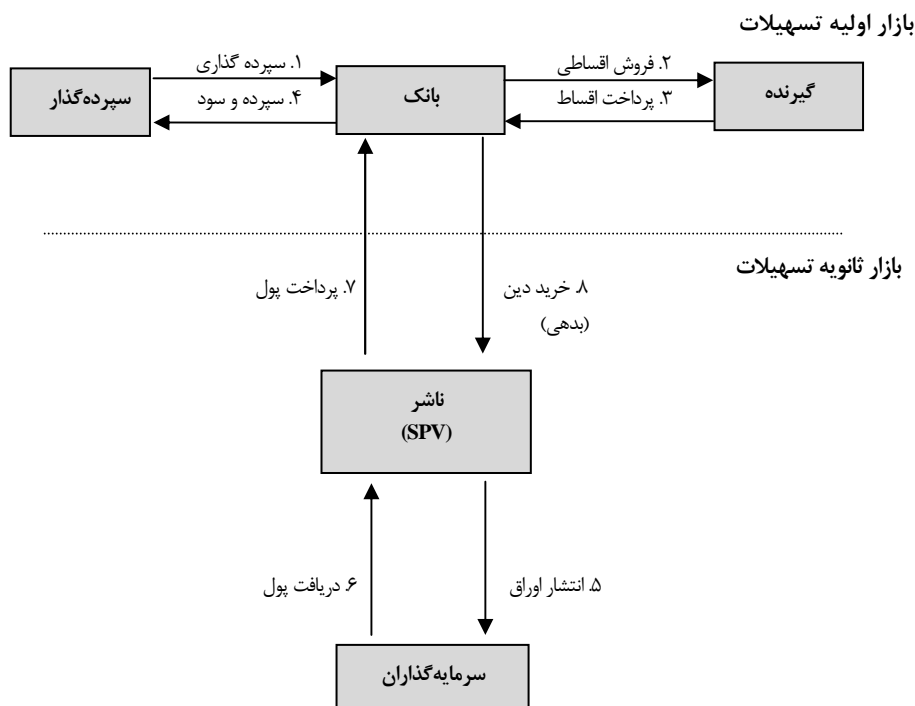
بازار رهن و آزاد کردن وجوه سرمایه‌گذاری شده بانک‌ها در بازار رهن اولیه از طریق فروش تسهیلات رهنی بوده تا بانک‌ها بتوانند از این محل تسهیلات رهنی بیشتری اعطا کنند.

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

در این روش، بانی (بانک‌ها، مؤسسات اعتباری تحت نظارت بانک مرکزی و یا لیزینگ‌ها) دارایی‌هایی را در قالب قرارداد مرابحه رهنی (فروش اقساطی) به دولت، بنگاه‌ها و خانوارها می‌فروشد. واسط (SPV) با انتشار اوراق مرابحه، وجوه سرمایه‌گذاری را گردآوری، سپس به وکالت از سوی آنان دیون حاصل از تسهیلات مرابحه را با قیمت تنزیلی از بانی خریداری می‌کند. عامل و یا بانی متعهد می‌شود در سررسیدهای مشخص مبلغ اسمی دیون را از بدهکاران وصول کرده و به دارندگان اوراق پرداخت کند.

دارندگان اوراق می‌توانند تا سررسید منتظر بمانند و از سود اوراق استفاده کنند و می‌توانند پیش از سررسید، اوراق خود را در بازار ثانوی بفروشند.

نمودار ۲: خلاصه بازار اولیه و ثانویه اوراق مرابحه رهنی



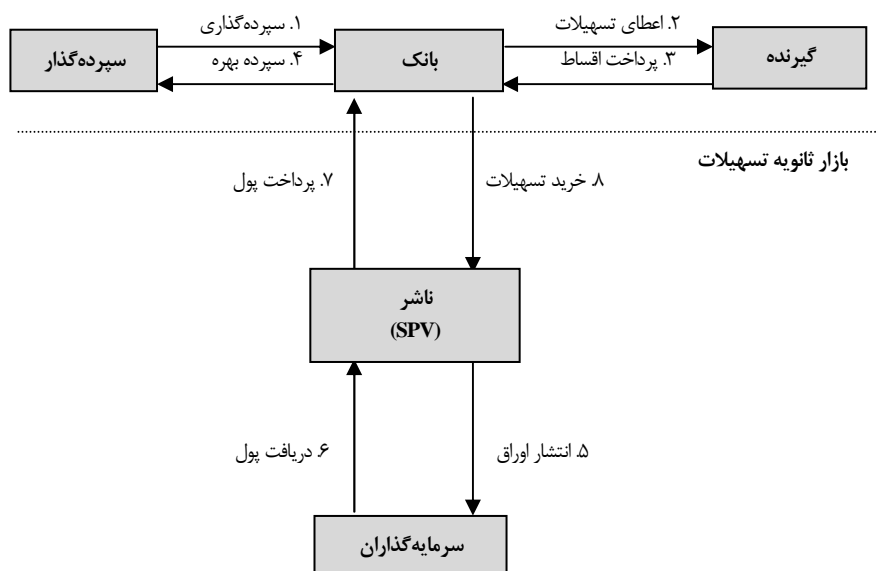
مراحل اوراق بهادار کردن تسهیلات فروش اقساطی

- ۱- خانوارها، دولت، بنگاه‌های اقتصادی وجوه مازاد خود را نزد بانک‌ها سپرده می‌کنند.
- ۲- خانوارها و دولت و بنگاه‌های اقتصادی وجوه لازم را از بانک در قالب تسهیلات دریافت می‌کنند.
- ۳- تسهیلات‌گیرندگان اقساط مربوط به تسهیلات را در سررسید از پیش تعیین شده پرداخت می‌کنند.
- ۴- بانک (بانی) سود سپرده‌ها را در موعدهای مشخص به سپرده‌گذاران پرداخت می‌کند.
- ۵- بانک (بانی) با مراجعه به ناشر (SPV) درخواست فروش تسهیلات فروش اقساطی را بی‌درنگ اعلام کرده و شرکت ناشر تسهیلات مباحه را با قیمت تنزیلی اعلام می‌کند و نسبت به انتشار اوراق مبادرت می‌ورزد.
- ۶ و ۷- ناشر وجوه سرمایه‌گذاری را گردآوری و به بانک (بانی) پرداخت می‌کند.
- ۸- بانی دیون خود را در این مرحله به فروش می‌رساند و عامل و بانی متعهد می‌شود در سررسیدهای مشخص سود یا مبلغ اسمی دیون را از تسهیلات‌گیرندگان وصول کرده و به دارندگان اوراق پرداخت کند.

۱۰- بررسی انتشار اوراق رهنی در قالب اوراق اجاره رهنی (قرارداد اجاره به شرط تملیک)

- در این روش، بانی (بانک یا شرکت لیزینگ) دارایی‌هایی (یا تسهیلاتی) را به صورت اجاره به-شرط تملیک به دولت، بنگاه‌ها و خانوارها واگذار می‌کند. واسط با انتشار اوراق اجاره به-شرط تملیک، وجوه سرمایه‌گذاران را گردآوری، سپس به وکالت از سوی آنان موضوع تسهیلات اجاره به-شرط تملیک را به قیمت تنزیلی از بانی خریداری می‌کند.
- عامل یا بانی متعهد می‌شود در سررسیدهای مشخص مبلغ اسمی تسهیلات را از بدهکاران (تسهیلات‌گیرندگان) وصول کرده و به دارندگان اوراق برساند. دارندگان اوراق می‌توانند تا سررسید منتظر بمانند و از سود اوراق استفاده کنند و می‌توانند پیش از سررسید، اوراق خود را که سند مالکیت موضوع اجاره است، در بازار ثانوی بفروشند.

نمودار ۳: خلاصه بازار اولیه و ثانویه اوراق اجاره به شرط تملیک



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

۱۱- فواید استفاده از اوراق رهنی برای بانکها

تبدیل دارایی‌ها به اوراق بهادار از مقوله‌هایی است که با توجه به مجموعه منافع آن و با توجه به اینکه باعث آزادسازی بخش درخور توجهی از تسهیلات بانک می‌شود، می‌تواند نقش مؤثری را در ساماندهی بازار پول و سرمایه کشور ایفا کند.

بانک‌ها به چند علت ترجیح می‌دهند تسهیلات را به اوراق بهادار تبدیل کنند. برخی از مزیت‌های انتشار اوراق رهنی عبارت است:

الف- افزایش نقدینگی

با تبدیل دارایی‌ها (تسهیلات) به اوراق بهادار درآمدهای آتی به حال تبدیل می‌شوند، بنابراین بانک می‌تواند مبالغ فراوانی را به صورت نقدی به دست آورد. بر این اساس حتی فروش تسهیلات

با تخفیف نیز سبب می‌شود حجم بزرگی از پرداخت‌های نقدی عاید بانک شود. این افزایش نقدینگی نه فقط برای بهبود نسبت‌های مالی مانند کفایت سرمایه بانک مفید است، بلکه از اضافه برداشت‌های احتمالی از بانک مرکزی که نرخ سود بالایی دارند جلوگیری می‌کند.

ب- بهبود مدیریت ریسک

در روش‌های کلاسیک، نهاد تسهیلات‌دهنده (بانک) ریسک اعتباری را می‌پذیرفت، زمان بازپرداخت اقساط را مشخص می‌کرد و گردآوری اصل و فرع تسهیلات را بر عهده داشت. لیکن در صورت انتشار اوراق رهنی، بانک تمام یا بخشی از این فرآیند و ریسک‌های موجود در آن را به افراد دیگری (واسط و سرمایه‌گذاری) منتقل می‌کند.

ج- افزایش در تنوع منابع تأمین مالی

بانک از این راه می‌تواند برای تأمین مالی به بازارهای جدیدی دست یابد و خود را صرفاً محدود به سپرده افراد نکند.

د- افزایش ثروت سهامداران

انتشار این گونه اوراق سبب افزایش ارزش افزوده سهامداران می‌شود، چون وجوه حاصله به‌طور عمده صرف سرمایه‌گذاری در پروژه‌هایی با خالص ارزش کنونی مثبت می‌شود، بی‌گمان منوط به اینکه روش‌های مدیریت ریسک شرکت بهبود یابد. به عبارت دیگر می‌توان وجوه حاصله را به طرح‌هایی با سودآوری بیشتر تخصیص داد و از این راه ثروت سهامداران بانک را افزایش داد.

ه- بهبود بخشیدن به توان بانک برای تطابق دارایی‌ها و بدهی‌ها

بانک‌ها و یا شرکت‌هایی که در زمینه اعطای تسهیلات‌ها فعالیت می‌کنند با این مشکل روبه‌رویند که دارایی‌هایشان را تا سررسید مقرر، نتوانند تأمین مالی کنند. انجام عملیات انتشار اوراق رهنی، به دلیل انعطاف‌پذیری، از خطر تأمین مالی دوباره^۱ پیشگیری می‌کند.

و- بهبود نسبت‌های مالی

بانک‌ها و مؤسساتی که انتشار اوراق رهنی را با انجام عملیات اوراق بهادار^۲ از طریق ساختار خارج از ترازنامه^۳ انجام می‌دهند، این امکان را می‌یابند که نیازهای سرمایه‌ای خود را در رابطه با دارایی‌هایی که در چارچوب این عملیات قرار گرفته‌اند، کاهش دهند. بدین ترتیب مؤسسه بدون

^۱ Refinancing Risk

^۲ Securitization

^۳ Off – Balance Sheet Structure

اینکه سرمایه‌اش را افزایش دهد، دارایی‌های جدیدی کسب کرده، تسهیلات‌گیرندگان جدیدی را گردآورده و به سود خود می‌افزاید و با افزایش بازده سرمایه، درآمد هر سهم نیز افزایش می‌یابد.

ز- کسب درآمد از طریق ایفای نقش عامل

بانک می‌تواند در فرآیند انتشار اوراق رهنی غیر از نقش بانی، نقش عامل را برای مؤسسات بانی دیگر مثل سایر بانک‌ها، شرکت‌های لیزینگ و شرکت‌های ساختمانی ایفا کرده و بدین ترتیب از محل اجرای نقش عاملیت خود کارمزد دریافت کند.

۱۲- موانع و مشکلات اجرای اوراق رهنی در بانک‌ها

- نبود نظام اطلاعاتی و پایگاه داده^۱ مشخص در بانک‌های کشور به منظور اجرای مدل‌های اعتبارسنجی^۲
- ریسکی بودن تسهیلات اعطا شده
- نبود شبکه ارتباطات بین بانکی
- وجود مطالبات معوق بیش از حد در بانک‌ها موجب کاهش مطلوبیت برای ارکان فعال دیگر از جمله امین، ضامن و غیره می‌شود.
- وجود مشکلات حقوقی حاکم و طولانی بودن فرآیند به اجرا گذاشتن وثایق
- بررسی ضوابط حقوقی قرارداد با مشتریان
- نبود مؤسسات سنجش اعتبار در کشور
- مشخص نبودن ریسک اعتباری بانک‌ها
- معطوف شدن این ابزار به دو عقد فروش اقساطی و اجاره به شرط تملیک با توجه به محدودیت‌های شرعی و قانونی
- تبدیل تسهیلات بانکی به اوراق رهنی، ممکن است ریسک شهرت را در بانک‌ها به وجود آورد و بدین ترتیب میزان سپرده‌گذاری در بانک‌ها را تحت تأثیر قرار می‌دهد.

^۱ Data Base

^۲ در کشور نظام (Credit Scoring) به منظور اعتبارسنجی اشخاص حقیقی و حقوقی کوچک و متوسط و (Credit Rating Agency) مؤسسات رتبه‌بندی اعتباری به منظور رتبه‌بندی اعتباری شرکت‌های بزرگ وجود ندارد. فقط نظام دفتر اعتباری (Credit Bureau) مانند شرکت اعتبارسنجی ایرانیان وجود دارد که زیر نظر بانک مرکزی عمل می‌کند و پایگاه داده (Data base) کافی به منظور اعتبارسنجی مشتریان نیز در اختیار ندارند.

۱۳- ارائه مدل عملیاتی تبدیل تسهیلات فروش اقساطی بانک سپه به اوراق رهنی

به منظور مطالعه این فرآیند، مانده تسهیلات فروش اقساطی بانک که چهار سال به سررسید آن مانده باشد ۲/۸۴۹ میلیارد در نظر گرفته شده است. از آنجاکه تسهیلات فروش اقساطی جزو عقود مبادله‌ای هستند، نرخ سود، ۱۲ درصد برای آن منظور می‌شود. اگر نرخ تنزیل اقساط را برای بانک ۱۶ درصد در سال در نظر بگیریم و تعداد ۴۸ قسط از اقساط‌گیرندگان تسهیلات باقی مانده باشد، برای به دست آوردن مبلغی که برای خرید دیون می‌بایست به بانک پرداخت شود، از رابطه زیر استفاده می‌شود:

$$\text{معادله (۱)} = \sum_{i=1}^t \frac{Ins_i}{\left(1 + \frac{r}{12}\right)^i} = \text{ارزش کنونی تسهیلات اعطایی از دریافت‌کنندگان تسهیلات}$$

Ins_i = اقساط دریافتی از دریافت‌کنندگان تسهیلات

i = دوره مورد بررسی

r = نرخ تنزیل

t = دوره تسهیلات

هر یک از اقساط دریافتی را از ماه اول تا ماه چهارم و هشتم در صورت کسر قرارداد و مجموع حاصل آن‌ها را به دست می‌آوریم. مبلغ حاصل به طور منطقی می‌تواند مبنایی برای مذاکرات خرید دیون توسط شرکت واسط (SPV) با بانک قرار گیرد. نرخ تنزیل فوق ۱۶ درصد است^۱ که از هزینه تمام شده پول که تا پایان دی ماه ۱۳۸۸ در بانک سپه معادل ۱۵/۳۷ درصد بوده بیشتر است، بنابراین در صورتی فرآیند تبدیل تسهیلات فروش اقساطی به اوراق رهنی برای بانک به صرفه خواهد بود که به اعطای تسهیلات مشارکتی با نرخ ۲۰ تا ۲۱ درصد اقدام کند.

برای محاسبه مبلغ قابل پرداخت ماهانه به دارندگان اوراق توسط شرکت SPV از رابطه زیر استفاده می‌شود:

^۱ لازم به توضیح است که هزینه شرکت واسط نیز در محاسبه این نرخ تنزیل منظور شده است.

$$NPV = -\left(\sum_{i=1}^{48} \frac{Insi_i}{\left(1+\frac{r}{12}\right)^i}\right) + \sum_{i=1}^{48} \frac{CF_i}{\left(1+\frac{K_e}{12}\right)^i} \quad \text{معادله (۲)}$$

NPV = ارزش فعلی خالص اقساط دریافتی

CF = گردش وجوه نقد

K_e = نرخ بازدهی مورد انتظار سرمایه‌گذاران

برای محاسبه مبلغ قابل پرداخت ماهانه به دارندگان اوراق CF، NPV را مساوی صفر قراردادده و بدین ترتیب با برابر قرار دادن مبلغ فروش دیون به خریداران اوراق (معادله ۱) با مبلغ خرید دیون از بانک، گردش وجوه نقد (CF) در هر دوره محاسبه می‌شود. اگر نرخ بازدهی مورد انتظار سرمایه‌گذاران را که همان خریداران اوراق هستند برابر با نرخ تنزیل ۱۶ درصد در نظر بگیریم، با محاسبه مبالغ پرداخت ماهانه به دارندگان اوراق مشخص خواهد شد:

$$\sum_{i=1}^{48} \frac{Insi}{\left(1+\frac{r}{12}\right)^i} = \sum_{i=1}^{48} \frac{CF_i}{\left(1+\frac{k_e}{12}\right)^i} \Rightarrow CF_i \sum_{i=1}^{48} \frac{1}{\left(1+\frac{k_e}{12}\right)^i}$$

در نتیجه خواهیم داشت

$$CF_i = \frac{\sum_{i=1}^{48} \frac{Insi}{\left(1+\frac{\%16}{12}\right)^i}}{\sum_{i=1}^{48} \frac{1}{\left(1+\frac{\%16}{12}\right)^i}} \quad \text{معادله (۳)}$$

براساس اطلاعات گردآوری شده، مجموع تسهیلات شناسایی شده فروش اقساطی قابل تبدیل به اوراق رهنی در بانک سپه مبلغ ۳۶۰۱ میلیارد ریال است که طی ۴۸ ماه عاید بانک می‌شود.

این تسهیلات مشتمل بر ۲۸۴۹ میلیارد ریال اصل و مبلغ ۷۵۲ میلیارد ریال سود متعلقه است. خالص ارزش فعلی اقساطی که طی ۴۸ قسط آتی دریافت خواهد شد با توجه به معادله ۱ و نرخ تنزیل ۱۶ درصد، ۲۶۴۷ میلیارد ریال محاسبه شده است که همان قیمت خرید دارایی از بانک (بانی) محسوب می‌شود. همان‌طور که گفته شد مبلغی که برای خرید مجموع اقساط دریافتی از تسهیلات‌گیرندگان دریافت می‌شود، از معادله (۱) به دست می‌آید:

$$\sum_{i=1}^{48} \frac{\text{Insi}}{\left(1 + \frac{\%16}{12}\right)^i} = 2647 \quad \text{میلیارد ریال}$$

از حل معادله ۳ نیز خواهیم داشت:

$$CF_1 = \frac{\frac{\text{Insi}}{\left(1 + \frac{\%16}{12}\right)^i}}{\sum_{i=1}^{48} \frac{1}{\left(1 + \frac{\%16}{12}\right)^i}} = \frac{75.03}{35.28546548} = \frac{74.04}{35.28546548} = 2.10 \quad \text{میلیارد ریال}$$

$$CF_{48} = \frac{\frac{\text{Ins}_{48}}{\left(1 + \frac{\%16}{12}\right)^{48}}}{\sum_{i=1}^{48} \frac{1}{\left(1 + \frac{\%16}{12}\right)^i}} = \frac{75.03}{35.28546548} = \frac{39.73}{35.28546548} = 1.13 \quad \text{میلیارد ریال}$$

از جمع CF_1 تا CF_{48} ، مبلغ ۷۵/۰۳ میلیارد ریال حاصل خواهد شد که نشان‌دهنده مبلغ پرداختی به دارندگان اوراق به‌صورت دوره‌ای بوده که شامل اصل و سود است.

$$CF_i = \frac{\sum_{i=1}^{48} \frac{Insi}{(1 + \frac{16\%}{12})^i}}{\sum_{i=1}^{48} \frac{1}{(1 + \frac{16\%}{12})^i}} = \frac{2647}{35.28546548} = 75.03 \quad \text{میلیارد ریال}$$

مقادیر به دست آمده در جدول پیوست ذکر شده است.

همان طور که مشاهده می شود، هیچ گونه اضافه مبلغی در این معامله برای شرکت واسط یا تأمین سرمایه در نظر گرفته نشده است. توجه به این مهم، مستلزم رعایت مقررات ناظر بر اجرای فرآیند است. به هر حال در صورت تصویب مقامات نظارتی و امکان سنجی فقهی، حقوقی و اقتصادی در این فرآیند، می توان برخی از هزینه های مربوطه را در این عملیات منظور کرد.

۱۴- روش و متغیرهای تحقیق

به منظور بررسی میزان اثرگذاری انتشار اوراق بهادار با پشتوانه تسهیلات رهنی^۱ بر متغیرهای کلان اقتصادی ۸ کشور اروپایی به شرح زیر مورد بررسی قرار گرفته اند.

¹ MBS: Mortgage Baked Securities

جدول شماره ۱: معرفی متغیرهای تحقیق و تعاریف آنها

ردیف	داده	نام متغیر	تعریف
۱	I	سرمایه‌گذاری	سرمایه‌گذاری عبارت است از جریان مخارجی که صرف افزایش حجم سرمایه واقعی می‌شود. در حقیقت، عبارت است از جریان مخارج اختصاص یافته به طرح‌های تولید کالاهایی که قصد مصرف فوری آنها در میان نباشد. آمار متغیر مذکور از مجله‌های IFS بهره‌برداری شده است.
۲	R_{LEND}	نرخ بهره وام (سود تسهیلات) بلندمدت	به بهای پول وام (تسهیلات) گرفته شده، نرخ بهره (سود) اطلاق می‌شود. هرگاه مبلغی پول برای مدت معینی به وام (تسهیلات) اختصاص داده شود، مبلغی که در آینده وام‌گیرندگان (تسهیلات‌گیرنده) به وام‌دهندگان (تسهیلات‌دهندگان) می‌پردازد، بیش از مبلغ دریافتی اولیه خواهد بود. این پرداخت اضافی یا نرخ بهره (سود) را می‌توان به صورت نسبت مابه‌التفاوت مبلغ دریافتی و مبلغ بازپرداخت در پایان یک دوره معین به کل پول دریافتی بیان کرد. نرخ بهره (سود) وام (تسهیلات) بلندمدت یکی از انواع نرخ بهره (سود) است. آمار متغیر مذکور از مجله‌های IFS بهره‌برداری شده است.
۳	GDP	تولید ناخالص داخلی	تولید ناخالص داخلی یا GDP یکی از مقیاس‌های اندازه‌گیری اقتصاد است. تولید ناخالص داخلی ارزش کل کالاها و خدمات نهایی تولید شده در داخل کشور در یک بازه زمانی معین است که با واحد پول جاری آن کشور اندازه‌گیری می‌شود. متغیر GDP از مجله‌های IFS بهره‌برداری شده است.
۴	MBS	میزان اوراق بهادار با پشتوانه وام (تسهیلات رهنی)	اوراق بهادار با پشتوانه وام (تسهیلات) رهنی، نوعی از اوراق با پشتوانه دارایی است که سند تضمین‌کننده آن رهن منازل مسکونی است. آمار متغیر مذکور از مجله‌های EMF بهره‌برداری شده است.
۵	I سال قبل	سرمایه‌گذاری سال قبل	سرمایه‌گذاری هر سال با سرمایه‌گذاری سال قبل خود ارتباط مستقیم دارد. آمار متغیر مذکور نیز از مجله‌های IFS بهره‌برداری شده است.

استفاده از اوراق بهادار رهنی، می‌تواند بر میزان سرمایه‌گذاری در اقتصاد مؤثر باشد. بدین ترتیب پس از بررسی و تحقیق درباره میزان سرمایه‌گذاری در کشورهای اروپایی و عوامل اثرگذار بر آن، الگویی به صورت زیر تدوین شده است:

$$I_t = f(R_{LEND_t}, GDP_t, MBS_t, I_{t-1}) \quad \text{معادله (۴)}$$

برای تخمین تابع سرمایه‌گذاری هشت کشور اروپایی شامل: فرانسه، بلژیک، انگلستان، دانمارک، پرتغال، ایتالیا، یونان و سوئد و پس از تجزیه و تحلیل‌های لازم متغیرهای مورد نیاز از ابتدای سال ۲۰۰۶ تا پایان سال ۲۰۰۸ به صورت فصلی از طریق مجله‌های IFS بهره‌برداری شد. برای تخمین الگوی اشاره شده از نسخه سوم نرم‌افزار Eviews استفاده شده است. اطلاعات به‌دست آمده مربوط (در ۱۲ فصل) و ۸ کشور اروپایی بوده و داده‌ها در قالب داده‌های تلفیقی^۱ یا داده‌های تابلویی به نرم‌افزار معرفی شده است. انتخاب روش داده‌های تلفیقی دارای مزایای زیر است: اول- از آنجا که داده‌های تلفیقی اطلاعات افراد، بنگاه‌ها، کشورها و غیره را طی زمان بررسی می‌کند، وجود ناهمسانی واریانس در این واحدها محدود می‌شود. دوم- با ترکیب مشاهدات سری زمانی و مقطعی، داده‌های تلفیقی با اطلاعات بیشتر، تغییرپذیری بیشتر، همخطی کمتر میان متغیرها، درجات آزادی و کارایی بیشتر را ارائه می‌دهند. سوم- داده‌های تلفیقی آثاری را که نمی‌توان به‌سادگی در داده‌های مقطعی و سری زمانی مشاهده کرد، بهتر معین می‌کنند. چهارم- داده‌های تلفیقی ما را قادر می‌سازند تا مدل‌های رفتاری پیچیده‌تری را مطالعه کنیم. پنجم- داده‌های تلفیقی با ارائه داده برای هزاران واحد، می‌توانند تشریحی که ممکن است در نتیجه لحاظ افراد یا بنگاه‌ها (به صورت جمعی و کلی) حاصل شود را حداقل سازند.

۱۵- تجزیه و تحلیل داده‌ها

در این مقاله تلاش شده با استفاده از روش داده‌های تلفیقی، ضرایب مربوطه را با استفاده از اطلاعات ۸ کشور اروپایی برآورد کرد که نتایج آن به صورت زیر قابل مشاهده است: اگر بخواهیم تابع سرمایه‌گذاری را تخمین بزنیم می‌توان رابطه زیر را در نظر گرفت:

^۱ Panel Data

$$I_t = \beta_1 R_{LEND_t} + \beta_2 GDP_t + \beta_3 MBS_t + \beta_4 I_{t-1} \quad \text{معادله (۵)}$$

در تخمین انجام شده که با استفاده از روش رگرسیون‌های به ظاهر غیرمرتبط (SUR) انجام شده است، نتایج به صورت زیر قابل مشاهده است:

$$I_t = 979.87R_{LEND_t} + 0.31 GDP_t + 0.041MBS_t + 0.015I_{t-1}$$

بررسی صحت الگوی ارائه شده از طریق R^2 و R^2 تعدیل شده (Adjusted R-Squared و R-Squared) بررسی شده است.

تخمین انجام شده نشان‌دهنده آن است که متغیرهای مستقل، در الگوی ارائه شده به مقدار زیادی مبین متغیر وابسته در الگو (میزان سرمایه‌گذاری) هستند. همچنین نزدیکی R-Squared و Adjusted R-Squared که به ترتیب ۰/۹۹۶۹ و ۰/۹۹۶۲ به دست آمده‌اند نیز می‌تواند دلیل دیگری بر اطمینان از درستی و تصریح الگوی ارائه شده باشد. ضرایب برآورد شده از تخمین رگرسیون فوق، را می‌توان به صورت زیر تفسیر کرد:

الف- آثار نرخ بهره (R_{LEND}) بر روی سرمایه‌گذاری

با تخمین رگرسیون بیان شده، آثار نرخ بهره تسهیلات بر روی سرمایه‌گذاری، ۹۷۹/۸۷ برآورد شده است. بدین معنا که تغییر در نرخ بهره با ضریب مذکور، اثری مستقیم بر روی سرمایه‌گذاری دارد. در حالی که بر اساس نظریه‌های اقتصادی انتظار می‌رود کاهش در نرخ بهره باعث افزایش سرمایه‌گذاری شود. دلیل مثبت بودن رابطه نرخ بهره با سرمایه‌گذاری در مدل برآوردی به وجود بحران در آمریکا و کشورهای اروپایی برمی‌گردد. در این مقطع از زمان بانک‌های مرکزی آمریکا و بریتانیا و کشورهای اروپایی دیگر به منظور مقابله با بحران، نرخ‌های بهره کشور خود را کاهش دادند، لیکن این کاهش در نرخ بهره بانک‌ها به علت رکود شدید اقتصاد و گرفتار شدن اقتصاد در دام نقدینگی کینز، باعث افزایش سرمایه‌گذاری و به تبع آن تولید ناخالص داخلی نشده؛ بلکه باعث کاهش سرمایه‌گذاری و تشدید بحران در اقتصاد شده است.

ب- آثار تولید (GDP) بر روی سرمایه‌گذاری

تخمین رگرسیون، آثار تولید ناخالص داخلی بر روی سرمایه‌گذاری را ۰/۳۱۱ برآورد می‌کند. بدین معنا که تغییر در تولید ناخالص داخلی بر اساس اصل شتاب؛ اثری مثبت بر سرمایه‌گذاری

دارد. در سال‌های مورد بررسی نیز با توجه به مثبت بودن ضریب GDP، کاهش تولید ناشی از بحران، کاهش سرمایه‌گذاری را در پی داشته است.

ج- آثار انتشار اوراق بهادار رهنی (MBS) بر روی سرمایه‌گذاری

با تخمین رگرسیون موجود، میزان آثار تغییر در MBS بر روی سرمایه‌گذاری ۰/۰۴۱ برآورد شده است، که نشان‌دهنده تأثیر مثبت MBSها بر روی سرمایه‌گذاری است. از دیدگاه اقتصادی، انتشار اوراق بهادار رهنی، منجر به هدایت وجوه سرگردان به طرح‌های اقتصادی می‌شود. بدین ترتیب وجوه نقد حاصل از فروش دارایی‌ها، توان نقدینگی بسیار مناسبی را برای اجرای پروژه‌های عمرانی و اقتصادی فراهم می‌کند. افزایش سرمایه‌گذاری نیز به نوبه خود کاهش بیکاری، افزایش تولیدات و خدمات، افزایش صادرات و رونق اقتصادی را به همراه دارد، اما همان‌طور که ملاحظه می‌شود وقوع بحران، کاهش ارزش دارایی بانک‌ها از جمله اوراق بهادار رهنی (MBSها) را در پی داشته است. کاهش قیمت این اوراق به میزان زیادی آثار افزایش حجم اوراق بهادار رهنی را تضعیف کرده است. بدین ترتیب در سال‌های مورد نظر حجم اسمی MBSها^۱ و میزان سرمایه‌گذاری کاهش یافته است، لیکن هنوز وجود رابطه‌ای مستقیم بین MBSها بر سرمایه‌گذاری مشاهده می‌شود.

د- آثار سرمایه‌گذاری سال قبل (I_{t-1}) بر روی سرمایه‌گذاری

با تخمین رگرسیون موجود میزان آثار سرمایه‌گذاری سال قبل، بر روی سرمایه‌گذاری فعلی ۰/۰۱۵ برآورد شده است. سرمایه‌گذاری هر سال با توجه به ضریب فزاینده سرمایه‌گذاری بر میزان تولید اثرگذار است و تولید نیز با توجه به اصل شتاب بر میزان سرمایه‌گذاری اثرگذار است.

نتایج و دست‌آوردهای تحقیق

بسیاری از بانک‌ها در جریان فعالیت‌های اقتصادی خود به دلایل گوناگون که بعضاً از حیثه کنترل آن‌ها خارج است، دچار کمبود نقدینگی می‌شوند. زمانی که یک بانک در دوران شکوفایی اقتصادی قرار دارد با اعطای تسهیلات می‌تواند دامنه دارایی‌های خود را افزایش دهد، لیکن در دوران رکود و کمبود نقدینگی نمی‌تواند به سادگی این دارایی‌ها را به وجوه نقد تبدیل کند.

^۱ آمار مورد استفاده در تحقیق، حاصل ضرب حجم MBSها در قیمت آن‌ها است؛ که اصطلاحاً به آن حجم اسمی گفته می‌شود.

به همین علت با وجود داشتن دارایی‌های گوناگون، صرفاً به دلیل نداشتن نقدینگی لازم، قادر به ادامه فعالیت اقتصادی و ایفای تعهدات خود نیست و ممکن است با ریسک نقدینگی مواجه می‌شود.

در این پژوهش تلاش شده روشی جدید و نوین تحت عنوان اوراق رهنی به منظور تأمین مالی و افزایش نقدینگی و اصلاح ساختار ترازنامه بانک‌ها بر پایه اصول و موازین حاکم بر بانکداری اسلامی معرفی شود.

با استفاده از ابزار اوراق رهنی، می‌توان وجوه نقد مورد نیاز بانک‌ها را فراهم کرد. با توجه به مشخصات تسهیلات فروش اقساطی در بانک که جزء تسهیلات مبادله‌ای هستند در این مقاله این دسته از دارایی‌های بانک که مطالبات معوق و مشکوک‌الوصول و تسهیلات فروش خودرو از آن کسر شده و چهار سال به سررسید آن‌ها باقی مانده است محاسبه و چگونگی تبدیل آن‌ها به اوراق رهنی بررسی شده است. وقتی یک بانک به‌طور اجرایی تصمیم به تأمین نقدینگی مورد نیاز خود از روش تبدیل کردن دارایی‌ها به اوراق بهادار کند، باید در نظر بگیرد که اجرای جزییات مربوط به این فرآیند به کارشناسی و دقت زیاد نیاز دارد، به طوری که نتایج بررسی نشان داده است در صورتی تبدیل تسهیلات فروش اقساطی به اوراق رهنی برای بانک صرفه اقتصادی دارد و فرضیه الف اثبات می‌شود که وجوه حاصل از تنزیل تسهیلات با نرخ ۱۶ درصد را به‌منظور اعطای تسهیلات مشارکتی با نرخ ۲۰ تا ۲۱ درصد هزینه کند. همان‌طور که گفته شد این اقدام برای بانک مزایایی از قبیل افزایش و بهبود نقدینگی بانک‌ها، افزایش منابع تأمین مالی بانک‌ها، بهبود نسبت کفایت سرمایه بانک‌ها، جلوگیری از پرداخت جریمه بابت اضافه برداشت بانک‌ها از بانک مرکزی و کاهش هزینه‌های مربوطه و استفاده از این وجوه در اعطای تسهیلات مشارکتی با نرخ سود بیشتر و بهبود عملکرد مالی و اقتصادی بانک را به‌همراه دارد، ضمناً موانعی همچون نبود نظام اطلاعاتی و داده‌های تلفیقی مشخص در بانک‌های کشور و نبود شبکه ارتباطات بین بانکی و نبود مؤسسات اعتباری رتبه‌بندی در کشور و ... بر سر راه استفاده از اوراق رهنی قرار دارد.

در این تحقیق با استفاده از روش اقتصادسنجی و نرم‌افزار Eviews و به‌کارگیری داده‌های تلفیقی، رابطه بین حجم اسمی اوراق بهادار با پشتوانه تسهیلات رهنی و سرمایه‌گذاری و همچنین تأثیرپذیری میزان سرمایه‌گذاری نسبت به حجم اسمی MBSها، نرخ بهره، تولید ناخالص داخلی و سرمایه‌گذاری سال قبل در کشورهای اروپایی طی سال‌های ۲۰۰۸-۲۰۰۶ (سال‌های بحران) برآورد شده است.

$$I_t = \beta_1 R_{LEND_t} + \beta_2 GDP_t + \beta_3 MBS_t + \beta_4 I_{t-1}$$

ضرایب حاصل از رگرسیون به شرح زیر برآورد شده است:

$$I_t = 979.87 R_{LEND_t} + 0.31 GDP_t + 0.041 MBS_t + 0.015 I_{t-1}$$

فرضیه‌های ب و ج با تخمین معادله رگرسیون آزمون شد و نتایج زیر به دست آمد:

اول- تغییر در نرخ بهره تسهیلات با ضریب ۹۷۹/۸۷ برخلاف نظریه‌های اقتصادی صرفاً به دلیل

بروز بحران در سال‌های مورد بررسی؛ اثری مستقیم بر روی سرمایه‌گذاری دارد.

دوم- تغییر در تولید ناخالص داخلی با ضریب ۰/۳۱۱، براساس اصل شتاب اثری مثبت بر روی

سرمایه‌گذاری دارد.

سوم- تغییر در حجم اسمی MBSها با ضریب ۰/۰۴۱ اثری مثبت بر روی میزان سرمایه‌گذاری در

اقتصاد کشور دارد.

چهارم- تغییر در میزان سرمایه‌گذاری سال قبل، براساس اصل شتاب و ضریب فزاینده

سرمایه‌گذاری اثری مثبت بر روی سرمایه‌گذاری دارد.

پیشنهاد

- با توجه به نتایج حاصل از تحقیق، پیشنهادهایی به شرح زیر ارائه می‌شود:
- الف- در بانکداری اسلامی استفاده از ابزار صکوک^۱ به عنوان روشی برای تأمین نقدینگی مورد نیاز بانکها توصیه می‌شود.
- ب- اوراق رهنی که به نوعی یکی از ابزارهای اسلامی تبدیل به اوراق بهادار کردن دارایی‌هاست در قالب صکوک مرابحه (فروش اقساطی) و صکوک اجاره (اجاره به شرط تملیک) قابل اجراست.
- ج- بانک سپه برای تأمین نقدینگی مورد نیاز خود می‌توانند از راهکار اوراق بهادار کردن دارایی‌ها^۲ استفاده کنند.
- د- فروش تسهیلات فروش اقساطی و اجاره به شرط تملیک بانک سپه در بازار ثانویه از طریق انتشار اوراق رهنی منجر به تأمین نقدینگی بانک‌ها شده و قدرت تسهیلات‌دهی آن‌ها را افزایش می‌دهد.
- ه- انتشار اوراق رهنی برای بانک سپه علاوه بر افزایش نقدینگی باعث بهبود مدیریت ریسک، افزایش در تنوع منابع تأمین مالی، افزایش ثروت سهامداران، بهبود بخشیدن به توان بانک برای تطابق دارایی‌ها و بدهی‌ها و بهبود نسبت‌های مالی می‌شود.
- در پایان می‌بایست اشاره کرد که استفاده از اوراق رهنی به عنوان ابزاری برای تأمین نقدینگی بانک‌ها مشروط به رعایت موارد زیر است:
- اول- بانک وجوه حاصل از تنزیل تسهیلات فروش اقساطی را به منظور اعطای تسهیلات مشارکتی با نرخ ۲۰ تا ۲۱ درصد هزینه کند.
- دوم- بانک تمهیداتی اتخاذ کند که خریداران اوراق، مبالغ دریافتی ماهانه از SPV را که شامل اصل و سود بوده در بانک سپه، سپرده‌گذاری و از سود حاصله منتفع شود.

^۱ Sukuk

^۲ Securitization

کتابنامه

الف. فارسی

- پهلوان، حمید و رضوی، سیدروح‌اله: *اوراق صکوک: تعریف، انواع و ساختار*، تهران: مدیریت پژوهش توسعه و مطالعات اسلامی سازمان بورس و اوراق بهادار، ۱۳۸۶.
- سازمان بورس و اوراق بهادار: *دستورالعمل پیشنهادی اوراق رهنی*. تهران: سازمان بورس و اوراق بهادار، ۱۳۸۷.
- سروش، ابوذر: *بررسی صکوک اجاره*، ماهنامه بورس شماره ۶۵، ۱۳۸۶.
- سروش، ابوذر: *اوراق رهنی ابزاری نوین در تأمین مالی بانک‌ها*، فصلنامه علمی پژوهشی اقتصاد اسلامی، ۱۳۸۷.
- سوری، داود و وصال، محمد: *روش‌های نوین تأمین مالی و مدیریت نقدینگی در بانک*، نوزدهمین همایش بانکداری اسلامی، شهریور ۱۳۸۷.
- موسویان، سیدعباس: *ابزارهای مالی اسلامی (صکوک)*، تهران، پژوهشگاه فرهنگ و اندیشه اسلامی، ۱۳۸۶.
- کمیته تخصصی فقهی سازمان بورس و اوراق بهادار: *صورتجلسه بررسی انتشار اوراق رهنی*، تهران، مدیریت پژوهش توسعه و مطالعات اسلامی سازمان بورس و اوراق بهادار، ۱۳۸۶.
- کارگروه تدوین مقررات احتیاطی: *بررسی مقررات احتیاطی تبدیل مطالبات رهنی مؤسسات اعتباری به اوراق بهادار*، تهران، مدیریت کل نظارت بر بانک‌ها و مؤسسات اعتباری اداره مطالعات و مقررات بانکی بانک مرکزی ج.ا.ا، ۱۳۸۷.
- هاشمیان‌نژاد، هاشم: *تبدیل تسهیلات فروش اقساطی بانک‌ها به اوراق مشارکت رهنی*، ۱۳۸۸.

ب. انگلیسی

Adam, Nathif j., abdukkader Thomas: *Islamic Bonds: your Guide to issuing, Structuring and Investing in Sukuk*, Euro money books, London, 2009.

QUARTERLY STATISTICS, EMF (European Mortgage Markets).

MONTHLY STATISTICS, IFS (International Financial Statistics).

پیوست‌ها:

جدول پیوست ۱: تخمین رگرسیون تابع سرمایه‌گذاری

Dependent Variable: I?
 Method: Seemingly Unrelated Regression
 Date: 1/1/2009 Time: 08:08
 Sample: 1 2000 2008
 Included observations: 13
 Total panel (unbalanced) observations: 68
 Cross sections without valid observations dropped

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
RLEND?	979.8709	251.2600	3.900009	0.0004
GDP?	-2.117899	0.000000	5.194170	0.0000
MBS?	-0.000000	0.000000	0.000000	0.9999
IP?	-0.000000	0.000000	0.000000	0.9999
Fixed Effects				
_FR--C	-28220.21			
_BL--C	-10620.21			
_UK--C	-28220.21			
_PT--C	-28220.21			
_IT--C	28220.21			
_GR--C	28220.21			
_SE--C	-28220.21			
Weighted Statistics				
Log likelihood	-28220.21			
Unweighted Statistics				
R-squared	0.999910	Mean dependent var	28220.21	
Adjusted R-squared	0.999910	S.D. dependent var	28220.21	
S.E. of regression	251.2600	Sum squared resid	28220.21	
Durbin-Watson stat	1.000000			

جدول پیوست ۲: محاسبه خرید دارایی (تسهیلات فروش اقساطی) از بانک سپه

نحوه محاسبه خرید دارایی (تسهیلات فروش اقساطی) از بانک سپه

مبلغ تسهیلات
نرخ سود تسهیلات مبتدئه ای
دوره
2,849/00
0/12
48نرخ تفریق اقساط نا مورسید
نرخ سود پرداختی به دارنگان اوراق
0/16
0/16

دوره	اقساط دریافتی وام	اصل تسهیلات	سود تسهیلات	اصل نمود	ارزش فنی اقساط	صورت	مخرج	fc	مبلغ پرداختی به دارنگان اوراق
75/03	46/54	ریال 29/49	ریال 74/04	ریال 74/04	74/04	74/04	0/988842105	2/10	75/03
75/03	47/00	ریال 28/02	ریال 73/06	ریال 73/06	73/06	73/06	0/973897341	2/07	75/03
75/03	47/47	ریال 27/55	ریال 72/10	ریال 72/10	72/10	72/10	0/961043428	2/04	75/03
75/03	47/95	ریال 27/08	ریال 71/15	ریال 71/15	71/15	71/15	0/94939812	2/02	75/03
75/03	48/42	ریال 26/60	ریال 70/22	ریال 70/22	70/22	70/22	0/936919197	1/99	75/03
75/03	48/91	ریال 26/12	ریال 69/29	ریال 69/29	69/29	69/29	0/923044471	1/96	75/03
75/03	49/41	ریال 25/63	ریال 68/38	ریال 68/38	68/38	68/38	0/911451781	1/94	75/03
75/03	49/89	ریال 25/13	ریال 67/48	ریال 67/48	67/48	67/48	0/899468894	1/91	75/03
75/03	50/39	ریال 24/63	ریال 66/59	ریال 66/59	66/59	66/59	0/887624017	1/89	75/03
75/03	50/89	ریال 24/13	ریال 65/72	ریال 65/72	65/72	65/72	0/875944744	1/86	75/03
75/03	51/40	ریال 23/62	ریال 64/85	ریال 64/85	64/85	64/85	0/864419155	1/84	75/03
75/03	51/92	ریال 23/11	ریال 64/00	ریال 64/00	64/00	64/00	0/853145219	1/81	75/03
75/03	52/44	ریال 22/59	ریال 63/16	ریال 63/16	63/16	63/16	0/841620394	1/79	75/03
75/03	52/96	ریال 22/06	ریال 62/33	ریال 62/33	62/33	62/33	0/830443499	1/77	75/03
75/03	53/48	ریال 21/53	ریال 61/51	ریال 61/51	61/51	61/51	0/819133322	1/74	75/03
75/03	54/03	ریال 21/00	ریال 60/70	ریال 60/70	60/70	60/70	0/808026482	1/72	75/03
75/03	54/57	ریال 20/46	ریال 59/90	ریال 59/90	59/90	59/90	0/796981397	1/70	75/03
75/03	55/11	ریال 19/91	ریال 59/11	ریال 59/11	59/11	59/11	0/786163919	1/68	75/03
75/03	55/66	ریال 19/36	ریال 58/33	ریال 58/33	58/33	58/33	0/775303894	1/65	75/03
75/03	56/22	ریال 18/81	ریال 57/57	ریال 57/57	57/57	57/57	0/764521935	1/63	75/03
75/03	56/78	ریال 18/24	ریال 56/81	ریال 56/81	56/81	56/81	0/753783916	1/61	75/03
75/03	57/35	ریال 17/68	ریال 56/06	ریال 56/06	56/06	56/06	0/743123476	1/59	75/03
75/03	57/92	ریال 17/10	ریال 55/32	ریال 55/32	55/32	55/32	0/732686628	1/57	75/03
75/03	58/50	ریال 16/52	ریال 54/59	ریال 54/59	54/59	54/59	0/722368146	1/55	75/03
75/03	59/09	ریال 15/94	ریال 53/88	ریال 53/88	53/88	53/88	0/712111328	1/53	75/03
75/03	59/68	ریال 15/36	ریال 53/17	ریال 53/17	53/17	53/17	0/701966248	1/51	75/03
75/03	60/27	ریال 14/78	ریال 52/47	ریال 52/47	52/47	52/47	0/691939388	1/49	75/03
75/03	60/88	ریال 14/19	ریال 51/78	ریال 51/78	51/78	51/78	0/6820136173	1/47	75/03
75/03	61/49	ریال 13/54	ریال 51/10	ریال 51/10	51/10	51/10	0/672194178	1/45	75/03
75/03	62/10	ریال 12/92	ریال 50/42	ریال 50/42	50/42	50/42	0/662391178	1/43	75/03
75/03	62/72	ریال 12/30	ریال 49/76	ریال 49/76	49/76	49/76	0/65260334	1/41	75/03
75/03	63/35	ریال 11/68	ریال 49/11	ریال 49/11	49/11	49/11	0/642823949	1/39	75/03
75/03	63/98	ریال 11/04	ریال 48/46	ریال 48/46	48/46	48/46	0/633119393	1/37	75/03
75/03	64/62	ریال 10/40	ریال 47/82	ریال 47/82	47/82	47/82	0/623412855	1/36	75/03
75/03	65/27	ریال 9/76	ریال 47/19	ریال 47/19	47/19	47/19	0/613712344	1/34	75/03
75/03	65/92	ریال 9/10	ریال 46/57	ریال 46/57	46/57	46/57	0/6040149188	1/32	75/03
75/03	66/58	ریال 8/44	ریال 45/96	ریال 45/96	45/96	45/96	0/604281435	1/30	75/03
75/03	67/25	ریال 7/78	ریال 45/35	ریال 45/35	45/35	45/35	0/604621163	1/29	75/03
75/03	67/92	ریال 7/11	ریال 44/76	ریال 44/76	44/76	44/76	0/604966828	1/27	75/03
75/03	68/60	ریال 6/43	ریال 44/17	ریال 44/17	44/17	44/17	0/605317383	1/25	75/03
75/03	69/28	ریال 5/74	ریال 43/59	ریال 43/59	43/59	43/59	0/605671082	1/24	75/03
75/03	69/98	ریال 5/05	ریال 43/01	ریال 43/01	43/01	43/01	0/606026725	1/22	75/03
75/03	70/68	ریال 4/35	ریال 42/45	ریال 42/45	42/45	42/45	0/606382363	1/20	75/03
75/03	71/38	ریال 3/64	ریال 41/89	ریال 41/89	41/89	41/89	0/606738944	1/19	75/03
75/03	72/10	ریال 2/93	ریال 41/34	ریال 41/34	41/34	41/34	0/607091882	1/17	75/03
75/03	72/82	ریال 2/21	ریال 40/79	ریال 40/79	40/79	40/79	0/607441988	1/16	75/03
75/03	73/55	ریال 1/48	ریال 40/26	ریال 40/26	40/26	40/26	0/607794489	1/14	75/03
75/03	74/28	ریال 0/74	ریال 39/73	ریال 39/73	39/73	39/73	0/608142127	1/13	75/03
جمع	3,601/20	ریال 2,849/00	ریال 752/20	ریال 3,601/20	ریال 2647/30	ریال 2647/30	35/28546548	75/03	3,601/20

مقررات احتیاطی تبدیل مطالبات رهنی مؤسسات اعتباری به اوراق بهادار

بخش اول - کلیات

هدف

ماده ۱- در اجرای فراز پایانی ماده ۵ قانون "تسهیل اعطای تسهیلات بانکی و کاهش هزینه-های طرح و تسریع در اجرای طرح‌های تولیدی و افزایش منابع مالی و کارایی بانک‌ها" و به‌منظور افزایش منابع در اختیار بانک‌ها جهت گسترش فعالیت‌های بانکی، تنوع بخشی به منابع تأمین مالی، بهبود نسبت کفایت سرمایه و کمک به مدیریت مؤثر ریسک اعتباری "مقررات احتیاطی تبدیل مطالبات رهنی مؤسسات اعتباری به اوراق بهادار"، که از این پس به اختصار مقررات نامیده می‌شود، تدوین می‌گردد.

تعاریف

ماده ۲- گستره شمول تعاریف ذیل، محدود به این مقررات است.

۱-۲- بانک مرکزی بانک مرکزی جمهوری اسلامی ایران.

۲-۲- مقام نظارتی: بانک مرکزی جمهوری اسلامی ایران

۳-۲- سازمان: سازمان بورس و اوراق بهادار.

۴-۲- مؤسسه اعتباری: بانک‌های مجاز و نیز مؤسسات اعتباری غیربانکی که مجوز فعالیت خود را از بانک مرکزی دریافت داشته، تحت نظارت این بانک قرار دارند.

۵-۲- مطالبات رهنی قابل تبدیل به اوراق بهادار: مطالباتی بلندمدت و دارای وثیقه رهنی، که از جریان وجوه نقد آتی برخوردار است و شامل آن گروه از مطالبات ناشی از اعطای تسهیلات فروش اقساطی و اجاره به شرط تملیک می‌شود که حداقل از دو سال پیشینه تاریخی و نیز ۵ سال سررسید تا انقضای قرارداد در زمان واگذاری برخوردار باشد.

۶-۲- عملیات تبدیل مطالبات رهنی به اوراق بهادار: که از این پس به اختصار عملیات نامیده می‌شود، فرآیندی است که به‌موجب آن طی تفاهم‌نامه‌ای فروش مجموع‌های از مطالبات رهنی همگن بانی به ناشر تعهد شده و ناشر پس از بسته‌بندی، برای تأمین مالی خرید مطالبات رهنی نسبت به انتشار گواهی موقت اوراق بهادار قابل معامله و فروش آن به سرمایه‌گذاران اقدام می‌نماید. فروش قطعی مطالبات و انتشار اوراق بهادار مربوط برای عرضه به سرمایه‌گذاران، پس از دریافت وجوه توسط بانی انجام می‌شود.

- ۷-۲- **مطالبات رهنی همگن:** مطالبات رهنی که از نظر نوع قرارداد، وثیقه، تضمین و ریسک‌های مربوط، دارای شرایط مشابهی می‌باشند.
- ۸-۲- **بانی:** مؤسسه اعتباری است که مطالبات خود را به ناشر می‌فروشد.
- ۹-۲- **ناشر:** شخص حقوقی است که به منظور خرید مطالبات رهنی از بانی و تبدیل آن‌ها به اوراق بهادار از سازمان مجوز دریافت نموده و فعالیت وی صرفاً محدود به انجام این عملیات و سرمایه‌گذاری‌های مرتبط با عملیات در بازارهای مجاز و مطمئن است.
- ۱۰-۲- **بسته‌بندی:** فرآیندی است که طی آن مجموعه مطالبات رهنی خریداری شده توسط ناشر، پس از گروه‌بندی و ارتقای اعتباری آن‌ها از طریق ایمن‌سازی، رتبه‌بندی و دیگر سازوکارهای موجود برای عرضه به سرمایه‌گذاران آماده‌سازی می‌شود.
- ۱۱-۲- **امین:** شخص حقوقی است که با دریافت مجوز از سازمان به منظور حفظ منافع سرمایه‌گذاران، بر کل عملیات نظارت کامل دارد و کلیه اسناد مطالبات رهنی، قراردادهای و وثایق مربوط زیر نظر وی نگهداری می‌شود.
- ۱۲-۲- **ضامنین:** منظور از ضامنین در این دستورالعمل:
- الف- شخص حقوقی است که مطالبات رهنی مؤسسه اعتباری را در صورت لزوم به نفع ناشر تضمین می‌کند.
- ب- شخص حقوقی است که اصل و سود اوراق را به نفع خریداران اوراق رهنی تضمین می‌کند.
- ۱۳-۲- **عامل:** شخص حقوقی است که خدمات مربوط به مطالبات رهنی موضوع این عملیات را شامل گردآوری اقساط و پرداخت آن به ذی‌نفعان برعهده دارد.
- ۱۴-۲- **سرمایه‌گذار:** شخصی است که مالک اوراق منتشره به پشتوانه مطالبات رهنی است.
- ۱۵-۲- **مطالبات جاری:** به مفهوم مطالبات رهنی است که اقساط آن حداقل در سال آخر از دو سال مورد بررسی، در سررسید مربوط پرداخت شده باشد.
- ۱۶-۲- **حسابرس اوراق:** شخصی است که توسط امین از میان مؤسسات حسابرسی معتمد سازمان انتخاب و حسابرسی عملیات را برعهده دارد.

بخش دوم - نکات لازم الرعایه برای بانی

ماده ۳ - بانی نباید

- به طور مستقیم یا غیرمستقیم، هیچ گونه سهمی در سرمایه ناشر داشته باشد.
- در جایگاهی قرار گیرد که از نفوذ مؤثر بر تصمیمات ناشر برخوردار شود.
- عضوی در هیأت مدیره ناشر داشته باشد.

تبصره: منظور از مشارکت غیرمستقیم در سرمایه ناشر دارا بودن سهام یا سهم‌الشرکه شرکت‌های تابعه بانی - حداکثر تا دو لایه - می‌باشد.

ماده ۵- بانی می‌بایست با توجه به صرفه اقتصادی، حجم مطالبات رهنی همگن قابل تبدیل به اوراق بهادار را تعیین کند.

ماده ۶- بانی باید اطمینان حاصل کند که منع قانونی، مقرراتی و قضایی برای انتقال مالکیت مطالبات رهنی مورد نظر وجود ندارد و از اختیارات لازم برای این انتقال - به گونه‌ای که انجام آن در تعارض با مفاد قرارداد مربوط به مطالبات رهنی نباشد - برخوردار است.

تبصره: چنانچه مفاد قرارداد صراحتاً و یا تلویحاً اختیار فروش مطالبات رهنی به غیر را سلب نموده باشد، بانی باید قبل از هرگونه اقدام برای فروش این نوع مطالبات، با توافق طرف دیگر قرارداد و اصلاح و یا الحاق ماده‌ای به قرارداد، از این اختیار بهره‌مند شود.

ماده ۷- برای انتقال مالکیت مطالبات رهنی، بانی می‌بایست در قرارداد منعقد شده با ناشر قید نماید که تمامی شرایط حاکم بر انواع قراردادهای مطالبات مذکور پس از انتقال، کماکان به قوت خود باقی خواهد ماند.

ماده ۸- بانی باید اطمینان حاصل کند که مفاد قرارداد انتقال مطالبات، شرایط زیر را تأمین می‌کند:

۱- ۸- هیچ گونه الزامی به قبول تعهد در قبال زیان‌های ناشی از این مطالبات متوجه وی نمی‌نماید.

۲- ۸- تعهدی مبنی بر بازخرید مطالبات رهنی از ناشر برای بانی ایجاد نمی‌کند.

مگر در شرایط ذیل:

الف- بانی مایل به بازخرید مطالبات جاری باشد.

ب- بخشی از مطالبات رهنی فروش رفته با شرایط قرارداد بین بانی و ناشر مطابقت نداشته باشد.

ج- برخی از مطالبات رهنی موضوع عملیات، به دلیل مغایرت‌های قانونی موجود در قرارداد تسهیلات، با مشکلات حقوقی مواجه شده است. لازم به ذکر است که در این مورد ریسک حقوقی مربوط، متوجه بانی خواهد شد.

۳-۸- پس از فروش مطالبات رهنی، بانی متحمل هیچ‌گونه هزینه‌ای بابت انجام فرآیند عملیات نمی‌شود.

۴-۸- چنانچه به موجب تنزل کیفیت اعتباری مطالبات موضوع عملیات، ضرورت امهال آن‌ها و در نتیجه تغییر شرایط حاکم بر قرارداد ایجاد شود، از این ناحیه هیچ‌گونه مسئولیتی متوجه بانی نمی‌گردد.

تبصره: لازم است نظرات مکتوب مسئولین واحدهای حقوقی و حسابرسی داخلی بانی، در خصوص تأیید موارد یاد شده در سوابق عملیات نگهداری و در صورت درخواست مقام نظارتی در اختیار آن قرار گیرد.

ماده ۹- بانی موظف است قبل از انجام هرگونه اقدام برای انتقال مالکیت مطالبات رهنی خود، نسبت به تطابق کلیه فرآیندهای پیش‌بینی شده برای عملیات با قوانین و مقررات اطمینان حاصل نموده در این خصوص مستندات لازم را برای دریافت مجوز به مقام نظارتی ارائه نماید.

ماده ۱۰- مطالبات موضوع عملیات باید به ارزش منصفانه قیمت‌گذاری شوند و سازوکار پرداخت وجه آن می‌بایست به گونه‌ای در تفاهم‌نامه پیش‌بینی شود، که فروش قطعی مطالبات رهنی پس از پرداخت کامل وجه به بانی انجام شود.

ماده ۱۱- فروش مطالبات رهنی نباید صوری بوده و می‌بایست حداقل از ویژگی‌های زیر برخوردار باشد:

۱-۱۱- از نظر حقوقی به طور کامل از مالکیت بانی خارج شده، به گونه‌ای که حتی در زمان ورشکستگی و تصفیه بانی، امکان دسترسی به آن‌ها برای وی و بستانکاران آن فراهم نباشد.

۲-۱۱- تمامی حقوق و تعهدات بانی در مورد مطالبات موضوع عملیات به ناشر منتقل شده و در این خصوص هیچ‌گونه منفعت و هزینه‌ای برای بانی باقی نماند.

ماده ۱۲- بانی تحت هیچ شرایطی مجاز به ارائه تسهیلات به ناشر به منظور خرید مطالبات موضوع عملیات نمی‌باشد.

ماده ۱۳- بانی مجاز به فروش تسهیلات سندیکایی نیست، مگر اینکه توافق تمامی اعضای تسهیلات سندیکایی را اخذ نماید.

ماده ۱۴- بانی در ثبت تمامی فرآیند عملیات، ملزم به رعایت استانداردهای حسابداری ذی-ربط است.

ماده ۱۵- در شرایطی که بانی نقش مجاز دیگری را در فرآیند عملیات عهده‌دار شود، خدمات باید براساس رویه‌های معمول تجاری و به دور از رفتارهای دوگانه انجام شود.

ماده ۱۶- بانی پس از انتقال مالکیت مطالبات رهنی موضوع عملیات باید سود حاصل از اعطای تسهیلات آن بخش از منابع آزاد شده را که از محل منابع سپرده‌گذاران است، در محاسبه سود قطعی سپرده‌گذاران منظور نماید.

بخش سوم - نکات لازم‌الرعايه برای ناشر

ماده ۱۷- لازم است حوزه فعالیت ناشر محدود به عملیات مربوط به انتشار مجموعه واحدی از اوراق بهادار موضوع این مقررات و همچنین سرمایه‌گذاری‌های مرتبط با آن باشد و موضوع فعالیت ناشر به ترتیب یاد شده می‌بایست به روشنی در اساسنامه تبیین شود.

ماده ۱۸- نام ناشر نباید هم نام یا مشابه نام بانی باشد. علاوه بر این، نام ناشر نباید با به کارگیری واژه‌ها یا نماد مشابه، نام بانی را تداعی کند.

ماده ۱۹- ناشر نباید به طور مستقیم یا غیرمستقیم (حداکثر تا دو لایه) هیچ‌گونه سهمی در سرمایه بانی داشته باشد.

ماده ۲۰- هیئت مدیره ناشر باید از بانی مستقل باشد.

ماده ۲۱- ناشر می‌تواند در فاصله زمانی بین دریافت اقساط از گیرندگان تسهیلات و پرداخت به دارندگان اوراق منتشره، وجوه در اختیار را (اعم از اصل و سود) در مؤسسات اعتباری سپرده‌گذاری نماید.

ماده ۲۲- ناشر می‌بایست هنگام فروش اوراق بهادار، با اطلاع رسانی مناسب سرمایه‌گذاران را به این نکته آگاه سازد که هیچ‌گونه تعهدی در خصوص این اوراق متوجه بانی نیست. درج مراتب فوق در ظهر اوراق ضروری است.

ماده ۲۳- ناشر موظف است تمامی اسرار متعلق به صاحبان اسناد و متعهدین مطالبات خریداری شده را حفظ نماید.

بخش چهارم - نکات لازم‌الرعایه برای عامل، امین و ضامن

ماده ۲۴- بانی می‌تواند نقش عامل را برای ناشر طرف قرارداد خود نیز ایفا نماید.

ماده ۲۵- قرارداد عاملیت، نباید برای عامل هیچ‌گونه تعهدی مازاد بر تعهدات متعارف برای ارائه خدمات عاملیت را ایجاد کند. عامل باید نظر مکتوب مشاور حقوقی خود را مبنی بر تأیید این موضوع دریافت و در سوابق نگهداری نماید.

ماده ۲۶- قرارداد منعقد شده بین عامل و ناشر می‌بایست موارد زیر را در برگیرد:

۱- ۲۶- نوع و جزئیات لازم تمامی خدمات؛

۲- ۲۶- متعهد نبودن عامل برای پرداخت وجوه به ناشر یا سرمایه‌گذاران، در صورت عدم ایفای تعهدات توسط دریافت‌کننده تسهیلات.

ماده ۲۷- به‌منظور انجام مناسب وظایف توسط عامل و نیز اعمال نظام کنترل داخلی مؤثر، لازم است فرآیند جریان وجوه و نقش‌ها و مسئولیت‌ها برای کارکنان مورد نیاز این فعالیت به‌طور شفاف تعریف شود.

ماده ۲۸- عامل و امین موظفند تمامی اسرار متعلق به صاحبان اسناد و متعهدین مطالبات رهنی خریداری شده را حفظ نمایند.

ماده ۲۹- در صورتی که گیرندگان تسهیلات در بازپرداخت اقساط قصور نمایند، امین موظف است با ناشر و یا نماینده وی در ارائه اسناد برای وصول مطالبات همکاری لازم را به‌عمل آورد.

بخش پنجم - سایر الزامات احتیاطی

ماده ۳۰- مؤسسه اعتباری مجاز است حداکثر تا ۵ درصد سرمایه پرداخت شده خود را در اوراق بهادار منتشره توسط هر ناشر سرمایه‌گذاری کند. مجموع سرمایه‌گذاری مؤسسه اعتباری در اوراق بهادار منتشره موضوع این نوع عملیات نباید از ۲۰ درصد سرمایه پرداخت شده آن فراتر رود.

تبصره: بانی مجاز به خرید اوراق رهنی ناشری که مطالبات خود را به وی واگذار نموده است نمی‌باشد.

ماده ۳۱- به‌منظور مدیریت ریسک سبد سرمایه‌گذاری‌ها، نگهداری اوراق بهادار با پشتوانه مطالبات رهنی در سبد سرمایه‌گذاری مؤسسه اعتباری باید با توجه به رتبه اوراق (در صورت

رتبه‌بندی آن‌ها) به گونه‌ای انجام شود که ریسک کلی سبد سرمایه‌گذاری در حد قابل قبول قرار گیرد و این موضوع مورد تأیید مقام نظارتی واقع شود.

ماده ۳۲- انتقال کامل ریسک از بانی در عملیات می‌بایست برای مقام نظارتی محرز شود.

ماده ۳۳- مطالبات رهنی فروش رفته، صرفاً در شرایطی که ریسک اعتباری آن‌ها به‌طور کامل از بانی منتقل شده باشد، در محاسبات مربوط به کفایت سرمایه منظور نمی‌شوند.

ماده ۳۴- بانی نمی‌تواند هیچ‌گونه خدمات حمایتی تلویحی به ناشر ارائه دهد. در صورت احراز این نوع حمایت توسط مقام نظارتی، ریسک ناشی از مطالبات رهنی فروش رفته کماکان در محاسبات کفایت سرمایه منظور خواهد شد.

تبصره: جایگزینی مطالبات رهنی غیرجاری، بازخرید مطالبات رهنی که با تنزل کیفیت اعتباری مواجه شده‌اند و یا فروش آن‌ها با نرخ غیرمتعارف بازار از مصادیق حمایت تلویحی است. این مقررات در ۳۴ ماده و ۵ تبصره در کمیسیون اعتباری به تأیید رسید.

قانون "توسعه ابزارها و نهادهای مالی جدید در راستای تسهیل اجرای سیاست‌های کلی اصل چهل و چهارم قانون اساسی"

ماده ۱- اصطلاحات و واژه‌هایی که در این قانون به کار رفته است دارای معانی زیر می‌باشند.

الف- گواهی سرمایه‌گذاری؛ اوراق بهادار متحدالشکلی است که توسط صندوق سرمایه‌گذاری منتشر و در ازای سرمایه‌گذاری اشخاص در صندوق با درج مشخصات صندوق و سرمایه‌گذار و مبلغ سرمایه‌گذاری به آن‌ها ارائه می‌شود.

ب- سهام شناور آزاد؛ بخشی از سهام شرکت است که دارندگان آن همواره آماده عرضه و فروش آن سهام می‌باشند و قصد ندارند با حفظ آن قسمت از سهام، در مدیریت شرکت مشارکت نمایند.

ج- سازمان بورس و اوراق بهادار؛ سازمانی است که به موجب قانون "بازار اوراق بهادار جمهوری اسلامی ایران" مصوب ۱۳۸۴/۹/۱ تشکیل شده است و در این قانون "سازمان" نامیده می‌شود.

د- نهاد واسط؛ یکی از نهادهای مالی موضوع قانون بازار اوراق بهادار جمهوری اسلامی ایران است که می‌تواند با انجام معاملات موضوع عقود اسلامی نسبت به تأمین مالی از طریق انتشار اوراق بهادار اقدام نماید.

ه- صندوق سرمایه‌گذاری؛ نهادی مالی است که منابع مالی حاصل از انتشار گواهی سرمایه‌گذاری را در موضوع فعالیت مصوب خود سرمایه‌گذاری می‌کند.

ماده ۲- سازمان ثبت اسناد و املاک کشور موظف است صرفاً با مجوز سازمان، صندوق‌های موضوع بندهای (۱۹) و (۲۰) ماده (۱) قانون بازار اوراق بهادار جمهوری اسلامی ایران و صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک موضوع بند (۱) ماده (۱۴) قانون "ساماندهی و حمایت از تولید و عرضه مسکن" - مصوب ۱۳۸۷/۲/۲۵- و سایر صندوق‌هایی را که به موجب مقررات قانون بازار اوراق بهادار جمهوری اسلامی ایران نهاد مالی محسوب می‌شوند، ثبت نماید. این صندوق‌ها از تاریخ ثبت دارای شخصیت حقوقی می‌باشند.

ماده ۳- در ازای سرمایه‌گذاری در صندوق‌های موضوع ماده (۲)، گواهی سرمایه‌گذاری با نام صادر می‌شود. مسئولیت سرمایه‌گذاران در این صندوق‌ها محدود به میزان مبلغ سرمایه‌گذاری آن‌هاست.

ماده ۴- تأسیس، ثبت، فعالیت، انحلال و تصفیه صندوق‌های موضوع ماده (۲) طبق ضوابط زیر خواهد بود:

الف- مدت فعالیت این صندوق‌ها باید متناسب با نوع فعالیت صندوق در اساسنامه قید شود.

- ب- حداقل سرمایه لازم برای تشکیل صندوق‌های سرمایه‌گذاری پنج میلیارد (۵.۰۰۰.۰۰۰.۰۰۰) ریال می‌باشد. شورای عالی بورس و اوراق بهادار می‌تواند حداقل سرمایه لازم برای تشکیل صندوق‌های سرمایه‌گذاری را با در نظر گرفتن تغییرات نرخ تورم افزایش دهد.
- ج- متغیر یا ثابت بودن سرمایه و همچنین قابلیت و نحوه نقل و انتقال گواهی سرمایه‌گذاری صندوق‌ها از طریق صدور و ابطال و یا خرید و فروش باید در اساسنامه صندوق قید شود.
- د- صندوق به موجب ترتیباتی که در اساسنامه پیش‌بینی می‌شود باید حداقل یک رکن اداره‌کننده و یک رکن ناظر به‌عنوان بازرس/ حسابرس داشته باشد.
- ه- وظایف، اختیارات و مسئولیت‌های ارکان مذکور و سایر ارکان از قبیل ضامن بر عهده اشخاص حقوقی واجد شرایطی خواهد بود که باید در صندوق قبول سمت نمایندند. حدود مسئولیت و اختیارات هر یک از ارکان در اساسنامه تعیین می‌شود. رکن اداره‌کننده را می‌توان از بین اشخاص حقیقی واجد شرایط تعیین کرد.
- و- نحوه تصفیه صندوق در پایان مدت فعالیت و یا انحلال آن به‌موجب شرایط مندرج در اساسنامه بوده و مدیر صندوق مدیر تصفیه نیز می‌باشد مگر اینکه شرایط لازم برای اداره صندوق را از دست بدهد. اداره صندوق‌های سرمایه‌گذاری طبق اساسنامه آن‌ها می‌باشد.