ابزارهای تأمین مالی مسکن از طریق بازار سرمایه

(با تأکید بر تأمین مالی مسکن از طریق اوراق رهنی)

سید محمدرضا حبیب زاده

مدیر تأمین مالی، شرکت تأمین سرمایه بانک مسکن em.habibzadeh@gmail.com

مهدی نظرآقایی[1]

کارشناس تأمین مالی شرکت تأمین سرمایه بانک مسکن، mehdi.nazaraghaei@gmail.com

چکیده

بخش مسکن به‌عنوان موتور محرک اقتصاد به شمار می‌رود و بیش از ۱۲۰ صنعت به طور مستقیم و غیرمستقیم با آن در ارتباط می‌باشد. یک نظام تأمین مالی مسکن از واسطه‌های مالی رسمی و همچنین بازارهای مالی سازمان یافته با ابزارهای مختلف مربوط به تأمین مالی مسکن تشکیل شده است. تأمین مالی از مهم‌ترین مسائل بخش مسکن به شمار می‌رود. امروزه نظام تأمین مالی مسکن در جهان منقسم به بازار اولیه و بازار ثانویه با انبوهی از مؤسسات مالی می‌باشد که محصولات متنوع وامی و رهنی در این بازارها متناسب با وضعیت نقدینگی خانوارها ارائه می‌گردد. یکی مهم‌ترین و پرکاربردترین ابزار تأمین مالی مسکن در کشورهایی با ساختار و نظام مالی پیشرفته، اوراق رهنی است. اوراق رهنی، اوراق بهاداری است که به‌منظور خرید مطالبات رهنی توسط ناشر منتشر می‌شود. در کشور ما نیز این ابزار در طی سالیان اخیر مورد توجه و استفاده قرار گرفته است.

در این مقاله با رویکرد کاربردی و با استفاده از مطالعات کتابخانه‌ای و روش توصیفی - تحلیلی پس از معرفی اوراق رهنی و انواع آن، فرآیند ایجاد این اوراق تشریح و ریسک‌های مربوط به آن از منظر ریسک‌های فرآیند ایجاد و سرمایه‌گذاری مورد بررسی قرار می‌گیرد. سپس ساختار بازار اوراق رهنی در کشورهای ایالات‌متحده و انگلیس به‌عنوان بازارهای توسعه‌یافته این اوراق بررسی و در پایان ساختار انتشار اوراق رهنی در کشورمان ارائه گردیده است و در انتها پیشنهادهای سیاستی ارائه گردیده است.

کلمات کلیدی: تأمین مالی، اوراق رهنی، بازار سرمایه، ابزارهای تأمین مالی.

---

۱. نویسنده مسئول

مقدمه و مبانی نظری

مسکن پس از غذا و پوشاک مهم‌ترین نیاز انسان به شمار می‌رود. از سوی دیگر مسکن به‌عنوان کالایی اقتصادی، دارای ویژگی‌هایی است که آن را از سایر کالاها متمایز می‌سازد. کالایی اساسی که جانشین ندارد و در عین حال غیرمنقول و مقید به مکان است و همچنین متأثر از محیط پیرامون آن و شرایط جغرافیایی، نظیر دسترسی‌ها و سایر عوامل می‌باشد. از منظر اقتصاد کلان، بخش مسکن با توجه به ارتباط پسین و پیشین بسیار زیاد با سایر بخش‌های اقتصادی یکی از موتورهای محرک اقتصادی محسوب می‌شود که در صورت رونق، اشتغال‌زایی بالا به همراه رشد اقتصادی را به دنبال دارد. (جعفری و اله قلی، ۱۳۸۸) . همچنین مسکن، یکی از شاخص‌های مهم توسعه اقتصادی کشورهاست اما مسکن، صرفاً یک شاخص نیست بلکه ابزار و وسیله‌ای برای سنجش و آزمایش شکوفایی است.از منظر اقتصادی، مسکن، پیشران مهم توسعه است؛ به نحوی که در کشوری مانند ایالت متحده آمریکا حدود ۲۰درصد از تولید ناخالص داخلی این کشور مستقیم و غیرمستقیم به بخش مسکن مربوط است. در بسیاری از کشورها سهم بخش مسکن از تولید ناخالص داخلی بین ۲۰تا ۵۰ درصد است(طوسی و امیدی، ۱۳۹۹).

از طرفی کاهش تولید مسکن بر روی مؤلفه‌های بسیاری در سطح کلان ملی و در سطح صنعت از قبیل نرخ رشد بخش صنایع وابسته و نرخ رشد اقتصادی کشور، نرخ بیکاری بخش مسکن و بخش‌های وابسته، قیمت مسکن و تغییرات سطح عمومی قیمت‌ها آثار نامطلوب خواهد داشت و از سویی دیگر عوامل مختلفی بر میزان منابع مالی موردنیاز بخش مسکن و در پی آن میزان تولید و عرضه مسکن تأثیر گذاشته که این عوامل به‌نوعی جهت توجیه افزایش قیمت تمام‌شده از طرف مسکن‌سازان و به دنبال آن مشکلات متعدد در عمل به تعهدات مسکن‌سازان شده است. برخی از این عوامل عبارت‌اند از: افزایش طبیعی حقوق و دستمزدها، افزایش نرخ تورم، نوسانات بازارهای مواد اولیه و مصالح ساختمانی (آهن‌آلات، سیمان و سایر مواد) به دلیل نوسانات قیمت‌های جهانی و نوسانات شدید ارزی، ارائه تسهیلات اعتباری گران‌قیمت به مشتریان(شیرمردی و ندری، ۱۳۹۶).

پدیده ریسک در همه فعالیت‌های انسان، به‌ویژه فعالیت‌های اقتصادی وجود دارد؛ ازاین‌رو، فعالان عرصه اقتصاد، به‌ویژه فعالان بازارهای مالی اعم از سرمایه‌گذاران نهادی و غیر نهادی، ناشران، بازارسازان (بازارگردانان) و...، درصدد کاهش و مدیریت ریسک‌هایی هستند که از فعالیت آن‌ها در بازارهای مالی، به‌ویژه سرمایه‌گذاری در اوراق بهادار ایجاد می‌شود. ریسک در نظام مالی اسلامی نیز مانند نظام مالی متعارف (مرسوم) وجود دارد .ابزارهای مالی اسلامی، به طور ذاتی نسبت به ابزارهای مالی متعارف از ریسک بیشتری برخوردارند (ارسلان طریق و دار، ۲۰۰۷) ؛ زیرا تقریباً تمام ابزارهای مالی اسلامی مبتنی بر مالکیت یک یا مجموعه‌ای از دارایی‌های خاص است و این ریسک به سرمایه‌گذاران منتقل می‌شود (نظیف و عبدالقادر، ۲۰۰۴). اوراق رهنی نیز از این قاعده مستثنا نیستند. به همین دلیل هر کس که قصد استفاده از این ابزارها را دارد، لازم است تا با شناسایی ریسک‌های آن‌ها، راهکارهایی مناسب برای مدیریت ریسک آن‌ها را ارائه کند.

در کشورهای با ساختار و نظام مالی پیشرفته تقریباً تمام املاک و مستغلات توسط اوراق رهنی تأمین مالی می‌شوند و کمتر کسی است که با ابزار مالی آشنا نباشد. با تأمین مالی از طریق اوراق رهنی، خریدار مسکن مقدار کمی از مبلغ را پرداخت و مابقی هزینه مسکن را با یک وام (قرض رهنی) تأمین می‌کند.

در ایران، بانک‌ها به‌عنوان مهم‌ترین واسطه‌های گردش وجوه، وجوه مازاد اشخاص حقیقی و حقوقی را جمع‌آوری می‌کنند و در اختیار فعالان اقتصادی قرار می‌دهند که این، موجب تأمین مالی طرح‌های اقتصادی می‌شود و رشد و توسعه اقتصادی را به همراه دارد، اما در سال‌های اخیر، خود بانک‌ها با مشکل مالی مواجه شده‌اند و راهکارهای مختلفی برای برون‌رفت از این بحران آزمایش شده است. یکی از این راهکارها، تبدیل دارایی‌های بانکی به اوراق بهادار – به‌عنوان یکی از روش‌های نوین تأمین مالی- است که برای مطالبات بلندمدت بانک‌ها، به‌ویژه تسهیلات رهنی مسکن اجرا می‌شود.

با توجه به مشکلات بخش مسکن، به نظر می‌رسد راهکار جدیدی که بتواند منابع مالی موردنیاز بخش مسکن را فراهم کند و در عین حال مسائل تأمین مالی دولتی و مبتنی بر بانک و دیگر روش‌ها را نداشته باشد امری ضروری به نظر می‌رسد. در این پژوهش با رویکرد کاربردی و با استفاده از مطالعات کتابخانه‌ای و روش توصیفی- تحلیلی پس از معرفی اوراق رهنی و انواع آن، فرآیند ایجاد این اوراق تشریح و ریسک‌های مربوط به آن از منظر ریسک‌های فرآیند ایجاد و سرمایه‌گذاری مورد بررسی قرار می‌گیرد. سپس ساختار بازار اوراق رهنی در کشورهای ایالات‌متحده و انگلیس به‌عنوان بازارهای توسعه‌یافته این اوراق بررسی و در پایان ساختار انتشار اوراق رهنی در کشورمان ارائه گردیده است. درنهایت، نتیجه‌گیری و پیشنهادهای سیاستی در این خصوص ارائه می‌شود.

پیشینه تحقیق

عبده تبریزی،(۱۳۷۶) در مقاله خود با عنوان «اوراق بهادار با پشتوانه وام‌های رهنی نمونه‌ای از ابزارهای متنوع بازار سرمایه»، چگونگی پدید ساختن یکی از ابزارهای بازار سرمایه «اوراق رهنی» را توضیح داده و تصویری از وسعت بازار بدهی‌های رهنی امریکا ارائه کرده است. همچنین در این مقاله به ویژگی‌های اوراق بهادار رهنی و چارچوب تحلیلی موردنیاز برای طراحی اوراق رهنی را مورد بررسی قرار می‌دهد و انواع اوراق رهنی قابل انتشار را از شکل ساده اولیه تا اشکال پیچیده‌تر، معرفی و تقسیم‌های آن را مشخص می‌کند.

همو، (۱۳۷۹)در مقاله دیگری با عنوان «تبدیل به اوراق بهادار کردن»، به معرفی این فرایند در نظام بانکداری متعارف پرداخته است و موضوع تبدیل کردن دارایی‌ها به اوراق بهادار را به علت تأکید آن بر حذف دارایی‌ها از ترازنامه اعطاکنندهٔ تسهیلات اولیه، از ابزارهایی می‌شناسد که ریسک ترازنامه بانک اولیه را کاهش می‌دهد.

مهدنور و همکاران (۲۰۱۷)به پژوهشی با عنوان مالزی: قطب جهانی تأمین مالی اسلامی پرداختند و رقابت‌پذیری اقتصاد مالزی را در میان دیگر کشورهای سراسر جهان مورد بررسی قرار دادند، جهت شناسایی عوامل مثبتی که می‌تواند به‌عنوان

قطب جهانی تأمین مالی اسلامی در مالزی قرار گیرد. آنان در این پژوهش برخی ابزارها را برای یک چارچوب جدید برای ارزیابی تأمین مالی اسلامی قطب جهانی ارائه نمودند.

ماریاتول و راسیده(۲۰۱۷) در مطالعه‌ای با عنوان عوامل تعیین‌کننده تمایل به تأمین مالی اسلامی در بنگاه‌های کوچک و متوسط حلال، تلاش نمودند تا برخی عوامل غیرمالی مؤثر بر تمایل به تأمین مالی اسلامی را در بین مدیران شرکت‌های مذکور، شناسایی نمایند. به این منظور از پرسشنامه‌ای استفاده شد که بین ۳۰ تن از مدیران پخش گردید. نتایج بررسی‌ها نشان داد که تأمین مالی اسلامی، ابزاری متداول و محبوب در بین نمونه مورد بررسی است.

ایمام و پودار (۲۰۱۵) در مطالعه‌ای به بررسی تأثیر تأمین مالی اسلامی بر رشد اقتصادی پرداختند. نتایج بررسی‌های صورت گرفته توسط آنان نشان داد که ارتباطی مستقیم و معنادار بین رشد اقتصادی و بانکداری اسلامی برقرار است. به بیان آنان، این ارتباط پس از کنترل عوامل تعیین‌کننده رشد اقتصادی همچنان پایدار بوده است.

بلوفی و کاشی (۲۰۱۴)به بررسی تأمین مالی اسلامی در انگلستان: عوامل رشد و توسعه آن پرداختند. نتایج آنان نشان داد که بریتانیا از نظر تعدادی از مؤسسات و دانشگاه‌ها در جنبه‌های آموزشی، تعداد واسطه‌های دارای مجوز اسلامی، خدمات مالی و تعداد شرکت‌های حقوقی درگیر در خدمات مشاوره‌ای و حقوقی، کشور شماره یک در غرب است و در این میان عواملی که برای توضیح پیشرفت تدریجی اما پایدار کشور بررسی‌شده است عبارت‌اند از نقش فعال دولت بریتانیا و نقش فعال بازی تعدادی از سازمان‌های مسلمان بریتانیا.

تاباش و دانکار (۲۰۱۴) به بررسی ارتباط تأمین مالی اسلامی و رشد اقتصادی در شرکت‌های خاورمیانه پرداختند. به این منظور از آزمون علیت گرانجر استفاده شد. نتایج بررسی‌های آنان نشان داد که ارتباط بلندمدت و مستقیم بین تأمین مالی اسلامی بانک‌ها و رشد اقتصادی کشورها برقرار است. این در حالی است که ارتباط علی گرانجری بین متغیرهای مذکور نیز تأیید شد.

سعیدی، کرد، ۱۳۸۹، در مقاله‌ای با عنوان امکان‌سنجی اقتصادی تبدیل تسهیلات فروش اقساطی به اوراق رهنی، مطالعه موردی بانک ملی ایران بیان کردند با توجه به قوانین نظام بانکداری بدون ربا و با استفاده از مصوبه‌های شورای نگهبان و کمیته فقهی سازمان بورس و اوراق بهادار، احکام مربوط به امکان سنجی فقهی اوراق بررسی‌شده و در بعد اقتصادی نیز ضمن بررسی جریانات نقدی ورودی و خروجی تسهیلات و هزینه‌های اجرایی، این نتیجه حاصل شده است که انتشار اوراق رهنی برای بانک ملی ایران به لحاظ اقتصادی توجیه‌پذیر است.

ادبیات تحقیق

اوراق رهنی:

اوراق رهنی اسلامی، اوراقی هستند که ناشر به‌منظور خرید تسهیلات رهنی برای سرمایه‌گذاران منتشر می‌کند. منظور از تسهیلات رهنی، تسهیلات بانکی مبتنی بر دارایی دینی با سررسید بیش از یک سال است(سازمان بورس و اوراق بهادار، ۱۳۸۷). سابقه اوراق رهنی، پس از جنگ جهانی دوم با افزایش تقاضای خرید مسکن، بانک‌ها و مؤسسه‌های مالی و اعتباری با تقاضای فراوانی برای وام مسکن روبه‌رو شدند. ازاین‌رو کوشش فراوانی صورت گرفت تا منابع مالی بیشتری جذب شده و از این راه، تسهیلات بیشتری نیز اعطا شود (Martellini,at al,۲۰۰۳). 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. انجمن رهن ملی دولتی آمریکا پرداخت‌های منظم اصل و بهره وام‌های پشتوانه این نوع از اوراق بهادار را برای خریدار تضمین می‌کرد و بدین وسیله ریسک اعتباری اوراق را به صفر کاهش می‌داد. با تضمین اصل و فرع وام‌ها به‌وسیله این مؤسسه، فعالیت نهادهای مالی در این باره بسیار گسترش یافت. با گسترش استفاده از اوراق بهادار با پشتوانه وام‌های رهنی، این اوراق در بازار ثانویه مورد دادوستد قرار گرفت. به این بازار، بازار رهن ثانویه گفته می‌شود.

ویژگی‌ها و ساختار انتشار اوراق رهنی

سرمایه‌گذاری بر روی اوراق رهنی ریسک خاصی ندارد. این شاید یکی از مهم‌ترین ویژگی آن‌ها به شمار بیاید. در کشور ما مطمئناً زمانی که بانک مسکن وام‌دهنده و ضامن اوراق و سازمان حسابرسی کشور، امین (حسابرس) آن باشد، این نوع سرمایه‌گذاری امنیت بالایی خواهد داشت. از طرف دیگر نرخ سود بالا از دیگر ویژگی این اوراق می‌باشد که آن را برای سرمایه‌گذاران جذاب می‌سازد.

ساختار انتشار اوراق رهنی شامل مراحل زیر می‌شود:

- عامل فروش اوراق رهنی توسط بانی (مثلاً بانک مسکن) آن از میان شرکت‌های کارگزاری بورس اوراق بهادار تهران یا فرابورس ایران انتخاب می‌شود.
- نهاد واسط، اوراق رهنی را برای فروش به انتشار می‌گذارد و وجوه نقد سرمایه‌گذاران را جمع‌آوری می‌کند.
- نهاد واسط پول خرید وام‌ها را به بانی می‌دهد و در ازای آن اوراق تسهیلات رهنی دریافت می‌کند.
- نهاد واسط این اوراق را به دست سرمایه‌گذاران می‌رساند و سرمایه‌گذاران نیز بازپرداخت اوراق را به همراه سودی که به آن‌ها تعلق می‌گیرد، دریافت می‌کند.

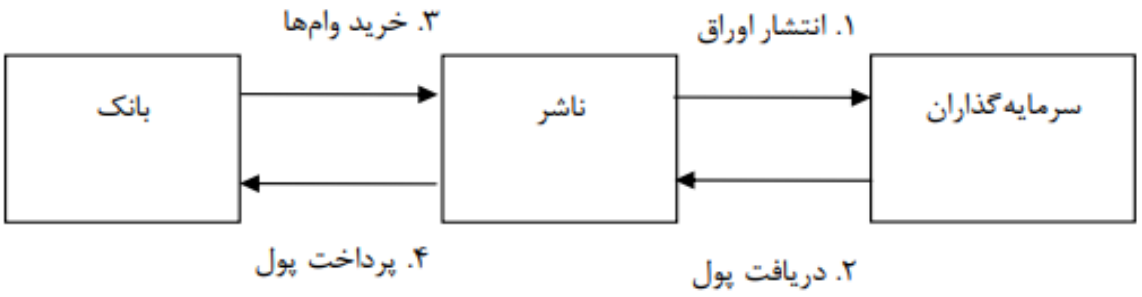
MBS ابزار تأمین مالی مناسبی برای بنگاه‌هایی مثل بانک، شرکت‌های خودروسازی و ... به‌حساب می‌آید که مطالبات بلندمدت دارند. وثیقه این مطالبات هم اتومبیل یا ملک است. به‌عنوان مثال اگر شرکت خودروسازی اتومبیل‌هایش را به‌صورت اقساطی فروخته باشد، همان اتومبیلی که قسطی فروخته شده است را به‌عنوان وثیقه در نظر می‌گیرد. شرکت خودروساز این امکان را دارد تا از محل مطالباتی که انجام داده، اوراق رهنی منتشر کند. مهم‌ترین فرق این اوراق با اوراق خرید دین وجود اسناد رهنی است که به‌عنوان پشتوانه قراردادها عمل می‌کند و ارزش اسمی اوراق را افزایش می‌دهد.

در انتشار این اوراق، مطالبات نباید معوق بوده یا سررسید آن‌ها بیش از یک سال باشند. انتقال مطالبات به نهاد واسط تنها از طریق دفتر اسناد رسمی صورت می‌گیرد.

فرایند انتشار اوراق بهادار با پشتوانه وام‌های رهنی

اوراق بهادار به پشتوانه تسهیلات رهنی، یکی از ابزارهای بازار بدهی است که نشان‌دهنده حقوق دارنده اوراق، بر وجوه دریافتنی ناشر است. این اوراق ازجمله اوراق بهادار با پشتوانه دارایی است که جریان نقدی آن به پشتوانه اصل و بهره‌های پرداختی مجموعه‌ای از تسهیلات رهنی است. به‌طورکلی در فرایند تبدیل دارایی‌ها (ازجمله 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 پیش گفته را فراهم کند، به انتشار اوراق بدهی با پشتوانه دارایی می‌کند و آن را به عموم سرمایه‌گذاران عرضه می‌کند. سپس واسط وجوهی را که از محل فروش اوراق بدهی به دست آورده است، بابت خرید دارایی‌های مالی به بانک پرداخت می‌کند. سرمایه‌گذارانی که اوراق بدهی با پشتوانه دارایی را خریده‌اند، از محل جریان‌های نقدی حاصل از دارایی‌های مالی (وام‌ها) بازدهی کسب می‌کنند. در نمودار ذیل فرایند کلی تبدیل دارایی‌های بانک به اوراق بهادار آورده شده است.

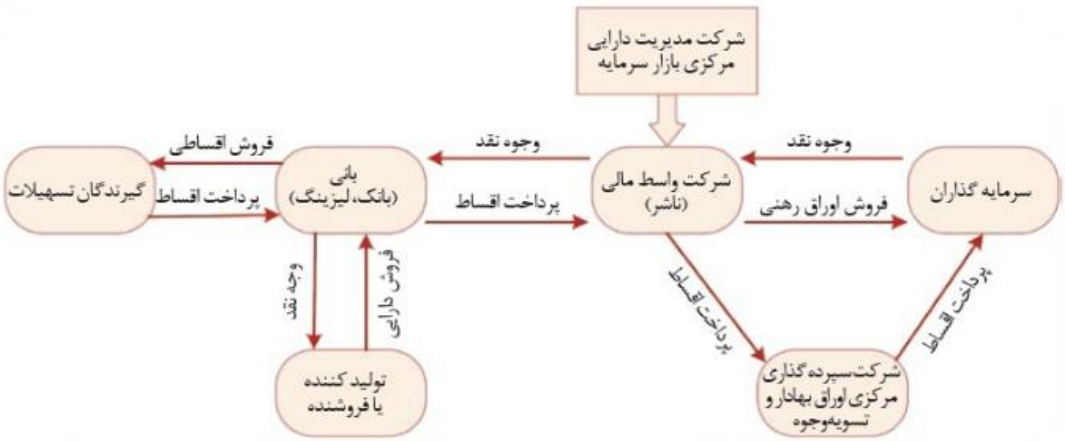
شکل1 : فرآیند کلی تبدیل دارایی‌های بانک به اوراق بهادار



مواردی که در بالا بیان شد همگی در بازار ثانویه یا همان بازار رهنی اتفاق میافتد. حال آنکه پیش از این باید به بازار اولیه وام نیز توجه داشت. به بیان دیگر وجود بازار اولیه سبب پدید آمدن بازار ثانویه رهن شده است(سروش و کاوند، ۱۳۹۰).

مدل عملیاتی اوراق رهنی

در فرآیند انتشار اوراق بهادار به پشتوانه تسهیلات رهنی، مجموعه‌ای از دارایی‌ها به‌عنوان یک پرتفوی توسط بانک یا سایر نهادهای مالی مورد تجزیه وتحلیل قرار می‌گیرد و با هدف تأمین مالی دارایی‌ها، به شخص ثالثی که به طور معمول یک شرکت واسطه است، فروخته می‌شود.



منبع : شرکت مدیریت دارایی مرکزی بازار سرمایه

رویه اجرایی انتشار اوراق رهنی

۱- بانی (بانک یا شرکت لیزینگ) با استفاده از منابع سپرده‌ای، کالاهای موردنیاز متقاضیان تسهیلات را از مراکز فروش یا تولیدکنندگان به‌صورت نقد خریداری می‌کند.

۲- بانی (بانک یا شرکت لیزینگ) کالاهای خریداری شده را به‌صورت مرابحه (فروش اقساطی) به متقاضیان تسهیلات واگذار کرده از آنان رهن می‌گیرد.

۳- در این روش بانی پس از ارائه درخواست خود مبنی بر فروش دیون حاصل از تسهیلات مرابحه (فروش اقساطی)، با مراجعه به امین (شرکت مدیریت دارایی مرکزی بازار سرمایه) شرکت واسط را تشکیل می‌دهد.

۴- ناشر، بعد از کسب مجوزهای لازم از سازمان بورس و اوراق بهادار، اقدام به انتشار اوراق کرده و آن‌ها را از طریق بازار سرمایه به مردم (سرمایه‌گذاران مالی) واگذار می‌کند.

۵- ناشر سرمایه نقدی جمع‌آوری شده را جهت خرید دیون حاصل از تسهیلات مرابحه رهنی به بانی می‌پردازد و دیون را خریداری (تنزیل) می‌کند.

۶- بانی اقساط ماهانه یا فصلی تسهیلات مرابحه رهنی را به نمایندگی از طرف شرکت واسط دریافت کرده و در اختیار نهاد واسط قرار می‌دهد.

۷- واسط مبالغ اقساط را از طریق شرکت سپرده‌گذاری مرکزی اوراق بهادار و تسویه وجوه به سرمایه‌گذاران مالی می‌پردازد(شرکت مدیریت دارایی مرکزی، ۱۴۰۰).

انواع اوراق رهنی

اوراق رهنی به دو نوع مسکونی که پشتوانه آن‌ها وام‌های رهنی مسکونی و تجاری که پشتوانه آن‌ها وام‌های رهنی مربوط به دارایی‌های تجاری است، تمیز داده می‌شود. تسهیلات رهنی تجاری از شروط محدودکننده‌تری برخوردار هستند و نرخ سود ثابتی دارند.

اوراق رهنی مسکن

در کشور ما تا قبل از این‌که پیشنهاد اوراق رهنی مسکن داده شود، تنها روش تأمین مالی بخش مسکن، سیستم سپرده‌گذاری بانک‌ها بود. با ظهور این اوراق در بازار سرمایه‌گذاری، بانک‌ها نیز اوراق برخی از وام‌هایی که به مشتریان خوش‌حساب خود داده بودند را وارد بازار بورس کردند. به‌عنوان مثال بانک مسکن اوراق رهنی خود را با شرایط زیر ارائه داد:

- مبلغ اوراق: ۳۰۰ میلیون تومان
- دوره عمر اوراق: ۲ سال
- نرخ اسمی اوراق: ۱۸.۵ درصد
- دوره‌های پرداختی: هر سه ماه یک‌بار از تاریخ انتشار اوراق
- محل معاملات ثانویه: بازار فرابورس ایران
- تاریخ انتشار اوراق: ۱۳ تیر ۱۳۹۵
- مدت عرضه اوراق: ۳ روز

ارکان اوراق:

- ناشر: شرکت واسط مالی آبان دوم؛
- بانی، ضامن و عامل وصول: بانک مسکن؛
- متعهد پذیره‌نویس، مشاور طراحی شیوه تأمین مالی و عرضه اوراق بهادار و بازارگردان: شرکت تامین سرمایه بانک مسکن؛
- امین: سازمان حسابرسی؛
- عامل فروش: شرکت کارگزاری بانک مسکن؛
- عامل پرداخت: شرکت سپرده‌گذاری مرکزی اوراق بهادار و تسویه وجوه

اوراق رهنی سهام

فرآیند انتشار اوراق رهنی به این شکل است که مطالبات بلندمدت شرکت‌ها در بازار سرمایه برای فروش گذاشته می‌شوند. بانک‌ها، شرکت‌های خودروسازی و شرکت‌های لیزینگ ازجمله مهم‌ترین شرکت‌هایی هستند که مطالبات بلندمدت خود را به‌صورت اوراق رهنی سهام درآورده و آن را وارد بازار سرمایه می‌کنند. این اوراق در بازار بورس قابل معامله هستند. دیگر شرکت‌هایی که مطالبات بلندمدت داشته اما وثایق رهنی در اختیار ندارند، می‌توانند از طریق انتشار خرید دین تأمین مالی کنند.

ریسک‌های سرمایه‌گذاری در اوراق رهنی

ریسک معمولاً به شانس، احتمال یا عدم اطمینان وقوع خروجی‌ها یا نتایج تعریف می‌شود (میلری و لاتیمور، ۲۰۱۰). تغییر، مهم‌ترین عامل پدید آمدن ریسک است و از آنجا که تغییر همیشه وجود دارد و دامنه آن روزبه روز گسترش می‌یابد، پس ریسک نیز همواره وجود دارد و روزبه روز بر اهمیت آن افزوده می‌شود. در حالت کلی، ریسک را چنین تعریف می‌کنند: « احتمال متفاوت بودن بازده تحقق یافته از بازده مورد انتظار».البته برخی مواقع ریسک را به « تغییر نامطلوب در بازدهی تحقق یافته» نیز تعریف می‌کنند؛

سرمایه‌گذاران اصلی بر روی وام‌های اوراق رهنی، مؤسسات اعتباری و بانکی و بانک‌های تجاری می‌باشند. صندوق‌های بازنشستگی و شرکت‌های بیمه عمر نیز سرمایه‌گذاری‌های کمی را بر روی این وام‌ها انجام می‌دهند. چهار نوع ریسک برای سرمایه‌گذاران این اوراق وجود دارد.

۱- **ریسک اعتباری:** ریسک از دست دادن توان پرداخت بدهی توسط صاحب‌خانه (وام گیرنده) می‌باشد. نسبت‌های PTI و LTV کمک می‌کنند تا این ریسک حداقل گردد.

۲- **ریسک نقد شوندگی:** زمانی که بازار ثانویه برای همه وام‌ها وجود دارد، حقیقت این است که قیمت خریدوفروش این اوراق با سایر ابزارهای بدهی مقایسه می‌شود. با توجه به بزرگ بودن و تقسیم ناپذیر بودن وام، اوراق رهنی نقد شوندگی کمتری دارند که این نیز در قیمت بازار اوراق تأثیر می‌گذارد.

۳- **ریسک قیمت:** به علت این که اوراق رهنی، ابزار بدهی و از نوع بلندمدت آن محسوب می‌شوند (یکی از بلندمدت‌ترین آن‌ها)، قیمت آن برخلاف جهت نرخ بهره بازار حرکت می‌کند.

٤- **پیش پرداخت‌ها و عدم اطمینان جریان نقدی:** پرداخت‌های انجام شده مازاد بر بازپرداخت برنامه ریزی شده را پیش پرداخت گویند که به دلایل مختلفی به شرح زیر ممکن است رخ دهد

- مالک خانه به دلایلی مانند فروش خانه و غیره پرداخت‌های کل اوراق را به انجام رساند. .
- وام گیرنده این حق را داشته باشد که پرداخت‌های اوراق را پیش‌تر انجام دهد که این امکان معمولاً از طرف سرمایه‌گذار در اوراق رهنی به وام گیرنده به‌صورت یک اختیار داده می‌شود که وی نیز در صورت کاهش نرخ بهره بازار، انگیزه برای پرداخت پیش‌تر بدهی را خواهد داشت.
- در صورتی که صاحب‌خانه نتواند تعهدات خود را بپردازد و ملک گرفته شده به فروش رسانیده شود. . در کل این عوامل باعث می‌شوند که جریان نقدی اوراق رهنی با اطمینان قابل شناسایی نباشد. .

۵- **ریسک پرداخت اقساط تسهیلات مشتریان قبل از سررسید:** به طور معمول، گاه دریافت‌کنندگان تسهیلات رهنی برای آنکه بتوانند وثیقه‌های خودشان را که در رهن بانک قرار دارند زودتر از موعد تسهیلات (که در برخی موارد میان پنج تا پانزده سال است)، از رهن بانک خارج کنند، به پرداخت تسهیلات خود قبل از سررسید ذکرشده در قرارداد اقدام می‌کنند. اگر بانک، این تسهیلات یا دارایی‌های مربوط را به واسط واگذار کرده و واسط نیز آن‌ها را در قالب اوراق رهنی اسلامی به سرمایه‌گذاران فروخته باشد، آنگاه در صورت پرداخت زودتر از سررسید تسهیلات، دارندگان اوراق رهنی اسلامی در معرض ریسک پرداخت زودتر از موقع تسهیلات قرار می‌گیرند. چنین ریسکی سبب می‌شود که موضوع تطابق سررسیدها در بانک با مشکلاتی مواجه شود. برای جلوگیری از چنین رویدادی و پوشش این نوع از ریسک می‌توان با اعمال جریمه برای مشتریان، آن‌ها را از انجام این کار بازداشت. هم‌اکنون برخی بانک‌ها برای کاهش چنین ریسکی، جریمه‌هایی برای مشتریان خود در نظر گرفته‌اند. از سوی دیگر، برخی بانک‌ها نیز به دلایلی (همچون برداشت مازاد از بانک مرکزی و...)، برای مشتریانی که زودتر از موقع تسهیلات خود را پرداخت کنند مزایایی در نظر می‌گیرند. برای پوشش اوراق در مقابل چنین ریسکی باید حتی المقدر از تسهیلاتی استفاده کرد که پرداخت زودتر از موقع اقساط آن‌ها، مشمول جریمه‌هایی شود. همچنین می‌توان برای شرکت واسط این امکان را فراهم کرد که وجوه دریافتی زودتر از موقع را در سپرده‌های خاصی سرمایه‌گذاری کنند، تا بدین روش ریسک پرداخت زودتر از موقع اوراق کاهش یابد.

بازار اوراق رهنی در ایالات‌متحده

فرآیند اوراق بهادارسازی دارایی‌ها که تا سال ۱۹۷۰صنعت ناشناخته‌ای تلقی می‌شد، از طریق فروش وام‌های رهنی و توسط شرکت‌های دولتی در ایالات‌متحده آمریکا آغاز شد. از اوایل سال ۱۹۸۵ رشد سریعی را تجربه کرد و به‌عنوان شیوه جذاب تأمین منابع مالی موردتوجه همگان قرار گرفت. بازار وام‌های رهنی در ایالات‌متحده، نخستین نمونه از فرآیند تبدیل به اوراق بهادار کردن وام‌های رهنی مسکن بوده است. در این فرآیند، قراردادهای وام‌های رهنی متعلق به وام‌دهندگان اولیه به فروش می‌رسد، این وام‌ها به شکل جدیدی بسته‌بندی می‌شود و دوباره به سرمایه‌گذارانی فروخته می‌شود که به طور مستقیم از جریان درآمدهای ناشی از اصل و بهره، سود می‌برند .دارایی‌های مالی که به‌عنوان پشتوانه این نوع اوراق بهادار به کار می‌روند،به دو دسته قابل تفکیک است: دارایی‌های مالی مشتری و دارایی‌های مالی تجاری. از گروه اول دارایی‌ها می‌توان به وام‌های خودرو، وام‌های اتومبیل‌های ون، وام‌های قایق‌های تفریحی، وام‌های مسکن، وام‌های تحصیلی و کارت‌های اعتباری دریافتنی اشاره کرد. در گروه دوم دارایی‌ها نیز می‌توان وام‌های سرمایه‌گذاری در صنعت تکنولوژی اطلاعات، وام‌های ساخت مسکن، وام‌های راه‌اندازی کسب‌وکارهای کوچک، وام‌های تجهیزات کشاورزی، اعتبارات صادراتی و اسناد دریافتنی تجاری را نام برد. پشتوانه‌های عمده اوراق بهادار با پشتوانه دارایی،وام‌های خودرو، وام‌های رهنی و اسناد اعتباری دریافتنی است (نجفی مقدم، ۱۳۹۶).

دولت آمریکا نقش بسیار مهمی در توسعه بازار ثانویه اوراق رهنی در آمریکا داشته است. دولت مزبور با ایجاد سه نهاد تأمین مالی مسکن - جینی مای[۲] ، فانی مای[۳] و فردی مک[٤] - با هدف تجهیز گردش سرمایه‌ها توسط اوراق رهنی و تسهیل دسترسی به این اوراق توسط خریداران بالقوه مسکن موجب گسترش این بازار شده است. این نهادها بازار ثانویه را با خرید وام‌های رهنی از وام‌دهندگان و اطمینان دهی نسبت به اینکه وام‌دهندگان سرمایه موردنیاز برای اعطای وام بیشتر را دارند، رونق می‌بخشند. نهادهای مزبور می‌توانند برای خرید اوراق پول پرداخت کرده و یا آن‌ها را در پرتفوی خود نگهداری کنند. اوراق بهادار با پشتوانه اوراق رهنی برای وام‌دهندگان یک دارایی نقدشونده ایجاد می‌کند که قابلیت نگهداری و یا فروش به معامله گران را در بازار دارد. حال برای آشنایی بیشتر با ساختار بازار اوراق رهنی در ایالات‌متحده، توضیحاتی در خصوص سه نهاد مزبور ارائه می‌گردد

۱- **جینی مای:** سابقاً به‌عنوان انجمن ملی اوراق قرضه رهنی یا GNMA شناخته می‌شد. در سال ۱۹۶۸ به دستور کنگره با هدف نقد شونده کردن بازار ثانویه و ایجاد بسته‌های اوراق تأسیس گردید. بسته‌های اوراق رهنی جینی مای بیشتر بر پایه اوراق منتشره نهادهای دولتی یا شبه‌دولتی مانند اداره فدرال مسکن، اداره امور بازنشستگان، اداره امور مسکن کشاورزان طراحی می‌گردد .جینی مای با پذیره نویسان خصوصی مورد تأیید خودش نیز فعالیت می‌کند. پذیره نویسان، اوراق رهنی را برای جای دادن در بسته‌ها ایجاد و با فراهم می‌کنند. بعد از بررسی و مقایسه اوراق رهنی که دارای شرایط و الزامات جینی مای هستند، جینی مای به پذیره نویسان اختیار می‌دهد که با ضمانت آن، اوراق بهادار با پشتوانه اوراق رهنی منتشر کنند.

---

[۲] Ginnie Mae or Government National Mortgage Association (GNMA)
[۳] Fannie Mae or Federal National Mortgage Association (FNMA)
[٤] . Freddie Mac or Federal Home Loan Mortgage Corporation (FHLM

۲.فانی مای و فردی مک: انجمن ملی اوراق رهنی فدرال (FNMA) در سال ۱۹۳۸ توسط دولت آمریکا تأسیس و در سی سال بعد به دو شرکت دولتی جینتی مای و قانی مای تبدیل شد. در سال ۱۹۷۰ نیز اجازه یافت رشد کرده و خصوصی گردد. در حال حاضر نیز این شرکت یکی از اصلی‌ترین شرکت‌های مالی در آمریکا به شمار می‌رود. قانی مای با نماد FNMدر بورس اوراق بهادار نیویورک فهرست شده است. فردی مک در سال ۱۹۷۰ به دستور کنگره برای افزایش دسترسی به اوراق رهنی منازل مسکونی ایجاد گردید. مالک این شرکت بانک مسکن فدرال بود و زیر نظر خزانه‌داری آمریکا فعالیت می‌کرد. اما در سال ۱۹۸۹ فردی مک اجازه یافت که از طریق انتشار سهام، خصوصی گردد. در نهاد مزبور در حال حاضر دارای ماهیت خصوصی بوده اما ارتباط نزدیک خود را با دولت آمریکا حفظ کرده‌اند. اگرچه اوراق بهادار با پشتوانه اوراق رهنی این دو نهاد به‌صورت صریح و روشن ضمانت دولت را ندارد و آن‌ها توسط هیچ یک از مؤسسات رتبه‌بندی مورد ارزیابی قرار نگرفته‌اند، اما به طور ضمنی فرض می‌شود که ریسک اعتباری این اوراق قابل چشم پوشی است.

سه نهاد فوق الذکر به‌طورکلی با تضمین خود باعث کاهش هزینه‌های وام‌گیری خریداران خانه از طریق اوراق قرضه رهنی می‌گردند، و به طور گسترده‌ای امکان در دسترس بودن این اوراق فراهم می‌آورند و اصطلاحاً عرضه این اوراق را تضمین می‌کنند.

در جریان بحران مالی جهانی سال ۲۰۰۸ ،نوک پیکان انتقادات، ابزارهای ناشی از اوراق بهادارسازی را نشانه رفته بود، در حالیکه امروزه مشخص شده است که اعمال سیاست انبساطی پولی و کاهش مصنوعی نرخ‌های بهره بازاری از سال ۲۰۰۱، خطاهای دولت در بازار اعتبارات بانکی و وام‌های رهنی (اعطای وام به مشتریان با رتبه اعتباری اندک و اوراق بهادارسازی این وام‌های رهنی بی‌کیفیت) و خطاهای فدرال رزرو در تنظیم و تدوین قوانین مناسب و کارآ برای ساماندهی و نظارت بر مدیریت بهینه ریسک در بازارهای مالی و مسکن از ریشه‌های اصلی بحران به شمار می‌رفته‌اند. به همین دلیل است که پس از سال ۲۰۱۰ ،بر اساس آمار، اوراق بهادارسازی در بازارهای مالی دنیا روند رو به رشدی را تجربه کرده است.

بازار اوراق رهنی در انگلیس

پس از آمریکا انتشار اوراق رهنی بخش مسکن در اروپا رشد چشمگیری یافت. کشور انگلیس از پیشروان این حوزه می‌باشد. عامل اصلی که در رشد اوراق رهنی در اروپا مؤثر بوده، افزایش تدریجی قیمت مسکن می‌باشد. دومین عامل افزایش نرخ رشد مالکیت منزل به خاطر تشویق اجاره نشین ها توسط دولت برای خرید خانه خودشان بوده است.

بیشتر وام‌ها در انگلیس بلندمدت (۲۵ ساله) هستند. وام‌های رهنی به دو دسته نرخ ثابت و متغیر تقسیم می‌شوند. وام‌های با نرخ متغیر دارای کوپن‌هایی هستند که به‌تناسب هزینه وام‌گیری بنگاه‌ها تغییر می‌کنند. وام‌های با نرخ ثابت در انگلیس با نمونه مشابه آن‌ها در آمریکا تفاوت‌هایی دارد. بدین شکل که در اصل این اوراق ترکیبی بوده، و دارای کوپن‌هایی با نرخ ثابت برای دوره‌ای خاص (معمولاً ۲ تا ۵ سال) می‌باشند، پس از آن نرخ کوپن‌ها بر اساس نرخ بهره بازار تعدیل می‌گردد.

یکی از ویژگی‌های برجسته بازار اوراق رهنی انگلیس این است که بخش عمده‌ای از اوراق به‌صورت خود مستهلک شونده کننده نیستند. اوراق رهنی یکجا پرداخت شونده اصل (که در تعاریف اولیه اشاره گردید) غالباً بیش از ۵۰ درصد اوراق رهنی ایجاد شده را تشکیل می‌دهند .با توجه به انواع مختلف روش‌های پرداخت اصل و بهره وام‌ها، در واقع گزینه‌های متعددی برای وام‌گیرندگان

فراهم شده است. یکی از آخرین نوآوری‌ها در این زمینه اوراق رهنی قابل انعطاف می‌باشد که این اختیار را به وام گیرنده می‌دهد که مانده وام رهنی خود را تا حد معینی افزایش دهد، تا پرداخت بیشتری انجام گیرد(و امکان زمان‌بندی مجدد مانده وام فراهم گردد) و یا حتی تا حد خاصی می‌توان پرداخت‌ها را بدون جریمه از قلم انداخت.

اولین اوراق بهادار با پشتوانه اوراق رهنی معامله‌شده در اروپا در سال ۱۹۸۷ در انگلیس منتشر شد و انگلیس به رهبری بازار انتشار اوراق بهادار با پشتوانه اوراق رهنی در اروپا ادامه داد، امروزه انتشار این اوراق در سال‌های اخیر در سایر کشورهای اروپا نیز سرعت زیادی گرفته است(جعفری، اله قلی، ۱۳۸۹).

اوراق رهنی در ایران

سازمان بورس و اوراق بهادار در آبان سال ۹۴ اعلام کرد، بانک‌ها و مؤسسات اعتباری می‌توانند تمام یا بخشی از مطالبات ناشی از وام‌های خود را که دارای رهن معتبر هستند به‌صورت اوراق بهادار در بازار سرمایه بفروشند. این اوراق امکان خریدوفروش در بازار ثانویه را هم دارند. یک ماه بعد این اوراق به شرح زیر به تصویب رسیده شدند:

«MBS » اوراق بهاداری است که به هدف خرید مطالبات رهنی توسط ناشر منتشر شده و در بازارهای بورس یا خارج از بورس قابل معامله خواهد بود.

بر اساس یافته‌ها، در ایران تسهیلات بانکی را با نگاه تبدیل آن‌ها به اوراق بهادار می‌توان در سه گروه طبقه‌بندی کرد:

۱- تسهیلات منتهی به دیون؛
۲- تسهیلات منتهی به تملک دارایی فیزیکی با بازده ثابت؛
۳- تسهیلات منتهی به تملک دارایی فیزیکی با بازده انتظاری

که از این میان، فروش اقساطی و اجاره به شرط تملیک اولویت دارد و گزینه‌های قابل تأمل در گام نخست برای اوراق بهادارسازی دارایی‌ها در ایران به شرح زیر است:

تسهیلات رهنی: در شبکه بانکی کشور حجم وسیعی از کل وام‌های رهنی در اختیار بانک مسکن قرار دارد. با توجه به محدودیت منابع، بانک مزبور می‌تواند با اتکا به مجموعه وثایق وام‌های رهنی خود، اوراق رهنی در بازار ثانویه منتشر کند. رونق بخش مسکن در شرایط کنونی در گروی تقویت اصولی بازار وام‌های رهنی تحت عنوان بازار اولیه و گسترش بازار ثانویه این نوع وام‌هاست. اعطاکننده وام رهنی در ایران (بانک مسکن) در شرایط کنونی حق انتخاب ندارد و باید تا سررسید، وام‌های رهنی اعطایی را در ترازنامه خود نگه دارد .

نخستین تلاش برای فروش اوراق بهادار به پشتوانه وام‌های رهنی بانک مسکن در سال ۹۱ توسط شرکت تأمین سرمایه نوین انجام شد که با توجه به مصادف بودن آن با بحران مالی سال ۲۰۰۷ و ذهنیت منفی دولت نسبت به این ابزار اجرایی نشد. ماحصل این تلاش‌ها در آن زمان، تصویب «مقررات احتیاطی تبدیل مطالبات رهنی مؤسسات اعتباری به اوراق بهادار» بود. اما با توجه به روشن شدن نقش مقررات گذاری اندک و سیاست‌های اشتباه دولت آمریکا در تسهیلات دهی به اشخاص با رتبه اعتباری پایین، و نیز کاهش توان تسهیلات دهی بانک‌ها و رکود حاکم بر بخش مسکن، هم‌اکنون پس از صادر شدن

مجوز، اوراق رهنی بانک مسکن در سال ۱۳۹۵ بعد از درج در فهرست نرخ‌های بازار اوراق بدهی فرابورس ایران، به‌صورت حراج تک قیمتی عرضه شد. بانک مسکن بار دیگر در سال ۹۹ این اوراق را در بازار عرضه کرد. در حال حاضر این بازار بیش از گذشته در ایران شناخته شده است و می‌توان امیدوار بود تا آینده آن بسیار درخشان‌تر از امروز باشد.

شرکت‌های لیزینگ: همه شرکت‌هایی که در قالب قراردادهای اجاره به شرط تملیک اقدام به واگذاری دارایی‌های فیزیکی خود به اشخاص می‌کنند، می‌توانند این مطالبات خود را مشابه مطالبات ناشی از وام‌های رهنی به اوراق بهادار تبدیل کنند(نجفی مقدم، ۱۳۹۶).

در بهمن ۱۳۹۶ ،بانک‌ها با تصویب شورای پول و اعتبار مجاز شدند مطالبات بلندمدت مربوط به تسهیلات خرید مسکن را از طریق بازار رهن ثانویه، به جریان نقد تبدیل کنند. این مصوبه، امکان افزایش سهم بخش مسکن را از تسهیلات بانکی به پشتوانه تسهیلات اولیه فراهم می‌کند. بازار مسکن کشور عمق بالایی نداشته و اوراق رهنی کشور نخست در سال ۱۳۹۵ با حجم محدودی عرضه شده است. ازاین‌رو، می‌توان با تبدیل مطالبات به اوراق رهنی و واگذاری آن در بازار سرمایه با نرخ سود مناسب، هم منابع و نقدینگی جدید برای تأمین تسهیلات موردنیاز متقاضیان مسکن را فراهم ساخت و هم به رونق بازار مسکن و پویایی مجموعه اقتصاد کشور کمک کرد.

مزایا و تأثیر اوراق رهنی بر رونق اقتصادی

تبدیل تسهیلات رهنی به اوراق بهادار، بازار سرمایه‌گذاری نوظهوری را ایجاد کرده است که سرمایه‌ای با نقدینگی بالا و ریسک کم به مردم عرضه می‌کند و به بانک‌ها کمک می‌کند تا وام‌های بیشتر با سقف قیمتی بالاتر ارائه دهند.

بانک‌ها به چند علت ترجیح می‌دهند تسهیلات را به اوراق بهادار تبدیل کنند. برخی از مزیت‌های انتشار اوراق مشارکت رهنی عبارت است از:

۱- **افزایش نقدینگی:** با تبدیل دارایی‌ها (تسهیلات) به اوراق بهادار درآمدهای آتی به حال تبدیل می‌شوند، بنابراین بانک می‌تواند مبالغ فراوانی را به‌صورت نقد به دست آورد. بر این اساس حتی فروش تسهیلات با تخفیف نیز سبب می‌شود حجم بزرگی از پرداخت‌های نقدی عاید بانک شود. این افزایش نقدینگی نه‌تنها جهت بهبود نسبت‌های مالی مانند کفایت سرمایه بانک مفید است بلکه از اضافه برداشت‌های احتمالی از بانک مرکزی که نرخ سود بالایی دارند جلوگیری می‌کند. به عبارت دیگر انتشار اوراق مشارکت رهنی به بانک جهت بازمهندسی مجدد مالی کمک می‌کند؛

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

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

٤- **افزایش ثروت سهامداران:** انتشار این‌گونه اوراق سبب افزایش ارزش‌افزوده سهامداران می‌شود چون وجوه حاصله به طور عمده صرف سرمایه‌گذاری در پروژه‌هایی با خالص ارزش فعلی مثبت می‌شود، البته منوط به اینکه روش‌های مدیریت ریسک شرکت بهبود یابد. به عبارت دیگر می‌توان وجوه حاصله را به طرح‌هایی با سودآوری بیشتر تخصیص داد و از این راه ثروت سهامداران بانک را افزایش داد.

سایر مزایای استفاده از اوراق بهادار رهنی به شرح زیر می‌باشد:

- **افزایش قدرت وام‌دهی بخش مسکن**

قدرت انتشار اوراق رهنی در این است که به بانک‌ها کمک کند مبالغی که به مردم وام داده‌اند را خیلی سریع‌تر از قبل به چرخه مالی بانک برگردانند. به این طریق متقاضیان بیشتری از تسهیلات مسکن برخوردار می‌شوند MBS .به بزرگ‌تر شدن بازار اولیه رهن و افزایش وام‌دهی بانک‌ها در بخش مسکن کمک می‌کند. از این شیوه تأمین مالی به‌عنوان استراتژی آزادسازی منابع بانکی هم یاد می‌کنند که وابستگی بانک‌ها به منابع بانک مرکزی را کاهش می‌دهد.

- **فرصت سرمایه‌گذاری امن**

امنیت اوراق رهنی از این جهت تضمین شده است که بانک مسکن تا پایان زمان بازپرداخت وام، سند مسکن خریداری شده را در رهن خود نگه می‌دارد. بنابراین احتمال پرداخت نشدن اقساط وام مسکن در مقایسه با وام‌های دیگر بسیار کمتر است.

- **مدیریت ریسک بهتر**
- **کمک به رشد اقتصادی و ایجاد منابع تأمین مالی متنوع‌تر**
- **ثروت بیشتر برای سرمایه‌گذاران**
- **توان بیشتر بانک برای تطبیق دادن دارایی‌ها و بدهی‌ها**
- **رونق مسکن و صنایع وابسته**

اوراق رهنی مسکن باعث گردش نقدینگی بیشتر در بازار مسکن می‌شود. بانک‌ها به این روش می‌توانند منابع خود را سریع‌تر شارژ کرده و درنتیجه نقدینگی خود را بالا ببرند تا وام‌های مسکن بیشتری به مشتریانشان بدهند. بالا رفتن ضریب فزاینده بانکی و افزایش گردش نقدینگی با اثر حداقلی تورم، به بازار مسکن و صنایع وابسته آن رونق می‌بخشد. چراکه افراد بیشتری قدرت خرید در آن‌ها را پیدا می‌کنند.

- **تقویت بازار بدهی**

زمانی که وام‌ها به اوراق بهادار تبدیل می‌شوند، درآمدهای آتی بانک‌ها در زمان حال نقد می‌شوند و احتمال اضافه برداشت از بانک مرکزی را کاهش می‌دهد. از سویی دیگر انتشار این اوراق ارزش افزوده سهامداران را زیاد کرده و آن‌ها را تشویق می‌کند تا در پروژه‌های بیشتری که خالص ارزش فعلی مثبت دارند سرمایه‌گذاری کنند.

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

نتیجه‌گیری 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 می‌پذیرد. یکی از مفهوم‌هایی که به گسترش شیوه‌های تأمین مالی بانک‌ها جهت اعطای تسهیلات (به‌ویژه درباره تسهیلات فروش اقساطی مسکن و ساختمان) کمک کند مفهوم تبدیل دارایی‌ها به اوراق بهادار است. اکنون تبدیل دارایی‌ها به اوراق بهادار به‌صورت روش متداول 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 به‌کارگیری این ابزار نوین افزون بر کاهش ریسک اعتباری و ریسک ورشکستگی بانک، منابع مالی آن نیز آزاد شده نقدینگی فراوانی برای بانک پدید می‌آید؛ یکی از ابزارهای طراحی‌شده بر اساس این مفهوم، اوراق بهادار با پشتوانه وام‌های رهنی است که قدمتی ۳۰ ساله در دنیا دارد. در ایران نیز با توجه به تصویب قانون بازار اوراق بهادار در سال ۱۳۸۴ ،بستر قانونی لازم جهت طراحی ابزارهای مالی گوناگون پدید آمده است.

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 به‌واسطه استفاده از ابزار پیش‌گفته مجدداً آزاد شده و منابع جدیدی در اختیار بانک‌ها قرار می‌گیرد .از آنجا که عمده تسهیلات رهنی مربوط به بخش مسکن است بنابراین منابع حاصل از فروش تسهیلات رهنی نیز باید به بخش مسکن اختصاص یابد. 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 منعقده 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. ازجمله مهم‌ترین این زیرساخت‌ها استفاده از سامانه‌های اعتبار سنجی و نمره دهی اعتباری است که در تعیین ریسک و ارزش ریالی تسهیلات نقش مهمی را ایفا می‌کند.

در توسعه بازار ثانویه تسهیلات رهنی، توجه به ریسک نکول تسهیلات رهنی و پیشگیری از بروز مشکلات تشدید انجماد و زیان شبکه بانکی کشور و تبعات منفی آن بر اقتصاد نیز امری ضروری است.

ازاین‌رو، پیشنهادهای زیر برای اجرای بهتر انتشار اوراق رهنی و توسعه بازار مسکن ارائه می‌شود:

۱- اعتبارسنجی براساس روش‌های نوین: اثربخشی انتشار اوراق رهنی و توسعه بازار تسهیلات رهنی زمانی می‌تواند رخ دهد که در بازپرداخت اقساط تسهیلات رهنی، نکول بسیار ناچیز باشد؛ برای مثال، ریشه بحران مالی سال ۲۰۰۸ ایالات‌متحده آمریکا، ناشی از نکول تسهیلات رهنی و انجماد دارایی‌های بانک‌ها در وثایق ملکی بود. ازاین‌رو، برای پیشگیری از بروز مشکلات یادشده، ضروری است روش‌های نوین اعتبارسنجی برای ارائه تسهیلات رهنی مورد استفاده قرار گیرد.

۲- تنوع‌بخشی به انواع اوراق رهنی: میزان استقبال از اوراق رهنی و موفقیت سیاست‌های توسعه بازار سرمایه و بازار رهنی مسکن، به عرضه اوراق رهنی متنوع براساس نرخ سود، مدت سررسید فرع و اصل اوراق بستگی دارد. ازاین‌رو، ضروری است اوراق رهنی متنوعی برای جلب ترجیحات مختلف افراد و کارگزاران اقتصادی، ایجاد تا موفقیت و توسعه بازار اوراق رهنی و بازار سرمایه تسهیل شود.

۳- جدیت دولت در پرداخت یارانه نرخ سود به بانک مسکن: چنانچه دولت به تعهدات خود در قبال یارانه وام مسکن پایبند نباشد، بانک مسکن تمایلی به انتشار اوراق رهنی نخواهد داشت. با توجه به وجود بدهی‌های معوق دولت به بانک‌ها، نگرانی از این ناحیه افزایش می‌یابد. ازاین‌رو، ضروری است دولت برای ممانعت از زیاندهی بانک مسکن و ایجاد انگیزه در انتشار اوراق رهنی در پرداخت یارانه یادشده جدیت داشته باشد.

تقدیر و تشکر

این تحقیق با حمایت شرکت تامین سرمایه بانک مسکن انجام شده است. بدین وسیله مراتب قدردانی و تشکر خود را از تامین سرمایه بانک مسکن ابراز می نماییم

منابع:

۱. جعفری، ابوالفضل، اله قلی، ساسان،۱۳۸۸، تأمین مالی مسکن از طریق اوراق رهنی، پایگاه مرکز اطلاعات علمی جهاد دانشگاهی.
۲. سازمان بورس و اوراق بهادار ( )، ۱۳۸۷ یت رهنکاوراق مشار یشنهادی دستورالعمل پ ، تهـران اردیبهشت
۳. سروش، (۱۳۹۹)؛ اوراق مشارکت رهنی؛ ابزاری نوین در تأمین مالی بانک‌ها، گزارش تحقیقاتی.
٤. سروش، ابوذر، کاوند، کجتبی، ۱۳۹۰، ریسک‌های اوراق رهنی اسلامی و برخی راهکارهای پوشش آن‌ها در ایران، دوفصلنامه علمی – پژوهشی جستارهای اقتصادی، س۸، ش۱۶، پاییز و زمستان ۱۳۹۰.
٥. سعیدی، (۱۳۹۹)؛ اوراق مشارکت رهنی؛ راهکار تأمین مالی بخش مسکن، گزارش تحقیقاتی.
٦. شرکت مدیریت دارایی مرکزی بازار سرمایه، انواع صکوک، اوراق رهنی.
۷. شیرمردی احمدآباد، ندری، کامران، ۱۳۹۶، اوراق سلف موازی؛ ابزاری مناسب برای تأمین مالی مسکن، دوفصلنامه جستارهای اقتصادی، دوره ۱۴، شماره ۲۸ .
۸. طوسی، عباس، محترم امیدی، منوره، ۱۳۹۹، واکاوی و آسیب شناسی صندوق‌های سرمایه‌گذاری زمین و ساختمان با تأکید بر ابعاد حقوقی، فصلنامه اقتصاد و مدیریت شهری، شماره۸ .
۹. قرشی، داود، رهنمای رودپشتی، فریدون، ۱۳۹۸، تبیین عوامل مؤثر بر تأمین مالی از طریق تبدیل به اوراق بهادار نمودن دارائیها در بانک کشاورزی، فصلنامـه علمی پژوهشی دانش سرمایه‌گذاری، سال هشتم، شماره سی و یکم، پاییز ۱۳۹۸.
۱۰. نجفی مقدم، ۱۳۹۶، تجربه بازار سرمایه ایران در مورد اوراق بهادارسازی دارایی‌ها موردکاوی انتشار صکوک، فصلنامه علمی پژوهشی دانش مالی تحلیل اوراق بهادار سال دهم، شماره سی وسوم، بهار ۱۳۹۶.

-۱ Arsalan Tariq, Ali (۲۰۰٤), Managing Financial Risks of Sukuk Structures, A Dissertation of Master of Science Loughborough University, UK
-۲ Corrado, Charles and Jordan, "Fundamental of Investment", Bradford, McGraw-Hill, ۲rd ed., ۲۰۰٥
-۳ Fabozzi F. J. and Modigliani F., "Capital Markets: Institutions and Instruments", Prentice Hall, ۲rd ed., ۱۹۹٦
-٤ Lakhbir H., "Salomon Smith Barney Guide to Mortgage-Backed and Asset-Backed Securities", John Wiley, ۲۰۰۱
-٥ Mylrea, Ken & Joshua Lattimore (۲۰۱۰), How to Create and Use Corporate Risk Tolerance, Enterprise Risk Management, Hoboken, New Jersey: John Wiley & Sons, Inc.
-٦ Nathif, Adam, J. & Thomas Abdulkader (۲۰۰٤), Islamic Bonds: Your Guide to Issuing, Structuring and Investing in Sukuk, Euromoney Books.
-۷ www.freddiemac.com
-۸ www.federalreserve.gov

۹- Stone C. A. and Zissu A., "The Securitization Market Handbook: Structures and Dynamics of Mortgage and Asset Back Securities", Bloomberg Press, Princeton, ۲۰۰۵

۱۰- https://www.rade.ir/۱۸۰۷۹-%D۸٪A۷٪D۹٪۸۸٪D۸٪B۱٪D۸٪A۷٪D۹٪۸۲-%D۸٪B۱٪D۹٪۸۷٪D۹٪۸٦٪DB%۸C/