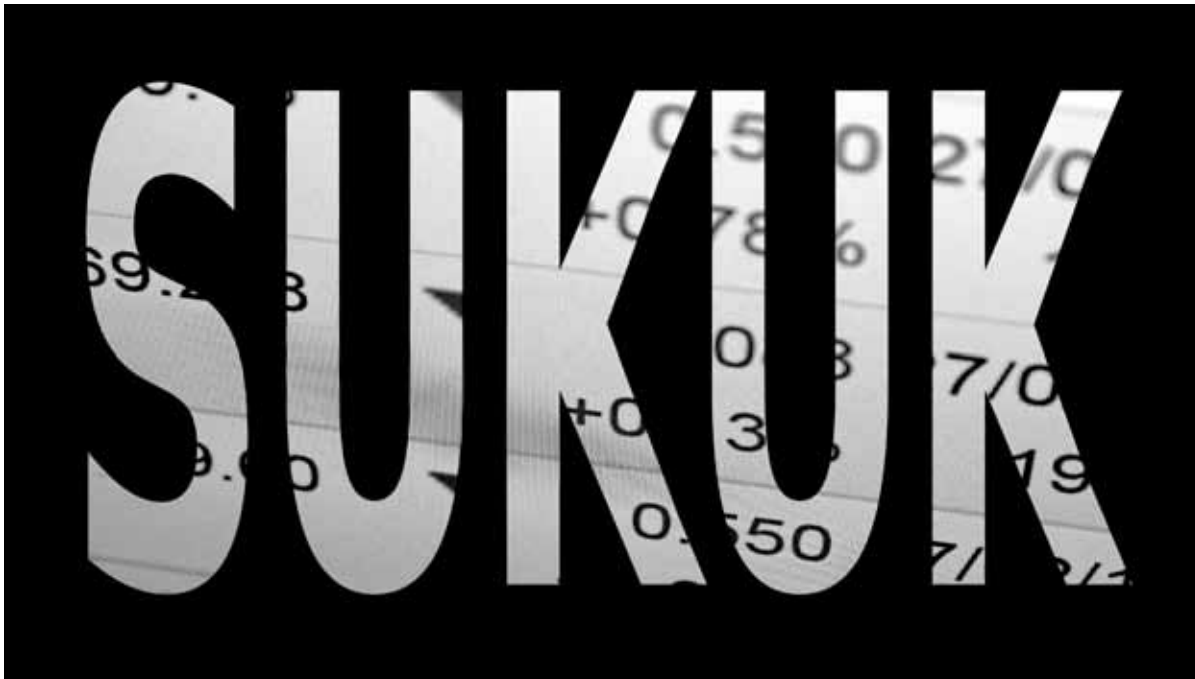


چشم‌اندازی بر ابزار نوین مالی و وضعیت آن در ایران



دکتر مهدی محمدی ✍️

مهناز نوجوان

جواد اشرفی

مقدمه

امروزه دستیابی به منابع مالی ارزان و مناسب، یکی از مهمترین دغدغه‌های مدیران و سیاست‌گذاران اقتصادی است. شناخت انواع ابزار مالی و انتخاب آن‌ها به‌عنوان منبع تأمین مالی، بسیار مهم است (عبده تبریزی، ۱۳۷۶). تعیین چگونگی تأمین مالی متشکل از نقد و غیرنقد، نیازمند تدوین خط‌مشی‌ها و شناسایی راه‌کارهای مناسب تأمین مالی است (نیکومرام و همکاران، ۱۳۹۲). در فرایند تأمین وجوه، استفاده از راه‌کارهای مختلف اهمیت زیادی دارد. این‌گونه تصمیم‌ها، عنصر اجتناب‌ناپذیر تصمیم‌های سرمایه‌گذاری و عملیاتی است (رهنمای رودپشتی و همکاران، ۱۳۹۲). ابزار مالی به پنج دسته کلی ابزار مالکیت، ابزار بدهی، ابزار مشتقه، ابزار ترکیبی و ابزار مالی نوین تقسیم می‌شوند. صکوک، اوراق بهادار به پشتوانه دارایی‌ها و اوراق بهادار رهنی از جمله مهمترین ابزار مالی نوین هستند. ضرورت شناسایی ابزار مالی جدید در بازار و بررسی آن‌ها به‌لحاظ کارایی و مصالح اقتصادی کشورها و همچنین مطابقت با قوانین شرعی اسلامی، بر کسی پوشیده نیست.

صکوک

اوراق بهادار

به

پشتوانه دارایی‌ها

و

اوراق بهادار رهنی

از جمله

مهمترین

ابزار مالی نوین

هستند

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" (محمدی و همکاران، ۱۳۹۳).

بر اساس قوانین جمهوری اسلامی ایران، صکوک 'اوراق بهاداری است که بر اساس قراردادهای شرعی منتشر می‌شوند و نشان دهنده مالکیت مشاع دارندگان آن، در دارایی مبنای انتشار اوراق است."

اوراق صکوک و به‌ویژه صکوک اجاره می‌تواند ابزار مناسبی برای تأمین مالی و تبدیل به اوراق بهادار کردن دارایی‌ها در همه کشورها و به‌ویژه کشورهای اسلامی باشد. برخی کشورهای اسلامی مانند ایران، بحرین، مالزی، قطر، امارت و عربستان و برخی کشورهای غیراسلامی مانند آلمان و انگلستان، چندین سال است که از صکوک در بازار مالی خود بهره می‌گیرند (محمدی و همکاران، ۱۳۹۳).

ویژگی‌ها و مزایای صکوک

برخی از مزایای انتشار اوراق صکوک را می‌توان به شرح زیر بیان کرد (دریایی و ملکیان، ۱۳۹۰):

- صکوک نقدینگی متقاضی را افزایش می‌دهد،
- دارایی‌هایی که نقدینگی پایینی دارند و یا غیرنقد هستند از ترازنامه خارج و وجوه نقد جایگزین آن می‌شود،
- با این‌که قسمتی از دارایی‌ها از شرکت متقاضی جدا می‌شود، اما باز هم این شرکت می‌تواند از دارایی‌ها استفاده کند،
- از آنجا که صکوک با پشتوانه دارایی منتشر

صکوک اندیشه‌ای جدید است که در سال‌های اخیر به‌وجود آمده و به معنای سپرده‌های بانکی و اوراق قرضه دولتی با پشتوانه دارایی است که یکی از مباحث عملی و در حال رشد در جهان است (احمدپور و خاکپور، ۱۳۸۶). بدون شک، صکوک یکی از مناسب‌ترین و جذاب‌ترین نوآوری‌های اندیشمندان اقتصاد و مالی اسلامی در سه دهه اخیر به شمار می‌آید که باعث شده است مباحث اقتصاد و مالی اسلامی که پیش از این بیشتر جنبه نظری داشت، رویکرد کاربردی و تجاری یافته و با استقبال چشمگیر سرمایه‌گذاران مسلمان و غیرمسلمان روبه‌رو شود (صمیمی، ۱۳۹۱). برای سرمایه‌گذاران پاییند به اصول اقتصادی اسلامی، اوراق بهادار صکوک ابزاری بسیار متنوع و مطمئن را فراهم کرده است. به‌وسیله انتشار صکوک، سرمایه عظیمی به بازارهای مالی وارد شده و موجب توسعه فعالیت‌های اقتصادی و کاهش بیکاری شده است (سرخانی، ۱۳۸۶). صکوک با فرایند تبدیل دارایی به اوراق بهادار، به توسعه بازار سرمایه کمک شایانی می‌کند.

صکوک ابزاری نوین برای تأمین مالی

صکوک اوراق بهادار اسلامی است که با درگیر کردن یک دارایی مشخص فیزیکی و به میان آوردن قراردادهایی مانند اجاره و مضاربه، منطبق با قانون بانکداری بدون ربا می‌شود. صکوک جمع کلمه عربی صک می‌باشد که آن هم معرب واژه چک در زبان فارسی است. سازمان حسابداری و حسابرسی نهادهای مالی اسلامی، صکوک را این‌گونه تعریف کرده است: *«گواهی‌هایی با ارزش اسمی یکسان که پس از اتمام عملیات پذیرهنویسی،*



مانند اوراق بهادار دولتی، مطالبه‌های ناشی از وام‌های تجاری، وام‌های رهنی مسکن، وام‌های رهنی بازرگانی، حساب‌های دریافتی، وام‌های دانشجویی، مطالبه‌های مربوط به اجاره‌های درازمدت و ... می‌توانند به اوراق بهادار تبدیل شوند. در این راستا و در ادامه، اوراق بهادار به پشتوانه دارایی و اوراق بهادار رهنی مورد تبیین قرار می‌گیرند.

اوراق بهادار به پشتوانه دارایی

هدف از تبدیل به اوراق بهادار، فرایندی است که از طریق آن دارایی‌هایی غیر نقد یکجا شده و با جریان نقدی خود به اوراق بهادار قابل معامله تبدیل می‌شوند تا قابلیت عرضه به بازار را پیدا کنند. این اوراق بهادار توسط **دارایی‌های پشتوانه^۲** اولیه پشتیبانی شده و به‌طور عمومی با عنوان **اوراق بهادار با پشتوانه دارایی^۳** (ABS) شناسایی می‌شوند. تبدیل به اوراق بهادار با پشتوانه دارایی، یک ابزار مالی است با هدف تبدیل مجموعه‌ای از دارایی‌ها به اوراق بهادار قابل عرضه در بازار که به‌وسیله جریان نقدی مربوط به دارایی‌های اولیه، ضمانت می‌شوند. این امر به‌وسیله انتقال دارایی‌های یک شرکت (شرکت منشأ) به شرکتی دیگر (واسطه با هدف خاص) صورت می‌گیرد. این شرکت سپس اقدام به انتشار اوراق بهادار از طریق اسناد بدهی می‌کند که با ارائه عمومی یا خصوصی در بازار، منتشر می‌شوند (محمدی و همکاران، ۱۳۹۴).

شکل ۱ معامله‌های انجام‌شده و جریان وجوه مربوط در فرایند تبدیل به اوراق بهادار با پشتوانه دارایی را نشان می‌دهد.

اوراق بهادار رهنی

پس از جنگ جهانی دوم و با افزایش تقاضای خرید مسکن، بانک‌ها و مؤسسه‌های مالی و اعتباری با تقاضای فراوانی برای وام مسکن روبه‌رو شدند. از اینرو، کوشش فراوانی

می‌شود، دارای ریسک کمتری بوده و هزینه تأمین مالی را کاهش می‌دهد، و

• صکوک با فراهم کردن امکان تبدیل دارایی‌ها به اوراق بهادار، به توسعه بازار سرمایه کمک می‌کند.

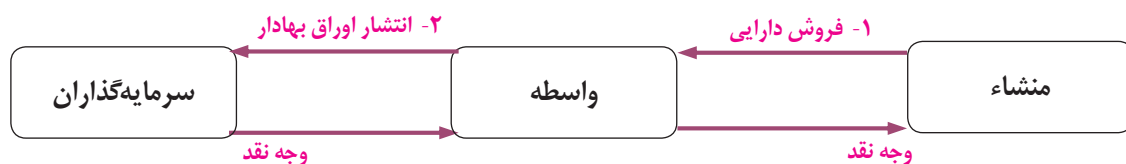
به‌دلیل این‌که اوراق رتبه‌بندی می‌شوند، در بازارهای بین‌المللی قابل معامله هستند و به‌سادگی در بورس‌های بین‌المللی و بازار ثانویه کشورها قابل دادوستد خواهند بود. این امر، اعتبار و کیفیت این‌گونه اوراق را بالا می‌برد (احمدپور و خاکپور، ۱۳۸۶). این روش شاید یکی از کامل‌ترین و جامع‌ترین روش‌های تأمین مالی به حساب آید که زمینه آن هنوز به‌صورت کامل مهیا نیست. تنوع و انعطاف‌پذیری نیز از ویژگی‌های بارز آن است (مزینی، ۱۳۹۰).

تبدیل دارایی‌ها به اوراق بهادار

تبدیل دارایی‌ها به اوراق بهادار^۱ سازوکاری است که به‌وسیله 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 تعهدشده، به اوراق بهادار قابل معامله تبدیل می‌شوند. به عبارت دیگر، تبدیل به اوراق بهادار کردن روشی است که در آن شرکتی به فروش دارایی‌های مالی خود به شخصیت حقوقی جدید اقدام کرده و آن شخصیت حقوقی نیز برای تأمین مالی خرید انجام‌شده، نسبت 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 و به خارج از ترازنامه منتقل می‌شوند (محمدی و همکاران، ۱۳۹۴).

در نظام مالی متعارف، هر دارایی با درآمد ثابت یا متغیر

شکل ۱- فرایند انتشار اوراق بهادار با پشتوانه دارایی و جریان وجوه مربوط (محمدی و همکاران، ۱۳۹۴)



به روز بودن و پیشرفت یک بازار را اکنون با تنوع ابزار مالی آن کشور مورد قیاس و سنجش قرار می‌دهند. در طول سال‌های اخیر و با توسعه بورس، تصویب قانون اوراق بهادار در سال ۱۳۸۴ و سپس قانون توسعه ابزار مالی در سال ۱۳۸۸، راه بازار سرمایه ایران برای به‌کارگیری ابزار نوین مالی، گشوده شد. البته در کشوری مانند ایران، هر نوع اوراق و ابزار جدید برای ورود به بازار باید از نظر حقوقی و فقهی مورد بررسی کامل قرار می‌گرفت تا با قوانین اسلامی و شرعی مغایرت نداشته باشد. بر همین اساس، کمیته تخصصی فقهی سازمان بورس اوراق بهادار تهران در اردیبهشت‌ماه سال ۱۳۸۶ در سازمان بورس ایجاد شد (خامنه و پیره، ۱۳۹۴).

اقتصاد ایران در چند سال گذشته اقتصاد پویایی نبوده است و بیشتر فعالان اقتصادی از فضای تولیدی کشور ناراضی بوده‌اند. برای کمک به اقتصاد کشور به طراحی ابزار جدید نیاز است (اسلامی بیدگلی، ۱۳۹۲). موفقیت ابزار مالی از چند عامل پیروی می‌کند؛ یکی از این بحث‌ها انطباق با موازین شریعت و فقه شیعه است، عامل دوم موفقیت ابزار این است که این ابزار چه مقدار با سلیقه‌ها و ترجیح‌های سرمایه‌گذاران همخوانی دارد و شرط سوم، شرایط کلی کشور است. با در نظر گرفتن تمامی جوانب از جمله فرصت‌ها و تهدیدها، موازین شرعی و شرایط کنونی اقتصاد ایران، اوراق صکوک می‌تواند یکی از بهترین گزینه‌های تأمین مالی به حساب آید. با وجود این، صکوک در بازار سرمایه اسلامی ایران بسیار ضعیف است؛ چون بحث تأمین مالی به وسیله ابزار مالی اسلامی را هنوز آنچنان که شایسته است، توسعه نداده‌اند (خامنه و پیره، ۱۳۹۴).

طبق تعریف سازمان بورس و اوراق بهادار تهران، اوراق

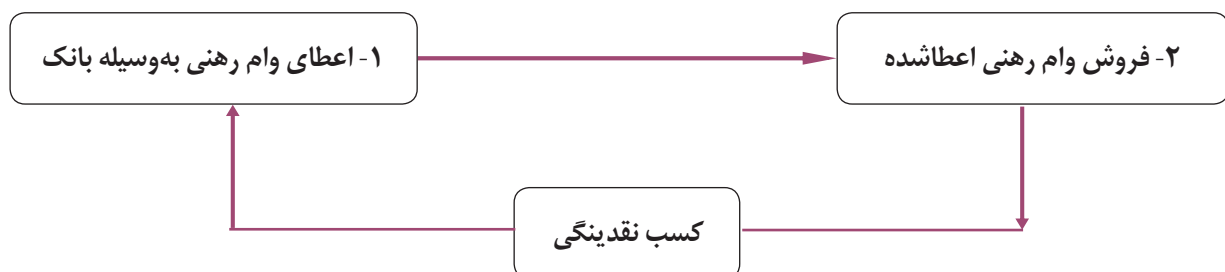
صورت‌گرفت تا منابع مالی بیشتری جذب شده و از این راه، تسهیلات بیشتری نیز اعطا شود. در آن زمان، تأمین مالی این وام‌ها به‌طور عمده از محل سپرده‌ها بود. بنابراین منابع تأمین مالی بانک‌ها به همین مورد محدود می‌شد. از اینرو، بانک‌ها برای تأمین مالی به بازار سرمایه و بازار رهن ثانویه روی آوردند و از ابزار مالی جدید به‌منظور تأمین مالی استفاده کردند. **اوراق بهادار با پشتوانه وام‌های رهنی**^۴ یکی از مهم‌ترین این ابزار 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، سند دارایی را در رهن خود قرار می‌دهد (محمدی و همکاران، ۱۳۹۴).

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 تا بازار رهن اولیه، یعنی وام‌دهی درازمدت نیز به نوبه خود گسترش یافته و تأمین مالی بخش مسکن راحت‌تر انجام پذیرد. در حقیقت، بازار رهن ثانویه ابزاری شد تا بانک بتواند به وسیله آن منابعی را که صرف اعطای تسهیلات مسکن کرده است، آزاد و به وجه نقد تبدیل کند و از این راه، قدرت وام‌دهی خود را در بخش مسکن افزایش دهد (محمدی و همکاران، ۱۳۹۴). **شکل ۲** به خوبی گویای فرایند کلی فروش وام‌های رهنی است.

وضعیت بازار سرمایه ایران در خصوص ابزار مالی نوین

امروزه تنوع ابزار مالی در هر بازاری و به‌ویژه بازار سرمایه، نشان‌دهنده رشد و بالندگی آن بازار است؛ چنان‌که میزان

شکل ۲- فرایند کلی فروش وام‌های رهنی (محمدی و همکاران، ۱۳۹۴)



- تسهیل فرایند ارزیابی و تأیید شرعی ساختار اوراق صکوک،
- استاندارد کردن فرایند انتشار و عرضه اوراق،
- ایجاد یک بازار برای خرید و فروش اوراق و کمک به نقدشوندگی آن، و
- فرهنگ سازی و اقدامهای تبلیغاتی مناسب.



پانوشتها:

- 1- Securitization
- 2- Underlying Assets
- 3- Assets Based Securities
- 4- Mortgage Backed Security

منابع:

- احمدپور احمد، حسین خاکپور، بررسی و شناخت ابزارهای مالی نوین در بازار سرمایه، مجله بورس، شماره ۶۵، ۱۳۸۶
- اسلامی بیدگلی سعید، طراحی ابزارهای جدید نیاز بازار سرمایه کشور: ابزارهای جدید در بازار سرمایه فرصت‌ها و چالش‌ها، مجله بازار و سرمایه، شماره ۴۳ و ۴۴، ۱۳۹۲
- خامنه لیلی، مجید پیره، کارشناس مالی و اسلامی کمیته فقهی بورس تأکید کرد ایران پیشرو در استفاده از ابزارهای نوین مالی، مجله بورس، شماره ۱۲۷، ۱۳۹۴
- دریایی جواد، ناصر ملکیان، ابزارهای نوین در تأمین مالی اسلامی، مجله پیام بانک، شماره ۵۰۹، ۱۳۹۰
- رهنمای رودپشتی فریدون، هاشم نیکومرام، شادی شاهرودیانی، مدیریت مالی راهبردی (ارزش آفرینی) [مبتنی بر مدیریت ریسک]، تهران: انتشارات حکیم‌باشی، چاپ دوم، ۱۳۹۲
- سرخانی محمد، صکوک، ابزار نوین تأمین مالی در نظام بانکداری اسلامی، مجله تازه‌های اقتصاد، شماره ۱۱۷، ۱۳۸۶
- صمیمی حسین، الگوی صکوک: اصول بازار سرمایه اسلامی و کاربرد آن در صکوک اجاره، مجله تازه‌های اقتصاد، شماره ۱۳۶، ۱۳۹۱
- عبده تبریزی حسین، مبانی بازارها و نهادهای مالی، تهران: انتشارات آگاه، ۱۳۷۶
- محمدی مهدی، علی محمدی، گلریز معتضدی، تصمیم‌گیری در مسائل مالی با رویکرد چابکی مالی در کسب و کار، جلد ۱، تهران: انتشارات کتابخانه فرهنگ، چاپ اول، ۱۳۹۳
- محمدی مهدی، علی محمدی، علی بیات، مدیریت سرمایه‌گذاری در اوراق بهادار (مدیریت پورتفولیو)، تهران: انتشارات کتابخانه فرهنگ، چاپ اول، ۱۳۹۴
- مزینی امیرحسین، ارزیابی روش‌های تأمین مالی در اقتصاد ایران (با تأکید بر کاربرد ابزارهای مالی اسلامی در بخش معدن و صنایع معدنی)، مجله راهبرد توسعه، شماره ۲۶، ۱۳۹۰
- نیکومرام هاشم، فریدون رهنمای رودپشتی، فرشاد هیبتی، مبانی مدیریت مالی، جلد ۱، تهران: انتشارات ترمه، چاپ ششم، ۱۳۹۲

رهنی، اوراقی هستند که به منظور مشارکت در خرید تسهیلات رهنی از سوی ناشر منتشر می‌شود و تسهیلات رهنی نیز عبارت است از تسهیلات بانکی مبتنی بر دارایی عینی با سررسید بیش از یک سال که به منظور خرید زمین و ساختمان اعطا شده است. فرایند انتشار اوراق رهنی در قالب صکوک مراحبه و صکوک (اجاره به شرط تملک) انجام می‌شود. تا آذرماه سال ۱۳۸۸ به علت این که به اوراق بهادار جدید مثل اوراق رهنی و اوراق اجاره که در بورس معامله می‌شدند، مالیات تعلق می‌گرفت و با توجه به این که براساس بند ۵ ماده ۱۴۵ قانون مالیات‌های مستقیم، سود و جوایز متعلق به اوراق مشارکت از مالیات معاف است، برای حل مسائل مالیاتی به منظور استفاده از این ابزار از قانون اوراق مشارکت استفاده می‌شد؛ اما از آذرماه سال ۱۳۸۸، نام اوراق مشارکت رهنی جای خود را به اوراق رهنی داده است؛ چراکه براساس این قانون، بعضی از ابزار از جمله اوراق رهنی از مالیات نقل و انتقال معاف شده و به کارمزدهای بورس کالا و اوراق بهادار، مالیات بر ارزش افزوده تعلق نمی‌گیرد (محمدی و همکاران، ۱۳۹۳).

پیشنهادها و نتیجه‌گیری

امروزه بحث تأمین مالی و یافتن روش‌های مناسب آن به یکی از دغدغه‌های اصلی سیاستگذاران در حوزه‌های مختلف اقتصادی تبدیل شده است؛ از اینرو شناخت و بررسی ابزار نوین تأمین مالی اجتناب‌ناپذیر است. همانطور که در این مقاله بررسی شد، ابزار مالی صکوک، اوراق بهادار به پشتوانه دارایی‌ها و اوراق رهنی از مهم‌ترین ابزار نوین تأمین مالی است.

با در نظر گرفتن تمامی جوانب از جمله شرایط کنونی اقتصاد ایران، اوراق صکوک می‌تواند یکی از بهترین گزینه‌های تأمین مالی به حساب آید. این روش یکی از کاملترین و جامع‌ترین روش‌های تأمین مالی است که زمینه آن هنوز به صورت کامل و آنچنان که شایسته است در بازار سرمایه ایران توسعه نیافته است. در این راستا به منظور مهیا ساختن زیرساخت‌های لازم برای توسعه بازار صکوک و دیگر ابزار نوین تأمین مالی، پیشنهادهایی به شرح زیر توصیه می‌شود:

- استاندارد کردن دارایی‌هایی که می‌تواند در این‌گونه فرایندها مورد استفاده قرار گیرد.