

اوراق مشارکت رهنی، راه کار تأمین مالی بخش مسکن

دکتر علی سعیدی

چکیده

یکی از ابزارهای مالی مورد استفاده برای تأمین مالی بانک‌ها و مؤسسات اعتباری برای اعطای وام و تسهیلات به متقاضیان خرید مسکن، استفاده از اوراق بهادار با پشتوانه رهن و بازار ثانویه رهن است. بسیاری از کشورها از این ابزار استفاده کرده و میلیون‌ها نفر نیز از این روش خانه‌دار شده‌اند. در این روش بانک‌ها و مؤسسات اعتباری بسته‌ای از وام اعطایی خود را به یک نهاد مالی که صرفاً با هدف انتشار اوراق بهادار به پشتوانه همان وام که خریداری خواهد کرد ایجاد شده، تسهیلات مزبور را خریداری کرده (تنزیل می‌کند)، و سپس برای تأمین مالی خود، اوراق بهادار منتشر می‌کند. بنابراین بانک و یا مؤسسات اعتباری وام مزبور را از ترازنامه خود خارج کرده و وجه معادل ارزش فعلی اقساط آتی بسته وام را دریافت کرده و مجدد می‌توانند به متقاضیان خرید واحدهای مسکونی، وام پرداخت کنند. هر چند وام‌های مزبور می‌توانند از نوع وام‌های تجاری و یا ترکیبی از وام‌های تجاری و مسکونی باشند، با این حال ریسک اعتباری وام‌های مسکونی پایین‌تر است و عمده اوراق رهنی منتشر شده، دارای پشتوانه وام مسکونی هستند. اوراق مزبور امکان تضمین توسط نهادهای دولتی

یا خصوصی معتبر را داشته و از این طریق هزینه تأمین مالی از این شیوه نیز کاهش خواهد یافت. علیرغم این که بخشی از بحران مالی امروز دنیا ناشی از استفاده از این ابزار مالی است، باید به این نکته متذکر شد که استفاده نامناسب از این ابزار باعث بحران شده نه صرف استفاده از آن. ضمناً این شیوه سال‌ها مورد استفاده قرار گرفته و مزیت‌های زیادی را ایجاد کرده است.

بانک‌های ایرانی (چه خصوصی و چه دولتی) سال‌ها به اعطای تسهیلات فروش اقساطی مسکن پرداخته‌اند که می‌توانند از این طریق توان اعطای تسهیلات خود را افزایش داده و موهبت خانه‌دار شدن را به بسیاری از افراد اعطا کنند. خاطر نشان می‌سازد با توجه به تمایزات خصوصیات بخش مسکن در ایران، اعطای وام باید برای ساخت مجموعه‌های مسکونی اعطا شود و نه به خرید آن. در صورت استفاده نادرست از این ابزار در ایران، شاهد بحران‌های ناشی از این ابزار نیز خواهیم بود.

واژگان کلیدی: اوراق بهادار به پشتوانه وام‌های رهنی، بازار ثانویه رهن، تبدیل دارایی‌ها به اوراق بهادار، خرید دین، تسهیلات فروش اقساطی واحدهای مسکونی

مقدمه

در شرایط کنونی، نبود تعادل در بخش مسکن از یک‌سو و

۱- استادیار دانشکده مدیریت و علوم اجتماعی، دانشگاه آزاد اسلامی، واحد تهران شمال



۴. بازار ثانویه رهن (بازار سرمایه). کشور ما تاکنون فقط از نظام سپرده‌گذاری جهت تأمین مالی بخش مسکن استفاده کرده است. با تصویب قانون بازار اوراق بهادار در سال ۱۳۸۴، بستر لازم جهت تأسیس 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 تأمین مالی بخش مسکن با دریافت مجوز از سازمان بورس و اوراق بهادار امکان تأسیس و انتشار را یافته‌اند.

تاریخچه اوراق بهادار رهنی^۲

پس از جنگ جهانی دوم با افزایش تقاضای خرید مسکن، بانک‌ها و مؤسسه‌های مالی و اعتباری با تقاضای فراوانی برای وام مسکن

نوسان‌های شدید دوره‌های تجاری آن از سوی دیگر، سبب شده تا قشرهای گوناگون جامعه به‌ویژه قشر آسیب‌پذیر با مشکل‌های اساسی برای تأمین مسکن روبه‌رو شوند. نارسایی‌های سامانه تأمین مالی مسکن در ایران که بر تأمین 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. با این حال بسیاری از کشورهای توسعه‌یافته توانسته‌اند به کمک تأسیس 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 تأمین مالی بخش مسکن مشخص کرد:

۱. نظام سپرده‌گذاری و اعطای تسهیلات (بازار پول)؛
۲. صندوق‌های زمین و ساختمان (بازار سرمایه)؛
۳. تبدیل دارایی‌ها به اوراق بهادار (بازار سرمایه)؛

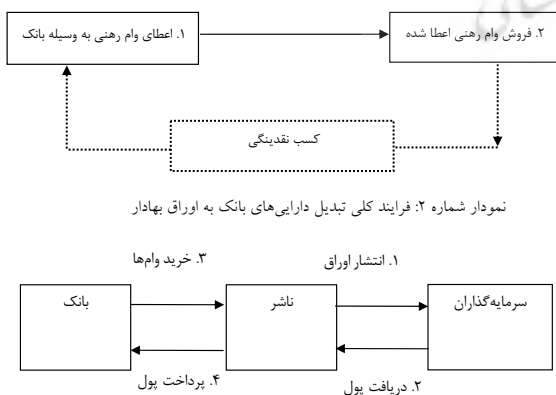
کردن وجوه سرمایه‌گذاری شده بانک‌ها در بازار رهن اولیه از راه فروش وام‌های رهنی اعطا شده است تا بانک‌ها بدین وسیله بتوانند وام‌های رهنی بیشتری بدهند. شکل ذیل به خوبی گویای فرایند کلی فروش وام‌های رهنی است.

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

به‌طور کلی در فرایند تبدیل دارایی‌ها (از جمله وام‌های رهنی) به اوراق بهادار، شرکت یا مؤسسه‌ای که نیاز به تأمین مالی دارد، به تأسیس «شرکت واسطه» اقدام می‌کند. شرکت واسطه 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 واسطه وجوهی را که از محل فروش اوراق بدهی به‌دست آورده است، بابت خرید دارایی‌های مالی به بانک پرداخت می‌کند. سرمایه‌گذارانی که اوراق بدهی با پشتوانه دارایی را خریده‌اند، از محل جریان‌های نقدی حاصل از دارایی‌های مالی (وام‌ها) بازدهی کسب می‌کنند. در نمودار زیر فرایند کلی تبدیل دارایی‌های بانک به اوراق بهادار آورده شده است.

نمودار شماره ۱: فرایند تأمین مالی از طریق فروش وام‌ها و تبدیل آن به اوراق بهادار



روبه‌رو شدند. از این‌رو کوشش فراوانی صورت گرفت تا منابع مالی بیشتری جذب شده و از این راه، تسهیلات بیشتری نیز اعطا شود (۵۹۴ - ۵۹۳: ۲۰۰۳: Martellini, Praiaulet, Priaulet). در آن زمان تأمین مالی این وام‌ها عمدتاً از محل سپرده‌ها بود. بنابراین منابع تأمین مالی بانک‌ها به همین مورد محدود می‌شد. از این‌رو بانک‌ها (به‌ویژه بانک‌های آمریکایی) جهت تأمین مالی به بازار سرمایه و بازار رهن ثانویه رو آوردند و از ابزارهای مالی جدید جهت تأمین 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 (سروش، ۱۳۸۷).

انجمن دولتی رهن ملی^۳ 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 حدود صفر کاهش می‌داد. تضمین این وام‌ها به معنای تضمین پرداخت یک رشته اقساط مساوی به‌صورت ماهانه بود. بدین طریق ریسک موجود برای وام‌دهندگان و وام‌گیرندگان کاهش می‌یافت. به این‌مطلب بیمه رهن نیز اضافه شد و در نتیجه دولت آمریکا جاذبه سرمایه‌گذاری در ابزارهای رهنی را افزایش داد.^۴ با تضمین اصل و فرع وام‌ها به‌وسیله این مؤسسه، فعالیت نهادهای مالی در این‌باره 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. پدید آمدن بازار رهن ثانویه سبب شد بازار رهن اولیه یعنی وام‌دهی بلندمدت نیز به نوبه خود گسترش یافته 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 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 تریق نقدینگی کافی به بازار رهن و آزاد

یکی از ابزارهای مالی مورد استفاده برای تأمین مالی بانک‌ها و مؤسسات اعتباری برای اعطای وام و تسهیلات به متقاضیان خرید مسکن، استفاده از اوراق بهادار با پشتوانه رهن و بازار ثانویه رهن است. بسیاری از کشورها از این ابزار استفاده کرده و میلیون‌ها نفر نیز از این روش خانه‌دار شده‌اند.

سرمایه‌گذاری در ابزارهای رهنی را افزایش داد.^۴ با تضمین اصل و فرع وام‌ها به‌وسیله این مؤسسه، فعالیت نهادهای مالی در این‌باره 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. پدید آمدن بازار رهن ثانویه سبب شد بازار رهن اولیه یعنی وام‌دهی بلندمدت نیز به نوبه خود گسترش یافته 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 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 تریق نقدینگی کافی به بازار رهن و آزاد

3 - Government National Mortgage Association (GNMA) - ginniemae
4 - www.ginniemae.gov

«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 را صحیح نمی‌دانند، بنابراین اوراق باید به گونه‌ای 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 (کمیته تخصصی فقهی سازمان بورس و اوراق بهادار، ۱۳۸۶). چون دیون، از عقد فروش اقساطی ناشی بوده‌اند بنابراین، باید اسناد دارای 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.

۱- بُعد مالیاتی اوراق مشارکت رهنی

یکی از مهمترین بُعدهایی که هنگام طراحی ابزار مالی باید بدان توجه کرد، قوانین و مسایل 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

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. در حقیقت 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 تأمین 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 تأمین مالی، سود حاصل از این فعالیت را در قالب کارمزدهای معینی دریافت می‌کند.

امکان انتشار اوراق رهنی در ایران

بعد فقهی اوراق مشارکت رهنی اگر به صورت دقیق به فرایند انتشار اوراق بهادار با پشتوانه تسهیلات رهنی بنگریم، ملاحظه می‌شود که در حقیقت تسهیلات بانکی بوسیله بانک به شرکت واسط (ناشر) منتقل می‌شود. این انتقال از طریق عقد فروش دین از طرف بانک و یا خرید دین از طرف واسط 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 مدت‌دار 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 تأمین 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:

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.



به‌طور 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.

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، مالیات 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 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 به‌صورت 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:

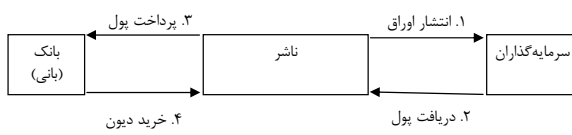
۱. مالیات بر سود پرداختی به دارندگان اوراق؛

۲. مالیات بر معامله ثانویه اوراق.

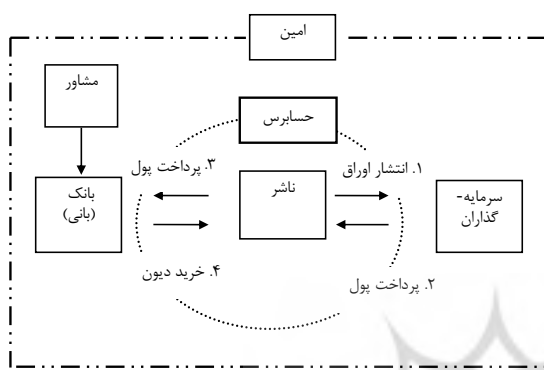
به علت وجود محدودیت‌های مالیاتی ذکر شده، حتی در صورت طراحی ابزار مالی جدید، نقل و انتقال آن با مالیات فراوانی همراه خواهد بود. به بیان دیگر، هر چند انتشار اوراق بهادار با پشتوانه تسهیلات رهنی از بُعدهای فقهی، حقوقی

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

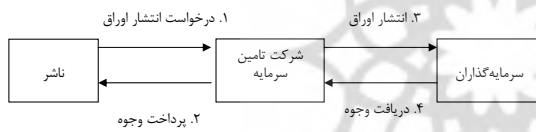
نمودار ۳: مدل کلی عملیاتی انتشار اوراق مشارکت رهنی



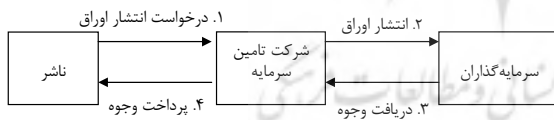
نمودار ۵: مدل عملیاتی انتشار اوراق مشارکت رهنی



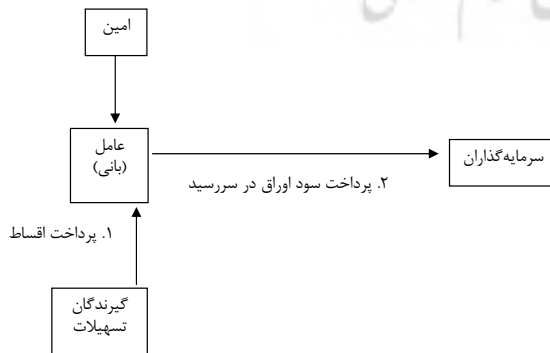
نمودار ۵: فرایند انتشار اوراق از روش تعهد پذیره‌نویسی



نمودار ۶: فرایند انتشار اوراق از روش بهترین کوشش



نمودار ۷: فرایند دریافت سود اوراق مشارکت رهنی



مستقیم، سود و جوائز 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.

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 پیش گفته را پر کنند. 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



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 به‌وسیله 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 اوراق مشارکت رهنی مانند اوراق بهادار با پشتوانه تسهیلات رهنی حق استفاده از منافع دارایی یا مجموعه‌ای از دارایی‌ها که به‌صورت 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 مشارکت رهنی، اوراق بهاداری است که بیانگر مشارکت مشاع فرد است، می‌توان آن را در بازار ثانویه و به قیمتی که به‌وسیله 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 به‌صورت خدمت تلقی کرد، از این‌رو 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 به‌وسیله

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 به‌طور 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 تأمین مالی خود استفاده کنند. به اشخاص حقوقی که از این راه به تأمین مالی اقدام کنند در اصطلاح بانی^۶ گفته می‌شود.

فرایند عملیاتی انتشار این اوراق به‌گونه‌ای است که ابتدا ناشر 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

جهت استقبال خوب مردم، رشد چشمگیری داشت به‌طوری که در فاصله سال ۱۳۷۳ تا پایان ۱۳۸۶ بیش از ۸۴ طرح مجوز انتشار اوراق مشارکت دریافت کردند» (موسویان (الف)، ۱۳۸۶: ۴۱۱).

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 به‌وسیله بانک‌ها

و مؤسسه‌های مالی و اعتباری

تحت نظارت بانک مرکزی از ثبت

نزد سازمان بورس و اوراق بهادار معاف

هستند

براساس قانون اوراق مشارکت 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.

۳. **ضامن:** ناشر مکلف است بازپرداخت اصل و سود متعلق به اوراق را در سررسیدهای مقرر تعهد و تضمین کند. 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).

عمله
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.



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 ناشر 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 ناشر 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.
انتشار این نوع از اوراق مشارکت مستلزم وجود هفت رکن یعنی بانی، واسطه، امین، عامل، ضامن، حسابرس و شرکت تأمین سرمایه^۷ 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 (واسطه) می‌فروشد؛
۲. **واسطه (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 تأمین سرمایه تحت نظارت سازمان بورس و اوراق

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 پیش گفته را پر کند.

سازمان بورس و اوراق بهادار، 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 اظهار نظر کرده و گزارش‌های مربوط را به سازمان ارائه کند؛

۷. **شرکت تأمین سرمایه:** شرکت تأمین 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.

موردیهای پیش گفته ارکان اوراق مشارکت رهنی شمرده می‌شوند. اما در عمل جهت انتشار اوراق مشارکت رهنی وجود دست کم ۵ نهاد مالی ضروری است که عبارتند از بانی، ناشر، امین، حسابرس و شرکت تأمین 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.

براساس این مدل ناشر (واسط) جهت انتشار اوراق می‌تواند به صورت مستقیم و از راه بانک (در جایگاه عامل) به پذیرهنویسی اوراق مشارکت رهنی اقدام کند یا اینکه از خدمات شرکت تأمین 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:** 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

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 اظهار نظر کند و گزارش‌های مربوط را هر شش ماه یک بار، به



نرسد. به بیان دیگر، در صورتی که ناشر از شرکت تأمین سرمایه درخواست عرضه اوراق به صورت تعهد پذیره نویسی را کند، اطمینان می یابد که پس از مدت مشخصی (به طور مثال ۳۰ 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 پذیره نویسی را به شرکت تأمین سرمایه می دهد؛
۲. شرکت تأمین سرمایه مبلغی معادل کل ارزش اوراق مشارکت رهنی را به حساب ناشر واریز می کند؛
۳. شرکت تأمین سرمایه به انتشار اوراق به قیمت دلخواه اقدام می کند.

۲. **بهترین کوشش:** در صورتی که پذیره نویسی به صورت بهترین کوشش باشد شرکت تأمین سرمایه اوراق مشارکت رهنی را قیمت گذاری کرده و آنها را می فروشد. 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 تأمین سرمایه می دهد؛
 ۲. شرکت تأمین سرمایه اوراق مشارکت رهنی را به فروش می رساند.
- پس از انتشار اوراق مشارکت رهنی، دارندگان آن در سررسیدهای ماهانه، سالانه و... سود خود را دریافت می کنند. فرایند دریافت سود اوراق مشارکت رهنی به صورت ذیل است.
- سود اوراق مشارکت رهنی از محل وصول اقساط گیرندگان تسهیلات پرداخت می شود. در صورت عدم پرداخت اقساط به وسیله گیرندگان

تسهیلات، ضامن موظف است به جای آنها اقساط را واریز کند.

همان طور 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 هزینه های انتشار و نظارت معین و مشخص است (به این بیان که صاحبان اوراق می دانند اگر اوراق را نگهداری کنند در پایان دوره چه مقدار سود به دست می آورند) بنابراین اوراق مشارکت رهنی، اوراقی با سود ثابت بوده و سود آنها از پیش مشخص و معین است و براساس آن قیمت گذاری می شوند.

اوراق مشارکت رهنی در حقیقت اوراق مشارکتی است که به منظور مشارکت در خرید تسهیلات رهنی به وسیله ناشر منتشر می شود. 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.

با
گذشت زمان قیمت
منازل مسکونی در آمریکا در
نتیجه حباب قیمتی بوجود آمده،
رشد می‌کرد و موسسات اعتباری در
نتیجه رشد قیمت مسکن وام‌های سابق
خود بر همان منازل را تجدید اعتبار
می‌کردند. به این ترتیب گاهی تا سه
بار یک منزل مشمول دریافت اعتبار
رهنی تا ۹۵ درصد ارزش خود،
شده بود.

ریسکی در وام دادن توسط موسسات و بانکی و بالا نگهداشتن سطح بدهی در حساب مالی افراد و شرکت‌ها، باعث گردید آثار زیان‌باری بر اقتصاد جهانی مترتب شود. ریشه‌های این بحران به سال‌های پایانی قرن بیستم تا سال ۲۰۰۶ باز می‌گردد که نهایتاً طی سال‌های ۲۰۰۷ و ۲۰۰۸ خود را به شکل تضعیف سیستم مالی بین‌المللی آشکار کرده است. بحران به سبب حباب قیمتی در بازار مسکن آمریکا، همچنین اعطای وام با نرخ پایین به افراد کم اعتبار و نیز کم بودن نرخ تعدیل رهنی در سال‌های ۲۰۰۵-۲۰۰۶ آغاز شد. بعد از بروز شوک حمله گروه‌های تروریستی به آمریکا (۱۱ سپتامبر ۲۰۰۱) اقتصاد این کشور با تکانه شدیدی مواجه گردید به گونه‌ای که برای برون رفت از بحران احتمالی تصمیم به کاهش نرخ بهره (بین بانکی) گرفته شد. این امر منجر به رونق سرمایه‌گذاری در بخش‌های کم ریسک‌تر اقتصاد آمریکا از جمله مسکن گردید.

در سال‌های گذشته، با توجه به رونق شدید بازار مسکن آمریکا، به مقولاتی نظیر استانداردهای اعطای وام، توجه نگردیده بود، این امر منجر به تسهیل شرایط ابتدایی برای دریافت وام و تحریک مجدد بازار مسکن آمریکا می‌شد.

با گذشت زمان قیمت منازل مسکونی در آمریکا در نتیجه حباب قیمتی بوجود آمده، رشد می‌کرد و موسسات اعتباری در نتیجه رشد قیمت مسکن وام‌های سابق خود بر همان منازل را تجدید اعتبار می‌کردند. به این ترتیب گاهی تا سه بار یک منزل مشمول دریافت اعتبار رهنی تا ۹۵ درصد ارزش خود، شده بود. تورم و بی‌توجهی به سرمایه‌گذاری در سایر بخش‌های اقتصادی منجر به تجدید نظر در سیاست‌های پولی گردید. هم‌زمان با تغییر سیاست‌های پولی آمریکا (از سال ۲۰۰۶) حباب قیمتی در



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.

نقش اوراق رهنی در بحران اعتبارات آمریکا

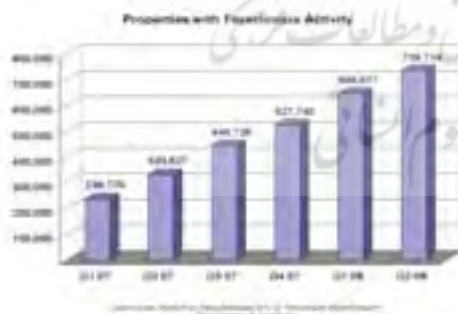
بحران‌های اعتباری از جمله بحران‌های مالی هستند که به واسطه کم شدن نقدینگی در بازارهای اعتباری و سیستم‌های بانکی دنیا، بوجود می‌آیند. رکود شدید در بازار مسکن آمریکا، عملکرد

بانکها

به چند علت ترجیح می دهند تسهیلات را به اوراق بهادار تبدیل کنند. برخی از مزیت های انتشار اوراق مشارکت رهنی عبارت است از: افزایش نقدینگی، بهبود مدیریت ریسک، افزایش تنوع منابع تأمین مالی، افزایش ثروت سهامداران و برخی از مزیت های حسابداری.

۹- ضعف در نظارت و تنظیم بازار. در حقیقت ریشه اصلی بحران اعتبارات و وام های مسکن (بی توجهی بانکها و موسسات رهنی نسبت به اعتبار و ظرفیت و توانائی مالی افراد وام گیرنده) یا به عبارتی ایجاد طلب غیر قابل وصول، شناخته می شود. در این میان بسیاری از اوراق با پشتوانه رهنی به دلایلی همچون عدم بازپرداخت اقساط توسط گیرندگان وام و ورشکستگی نهادهای تضمین کننده این اوراق کاهش یافته است. نمودار زیر روند فصلی سلب مالکیت از دارندگان کم اعتبار وامهای رهنی را نشان می دهد.

نمودار ۸: روند فصلی سلب مالکیت از دارندگان کم اعتبار وامهای رهنی



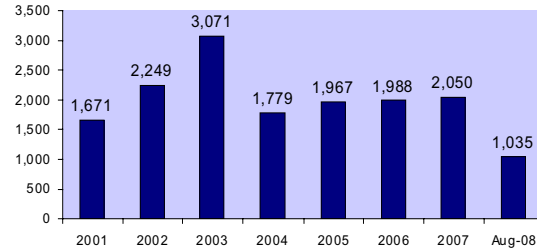
در نمودار زیر نشان داده شده از سال ۲۰۰۱ تا اگوست ۲۰۰۸ معادل ۱۵۸۱۰ میلیارد دلار اوراق رهنی در بازار مالی منتشر شده است. بدیهی است حجم بالای این اوراق در مقایسه با تولید ناخالص داخلی، می توان بحران را باشد (تولید ناخالص داخلی این کشور نزدیک به ۱۳/۸۶ هزار میلیارد دلار است).

بازار مسکن فرو ریخت. رشد و بازگشت به جایگاه اصلی نرخ بهره کمک می کرد تا تورم بوجود آمده در امریکا کنترل شده و تخصیص منابع و مصارف در جامعه این کشور شکلی واقعی تر به خود بگیرد. رشد نرخ بهره منجر به آن شد که در سال ۲۰۰۷ بیش از ۱/۳ میلیون امریکایی، مجبور به فروش عین مرهونه^۱ برای تادیه وام خود شدند. این رقم نسبت به سال ۲۰۰۶، ۷۹ درصد رشد کرده بود. در این دوره بانکها و سایر موسسات اعتباری نزدیک ۴۳۵ میلیارد دلار زیان کردند. در مواجهه با معضل کمبود نقدینگی، بانکهای مرکزی کشورهای مختلف که بانکهای عضو خود را دچار آسیب می دیدند، تلاش کردند با وجود آوردن صندوق و اعطای وام به بانکهای متضرر، باور به بازار تجارت کاغذی را همچنان پر فروغ نگهدارند. دولت امریکا نیز با در نظر گرفتن تعهدات مالی قابل توجهی در صدد رهانیدن موسسات مالی کلیدی کشورش می باشد.

دلایل ایجاد بحران مالی کنونی متعدد و پیچیده است. اما می توان اصل آن را به برخی عوامل در بازار مسکن و اعتبارات منتسب کرد، عواملی همچون:

- ۱- وجود حباب قیمتی در بازار مسکن امریکا؛
- ۲- ناتوانی مالکان در پرداخت وامهای رهنی؛
- ۳- قضاوت ضعیف قرض گیرندگان و وام دهندگان؛
- ۴- سفته بازی و رشد ناگهانی ساخت و ساز مسکن؛
- ۵- ایجاد وامها و فرآورده های پر ریسک رهنی؛
- ۶- سطوح بالای بدهی افراد و شرکتها (اهرم مالی بالا)؛
- ۷- ابزارهای نوین مالی که ریسک نکول را توزیع یا پنهان می کنند؛
- ۸- سیاست های بانک مرکزی امریکا؛

نمودار ۹: حجم اوراق رهنی منتشرشده در آمریکا



Source: Government-Sponsored Enterprises, Thomson Financial, Bloomberg

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 این رو می توان گفت در حال حاضر از چهار راهکاری که کشورهای توسعه یافته برای تأمین مالی بخش مسکن استفاده می کنند اکنون بسترهای لازم جهت استفاده از سه راهکار (سپرده گذاری، صندوق زمین و ساختمان و اوراق مشارکت رهنی) پدید آمده است.

می تواند مبالغ فراوانی را به صورت نقد به دست آورد. بر این اساس حتی فروش تسهیلات با تخفیف نیز سبب می شود حجم بزرگی از پرداخت های نقدی عاید بانک شود. این افزایش نقدینگی نه تنها جهت بهبود نسبت های مالی مانند کفایت سرمایه بانک مفید است، بلکه از اضافه برداشت های احتمالی از بانک مرکزی که نرخ سود بالایی دارند جلوگیری می کند. به عبارت دیگر انتشار اوراق مشارکت رهنی به بانک جهت بازمهندسی مجدد مالی کمک می کند؛

۲- **بهبود مدیریت ریسک:** در روش های کلاسیک، نهاد تسهیلات دهنده (بانک) ریسک اعتباری را می پذیرفت، زمان بازپرداخت اقساط را مشخص می کرد و جمع آوری اصل و فرع تسهیلات را بر عهده داشت. اما در صورت انتشار اوراق مشارکت رهنی، بانک تمام یا بخشی از این فرایند و ریسک های موجود در آن را به افراد دیگری (واسط و سرمایه گذاران) منتقل کند؛

۳- **افزایش در تنوع منابع تأمین مالی:** بانک از این راه می تواند برای تأمین مالی به بازارهای جدیدی دست یابد و خود را صرفاً محدود به سپرده افراد نکند.

۴- **افزایش ثروت سهامداران:** انتشار این گونه اوراق سبب افزایش ارزش افزوده سهامداران می شود چون وجوه حاصله به طور عمده صرف سرمایه گذاری در پروژه هایی با خالص ارزش فعلی مثبت می شود، البته منوط به اینکه روش های مدیریت ریسک شرکت بهبود یابد. به عبارت دیگر می توان وجوه حاصله را به طرح هایی 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

تاکنون (اکتبر ۲۰۰۸)، در ایالات متحده آمریکا شرکت های فنی می و فردی مک که بزرگترین تضمین کنندگان اوراق با پشتوانه رهن در آمریکا به شمار می آیند، با ۵۰۰۰ میلیارد دلار سرمایه، ملی شده اند. همچنین ایندی مک، بانک لمان برادرز و رقیب آن، مؤسسه مریل لینچ و نیز بانک واشنگتن میچوال مشهور به وامو (WaMu) با اعلام ورشکستگی شوک اقتصادی شدیدی را به بازارهای مالی آمریکا وارد کرده اند. به دنبال ورشکستگی بانکها و مؤسسات مالی شرکت های بیمه نیز که وامها و سپرده ها را بیمه کرده بودند دچار زیان های هنگفت شده و حتی بسیاری از جمله شرکت (AIG) بزرگترین مؤسسه بیمه گذار آمریکا) نیز ورشکسته شده اند. در گزارش ارائه شده به کنگره آمریکا برای تصویب طرح نجات اقتصادی، پیش بینی شده که بحران مالی ۱۳۰۰ میلیارد دلار خسارت در بازارهای مالی و ۷۷۰۰ میلیارد دلار زیان در بازار مسکن آمریکا به بار آورده است.

فواید استفاده از اوراق مشارکت رهنی

تبدیل دارایی ها به اوراق بهادار از مقوله هایی است که با توجه به مجموعه منافع آن و با عنایت به این که باعث آزادسازی بخش قابل توجهی از تسهیلات بانک می شود، می تواند نقش مؤثری را در سامان دهی بازار پول و سرمایه کشور ایفا کند.

بانکها به چند علت ترجیح می دهند تسهیلات را به اوراق بهادار تبدیل کنند. برخی از مزیت های انتشار اوراق مشارکت رهنی عبارت است از: افزایش نقدینگی، بهبود مدیریت ریسک، افزایش تنوع منابع تأمین مالی، افزایش ثروت سهامداران و برخی از مزیت های حسابداری.

۱- **افزایش نقدینگی:** با تبدیل دارایی ها (تسهیلات) به اوراق بهادار درآمدهای آتی به حال تبدیل می شوند، بنابراین بانک

ارزش فعلی سود پرداختی به دارندگان اوراق مشارکت رهنی به صورت زیر محاسبه می شود:

$$B = \sum_{j=1}^n \frac{P_j}{(1 + \frac{k}{r})^j}$$

P: اقساط دریافتی از وام گیرندگان

k: نرخ تنزیل اقساط بانکی

B: قیمت بسته تسهیلات (مبلغی که واسط برای خرید دین بانک پرداخت می کند)

z: تعداد اقساط ماهانه

معادله اصلی قیمت گذاری به این شکل خواهد بود:

سود پرداختی به دارندگان اوراق = صرف ریسک واسط - هزینه های انتشار - اقساط دریافتی از وام گیرندگان

$$\sum_{i=1}^n \frac{C_i}{(1 + \frac{r}{12})^i} - F - Prof_{SPV} = \sum_{j=1}^n \frac{P_j}{(1 + \frac{k}{r})^j}$$

F: هزینه های انتشار اوراق مشارکت رهنی

اگر سررسید اقساط دریافتی و سررسید اوراق مشارکت رهنی برابر باشد (i = z) صرف ریسک واسط نیز برابر صفر خواهد بود (Prof_{SPV} = 0).

نتیجه گیری و پیشنهادها

بانک در جایگاه واسطه مالی نقش مهمی در نظام اقتصادی کشور دارد. در ایران تأمین مالی بانکها به طور عمده از محل سپرده افراد صورت می پذیرد. یکی از مفهومی که به گسترش شیوه های تأمین مالی بانکها جهت اعطای تسهیلات (به ویژه درباره تسهیلات فروش اقساطی مسکن و ساختمان کمک کند مفهوم تبدیل داراییها به اوراق بهادار است. اکنون تبدیل داراییها به

بازده سرمایه شده و برحسب نوع ساختار استفاده شده، ممکن است باعث کاهش هزینه های استقراض، آزادسازی سرمایه اضافی، برای اهداف توسعه یا سرمایه گذاری مجدد، بهبود نسبت بدهی، مدیریت ریسک اعتباری، بهبود عملکرد مالی و تنوع بخشی به منابع تأمین مالی شود.

قیمت گذاری اوراق مشارکت رهنی

با توجه به این که اقساط دریافتی بانک که در سال های آتی وصول خواهد شد، توسط واسط تنزیل می شود لذا خواهیم داشت (وام های بانکی به صورت ماهانه توسط وام گیرندگان دریافت می شود).

$$A = \sum_{i=1}^n \frac{C_i}{(1 + \frac{r}{12})^i}$$

C: اقساط دریافتی از وام گیرندگان

r: نرخ تنزیل اقساط بانکی

A: قیمت بسته تسهیلات (مبلغی که واسط برای خرید دین بانک پرداخت می کند)

i: تعداد اقساط ماهانه

از طرفی سود دارندگان اوراق مشارکت رهنی (k) با توجه به خصوصیات و رتبه اعتباری آن تعیین می شود. سایر هزینه های انتشار بر حسب درصد (F) اوراق شامل هزینه ضمانت و سایر موارد که به آن افزوده می شود. اگر شرکت واسط در ایجاد تطبیق سررسیدها با ریسک مواجه شود، صرف ریسکی انتظار خواهد داشت و اگر فقط به عنوان واسط و مجرای عبور از آن استفاده شود، صرف ریسک موضوعیت نخواهد داشت و هزینه مربوطه نیز حذف خواهد شد. ضمناً جوهی که از محل انتشار اوراق بدست می آید مستقیماً صرف خرید دین (تنزیل تسهیلات) خواهد شد.



اوراق بهادر به صورت روش متداول تأمین مالی در کشورهای گوناگون دنیا، به طور گسترده‌ای در صنعت خدمات مالی بانک‌ها و مؤسسه‌های بیمه، صندوق‌های بازنشستگی، شرکت‌های لیزینگ و ... مورد استفاده قرار می‌گیرد. با به کارگیری 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 بهادر با پشتوانه وام‌های رهنی است که قدمتی ۳۰ ساله در دنیا دارد. در ایران نیز با توجه به تصویب قانون بازار اوراق بهادر 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 این رو جهت طراحی ابزاری با سازوکار اوراق بهادر 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 تأمین مالی کنند. به این ترتیب منابع درگیر در تسهیلات رهنی به واسطه استفاده از ابزار پیش گفته مجدداً آزاد شده و منابع جدیدی در اختیار بانک‌ها قرار می‌گیرد. از آنجا که عمده تسهیلات رهنی مربوط به بخش مسکن است

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.

بنابراین منابع حاصل از فروش تسهیلات رهنی نیز باید به بخش مسکن اختصاص یابد. از این رو می‌توان گفت در حال حاضر از چهار راهکاری که کشورهای توسعه‌یافته برای تأمین 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، پدید آوردن 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 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.

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 praiule, Stephane praiulert, 2003, Fixed Income . Securities John Wiley & Sons.

ج. سایت

1. www.gjinnimae.gov

منابع و مآخذ

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- سروش، ابوذر ۱۳۸۷ش، «اوراق مشارکت رهنی ابزاری نوین در تأمین مالی بانک‌ها»، فصلنامه علمی پژوهشی اقتصاد اسلامی، سال هشتم، شماره ۲۹، بهار.
- ۵- 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.
- ۶- کمیسیون اوراق بهادار مالزی، ۱۳۸۵ش، مصوبات شورای