



اوراق بهادار سازی دارایی ها: چالش نوین بانکداری اسلامی

ترجمه و تلخیص: مجتبی کریمی

چکیده

پدیده "اوراق بهادار سازی دارایی ها" برای نخستین بار در دهه ۱۹۷۰ در امریکا ابداع شد و به سرعت به عنوان یک ابزار مالی کارآمد مورد پذیرش قرار گرفت. دادوستدهای مرتبط با این تکنیک مالی، خارج از ترازنامه و به پشتوانه دارایی ها انجام می گیرند. موضوع حائز اهمیت این است که با توجه به مشخصات خاص مالیه اسلامی، نظام بانکداری بدون ربا برای عملی کردن آن با مشکلات بسیاری روبه‌رو بوده و تاکنون حجم بازار آن نیز محدود مانده است. از سوی دیگر، تمایل روزافزون بازارهای مالی برای استفاده از این ابزار، نشان دهنده کارآمدی نسبی آن بوده است. از این رو نهادهای مالی فعال باید در محدوده شرع اسلام برای گسترش آن تلاش کنند.

مقدمه

یکی از روش های نوین در نظام بانکی دنیا برای تقویت جریان های نقدی، استفاده از تکنیک اوراق بهادار سازی دارایی هاست. در واقع متخصصان مالیه پیش بینی می کنند که در ده سال آینده، استفاده از این ابزار، سیستم وام دهی سنتی را تحت تاثیر خود قرار خواهد داد. بر اساس نظام یاد شده، همه خدمات مرتبط با اعطای وام و مدیریت ریسک مربوط به آن، تنها از سوی یک مؤسسه انجام می گرفت؛ در حالی که در سیستم جدید، چندین نهاد مالی با عملکردی گوناگون فعالیت هایی از قبیل اعطای وام، سازمان دهی وام به صورت اوراق بهادار، تقلیل ریسک اعتباری، واگذاری اوراق بهادار و دادوستد آن در بازار ثانویه و همچنین ارائه خدمات در زمینه وصول اصل و فرع "وام های پایه و اصلی" را عهده دار خواهند بود. در این شرایط، تحلیل ریسک و مدیریت مجموعه دارایی ها از کارایی بالاتری برخوردار خواهد بود.

ابعاد نظری و پیشینه اوراق بهادار سازی دارایی ها

"برادی" (Brady، ۱۹۹۸) تبدیل به اوراق بهادار کردن را فرایندی می داند که به موجب آن سبدهی از "وام های همانند" v از قبیل: "وام های رهنی مسکونی" vi یا دیگر دارایی های مالی، "یک کاسه" vii می شود و به صورت اوراق بهادار قابل معامله در بازار به فروش می رسند. با این اقدام، دارایی های "غیر نقدینه" viii بلندمدت به دارایی های قابل مبادله در بازار تبدیل خواهد شد. از سوی دیگر، اوراق بهادار سازی را می توان به مثابه فرایند "ادغام و تفکیک" ix تعریف کرد. به این نحو که یک کاسه کردن دارایی های "همگن" x مرحله ادغام، و تجدید ساختار یک نهاد مالی، تقسیم جریان های مالی به مجموعه های متفاوت و فروش اوراق بهادار به سرمایه گذاران گوناگون، مرحله تفکیک خواهد بود.

اوراق بهادار سازی دارایی ها نخستین بار از سوی شرکت ملی وام های رهنی دولتی در امریکا و در سال ۱۹۷۰ شکل گرفت. این شرکت "اوراق انتقال جریان مالی" xi را با پشتوانه وام های رهنی منتشر می کرد و پس از آن تا سال ۱۹۸۵ از سوی بانک ها اقدامی بر روی اوراق بهادار سازی انجام نگرفت.

دلایل گسترش اوراق بهادار سازی دارایی ها

در یک معنای کلی، می توان اذعان کرد که تبدیل به اوراق بهادار کردن دارایی ها جزء لاینفک مباحث مالی بوده و بدیهی است که در برگیرنده

طیف های موجود در حوزه ابزارهای قابل تعمیم به کل بازار مالی نیز است. از این رو دلایل زیادی را می توان برای افزایش جذابیت این تکنیک نزد سه گروه عمده ای که از آن بهره می برند، یعنی شرکت ها، بانک ها و دولت، برشمرد.

دلایلی که می توان در ارتباط با علت بهره گیری از فرایند تبدیل به اوراق بهادار کردن توسط شرکت ها بیان کرد، عبارتند از:

- افزایش بازدهی سرمایه: به دلیل نیاز به سرمایه کمتر؛
- افزایش و تنوع روش های تأمین مالی: در صورت نبود سایر اقسام تأمین مالی؛
- افزایش بازده دارایی ها: به واسطه امکان تقلیل هزینه تأمین وجوه؛
- تقلیل میزان مواجهه با ریسک اعتباری: امکان حذف برخی از دارایی های پرریسک از ترازنامه شرکت؛
- تنظیم منابع مالی برخی از دارایی ها: از طریق تقویت روش های تأمین مالی با سررسید بلندمدت تر نسبت به سایر بازارها؛
- مزیت سیاست گذاری و تدوین مقررات: به واسطه برطرف کردن مخاطرات نگران کننده ناظران و قانونگذاران.

بانک ها نیز به دلایل زیر از این ابزار مالی منتفع می شوند:

- الف) دستیابی به تعداد بیشتری از سرمایه گذاران: بالا بودن رتبه اعتباری اوراق بهادار منتشر شده توسط ناشر، موجب تقلیل هزینه تأمین وجوه نسبت به روش افزایش وجوه از طریق اخذ سپرده می شود؛
- ب) آزاد شدن و افزایش بازدهی سرمایه: حذف برخی اقلام ترازنامه و امکان اختصاص سرمایه به سایر نیازها؛

ج) مدیریت بهتر "عدم انطباق زمانی" دارایی ها و بدهی ها: فرایند تبدیل به اوراق بهادار کردن دارایی ها در عمل سبب افزایش میزان نقدشوندگی دارایی ها شده و شرایطی را فراهم می آورد تا مدیریت عدم تطابق زمانی اقلام ترازنامه با کارایی بیشتری صورت گیرد؛

د) تقلیل ریسک اعتباری، نقدشوندگی و میزان بهره: کاهش این گونه مخاطرات در صورت سازماندهی مناسب فرایند اوراق بهادار سازی از طریق انتقال آنها به شخص ثالث امکان پذیر خواهد بود.

ه) صرفه جویی های ناشی از مقیاس: این امر در صورت توانایی بهبود ظرفیت بانک از طریق اوراق بهادار سازی دارایی ها، تحقق می یابد.

دولت ها نیز می توانند از کاربردهای متنوع این تکنیک بهره مند شوند. این کاربردها و اثرات عبارتند از: تأمین مالی کاراتر، مدیریت بهتر ریسک فعالیت نهادهای اقتصادی و در نتیجه بهبود سیاست مالی تسهیل فرایند پیدایش بازارهای مختلف در زمینه مطالبات مالی؛ گسترش فرهنگ

سرمایه گذاری، تنوع دارایی های مالی و تمرکز بر استفاده بهینه از منابع.

۴- مراحل اوراق بهادار سازی دارایی ها

مراحل تبدیل دارایی ها به اوراق بهادار عبارتند از:

* گزینش سبزی از وام های همگن: نخستین مرحله شامل انتخاب یک مجموعه وام، همچون وام های رهنی مسکونی، که تعداد آنها زیاد و از نظر ویژگی تا حد ممکن به یکدیگر مشابه باشند، می شود؛

* فروش وام ها به شرکت با مقصد خاص (SPV): پس از عملی شدن مرحله نخست، از آنجایی که واگذاری مستقیم مطالبات به سرمایه گذاران، نامناسب و تا اندازه ای غیر ممکن است، مجموعه وام ها به عنوان یک بدره مورد تجزیه و تحلیل قرار گرفته و به یک شرکت واسط (SPV) فروخته می شود؛

* انتشار اوراق بهادار: نهاد واسط به پشتوانه جریان های پولی این وام ها اقدام به انتشار اوراق بهادار می کند. این اوراق باید به نحوی سازماندهی شوند که اصل و بهره آنها از طریق جریان های نقدی ناشی از پرتفوی اصلی وام ها تامین می کند؛

* ارتقای اعتباری: تضمین حداقل بودن میزان مواجهه با ریسک برای خریداران اوراق، امری ضروری بوده و از طریق: تضمین از سوی شخص ثالث، اضافه وثیقه، تعهد بانک به بازگشت و وصول وام های سررسید گذشته و معوق و روش هایی از این قبیل به دست می آید؛
* تقویت توان نهاد مالی برای ایفای تعهدات کوتاه مدت؛

* رسیدگی به امور وام ها: این مرحله شامل تأسیس و یا به کارگیری موسسه ای جهت وصول اصل و بهره وام هاست.

اوراق بهادار سازی و حذف واسطه های مالی

واسطه های مالی با هدف حداقل کردن هزینه ارتباط مستقیم بین وام دهندگان و وام گیرندگان به وجود آمدند. برخی از این هزینه ها عبارتند از: هزینه های معاملاتی، هزینه های اطلاعاتی و ریسک انتظاری.

اوراق بهادار سازی وام ها همانند اوراق قرضه متعارف و نیز اوراق قرضه بدون وثیقه تمام مشکلات و هزینه های پیشگفته و همچنین نیاز به وجود واسطه مستقیم را برطرف می کند. این تکنیک از طریق تفکیک وام های یک کاسه شده به اندازه های قابل دادوستد بر مشکل معاملاتی فایده می آید. افزون بر این، از آنجایی که غالباً اوراق بهادار از طریق عرضه عمومی انتشار یافته و از این طریق، کیفیت ذاتی آنها افشا می گردد، مشکل کمبود اطلاعات در دسترس نیز برطرف شده و در نهایت اینکه، با توجه به وجود تضمین قابل قبولی از اوراق و رتبه بندی آنها، ریسک انتظاری نیز از بین می رود. بنابراین، می توان اذعان کرد که تبدیل به اوراق بهادار کردن شیوه استقرار از واسطه های مالی را شکل تازه ای بخشیده و تا حد زیادی نیز به حذف آنها می انجامد.

نمودار ۱: فرایند اوراق بهادار سازی دارایی ها



بازار سرمایه

آن گونه که به نظر می‌رسد توسعه بازارهای سرمایه موجب باز تعریف نقش ناظران و قانونگذاران بانکی شده است. بازارهای سرمایه جدای از محدودیت‌های اعمال شده از سوی تدوین کنندگان مقررات و سپرده گذاران ریسک‌گریز و همچنین سهامداران بانک به نحوی کارآمد توازن و همسویی ترجیحات و قدرت ریسک‌پذیری "وام‌گیرندگان را تنها از طریق دادن اطلاعات درجه یک و ضروری به سرمایه‌گذاران بازار سرمایه به وجود می‌آورند. همچنین هرگونه برتری اطلاعاتی بانک‌ها، اغلب به وسیله سایر ویژگی‌های بازار سرمایه از قبیل، تنوع روش‌های عرضه اوراق بهادار، انعطاف‌پذیر بودن زمان انجام دادوستدها در بورس و سایر امکانات دیگر خنثی می‌شود. از سوی دیگر، به موازات تکامل بازارهای سرمایه، نقش واسطه‌های مالی به عنوان کانون برقراری ارتباط بین وام‌گیرندگان و پس‌انداز کنندگان کمرنگ‌تر شده است. البته، باید اذعان شود که به دلیل حضور "متخصصان"، بر اهمیت آنها افزوده شده است.

مشکل بعدی، رتبه‌بندی است. به این معنی که در اغلب موارد، بانک‌های اسلامی جهت دستیابی به استانداردهای مورد نیاز سیستم بانکی متعارف با شکست مواجه می‌شوند. لذا این احتمال وجود دارد که سطوح پایین رتبه اعتباری اوراق قرضه اسلامی (صکوک)، زمینه دلسردی سرمایه‌گذاران را فراهم آورد.

از دیگر مشکلات این محصول مالی از نظر بانک‌های اسلامی، عدم وجود بازار دست دوم برای صکوک، عدم آگاهی کافی سرمایه‌گذاران و قدرت نقدشوندگی پایین آن است. به علاوه اینکه، بانک‌های اسلامی به سختی می‌توانند مسئله ربا را در فرایند اوراق بهادارسازی نادیده گرفته و از آن اجتناب نمایند. با وجود این، همان گونه که اندیشمندان اسلامی در ارتباط با سایر ابزارهای مالی در تلاش جهت یافتن راه حلی هستند، نظام بانکداری اسلامی نیز بایستی در برطرف نمودن مشکلات یادشده اهتمام ورزد.

نتیجه‌گیری

به موازات جهانی‌تر شدن بازارهای سرمایه، اهمیت موضوع رتبه‌بندی به عنوان یک "دریچه اطمینان" بیش از پیش آشکار می‌گردد. لکن، تنها برخی از اوراق قرضه اسلامی دارای رتبه‌بندی AAA می‌باشند. به علاوه، صکوک منتشر شده، اغلب دولتی هستند. این موضوع، حاکی از این است که تبدیل به اوراق بهادار کردن با رویکرد اسلامی جهت افزایش توان رقابت‌پذیری خود در بازارهای جهانی نیازمند اصلاحات بسیاری خواهد بود. از سوی دیگر، نظام بانکداری اسلامی بایستی دو موضوع بسیار مهم را مدنظر قرار دهد: نخست، چگونگی ایفای هم‌زمان نقش واسطه مالی و تبدیل به اوراق بهادار کردن که بایستی به آنها توجه شود. دوم اینکه، در نظام بانکداری غیر ربوی جهت اطمینان از حذف ربا بایستی از شیوه تامین مالی با پشتوانه دارایی‌های واقعی استفاده شود. همچنین، این سیستم باید در وضعیتی قرار گیرد که بتواند بر بی‌ثباتی بازار سرمایه فائق آمده و بیش از پیش در مسیر تامین مالی اسلامی حرکت نماید.

در خاتمه بایستی اذعان نمود که در آینده، موفقیت نظام بانکداری بدون ربا، در کنار سایر عوامل، وابسته به چگونگی تبدیل به اوراق بهادار کردن دارایی‌ها خواهد بود. خاطر نشان می‌گردد، با وجود اینکه نقاط قوت اوراق بهادار سازی دارایی‌ها بیش از نقاط ضعف آن است، لکن گسترش استفاده از محصولات مالی اسلامی نیازمند ارائه دیدگاه‌های کارشناسانه بیشتری، به خصوص جهت اجرای آن در یک بستر حقوقی غیر اسلامی می‌باشد. لذا، آنچه نیاز مبرم به اصلاح آن احساس می‌گردد، هر دو جنبه حقوقی و مقرراتی فرایند اسلامی اوراق بهادار سازی دارایی‌هاست.

مشکلات اوراق بهادار سازی دارایی‌ها برای نظام بانکداری

بدون ربا

تفاوت اصلی بین تبدیل به اوراق بهادار کردن متعارف و اسلامی در این است که اوراق بهادار سازی به شیوه سنتی با جریان‌های نقدی سروکار دارد؛ در حالی که "دارایی‌های پایه" هسته مرکزی تبدیل به اوراق بهادار کردن اسلامی را تشکیل می‌دهند. فرایند اوراق بهادار سازی دارایی‌ها از نظر سیستم بانکداری اسلامی به یقین یک ابزار مالی اقتباس شده به حساب می‌آید و از آنجایی که این محصول مالی، آینده نظام بانکداری را ترسیم می‌کند، عملی کردن آن امری ضروری به نظر می‌رسد. با وجود این، نظام بانکداری غیر ربوی در پذیرش این تکنیک مالی با مشکلاتی مواجه خواهد بود که در ادامه به آنها اشاره می‌گردد:

الگوی متعارف اوراق بهادار سازی دارایی‌ها به طور کامل مطابق شرع اسلام نیست. بعضی از این موارد عبارتند از:

۱) بهره، شالوده تبدیل به اوراق بهادار کردن متعارف است. در حالی که در شکل اسلامی آن، موضوعیت ندارد. از این رو، اغلب به جای "اوراق قرضه"، "صکوک" منتشر می‌شود؛

۲) در نظام مالی بدون ربا، جهت ارتقا و تضمین اعتباری، موضوع بیمه بایستی به شکل اسلامی آن و در قالب صنعت "تکافل اجرا گردد؛ و حال آنکه این نوع بیمه در سطح جهانی کاملاً شناخته شده نمی‌باشد.

۳) در زمینه مسئله نقدینگی، امکان "اضافه برداشت"، به دلیل ماهیت ربوی بودن آن قابل پذیرش نیست.