



مروری بر نوآوری‌های مالی در نظام بانکداری بدون ربا

محمد علی سهمانی اصل *

* مدیرعامل بانک توسعه تعاون

چکیده

توسعه مالی زیربنای توسعه اقتصادی کشور است. اقتصاد بانک محور کشور ما به دلیل توسعه نیافتگی بازار پول و سرمایه، ظرفیت محدودی در تجهیز و تخصیص و مدیریت ریسک منابع خود دارند. نوآوری-های مالی در بازار پول و سرمایه، اعم از ابزارهای مالی اسلامی (صکوک)، اوراق بهادار سازی و مشتقات اعتباری این قابلیت را دارد که ضمن تحول در ساختار نظام بانکی، توانمندی و ظرفیت بانکها را در این زمینه افزایش دهد. تجربه سایر کشورها در بهره‌گیری از نوآوری‌های مالی نشان می‌دهد که نهادهای نظارتی، اعتبارسنجی و ابزارهای مدیریت ریسک جایگاه ویژه‌ای در موفقیت این ابزارها برای توسعه بازارهای مالی و مقابله با خطرات احتمالی این ابزارها دارد.

واژگان کلیدی: اوراق بهادار سازی، بازار بدهی، صکوک و تأمین مالی ساختار یافته

مقدمه

توسعه مالی یکی از ضرورت‌های توسعه اقتصادی کشور است و این مهم محقق نمی‌شود مگر با توسعه بازارهای مالی. اقتصاد کشور ما به‌عنوان یک اقتصاد بانک پایه نیاز دوچندانی به توسعه راه‌های تأمین مالی دولت و شرکت‌ها و خانوار از طریق توسعه بازارهای پول و سرمایه دارد. توسعه نیافتگی بازار پول و سرمایه، ظرفیت بانک‌ها را در تجهیز و تخصیص بهینه منابع خود و مدیریت ریسک پرتفوی دارایی‌هایشان نیز محدود کرده است. بازار بدهی و نوآوری‌های مالی مطرح در آن، محملی است که در آن، بانک‌ها می‌توانند نیازهای روزافزون خود را با پیچیده‌تر شدن محیط اقتصادی کشور برآورده سازد.

در این مقاله پس از معرفی اجمالی بازارهای مالی، به جایگاه بازار بدهی در بازارهای مالی و لزوم توسعه آن در کشور می‌پردازیم. با مبنا قرار دادن رسالت بانک‌ها در تجهیز و تخصیص منابع در اقتصاد، ابزارهای مالی اسلامی مختلف قابل طرح در نظام بانکی کشور را بررسی می‌کنیم. نوآوری‌های مالی در بازار بدهی نقش تعیین‌کننده‌ای در افزایش ظرفیت وام‌دهی بانک‌ها، مدیریت ریسک‌های بانک‌ها و کاهش هزینه‌های تأمین مالی و مدیریت دارایی دارند و در همین جهت قابل بررسی بیش‌تر توسط نظام مالی کشور هستند. مهم‌ترین این نوآوری‌ها، تجدید منابع از طریق اوراق بهادار سازی و مشتقات اعتباری است که تحت عنوان ابزارهای مالی ساختاریافته اعم از اوراق بهادار پشتوانه دارایی^۱، اوراق بهادار رهنی^۲، تعهدات بدهی وثیقه‌دار^۳ سواپ معوقه‌های اعتبار^۴ بررسی و معرفی می‌شوند. در بخش نهایی فرآیند اجرایی اوراق بهادار سازی دارایی‌های بانکی را بررسی نموده و الزامات و موانع اجرایی پیش روی توسعه بازار بدهی و به‌کارگیری نوآوری‌های مالی را در آن بررسی کرده‌ایم.

¹ ABS: Abs: Asset Backed Security

² MBS: Mortgage Backed Security

³ CDD: Collateralized Debt Obligation

⁴ CDS: Credit Default Swap

۱- بازارهای مالی

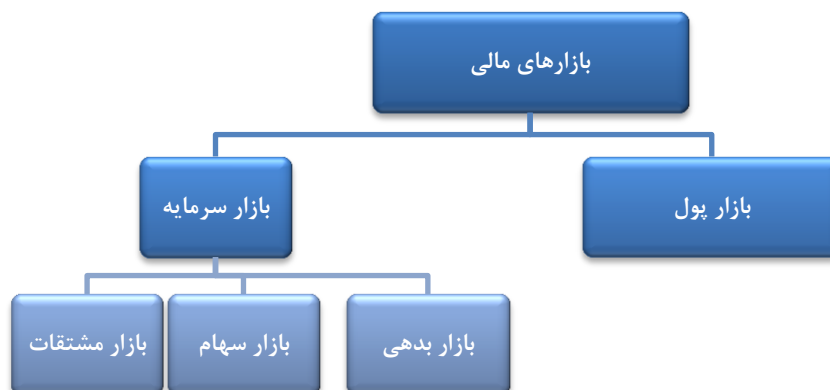
بازار مالی بازاری است که دارایی‌های مالی در آن معامله شده و دارای دو رسالت اصلی در اقتصاد است:

اول- تجهیز وجوه مازاد خانوار و بنگاه‌های دارای مازاد منابع

دوم- تخصیص این وجوه به خانوارها و بنگاه‌های دچار کسری منابع [۸]

علاوه بر انتقال وجوه، بازارهای مالی، ریسک‌ها را بین دهندگان وجوه و متقاضیان وجوه توزیع می‌کند؛ قیمت دارایی‌های مالی مبادله شده را تعیین می‌کند؛ نقد شوندگی دارایی‌ها را افزایش می‌دهد و هزینه معاملات اعم از هزینه جست‌وجو^۱ و هزینه اطلاعات^۲ را کاهش می‌دهد. [۱۷]

بازارهای مالی را می‌توان براساس ابعاد مختلف بررسی و تفکیک کرد. چنانچه بازارهای مالی را براساس سررسید تقسیم‌بندی کنیم به دو بخش بازار پول و بازار سرمایه قابل تفکیک است.



بازار پول، بازاری است که در آن ابزارهای بدهی کوتاه‌مدت با سررسید کم‌تر از یک سال معامله می‌شود. به‌علت نقد شوندگی بیش‌تر و نوسان‌های قیمتی کم‌تر ابزارهای بازار پول به نسبت سایر ابزارهای بدهی بلندمدت، بیش‌تر بانک‌ها و شرکت‌ها وجوه موقت

¹ Search Cost

² Information Cost

خود را در این بازار به کار می‌برند. ابزارهای موجود در بازار پول بیش تر فاقد پرداخت کوپن هستند و به صورت تنزیل شده^۱ (کم تر از مبلغ اسمی) به فروش می‌رسند. بازار سرمایه نیز سه بخش دارد که شامل بازار بدهی^۲ (با سررسید بیش تر از یک سال)، بازار سهام و بازار مشتقات می‌شود. مهم ترین ابزارهای مورد معامله در بازار پول عبارت‌اند از:

۱-۱- اسناد خزانه^۳

رایج ترین شیوه دولت‌ها برای تأمین کسری بودجه‌شان، انتشار اوراق خزانه است که در سررسیدهای یک، سه و شش ماهه منتشر می‌شود. این اوراق بالاترین نقد شوندگی و کم ترین ریسک نکول را دارند، زیرا که دولت همیشه، ولو با چاپ پول یا با افزایش مالیات از پس تعهدات خود بر خواهد آمد؛ [۸] از این رو همواره این اسناد، کم ترین نرخ بهره بازار را مشخص می‌کنند.

بانک‌ها همواره نسبتی از مازاد منابع خود، به خصوص ذخیره احتیاطی خود را در این اسناد سرمایه‌گذاری می‌کنند تا از راکد ماندن منابع مازاد جلوگیری کرده و کار آیی‌شان را افزایش می‌دهد. [۹]

بانک مرکزی نیز با خرید و فروش این اسناد در بازار می‌تواند عملیات بازار آزاد^۴ را به انجام رساند. خریدهای این اسناد توسط بانک مرکزی، ذخایر نظام بانکی را افزایش داده که خود منجر به افزایش عرضه پول و توان تسهیلات‌دهی بانک‌ها می‌شود. فروش این اسناد نیز، ذخایر نظام بانکی و به تبع آن عرضه پول را کاهش می‌دهد. [۱۷]

¹ Discount

² Bond Market

³ Treasury Bills

⁴ Open Market Operation

۱-۲- گواهی سپرده^۱

گواهی سپرده یک ابزار بدهی است که توسط بانک به سپرده‌گذار فروخته می‌شود و در سررسید اصل و بهره سپرده به وی برگردانده می‌شود. گواهی‌های سپرده معمولاً دوره زمانی ثابتی دارند و در صورت تسویه زودتر از موعد، مشمول جریمه می‌شوند.

۱-۳- اوراق تجاری^۲

یکی از رایج‌ترین روش‌های تأمین مالی کوتاه‌مدت بانک‌ها و شرکت‌های بزرگ و شناخته‌شده، انتشار اوراق تجاری است. سررسید اوراق تجاری معمولاً کم‌تر از ۲۷۰ روز است و با توجه به رتبه اعتباری منتشرکنندگان این اوراق، نرخ آن‌ها نیز متفاوت است. بیش‌تر این اوراق باهدف تأمین سرمایه در گردش منتشر می‌شود، لیکن برخی از شرکت‌ها که نیاز به بدهی بلندمدت دارند و شرایط کنونی بازار را مساعد نمی‌بینند، با هدف تأخیر در انتشار اوراق بدهی بلندمدت تا بهبود شرایط بازار از این اوراق استفاده می‌کنند که اصطلاحاً به آن تأمین مالی کوتاه مدت^۳ موقت می‌گویند. [۱۸]

۱-۴- پذیره‌های بانکی^۴

پذیره‌های بانکی براتی است که شرکتی آن را صادر می‌کند و بانک آن را تضمین می‌کند و متعهد می‌شود تا مبلغ معینی را در تاریخ مشخصی در آینده به دارنده آن پرداخت کند؛ شرکت صادرکننده می‌بایست یا وجه موردنیاز را در حساب خود سپرده‌گذاری کند و یا وثیقه‌های کافی را متناسب با آن در رهن بانک بگذارد. پذیره بانکی ابزاری تنزیلی است و قابلیت فروش در بازار ثانویه را دارد؛ مقدار تنزیل در بازار ثانویه به نرخ بهره بازار و مدت‌زمان تا سررسید بستگی دارد. [۸]

¹ Certificate of Deposit

² Commercial Paper

³ Bridging Finance

⁴ Banker's Acceptance

۵-۱- توافقات بازخرید^۱ (Repo)

در توافقات بازخرید، طرف فروشنده در repo دارایی (بیشتر اوراق خزانه) خود را به خریدار می‌فروشد و با خریدار توافق می‌کند که در صورت نیاز خریدار به نقدینگی و یا پایان دوره repo، دارایی موردنظر را با قیمت بیش‌تر از خریدار بازخرید کند؛ در صورت نکول فروشنده repo از تعهدش بابت بازخرید دارایی باقیمت بیش‌تر، خریدار می‌تواند دارایی را به شخص ثالث بفروشد و نقدینگی خود را تأمین کند. توافقات بازخرید ابزاری کلیدی در اعمال سیاست‌های پولی است و در تأمین مالی کوتاه‌مدت مؤسسات مالی نیز که حجم بالایی از اوراق خزانه را در دارایی‌های خود دارند، کارایی بالایی دارد.

۶-۱- وام بین‌بانکی

وام بین‌بانکی وام‌های شبانه‌ای است که بانک‌ها در بازار بین‌بانکی به یکدیگر می‌دهند.

مهم‌ترین ابزارهای مورد معامله در بازار بدهی عبارت‌اند از:

اول- اوراق قرضه دولتی^۲

دوم- اوراق قرضه شرکت‌های دولتی و نهادهای حاکمیتی^۳

بانک‌های توسعه‌ای برای تأمین مالی مواردی همچون مسکن، کشاورزی، آب و برق اقدام به انتشار اوراق قرضه بلندمدت نهادها و شرکت‌های دولتی می‌کنند؛ این اوراق توسط دولت تضمین می‌شود، از این رو به‌مانند اوراق قرضه دولتی عمل می‌کند.

سوم- اوراق قرضه شهرداری^۴

این اوراق معمولاً از معافیت‌های مالیاتی بالایی برخوردارند.

چهارم- اوراق قرضه شرکتی^۵

این اوراق بلندمدت توسط شرکت‌های با رتبه اعتباری بالا قابل انتشار است. بیش‌تر شرکت‌ها به‌صورت منظم کوپن‌هایی در دوره‌های زمانی مشخص پرداخت و اصل بدهی

¹ Repurchase Agreement

² Government Bond

³ Government Agency Securities

⁴ Municipal Bond

⁵ Corporate Bond

را در سررسید به دارنده اوراق مسترد می‌کنند. در آمریکا اندازه اوراق قرضه شرکتی معادل ۲ درصد اندازه بازار سهام است، لیکن حجم اوراق قرضه شرکتی منتشر شده جدید خیلی بیش‌تر از حجم سهام جدید منتشر شده است؛ [۸] پس نقش مهم‌تری در تأمین مالی شرکت‌ها از بازار سرمایه نسبت به سهام ایفا می‌کند.

کارکرد اصلی بازار مشتقات، مدیریت ریسک بنگاه‌های مالی و غیرمالی است. با استفاده از ابزارهای موجود در این بازار، اعم از قرارداد آتی^۱، تاخت^۲ و اختیار معامله^۳ می‌توان با انتقال ریسک‌های مالی که بنگاه‌ها با آن روبه‌رو هستند به سرمایه‌گذاران این بازارها، ریسک‌های بنگاه را کاهش داد.

۲- اهمیت توسعه بازار بدهی

بازار بدهی^۴ متشکل از بازار پول و بازار بدهی بلندمدت را می‌توان با توجه به ماهیت منتشرکننده آن به دودسته تقسیم‌بندی عمومی^۵ و خصوصی^۶ و نیز بین‌المللی و یا داخلی^۷ داخلی دسته‌بندی کرد. توسعه بازار بدهی به افزایش رقابت و کارایی نظام مالی منجر خواهد شد و از آنجایی که امکان تنوع‌بخشی و انتقال ریسک در این بازارها فراهم می‌شود، پایداری نظام بانکی را نیز افزایش خواهد داد. ابزارهای موجود در بازار بدهی هشداردهنده‌های بسیار مناسبی به سیاستگذاران کلان اقتصادی هستند تا براساس نرخ‌های موجود در این بازار اقدام به اتخاذ تصمیم‌های مناسب با شرایط جدید کنند. به‌طور مثال مابه‌التفاوت نرخ اوراق پوشش تورم و اوراق خزانة، می‌تواند نشان‌دهنده بسیار مناسبی از انتظارات تورمی باشد و یا منحنی بازدهی^۸ اوراق بدهی^۹، می‌تواند راهنمای بسیار خوبی در سیاست‌های پولی و تنظیم نرخ بهره بازار باشد.

¹ Future

² Swap

³ Option

⁴ Debt Market

⁵ Public

⁶ Private

⁷ Domestic

⁸ Yield Curve

^۹ منحنی بازدهی، منحنی است که رابطه بین بازده تا سررسید اوراق را در سررسیدهای مختلف نشان می‌دهد و شکل کلی و شیب این رابطه می‌تواند راهنمای مناسبی برای سیاستگذاران پولی باشد.

بازار بدهی عمومی (که بیش تر اوراق قرضه دولتی می شود) نقش اساسی در شکل گیری بازار بدهی در هر کشوری داراست و به سختی بتوان انتظار داشت که بازار بدهی بدون حضور پررنگ دولت در این بازار مسیر رشد خود را طی کند. چنانچه دولت از مسیر بازار بدهی، اقدام به تأمین کسری بودجه کند، بازیگران خصوصی اقتصاد نیز کم تر تحت تأثیر افزایش بدهی دولت به بانک مرکزی که نتیجه ای جز افزایش پایه پولی ندارد، قرار خواهند گرفت.

تأمین مالی از بازار بدهی داخلی ثبات کلان اقتصادی بیش تری به همراه دارد و آسیب پذیری کلان را در برابر شوک های پولی داخلی و خارجی کاهش می دهد. [۱۰] مطالعات آیزمن و همکاران^۱ (۲۰۰۴) نشانگر آن است که کشورهای دارای توسعه سریع شامل چین، هند و شیلی که سهم کم تری از تأمین مالی خارجی داشتند و تکیه بیش تری بر سپرده های داخلی خود داشتند، از بحران های مالی یا پولی در دوره رشد خود به دور بوده اند. [۱۱]

مهم ترین نگرانی در مورد توسعه بازار بدهی داخلی، اثر برون رانی است که در آن دولت با مصرف پس اندازهای داخلی، منابع لازم برای اعطای وام به بخش خصوصی را کاهش داده، هزینه سرمایه وام گیرندگان خصوصی را افزایش داده، تقاضای سرمایه بخش خصوصی را کاهش داده و انباشت سرمایه، رشد و رفاه را کاهش می دهد. [۱۴] این مسئله در بازارهای مالی کم عمق به مراتب حادتر است. [۱۰] نتایج تحقیقات IMF^۲ در کشورهای در حال توسعه نشان می دهد چنانچه نسبت بدهی عمومی داخلی^۳ به کل سپرده های بانکی بیش تر از ۳۵ درصد شود، رشد اقتصادی تضعیف شده و ناکارایی بانک ها و اثر برون رانی^۴ را شاهد خواهیم بود. همچنین اثر بدهی داخلی بر رشد اقتصادی در کشورهایی که بازار ثانویه فعال تری دارند، نرخ بهره واقعی تری دارند و اوراق

¹ Aizenmann, Pinto and Radziwill

² IMF: International Monetary Fund

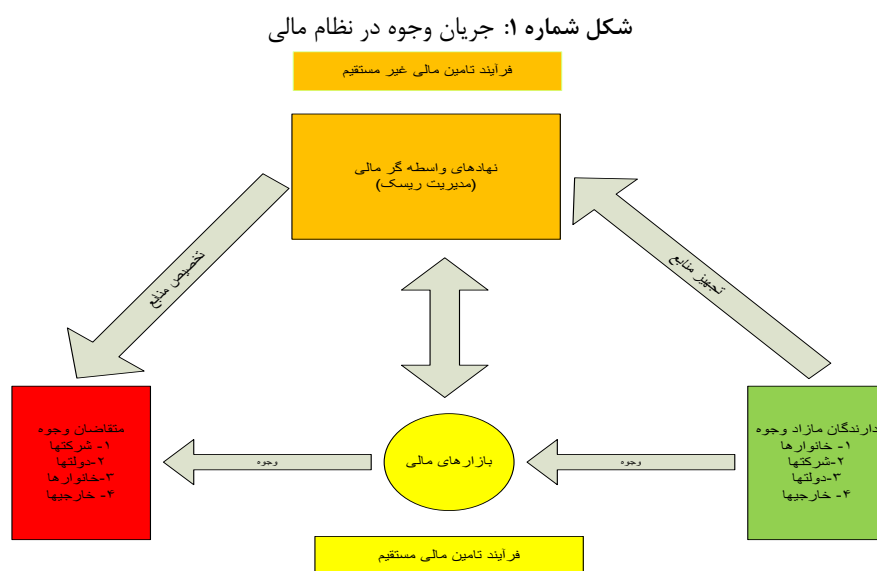
³ Public Domestic Debt

⁴ Crowding Out Effect

در خارج از نظام بانکی نگهداری می‌شود، آثار مثبت اقتصادی بیش‌تری بر نرخ رشد خواهد داشت. [۱۰]

۳- ابزارهای مالی اسلامی قابل استفاده در نظام بانکی

فرآیند تأمین مالی در نظام مالی می‌تواند به صورت مستقیم یا غیرمستقیم صورت پذیرد:



در فرآیند تأمین مالی مستقیم، متقاضیان وجوه از طریق فروش اوراق بهادار به دارندگان فزونی وجوه، در بازارهای مالی به طور مستقیم نیاز خود به وجوه را تأمین می‌کنند ولی در فرآیند تأمین مالی غیرمستقیم، دارندگان فزونی وجوه، فزونی وجوه خود را در اختیار نهادهای مالی قرار داده تا نهاد مالی در اختیار متقاضیان وجوه قرار دهد. با توجه به پیچیدگی محیط فعالیت نهادهای واسطه‌گر مالی، این نهادها در معرض همه ریسک‌های مشتریان گوناگون خود هستند؛ از این رو می‌بایست حداقل دو مسئله اساسی را همواره پاسخگو باشند:

اول- تطبیق سررسید وجوه عرضه و تقاضا شده (ریسک نقدینگی)

دوم- سنجش و مدیریت ریسک اعتباری متقاضیان وجوه [۸]

نهادهای مالی به منظور پاسخ به نیازهای خود و تطبیق خود با شرایط کلان اقتصاد و بازارهای مالی، نیازمند استفاده از ابزارهای مالی مختلف در بازارهای مالی هستند. ابزارهای مالی این امکان را فراهم می‌کنند که هم با انعطاف بیش‌تری به مدیریت ریسک‌های خود بپردازند، هم بتوانند بر جذابیت روش‌های تجهیز منابع و تخصیص منابع متناسب با شرایط روز و نیازهای مشتریان مبادرت بورزند. در کشورهای اسلامی بسیاری از ابزارهای مالی تعریف شده در نظام مالی ربوی مقبولیت شرعی ندارد و می‌بایست از ابزارهایی استفاده کرد که منطبق بر شریعت باشد. ابزارهای مالی اسلامی که به صکوک معروف هستند، راه‌حلی منطبق بر شریعت در پاسخ به نیاز بازار به چنین اوراقی است.

صکوک گواهی‌هایی است با ارزش اسمی یکسان که پس از اتمام عملیات پذیره‌نویسی، بیانگر پرداخت مبلغ اسمی مندرج در آن توسط خریدار به ناشر است و دارنده آن مالک یک یا مجموعه‌ای از دارایی‌ها، منافع حاصل از دارایی و یا ذی‌نفع یک پروژه یا یک فعالیت سرمایه‌گذاری خاص می‌شود. (استاندارد حسابداری شماره ۱۷ سازمان حسابداری و حسابرسی نهادهای مالی اسلامی)

می‌توان صکوک را به دو گروه مبادله‌ای و مشارکتی تقسیم کرد. بر این اساس صکوک اجاره، سلم، استصناع و مباحه زیرمجموعه صکوک مبادله‌ای قرار می‌گیرد که نرخ سود ثابت دارند و صکوک مشارکت، مضاربه، مزارعه و مساقات، صکوک مشارکتی محسوب می‌شوند که نرخ سود انتظاری دارند.

با توجه به کارکرد بانک در اقتصاد و ماهیت ابزارهای مالی اسلامی، می‌توان ابزارهای قابل استفاده در نظام بانکداری بدون ربا را در چهار دسته تقسیم‌بندی کرد:

اول - دسته اول ابزارهای مالی هستند که به توسعه توان تجهیز منابع بانک کمک می‌کنند. در این جهت می‌توان به گواهی‌های سپرده قابل انتقال اشاره کرد.

دوم- دسته دوم به اوراقی برمی‌گردد که در جهت بهبود و توسعه تجهیز و تخصیص منابع بانکی به گونه‌ای که هم نیاز مشتریان، هم منافع سهام‌داران بانک را برآورده کند؛

در این چارچوب شمار زیادی از ابزارهای مالی اعم از استصناع، سلم، مرابحه، اجاره و ... قابل بررسی است؛

سوم- دسته سوم اوراقی هستند که امکان تجدید منابع را به بانک‌ها می‌دهد و ظرفیت وام‌دهی آن‌ها را افزایش می‌دهد؛ اوراق رهنی (MBS) و اوراق به پشتوانه دارایی (ABS) چنین کارکردی دارند.

چهارم- دسته چهارم نیز اوراقی هستند که در جهت مدیریت ریسک بانک اعم از ریسک نقدینگی و ریسک اعتباری مؤثر هستند و تحت عنوان ابزارهای مالی ساختار یافته شناخته می‌شوند؛

بسیاری از ابزارهای مطرح شده از نظر فقهی مشکل خاصی در کشور ما ندارند و می‌بایست از نظر اجرایی تمهیدات لازم برای آن‌ها دیده شود تا جای خود را در نظام بانکی پیدا کنند.

۱-۳- تجهیز منابع

گواهی سپرده انتقال پذیر

اوراق گواهی سپرده قابل معامله و کالتی یا مشارکتی، سند مالکیت مشاع و مشارکتی سپرده‌گذار نسبت به آنچه که از سپرده او سرمایه‌گذاری شده است، می‌باشد. بانک می‌تواند در جایگاه وکیل یا شریک سپرده‌گذار باشد و در هر دو صورت دارنده اوراق گواهی سپرده می‌تواند سهم خود را از مالکیت مشاع در بازار ثانویه به دیگری منتقل کند؛ رابطه وکالتی یا مشارکتی پیشین با صاحب جدید اوراق برقرار می‌شود. [۹] چنانچه این اوراق به صورت گواهی سپرده عام منتشر شوند، تنها کارکرد تجهیز منابع برای بانک‌ها دارند.

۲-۳- تجهیز و تخصیص منابع

بیش‌تر ابزارهای مالی اسلامی، علاوه بر کارکرد تجهیز منابع، کارکرد تخصیصی نیز دارند. بانک‌ها با اعلام هدفشان از انتشار اوراق، اقدام به جمع‌آوری منابع کرده و با تخصیص آن به مشتری سازوکار انتقال وجوه به متقاضیان را فراهم می‌کنند. لیکن در صورتی که

بانک منابع خود را در اوراق منتشرشده سرمایه‌گذاری کند و یا محل مصرف وجوه جمع‌آوری‌شده را به صورت دقیق مشخص کرده باشد، تنها جنبه تخصیص منابع را برای بانک به همراه دارد.

۱-۲-۳- اوراق اجاره

بانک با انتشار اوراق اجاره، منابع را گردآوری کرده و به وکالت از صاحبان اوراق، کالاهای سرمایه‌ای مانند زمین، هواپیما و یا بیمارستان و اتوبان و کالاهای مصرفی با دوام مانند خودرو و لوازم خط تولید خریداری می‌کند و به مشتریان اجاره می‌دهد. اجاره می‌تواند عادی یا اجاره به شرط تملیک باشد؛

در اجاره عادی مشتری بازپرداخت‌های ثابتی در طول دوره اجاره دریافت خواهد کرد و در پایان دوره اجاره، کالای مذکور در بازار کالاهای دست‌دوم به فروش رسیده و قیمت حاصل از فروش یا به خرید کالای جدید اختصاص می‌یابد و یا به حساب صاحبان اوراق واریز می‌شود. ساز و کار پرداخت سود اوراق قرضه بلندمدت با کوپن ثابت که در آن کوپن را به صورت منظم به صاحب اوراق داده و در سررسید اصل پول نیز برمی‌گردد، براساس اوراق اجاره عادی قابل طراحی است.

اجاره به شرط تملیک، عقد اجاره‌ای است که بیع عین مستاجر در آن شرط شده است به گونه‌ای که مستأجر با پرداخت تمام اقساط، مالک عین مستاجر می‌شود. یکی از مزایای اجاره به شرط تملیک آن است که تا انتهای دوره اجاره، بانک به وکالت از صاحبان اوراق، مالک عین مستاجر است و از این رو نیازی به اخذ وثیقه از مستأجر نیست. صاحبان اوراق اجاره می‌توانند سهم خود از مالکیت مشاع را به سایر خریداران در بازار ثانویه منتقل کنند. [۷]

۲-۲-۳- اوراق مرابحه

در این حالت بانک با انتشار و واگذاری اوراق مرابحه، تجهیز منابع می‌کند و به عنوان وکیل صاحبان اوراق، کالاهای موردنیاز مشتریان را به صورت نقد تهیه و به صورت نسبه به آن‌ها می‌فروشد. سود حاصل پس از کسر حق الوکاله بین صاحبان اوراق مرابحه توزیع

می‌شود. صاحبان اوراق مرابحه به صورت مشاع مالک دارایی مؤسسه هستند که ترکیبی از پول نقد، کالا و مطالباتی است. هر یک از صاحبان اوراق می‌توانند سهم خود از دارایی مشاع را در بازار ثانویه بفروشند.

۳-۲-۳- اوراق استصناع

استصناع عقدی است که به موجب آن یکی از طرفین (صانع) ساخت و تحویل کالای مشخصی نسبت به طرف دیگر (مستصنع) را در زمان معین و به ازای مبلغ معین برعهده می‌گیرد. به طور معمول موضوع استصناع موجود نیست و در آینده ساخته می‌شود؛ همچنین ثمن معامله به تدریج پرداخت می‌شود و حتی بخشی از ثمن پس از تحویل کالا به صانع پرداخت می‌شود. اوراق استصناع اوراق بهاداری است که براساس این عقد طراحی شده است.

دولت، شرکت‌های دولتی، شهرداری‌ها و شرکت‌های خصوصی می‌توانند برای تأمین مالی پروژه‌های عمرانی و توسعه‌ای خود از اوراق استصناع بهره ببرند. بدین منظور چنانچه بخواهند به صورت مستقیم از بازار سرمایه اقدام به تأمین مالی خود کنند، می‌توانند ضمن عقد استصناع با سازنده (پیمانکار)، متناسب با پیشرفت پروژه به جای پرداخت وجه نقد، اقدام به اعطای اوراق استصناع (اسناد بدهی) به پیمانکار کنند. این اوراق حاکی از دین سفارش‌دهنده به سازنده است که براساس آن سفارش‌دهنده می‌بایست مبلغ اسمی اوراق را در سررسید به دارنده اوراق تعهد کند. از آنجایی که این اوراق در بازار ثانویه قابل معامله هستند، پیمانکار می‌تواند در صورت نیاز به نقدینگی، آن‌ها را در بازار ثانویه به فروش برساند.

چنانچه پیمانکاران تمایل به پذیرش چنین اوراقی به علت پیچیدگی‌ها و ریسک‌های مالی آن را نداشته باشند، بانک‌ها می‌توانند در این زمینه نقش ایفا کنند و با الگوی استصناع موازی ساز و کار استفاده از این اوراق را فراهم آورند. در این حالت دولت و یا شرکت سفارش‌دهنده ساخت یک کالا یا پروژه را از بانک می‌خواهد؛ سپس بانک با پیمانکاران قرارداد استصناع منعقد می‌کند؛ به تناسب پیشرفت پروژه، دولت اوراق استصناع را که دارای سررسیدهای مشخصی - از یک تا ده سال - هستند به بانک

می‌دهد و بانک وجه نقد مقرر شده در قرارداد استصناع خود با پیمانکاران را به آن‌ها می‌پردازد. [۷]

۴-۲-۳- اوراق مشارکت

این اوراق که جایگاه ویژه‌ای در سبد دارایی بانک دارند، اولین ابزار تأمین مالی بودند که پس از انقلاب اسلامی و در پاسخ به خلأ پیش‌آمده پس از ممنوعیت انتشار اوراق قرضه، به دلیل ربوی بودن آن طراحی و منتشر شد. انتشار اوراق مشارکت طرح بزرگراه نواب، نخستین تجربه انتشار صکوک در دنیاست و کشورهای مالزی، بحرین و عربستان پس از ایران دست به انتشار صکوک زدند. [۷]

اوراق مشارکت براساس عقد شرکت به دو صورت قابل انتشار است:

اول- ناشر اوراق، بخشی از سرمایه مورد نیاز خود را از طریق انتشار اوراق مشارکت تأمین کرده و آن‌ها را در سود حاصل از فعالیت مورد نظر شریک می‌کند.

دوم- ناشر اوراق همه سرمایه مورد نیاز را از طریق انتشار اوراق تهیه می‌کند. در این حالت ناشر به‌عنوان وکیل می‌تواند علاوه بر حق الوکاله از حق مدیریت نیز برخوردار شود و

صاحبان اوراق به نحو مشاع مالک اصل فعالیت و سود آن هستند. [۷]

تجربه سازمان‌های ایرانی در انتشار این اوراق نشان می‌دهد که عملاً این اوراق به دلیل تضمین‌های موجود در بازپرداخت سود ماهیتی شبیه به اوراق قرضه با نرخ سود ثابت داشته‌اند و از آنجایی که غالب طرح‌های تأمین مالی شده با اوراق مشارکت، دولتی بوده‌اند و فاقد امکان ارزش‌گذاری بازاری بوده‌اند، از این رو سود علی‌الحساب پرداختی به صاحبان اوراق به‌اندازه همان سود تحقق یافته در پایان دوره مشارکت بوده است. این در حالی است که ماهیت بازپرداخت سود این اوراق براساس سود انتظاری است و در پایان دوره، سود قطعی محاسبه می‌شود.

۵-۲-۳- اوراق مضاربه

اوراق مضاربه اوراق بهاداری است که براساس عقد مضاربه منتشر می‌شود. ناشر اوراق وجوه جمع‌آوری شده را در بازرگانی به کار گرفته و در پایان دوره مالی براساس نسبت توافق شده بین مالک و مضارب، سود حاصله تقسیم می‌شود.

بانک‌ها می‌توانند از این ابزار مالی برای تجهیز منابع و تخصیص آن به شرکت‌های فعال در حوزه بازرگانی استفاده کنند. بانک اقدام به انتشار اوراق مضاربه عام با سررسید و یا بدون سررسید و با دوره‌های مالی معین (سه‌ماهه، شش‌ماهه و یا سالانه)، می‌کند و در پایان هر دوره مالی با کسر سهم مضارب و حق الوکاله خود، سود حاصل از تجارت را بین صاحبان اوراق توزیع می‌کند.

این اوراق قابلیت معامله در بازار ثانویه را دارد، از این رو در صورت نیاز می‌تواند به دیگران واگذار شود.

۶-۲-۳- اوراق سلف موازی

یکی از مشکلات عقد سلف آن است که کالایی که به سلف خریداری شده است را نمی‌توان فروخت؛ از این رو بازار ثانویه برای آن قابل طرح نیست، زیرا که مشکلات عدم نقد شوندگی را به همراه خواهد آورد. سلف موازی در پاسخ به این نیاز طراحی شده است. در سلف موازی، دو سلف به موازات هم و مستقل از هم منعقد می‌شود: سلف اولیه و سلف ثانویه (موازی). در این حالت خریدار سلف اولیه، ثمن معامله سلف را به فروشنده می‌پردازد و دارایی پایه سلف در سررسید به خریدار تحویل می‌شود. خریدار سلف اولیه می‌تواند دارایی پایه را به میزان خریداری شده در سلف اولیه، به شخص دیگری در قالب سلف ثانویه یا موازی بفروشد. این دو قرارداد کاملاً مستقل از یکدیگر بوده، لیکن فروشنده سلف اولیه می‌تواند به خریدار سلف این اجازه را بدهد که فروشنده سلف موازی، خریدار سلف موازی را برای تحویل کالا یا تسویه نقدی به فروشنده سلف اولیه حواله بدهد. [۳]

کارکرد اصلی این اوراق تأمین مالی کوتاه‌مدت و بیش‌تر سرمایه در گردش است؛ و برخلاف اوراق استصناع یا مشارکت که پروژه محور هستند، محدودیتی در خرج کردن آن برای منتشرکننده اوراق وجود ندارد. در کنار تأمین مالی، این اوراق پوشش‌دهنده ریسک

مناسبی نیز هستند. اگر چه ریسک نکول آن‌ها از طرف فروشنده، در مقایسه با اوراق آتی بیش تر است، لیکن می‌تواند به‌عنوان ابزار پوشش ریسک نیز مورد استفاده قرار گیرد. بانک‌ها می‌توانند برای تأمین سرمایه در گردش مشتریان خود، قرارداد سلف با مشتریان خود منعقد کنند و جهت نقد شوندگی بیش‌تر، در چارچوب سلف موازی به معامله آن در بازارهای مالی بپردازند.

۳-۳- تجدید منابع بانکی

تجدید منابع بانکی از محل فروش دارایی‌های موجود در بازار ثانویه صورت می‌پذیرد. بخشی از دارایی‌های بانکی به‌صورت صکوک است که قابلیت معامله در بازار ثانویه را دارند. بانک‌ها می‌توانند در صورت نیاز به تغییر در پرتفوی خود و یا نیاز به منابع، اقدام به معامله این اوراق در بازار کرده و منابع خود را تجدید کنند تا بتوانند در مورد تخصیص آن تصمیم‌های جدیدی متناسب با شرایط جدید اتخاذ کنند. لیکن بانک‌ها پرداخت تسهیلات به مشتری‌هایشان را به خرید اوراق بهادار از آن‌ها ترجیح می‌دهند، زیرا اغلب بازده سرمایه‌گذاری آن‌ها کم‌تر از بازدهی وام برای بانک است. [۴]

غیر از اوراق مذکور، دارایی‌های بانکی موجود در ترازنامه بانک نیز که بیش‌تر به‌صورت مطالبات بانک است، قابلیت معامله در بازار ثانویه را خواهد داشت. برای آنکه این دارایی‌ها قابلیت معامله در بازار را داشته باشد، می‌توان از "اوراق بهادار سازی دارایی‌های بانکی" استفاده کرد. اوراق بهادار سازی^۱ فرآیندی است که در آن پرتفوی از ابزارهای مالی مولد جریان نقدینگی در قالب اوراق بهادار تشکیل می‌شود تا به شخص ثالث انتقال یابد. [۲۰] اهداف اصلی اوراق بهادار سازی دارایی‌های بانکی را می‌توان به‌صورت زیر برشمرد:

- انتقال ریسک اعتباری از نظام بانکی به مجموعه‌ای از سرمایه‌گذاران متنوع در بازار مالی
- تجدید منابع بانک و بازتخصیص کارا تر منابع حاصل‌شده [۱۹]

^۱ Securitization

- کاهش عدم انطباق دارایی- بدهی^۱
 - افزایش درآمد کارمزدی بانک به ازای خدمات ارائه شده به دارندگان اوراق (دریافت اصل و سود دارایی و پرداخت آن به دارندگان اوراق)
 - مدیریت سرمایه قانونی لازم برای رعایت الزامات کفایت سرمایه: با تبدیل دارایی بانکی به اوراق بهادار، ارقام ترازنامه‌ای به ارقام زیرخط ترازنامه تبدیل می‌شوند و ضریب ریسک آن‌ها کاهش می‌یابد و بانک می‌تواند از این محل سرمایه قانونی لازم برای تأمین کفایت سرمایه خود را مدیریت کند.
 - مدیریت پرتفوی اعتباری و کاهش ریسک تمرکز پرتفوی اعتباری
 - کاهش هزینه تأمین مالی [۱۶]
- بستر فقهی اوراق بهادار سازی مطالبات بانکی به بر بحث بیع دین استوار است. فروش دین به طلبکار با تنزیل، طبق نظر همه فقهای شیعه و سنی بدون اشکال است، لیکن فروش دین به شخص ثالث، طبق نظر مشهور فقهای شیعه، شافعی و مالکی مجاز و بنا به آرای فقهای حنفی و حنبلی باطل است.
- اما اینکه کدام یک از دارایی‌های تعریف شده در قانون بانکداری بدون ربا کشورمان قابلیت اوراق بهادار سازی را دارد، خود مسئله‌ای محل تأمل است که نیازمند بررسی بیش‌تر است. با توجه به عقود تعریف شده در قانون بانکداری بدون ربا کشورمان موارد زیر قابل نتیجه‌گیری است:
- در مضاربه، نتیجه قرارداد مالکیت بانک بر دارایی‌های یک واحد تجاری اعم از مال‌التجاره، پول نقد و مطالبات است.
 - در مشارکت مدنی نتیجه قرارداد سهمیم شدن بانک در دارایی‌های واقعی چون زمین، ساختمان، ماشین‌آلات و مواد اولیه است.
 - در مزارعه و مساقات، بانک مالک عین یا منافع دارایی فیزیکی چون زمین و باغ است.
 - در اجاره به شرط تملیک نتیجه قرارداد شامل اجاره‌بهای مستأجر به بانک به‌عنوان دین او و عین مستاجر به‌عنوان ملک بانک است که بازدهی معینی دارد.

¹ Asset-Liability Mismatch

- در فروش اقساطی و جعاله نیز نتیجه قرارداد بدهی وام‌گیرنده به بانک است. در همه این موارد نتایج قرارداد بازدهی اقتصادی انتظاری دارند و بانک می‌تواند از طریق بیع در بازار ثانویه دارایی‌های خود را واگذار کند.
- اما با توجه به ویژگی‌های عقود در قانون بانکداری بدون ربا
- ✓ اوراق بهادارسازی دارایی قرض‌الحسنه برای بانک‌ها توجیه اقتصادی ندارد.
- ✓ اوراق بهادارسازی دارایی سلف بانک‌ها توجیه فقهی ندارد، زیرا نمی‌توان مبیع سلف را پیش از سررسید فروخت. [۵]
- اوراق بهادار سازی دارایی‌های بانکی یکی از روش‌هایی است که تحت عنوان تأمین مالی ساختار یافته^۱ در بازارهای مالی مطرح است و به مجموعه روش‌هایی برمی‌گردد که با استفاده از نهادهای پیچیده امکان مدیریت ریسک را فراهم می‌آورد.

۳-۴- تأمین مالی ساختار یافته

- براساس تعریف بانک تسویه بین‌المللی^۲، ابزارهای مالی ساختار یافته شامل سه ویژگی است: [۱۲]
- تجمیع دارایی‌ها،
 - برش‌بندی^۳ بدهی‌ها به برش‌هایی با ریسک متفاوت و
 - تفکیک ریسک اعتباری منتشرکننده بدهی و دارایی پشتوانه بدهی منتشر شده از طریق واسط مؤسسه با منظور خاص^۴
- این تعریف تأمین مالی ساختار یافته را تنها به اوراق بهادار سازی محدود کرده است و اساساً هر تکنیک مهندسی مالی را که می‌توان به‌عنوان ابزارهای مالی ساختار یافته قلمداد کرد که بتوان با به‌کارگیری آن نیاز به تأمین مالی، نقدشوندگی، انتقال ریسک و هر نیازی را که با ابزارهای مالی موجود قابل پاسخ‌دهی نباشد، برآورده ساخت. [۱۵]

^۱ Structured Finance

^۲ BIS: Bank for International Settlements

^۳ Tranching

^۴ SPR: Special Purpose Vehicle

از مهم‌ترین ابزارهای مالی ساختار یافته که در بازارهای مالی بسیار رایج هستند می‌توان به اوراق بهادار رهنی^۱، تعهدات بدهی وثیقه‌دار^۲ و مشتقات اعتباری اشاره کرد.

۱-۴-۳- اوراق رهنی

اوراق رهنی (MBS)، نوع خاصی از اوراق به پشتوانه دارایی (ABS) اوراق رهنی، بخش عمده‌ای از بازار بدهی جهان را تشکیل می‌دهد؛ از این رو بایسته است به‌طور جداگانه مورد بررسی قرار گیرد.

برخلاف اوراق قرضه شرکتی که کوپن و اصل را در سررسید اوراق، به صاحبان اوراق پرداخت می‌کند، MBSها بازپرداخت ثابتی به دارنده اوراق دارند و اصطلاحاً اصل وام در اقساط مستهلک می‌شود.

اگر چه به‌صورت اسمی اوراق رهنی دارای پرداخت از پیش معین و ثابت هستند لیکن در واقع این اوراق با ریسک پرداخت زودتر از موعد^۳ روبه‌رواند. وام‌های رهنی یک اختیار معامله ضمنی^۴ دارند؛ به‌همین خاطر است که معمولاً نرخ بازدهی بیش‌تری از اوراق بدهی شرکتی دارند. مشتری وام رهنی، این اختیار را دارد که در زودتر از سررسید وام، اقدام به بازپرداخت اصل تسهیلات کند و وام را تسویه نماید. این مورد معمولاً در شرایطی از بازار که نرخ سود وام رهنی در حال کاهش هست، بیش‌تر رخ می‌دهد.

اوراق رهنی در نظام بانکداری بدون ربا می‌تواند تحت دو نوع از صکوک منتشر شود:

اول- اوراق اجاره رهنی

دوم- اوراق مرابحه رهنی

اوراق رهنی تضمین‌شده دولتی^۵ بخش عمده‌ای از ABSهای بازارهای مالی را تشکیل می‌دهد؛ از طرفی حدود ۵۰۰ هزار میلیارد ریال تسهیلات اعطایی به طرح مسکن مهر، بخش عمده‌ای از مطالبات بانکی کشور را شکل می‌دهد. از این رو با توجه به

¹ MBS: Mortgage Backed Securities

² CDO: Collateralized Debt Obligation

³ Prepayment risk

⁴ Embedded call option

⁵ Agency MBS

ماهیت دولتی تسهیلات مسکن مهر، می‌توان در چارچوب اوراق رهنی تضمین شده دولتی، ظرفیت تأمین مالی و مدیریت ریسک مؤسسات مالی عهده‌دار بخش مسکن را بالا برد.

۲-۴-۳- تعهدات بدهی وثیقه دار (CDO)

تعهدات بدهی وثیقه‌دار، اوراق بدهی هستند که به پشتوانه پرتفویی از اوراق بدهی دیگر منتشر می‌شود. چنانچه تعهدات پایه CDO، عمدتاً از جنس اوراق قرضه باشد به CBO، چنانچه عمدتاً از جنس وام باشند به CLO و اگر بیش‌تر از وام‌های رهنی تشکیل شده باشند، به CMO مرسوم‌اند. این ابزار به بانک‌ها این امکان را می‌دهد که به پشتوانه وام‌هایی که در دارایی خود دارد، اوراق منتشر کند.

اولین بار تعهدات بدهی وثیقه دار، از نوع تعهدات رهنی وثیقه‌دار (CMO) توسط مؤسسه رهنی فردی مک در پاسخ به نا اطمینانی موجود در اوراق رهنی (MBS) در سال ۱۹۸۲ منتشر شد. برای آنکه بتوان براساس وام‌های رهنی یا اوراق رهنی که وثیقه CMO هستند، اوراق CMO با رتبه‌های مختلف منتشر کرد، از برش‌بندی به این منظور استفاده می‌شود؛ در صورت نکول بدهکاران بابت وام‌های رهنی پشتوانه اوراق، اولویت اول متعلق به صاحبان اوراق CMO برش اول هستند که بالاترین رتبه اعتباری را دارند و بقیه جریان نقدی به برش‌های بعدی می‌رسد. طبیعتاً نرخ بازدهی مورد انتظار برش‌های با اولویت بالا، کم‌تر از برش‌های با اولویت پایین‌تر است.

۳-۴-۳- مشتقات اعتباری^۱

یکی از مهم‌ترین ریسک‌هایی که بانک‌ها با آن روبه‌رو و در صورت توسعه بازار بدهی، این بازار نیز با آن مواجه خواهد بود، ریسک اعتباری است. ریسک اعتباری دو منشأ دارد: اول- ریسک نکول^۲ بدهکار در ایفای به‌موقع تعهداتش (چنانچه مشتری به‌علت ورشکستگی^۳ یا اضطراب مالی^۴ از بازپرداخت به‌موقع بدهی‌ها و یا تعهداتش باز بماند)

^۱ Credit Derivative

^۲ Default Risk

^۳ Bankruptcy

^۴ Financial Distress

دوم- ریسک تنازل رتبه اعتباری^۱ مشتری و کاهش ارزش اوراق بدهی [۲۱]

هر دو نوع این ریسک‌ها در مورد صکوک مشارکتی و مبادله‌ای وجود دارد. از این رو می‌بایست در نظام بانکداری بدون ربا نیز برای مدیریت ریسک‌های اعتباری از ابزارهای مناسب بهره برد؛ به خصوص اینکه با توسعه بازار بدهی، ریسک تنازل رتبه اعتباری که نشانگر انتظارات بازار از اعتبار منتشرکننده اوراق است، خود را بیش از پیش نشان خواهد داد و ارزش اوراق را تحت تأثیر قرار خواهد داد.

جهت پوشش ریسک اعتباری، از مشتقات اعتباری استفاده می‌کنند. مشتقات اعتباری نوعی از مشتقات هستند که عایدی آن‌ها مشروط به تغییر در اعتبار منتشرکننده اوراق بدهی است. پر استفاده‌ترین مشتقات اعتباری، تاخت اعتباری (CDS) است. تاخت نکول اعتباری، ۷۵ درصد از حجم معاملات مشتقات اعتباری آمریکا را به خود اختصاص می‌دهد. [۱]

فروشنده ریسک اعتباری (خریدار ضمانت)^۲ به صورت دوره‌ای، درصدی از مبلغ اسمی اوراق بدهی یا وام را به خریدار ریسک اعتباری (فروشنده ضمانت) می‌پردازد. تا مادامی که منتشرکننده اوراق بدهی یا وام دچار نکول یا تنازل رتبه اعتباری نشده است، خریدار ریسک اعتباری پرداختی نخواهد داشت؛ به محض وقوع رخداد اعتباری (نکول یا تنازل رتبه) خریدار ریسک اعتباری می‌بایست مبلغ پرداخت از پیش توافق شده‌ای داشته باشد که به سه حالت تعیین می‌شود: [۱۳]

اول- پرداخت مبلغ اسمی بدهی منهای قیمت به‌روز بدهی غیرجاری (این قیمت توسط مؤسسه محاسباتی^۳ با مراجعه به قیمت‌های معاملاتی روز تعیین می‌شود)

دوم- پرداخت مبلغ اسمی بدهی منهای مبلغ از پیش تعیین شده

سوم- پرداخت مبلغ اسمی بدهی در ازای تحویل فیزیکی دارایی پایه (وام غیرجاری)

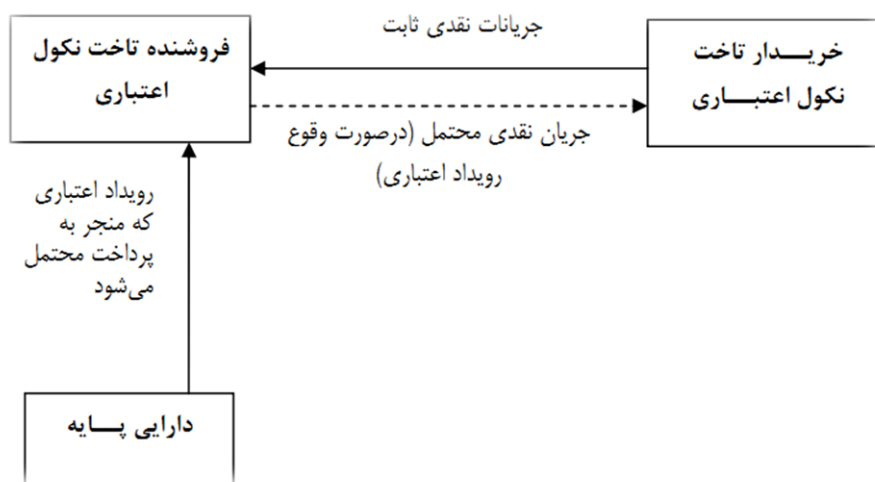
نمودار زیر ساختار تاخت ریسک اعتباری را نشان می‌دهد.

¹ Deterioration Risk

² Protection buyer

³ Calculation Agent

شکل شماره ۴: ساختار تاخت اعتباری



براساس مطالعات آقامهدوی و موسوی (۱۳۸۷) اوراق تاخت اعتباری، مصداق عقد معلق، اکل مال به باطل، غرری بودن، ربا و قمار نیست و با مبنا قرار دادن توقیف نشدن عقود^۱، مانع شرعی ندارد. [۱]

۴- فرآیند اوراق بهادارسازی دارایی‌های بانکی

فرآیند اوراق بهادار سازی دارایی‌های بانکی شباهت بسیاری به فرآیند انتشار صکوک در کشور دارد که می‌توان مراحل زیر برای آن برشمرد:
اول- بانک به‌عنوان بانی امیدنامه خود را برای واگذاری دارایی‌های خود براساس نرخ تنزیلی معین به ناظر (سازمان بورس و اوراق بهادار) ارائه می‌دهد.

^۱ توقیف نشدن عقود به معنای عدم توقف درستی معاملات بر معاملاتی است که معصوم (ع) به‌طور خاص آن‌ها را تأیید کرده است؛ از این رو هر عقدی که منطبق بر قواعد کلی و درستی معاملات در فقه باشد، صحیح است. [۱۳]

دوم- مؤسسه امین (شرکت مدیریت دارایی مرکزی)، اقدام به تأسیس نهاد واسط حل ویژه^۱ می‌کند. همچنین مؤسسه امین بر کل فرآیند انتشار، مصرف وجوه، نحوه نگهداری حساب‌ها و صورت‌های مالی و عملکرد اجرایی نهاد واسط نظارت دارد و مجوزهای لازم درباره نقل و انتقالات مالی را تا تسویه کامل اوراق صادر می‌کند. سوم- واسط امیدنامه را جهت تعیین رتبه اعتباری بانی (بانک) و واسط به مؤسسه رتبه‌بندی ارائه می‌کند.

چهارم- واسط، اوراق بهادار را از طریق عامل فروش (شرکت تأمین سرمایه) در بازار سرمایه منتشر می‌کند.

پنجم- عامل فروش (شرکت تأمین سرمایه) وجوه را جمع‌آوری می‌کند و در اختیار واسط می‌گذارد. جمع‌آوری وجوه می‌تواند به صورت مستقیم توسط شرکت تأمین سرمایه صورت بپذیرد و یا از طریق یک عامل که شعب گسترده‌ای در کشور دارد، انجام شود.

ششم- واسط با استفاده از وجوه جمع‌آوری شده به وکالت از سرمایه‌گذاران اقدام به خرید دارایی‌ها بانک (مطالبات) براساس نرخ تنزیل معین در امیدنامه می‌کند و از طرف صاحبان اوراق، مالک دارایی می‌شود.

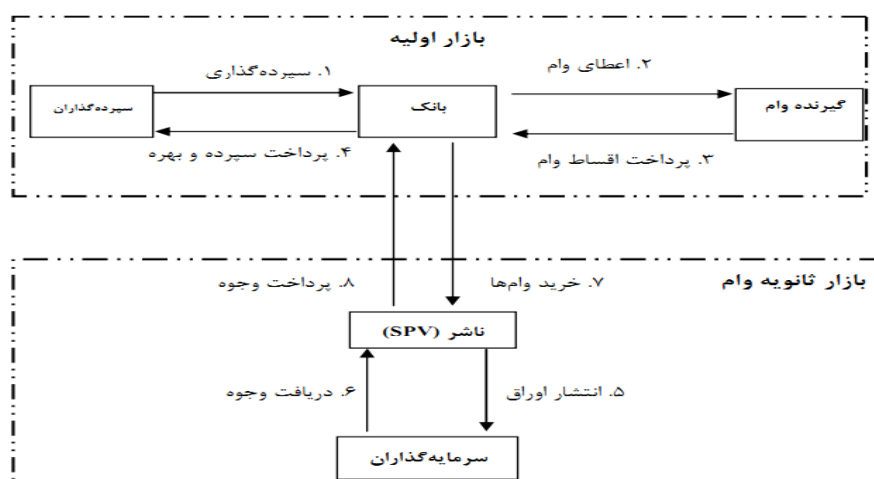
هفتم- واسط در سررسیدهای مقرر بازپرداخت‌های حاصل از دارایی‌های بانکی خریداری شده را تحویل می‌گیرد و پس از کسر حق‌الوکاله از طریق عامل پرداخت (شرکت سپرده‌گذاری اوراق بهادار و تسویه وجوه) به صاحبان اوراق می‌پردازد.

بانی برای انتشار اوراق علاوه بر ارکان عامل فروش و عامل پرداخت، سه رکن دیگر نیز می‌بایست مشخص سازد:

- رکن ضامن
- رکن متعهد پذیرهنویس
- رکن بازارگردان

¹ SPV: Special Purpose Vehicle

شکل شماره ۳: فرآیند اجرایی اوراق بهادارسازی



۵- الزامات و موانع اجرایی

الزامات و موانع توسعه بازار بدهی خصوصی به مراتب بیش‌تر از اوراق بدهی عمومی است. اوراق بدهی خصوصی (اوراق قرضه شرکتی) با ریسک‌های بیش‌تری توأمان هستند و مقام ناظر بازار سرمایه می‌بایست نظارت کافی بر عملکرد منتشرکنندگان در جهت حفظ حقوق مالکیت دارندگان اوراق بدهی خصوصی را اعمال کند. اگر چه و محافظت می‌کند، اما ارزش اوراق بدهی در بازار ثانویه متأثر از عوامل دیگری نیز هست که مقام ناظر می‌بایست به آن توجه کافی داشته باشد.

یکی از الزامات اجرایی توسعه بازار بدهی، التزام داشتن انتشارکنندگان اوراق بدهی به رعایت تعهدات^۱ آن‌ها در برابر سرمایه‌گذاران (صاحبان اوراق بدهی) است. این تعهدات به‌عنوان شرایط ضمن عقد، می‌بایست اجرا شوند و شرکت موظف است سازوکاری ترتیب دهد تا خریدار اوراق از در معرض خطر قرار نگرفتن درآمد شرکت و افزایش ریسک اعتباری

^۱ Covenant

آن، در دوره سرمایه‌گذاری‌اش اطمینان حاصل کند. این تعهدات کژمنشی مدیران شرکت‌ها و عدم تقارن اطلاعاتی صاحبان اوراق و شرکت را کاهش می‌دهد. [۲۲]

تعهدات ضمن عقد در بازار بدهی، کارکردی مشابه حاکمیت شرکتی^۱ در بازار سهام برای حفاظت از حقوق صاحبان سهام و کاهش مسئله نمایندگی^۲ دارد. این تعهدات می‌تواند شامل محدود کردن منتشرکننده اوراق در گرفتن وام جدید، الزام منتشرکننده در ارائه صورت‌های مالی حسابرسی شده دوره‌ای، محدودیت در افزایش سرمایه، محدودیت در ادغام و تحصیل شرکتی^۳ و یا محدودیت فروش دارایی‌ها باشد. به‌طور کلی می‌توان چهار عامل تضاد منافع شرکت و صاحبان بدهی را برشمرد که بر ناظر بازار سرمایه الزامی است تا آن‌ها را با در نظر گرفتن تعهدات مناسب به کنترل درآورد:

اول - پرداخت سود نقدی به سهام‌داران: معمولاً صاحبان اوراق با فرض ثبات سیاست‌های تقسیم سود اقدام به سرمایه‌گذاری در این اوراق می‌کنند، چنانچه سهام‌داران شرکت اقدام به تغییر سیاست‌های تقسیم سود کنند، به‌گونه‌ای که ارزش سهام شرکت را به طرز چشمگیری تغییر دهد، ارزش اوراق بدهی کاهش خواهد یافت. حالت حدی آن بدین‌صورت خواهد بود که تمامی دارایی‌های شرکت برای پرداخت سود به سهام‌داران فروخته‌شده و صاحبان اوراق بدهی تنها مالکان اوراقی بی‌ارزش هستند.

دوم - افزایش بدهی شرکت^۴: با افزایش بدهی شرکت با اولویت بالاتر یا مشابه بدهی صاحبان اوراق بدهی کنونی، ارزش اوراق بدهی در بازار کاهش پیدا خواهد کرد. جایگزینی دارایی‌های با ریسک بالا^۵: چنانچه شرکتی دارایی‌های با ریسک بالا را با دارایی‌های با ریسک پایین جایگزین کند، منجر به افزایش ارزش سهام سهامداران و کاهش ارزش اوراق بدهی خواهد شد.

سوم - سرمایه‌گذاری‌های با ریسک بالا^۶: این مسئله در موقعیتی پیش می‌آید که شرکت از سرمایه‌گذاری در پروژه‌های با ریسک کم و بازگشت مطمئن امتناع می‌کند و سرمایه

¹ Corporate Governance

² Agency Problem

³ M&A: Mergers and Acquisition

⁴ Claim Dilution

⁵ Asset Substitution

⁶ Underinvestment

شرکت را در پروژه‌های با ریسک بالا به کار می‌گیرد که موجب افزایش ارزش سهام شرکت و کاهش ارزش بدهی شرکت به دلیل افزایش ریسک نکول آن، می‌شود. از آنجایی که بیش‌تر ارزش شرکت را فرصت‌های رشد آینده آن شکل می‌دهند، انگیزه مدیران شرکت و سهام‌داران آن برای چنین سرمایه‌گذاری‌هایی زیاد است. [۲۲]

چهارم- جدای از الزامات توسعه بازار بدهی، موانعی نیز در این جهت قابل برشمردن است. یکی از موانع توسعه بازار بدهی در ایران، الزام سازمان بورس به ضمانت اوراق توسط بانک‌هاست. تجربه کره جنوبی در توسعه بازارهای قرضه خود حاکی از آن است که پس از بحران ارزی ۱۹۹۹ جنوب شرقی آسیا و نیاز بیش از پیش شرکت‌های کره‌ای به نقدینگی، عملاً شرکت‌ها را به اوراق قرضه بدون ضمانت بانکی سوق داد؛ به گونه‌ای سهم اوراق قرضه ضمانت شده از کل اوراق بازار، از ۸۵ درصد در سال ۱۹۹۷ به ۱ درصد در سال ۲۰۰۲ کاهش پیدا کرد. نکته جالب توجه آن است که طی این دوره از بحران ارزی، کره که با ورشکستگی گروه بزرگ «دوو» همراه بود، حجم کل اوراق قرضه منتشره از ۲۲۲ تریلیون وون به ۷۲۵ تریلیون وون رسید که توانست تا حد خوبی نیاز به نقدینگی را در دوره خود پاسخ دهد. [۲]

پنجم- در غیاب مؤسسات رتبه‌بندی به‌عنوان پایشگر ریسک، وجود ضامن ضروری است، لیکن چنانچه این مؤسسات در بازار حضور فعال داشته باشند و بخشی از فرآیند اجرایی انتشار ابزارهای مالی باشند، وجود رکن ضامن ضرورت ندارد و شرکت‌ها و مؤسساتی که از ضامن در انتشار ابزارهای مالی مورد نیازشان بهره می‌برند، می‌توانند اوراق خود را بهتر به فروش برسانند. از این رو یکی از الزامات توسعه بازار بدهی، استقرار رکن اعتبارسنجی در بازار سرمایه است. تجربه بحران مالی - اعتباری ۲۰۰۷ نشان می‌دهد که اعتبارسنجی اوراق رهنی ریسکی^۱ نقش بی‌بدیلی در شکل‌گیری این بحران داشته است.

ششم- بانک‌های دولتی نیز همانند دولت نیازی به ضامن برای انتشار اوراق ندارند و جواز بانک مرکزی برای انتشار اوراق، به‌منظور تطبیق با سیاست‌های احتیاطی و

^۱ Subprime Mortgage Backed Security

سیاست‌های پولی بانک مرکزی کفایت می‌کند. بنابراین حتی در دوره عدم حضور مؤسسات رتبه‌بندی در بازار پول و سرمایه، بانک‌های دولتی نیازی به ضامن ندارند. [۶]

هفتم - مشکلات نقل و انتقال دارایی‌ها، اعم از هزینه نقل و انتقال، ارزیابی دارایی‌ها و فرآیند اداری نقل و انتقال، مشکلات مربوط به استانداردهای حسابداری اوراق، ابهام در نحوه اخذ عوارض و مالیات از ارکان منتشرکننده اوراق (بانی و واسط)، از جمله سایر مشکلات اجرایی است که مانع به کارگیری ابزارهای مالی توسط شرکت‌ها و بانک‌ها شده است. [۶]

کتابنامه

الف. فارسی

- [۱] آقامهدوی، اصغر و سید محمد مهدی موسوی: *ریسک اعتباری در بانکداری اسلامی و امکان استفاده از تاخت نکول اعتباری جهت کنترل آن*، دو فصلنامه علمی- پژوهشی جستارهای اقتصادی، سال پنجم، شماره نهم، ۱۳۸۷.
- [۲] بورس اوراق بهادار تهران، *بازار اوراق قرضه شرکتی کشورهای در حال توسعه آسیا*، ۲۰۰۵.
- [۳] بورس کالای ایران، *معاونت توسعه بازار و مطالعات اقتصادی، قراردادهای سلف موازی استاندارد*، ۱۳۹۳.
- [۴] راس، پتر و سیلویا هاچینز: *مدیریت بانک و خدمات مالی*، ترجمه پرویز ساسان‌گهر و ابوالفضل صمدی، مؤسسه عالی آموزش بانکداری ایران، ۱۳۹۲.
- [۵] موسویان، سید عباس: *تبدیل دارایی‌های بانکی به اوراق بهادار در بانکداری بدون ربا*، فصلنامه پول و اقتصاد، شماره ۴، تابستان ۱۳۸۹.
- [۶] موسویان، سید عباس و اکبر کشاورزبان پیوستی: *آسیب‌شناسی انتشار صکوک اجاره در بانک‌های ایران: مطالعه موردی بانک سپه*، فصلنامه پژوهش‌ها و سیاست‌های اقتصادی، شماره ۶۹، بهار ۱۳۹۳.
- [۷] موسویان، سید عباس: *«بزارهای مالی اسلامی (صکوک)»*، پژوهشگاه فرهنگ و اندیشه اسلامی، ۱۳۹۱.

[۸] میشکین، فردریک: *اقتصاد پول، بانکداری و بازارهای مالی*، ترجمه حسین قضاوی، مؤسسه عالی آموزش بانکداری ایران، ۱۳۸۸.

[۹] نظریور، محمد نقی؛ محمدرضا یوسفی و میثم حقیقی: *امکان‌سنجی اجرایی گواهی سپرده قابل معامله به عنوان ابزار عملیات بازار باز در نظام بانکداری بدون ربا*، پژوهش‌های اقتصادی ایران، شماره ۵۳، زمستان ۱۳۹۱.

ب. انگلیسی

[10] Abbas, S. M. Ali, and Jakob E. Christensen: *The Role of Domestic Debt Markets in Economic Growth: an Empirical Investigation for Low-income Countries and Emerging Markets*, IMF Working Paper, 2007.

[11] Aizenmann, J., B. Pinto, and A. Radziwill: *Sources for Financing Domestic Capital: Is Foreign Saving a Viable Option For Developing Countries?*, NBER Working Paper No. W10624 (New York: National Bureau of Economic Research), 2004.

[12] Bank for International Settlements: *The Role of Ratings in Structured Finance: Issues and Implications*, Committee on the Global Financial System, 2005.

[13] Crouhy M., D. Galai, and R. Mark: *Risk Management*, McGraw Hill, 2001.

[14] Diamond, P., 1965, *National Debt in a Neoclassical Debt Model*, Journal of Political Economy, Vol. 55, pp. 1126-1150, 1965.

[15] Fabozzi, Frank J., Henry A. Davis, Moorad Choudhry: *Introduction to Structured Finance*, John Wiley & Sons, Inc, 2006.

[16] Fabozzi, Frank J., Vinod Kothari: *Introduction to Securitization*, John Wiley & Sons, Inc.

[17] Fabozzi, F.J, F. Modigliani, and M. G. Ferri: *Foundations of Financial Markets and Institutions*, Prentice-Hall Inc, 1994.