

به نام خدا



مدیریت پژوهش، توسعه و مطالعات اسلامی

سازوکارهای ارتقای رتبه اعتباری اوراق بهادار در تأمین مالی ساختاریافته

محمد توحیدی

فهرست مطالب

مقدمه	۳
ارتقای رتبه اعتباری در اوراق بهادار	۳
انواع سازوکارهای ارتقای رتبه اعتباری	۴
الف. سازوکارهای فراهم شده توسط بانی	۵
شکاف یا سود اضافی	۵
وثیقه نقدی	۶
وثیقه‌گذاری بیش از حد	۶
ب. سازوکارهای ارتقای رتبه اعتباری ساختاری	۷
ج. سازوکارهای ارتقای رتبه اعتباری فراهم شده توسط شخص ثالث	۸
ضمانت مالی	۸
اعتبار اسنادی	۹
بیمه مجموعه‌ای	۹
کاربرد سازوکارهای ارتقای رتبه اعتباری در اوراق بهادار اسلامی	۹
الف. صکوک با سازوکارهای ارتقای رتبه اعتباری	۱۰
ب. صکوک بدون سازوکارهای ارتقای رتبه اعتباری	۱۰
ج. صکوک با سازوکارهای ارتقای رتبه اعتباری ناقص	۱۰
جمع‌بندی	۱۱
منابع	۱۱

مقدمه

امروزه در مالی ساختار یافته از راهکارهای متنوعی جهت ارتقای رتبه اعتباری اوراق بهادار و حمایت از سرمایه‌گذاران در برابر ریسک نکول اوراق، استفاده می‌کنند. این سازوکارها سبب کارایی بهتر بازارهای مالی، افزایش جذابیت اوراق بهادار، افزایش شفافیت و کاهش ریسک اعتباری اوراق می‌گردد. در این تحقیق ضمن تبیین سازوکارهای ارتقای رتبه اعتباری، انواع آن‌ها به تفصیل تشریح می‌گردد.

با توجه به گسترش ابزارهای مالی اسلامی در بازارهای مالی و لزوم کاهش ریسک اعتباری و افزایش جذابیت این ابزارها، به نظر می‌رسد استفاده از سازوکارهای ارتقای رتبه اعتباری در این ابزارها بسیار مفید بوده و تا کنون کشورهای اسلامی از برخی سازوکارهای ارتقای رتبه اعتباری در اوراق بهادار اسلامی استفاده نموده‌اند اما کاربرد برخی دیگر از این سازوکارها با چالش‌های فقهی مواجه بوده و لازم است سازگاری آن‌ها با موازین شریعت مورد بررسی قرار گیرند.

سازمان بورس و اوراق بهادار
مدیریت پژوهش، توسعه و مطالعات اسلامی

ارتقای رتبه اعتباری در اوراق بهادار

سازوکار ارتقای رتبه اعتباری روشی است برای بهبود کیفیت اعتباری محصولات مالی و اوراقی که یک شرکت یا نهاد مالی منتشر می‌کند. این روش جزء مهم تبدیل به اوراق بهادارسازی در تأمین مالی ساختار یافته^۲ محسوب می‌گردد و برای مؤسسات رتبه‌بندی دارای اهمیت است. روش ارتقای رتبه اعتباری، ریسک نکول (اعتباری) یک بدهی را کاهش داده و بدین سان باعث افزایش رتبه اعتباری و کاهش سود اوراق می‌گردد.

با وجود این که انواع گوناگونی از سازوکارهای ارتقای رتبه اعتباری وجود دارد، ماهیت سازوکار مورد نیاز در هر معامله به نوع دارایی تبدیل به اوراق بهادار شده و نوع سرمایه‌گذار بستگی دارد به گونه‌ای که برخی اشکال ارتقای رتبه اعتباری ممکن است برای دارایی‌های خاصی مناسب باشند در حالی که برای دیگر دارایی‌ها

¹ - Credit Enhancements

² - Structured Finance

مناسب نباشند. مقدار و اندازه سازوکارهای ارتقای رتبه اعتباری مورد نیاز برای دستیابی به رتبه اعتباری مشخص توسط مؤسسات رتبه‌بندی اعتباری تعیین می‌گردد. مؤسسه رتبه‌بندی وظیفه ساینبدی سازوکار ارتقای رتبه اعتباری را بر عهده داشته و ساختاردهنده با توجه به آن، بهترین ترکیب سازوکارهای ارتقای رتبه اعتباری را تعیین می‌کند. عواملی که توسط مؤسسات رتبه‌بندی جهت ساینبدی یک معامله در نظر گرفته می‌شود عبارتند از: انگیزه‌های متعهد(بدهکار) برای نکول، کیفیت اعتباری متعهدان (بدهکاران)، سناریوهای وقوع زیان و تغییر پذیری آن و میزان تنوع‌سازی دارایی پایه^۳.

سازوکارهای متنوعی برای ارتقای رتبه اعتباری وجود دارد که در ذیل بدان‌ها اشاره خواهد شد.

انواع سازوکارهای ارتقای رتبه اعتباری

انواع سازوکارهای ارتقای رتبه اعتباری را می‌توان در دو دسته کلی بیرونی و درونی تقسیم‌بندی نمود که سازوکار طبقه‌بندی اوراق، شکاف یا سود مازاد، وثیقه‌گذاری بیش از حد، ذخیره یا وثیقه نقدی جزء سازوکارهای درونی ارتقای رتبه اعتباری و اوراق ضمانت و ضمانت‌های مالی و اعتبار اسنادی جزء سازوکارهای بیرونی ارتقای رتبه اعتباری محسوب می‌گردند (Dwight Asset Management Company, 2005).

همچنین سازوکارهای ارتقای رتبه اعتباری را در یک تقسیم‌بندی دیگر می‌توان در سه دسته طبقه‌بندی نمود (Faboozi, 2008):

الف. سازوکارهای فراهم شده توسط بانی

ب. سازوکارهای ساختاری

ج. سازوکارهای فراهم شده توسط شخص ثالث

در ادامه این سازوکارها به تفصیل تشریح می‌گردند.

^۳ - برای جزئیات بیشتر به مقاله Silver (2000) با عنوان رتبه‌بندی اوراق با پشتوانه دارایی مراجعه گردد.

الف. سازوکارهای فراهم شده توسط بانى

سازوکارهای فراهم شده توسط بانى شامل حمایت‌های اعتبارى مى‌شود که در آن بخشی از ریسک اعتبارى مجموعه دارایی، توسط بانى یا فروشنده پذیرفته مى‌شود. ارتقای اعتبارى فراهم شده توسط بانى شامل مشارکت و کمک بانى جهت افزایش کیفیت اعتبارى اوراق مى‌گردد که مى‌تواند به شکل نقدى، دارایی‌هایی اضافه بر بدهی‌ها، یا سودهای ذخیره شده باشد. علاوه بر این، معمولاً بانى یا فروشنده در طبقه اوراق بدهی بدون اولویت سرمایه‌گذاری مى‌نماید. از جمله سازوکارهای ارتقای رتبه اعتبارى فراهم شده توسط بانى مى‌توان به شکاف یا سود اضافى^۴، وثیقه نقدى^۵، وثیقه‌گذاری بیش از حد^۶ و استریپ صرفاً نرخ سود^۷ اشاره نمود.

شکاف یا سود اضافى

شکاف مازاد^۸ طبعی‌ترین شکل افزایش است که کمترین نگرانی را برای بانى یا فروشنده به همراه دارد. هر چه که از درآمد انتشار اوراق (البته پس از پرداخت هزینه‌های اولویت دار) برای جبران زیان دارایی‌ها در دسترس باشد، شکاف مازاد در جهت افزایش اعتبار محسوب مى‌گردد. به طور خاص شکاف مازاد معادل است با بهره‌ی پرداخت شده توسط مجموعه دارایی‌ها منهای ۱. هزینه‌های انتشار اوراق نظیر کارمزدهای امین^۹ ۲. کارمزدهای خدمات اصلی^{۱۰} و ۳. پرداخت‌های انجام شده برای طبقات مختلف اوراق.

اگر شکاف مازاد پیشاپیش یا در طول یک دوره مشخص به بانى یا فروشنده پرداخت نگردد، این مبالغ توسط نهاد واسط^{۱۱} در یک حساب نگهدارى مى‌شود. مزیت نگاه‌داشت شکاف مازاد این است که آن را مى‌توان برای جبران ضررها در دوره‌های آینده بکار برد.

⁴ - Excess Spread or Profit

⁵ - Cash Collateral

⁶ - Overcollateralization

⁷ - Credit-Enhancing Interest-Only Strip

⁸ - Excess spread

⁹ - Trustee Fees

¹⁰ - senior servicing fees

¹¹ - SPV

شکاف مازاد را نمی‌توان به عنوان یک منبع حمایتی قطعی در نظر گرفت؛ به همین خاطر از آن به نام افزایش اعتبار نرم^{۱۲} نام برده می‌شود؛ زیرا به علت تغییراتی در مجموعه دارایی‌ها، مقدار دلاری شکاف مازاد در طول زمان متغیر است؛ بنابراین نمی‌توان شکاف مازاد را به عنوان درصدی از کل بدهی‌های یک ساختار در آغاز انتشار اوراق اندازه گرفت.

وثیقه نقدی

وثیقه یا ذخیره نقدی برای جبران ضررهای اصل می‌تواند به یکی از سه طریق زیر ایجاد شود. اول. بانی (یا فروشنده) می‌تواند یک حساب وثیقه‌ای نقدی در آغاز معامله ایجاد کند و نقدینگی آن حساب در صورتی که ضررها بیشتر از میزان حمایت فراهم شده توسط شکل‌های دیگر افزایش اعتباری باشد برداشت گردد. در پایان فرایند انتشار اوراق، مبلغ باقیمانده در حساب وثیقه نقدی به بانی یا فروشنده بازگردانده می‌شود. دوم. بانی یا فروشنده می‌تواند یک وام بدون اولویت برای SPV فراهم نماید. لازم بذکر است پرداخت وثیقه نقدی در آغاز فرایند و اعطای وام بدون اولویت بعنوان سازوکارهای ارتقای سخت شناخته می‌گردد؛ زیرا میزان ارتقای رتبه اعتباری مشخص می‌شود.

شکل سوم وثیقه نقدی همان نگهداشت شکاف یا سود مازاد است که در قسمت قبلی بحث گردید. اگرچه پول نقد بهترین شکل افزایش اعتبار است، نگهداری پول نقد باعث مسئله انتقال منفی^{۱۳} می‌شود. وثیقه نقدی در واقع در دارایی‌های مالی با کیفیت اعتباری بالا و نرخ‌های بازدهی کم سرمایه‌گذاری مجدد می‌شود. به گونه‌ای که نرخ بازدهی سرمایه‌گذاری مجدد کمتر از نرخ‌های کوپن پرداخت شده به سرمایه‌گذاران است؛ در نتیجه نگهداری دارایی‌ها به شکل نقد منجر به زیان می‌شود.

وثیقه‌گذاری بیش از حد

وثیقه‌گذاری بیش از حد یکی از رایج‌ترین اشکال ارتقای رتبه اعتباری در طبقات دارایی خاص مانند جریان‌ات آتی است. بانی یا فروشنده، یک مجموعه دارایی را به نهاد واسط انتقال می‌دهد که ارزش بازاری آن

¹² - soft credit enhancement

¹³ - Negative Carry

فراتر از میزان پرداخت شده توسط نهاد واسط است. وثیقه بیش از حد معادل تفاوت میان ارزش اسمی دارایی های منتقل شده و قیمت پرداخت شده است. برای مثال، فرض کنید که نهاد واسط دارایی به ارزش ۴۰۰ میلیون دلار را از یک بانی یا فروشنده خریداری می کند، ولی ۴۴۰ میلیون دلار به نهاد واسط منتقل می شود و نهاد واسط ۴۰۰ میلیون دلار اوراق قرضه منتشر می کند. این ۴۰ میلیون دلار اضافی میزان وثیقه گذاری بیش از حد است.

از دیدگاه بانی یا فروشنده، این ۴۰ میلیون دلار اضافی (یعنی وثیقه گذاری بیش از حد) که به نهاد واسط منتقل می شود انتقالی است با هدف ضمانت و از دیدگاه حسابداری وثیقه گذاری بیش از حد به عنوان یک سپرده تضمینی و نه انتقال مالکیت محسوب می گردد.

ب. سازوکارهای ارتقای رتبه اعتباری ساختاری

هنگامی که اوراق قرضه با طبقات مختلف ریسک و اولویت های متفاوت منتشر می گردد (مانند اوراق قرضه با کیفیت A، B و C)، اوراق بدون اولویت و با کیفیت اعتباری پایین C یک افزایش اعتباری برای اوراق قرضه طبقه B و هر دو طبقه B و C افزایش اعتباری برای اوراق قرضه طبقه A فراهم می آورند. بدلیل افزایش اعتباری که از ساختار بدهی ها و تعهدات ایجاد می گردد، این روش بعنوان سازوکار ساختاری شناخته می گردد. رایج ترین شکل ارتقای رتبه اعتباری در تبدیل به اوراق بهادار سازی، طبقه بندی اوراق بهادار به اوراق با اولویت^{۱۴}، اوراق میانی^{۱۵} و اوراق بدون اولویت^{۱۶} است. دارندگان اوراق با اولویت یک ادعای اولی روی جریان نقدی دارند، و این اوراق دارای کمترین ریسک اعتباری و بالتبع کمترین نرخ بازدهی هستند. در حالی که در صورت زیان ابتدا دارندگان اوراق بدون اولویت متحمل زیان خواهند شد؛ همچنین به دارندگان اوراق بدون اولویت همانند صاحبان سهام باقیمانده سود پرداخت می گردد، این در حالی است بیشترین احتمال از دست دادن اصل و سود اوراق متعلق به این دسته است و این طبقه اوراق دارای بیشترین بازدهی (در صورت عدم بروز زیان) و در عین حال بیشترین ریسک اعتباری هستند. در سازوکار طبقه بندی اوراق، رتبه اعتباری

¹⁴ - Senior (or subordinated)

¹⁵ - Mezzanine

¹⁶ - Junior

AAA به اوراق با اولویت اختصاص می‌یابد. لازم بذکر است که رتبه اوراق بدون اولویت توسط مؤسسات رتبه‌بندی مشخص نمی‌گردد بلکه در بازار مشخص شده و معمولاً این طبقه اوراق توسط خود بانی نگهداری می‌شود.

ج. سازوکارهای ارتقای رتبه اعتباری فراهم شده توسط شخص ثالث

ارتقای رتبه اعتباری توسط شخص ثالث از طریق تضمین شخص ثالثی بغیر از نهاد واسط صورت می‌پذیرد. انواع متعددی از سازوکارهای ارتقای رتبه اعتباری فراهم شده توسط شخص ثالث وجود دارند که شامل ضمانت مالی، اعتبارات اسنادی و ضمانت‌های طرف معامله نظیر ضمانت‌های بانی یا فروشنده می‌شوند. در مورد دارایی‌های رهنی، شکل خاصی از افزایش اعتبار، یعنی بیمه مجموع دارایی وجود دارد.

نکته حایز اهمیت در این روش این است که سازوکارهای ارتقای رتبه اعتباری توسط شخص ثالث در معرض ریسک اعتباری شخص ثالث قرار دارند. این ریسک وجود دارد که ضمانت کننده ثالث رتبه‌اش تنزل پیدا کند و بسته به عملکرد مجموعه دارایی، طبقات اوراق قرضه ضمانت شده تنزل رتبه پیدا کنند، یا شخص ثالث ممکن است نتواند از عهده‌ی تعهداتش برآید. علاوه بر این، روش‌های ارتقای رتبه اعتباری توسط شخص ثالث جزء هزینه‌های سازوکار محسوب می‌گردند. توسعه و مطالعات اسلامی

www.rdis.ir

ضمانت مالی^{۱۷}

در سازوکار تبدیل دارایی‌ها به اوراق بهادار، از ضمانت مالی برای ارتقای رتبه اعتباری یک طبقه اوراق قرضه تا سطح اوراق معتبر استفاده می‌گردد. اساساً، بدون توجه به عملکرد مجموعه دارایی، یک ضمانت مالی (که همچنین اوراق ضمانت^{۱۸} یا بیمه اوراق^{۱۹} نیز نامیده می‌شود) تضمین می‌کند که سرمایه‌گذاران در طبقات مختلف اوراق قرضه که تحت پوشش بیمه‌نامه قرار می‌گیرند اصل و سود اوراق را بموقع دریافت نمایند.

¹⁷ - Financial Guarantee

¹⁸ - Surety bond

¹⁹ - Bond insurance

اعتبار اسنادی

اعتبار اسنادی^{۲۰} رتبه اعتباری ساختار را از طریق جایگزین نمودن ریسک اعتباری بانک مهیا کننده اعتبار اسنادی بجای ریسک اعتباری مجموعه دارایی ها ارتقا می دهد. به بانک مهیا کننده اعتبار اسنادی کارمزدی پرداخت شده و در عوض بانک ارائه دهنده اعتبارات اسنادی، زیان های اعتباری مجموعه دارایی ها را تا سطح قابل قبول پوشش می دهد تا این که اوراق قرضه با اولویت به رتبه اعتباری AAA ارتقاء پیدا کند.

امروزه کاربرد اعتبار اسنادی جهت ارتقای رتبه اعتباری کاهش یافته است؛ زیرا چنین اعتباراتی توسط بانک های با رتبه اعتباری بالا ارائه می گردد و تعداد چنین بانک هایی کاهش یافته است. علاوه بر این بعلت الزامات سرمایه ای مبتنی بر ریسک، مزیت اقتصادی چنین اعتبارات اسنادی برای بانک ها کاهش یافته است؛ به همین خاطر اعتبارات اسنادی به یک روش پر هزینه جهت ارتقای رتبه اعتباری اوراق قرضه تبدیل شده است.

بیمه مجموعه ای^{۲۱}

در اوراق بهادار سازی، بیمه نامه های مجموعه ای^{۲۲}، کل مجموعه دارایی ها و یا دارایی های خاصی را بسته به نوع بیمه نامه پوشش می دهد. با توجه به این که این نوع بیمه فقط زیان های ناشی از نکول ها و معیوب شدن رهن ها را پوشش می دهد، لازم است بیمه اضافی برای ضررهای ناشی از ورشکستگی و کلاهبرداری که در فرایند انتشار بوجود می آید و همچنین مخاطرات خاص فراهم گردد.

کاربرد سازوکارهای ارتقای رتبه اعتباری در اوراق بهادار اسلامی

در مالی اسلامی استفاده از سازوکارهای ارتقای رتبه اعتباری متعارف منوط به سازگاری آن ها با موازین شریعت است. با این وجود غالب سازوکارهای ارتقای رتبه اعتباری مشکل فقهی خاصی از دیدگاه فقهای اهل سنت نداشته و به راحتی در ساختار صکوک قابل استفاده هستند، به گونه ای که امروزه از برخی از این

²⁰ - Letter of Credit (LOC)

²¹ - Pool Insurance

²² - pool insurance policies

سازوکارها همچون ضمانت شخص ثالث، ذخیره‌ها و ... استفاده می‌گردد. به نظر می‌رسد برخی دیگر از سازوکارهای ارتقای رتبه اعتباری همچون وثیقه‌گذاری بیش از حد و اولویت بندی اوراق از جمله مواردی هستند که با چالش فقهی مواجه می‌باشند. سازوکار ساختاری اولویت‌بندی اوراق از جمله مواردی است که هر چند قبلاً تعداد معدودی صکوک با پشتوانه دارایی و مبتنی بر دارایی در مالزی و کشورهای حوزه خلیج فارس مبتنی بر این سازوکار منتشر شده‌اند، اما هنوز بحث در مورد سازگاری آن با موازین شریعت میان فقهای اهل سنت ادامه دارد.

در یک تقسیم‌بندی کلی می‌توان صکوک را با توجه به نوع استفاده از سازوکارهای ارتقای رتبه اعتباری در سه دسته کلی طبقه‌بندی نمود (Pruvost & Mensah, ۲۰۰۷):

الف. صکوک با سازوکارهای ارتقای رتبه اعتباری

در این ساختار، معمولاً صکوک مشمول ضمانت شخص ثالث توسط یک شرکت مادر یا مالک اولیه دارایی پایه می‌گردد. در این ساختار اگر نهاد واسط نتواند از عهده تعهدات پرداختش برآید، ضامن مقادیر کسری را مطابق با موازین شریعت جبران خواهد کرد. رتبه‌بندی در این نوع صکوک بستگی به کیفیت اعتباری بانی یا شخص فراهم کننده سازوکارهای ارتقای رتبه اعتباری دارد.

ب. صکوک بدون سازوکارهای ارتقای رتبه اعتباری

در این ساختار، صکوک شبیه اوراق مبتنی بر دارایی در تبدیل به اوراق بهادارسازی عمل می‌کند. مجموعه دارایی‌های پایه تنها مبنای پرداخت اصل و بهره می‌باشد و رتبه‌بندی در این نوع صکوک‌ها بر اساس توانایی دارایی‌های پایه برای ایجاد جریان نقدی کافی صورت می‌پذیرد.

ج. صکوک با سازوکارهای ارتقای رتبه اعتباری ناقص

این ساختار صکوک در واقع ویژگی‌های دو ساختار قبلی را ترکیب می‌کند و معمولاً شخص ثالثی نقصان‌های احتمالی را ضمانت می‌کند. رتبه اعتباری در این نوع صکوک بستگی به ظرفیت دارایی‌های پایه برای تحقق تعهدات مالی، شرایط ضمانت و کیفیت اعتباری ضامن دارد.

جمع‌بندی

ریسک اعتباری مهم‌ترین ریسکی است که ابزارهای مالی با آن مواجه هستند. امروزه در مالی ساختار یافته به دنبال یافتن روش‌هایی برای افزایش کیفیت اعتباری ابزارهای مالی هستند که برخی از این روش‌ها در بخش‌های قبلی ذکر گردید. از جمله مزیت‌های استفاده از سازوکارهای ارتقای رتبه اعتباری می‌توان به بهبود کیفیت اعتباری اوراق، افزایش جذابیت و تقاضا برای اوراق از سوی سرمایه‌گذاران، افزایش شفافیت، افزایش کارایی ابزارهای مالی اسلامی در بازارهای مالی اسلامی اشاره نمود.

با توجه به رشد روز افزون ابزارهای مالی اسلامی (صکوک) در کشورهای اسلامی، لزوم استفاده از سازوکارهای ارتقای کیفیت و رتبه اعتباری جهت افزایش جذابیت و تقاضا برای این ابزارها، افزایش شفافیت و رشد پایدار بازارهای مالی امری مهم و ضروری به نظر می‌رسد و این سازوکارها می‌توانند نقش مهمی را در ارتقای کارایی خدمات مالی اسلامی در بازارهای سرمایه اسلامی ایفا نمایند.

با این وجود توسعه چارچوبی برای ارتقای رتبه اعتباری اوراق بهادار اسلامی با یکسری چالش‌ها مواجه است و لازم است سازگاری این روش‌ها با موازین شریعت مورد بررسی قرار گیرند تا در صورت تطابق، بتوان از این سازوکارها جهت بهبود کیفیت اعتباری اوراق بهادار اسلامی نیز استفاده نمود.

منابع

- 1- Toan W, Robert. Barakat Monir , Credit Enhancement in Ijara Transactions, Proceedings of the Fifth Harvard University Forum on Islamic Finance: Islamic Finance: Dynamics and Development Cambridge, Massachusetts. Center for Middle Eastern Studies, Harvard University. 2000. pp. 115-120
- 2- Silver, Andrew A. (2000). "Rating Asset-Backed Securities." Chapter 2 in Frank J. Fabozzi (ed.), *Investing in Asset-Backed Securities*. Hoboken, NJ: John Wiley & Sons.
- 3- Fixed Income Sectors: Asset-Backed Securities A primer on asset-backed securities, Dwight Asset Management Company 2005
- 4- Fabozzi, Frank J. Kothari, Vinod, Introduction to Securitization, John Wiley & Sons, Inc, 2008
- 5- Mensah, Samira; Pruvost, Paul-Henri, Standard & Poor's Approach to Rating Sukuk, 2007