

صندوق ضمانت؛ راهکاری نوین در توسعه بازار اوراق بهادار اسلامی

محمد توحیدی*

تاریخ دریافت: ۹۴/۱۱/۱۵

تاریخ پذیرش: ۹۵/۰۲/۲۸

چکیده

انتشار اوراق بهادار اسلامی گامی مهم در راستای توسعه بازار سرمایه اسلامی در جمهوری اسلامی ایران و نقطه عطفی در استقرار آن محسوب می‌گردد. از آغاز انتشار اوراق بهادار اسلامی در بازار سرمایه تا کنون انواع متنوعی از این اوراق شامل اوراق مشارکت، اجاره، مرابحه، سلف موازی و سفارش ساخت به مرحله انتشار رسیده است. آمار و ارقام نشان‌دهنده این است که تا به حال ۲۱ مورد اوراق اجاره به ارزش بالغ بر ۲۳ هزار میلیارد ریال، ۴ مورد اوراق مرابحه به ارزش بالغ بر دو هزار میلیارد ریال، یک مورد اوراق سفارش ساخت به ارزش تقریبی ۱/۶ هزار میلیارد ریال، ۳ مورد اوراق سلف موازی استاندارد به ارزش ۲/۹ هزار میلیارد و حدود ۲۴ مورد اوراق مشارکت به ارزش بالغ بر ۳۸ هزار میلیارد ریال تحت نظر سازمان بورس و اوراق بهادار منتشر شده است. مقایسه آمار انتشار اوراق بهادار اسلامی در ایران و جهان نشان‌دهنده این است که ایران فاصله زیادی با آمار انتشار اوراق بهادار اسلامی جهانی داشته و لازم است ضمن آسیب‌شناسی جدی بازار اوراق بهادار اسلامی در ایران، راهکارهای عملیاتی لازم جهت توسعه روزافزون این بازار ارائه گردد. براساس جلسات آسیب‌شناسی برگزار شده در خصوص اوراق بهادار اسلامی، یکی از چالش‌های جدی بر سر راه توسعه بازار اوراق بهادار اسلامی اصلاح و تعدیل رکن ضامن است. در این تحقیق سعی گردیده راهکاری نوین جهت ضمانت اوراق بهادار اسلامی ارائه گردد که در صورت تحقق می‌تواند راه ورود شرکت‌ها و بنگاه‌های مختلف با سطوح اعتباری متفاوت را به بازار اوراق بهادار اسلامی تسهیل نموده و به توسعه همراه با ثبات بازار اوراق بهادار اسلامی کمک نماید. طراحی صندوق ضمانت راهکاری مبتنی بر مشارکت متقابل بانیان انتشار اوراق بهادار اسلامی در ضمانت اوراق بهادار خودشان است. روش پژوهش در این تحقیق توصیفی تحلیلی بوده و محقق به دنبال آن است تا با شناسایی مؤلفه‌های مهم در طراحی صندوق، به تجزیه و تحلیل این مؤلفه‌های مهم در طراحی صندوق بپردازد. بنابراین در این تحقیق مؤلفه‌هایی چون ساختار مالکیتی و مدیریتی صندوق، نحوه تجهیز منابع، استراتژی‌های سرمایه‌گذاری و نحوه پوشش ریسک نکول توسط صندوق مورد بحث و بررسی قرار گرفته است.

واژگان کلیدی

اوراق بهادار اسلامی (صکوک)، صندوق ضمانت، تکافل، صندوق سرمایه‌گذاری

طبقه‌بندی JEL: G32, G23

* عضو مرکز رشد و دانشجوی دکتری مدیریت مالی، دانشگاه امام صادق(ع)

مقدمه

ساختار انتشار اوراق بهادار اسلامی در ایران طبق دستورالعمل‌های مربوطه دارای ارکان مختلفی است که علاوه بر بانی و دارنده اوراق، می‌توان به نهاد واسط، ضامن، عامل فروش، عامل پرداخت، بازارگردان و متعهد پذیره‌نویس اشاره نمود که استفاده از هر کدام از این ارکان در ساختار انتشار اوراق، مستلزم پرداخت کارمزدها و هزینه‌های اجرایی مربوطه می‌باشد که پرداخت این هزینه‌ها بر عهده بانی بوده و سبب پرهزینه شدن تأمین مالی برای بانی می‌گردد، از سوی دیگر پیدا کردن این ارکان و انعقاد قرارداد با هر یک نیز فرآیندی زمان‌بر خواهد بود.



نمودار (۱): ارکان اصلی انتشار اوراق بهادار اسلامی

منبع: یافته‌های تحقیق

این تحقیق درصدد است تا نقش رکن ضامن، چالش‌ها و مسائل مرتبط با آن و همچنین راه‌حل‌های ارائه شده را بررسی نماید، تا بتواند راهکاری مؤثر و کارا به عنوان مکمل ضمانت بانکی ارائه دهد. بنابراین تمرکز این تحقیق بر روی رکن ضامن خواهد بود که بسته به نوع اوراق، پرداخت سود و اصل اوراق منتشر شده را ضمانت می‌کند.

طبق دستورالعمل انتشار اوراق بهادار اسلامی ضامن به عنوان عامل تضمین‌کننده سرمایه و سود دارندگان اوراق بهادار عمل می‌نماید و رتبه‌بندی اعتباری عامل تعیین‌کننده وجود یا عدم وجود ضامن در ساختار انتشار اوراق بهادار اسلامی است. در صورتی که شرکتی رتبه اعتباری داشته باشد مطابق ماده ۲۳ دستورالعمل انتشار اوراق اجاره وجود ضامن الزامی نخواهد بود؛ رتبه‌بندی اعتباری وضعیت مالی و سرمایه‌ای بانی را به لحاظ امکان ایفای تعهدات خویش معین می‌نماید و صلاحیت مالی او برای پرداخت سود و اصل اوراق را مشخص می‌کند.

تا چندی پیش گرایش و تأکید سازمان بورس و اوراق بهادار بر این بوده است که رکن ضامن از بین بانک‌ها انتخاب شود و نهادهای مالی دیگر که از نظر دستورالعمل انتشار اوراق می‌توانند رکن ضمانت اوراق را قبول کنند، معمولاً دارای مشکلاتی هستند که عملاً مشاور عرضه و نهاد ناظر از انتخاب آنها صرف‌نظر می‌کند. از این‌رو یک وابستگی مهم به بانک‌ها برای پذیرش سمت ضمانت ایجاد شده است و در حال حاضر اغلب بانک‌ها به دلایل مختلف از پذیرش این رکن خودداری می‌کنند و یا شرایط سختی را برای آن در نظر می‌گیرند. از این‌رو باید به عنوان جایگزین یا مکمل ضامن بانکی، راهکاری اندیشیده شود تا با استفاده از آن بتوان به تسهیل تأمین مالی از طریق بازار اوراق بهادار اسلامی و توسعه بیش از پیش این بازار کمک نمود.^۱

۱. پیشینه تحقیق

آقا مهدوی و نصیری (۱۳۸۸)، در مقاله‌ای با عنوان «بررسی الگوهای بیمه اسلامی (تکافل) مبتنی بر مضاربه از نظر سازوکارهای عملیاتی و فقهی (فقه امامیه)»، به بررسی فقهی الگوهای تکافل پرداخته‌اند.

معاونت علمی و فناوری ریاست جمهوری (۱۳۹۰)، در گزارشی با عنوان «تبیین اهمیت، جایگاه و سازوکارهای ابزار ضمانت در حوزه فناوری و نوآوری» ضمن تبیین تجربیات جهانی ضمانت در حوزه‌های دانش‌بنیان و طراحی و پیاده‌سازی سیاست‌های تضمین در سطح ملی، به بررسی نهادهای ضمانت در داخل کشور پرداخته، سیاست‌ها و اهداف آنها را مورد بررسی قرار داده، سپس آیین‌نامه اجرایی طرح تضمین طرح‌ها و

محصولات دانش‌بنیان را مطرح می‌کند. تنها موردی که صندوق ضمانت به صورت تخصصی جهت تضمین اوراق بهادار اسلامی طراحی شده است، مربوط به مؤسسه اسلامی بیمه سرمایه‌گذاری و اعتبار صادرات^۲ است. این مؤسسه عضوی از گروه بانک توسعه اسلامی است که در سال ۱۹۹۴ به عنوان یک نهاد بین‌المللی با شخصیت حقوقی مستقل راه‌اندازی گردید. هدف از تأسیس این نهاد برای ارتقا، حمایت و تضمین سرمایه‌گذاری میان کشورهای عضو سازمان همکاری‌های اسلامی^۳ می‌باشد. اخیراً هیأت مدیره ICIES تحت ریاست گروه بانک توسعه اسلامی تصویب نموده که محصولات بیمه‌ای جدیدی تحت عنوان صندوق بیمه و ضمانت اوراق بهادار اسلامی خارجی در راستای تسهیل جریان سرمایه‌گذاری و تأمین مالی کشورهای عضو ارائه گردد. این محصول بیمه‌ای فعلاً برای اوراق بهادار اسلامی اجاره مورد استفاده قرار گرفته و پرداخت‌های دوره‌ای اجاره‌بها و همچنین پرداخت اصل در سررسید را تضمین می‌کند و در آینده برای ساختارهای دیگر اوراق بهادار اسلامی نیز استفاده خواهد شد. این مؤسسه برای تضمین اوراق بهادار اسلامی و سایر تعهدات خود، از صندوق ضمانت استفاده می‌کند که براساس الگوی تکافل اداره می‌شود.

محمدی و همکاران (۱۳۹۲)، در مقاله‌ای با عنوان «مطالعه و تحلیل تطبیقی الگوی تکافل بر اساس فقه امامیه»، به بررسی فقهی الگوهای تکافل پرداخته‌اند.

عسگری و عظیم‌زاده (۱۳۹۳)، در مقاله‌ای با عنوان «تحلیل مقایسه‌ای بیمه اتکایی و تکافل اتکایی و ارائه راهکارهایی جهت اجرایی کردن تکافل اتکایی در جمهوری اسلامی ایران»، به مقایسه تکافل اتکایی و بیمه اتکایی پرداخته و پیشنهادهایی در راستای پیاده‌سازی الگوی تکافل در ایران ارائه نموده‌اند.

شعبانی و قندی (۱۳۹۳)، در مقاله‌ای با عنوان «تحلیلی بر لزوم ایجاد و اجرای صندوق ضمانت سپرده‌های بانکی» به بررسی لزوم ایجاد و اجرای صندوق ضمانت سپرده‌ها پرداخته است. نتایج تحقیق حاکی از این واقعیت است که صندوق ضمانت سپرده‌ها می‌تواند به دو صورت علنی و ضمنی فعالیت داشته باشد، اما با توجه به مشکلات سیستم‌های ضمنی و مصوباتی که دولت‌ها به سیستم بیمه سپرده تحمیل می‌کنند، استفاده از سیستم‌های علنی بیمه سپرده بهتر است.

بنی‌طبا و همکاران (۱۳۹۴)، در مقاله‌ای با عنوان «اصلاح ساختاری نهاد ضمانت؛ کلید دسترسی بنگاه‌های کوچک و متوسط به اعتبار»، ضمن آسیب‌شناسی وضع موجود نهادهای ضمانت اعتبار، به ارائه راهکارهای اصلاحی جهت توسعه نهاد ضمانت پرداخته است. از جمله راهکارهای این مقاله، بسترسازی جهت حضور بخش خصوصی در عرصه صندوق‌های ضمانت، تفکیک نهاد تأمین مالی از نهاد صدور ضمانت‌نامه، ایجاد صندوق‌های ضمانت عمومی و تخصصی و استقرار نظام رتبه‌بندی اعتباری کارآمد می‌باشد.

سازمان بورس و اوراق بهادار (۱۳۹۴)، در راستای رفع مشکلات مربوط به رکن ضامن در اوراق بهادار اسلامی و تسهیل ضوابط و مقررات مربوط به آن، برخی اصلاحات را در دستورالعمل انتشار اوراق بهادار اسلامی اعمال کرده است که در این تحقیق بدان اشاره شده است. خاطر نشان می‌گردد تا کنون تحقیقی راجع به موضوع صندوق ضمانت به صورت خاص برای صکوک صورت پذیرفته است، اما مرتبط با موضوع به صورت عمومی در زمینه صندوق تکافل و صندوق ضمانت تحقیقاتی پذیرفته است.

این تحقیق به دنبال ارائه الگوی صندوق ضمانت، به عنوان جایگزین یا مکمل ضامن بانکی جهت ضمانت اوراق بهادار اسلامی در بازار سرمایه ایران است.

۲. وضعیت اوراق بهادار اسلامی در ایران

انتشار اوراق بهادار اسلامی گامی مهم در راستای توسعه نظام تأمین مالی اسلامی در جمهوری اسلامی ایران و نقطه عطفی در استقرار بازار سرمایه اسلامی محسوب می‌گردد. سابقاً شرکت‌ها تنها با مجوز بانک مرکزی امکان انتشار اوراق مشارکت را داشتند. علاوه بر انتشار اوراق مشارکت، تا کنون انواعی از اوراق بهادار اسلامی مانند اوراق اجاره، مرابحه، سلف، جعاله، منفعت، سفارش ساخت، وقف، قرض‌الحسنه، مضاربه، مزارعه و مساقات در کمیته فقهی مورد بحث و بررسی قرار گرفته و الگوهای عملیاتی انتشار این اوراق مورد تأیید این کمیته قرار گرفته‌اند که از این بین اوراق

اجاره، مرابحه، سلف و سفارش ساخت به مرحله انتشار نیز رسیده است، اما مابقی اوراق در مرحله تدوین قوانین و دستورالعمل‌های مرتبط هستند.

آمار و ارقام نشان‌دهنده این است که تا به حال ۲۱ مورد اوراق اجاره به ارزش بالغ بر ۲۳ هزار میلیارد ریال، ۴ مورد اوراق مرابحه به ارزش بالغ بر دو هزار میلیارد ریال، یک مورد اوراق سفارش ساخت به ارزش بالغ بر ۱/۶ هزار میلیارد ریال، ۴ مورد اوراق سلف موازی استاندارد به ارزش تقریبی ۲/۹ هزار میلیارد ریال و ۲۴ مورد اوراق مشارکت به ارزش بالغ بر ۳۸ هزار میلیارد ریال تحت نظر سازمان بورس و اوراق بهادار منتشر شده است که در مجموع برابر با ۶۷/۵ هزار میلیارد ریال می‌باشد. کل اوراق بهادار اسلامی جهانی منتشر شده در ارزشهای رایج مختلف از سال ۲۰۰۱ تا مارس ۲۰۱۵، بالغ بر ۷۳۷ میلیارد دلار می‌باشد که حدود ۱۳۸ میلیارد دلار آن مربوط به انتشار بین‌المللی اوراق بهادار اسلامی و ۵۹۹ میلیارد دلار آن مربوط به انتشار داخلی اوراق بهادار اسلامی در کشورهای مختلف است. در این میان مالزی توانسته است هم‌چنان سردمداری خود را در بازار اوراق بهادار اسلامی حفظ کند به گونه‌ای که سهم مالزی در کل اوراق بهادار اسلامی منتشره جهانی حدود ۷۰ درصد است. در انتشار داخلی اوراق بهادار اسلامی، سهم مالزی حدود ۸۰ درصد کل انتشار داخلی اوراق بهادار اسلامی در جهان بوده، در حالی که در انتشار اوراق بهادار اسلامی بین‌المللی امارات متحد عربی با سهم بازار حدود ۴۰ درصدی توانسته بیشترین سهم را به خود اختصاص دهد (IIFM, 2015, pp.4-19).



نمودار (۲): آمار انتشار اوراق بهادار اسلامی در بازار سرمایه ایران

منبع: یافته‌های تحقیق

مقایسه آمار انتشار اوراق بهادار اسلامی در ایران و جهان نشان‌دهنده این است که ایران فاصله زیادی با آمار جهانی انتشار اوراق بهادار اسلامی دارد و لازم است علاوه بر استفاده از تجربه کشورهای موفق، با آسیب‌شناسی دقیق بازار اوراق بهادار اسلامی در ایران، راهکارهای عملیاتی لازم جهت توسعه روزافزون این بازار ارائه گردد.

۳. اهمیت و نقش ضامن در ارتقای کیفیت اعتباری اوراق بهادار اسلامی

ضمانت نقش مهمی در مدیریت ریسک نکول ساختار اوراق بهادار اسلامی و افزایش اعتماد و اطمینان سرمایه‌گذاران به این بازار خواهد داشت. ضمانت شخص ثالث از جمله سازوکارهای ارتقای کیفیت اعتباری^۴ در تأمین مالی ساختار یافته^۵ و اوراق بهادارسازی^۶ محسوب می‌گردد که به بهبود کیفیت اعتباری محصولات مالی ساختاریافته کمک می‌کند. این سازوکارها بخشی مهم از فرآیند تبدیل دارایی‌ها به اوراق بهادار محسوب گردیده و برای رتبه‌بندی اوراق از سوی مؤسسات رتبه‌بندی بسیار دارای اهمیت است. در ساختار اوراق بهادار اسلامی به عنوان فرآیند اوراق بهادارسازی اسلامی نیز استفاده از این سازوکارها لازم و با اهمیت می‌باشد. از جمله مزیت‌های استفاده از سازوکارهای ارتقای کیفیت اعتباری می‌توان به بهبود کیفیت اعتباری اوراق و کاهش ریسک نکول اوراق، بهبود رتبه اعتباری اوراق، کاهش هزینه‌های انتشار اوراق، افزایش اعتماد و اطمینان سرمایه‌گذاران و به تبع افزایش جذابیت و تقاضا برای اوراق از سوی سرمایه‌گذاران اشاره نمود. انواع سازوکارهای ارتقای کیفیت 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 ضمانت‌های مالی، بیمه‌ها و اعتبار اسنادی جزء سازوکارهای بیرونی ارتقای رتبه اعتباری محسوب می‌گردند (Dwight Asset Management Company, 2005).

همچنین سازوکارهای ارتقای کیفیت اعتباری را در یک تقسیم‌بندی دیگر می‌توان در سه دسته طبقه‌بندی نمود (Faboozi, 2008, pp.85-97):

۱. سازوکارهای فراهم شده توسط بانی: سازوکارهای فراهم شده توسط بانی شامل حمایت‌های اعتباری می‌شود که در آن بخشی از ریسک اعتباری اوراق، توسط

- خود بانی یا فروشنده پذیرفته می‌شود. ارتقای اعتباری فراهم شده توسط بانی شامل مشارکت و کمک بانی جهت افزایش کیفیت اعتباری اوراق می‌گردد که می‌تواند به شکل نقدی، دارایی‌هایی اضافه بر تعهدات، یا سودهای ذخیره شده باشد. از جمله سازوکارهای ارتقای رتبه اعتباری فراهم شده توسط بانی می‌توان به شکاف یا سود اضافی^۷، وثیقه نقدی^۸ و وثیقه‌گذاری بیش از حد^۹ اشاره نمود.
۲. سازوکارهای ساختاری: چند طبقه‌نمودن^{۱۰} اوراق بهادار به عنوان یک سازوکار ساختاری ارتقای کیفیت اعتباری این امکان را می‌دهد تا اوراقی طراحی شوند که رتبه اعتباری آنها بالاتر از متوسط رتبه اعتباری مجموعه دارایی‌های پایه گردد و یا براساس مجموعه‌ای از دارایی‌های بدون رتبه اعتباری، بتوان اوراق بهادار دارای رتبه اعتباری مناسب طراحی کرد (Fender, 2005, p.69).
- در اوراق بهادار چند طبقه^{۱۱}، معمولاً چند طبقه اوراق (اوراق با اولویت^{۱۲} و یک یا چندین طبقه اوراق بدون اولویت^{۱۳}) منتشر می‌گردد که در این ساختار، اوراق بدون اولویت در واقع سطوح پوشش ریسک اعتباری اوراق با اولویت است و در واقع اوراق با کیفیت اعتباری پایین‌تر سپر اوراق با کیفیت بالا در مقابل زیان‌های نکول دارایی پایه می‌شوند. اگر در مجموعه دارایی پایه نکولی صورت پذیرد، ابتدا این اوراق بدون اولویت هستند که متحمل زیان شده و اوراق با اولویت تنها زمانی متحمل زیان خواهند شد که مقدار زیان محقق شده فراتر از اصل و سود اوراق با اولویت پایین‌تر و همچنین اوراق بدون اولویت باشد.
۳. سازوکارهای فراهم شده توسط شخص ثالث: سازوکارهای ارتقای کیفیت اعتباری توسط شخص ثالث از طریق تضمین شخص ثالثی به غیر از ناشر اوراق بهادار اسلامی صورت می‌پذیرد. انواع متعددی از سازوکارهای ارتقای کیفیت اعتباری فراهم شده توسط شخص ثالث وجود دارند که شامل ضمانت‌های مالی، اعتبارات اسنادی و بیمه‌های دارایی می‌شوند. نکته حائز اهمیت در این روش این است که سازوکارهای ارتقای کیفیت اعتباری توسط شخص ثالث در معرض ریسک اعتباری شخص ثالث قرار دارند. این ریسک وجود دارد که ضمانت‌کننده ثالث رتبه‌اش تنزل پیدا کند و بسته به عملکرد مجموعه دارایی، طبقات اوراق ضمانت

شده تنزل پیدا کنند، یا شخص ثالث ممکن است نتواند از عهده تعهداتش برآید. علاوه بر این، روش‌های ارتقای کیفیت اعتباری توسط شخص ثالث جزء هزینه‌های سازوکار محسوب می‌گردند. با توجه به رشد روز افزون ابزارهای مالی اسلامی (اوراق بهادار اسلامی) در کشورهای اسلامی، لزوم استفاده از سازوکارهای ارتقای کیفیت و رتبه اعتباری جهت افزایش جذابیت و تقاضا برای این ابزارها، افزایش اعتماد سرمایه‌گذاران، افزایش شفافیت و رشد پایدار بازارهای مالی امری مهم و ضروری به نظر می‌رسد و این سازوکارها می‌توانند نقش مهمی را در ارتقاء کارایی خدمات مالی اسلامی در بازارهای سرمایه اسلامی ایفا نمایند. وجود رکن ضامن در ساختار اوراق بهادار اسلامی به عنوان یکی از سازوکارهای ارتقای کیفیت اعتباری فراهم شده توسط شخص ثالث موجب پوشش ریسک نکول احتمالی ناشران اوراق بهادار و افزایش اعتماد و اطمینان سرمایه‌گذاران اوراق بهادار اسلامی است. در واقع در صورتی که ناشر اوراق بهادار اسلامی ناتوان از پرداخت اصل و سود اوراق (بسته به نوع اوراق) باشد و یا در تسویه پرداخت‌های خود به دارندگان اوراق تأخیر داشته باشد، این رکن ضامن است که باید تعهدات ناشر را در قبال دارندگان اوراق ایفا نماید.

۴. شرایط ضامن و ضمانت در اوراق بهادار اسلامی

برخی شرایط و ضوابط که در دستورالعمل‌های انتشار اوراق بهادار اسلامی به آن اشاره شده، به شرح ذیل است:

الف. ضامن باید مستقل از بانی باشد: تبصره ۱ ماده ۵ دستورالعمل انتشار اوراق بهادار اجاره مقرر می‌دارد ضامن باید مستقل از بانی باشد؛ زیرا قانون‌گذار به دنبال آن است که ضامن و مضمون‌عنه جدا از یکدیگر باشند تا اگر بانی در امر پرداخت سود و اصل اوراق ناتوان شد ضامن نسبت به ایفای تعهدات او اقدام نماید. در صورتی که ضامن وابسته به بانی باشد به طوری که شعبه یا نماینده بانی باشد، این امر محقق نخواهد شد. به نظر می‌رسد تعیین حدود وابستگی میان بانی و ضامن خود امری پیچیده باشد.

ب. ضامن باید ملائت لازم برای امر ضمانت را داشته باشد: ماده ۵ دستورالعمل انتشار اوراق بهادار اجاره تنها مؤسسات و نهادهای مالی از جمله بانکها، مؤسسات مالی و اعتباری تحت نظارت بانک مرکزی جمهوری اسلامی ایران، بیمه‌ها و شرکت‌های تأمین سرمایه، شرکت‌های سرمایه‌گذاری و... را در نقش ضامن می‌پذیرد. این امر به این معناست که ملائت و وضعیت مالی مطلوب برای ضامن شرط خواهد بود.

ج. ضامن در صورتی متعهد به پرداخت مبلغ مورد ضمانت است که بانی از پرداخت آن خودداری نماید: به‌طور معمول و در حالت اطلاق، عقد ضمانت باعث بری شدن ذمه مضمون‌عنه و مشغول شدن ذمه ضامن خواهد شد، اما این امکان برای ضامن در ماده ۶۹۹ قانون مدنی پیش‌بینی شده است که التزام خویش به پرداخت دین را منوط به عدم تأدیه مضمون‌عنه نماید. به عنوان نمونه در عقد ضمانتی که در اوراق اجاره طراحی شده است این قید در تعهدات ضامن گنجانیده شده و مقرر می‌دارد: «ضامن موظف است، در صورت عدم پرداخت مبالغ اجاره‌بهای دارایی / دارایی‌ها توسط بانی به ناشر در مواعد مقرر براساس قرارداد فی‌مابین، وجوه مربوطه را حداکثر ظرف مدت چهار روز به ناشر پرداخت نماید». بنابراین ضامن در اوراق اجاره در صورتی متعهد به پرداخت و تأدیه دیون بانی است که بانی به تعهدات خویش عمل ننماید.

د. ضمانت ضامن صرف‌نظر از روابط مبنایی بین ضامن و بانی است: ضامن در هر صورت موظف است تا تعهداتی که از سوی بانی صورت نگرفته است را بر عهده گیرد؛ هرچند بانی در قبال ضامن تعهدات خویش را نادیده انگاشته باشد. این قید در قرارداد ضمانت در اوراق اجاره آمده است و مقرر می‌دارد: «تعهدات ضامن در این قرارداد در برابر ناشر از هر حیث بدون قید و شرط بوده و ایرادات راجع به تعهدات بانی در مقابل ضامن اثری بر اجرای تعهدات این قرارداد توسط ضامن ندارد و ضامن نمی‌تواند به عذر عدم تأمین وجوه کافی یا عدم پرداخت مبلغ کارمزد یا هر دلیل دیگری انجام تعهدات خود در این قرارداد را به تعویق انداخته یا معلق نماید».

و. در برخی شرایط نیاز به ضامن الزامی نخواهد بود: در صورتی که شرکتی رتبه اعتباری داشته باشد، مطابق دستورالعمل انتشار اوراق بهادار اسلامی (اوراق اجاره،

مراجعه و سفارش ساخت) وجود ضامن الزامی نخواهد. همچنین پس از اصلاح دستورالعمل انتشار اوراق بهادار اسلامی (ماده ۵ دستورالعمل انتشار اوراق اجاره و مراجعه و ماده ۴ دستورالعمل انتشار اوراق سفارش ساخت) در صورت احراز برخی شرایط، وجود ضامن الزامی نخواهد بود که در بخش‌های بعد به آن اشاره خواهد شد.

۵. چالش‌های مربوط به رکن ضامن

هر چند که طبق دستورالعمل انتشار اوراق اجاره، مراجعه و سفارش ساخت این امکان وجود دارد که ضامن توسط بانی و با تأیید سازمان از میان بانک‌ها، مؤسسات مالی و اعتباری تحت نظارت بانک مرکزی جمهوری اسلامی ایران، بیمه‌های تحت نظارت بیمه مرکزی جمهوری اسلامی ایران، شرکت‌های تأمین سرمایه، شرکت‌های سرمایه‌گذاری، نهادهای عمومی و شرکت‌ها و مؤسسات دولتی انتخاب شوند، اما طی سالیان گذشته گرایش و تأکید سازمان بورس و اوراق بهادار بر آن بوده که رکن ضامن از بین بانک‌ها انتخاب شود و نهادهای مالی دیگر که از نظر دستورالعمل انتشار اوراق می‌توانند رکن ضمانت اوراق را قبول کنند معمولاً دارای مشکلاتی هستند که عملاً مشاور عرضه و نهاد ناظر از انتخاب آنها صرف‌نظر می‌کند. آمار ضامن‌های اوراق بهادار اسلامی منتشره تا کنون این واقعیت را تأیید می‌کند. با توجه به نمودار (۲)، از اوراق بهادار اسلامی منتشره تا کنون، در ۳۸ مورد ضامن از میان بانک‌ها و مؤسسه‌های مالی و اعتباری، در یک مورد، از میان شرکت‌های تأمین سرمایه، در نه مورد، از میان هلدینگ‌ها و شرکت‌های سرمایه‌گذاری و در سه مورد ضامن به صورت مشترک از میان بانک‌ها و شرکت‌های تأمین سرمایه انتخاب گردیده است.

جدول (۱): آمار نهادهای مالی پذیرفته شده جهت ضمانت اوراق بهادار اسلامی

| ردیف | نوع ضامن | اوراق مشارکت | اوراق اجاره، مراجعه و سفارش ساخت |
|------|-----------------------------------|--------------|----------------------------------|
| ۱ | بانک‌ها و مؤسسات مالی و اعتباری | ۱۸ | ۲۰ |
| ۲ | شرکت تأمین سرمایه | - | ۱ |
| ۳ | هلدینگ‌ها و شرکت‌های سرمایه‌گذاری | ۵ | ۴ |
| ۴ | مشترک بین بانک و تأمین سرمایه | ۱ | ۲ |

منبع: یافته‌های تحقیق

واضح است که یک وابستگی مهم به بانک‌ها برای پذیرش سمت ضمانت ایجاد شده است و در حال حاضر اغلب بانک‌ها به دلایل مختلف از پذیرش این رکن خودداری می‌کنند و یا شرایط سختی را برای آن در نظر می‌گیرند. از طرف دیگر استفاده از ضامن بانکی در انتشار اوراق بهادار اسلامی سبب ایجاد محدودیت‌هایی در نرخ سود اوراق نیز خواهد شد و لازم است نرخ سود با هماهنگی بانک مرکزی تعیین گردد که در تبصره ۲ ماده ۷ سیاست‌های ابلاغی پولی، اعتباری و نظارتی نظام بانکی کشور در سال ۹۰ بدان اشاره گردیده است.^{۱۴}

به نظر می‌رسد طی سالیان گذشته از نقش بیمه‌ها و سازوکارهای بیمه‌ای در بازار سرمایه غفلت شده است، در حالی که بیمه‌ها می‌توانند نقش‌های ضمانتی اوراق را به خوبی به عهده بگیرند؛ زیرا وظیفه تخصصی این نهادها بیمه و پوشش ریسک است، اما نهادهایی مانند شرکت‌های تأمین سرمایه چه بسا نتوانند به صورت جدی رکن ضمانت اوراق بهادار را تقبل کنند؛ زیرا وظیفه اصلی شرکت‌های تأمین سرمایه تعهد پذیره-نویسی و بازارگردانی است و از طرفی این دو فعالیت حجم زیادی از سرمایه این نهادها را درگیر می‌کند که ممکن است شرایط کفایت سرمایه در این نهادها اجازه ندهد وارد ضمانت اوراق با حجم بالا شوند. حتی سازمان نیز توصیه می‌کند تا حد ممکن از ضامن بانکی استفاده شود و در واقع نیز درگیر نمودن سرمایه شرکت‌های تأمین سرمایه در فعالیت‌های دیگر، این نهادها را با ریسک بیشتر مواجه می‌کند.

باید توجه داشت که منوط نمودن انتشار اوراق به وجود ضامن بانکی، در واقع گره‌زدن توسعه تأمین مالی از طریق بازار سرمایه به بازار پول است و در صورتی که این رویه ادامه پیدا کند حتی در بلندمدت نیز تغییر چشم‌گیری در سهم بازار سرمایه ایران در تأمین مالی بوجود نخواهد آمد.

از الزامات توسعه بازار اوراق بهادار اسلامی، توسعه کمی و کیفی ارکان مکمل در انتشار اوراق بهادار اسلامی است. اولین سؤالی که در این زمینه مطرح می‌شود این است که در صورت افزایش حجم انتشار انواع صکوک و توسعه این بازار، توان حمایت سالیانه ارکان فعلی فرآیند انتشار اوراق اوراق بهادار اسلامی (شامل: ضامن، بازارگردان، متعهدپذیره‌نویسی و...) به چه میزان است؟ با نگاهی مختصر به ظرفیت کنونی نهادهای

مکمل در انتشار اوراق بهادار اسلامی، می‌بینیم که یکی از ملزومات اساسی توسعه بازار صکوک، توسعه نهادهای مالی مکمل در بازار سرمایه چون نهادهای ضامن، شرکت‌های تأمین سرمایه و... است. همچنین همان‌طور که پیش از این اشاره گردید برای کاهش هزینه‌های انتشار صکوک و سوق دادن متقاضیان تأمین مالی به سمت این بازار، لازم است به این سمت برویم که تا حد امکان ارکان انتشار صکوک مانند رکن ضامن را حذف یا اصلاح نموده تا بانیان بتوانند با هزینه کمتر و سهولت بیشتر اقدام به تأمین منابع مالی خود کنند.

۶. راهکارها برای رفع چالش‌های مربوط به رکن ضامن

تا کنون جلسات آسیب‌شناسی متعددی راجع به اوراق بهادار اسلامی از طرف سازمان بورس و اوراق بهادار، شرکت مدیریت دارایی مرکزی، شرکت تأمین سرمایه لتوس پارسیان و... با حضور مسئولان و فعالان بازار سرمایه برگزار گردیده که به بررسی چالش‌ها و مشکلات بازار اوراق بهادار اسلامی، از جمله مشکلات مربوط به رکن ضامن پرداخته‌اند. در جلسات متعدد آسیب‌شناسی برگزار شده، راهکارهایی جهت رفع مشکلات مربوط به رکن ضامن ارائه شد که در ادامه به برخی از مهم‌ترین راهکارها اشاره می‌گردد.

- رتبه‌بندی اوراق در راستای تعادل در ریسک و بازدهی اوراق بدهی.
- اجازه انتشار اوراق بدون ضامن یا انتشار بخشی از اوراق یک ناشر بدون ضامن و بخشی با ضامن و ایجاد تفاوت در نرخ اوراق با توجه به وجود یا عدم وجود ضامن و نوع ضامن.
- محدود کردن ضمانت تنها به سود اوراق و نه به اصل آن.
- حذف رکن ضامن از طریق پذیرش وثیقه کردن سهام شرکت‌های پذیرفته شده در بورس و فرابورس.

در راستای رفع مشکلات مربوط به رکن ضامن و تسهیل ضوابط و مقررات مربوط به آن در دستورالعمل انتشار اوراق بهادار اسلامی و با توجه به راهکارهای ارائه شده از سوی نهادهای فعال در انتشار اوراق بهادار اسلامی مانند شرکت‌های مشاور عرضه،

برخی اصلاحات از سوی سازمان بورس و اوراق بهادار در دستورالعمل انتشار اوراق بهادار اسلامی اعمال گردید که عبارتند از:

- عدم نیاز به ضامن برای شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران یا فرابورس ایران.
- عدم نیاز به ضامن برای شرکت‌هایی که امتیاز نهایی اطلاع‌رسانی آنها براساس آخرین گزارش واحد نظارت بر ناشران سازمان بورس و اوراق بهادار مساوی و یا بیشتر از ۷۵ باشد.
- امکان توثیق اوراق بهادار نزد شرکت سپرده‌گذاری مرکزی اوراق بهادار و تسویه وجوه اوراق بهادار به جای ضامن.

در مورد سوم با تأیید سازمان و با رعایت دستورالعمل توثیق اوراق بهادار نزد شرکت سپرده‌گذاری مرکزی اوراق بهادار و تسویه وجوه، این امکان وجود دارد که اوراق بهادار با شرایط مندرج در دستورالعمل انتشار اوراق بهادار اسلامی، به نفع نهاد واسط برای پشتیبانی از تعهدات ناشر وثیقه شود. اوراق بهادار مورد وثیقه می‌تواند متعلق به بانئ یا هر شخص دیگری باشد و مطابق دستورالعمل انتشار اوراق بهادار اسلامی اوراق مذکور باید به نفع نهاد واسط توثیق گشته و مالک وثیقه باید نسبت به اعطای وکالت با اختیار فروش وثیقه به نهاد واسط به صورت بلاعزل تام‌الاختیار با حق توکیل به غیر و با سلب حق ضم امین و با سلب حق انجام موضوع وکالت از خود تا پایان ایفای تعهدات مرتبط با اوراق بهادار منتشره اقدام نماید (دستورالعمل انتشار اوراق اجاره، مصوب ۱۳۸۹ و اصلاح شده در ۱۳۹۰ و ۱۳۹۴، ماده ۵، تبصره ۲ و ۳) (دستورالعمل انتشار اوراق مرابحه، ۱۳۹۰، ماده ۵، تبصره ۲ و ۳).

هر چند اصلاحات اعمال شده در دستورالعمل انتشار اوراق بهادار اسلامی (اجاره، مرابحه و سفارش ساخت) گامی مهم در جهت افزایش ظرفیت انتشار اوراق بهادار اسلامی با رویکرد توسعه تأمین مالی در بازار اولیه محسوب می‌گردد، اما کماکان لازم است جهت مدیریت ریسک نکول ناشران اوراق بهادار اسلامی، افزایش اطمینان و

اعتماد سرمایه‌گذاران به این ابزارها، تسهیل تأمین مالی از طریق اوراق بهادار اسلامی و توسعه روزافزون بازار اوراق بهادار اسلامی به دنبال راهکارهای کارا و مؤثر باشیم.

این تحقیق درصدد است راهکاری نوین در ضمانت اوراق بهادار اسلامی، به نام صندوق ضمانت ارائه نماید. طراحی صندوق ضمانت می‌تواند یک نوآوری و طرح ابتکاری از سوی بازار سرمایه ایران جهت توسعه بازار اوراق بهادار اسلامی در فضای داخلی و بین‌المللی محسوب گردد. کارکرد این صندوق تعهد پرداخت اصل و سود اوراق بهادار اسلامی (بسته به نوع اوراق) در صورت نکول بانی است. به نظر می‌رسد ضمانت از طریق صندوق، از طرفی وابستگی ساختار انتشار اوراق بهادار اسلامی به بانک‌ها را کاهش داده که به نوبه خود سبب سهولت در ضمانت اوراق بهادار اسلامی و کاهش ریسک سیستمیک بین بازارهای مالی خواهد گردید، همچنین این روش سبب کاهش تمرکز ریسک بر روی یک نهاد مالی خاص مانند بانک می‌گردد؛ در این روش به جای انتقال ریسک به یک ضامن مانند بانک این امکان فراهم گردیده است که ریسک نکول بین طیف وسیعی از سرمایه‌گذاران نهادی توزیع گردد. روش پژوهش جهت بررسی و تجزیه و تحلیل ساختار صندوق ضمانت، روش توصیفی تحلیلی بوده و محقق بر آنست تا با تعیین برخی مؤلفه‌های کلیدی در طراحی صندوق، از جمله ساختار مالکیتی و مدیریتی، نحوه تجهیز منابع، استراتژی‌های سرمایه‌گذاری و نحوه پوشش ریسک نکول توسط صندوق به تجزیه و تحلیل هر یک از این مؤلفه‌ها و ارائه راهکار پیشنهادی برای هر یک از مؤلفه‌ها بپردازد.

۷. صندوق ضمانت اوراق بهادار اسلامی

صندوق ضمانت اوراق بهادار اسلامی نهادی مالی است که با هدف تضمین اوراق بهادار اسلامی شکل گرفته و مجوز تأسیس و فعالیت آن توسط نهاد ناظر بازار سرمایه صادر شده و فعالیت آن تحت نظارت سازمان بورس و اوراق بهادار است.

در این راهکار، صندوق ضمانت اوراق بهادار اسلامی جایگزین یا مکمل رکن ضامن در ساختار انتشار اوراق بهادار اسلامی خواهد شد و این صندوق شخص حقوقی خواهد بود که پرداخت مبالغ و وجوهی را که بانی ملزم به پرداخت آن به ناشر

می‌باشد، تعهد و تضمین می‌نماید. این سازوکار مبتنی بر کمک متقابل و پذیرش ریسک توسط خود متقاضیان انتشار اوراق بهادار اسلامی است.

۷-۱. مزایای ضمانت از طریق صندوق

- ✓ افزایش ظرفیت ضمانت اوراق بهادار اسلامی و به عنوان مکملی برای ضمانت بانکی: با توجه به ظرفیت محدود بانک‌ها و مؤسسات مالی و اعتباری، با فراهم آوردن ضمانت از طریق این صندوق، ظرفیت ضمانت اوراق بهادار اسلامی افزایش یافته که این امر به توسعه بازار اوراق بهادار اسلامی و ورود ناشران مختلف به این بازار کمک خواهد نمود.
- ✓ افزایش سهولت و دسترسی بانیان مختلف انتشار اوراق بهادار اسلامی: این صندوق کمک خواهد نمود که شرکت‌ها و ناشران مختلف (کوچک و بزرگ، بورسی و غیربورسی) به صندوق جهت ضمانت اوراق بهادار اسلامی خود دسترسی داشته باشند، در حالی امکان استفاده آنها از ضمانت بانکی ممکن است محدودتر و پرهزینه‌تر باشد.
- ✓ توزیع ریسک نکول: در ضمانت از طریق صندوق، ریسک نکول بانیان، به جای تجمیع و تمرکز بر روی بانک و یا نهادی خاص، بین طیف وسیعی از سرمایه‌گذاران توزیع می‌شود.
- ✓ امکان استفاده از منافع و بازدهی صندوق: در صورتی که صندوق از الگوی تکافل استفاده کرده و بانیان انتشار اوراق بهادار اسلامی، مالکان صندوق باشند، در این صورت اصل سرمایه و منافع و بازدهی صندوق در صورت عدم نکول بانیان پس از کسر کارمزد های مربوطه، متعلق به خود بانیان است که در قسمت‌های بعدی به تفصیل تبیین می‌گردد.
- ✓ کاهش تضاد منافع میان بانیان و صندوق: در صورتی که صندوق از الگوی تکافل استفاده کرده و بانیان انتشار اوراق بهادار اسلامی، مالکان صندوق باشند. در این صورت صندوق براساس کمک متقابل و پذیرش متقابل ریسک توسط بانیان شکل گرفته، که این امر سبب کاهش تضاد منافع میان بانیان و صندوق خواهد بود.

- ✓ رفع محدودیت‌های مربوط به تعیین نرخ بازدهی اوراق بهادار اسلامی: طبق مصوبات شورای پول و اعتبار، در صورتی که انتشار اوراق مستقل از سیستم بازار پول باشد و از ضمانت بانکی استفاده نشده باشد، ناشر می‌تواند تا ۳ درصد بیشتر از نرخ‌های سیستم بانکی به دارندگان اوراق سود پرداخت کند، اما در مواردی که سود اوراق بهادار اسلامی منتشره دارای ضمانت مؤسسات اعتباری باشد، لازم است نرخ اوراق با هماهنگی بانک مرکزی تعیین شود.
- ✓ کاهش تشریفات بروکراتیک برای ضمانت: به نظر می‌رسد تشریفات اداری ضمانت از طریق صندوق کمتر از ضمانت بانکی فعلی باشد.

۲-۷. سازوکار و کارکرد صندوق ضمانت

در این راهکار، صندوق ضمانت اوراق بهادار اسلامی جایگزین یا مکمل رکن ضامن در ساختار انتشار اوراق بهادار اسلامی خواهد شد و این صندوق پرداخت مبالغ و وجوهی را که بانی ملزم به پرداخت آن به دارندگان اوراق می‌باشد، تعهد و تضمین می‌نماید. در این راهکار، هر یک از بانیان انتشار اوراق بهادار اسلامی، به جای پرداخت کارمزد سالانه بین نیم تا دو درصد به ضامن بانکی، این کارمزد را به صورت یکجا یا به صورت تدریجی سالانه به صندوق پرداخت کرده است. در عوض صندوق، ضمانت بانی انتشار اوراق بهادار اسلامی را در قبال دارندگان اوراق بر عهده گرفته و در صورت نکول بانی، متعهد به پرداخت تعهدات بانی به دارندگان اوراق خواهد بود. این سازوکار مبتنی بر کمک متقابل و پذیرش ریسک توسط خود متقاضیان انتشار اوراق بهادار اسلامی است. برای طراحی عملیاتی صندوق ضمانت، می‌توان الگوهای متفاوتی را مورد بررسی قرار داد.

در این تحقیق برای تعیین الگوی عملیاتی مناسب برای این صندوق مؤلفه‌ها و عناصر ذیل مورد بررسی و تحلیل قرار گرفته است:



نمودار (۳): مؤلفه های مهم در طراحی صندوق ضمانت

منبع: یافته های تحقیق

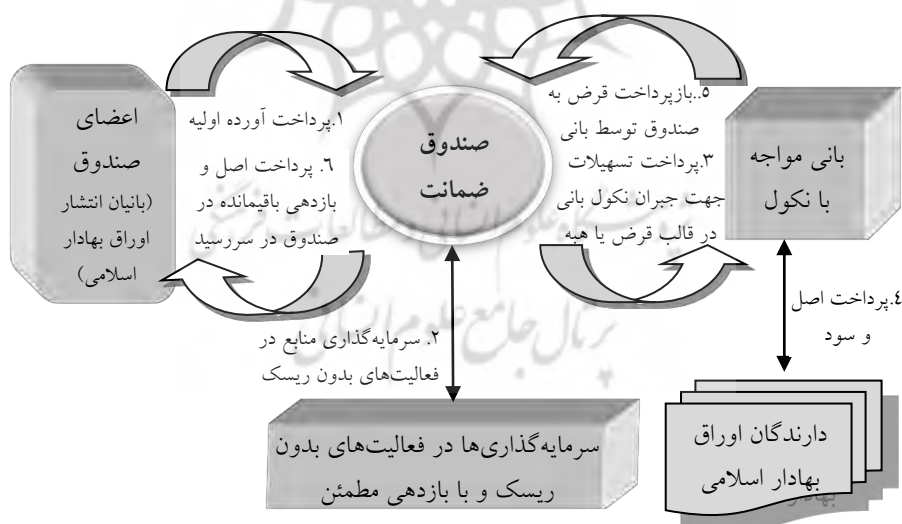
۳-۷. مالکیت و مدیریت صندوق

اولین گام در طراحی چنین صندوقی تعیین ساختار مالکیتی و مدیریتی صندوق است. اینکه آیا ساختار مالکیتی و مدیریتی صندوق براساس رابطه اصیل وکیل باشد یا اینکه صندوق از نظر ساختار مالکیتی و مدیریتی کاملاً مستقل از بانیان انتشار اوراق بهادار اسلامی باشد. در این تحقیق چند سناریو برای ساختار مالکیت و مدیریت صندوق ارائه و مورد بررسی قرار می گیرد.

۳-۷-۱. سناریوی اول: رابطه اصیل وکیل میان بانیان و مدیریت صندوق

بانیان انتشار اوراق بهادار اسلامی می توانند تنها مؤسسان صندوق ضمانت باشند؛ در این صورت کارکرد این نوع صندوق بسیار شبیه به صندوق تکافل است که در آن بانیان انتشار اوراق بهادار اسلامی، جهت تضمین اوراق بهادار خودشان، صندوقی را شکل داده و مبالغی را به عنوان آورده اولیه (به صورت ثابت و یا متغیر بسته به حجم انتشار و رتبه اعتباری اوراقشان) در این صندوق قرار می دهند و فردی را به نمایندگی از خود و با موافقت مراجع ذیصلاح، به عنوان مدیر صندوق معرفی می نمایند. همچنین دولت می تواند برای حمایت و تقویت صندوق، بخشی از منابع دولتی و حاکمیتی را به صورت بلاعوض و یا به صورت تسهیلات بلند مدت در اختیار این صندوق قرار دهد.

در مرحله بعد مدیر صندوق به وکالت از بانیان عضو صندوق، مبالغ جمع‌آوری شده را در فعالیت‌های بدون ریسک، نقدشونده و با بازدهی مطمئن سرمایه‌گذاری نموده و در صورتی که بانیان متقاضی ضمانت با مشکل نقدینگی برای ایفای تعهداتشان مواجه نشوند، مدیر صندوق موظف است پس از کسر حق‌الزحمه خود، اصل و بازدهی صندوق را در پایان عمر صندوق میان اعضای صندوق تقسیم کند، اما در صورتی که در طول عمر صندوق، هر یک از بانیان عضو صندوق نتوانند تعهدات خود را برای پرداخت به موقع اصل و سود اوراق منتشره خود ایفا نمایند، این مدیر صندوق است که موظف است از محل منابع صندوق، تعهدات بانی نکول کرده را ایفا نماید. در واقع از منابع صندوق، تسهیلاتی (در قالب قرض‌الحسنه و یا بلاعوض) در اختیار بانی مورد نظر قرار داده می‌شود تا بتواند تعهدات خود را در قبال دارندگان اوراق بهادار اسلامی پرداخت نماید. چنانچه تسهیلات اعطایی قرض‌الحسنه باشد، برای اطمینان از بازپرداخت تسهیلات توسط بانی، مدیر صندوق باید وثایق و تضمین‌های کافی را از بانی بگیرد. در نمودار (۴) سازوکار عملیاتی صندوق ضمانت متشکل از بانیان متقاضی انتشار اوراق بهادار اسلامی نمایش داده شده است.



نمودار (۴): سازوکار عملیاتی صندوق ضمانت متشکل از بانیان متقاضی

انتشار اوراق بهادار اسلامی

منبع: یافته‌های تحقیق

لازم به ذکر است در ضمانت بانکی کارمزدی که بانی پرداخت می‌کند قابل بازیافت نمی‌باشد، اما در صندوق مبتنی بر الگوی تکافل، که بانیان مالکان صندوق محسوب می‌گردند، بانی آورده خود را در صندوقی قرار داده که این مبالغ سرمایه‌گذاری شده و در صورت عدم بروز نکول و خسارت، تمام منافع صندوق پس از کسر کارمزدهای مربوطه متعلق به خود بانیان است، بنابراین لازم است با توجه به تعداد بانیان عضو صندوق، حجم انتشار اوراق و میزان تعهد صندوق برای پوشش ریسک، آورده بانیان تعیین گردد که قاعدتاً اگر تنها واریزی صندوق از طریق بانیان باشد، لازم است مبالغ قابل توجه‌تری در صندوق سرمایه‌گذاری گردد.

این نوع صندوق در واقع مبتنی بر کمک متقابل و پذیرش مشترک ریسک توسط بانیان به عنوان اعضای صندوق طراحی شده است و مالکان واقعی صندوق در واقع بانیان انتشار اوراق بهادار اسلامی هستند و مدیر صندوق به عنوان وکیل بانیان در قبال حق الوکاله دریافتی، وجوه آنان را جمع‌آوری و مدیریت نموده تا در مواقع لزوم بتواند ریسک نکول بانیان را پوشش دهد.

همان‌طور که ذکر شد این صندوق بسیار شبیه به صندوق تکافل است. تکافل مبتنی بر اصل قرآنی تعاون و به معنای «کمک متقابل میان گروهی» است و هر عضوی در حمایت از نیازمندان داخل گروه سهم دارد. این نوع بیمه شبیه «بیمه تعاونی» است. در عمل تکافل به عنوان روشی مبتنی بر ضمانت مشترک اعضای یک گروه در برابر ضرر و زیان‌های احتمالی وارد بر هر یک از آنها مطرح می‌شود. در واقع نهاد تکافل با همان اهداف شرکت بیمه، یعنی به منظور پوشش خسارت‌ها و خطرهای احتمالی در آینده طراحی شده است که علاوه بر رسیدن به چنین هدفی، تکافل شوندگان را در سود حاصل از فعالیت‌ها و سرمایه‌گذاری‌های سودآور شریک می‌نماید (مهدوی و همکاران، ۱۳۸۸، ص ۱۲۱).

از جمله مزیت‌های تکافل می‌توان به موارد ذیل اشاره نمود:

- شفافیت و افشا: در نهادهای تکافل از آنجا که همه اطلاعات در اختیار تکافل شوندگان قرار می‌گیرد، قرارداد تکافل شفاف‌تر است؛ بنابراین فعالیت‌ها و عملیات‌های آنها هم کاملاً مشخص‌تر از بیمه و ضمانت رایج است.

- التزامات و منافع: در تکافل در صورت بروز خطر، تکافل شونده می تواند همه زیان های وارده و تعهد شده توسط نهاد تکافل را از صندوق دریافت کند و اگر تا زمان سررسید اتفاقی نیفتاد، اصل سرمایه مشارکت کننده به همراه منافع حاصل از سرمایه گذاری منابعش به وی تعلق می گیرد. در حالی که در بیمه ها و ضمانت های متعارف، بیمه شونده و ضمانت شونده در صورت عدم رخداد، نمی تواند ادعا داشته باشد.
- تضاد منافع: در بیمه بین بیمه گر و بیمه شونده و در ضمانت رایج بین ضامن و مضمون عنه تعارض وجود دارد، اما در تکافل، تکافل شونده در مازاد شریک هستند و از تمام منافع حاصل از سرمایه گذاری نیز به نسبت سهامشان سهم خواهند برد.

۲-۷-۲. سناریوی دوم: صندوق دارای شخصیت حقوقی و مالی مستقل

در این مدل بانیان انتشار اوراق بهادار اسلامی به جای پرداخت کارمزد به بانک، به عنوان ضامن، کارمزد مورد نظر را به صندوقی پرداخت می نمایند که از نظر ساختار مالکیتی و مدیریتی کاملاً مستقل از بانیان انتشار اوراق بهادار اسلامی بوده و زیر نظر نهاد ناظر بازار سرمایه (سازمان بورس و اوراق بهادار) به عنوان شخص حقوقی مستقل و با هیأت مدیره مستقل از بانیان، مالک این کارمزدها می گردد تا در مواقع نکول اعتباری هر یک از بانیان، بتواند تعهدات آنها را در قبال سرمایه گذاران پاسخگو باشد، همانند یک شرکت بیمه که در مقابل پوشش ریسک یک واقعه، حق بیمه دریافت کرده و مالک حق بیمه ها می گردد و هر نوع بازدهی ناشی از سرمایه گذاری حق بیمه ها متعلق به خود شرکت بیمه است و بیمه شونده حقی نسبت به این بازدهی ندارد و شرکت بیمه صرفاً متعهد می گردد در صورت وقوع حادثه، زیان ناشی از وقوع حادثه احتمالی در آینده را جبران نماید.

بنابراین صندوق در این حالت به عنوان نهاد مالی مستقل زیر نظر نهاد ناظر بازار سرمایه، دارای شخصیت حقوقی و مالی مستقل غیردولتی بوده و در چارچوب مقررات

حاکم بر نهادهای مالی موضوع قانون بازار اوراق بهادار جمهوری اسلامی ایران، مصوب ۱۳۸۴ فعالیت خواهد کرد.

خاطر نشان می‌گردد طراحی صندوق ضمانت اوراق بهادار اسلامی دقیقاً در راستای مأموریت صندوق تثبیت بازار سرمایه بوده که به تازگی اساسنامه آن توسط هیأت دولت تصویب و ابلاغ شده است.^{۱۵}

طبق اساسنامه موضوع فعالیت صندوق تثبیت، سرمایه‌گذاری در اوراق بهادار ثبت شده نزد سازمان و صندوق‌های سرمایه‌گذاری، اخذ تسهیلات و خرید و فروش دارایی‌های مالی و سپرده‌گذاری با هدف تثبیت بازار سرمایه است. همچنین موضوع فعالیت صندوق ضمانت اوراق بهادار اسلامی نیز سرمایه‌گذاری منابع در دارایی‌های نقدشونده و مطمئن با هدف کاهش ریسک نکول و ورشکستگی و ایجاد ثبات در بازار اوراق بهادار اسلامی است. بنابراین با توجه به شباهت در هدف و مأموریت دو صندوق، می‌توان صندوق ضمانت اوراق بهادار اسلامی را به عنوان زیر مجموعه صندوق تثبیت بازار سرمایه تعریف نموده تا در راستای ثبات مالی بازار اوراق بهادار اسلامی، بخشی از منابع صندوق تثبیت^{۱۶} بازار سرمایه، به صندوق ضمانت اختصاص یابد.

۳-۷-۳. سناریوی سوم: صندوق دارای شخصیت حقوقی و مالی مستقل با قابلیت انتشار واحدهای سرمایه‌گذاری

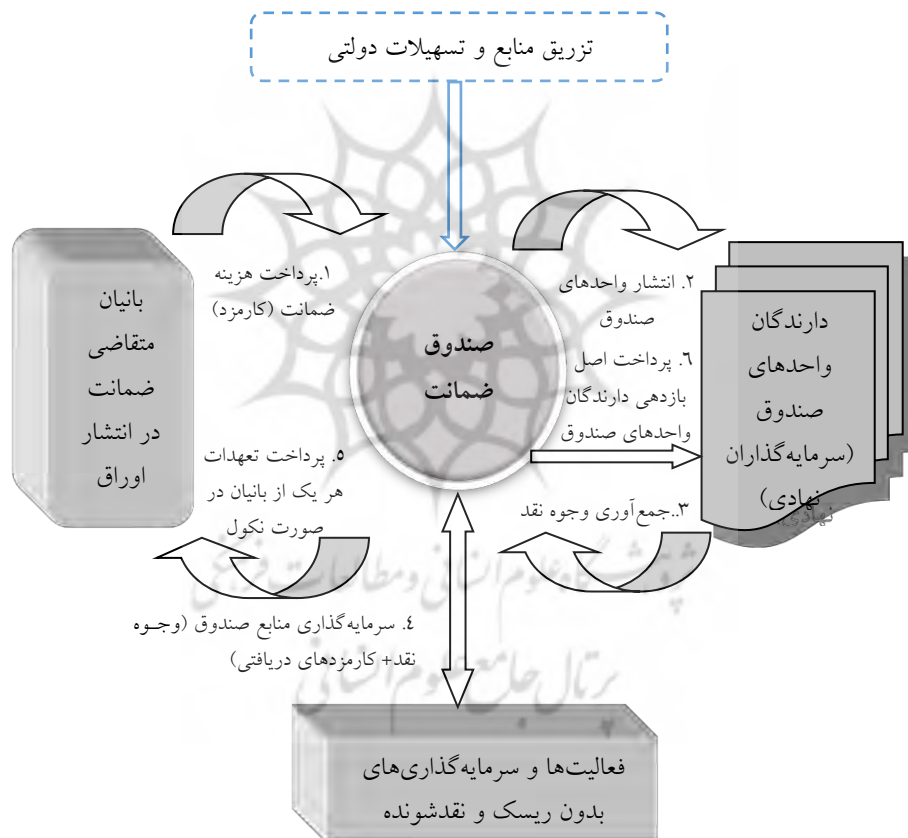
در این الگو نیز همانند سناریوی دوم، بانیان انتشار اوراق بهادار اسلامی به جای پرداخت کارمزد به بانک به عنوان ضمان، کارمزد مورد نظر را به صندوقی پرداخت می‌نمایند که از نظر ساختار مالکیتی و مدیریتی کاملاً مستقل از بانیان انتشار اوراق بهادار اسلامی بوده و زیر نظر نهاد ناظر بازار سرمایه (سازمان بورس و اوراق بهادار) به عنوان شخص حقوقی مستقل از بانیان، مالک این کارمزدها می‌گردد تا در مواقع نکول اعتباری هر یک از بانیان، بتواند تعهدات آنها را در قبال سرمایه‌گذاران پاسخگو باشد. در این الگو، منابع صندوق علاوه بر دریافت کارمزدهای بانیان انتشار اوراق بهادار اسلامی و حمایت‌های دولتی شامل تزریق منابع حاکمیتی و دولتی، می‌تواند از طریق انتشار واحدهای سرمایه‌گذاری با هدف افزایش ظرفیت ضمانتی صندوق و ایفای بهتر

تعهدات، نیز صورت پذیرد. در واقع دارندگان واحدهای سرمایه‌گذاری این نوع صندوق هم در فعالیت‌های بدون ریسک و نقدشونده صندوق مشارکت می‌کنند (همانند صندوق‌های با درآمد ثابت) و هم در صورت نکول هر یک از بانیان انتشار اوراق بهادار اسلامی، در جبران زیان ناشی از نکول وی مشارکت خواهند نمود. بنابراین این صندوق دارای ماهیت و کارکرد دوگانه مشارکت - ضمانت خواهد بود. خاطر نشان می‌گردد در صورت انتشار واحدهای سرمایه‌گذاری توسط صندوق، الگوی مالکیتی صندوق مستقل از بانیان بوده ولی رابطه صندوق با دارندگان واحدهای سرمایه‌گذاری همانند صندوق‌های سرمایه‌گذاری عادی به صورت رابطه اصیل - وکیل خواهد بود.

همان‌طور که در شکل (۵) ملاحظه می‌گردد، در واقع مدیر این نوع صندوق به وکالت از دارندگان واحدهای سرمایه‌گذاری، منابع و وجوه جمع‌آوری شده را در اوراق فعالیت‌های اقتصادی بدون ریسک و نقدشونده سرمایه‌گذاری می‌کنند، در صورتی که هیچ‌یک از بانیان در طول عمر اوراقشان، نکول نکنند، بازدهی حاصل از مشارکت پس از کسر سهم سایر ذی‌نفعان مانند ارکان صندوق به دارندگان واحدهای سرمایه‌گذاری خواهد رسید، اما در صورت نکول احتمالی هر یک از بانیان، این دارندگان واحدهای سرمایه‌گذاری هستند که باید تعهدات بانی نکول کرده را در قبال خریداران اوراقشان ایفا نمایند و مدیر صندوق موظف است تا از محل بازدهی و یا اصل و بازدهی متعلق به دارندگان واحدهای سرمایه‌گذاری (بسته به نوع و سقف تعهد صندوق) برای پرداخت تعهدات بانی استفاده نماید. در این صورت ماهیت واحدهای سرمایه‌گذاری این صندوق، مشارکت - ضمانت خواهد بود.

به صورت طبیعی لازم است بازدهی دارندگان واحدهای این نوع صندوق به خاطر تقبل ضمانت بانیان، بیشتر از صندوق‌های سرمایه‌گذاری با درآمد ثابت عادی باشد - که صرفاً منابع را سرمایه‌گذاری کرده و بازدهی ناشی از سرمایه‌گذاری را بین دارندگان واحدهای صندوق تقسیم می‌کنند - و این بازدهی بیشتر زمانی محقق خواهد شد که منابع بلاعوض دیگری نیز به صندوق تزریق گردد (که آورده بانیان و تزریق منابع دولتی از جمله این منابع خواهد بود) و بازدهی حاصل از سرمایه‌گذاری این منابع نیز تماماً به دارندگان واحدهای صندوق بابت ضمانت بانیان انتشار اوراق بهادار اسلامی

تعلق گیرد. با توجه به ریسک بالای این صندوق به خاطر ضمانت انتشار اوراق بهادار اسلامی و پیچیدگی ساختار آن، پیشنهاد می‌گردد دارندگان واحدهای صندوق، صرفاً سرمایه‌گذاران نهادی از جمله بانک‌ها، شرکت‌های تأمین سرمایه، شرکت‌های سرمایه‌گذاری، شرکت‌های بیمه و... باشند. بنابراین نهادهای مالی مختلف به جای پذیرش مستقیم ضمانت اوراق بهادار اسلامی (که برای پذیرش آن محدودیت‌هایی وجود داشت) می‌توانند در واحدهای این صندوق سرمایه‌گذاری کرده و به صورت غیرمستقیم ضامن اوراق بهادار اسلامی باشند.



نمودار (۵): سازوکار عملیاتی صندوق ضمانت متشکل از سرمایه‌گذاران نهادی

منبع: یافته‌های تحقیق

۷-۴. تجهیز منابع صندوق

با نگاهی به سه سناریوی پیش گفته چند گزینه به عنوان منابع تجهیز صندوق مطرح گردید که عبارتند از:

۷-۴-۱. مبالغ دریافتی از بانیان انتشار اوراق بهادار اسلامی

بانیان انتشار اوراق بهادار اسلامی می‌توانند به جای پرداخت کارمزد به بانک‌ها جهت ضمانت اوراق بهادارشان، همان مبلغ و یا مبلغ بیشتری را به صندوق ضمانت واریز کنند. کارکرد اولیه صندوق ضمانت، سرمایه‌گذاری وجوه جمع‌آوری شده در فعالیت‌های سرمایه‌گذاری بدون ریسک و نقدشونده است که اگر ساختار مالکیتی صندوق مبتنی بر ساختار اصیل - وکیل باشد، تمام بازدهی صندوق پس از کسر کارمزدهای مرتبط با ارکان صندوق، متعلق به بانیان می‌باشد که در صورت عدم نکول بانیان، بین آنان به نسبت آورده اولیه، مدت سرمایه‌گذاری و... تقسیم خواهد شد.

در حالت ضمانت بانکی، کارمزد اولیه به بانک تعلق گرفته و بانک صرفاً متعهد به پوشش ریسک نکول احتمالی بانی است و در صورت عدم رخداد، بانی نمی‌تواند ادعایی داشته باشد، اما الگوی صندوق هدف دوگانه‌ای را دنبال می‌کند که هم سرمایه‌گذاری وجوه به نفع بانیان است و هم جبران ریسک نکول احتمالی در آینده از محل منابع سرمایه‌گذاری شده و با توسعه بازار سرمایه و افزایش کمی تعداد شرکت‌های متقاضی انتشار اوراق بهادار اسلامی، می‌توان امیدوار بود ظرفیت و منابع صندوق جهت سرمایه‌گذاری و پوشش ریسک نکول‌های احتمالی نیز بیشتر خواهد شد.

در صورتی که الگوی مالکیتی صندوق مستقل از بانیان باشد، در این صورت وجوه پرداختی بانیان به صندوق، به مالکیت صندوق درآمده و هر نوع بازدهی حاصل از این صندوق متعلق به خود صندوق به عنوان یک شخصیت حقوقی کاملاً مستقل و مجزا از بانیان و زیر نظر نهاد ناظر است و صندوق همانند ضمانت بانکی صرفاً جبران زیان احتمالی ناشی از نکول بانیان را تعهد می‌کند و بازدهی حاصل از سرمایه‌گذاری منابع صندوق، به خود صندوق تعلق دارد و نه به بانیان

و در صورت عدم بروز رخداد اعتباری، بانی نمی‌تواند ادعایی بر روی کارمزد پرداختی داشته باشد.

لازم به ذکر است کارمزدها و واریزی بانیان به صندوق می‌تواند متناسب با ارزیابی از ریسک صورت پذیرفته و رتبه‌بندی اعتباری ناشران اوراق بهادار می‌تواند به تشخیص درست صندوق در گرفتن کارمزدها کمک کند. در شرایط فعلی که مؤسسات رتبه‌بندی اعتباری در ایران وجود ندارد، خود صندوق می‌تواند براساس معیارهایی، ریسک ناشران مختلف اوراق بهادار متقاضی ضمانت را تعیین کند.

۲-۴-۲. تسهیلات و منابع بلاعوض دولتی

این صندوق برای شکل‌گیری و موفقیت روزافزون خود، نیازمند حمایت‌های دولتی و حاکمیتی خواهد بود تا بتواند ظرفیت ضمانت خود را تقویت کرده و به خوبی از عهده تعهداتش مخصوصاً در شرایط خاص و بحرانی برآید.

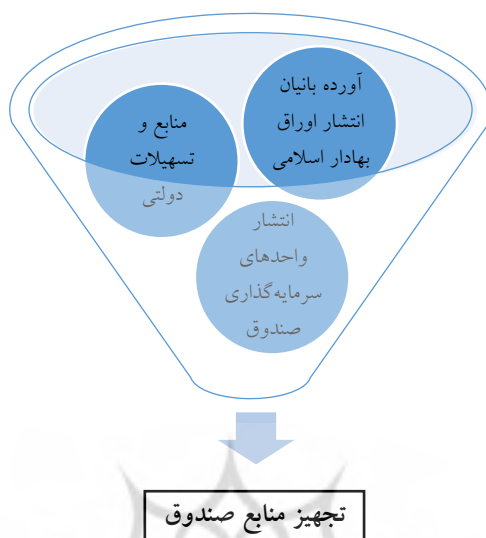
در واقع دولت می‌تواند بخشی از منابع ورودی صندوق را در قالب تسهیلات بلاعوض و یا تسهیلات بلندمدت و با بازدهی کم تأمین نماید. همچنین خاطر نشان می‌گردد دولت برای حمایت از صنایع و بخش‌های مختلف اقتصادی دارای صندوق‌های مختلف حمایتی و ضمانتی بوده که بخش عمده‌ای از منابع این صندوق‌های صد در صد دولتی، صرف حمایت‌های تسهیلاتی و صدور ضمانت‌نامه برای متقاضیانشان برای استفاده از تسهیلات بانکی می‌باشد. حال با توسعه بازار اوراق بهادار اسلامی و امکان تأمین مالی بنگاه‌های کوچک و بزرگ از این طریق، این امکان وجود دارد که این صندوق‌های حمایتی به جای صدور ضمانت‌نامه و سایر حمایت‌های تسهیلاتی، بخشی از منابعشان را به صندوق ضمانت اوراق بهادار اسلامی تزریق نموده و از طرف دیگر بستر مناسب برای تأمین مالی متقاضیان این صندوق‌های حمایتی به جای بانک، از طریق انتشار اوراق بهادار اسلامی فراهم گردد. از جمله این صندوق‌های حمایتی می‌توان به موارد نمودار (۶) اشاره نمود:



نمودار(۶): منابع حاکمیتی و دولتی

منبع: یافته های تحقیق

۷-۳-۴. انتشار واحدهای سرمایه گذاری و جمع آوری وجوه از سرمایه گذاران نهادی
راهکار دیگر برای افزایش ظرفیت و پتانسیل صندوق، انتشار واحدهای سرمایه گذاری از طریق صندوق است که در سناریوی سوم به تفصیل اشاره گردید. از جمله مزیت های انتشار واحد سرمایه گذاری توسط صندوق ضمانت می توان به بالا بودن بازدهی این نوع صندوق نسبت به صندوق های سرمایه گذاری با درآمد ثابت، توزیع ریسک نکول بانیان بین طیف وسیعی از سرمایه گذاران نهادی، افزایش ظرفیت و توان صندوق جهت جبران نکول (نسبت به حالتی که واحدهای سرمایه گذاری منتشر نمی گردد) و... اشاره نمود. واحدهای سرمایه گذاری صندوق ضمانت را نیز می توان همانند صندوق های سرمایه گذاری عادی، به دو نوع عادی و ممتاز تقسیم نمود که حقوق دارندگان واحدهای سرمایه گذاری ممتاز و عادی از همه لحاظ با یکدیگر یکسان باشند، غیر از مواردی چون حق رأی، حق انتقال یا ابطال واحدهای سرمایه گذاری و...



نمودار (۷): تجهیز منابع صندوق

منبع: یافته‌های تحقیق

۷-۴-۴. سرمایه‌گذاری منابع صندوق

با توجه به اینکه هدف از تشکیل چنین صندوقی در وهله اول ضمانت بانیان انتشار اوراق بهادار اسلامی می‌باشد؛ بنابراین لازم است استراتژی سرمایه‌گذاری در این نوع صندوق حداقل نمودن ریسک تا حد ممکن و به کارگیری وجوه در سرمایه‌گذاری‌های با بازدهی مناسب و نقدشونده مانند اوراق بهادار دولتی مانند اوراق مشارکت، اسناد خزانه اسلامی و... باشد تا در صورت نیاز بتوان به سهولت و با سرعت، منابع سرمایه‌گذاری شده را تبدیل به وجه نقد نمود. البته لازم است تا جای ممکن جهت مدیریت ریسک صندوق، موارد سرمایه‌گذاری صندوق متفاوت از اوراق بهادار بانیان باشد تا در صورت نکول بانیان مخصوصاً در موارد وجود ریسک سیستمیک، بازدهی حاصل از سرمایه‌گذاری منابع صندوق تحت تأثیر قرار نگیرد. از جمله موارد سرمایه‌گذاری صندوق می‌تواند موارد ذیل باشد:

۱. اوراق بهادار دولتی مانند اوراق مشارکت، اسناد خزانه اسلامی و...؛

- ب. گواهی سپرده منتشره توسط بانک‌ها و مؤسسات مالی و اعتباری دارای مجوز از بانک مرکزی جمهوری اسلامی ایران؛
- ت. هر نوع سپرده‌گذاری نزد بانک‌ها و مؤسسات مالی و اعتباری دارای مجوز از بانک مرکزی جمهوری اسلامی ایران؛
- ث. واحدهای صندوق‌های سرمایه‌گذاری با درآمد ثابت.

۷-۵. نحوه ایفای تعهدات صندوق در صورت نکول بانیان

مؤلفه مهم دیگر در طراحی الگوی عملیاتی صندوق ضمانت، نحوه پوشش ریسک توسط صندوق در صورت نکول هر یک از بانیان است. این امکان وجود دارد که متناسب با آورده بانیان، صندوق سطوح مختلفی از پوشش ریسک را برای آنان محقق نماید. جهت پوشش ریسک نکول بانیان از طریق منابع صندوق چند سناریو پیشنهاد می‌گردد:

۷-۵-۱. پرداخت تعهدات بانی با حق رجوع

در این حالت صندوق به عنوان شخصیتی مستقل از بانیان، ضامن بانیان انتشار اوراق بهادار محسوب گردیده و در صورت نکول هر یک از بانیان در پرداخت به موقع اصل و سود اوراق خودشان، صندوق موظف است به عنوان ضامن تا سطح پوشش تعهد شده، پرداخت اصل و سود دارندگان اوراق را محقق سازد. در این سناریو پس از ایفای تعهدات بانی توسط صندوق، امکان رجوع صندوق به بانی برای احیای مبالغ پرداخت شده وجود دارد، اما در صورت عدم بروز رخداد اعتباری، بانی نمی‌تواند ادعایی نسبت به کارمزدهای پرداختی داشته باشد.

۷-۵-۲. پرداخت تسهیلات قرض الحسنه از منابع صندوق

در حالتی که مالکیت صندوق مستقل از بانیان نبوده و مبتنی بر الگوی تکافل باشد، اگر در طول عمر صندوق، هر یک از بانیان نتواند تعهدات خود را برای پرداخت به موقع اصل و سود اوراق منتشره خود ایفا نمایند، این مدیر صندوق است که موظف است به وکالت از بانیان، از محل منابع صندوق، تعهدات بانی نکول کرده را ایفا نماید. بدین منظور مدیر صندوق، تسهیلاتی در قالب قرض به بانی نکول کرده پرداخت نموده تا

وی بتواند به تعهدات خود در مورد دارندگان اوراق بهادار اسلامی عمل نماید. بانی موظف است طی مدت تعیین شده توسط صندوق، تسهیلات اخذ شده را بازپرداخت نماید و برای جلوگیری از هرگونه سوءاستفاده بانی، وثایق و تضمین‌های کافی از وی گرفته می‌شود. این مورد مناسب ساختاری است که بانیان مالکان صندوق بوده و براساس الگوی تکافل طراحی شده است که به نوعی مشارکت جمعی برای پذیرش ریسک نکول است.

۷-۳. استفاده از تسهیلات بانکی و خدمات بیمه اتکایی

در صورتی که میزان نکول بانیان بیش از سقف پیش‌بینی شده و مورد انتظار صندوق باشد، باید این امکان وجود داشته باشد که صندوق برای جبران خسارت‌های ناشی از نکول هر یک از بانیان بیش از سقف توافق شده، از تسهیلات و خط اعتبار بانکی استفاده نماید تا بانی بتواند از محل این تسهیلات تعهدات خود در قبال دارندگان اوراق را به صورت کامل ایفا نماید. با توجه به اینکه موضوع پرداخت تسهیلات، پرداخت دیون بانی است. بنابراین لازم است از تسهیلاتی استفاده گردد که تملیکی بوده و صندوق محدودیت شرعی در مصارف آن نداشته باشد. همچنین صندوق می‌تواند از خدمات بیمه اتکایی شرکت‌های بیمه اتکایی داخلی و خارجی نیز استفاده نماید.

جمع‌بندی و نتیجه‌گیری

توسعه بازار اوراق بهادار اسلامی مستلزم شناخت دقیق کاستی‌ها و چالش‌های این بازار و ارائه راه‌حل‌های مؤثر و کارا در جهت رشد روزافزون آن است که در حل این چالش‌ها می‌توان از تجربه کشورهای موفق نیز استفاده نمود.

در طول تجربه چندساله بازار سرمایه ایران در انتشار اوراق بهادار اسلامی، شاهد برخی چالش‌ها در این حوزه بوده‌ایم که به واقع مسأله ضمانت اوراق بهادار یکی از چالش‌های این بازار محسوب می‌گردد. طی جلسات متعدد آسیب‌شناسی برگزار شده در سازمان بورس و اوراق بهادار و سایر نهادهای دست‌اندرکار در انتشار اوراق بهادار اسلامی، راه‌حل‌های مختلفی جهت تسهیل ضمانت اوراق بهادار اسلامی ارائه گردید که

براساس آنها دستورالعمل انتشار اوراق بهادار اسلامی اصلاح شده و در برخی موارد شرط وجود ضامن در انتشار اوراق بهادار اسلامی برداشته شد که عبارتند از:

- برای شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران یا فرابورس ایران.
- برای شرکت‌هایی که امتیاز نهایی اطلاع‌رسانی آنها براساس آخرین گزارش واحد نظارت بر ناشران سازمان بورس و اوراق بهادار مساوی و یا بیشتر از ۷۵ باشد.
- برای شرکت‌هایی که امکان توثیق اوراق بهادار نزد شرکت سپرده‌گذاری مرکزی اوراق بهادار و تسویه وجوه اوراق بهادار را دارند.

در این تحقیق جهت تسهیل هر چه بیشتر ضمانت در ساختار اوراق بهادار اسلامی و فراهم نمودن امکان تأمین مالی طیف گسترده‌تری از شرکت‌ها و نهادهای مختلف از طریق این بازار راهکاری نوین جهت تضمین با عنوان صندوق ضمانت اوراق بهادار اسلامی ارائه گردید که وظیفه اصلی این صندوق به عنوان رکن ضامن اوراق بهادار اسلامی، جبران نکول احتمالی بانیان انتشار اوراق بهادار اسلامی خواهد بود. در این تحقیق برخی مؤلفه‌های مهم در طراحی صندوق مانند ساختار مالکیتی و مدیریتی صندوق، تجهیز منابع، استراتژی سرمایه‌گذاری منابع و نحوه پوشش ریسک توسط صندوق مورد بررسی قرار گرفت.

صرف نظر از ساختار مالکیتی صندوق چه مستقل از بانیان و چه وابسته به بانیان، کمک‌های و تزریق منابع توسط دولت و نهادهای ناظر بازار پول و سرمایه می‌تواند به بهبود عملکرد صندوق و افزایش ضریب موفقیت آن کمک نماید.

علاوه بر آورده بانیان و کمک‌های دولتی، انتشار واحدهای سرمایه‌گذاری توسط صندوق می‌تواند سبب مشارکت نهادهای مالی مختلف از جمله بانک‌ها، بیمه‌ها، شرکت‌های تأمین سرمایه، هلدینگ‌ها، شرکت‌های سرمایه‌گذاری و... در امر ضمانت اوراق و افزایش ظرفیت پوشش ریسک صندوق گردد.

شرایط کفایت سرمایه برخی نهادهای مالی ممکن است به آنان اجازه تقبل ضمانت مستقیم اوراق بهادار اسلامی را ندهد، اما می‌تواند در خرید واحدهای صندوق ضمانت

به اندازه توانشان و ضمانت غیرمستقیم اوراق بهادار اسلامی مشارکت نمایند. طراحی صندوق مشارکت - ضمانت (یا وکالت - ضمانت) به عنوان یک راهکار ابتکاری محسوب گردیده و در سایر کشورهای اسلامی مسبوق به سابقه نمی باشد. هر چند ممکن است الگوهای مشابهی مانند الگوی ICIES وجود داشته باشد که البته آن الگوها مبتنی بر تکافل است.

با توجه به اینکه هدف از تشکیل چنین صندوقی در وهله اول ضمانت بانیان انتشار اوراق بهادار اسلامی می باشد. بنابراین لازم است استراتژی سرمایه گذاری در این نوع صندوق حداقل نمودن ریسک تا حد ممکن و به کارگیری وجوه در سرمایه گذاری های با بازدهی مناسب و نقد شونده باشد.

صندوق ضمانت اوراق بهادار اسلامی لازم است همکاری تنگاتنگی با سیستم بانکی و صنعت بیمه داشته تا بتواند در شرایط خاص علاوه بر منابع خود، از تسهیلات بانکی و خدمات بیمه اتکایی نیز در پوشش ریسک نکول بانیان استفاده نماید. در جدول ذیل جمع بندی تحقیق راجع به الگوی صندوق ضمانت اوراق بهادار اسلامی به اختصار ذکر شده است:

جدول (۲): الگوی صندوق ضمانت اوراق بهادار اسلامی

| ماهیت صندوق | شخصیت حقوقی مستقل و با سرمایه باز |
|--------------------|--|
| موضوع فعالیت صندوق | سرمایه گذاری در دارایی های کم ریسک و نقدشونده مانند اوراق بهادار دولتی، گواهی سپرده منتشره توسط بانک ها و مؤسسات مالی و اعتباری دارای مجوز از بانک مرکزی جمهوری اسلامی ایران، هر نوع سپرده گذاری نزد بانک ها و مؤسسات مالی و اعتباری دارای مجوز از بانک مرکزی جمهوری اسلامی ایران و واحدهای صندوق های سرمایه گذاری با درآمد ثابت جهت ایجاد سودآوری برای دارندگان واحدهای سرمایه گذاری صندوق و پوشش ریسک نکول احتمالی بانیان انتشار صکوک عضو صندوق. |
| تجهیز منابع | <ul style="list-style-type: none"> • کارمزد ضمانت دریافتی از بانیان انتشار اوراق بهادار اسلامی. • منابع حاکمیتی و دولتی. • منابع حاصل از انتشار واحدهای سرمایه گذاری. |

| ماهیت صندوق | شخصیت حقوقی مستقل و با سرمایه باز |
|-----------------------------|--|
| ماهیت سرمایه‌گذاران | سرمایه‌گذاران نهادی مانند بانک‌ها و مؤسسه‌های مالی و اعتباری، شرکت‌های تأمین سرمایه، شرکت‌های بیمه، شرکت‌های سرمایه‌گذاری و... |
| بازدهی صندوق | به طور معمول بالاتر از بازدهی صندوق‌های با درآمد ثابت. |
| نحوه جبران خسارت توسط صندوق | استفاده از منابع صندوق و در شرایط بروز خسارت فراتر از انتظار، استفاده از تسهیلات و خط اعتباری بانکی و همچنین استفاده از خدمات بیمه اتکایی صنعت بیمه. |

منبع: یافته‌های تحقیق

یادداشت‌ها

۱. خاطر نشان می‌گردد در سال ۹۴ برخی اصلاحات در مورد ضمانت در دستورالعمل انتشار اوراق بهادار اسلامی با تأیید هیأت مدیره سازمان بورس و اوراق بهادار صورت پذیرفت که تا حدی مشکلات و مسائل مربوط به ضمان را مرتفع نموده است.

2. The Islamic Corporation for the Insurance of Investment and Export Credit
3. Organisation of Islamic Cooperation
4. Credit Enhancements
5. Structured Finance
6. Securitization
7. Excess Spread or Profit
8. Cash Collateral
9. Overcollateralization
10. Tranching
11. Multi Class Tranching
12. Senior Bonds
13. Subordinated Bonds

۱۴. نرخ اوراق بهادار اسلامی منتشره در بازار پول که با مجوز سازمان بورس اوراق بهادار صادر می‌شود و یا دارای ضمانت مؤسسات اعتباری است، با هماهنگی بانک مرکزی تعیین می‌گردد.

۱۵. اساسنامه صندوق تثبیت بازار سرمایه در جلسه ۱۳۹۴/۰۶/۱۱ هیأت وزیران به پیشنهاد وزارت امور اقتصادی و دارایی و به استناد تبصره (۳) بند (الف) ماده (۲۸) قانون رفع موانع تولید رقابت‌پذیر و ارتقای نظام مالی کشور مصوب ۱۳۹۴ تصویب شده است.

۱۶. طبق اساسنامه صندوق تثبیت، از جمله منابع این صندوق شامل سرمایه صندوق، سپرده‌گذاری یک واحد درصد از منابع سالانه صندوق توسعه ملی از طریق سپرده‌های خود نزد بانک‌های عامل و بخشی از کارمزدهای تعریف شده توسط سازمان بورس و اوراق بهادار است.

کتابنامه

توحیدی، محمد (۱۳۹۲)، سازوکارهای ارتقای رتبه اعتباری اوراق بهادار در تأمین مالی ساختاریافته، تهران: سازمان بورس و اوراق بهادار، مدیریت پژوهش، توسعه و مطالعات اسلامی.

توحیدی، محمد (۱۳۹۳)، «بررسی فقهی انتشار اوراق اجاره و مرابحه چند طبقه اعتباری»، تحقیقات مالی اسلامی، شماره ۷، صص ۱۳۵-۱۶۸.

سازمان بورس اوراق بهادار (۱۳۸۴)، آیین‌نامه اجرایی انتشار اوراق مشارکت شرکت‌های پذیرفته شده.

سازمان بورس و اوراق بهادار، دستورالعمل انتشار اوراق اجاره، مصوب ۱۳۸۹/۰۵/۱۱، اصلاحیه مصوب ۱۳۹۰/۰۸/۲۳ و ۱۳۹۴/۰۳/۱۱.

سازمان بورس و اوراق بهادار، دستورالعمل انتشار اوراق سفارش ساخت، مصوب ۱۳۹۲/۰۹/۰۲.

سازمان بورس و اوراق بهادار، دستورالعمل انتشار اوراق مرابحه، مصوب ۱۳۹۰/۰۹/۲۶. موسویان، سیدعباس (۱۳۸۶)، فرهنگ اصطلاحات فقهی و حقوقی معاملات، تهران: پژوهشکده پولی و بانکی.

مهدوی، اصغرآقا و علی نصیری‌ا قدم (۱۳۸۸)، «بررسی الگوهای بیمه اسلامی (تکافل) مبتنی بر مضاربه از نظر سازوکارهای عملیاتی و فقهی»، جستارهای اقتصادی، شماره ۱۲، صص ۱۲۱-۱۴۸.

Dwight Asset Management Company (2005). Fixed Income Sectors: Asset-Backed Securities A Primer on Asset-Backed Securities.

Fabozzi, F. J., & Kothari, V. (2008). *Introduction to Securitization* (Vol. 174). Hoboken, NJ: John Wiley & Sons.

Fender, I., & Mitchell, J. (2005). *Structured Finance: Complexity, Risk and the Use of Rating*.

International Islamic Financial Market (2015). *Sukuk Report: A Comprehensive Study of the Global Sukuk Market*.

صندوق ضمانت: راهکاری نوین در توسعه بازار اوراق بهادار اسلامی ۱۲۵

<http://www.rdis.ir>
<http://www.spv.ir>
<http://www.iciec.com/>
<http://www.iifm.net>
<http://www.seo.ir>
<http://www.sena.ir>
<http://www.iciec.com>



Guarantee Fund; a New Approach to the Development of the Islamic Securities Market

Mohammad Tohidi*

Received: 04/02/2016

Accepted: 17/05/2016

Issuing sukuk is an important step in developing Islamic capital market in Iran. Since the start of issuing sukuk, different types of sukuk including *musharakah*, *ijarah*, *murabaha*, *parallel salaf*, and *istisna* have been issued. A comparison of statistics and data related to issuing sukuk in Iran and other Islamic countries shows that the volume of sukuk in Iran is much smaller than that in other Islamic countries. We need, therefore, to identify the problems and challenges of sukuk market in Iran and present operational solutions to develop this market. The pathological study of the Islamic sukuk has shown that one of the serious challenges in its development is related to guarantee principle and return of issued sukuk.

In this research, we present an initiative solution for guaranteeing Islamic sukuk which can help opening the door for small and medium entrepreneurs and corporations with different levels of credit risk to enter the Islamic sukuk market resulting in its expansion and persistence. Sukuk guarantee fund is a mechanism based on mutual participation of fund members who are originators of issuing sukuk. In this research, we try to identify and analyze important components in designing sukuk guarantee fund, so we discuss components like managerial and ownership structure, mobilization of resources, investment strategies, and default risk coverage through sukuk guarantee fund.

Keywords: Islamic Securities (Sukuk), Guarantee Fund, Takaful, Investment Fund

JEL Classification: G23, G32

* Center for Growth and Ph.D. Student of Financial Management and Lecturer, Imam Sadiq University, Tohidi@isu.ac.ir