

اوراق مشارکت رهنی ابزاری نوین در تامین مالی بانکها

تاریخ تأیید: ۸۷/۶/۲۱

تاریخ دریافت: ۸۷/۵/۲۶

۱۶۳

ابوذر سروش*

چکیده

بانک در جایگاه یکی از مهمترین نهادهای بازار پول، نقشی انکارناپذیر در تامین مالی طرح‌های صنعتی، تولیدی و ساختمانی دارد. در حال حاضر، بروز یک‌سری از مسایل و مشکل‌ها در اقتصاد کشور سبب شده بانک‌ها با مشکل تامین مالی روبه‌رو شوند. یکی از متداول‌ترین روش‌های تامین مالی بانک‌ها استفاده از اوراق بهادار با پشتوانه وام‌های رهنی است. اما استفاده از این ابزار در بانک‌های اسلامی سابقه فراوانی ندارد.

با تصویب قانون بازار اوراق بهادار در سال ۱۳۸۴، بستر قانونی لازم جهت طراحی و انتشار اوراق بهادار جدید پدید آمده است. اکنون بانک‌ها می‌توانند از راه طراحی و انتشار ابزارهای مالی جدید، به تامین مالی از بازار سرمایه اقدام کنند.

در حال حاضر به‌علت وجود مسایل مالیاتی، استفاده از اوراق بهادار با پشتوانه تسهیلات رهنی وجود ندارد. از این‌رو در مقاله ضمن بررسی اوراق بهادار با پشتوانه تسهیلات رهنی، ابزاری جایگزین با عنوان اوراق مشارکت رهنی جهت تامین مالی بانک‌ها (به‌ویژه در بخش مسکن) ارائه می‌شود.

واژگان کلیدی: تامین مالی بانک، اوراق بهادار با پشتوانه تسهیلات رهنی، اوراق مشارکت،

اوراق مشارکت رهنی.

طبقه‌بندی JEL: G30, G21, G19

مقدمه

در شرایط کنونی، عدم وجود تعادل در بخش مسکن از یک سو و نوسان‌های شدید دوره‌های تجاری آن از سوی دیگر، سبب شده تا قشرهای گوناگون جامعه به ویژه قشر آسیب‌پذیر با مشکل‌های اساسی برای تامین مسکن روبه‌رو شوند. نارسایی‌های سامانه تامین مالی مسکن در ایران که بر تامین مالی از راه بانک مبتنی است و وجود محدودیت‌هایی مانند سقف تسهیلات، نرخ ثابت، مدت بازپرداخت محدود و عدم تناسب تسهیلات با وثیقه، این موضوع را تشدید کرده است. اما در برابر بسیاری از کشورهای توسعه‌یافته توانسته‌اند به کمک تاسیس نهادها و طراحی ابزارهای مالی مربوط به بخش مسکن تا حد فراوانی مشکل مسکن را بدون دخالت مستقیم دولت حل کنند. در حالت کلی می‌توان چهار الگوی کلی را برای تامین مالی بخش مسکن مشخص کرد:

۱. نظام سپرده‌گذاری (بازار پول)؛

۲. صندوق‌های املاک، مستغلات، زمین و ساختمان (بازار سرمایه)؛*

۳. تبدیل دارایی‌ها به اوراق بهادار (بازار سرمایه)؛

۴. بازار رهن ثانویه** (بازار سرمایه).

این در حالی است که کشور ما تا کنون فقط از نظام سپرده‌گذاری جهت تامین مالی بخش مسکن استفاده کرده است. با تصویب قانون بازار اوراق بهادار در سال ۱۳۸۴، بستر لازم جهت تاسیس نهادها، ابزارها و بازارهای مالی جدید پدید آمد. اکنون صندوق‌های زمین و ساختمان در جایگاه نهاد مالی فعال در بخش مسکن و ابزار مالی اوراق مشارکت رهنی در جایگاه ابزاری جهت کمک به تامین مالی بخش مسکن با دریافت مجوز از سازمان بورس و اوراق بهادار امکان تاسیس و انتشار را یافته‌اند. اوراق مشارکت (صکوک مشارکت) یکی از مهمترین ابزارهای مالی اسلامی است که در ایران و دنیا مورد استفاده قرار می‌گیرد. از

*. براساس ضوابط تاسیس صندوق‌های زمین و ساختمان مصوب شورای عالی بورس، صندوق، شخص حقوقی است که با دریافت مجوز از سازمان بورس تاسیس و به جمع‌آوری وجوه از سرمایه‌گذاران داخلی و خارجی و تخصیص آن به ساخت پروژه یا پروژه‌های ساختمانی می‌پردازد. برای اطلاعات بیشتر به سایت WWW.RDIS.IR مراجعه کنید.

** بازار رهن ثانویه بازاری است که در آن تمام ابزارهای خاص مربوط به تامین مالی بخش مسکن مورد معامله و دادوستد قرار می‌گیرد.

این‌رو در مقاله ضمن بیان نحوه تعامل بین بازار پول و سرمایه جهت تامین مالی بخش مسکن به مروری مختصر بر ابزارهای مالی اسلامی (صکوک) با تاکید بر اوراق مشارکت می‌پردازیم و سرانجام مدل عملیاتی اوراق مشارکت رهنی که از سازوکار تبدیل دارایی‌ها به اوراق بهادار تبعیت می‌کند را ارائه می‌کنیم.

تبدیل دارایی‌ها به اوراق بهادار (Securitization)

تبدیل دارایی‌ها به اوراق بهادار سازوکاری است که به وسیله آن دارایی‌ها به وجه نقد تبدیل می‌شوند. بنا به تعریف، تبدیل دارایی‌ها به اوراق بهادار فرایند سازمان‌یافته‌ای است که به سبب آن منافع وام‌ها و دیگر مطالبات تعهد شده، به اوراق بهادار قابل معامله تبدیل می‌شوند (Martellini & Praiaulet, 2003:593 - 597). به عبارت دیگر، تبدیل به اوراق بهادار کردن تکنیکی است که در آن شرکتی به فروش دارایی‌های مالی خود به شخصیت حقوقی جدید اقدام کرده و آن شخصیت حقوقی نیز جهت تأمین مالی خرید انجام‌شده، به انتشار اوراق بهادار اقدام می‌کند. به این ترتیب دارایی‌های مالی به‌طور عملی به اوراق بهادار قابل معامله تبدیل می‌شوند. براساس این روش، دارایی‌هایی که به‌صورت سنتی جزئی از ترازنامه شمرده می‌شدند به اوراق بهادار قابل معامله تبدیل شده و به خارج از ترازنامه منتقل می‌شوند.

در نظام مالی متعارف، هر دارایی با درآمد ثابت یا متغیر مانند اوراق بهادار دولتی، مطالبه‌های ناشی از وام‌های تجاری، وام‌های رهنی مسکن، وام‌های رهنی بازرگانی، حساب‌های دریافتی، وام‌های دانشجویی، مطالبه‌های مربوط به اجاره‌های بلندمدت و ... می‌توانند به اوراق بهادار تبدیل شوند. در ادامه به بررسی سرچشمه پدیدآمدن ابزارهای مالی اسلامی می‌پردازیم.

مروری بر ابزارهای مالی اسلامی

اگر از بُعد حقوقی به ابزارهای مالی بنگریم آنها را چیزی جز قرارداد یا مجموعه‌ای از قراردادهای گوناگون که بین افراد گوناگون منعقد شده است نمی‌بینیم. از این‌رو سابقه ابزارهای مالی اسلامی به صدر اسلام (و در برخی موارد به پیش از اسلام) بر می‌گردد. اما

استفاده از آنها در مقیاسی وسیع و با نگرشی جدید تا چند دهه پیش مورد توجه قرار نگرفته بود.

ایده اولیه ابزارهای مالی اسلامی به نظریه‌های اقتصاد اسلامی که طی ۴۰ سال گذشته ارائه شده است بر می‌گردد. در آن زمان امام موسی صدر در جایگاه یکی از پیشگامان اقتصاد اسلامی، به معرفی پارادایم‌های جدیدی در حوزه تفکرهای اقتصادی و مالی اقدام کرد. در این میان کوشش‌های فراوانی جهت پدید آمدن بانک‌های اسلامی در کشورهای مصر، پاکستان و ... صورت پذیرفت و سرانجام ایران در جایگاه نخستین کشور اسلامی توانست بانکداری اسلامی را به‌طور کامل و بدون وجود نظام موازی (بانکداری متعارف) اجرا کند. اگر بخواهیم به‌صورت دقیق تاریخچه ابزارهای مالی اسلامی را بررسی کنیم باید این ابزارها را به دو دسته ابزارهای بازار پول و ابزارهای بازار سرمایه تفکیک کرد.

ایده اولیه استفاده از ابزارهای اسلامی در بازار پول به دهه ۱۹۸۰ بر می‌گردد. در آن زمان بانک‌های اسلامی جهت غلبه بر مسئله نقدینگی به استفاده از این نوع ابزارها روی آوردند. در جولای ۱۹۸۳، بانک مرکزی مالزی به‌جای اوراق قرضه دولتی، از اوراق بدون بهره به نام گواهی سرمایه‌گذاری دولتی استفاده کرد. نرخ سود این اوراق از رابطه ثابتی تبعیت نمی‌کرد و وابسته به معیارهای گوناگونی مانند شرایط کلان اقتصادی، نرخ تورم و نرخ بازدهی دیگر اوراق بهادار مشابه بود. بدین ترتیب شبهه ربوی بودن سود به ظاهر بر طرف می‌شد و افراد مسلمان به خرید این اوراق اقدام می‌کردند (پهلوان و رضوی، ۱۳۸۶: ۱۰). این ابزارها همگی بر عقود اسلامی مانند اجاره، مشارکت، مضاربه و ... مبتنی بودند.

در کنار گسترش بازار پول اسلامی و انتشار اوراق بهادار مرتبط با این بازار، بازار سرمایه نیز شروع به گسترش کرد. در دهه ۱۹۹۰، همزمان با گسترش ساختارهای گوناگون معامله‌های مالی به‌وسیله بانک‌های اسلامی، ایده استفاده از ابزارهای اسلامی بازار سرمایه نیز قوت گرفت. ارسالن طریق (Arsalan Tariq, 2007) سابقه ایده‌های ابزارهای اسلامی بازار سرمایه را به حق و عباس (Haque & Abbas, 1999)، قحف (Kahf, 1997)، الگاری (Elgari, 1997) و زرقا (Zarqa, 1997) نسبت می‌دهد (Arsalan Tariq & Dar, 2007: 204 - 206). این در حالی است که جمهوری اسلامی ایران در سال ۱۳۷۳ مقررات ناظر بر انتشار اوراق مشارکت را تهیه کرد و شهرداری تهران در جایگاه ناشر، نخستین اوراق مشارکت را منتشر

کرد. به علت عدم اطلاع محققان حوزه مطالعه‌های مالی اسلامی از این ابداع کشورمان، ایده‌های استفاده از ابزارهای اسلامی بازار سرمایه را به اوایل سال‌های ۱۹۹۷ یعنی ۳ سال پس از تصویب ضوابط اجرایی انتشار اوراق مشارکت نسبت می‌دهند. در حالی که در حقیقت ایران در جایگاه نخستین کشوری بود که به طراحی و انتشار چنین ابزارهایی اقدام کرده است.

با این وجود، وقایع ۱۱ سپتامبر سبب شد تا مسلمانان به استفاده از ابزارهای اسلامی بازار سرمایه و سرمایه‌گذاری در کشورهای اسلامی بیش از پیش روی آوردند و از آن زمان لفظ صکوک در دنیا بسیار گسترش یافت تا جایی که حتی کشورهای غیر اسلامی جهت جذب سرمایه‌های مسلمانان به استفاده از این ابزار اقدام کردند. لفظ صکوک برای نخستین بار در سال ۲۰۰۲ در جلسه فقهی بانک توسعه اسلامی (Islamic Development Bank) جهت ابزارهای مالی اسلامی پیشنهاد شد. بعد از آن سازمان حسابداری و حسابرسی نهادهای مالی اسلامی (AAOIFI) به معرفی ۱۴ نوع صکوک اقدام کرد (سروش، ۱۳۸۶: ۱۵).

۱۶۷

فصلنامه علمی پژوهشی اقتصاد اسلامی / اوراق مشارکت رهنی ابزاری نوین در تامین مالی بانکها

دایرة المعارف قاموس عام لكل فن و مطلب درباره واژه صکوک چنین بیان می‌کند:

«صک به معنای سند و سفته است و معرب واژه چک در فارسی است. اعراب این واژه را توسعه دادند و آن را بر کلیه انواع حوالجات و تعهدات به کار بردند. آنها این واژه را بر کتاب به صورت عام و بر سند اقرار به مال به صورت خاص اطلاق کردند. در عرف عرب این واژه، حواله، انواع سفته، سند و هر آنچه که تعهد یا اقراری از آن ایفاد شود را شامل می‌شود. واژه‌های صک الوکالة به معنای وکالت‌نامه و صک الکفالة به معنای کفالت‌نامه نیز در زبان عربی رواج یافته است» (نجفی، ۱۳۸۵).

همزمان با گسترش ابزارهای بازار سرمایه در کشورهای عربی و غربی، در ایران نیز زمینه‌های لازم جهت استفاده از این دسته از ابزارها پدید آمد. با تصویب قانون اوراق بهادار در سال ۱۳۸۴، بستر قانونی لازم جهت طراحی و انتشار ابزارهای مالی جدید در کشور فراهم شد. در این قانون برای نخستین بار اوراق بهادار یا همان ابزار مالی تعریف شد و وظیفه طراحی ابزارهای مالی جدید بر عهده سازمان بورس و اوراق بهادار و وظیفه تصویب آنها بر عهده شورای عالی بورس قرار گرفت. براساس بند ۲۴ ماده ۱ قانون اوراق بهادار، اوراق بهادار عبارت است از هر نوع ورقه یا مستندی که متضمن حقوق مالی قابل نقل و انتقال برای مالک عین یا

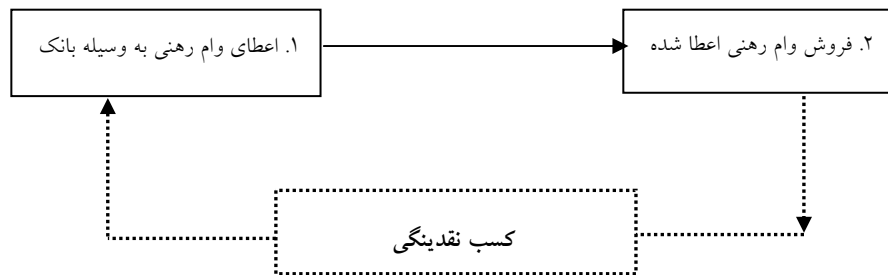
منفعت آن باشد. مفهوم ابزار مالی و اوراق بهادار در این قانون معادل یکدیگر قرار دارند (قانون بازار اوراق بهادار، ۱۳۸۶: ۳). البته پیش از تصویب این قانون، قانون اوراق مشارکت در سال ۱۳۷۷ به تصویب رسیده بود. در ادامه به بررسی تاریخچه اوراق بهادار با پشتوانه وام‌های رهنی می‌پردازیم.

تاریخچه اوراق بهادار رهنی (Mortgage Backed Security)

پس از جنگ جهانی دوم با افزایش تقاضای خرید مسکن، بانک‌ها و مؤسسه‌های مالی و اعتباری با تقاضای فراوانی برای وام مسکن روبه‌رو شدند. از این‌رو کوشش فراوانی صورت گرفت تا منابع مالی بیشتری جذب شده و از این راه، تسهیلات بیشتری نیز اعطا شود (Martellini, Praiaulet, Priaulert, 2003: 593 - 594). در آن زمان تامین مالی این وام‌ها عمدتاً از محل سپرده‌ها بود. بنابراین منابع تامین مالی بانک‌ها به همین مورد محدود می‌شد. از این‌رو بانک‌ها (به‌ویژه بانک‌های آمریکایی) جهت تامین مالی به بازار سرمایه و بازار رهن ثانویه رو آوردند و از ابزارهای مالی جدید جهت تامین مالی استفاده کردند. اوراق بهادار با پشتوانه وام‌های رهنی یکی از مهمترین این ابزارها بود. اوراق بهادار با پشتوانه وام‌های رهنی اوراقی هستند که با پشتوانه وام‌های رهنی منتشر می‌شوند. وام‌های رهنی به وام‌هایی اطلاق می‌شود که بانک در برابر اعطای تسهیلات به متقاضی (گیرنده تسهیلات)، سند دارایی را در رهن خود قرار داده است.

انجمن رهن ملی دولتی (Government National Mortgage Association) آمریکا پرداخت‌های منظم اصل و بهره وام‌های پشتوانه این نوع از اوراق بهادار را برای خریدار تضمین می‌کرد و بدین وسیله ریسک اعتباری اوراق را به صفر کاهش می‌داد. تضمین این وام‌ها به معنای تضمین پرداخت یک رشته اقساط مساوی به صورت ماهانه بود. بدین طریق ریسک موجود برای وام‌دهندگان و وام‌گیرندگان کاهش می‌یافت. به این مطلب بیمه رهن نیز اضافه شد و در نتیجه دولت آمریکا جاذبه سرمایه‌گذاری در ابزارهای رهنی را افزایش داد (www.ginnimae.gov).

با تضمین اصل و فرع وام‌ها به وسیله این مؤسسه، فعالیت نهادهای مالی در این باره بسیار گسترش یافت. با گسترش استفاده از اوراق بهادار با پشتوانه وام‌های رهنی، این اوراق در بازار ثانویه مورد دادوستد قرار گرفت. به این بازار، بازار رهن ثانویه گفته می‌شود. پدیدآمدن بازار رهن ثانویه سبب شد بازار رهن اولیه یعنی وام‌دهی بلندمدت نیز به نوبه خود گسترش یافته و تامین مالی بخش مسکن راحت‌تر انجام پذیرد. در حقیقت بازار رهن ثانویه ابزاری شد تا بانک بتواند به وسیله آن منابعی که صرف اعطای تسهیلات مسکن کرده است را آزاد کرده و به وجه نقد تبدیل کند و از این راه قدرت وام‌دهی خود را در بخش مسکن افزایش دهد. به عبارت دیگر، هدف از تشکیل بازار رهن ثانویه تزریق نقدینگی کافی به بازار رهن و آزاد کردن وجوه سرمایه‌گذاری شده بانک‌ها در بازار رهن اولیه از راه فروش وام‌های رهنی اعطا شده است تا بانک‌ها بدین وسیله بتوانند وام‌های رهنی بیشتری بدهند. شکل ذیل به خوبی گویای فرایند کلی فروش وام‌های رهنی است.

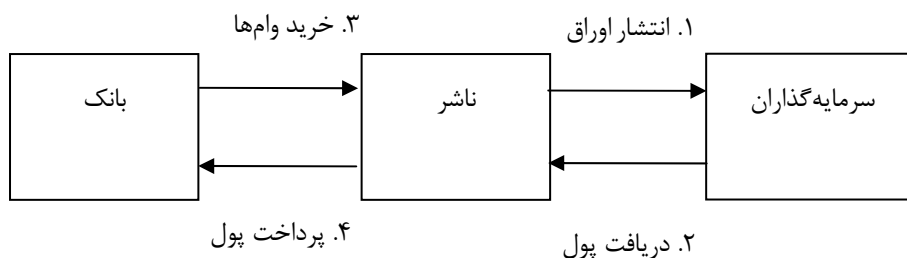


بازار رهن ثانویه با تجمیع و تهیه سبدی از وام‌های رهنی و تضمین آنها، جذابیت انتشار اوراق بهادار با پشتوانه وام‌های رهنی را افزایش می‌دهد. در حقیقت بانک‌ها از راه این بازار، اوراق منتشره را به سرمایه‌گذاران گوناگون فروخته و از منابع گردآوری شده وام‌های جدیدی می‌دهند.

فرایند انتشار اوراق بهادار با پشتوانه وام‌های رهنی

به طور کلی در فرایند تبدیل دارایی‌ها (از جمله وام‌های رهنی) به اوراق بهادار، شرکت یا مؤسسه‌ای که نیاز به تأمین مالی دارد، به تأسیس «شرکت واسط»^{*} اقدام می‌کند. شرکت واسط برای اینکه وجوه لازم برای خرید دارایی‌های پیش‌گفته را فراهم کند، به انتشار اوراق بدهی با پشتوانه دارایی می‌کند و آن را به عموم سرمایه‌گذاران عرضه می‌کند. سپس واسط وجوهی را که از محل فروش اوراق بدهی به دست آورده است، بابت خرید دارایی‌های مالی به بانک پرداخت می‌کند. سرمایه‌گذارانی که اوراق بدهی با پشتوانه دارایی را خریداری کرده‌اند، از محل جریان‌های نقدی حاصل از دارایی‌های مالی (وام‌ها) بازدهی کسب می‌کنند. در نمودار ذیل فرایند کلی تبدیل دارایی‌های بانک به اوراق بهادار آورده شده است.

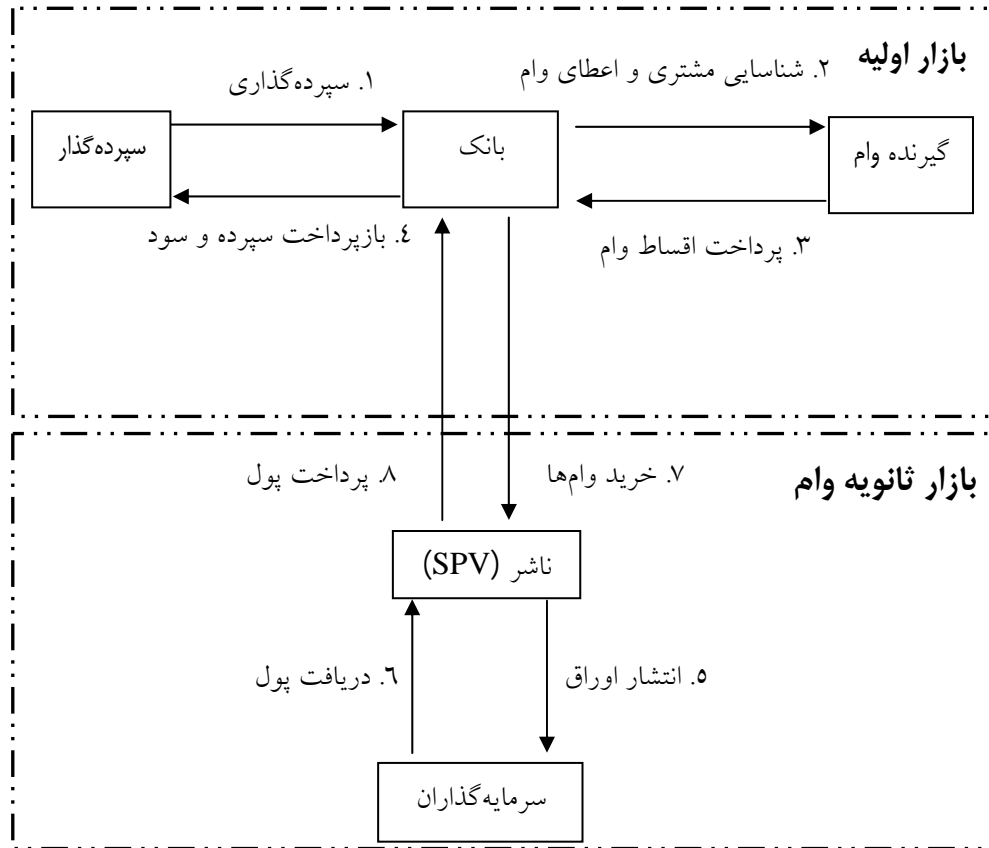
نگاره شماره ۱: فرایند کلی تبدیل دارایی‌های بانک به اوراق بهادار



مواردی که در بالا بیان شد همگی در بازار ثانویه یا همان بازار رهنی اتفاق می‌افتد. حال آنکه پیش از این باید به بازار اولیه وام نیز توجه داشت. به بیان دیگر وجود بازار اولیه سبب پدید آمدن بازار ثانویه رهن شده است. از این‌رو در نمودار ذیل کوشیده شده است کل فرایند انتشار اوراق بهادار با پشتوانه وام‌های رهنی آورده شود.

*. Special Purpose Company = Special Purpose Entity = Special Purpose Vehicle.

نگاره شماره ۲: فرایند انتشار اوراق بهادار با پشتوانه وام‌های رهنی



۱۷۱

فصلنامه علمی پژوهشی اقتصاد اسلامی / اوراق مشارکت رهنی ابزاری نوین در تامین مالی بانکها

بنابراین فرایند انتشار در بازار پول آغاز می‌شود و سپس به بازار سرمایه می‌رسد. همان‌طور که در نگاره شماره ۲ نشان داده می‌شود بانک پس از شناسایی مشتری و تجزیه و تحلیل ریسک اعتباری وی، به اعطای وام اقدام می‌کند و در سررسیدهای مقرر اقساط خود را دریافت می‌کند. در مرحله بعد بانک جهت تامین مالی، مطالبه‌های خود را به شرکتی واسط می‌فروشد و وجه آن را مطابق با قوانین و مقررات از ناشر دریافت می‌کند. ناشر نیز اوراق بهاداری مبتنی بر این مطالبه‌ها منتشر می‌نماید و از این راه ضمن تامین مالی، سود حاصل از این فعالیت را در قالب کارمزدهای معینی دریافت می‌کند.

امکان انتشار اوراق رهنی در ایران

اگر بخواهیم در ایران از این رویکرد استفاده کنیم با مشکل‌هایی روبه‌رو خواهیم شد؛ زیرا با توجه به اینکه تسهیلات بانکی براساس نوع عقد متفاوت هستند بنابراین باید سبب تسهیلات را که می‌خواهیم پشتوانه اوراق بهادار رهنی قرار دهیم از نوع خاص و معینی باشد. این نکته را هم باید اضافه کرد که در اوراق بهادار رهنی دارایی (به‌طور مثال، مسکن، زمین و ساختمان) باید در رهن بانک باشد. به بیان دیگر باید تسهیلاتی را انتخاب کرد که دارایی آن در رهن بانک قرار گرفته باشد. با بررسی عقود گوناگون می‌توان تسهیلات بانکی اعطا شده براساس عقد فروش اقساطی را پشتوانه وام‌های رهنی قرارداد زیرا در این عقد دارایی موضوع قرارداد تسهیلات، به رهن بانک درمی‌آید.

براساس آنچه تا کنون بیان شد مشخص شد که جهت انتشار اوراق بهادار با پشتوانه تسهیلات رهنی* در ایران باید از تسهیلاتی که در قالب عقد فروش اقساطی اعطا شده‌اند استفاده کرد. در این میان توجه به بُعدهای فقهی و مالیاتی انتشار اوراق بهادار با پشتوانه تسهیلات رهنی نیز حائز اهمیت است. بنابراین در ادامه به‌صورت بسیار مختصر بحث‌های فقهی و مالیاتی مرتبط با انتشار این اوراق مورد بررسی قرار می‌گیرد.

بعد فقهی اوراق مشارکت رهنی

اگر به‌صورت دقیق به فرایند انتشار اوراق بهادار با پشتوانه تسهیلات رهنی بنگریم ملاحظه می‌شود که در حقیقت تسهیلات بانکی به‌وسیله بانک به شرکت واسط (ناشر) منتقل می‌شود. این انتقال از راه عقد فروش دین صورت می‌پذیرد. خرید و فروش دین یکی از مسایل مهم فقهی است که مورد توجه بسیاری از فقیهان و اندیشه‌وران اسلامی قرار گرفته است. در صورتی که بیع دین به‌ویژه به کمتر از قیمت اسمی به شخص ثالث (تنزیل) صحیح باشد، راهکار مهمی جهت تأمین مالی در اختیار دولت‌ها و بنگاه‌های اقتصادی قرار می‌گیرد. دولت و شرکت‌های خصوصی می‌توانند مطالبه‌های

*. از آنجا که در ادبیات بانکداری بدون ربا، از واژه تسهیلات به جای وام استفاده می‌شود در مقاله جاهایی که به بررسی نظام بانکداری متعارف پرداخته می‌شود از واژه وام و در جاهایی که نظام بانکداری بدون ربا بررسی می‌شود از واژه تسهیلات استفاده شده است.

مدت دار خود از شرکت‌ها، مؤسسه‌ها، اشخاص حقیقی و حقوقی را عنداللزوم در بازار به فروش رسانند و از این راه نیازهای کوتاه‌مدت خود را به نقدینگی تامین کنند (موسویان (الف)، ۱۳۸۶: ۲۰۴).

عمده بحث بیع دین در حقوق ایران در تنزیل اسناد تجاری از طرف بانک‌ها مطرح است، در حال حاضر، عملیات مربوط به خرید دین بر مبنای آیین‌نامه موقت تنزیل اسناد و اوراق تجاری و مقررات اجرایی آن، که در جلسه مورخ ۱۳۶۱/۸/۲۶ شورای پول و اعتبار به تصویب رسیده و متعاقباً در شورای نگهبان نیز مطرح و به اکثریت آراء، با شرع و قانون اساسی مخالف شناخته نشده است، انجام می‌پذیرد (هدایتی، ۱۵۹). در نامه شورای نگهبان به بانک مرکزی آمده است:

«عطف به نامه شماره ۲۳۴۴/هـ مورخ ۱۳۶۱/۱۰/۵ آیین‌نامه موقت تنزیل اسناد و اوراق تجاری (خرید دین) مصوب جلسه چهارصد و هفتاد و یکمین مورخ ۱۳۶۱/۸/۲۶ شورای پول و اعتبار که در جلسه رسمی شورای نگهبان مطرح و مورد بحث و بررسی قرار گرفت و با اکثریت آراء با موازین شرعی و قانون اساسی مغایر شناخته نشد» (موسویان (الف)، ۱۳۸۶: ۲۰۶).

با توجه به اینکه فقه امامیه (مشهور فقیهان شیعه) قرارداد خرید دین را در اسناد دین واقعی (اسنادی که از معامله واقعی ناشی باشد)، مجاز می‌دانند، بنابراین می‌توان دین‌های حاصل از اعطای تسهیلات فروش اقساطی را به شخص دیگری فروخت.^{*} از طرف دیگر براساس نظر شورای نگهبان موضوع تنزیل اسناد و اوراق تجاری (خرید دین) با موازین شرعی و قانون اساسی مغایر شناخته نشده است. بنابراین فروش تسهیلاتی که در قالب عقد فروش اقساطی اعطا شده است از نظر فقهی مشکلی ندارد (کمیته تخصصی فقهی سازمان بورس و اوراق بهادار، ۱۳۸۶).

نکته مهم دیگر این است که چون مشهور فقیهان شیعه، بیع دین به دین و بیع کالی به

*. به غیر از ایران مالزی یگانه کشوری است که بیع دین در آن از نظر شرعی و حقوقی صحیح است. گروه مطالعاتی ابزارهای مالی اسلامی مالزی در هشتمین جلسه کاری خود در سال ۱۹۹۶ به این نتیجه رسید که بیع دین بلامانع است و می‌تواند در طراحی ابزارهای بازار سرمایه اسلامی به‌کار گرفته شود (کمیسون اوراق بهادار مالزی، ۱۳۸۵).

کالی* را صحیح نمی‌دانند بنابراین، اوراق باید به‌گونه‌ای طراحی شود که چنین مسئله‌ای رخ ندهد. بر این اساس شرکت واسط (ناشر) نمی‌تواند پیش از انتشار اوراق و جمع‌آوری وجوه به خرید نسبه دیون اقدام کند بلکه باید پس از تعیین نوع، مقدار دیون، نرخ تنزیل و دیگر متغیرهای موثر، به انتشار اوراق بهادار اقدام کرده و با وجوه حاصل از واگذاری اوراق، به خرید دیون مورد نظر اقدام کند (کمیت‌تخصصی فقهی سازمان بورس و اوراق بهادار، ۱۳۸۶). چون دیون، از عقد فروش اقساطی ناشی بوده‌اند بنابراین، باید اسناد دارایی به واسط (ناشر) منتقل شود. از این‌رو هنگامی که بانک این نوع تسهیلات را به ناشر (واسط) می‌فروشد در حقیقت باید تمام این اسناد را نیز به ناشر منتقل کند. بنابراین انتشار اوراق بهادار با پشتوانه تسهیلات رهنی با توجه به شرایط ذکر شده از نظر شرعی بلامانع است.

بُعد مالیاتی اوراق مشارکت رهنی

یکی از مهمترین بُعدهایی که هنگام طراحی ابزار مالی باید بدان توجه کرد قوانین و مسائلی مالیاتی خاص هر کشور است. اوراق بهادار با پشتوانه تسهیلات رهنی در همان شکلی که در دنیا منتشر می‌شود شامل سه مرحله است. مرحله نخست آن، فروش طلب‌ها به ناشر است. در این مرحله چون فروشی واقع شده است، مالیات نیز وجود خواهد داشت اما از آنجا که فروش به کسر (به‌صورت تنزیل) صورت گرفته است و تسهیلات کمتر از قیمت اسمی به فروش رسیده‌اند بنابراین، مالیاتی در این بخش صفر خواهد بود. مرحله دوم انتشار اوراق رهنی و جمع‌آوری وجوه از راه آن است که این مرحله نیز مالیاتی در پی ندارد. مرحله سوم مربوط به پرداخت سود اوراق و معامله ثانویه این اوراق است (شایان ذکر است براساس مدل عملیاتی که در دنیا استفاده می‌شود می‌توان ابتدا اوراق منتشر کرد و سپس تسهیلات را خریداری کرد و بالعکس).

براساس تبصره ۱ ماده ۱۴۳، قانون مالیات‌های مستقیم مصوب ۱۳۸۰، از هر نقل و انتقال

*. بیع کالی به کالی بیعی است که در آن مبیع و ثمن موجد باشد. به عبارت دیگر، در این نوع بیع، فروشنده متعهد می‌شود که مبیع را بعد از مدتی مشخص، تحویل مشتری دهد و مشتری هم متعهد می‌شود که ثمن را بعد از مدتی معین به بایع بپردازد و به‌طور عملی حین عقد چیزی دادوستد نمی‌شود (موسویان (ب)، ۱۳۸۶: ۴۰).

سهام و حق تقدم سهام شرکتها در بورس و همچنین دیگر اوراق بهاداری که در بورس معامله می‌شوند، مالیات مقطوعی به میزان نیم درصد ارزش فروش سهام و حق تقدم سهام وصول و از این بابت وجه دیگری به صورت مالیات بر درآمد نقل و انتقال سهام و حق تقدم سهام مطالبه نخواهد شد. ملاحظه می‌شود که قانون‌گذار پس از ذکر عبارت «مالیات مقطوعی به میزان نیم درصد ارزش فروش سهام و حق تقدم سهام» عبارت و دیگر اوراق بهادار را ذکر نکرده است که این موضوع سبب شده است تا در حال حاضر سازمان امور مالیاتی از معامله دیگر انواع اوراق بهادار در بورس اوراق بهادار، مالیاتی به میزان ۲۵ درصد دریافت کنند. در حالی که به نظر می‌رسد منظور اصلی قانون‌گذار از آوردن عبارت «و دیگر اوراق بهادار» در ابتدای تبصره، مالیات نیم درصدی برای تمام اوراق بهادار قابل معامله در بورس بوده است. در حال حاضر اگر غیر از سهم و حق تقدم ورقه دیگری معامله شود مالیات مقطوعی به نرخ ۲۵ درصد دریافت خواهد شد. بنابراین از نقطه نظر مالیاتی انتشار اوراق بهادار رهنی دو نوع مالیات خواهد داشت:

۱. مالیات بر سود پرداختی به دارندگان اوراق؛
۲. مالیات بر معامله ثانویه اوراق.

به علت وجود محدودیت‌های مالیاتی ذکر شده، حتی در صورت طراحی ابزار مالی جدید، نقل و انتقال آن با مالیات فراوانی همراه خواهد بود. به بیان دیگر، هر چند انتشار اوراق بهادار با پشتوانه تسهیلات رهنی از بُعدهای فقهی، حقوقی و مالی با مشکل‌هایی روبه‌رو نیست اما بعد مالیاتی این ابزار محدودیت‌های فراوانی را پدید آورد. یکی از راهکارهای قابل استفاده برای حل مسایل مالیاتی این ابزار استفاده از قانون اوراق مشارکت است زیرا براساس بند ۵ ماده ۱۴۵ قانون مالیات‌های مستقیم، سود و جوایز متعلق به اوراق مشارکت از مالیات معاف است. این موضوع سبب شده است تا بتوان به کمک استفاده از سازوکار اوراق مشارکت، ابزاری جدید طراحی کرد. به عبارت دیگر باید نوعی از اوراق بهادار با پشتوانه تسهیلات رهنی را طراحی کرد که بتوان آن را با توجه به ملاحظه‌های فقهی و مالیاتی در قالب اوراق مشارکت منتشر کرد. از این‌رو در ادامه ضمن بررسی اوراق مشارکت در ایران، به تبیین مدل عملیاتی انتشار اوراق مشارکت با پشتوانه تسهیلات رهنی در قالب اوراق مشارکت رهنی می‌پردازیم.

مروری بر اوراق مشارکت در ایران و ارکان آن

با ممنوعیت انتشار و فروش اوراق قرضه در سال ۱۳۶۲ کمبودی در بازار اوراق بهادار و ابزارهای تأمین مالی طرح‌ها احساس شد و به دنبال آن کارشناسان فقهی و مالی به فکر طراحی ابزار جدیدی افتادند که با رعایت ضوابط شرعی، خلأ پیش‌گفته را پر کند. برای این منظور در دومین سمینار بانکداری اسلامی پیشنهادی ارائه شد که با مطالعه‌های کارشناسی به طراحی و انتشار نخستین اوراق مشارکت در سال ۱۳۷۳ منتهی شد. این اوراق گرچه از جهت نوع رابطه حقوقی و تعیین سود، متفاوت از اوراق قرضه است اما از جهت تأمین مالی طرح‌های اقتصادی و پرداخت سود به صاحبان اوراق و قابلیت فروش در بازار ثانویه جایگزین مناسبی برای اوراق قرضه شمرده شد و به جهت استقبال خوب مردم، رشد چشمگیری داشت به طوری که در فاصله سال ۱۳۷۳ تا پایان ۱۳۸۶ بیش از ۸۴ طرح مجوز انتشار اوراق مشارکت دریافت کردند» (موسویان (الف)، ۱۳۸۶: ۴۱۱).

۱۷۶

اوراق مشارکت در حقیقت به منظور مشارکت مردم در اجرای طرح‌های عمرانی انتفاعی دولت و طرح‌های سودآور تولیدی، ساختمانی و خدماتی شرکت‌های گوناگون، طراحی شد. براساس ماده ۲ قانون انتشار اوراق مشارکت، اوراق مشارکت عبارت است از:

«اوراق بهادار با نام یا بی‌نامی که به موجب قانون مشارکت به قیمت اسمی مشخص برای مدت معین منتشر می‌شود. دارندگان این اوراق به نسبت قیمت اسمی و مدت زمان مشارکت، در سود حاصل از اجرای طرح مربوط، شریک خواهند بود».

براساس ماده ۴ قانون اوراق مشارکت، بانک مرکزی وظیفه اعطای مجوز جهت انتشار چنین اوراقی را داراست اما براساس ماده ۲۶ قانون اوراق بهادار وظیفه‌ها و اختیارات بانک مرکزی به سازمان بورس و اوراق بهادار واگذار شده است. البته اوراق مشارکت عرضه شده در عرضه‌های خصوصی، اوراق مشارکت دولتی، بانک مرکزی و شهرداری‌ها و اوراق مشارکت منتشره به وسیله بانک‌ها و مؤسسه‌های مالی و اعتباری تحت نظارت بانک مرکزی از ثبت نزد سازمان بورس و اوراق بهادار معاف هستند.

از طرف دیگر سازمان حسابداری و حسابرسی نهادهای مالی اسلامی در استاندارد شماره ۱۸ خود که در سال ۲۰۰۳ منتشر شد ۱۴ نوع صکوک معرفی کرد که یکی از انواع آن، صکوک مشارکت است. براساس این استاندارد، صکوک مشارکت، اسناد و گواهی‌های ارزش یکسانی دارند که برای تجمیع

وجوه لازم جهت راه‌اندازی طرح‌های جدید، توسعه طرح‌های موجود یا تامین مالی کسب و کارهای مبتنی بر مشارکت منتشر می‌شوند. دارندگان صکوک مشارکت به میزان سهم خود از مشارکت، مالک طرح یا دارایی‌های آن می‌شوند. صکوک مشارکت را می‌توان در بازارهای ثانویه مورد معامله قرار داد (Accounting and Auditing Organization For Islamic Financial Institutions, 2002).

با مقایسه اوراق مشارکت در ایران و صکوک مشارکت در خارج از کشور به شباهت‌ها و تفاوت‌هایی می‌توان دست یافت که مهمترین تفاوت آنها، در ارکان است. به این بیان که ارکان فعال در اوراق مشارکت، بیشتر از ارکان صکوک مشارکت است. به طور مثال، براساس ماده ۵ قانون اوراق مشارکت شرکت‌های دولتی، شهرداری‌ها، مؤسسه‌ها و شرکت‌های غیردولتی در صورت انتشار اوراق مشارکت مکلف‌اند بازپرداخت اصل و سود متعلق را در سررسیدهای مقرر در اوراق پیش‌گفته، تعهد و تضمین کنند. افزون بر آن، اوراق باید ضامن داشته باشند که ضامن، ضمانت بازپرداخت اصل و سود مشارکت را بر عهده دارد (البته در صورت عدم وجود ضامن، وظیفه‌های وی بر عهده امین قرار خواهد گرفت). که این مورد در صکوک مشارکت الزامی نیست. همچنین براساس قانون اوراق مشارکت افزون بر ناشر (شرکت منتشرکننده اوراق) و ضامن وجود ارکان ذیل جهت انتشار اوراق مشارکت ضرور است:

۱. امین: شخص حقوقی است که وظیفه حفظ منافع دارندگان اوراق را بر عهده دارد؛
 ۲. عامل: شخص حقوقی است که از طرف ناشر درباره دریافت وجوه و پرداخت اصل و سود اوراق در سررسیدهای معین طبق قرارداد عاملیت مبادرت می‌ورزد.
- بنابراین جهت انتشار اوراق مشارکت باید دست‌کم ۴ رکن وجود داشته باشند. در حالی که در صکوک مشارکت می‌توان برخی از این ارکان را حذف کرد.
- به هر حال این دو ابزار بر عقد مشارکت مبتنی هستند و از این‌رو کارکردی یکسان دارند. بنابر آنچه بیان شد به‌علت وجود مسایل مالیاتی باید اوراق بهادار با پشتوانه تسهیلات رهنی را در قالب قانون اوراق مشارکت طراحی کرد.

اوراق مشارکت رهنی جایگزین اوراق بهادار با پشتوانه وام‌های رهنی

اوراق مشارکت رهنی در حقیقت اوراق مشارکتی است که به منظور مشارکت در خرید تسهیلات رهنی به وسیله ناشر منتشر می‌شود. تسهیلات رهنی نیز عبارت است از تسهیلات بانکی مبتنی بر دارایی دینی با سررسید بیش از یک سال که به منظور خرید زمین و ساختمان اعطا شده است (سازمان بورس و اوراق بهادار، ۱۳۸۷).

در حقیقت در اوراق مشارکت رهنی مانند اوراق بهادار با پشتوانه تسهیلات رهنی حق استفاده از منافع دارایی یا مجموعه‌ای از دارایی‌ها که به صورت فروش اقساطی به فردی واگذار شده است در برابر مبالغی خاص و در اقساطی معین از بانک به شخص دیگری منتقل می‌شود. از آنجا که اوراق مشارک رهنی، اوراق بهاداری است که بیانگر مشارکت مشاع فرد است، می‌توان آن را در بازار ثانویه و به قیمتی که به وسیله عامل‌های بازار تعیین می‌شود، معامله کرد.

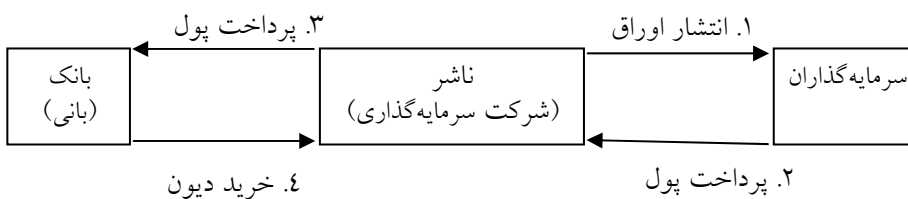
همان‌طور که گفته شد در این نوع از اوراق مشارکت افراد در خرید دین با یکدیگر مشارکت می‌کنند. مشارکت در خرید دین را می‌توان به صورت خدمت تلقی کرد، از این رو می‌توان آن را مشمول ماده ۱ قانون اوراق مشارکت دانست.

اوراق مشارکت رهنی در حقیقت اوراق مشارکتی است که به منظور مشارکت در خرید تسهیلات رهنی به وسیله ناشر منتشر می‌شود. ناشر (واسط) هر شخص حقوقی است که اوراق مشارکت رهنی را به نام خود منتشر می‌کند. در این نوع از اوراق مشارکت، ناشر به طور معمول شرکت سرمایه‌گذاری است. بانک‌ها، لیزینگ‌ها و مؤسسه‌های مالی و اعتباری غیربانکی تحت نظارت بانک مرکزی که تسهیلاتی را در قالب عقد فروش اقساطی واگذار کرده‌اند می‌توانند از این روش جهت تامین مالی خود استفاده کنند. به اشخاص حقوقی که از این راه به تامین مالی اقدام کنند در اصطلاح بانی (Originator) گفته می‌شود.

فرایند عملیاتی انتشار این اوراق به‌گونه‌ای است که ابتدا ناشر (شرکت سرمایه‌گذاری) به جمع‌آوری وجوه نقد از مردم اقدام کرده و از طرف آنان خرید دین را انجام می‌دهد. با فروش اوراق رابطه وکیل و موکل بین ناشر و خریدار اوراق محقق می‌شود. ناشر به وکالت از طرف خریداران اوراق صرفاً مجاز به خرید طلب‌های ناشی از تسهیلات رهنی از بانی است. به عبارت دیگر، خریداران اوراق، وجوه خود را در اختیار شرکت سرمایه‌گذاری

می‌گذارند و به ناشر وکالت می‌دهند منابع آنان را به صورت مشاع به خرید دیون اختصاص دهد. در طرف مقابل بانک‌ها نیز بخشی از طلب‌های (تسهیلات فروش اقساطی) مدت‌دار خود را که در برابر آنها اسناد ملکی به رهن گرفته‌اند به شرکت سرمایه‌گذاری می‌فروشند (تنزیل می‌کنند) و منابع حاصل از فروش این تسهیلات را به اعطای تسهیلات جدید اختصاص می‌دهند. تسهیلات فروش اقساطی در این ابزار مالی محدود به تسهیلات مسکن است که دوره بازپرداخت به نسبت فراوانی را در پی دارند. به طور مثال، بانک الف بخشی از طلب‌های حاصل از اعطای تسهیلات فروش اقساطی خرید مسکن خود که در برابر آنها وثیقه‌های ملکی به رهن دارد را به شرکت سرمایه‌گذاری می‌فروشد و منابع حاصل از آن را مجدداً در بخش ساخت مسکن سرمایه‌گذاری کند. بنابراین مدل کلی عملیاتی انتشار اوراق مشارکت رهنی به صورت ذیل خواهد بود.

نگاره ۳: مدل کلی عملیاتی انتشار اوراق مشارکت رهنی



۱۷۹

انتشار این نوع از اوراق مشارکت مستلزم وجود هفت رکن یعنی بانی، واسط، امین، عامل، ضامن، حسابرس و شرکت تامین سرمایه (Investment Bank) است.

۱. **بانی:** بانک، لیزینگ و مؤسسه مالی و اعتباری غیربانکی تحت نظارت بانک مرکزی است که طلب‌های ناشی از تسهیلات رهنی خود را به ناشر (واسط) می‌فروشد؛
۲. **واسط (ناشر):** شخص حقوقی است که اوراق بهادار را به نام خود منتشر می‌کند؛
۳. **امین:** امین شخص حقوقی است که وظیفه حفظ منافع دارندگان اوراق را بر عهده داشته و تمام مبادله‌های مالی مربوط به اوراق با نظارت و اجازه وی صورت می‌گیرد. امین باید از میان بانک‌ها، مؤسسه‌های مالی و اعتباری غیربانکی تحت نظارت بانک مرکزی یا شرکت تامین سرمایه تحت نظارت سازمان بورس و اوراق بهادار انتخاب شود؛
۴. **عامل:** عامل بانک یا مؤسسه مالی و اعتباری غیربانکی تحت نظارت بانک مرکزی است که از طرف ناشر درباره دریافت اصل و فرع تسهیلات رهنی که به وسیله گیرندگان تسهیلات پرداخت می‌شود و همچنین پرداخت اصل و سود اوراق در سررسیدهای

معین طبق 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 طرف دیگر عامل وظیفه دارد در سررسیدهای معین، اصل و سود اوراق مشارکت رهنی را نیز پرداخت کند. البته چون وظیفه عاملیت را خود بانک (بانی) بر عهده دارد بنابراین مشکلی برای گیرندگان تسهیلات (پرداخت‌کنندگان اقساط) و دریافت‌کنندگان سود اوراق مشارکت رهنی (دارندگان اوراق) پدید نخواهد آمد؛

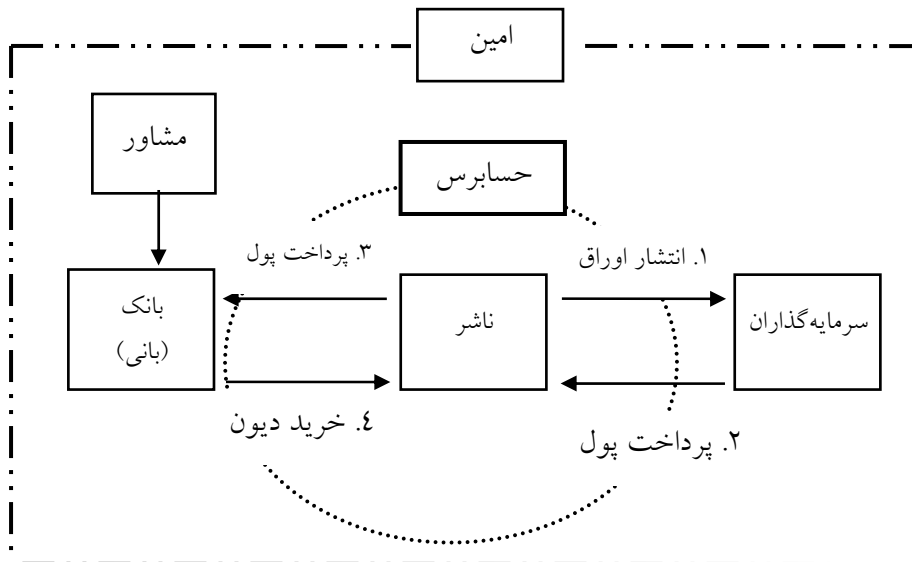
۵. **ضامن:** رکن سوم اوراق مشارکت رهنی، ضامن است. ضامن شخص حقوقی است که بازپرداخت اصل و سود متعلق به اوراق را در سررسیدهای مقرر تعهد و تضمین می‌کند. وجود ضامن به اختیار ناشر است اما در صورت عدم وجود ضامن، وظیفه‌های آن به امین منتقل می‌شود. البته چون اوراق از نوع مشارکت است و در قانون نحوه انتشار اوراق مشارکت ذکر شده است که ناشر باید تضامین کافی را برای ضمانت‌های سود دارندگان اوراق قرار دهد بنابراین در این نوع خاص از اوراق مشارکت نیز باید ناشر وثیقه‌های لازم را در اختیار امین قرار دهد. این ویژگی سبب می‌شود تا اوراق مشارکت رهنی مانند اوراق بهادار با پشتوانه وام‌های رهنی تعهد و تضمین شود؛

۶. **حسابرس:** حسابرس موظف است، درباره مصرف وجوه، نگهداری حساب‌ها و میزان وصول تسهیلات رهنی رسیدگی و اظهارنظر کند و گزارش‌های مربوط را هر شش ماه یک بار، به سازمان، امین و ضامن ارائه دهد. همچنین وی مکلف است، درباره رعایت مقررات و ضوابط حاکم بر عملکرد ناشر در ارتباط با اوراق منتشره رسیدگی و اظهارنظر کرده و گزارش‌های مربوط را به سازمان ارائه کند.

۷. **شرکت تامین سرمایه:** شرکت تامین سرمایه وظیفه برآورد ارزش تسهیلات رهنی و بررسی نبود مانع یا محدودیت قانونی، قراردادی یا قضایی برای انتقال تسهیلات رهنی، منافع و حقوق ناشی از آن را بر عهده دارد.

موردهای پیش‌گفته ارکان اوراق مشارکت رهنی شمرده می‌شوند. اما در عمل جهت انتشار اوراق مشارکت رهنی وجود دست‌کم ۵ نهاد مالی ضرور است که عبارتند از بانی، ناشر، امین، حسابرس و شرکت تامین سرمایه. در حقیقت برخی از نهادها می‌توانند نقش چند رکن را همزمان بپذیرند و وظیفه‌های آنها را انجام می‌دهند. بنابراین فرایند عملیاتی انتشار اوراق مشارکت رهنی به صورت ذیل خواهد بود.

نگاره ۴: مدل عملیاتی انتشار اوراق مشارکت رهنی



۱۸۱

فصلنامه علمی پژوهشی اقتصاد اسلامی / اوراق مشارکت رهنی ابزاری نوین در تامین مالی بانکها

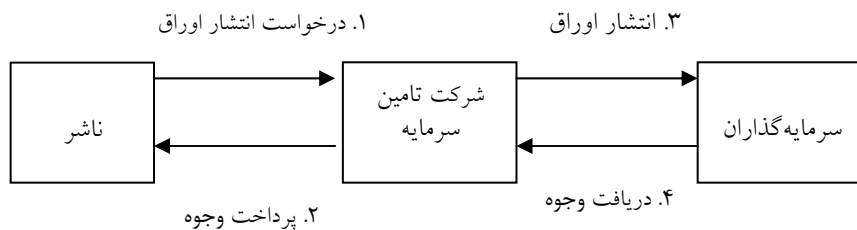
براساس این مدل ناشر (واسط) جهت انتشار اوراق می تواند به صورت مستقیم و از راه بانک (در جایگاه عامل) به پذیرهنویسی اوراق مشارکت رهنی اقدام کند یا اینکه از خدمات شرکت تامین سرمایه استفاده کند. براساس بند ۲۸ ماده ۱ قانون بازار اوراق بهادار پذیرهنویسی عبارت است از فرایند خرید اوراق از ناشر یا نماینده قانونی آن و تعهد پرداخت وجه کامل آن طبق قرارداد. در حالت کلی دو نوع پذیرهنویسی وجود دارد:

۱. **تعهد پذیرهنویسی (Firm Commitment):** براساس بند ۲۹ ماده ۱ قانون بازار اوراق بهادار، تعهد پذیرهنویسی عبارت است از تعهد شخص ثالث برای خرید اوراق بهاداری که ظرف مهلت پذیرهنویسی به فروش نرسد. به بیان دیگر، در صورتی که ناشر از شرکت تامین سرمایه درخواست عرضه اوراق به صورت تعهد پذیرهنویسی را کند، اطمینان می یابد که پس از مدت مشخصی (به طور مثال ۱۵ روز) تمام اوراق مشارکت رهنی وی به فروش می رسد. فرایند عملیاتی انتشار اوراق از این روش به صورت ذیل است:

۱. ناشر درخواست انتشار اوراق از راه تعهد پذیرهنویسی را به شرکت تامین سرمایه می دهد؛
۲. شرکت تامین سرمایه مبلغی معادل کل ارزش اوراق مشارکت رهنی را به حساب ناشر واریز می کند؛

۳. شرکت تامین سرمایه به انتشار اوراق به قیمت دلخواه اقدام می‌کند.*

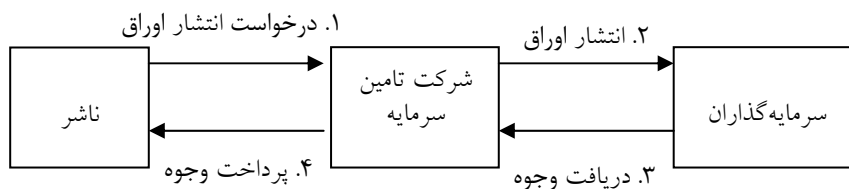
نگاره ۵: فرایند انتشار اوراق از روش تعهد پذیرهنویسی



۲. بهترین کوشش (Best Effort): در صورتی که پذیرهنویسی به صورت بهترین کوشش باشد شرکت تامین سرمایه اوراق مشارکت رهنی را قیمت‌گذاری کرده و آنها را می‌فروشد. در صورت استفاده از این روش ممکن است برخی از اوراق به فروش نرسد. فرایند عملیاتی انتشار اوراق از این روش به صورت ذیل است:

۱. ناشر درخواست انتشار اوراق از راه بهترین کوشش را به شرکت تامین سرمایه می‌دهد؛
۲. شرکت تامین سرمایه اوراق مشارکت رهنی را به فروش می‌رساند.

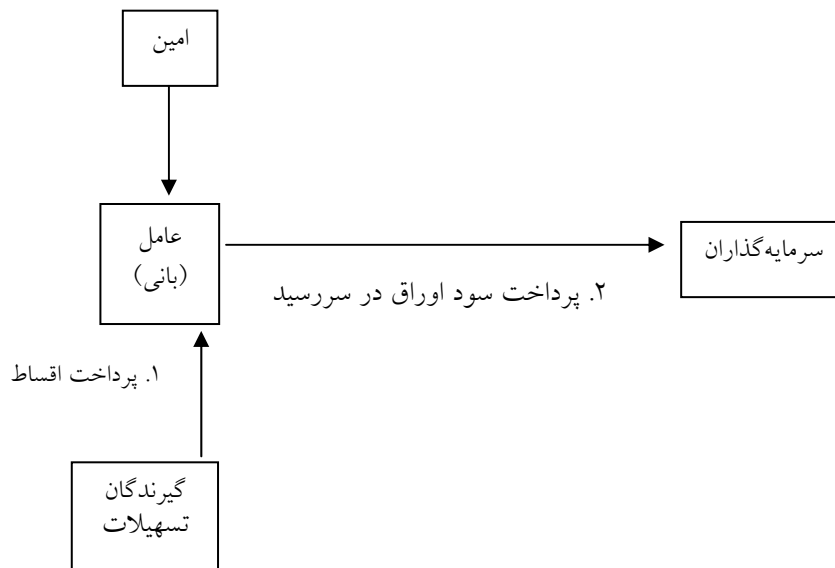
نگاره ۶: فرایند انتشار اوراق از روش بهترین کوشش



پس از انتشار اوراق مشارکت رهنی، دارندگان آن در سررسیدهای ماهانه، سالانه و ... سود خود را دریافت می‌کنند. فرایند دریافت سود اوراق مشارکت رهنی به صورت ذیل است.

*. البته این فرایند به این صورت نیز ممکن است که اوراق مشارکت رهنی به صورت عادی به فروش برسد و در صورتی که مبلغی از اوراق به فروش نرفت، شرکت تامین سرمایه موظف به خرید باقی مانده اوراق شود (این روش منطبق بر قانون بازار اوراق بهادار کشورمان است اما در دنیا این روش کمتر استفاده می‌شود).

نگاره ۷: فرایند دریافت سود اوراق مشارکت رهنی



۱۸۳

همان‌طور که مشخص است سود اوراق مشارکت رهنی از محل وصول اقساط گیرندگان تسهیلات پرداخت می‌شود. در صورت عدم پرداخت اقساط به‌وسیله گیرندگان تسهیلات، ضامن موظف است به جای آنها اقساط را واریز کند. همان‌طور که بیان شد اوراق مشارکت رهنی بر سه نوع عقد اصلی شامل عقد مشارکت، عقد خرید دین و عقد وکالت مبتنی است. از آنجا که نرخ خرید دین، حق الوکاله و دیگر هزینه‌های انتشار و نظارت معین و مشخص است (به این بیان که صاحبان اوراق می‌دانند اگر اوراق را نگهداری کنند در پایان دوره چه مقدار سود به دست می‌آورند) بنابراین اوراق مشارکت رهنی، اوراقی با سود ثابت بوده و سود آنها از پیش مشخص و معین است و براساس آن قیمت‌گذاری می‌شوند. شایان ذکر است که تمام توافق‌نامه‌ها یا قراردادهای منعقد شده در ارتباط با انتشار اوراق باید حسب مورد به تایید سازمان بورس و اوراق بهادار برسد تا بدین وسیله افزون بر رعایت موازین شرعی و حقوقی منافع سرمایه‌گذاران نیز حفظ شود.

فواید استفاده از اوراق مشارکت رهنی

تبدیل دارایی‌ها به اوراق بهادار از مقوله‌هایی است که با توجه به مجموعه منافع آن و با عنایت به اینکه باعث آزادسازی بخش قابل 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 مشارکت رهنی عبارت است از: افزایش نقدینگی، بهبود مدیریت ریسک، افزایش تنوع منابع تامین مالی، افزایش ثروت سهامداران و برخی از مزیت‌های حسابداری.

۱. **افزایش نقدینگی:** با تبدیل دارایی‌ها (تسهیلات) به اوراق بهادار درآمدهای آتی به حال تبدیل می‌شوند، بنابراین بانک می‌تواند مبالغ فراوانی را به صورت نقد 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 تنها جهت بهبود نسبت‌های مالی مانند کفایت سرمایه بانک مفید است بلکه از اضافه برداشت‌های احتمالی از بانک مرکزی که نرخ سود بالایی دارند جلوگیری می‌کند. به عبارت دیگر انتشار اوراق مشارکت رهنی به بانک جهت بازمهندسی مجدد مالی کمک می‌کند؛

۲. **بهبود مدیریت ریسک:** در روش‌های کلاسیک، نهاد تسهیلات دهنده (بانک) ریسک اعتباری را می‌پذیرفت، زمان بازپرداخت اقساط را مشخص می‌کرد و جمع‌آوری اصل و فرع تسهیلات را بر عهده داشت. اما در صورت انتشار اوراق مشارکت رهنی، بانک تمام یا بخشی از این فرایند و ریسک‌های موجود در آن را به افراد دیگری (واسط و سرمایه‌گذاران) منتقل کند؛

۳. **افزایش در تنوع منابع تامین مالی:** بانک از این راه می‌تواند برای تامین مالی به بازارهای جدیدی دست یابد و خود را صرفاً محدود به سپرده افراد نکنند.

۴. **افزایش ثروت سهامداران:** انتشار این‌گونه اوراق سبب افزایش ارزش افزوده سهامداران می‌شود چون وجوه حاصله به طور عمده صرف سرمایه‌گذاری در پروژه‌هایی با خالص ارزش فعلی مثبت می‌شود، البته 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.

به عبارت دیگر تبدیل به اوراق بهادار کردن دارایی باعث افزایش بازده سرمایه شده و برحسب نوع ساختار استفاده شده، ممکن است باعث کاهش هزینه‌های استقراض، آزادسازی سرمایه اضافی برای اهداف توسعه یا سرمایه‌گذاری مجدد، بهبود نسبت بدهی، مدیریت ریسک اعتباری، بهبود عملکرد مالی و تنوع‌بخشی به منابع تامین مالی شود.

نتیجه‌گیری و پیشنهادها

بانک در جایگاه واسطه مالی نقش مهمی در نظام اقتصادی کشور دارد. در ایران تامین مالی بانک‌ها به‌طور عمده از محل سپرده افراد صورت می‌پذیرد. یکی از مفهومی‌هایی که به گسترش شیوه‌های تامین مالی بانک‌ها جهت اعطای تسهیلات (به‌ویژه درباره تسهیلات فروش اقساطی مسکن و ساختمان) کمک کند مفهوم تبدیل دارایی‌ها به اوراق بهادار است. اکنون تبدیل دارایی‌ها به اوراق بهادار به‌صورت روش متداول تامین مالی در کشورهای گوناگون دنیا، به‌طور گسترده‌ای در صنعت خدمات مالی بانک‌ها و مؤسسه‌های بیمه، صندوق‌های بازنشستگی، شرکت‌های لیزینگ و ... مورد استفاده قرار می‌گیرد. با به‌کارگیری این ابزار نوین افزون بر کاهش ریسک اعتباری و ریسک ورشکستگی بانک، منابع مالی آن نیز آزاد شده نقدینگی فراوانی برای بانک پدید می‌آید؛

یکی از ابزارهای طراحی شده براساس این مفهوم، اوراق بهادار با پشتوانه وام‌های رهنی است که قدمتی ۳۰ ساله در دنیا دارد. در ایران نیز با توجه به تصویب قانون بازار اوراق بهادار در سال ۱۳۸۴، بستر قانونی لازم جهت طراحی ابزارهای مالی گوناگون پدید آمده است. با این وجود، وجود مشکل‌های مالیاتی سبب شده است تا نتوان ابزارهای مالی متنوع و در عین حال کارایی را طراحی و منتشر کرد. از این‌رو جهت طراحی ابزاری با سازوکار اوراق بهادار با پشتوانه تسهیلات رهنی از قانون انتشار اوراق مشارکت استفاده شد و مدل عملیاتی آن در مقاله به تفصیل مورد بررسی قرار گرفت؛

۳. بانک‌ها به کمک استفاده از این ابزار می‌توانند با توجه به محدودیت منابع و با اتکا به مجموعه وثیقه‌های تسهیلات رهنی خود، به انتشار اوراق مشارکت رهنی اقدام کرده و از راه بازار سرمایه تامین مالی کنند. به این ترتیب منابع درگیر در تسهیلات رهنی به واسطه استفاده از ابزار پیش‌گفته مجدداً آزاد شده و منابع جدیدی در اختیار بانک‌ها قرار می‌گیرد. از آنجا که عمده تسهیلات رهنی مربوط به بخش مسکن است بنابراین منابع حاصل از فروش تسهیلات رهنی نیز باید به بخش مسکن اختصاص یابد. از این‌رو می‌توان گفت در حال حاضر از چهار راهکاری که کشورهای توسعه‌یافته برای تامین مالی بخش مسکن استفاده می‌کنند اکنون بسترهای لازم جهت استفاده از سه راهکار (سپرده‌گذاری، صندوق زمین و ساختمان و اوراق مشارکت رهنی) پدید آمده است. گام بعدی در زمینه تکمیل بسته مالی مسکن، پدیدآوردن بازار رهن ثانویه است.

بر این اساس پیشنهاد می‌شود نهادهای ناظر بر فرایند انتشار اوراق مشارکت رهنی یعنی بانک مرکزی و سازمان بورس و اوراق بهادار مقررات و الزام‌های مشخصی را جهت انتشار این ابزار تهیه کنند. در این زمینه نوع قراردادهای منعقد شده بین ارکان اساسی انتشار از اهمیت فراوانی برخوردار است. همچنین بانک در جایگاه بانی باید زیرساخت‌های اطلاعاتی مناسبی را جهت فروش طلب‌های خود فراهم آورد. از جمله مهمترین این زیرساخت‌ها استفاده از سامانه‌های اعتبار سنجی و نمره‌دهی اعتباری است که در تعیین ریسک و ارزش ریالی تسهیلات نقش مهمی را ایفا می‌کند.

منابع و مأخذ

أ. فارسی

۱. پهلوان، حمید و رضوی، سیدروح‌الله، ۱۳۸۶ش، *اوراق صکوک: تعریف، انواع و ساختار*، تهران: مدیریت پژوهش توسعه و مطالعات اسلامی سازمان بورس و اوراق بهادار، اردیبهشت.
۲. سازمان بورس و اوراق بهادار، ۱۳۸۷ش، *دستورالعمل پیشنهادی اوراق مشارکت رهنی*، تهران: سازمان بورس و اوراق بهادار، اردیبهشت.
۳. سروش، ابوذر، ۱۳۸۶ش، «بررسی صکوک اجاره»، ماهنامه بورس، شماره ۶۵، مرداد.
۴. کمیته تخصصی فقهی سازمان بورس و اوراق بهادار، ۱۳۸۶ش، *صورتجلسه بررسی انتشار اوراق مشارکت رهنی*، تهران: مدیریت پژوهش توسعه و مطالعات اسلامی سازمان بورس و اوراق بهادار.
۵. کمیسیون اوراق بهادار مالزی، ۱۳۸۵ش، *مصوبات شورای مشورتی شرعی کمیسیون اوراق بهادار مالزی*. ترجمه مهدی نجفی، سید سعیدشمسی‌نژاد، تهران: سازمان بورس و اوراق بهادار و دانشگاه امام صادق علیه السلام.
۶. موسویان، سیدعباس (الف)، ۱۳۸۶ش، *ابزارهای مالی اسلامی (صکوک)*، تهران، پژوهشگاه فرهنگ و اندیشه اسلامی.
۷. موسویان، سیدعباس (ب)، ۱۳۸۶ش، *فرهنگ اصطلاحات فقهی و حقوقی معاملات*، تهران: پژوهشگاه پولی و بانکی بانک مرکزی جمهوری اسلامی ایران.
۸. نجفی، مهدی، ۱۳۸۵ش، *بررسی فرایند تامین مالی از راه انتشار اوراق صکوک*، پایان‌نامه کارشناسی ارشد، تهران: دانشکده معارف اسلامی و مدیریت دانشگاه امام صادق علیه السلام.
۹. *قانون بازار اوراق بهادار*، مصوب ۱۳۸۴.
۱۰. *قانون مالیات‌های مستقیم*، مصوب ۱۳۸۰.

۱۱. قانون اوراق مشارکت مصوب، ۱۳۷۷ و اصلاحات پس از آن.

ب. انگلیسی

1. Accounting and Auditing Organization For Islamic Financial Institutions, 2002, *Shari`a standard No.(18): Investment Sukuk*. Manama, November.
2. Arsalan Tariq, Ali, 2004, *Managing financial risks of Sukuk structures*, A dissertation of Master of Science Loughborough University UK.
3. Arsalan Tariq, Ali., and Dar, Humayon, 2007, *Risks of Sukuk structures: Implications for resource mobilization*, Thunderbird International Business Review. Vol 49(2). 203-223. March-April.
4. Khan, T. and H. Ahmed, 2001, *Risk management: An Analysis of Issues in Islamic financial industry*, Islamic research and training institute, Jeddah, Saudi Arabia.
5. Lionel Martellini, Philippe praiiaulet, Stephane priaulert, 2003, *Fixed Income . Securities*. John Wiley & Sons.

۱۸۸

ج. سایت

1. www.ginniema.gov