

تجدید ساختار صکوک جهت مدیریت ریسک نکول براساس موازین شریعت^۱

محمد توحیدی*

چکیده

اوراق بهادار اسلامی نیز همانند اوراق قرضه متعارف، مصون از ریسک نکول نیست. بنابراین ارائه راهکارهایی جهت مدیریت این نوع ریسک در ساختار صکوک اهمیت دارد. یکی از اقدامات اصلاحی مورد استفاده در کشورهای اسلامی برای جلوگیری از نکول، تجدید ساختار تعهدات مالی بانی است. هدف از تجدید ساختار این است که به بدهکار مهلت بیشتری برای تسویه تعهداتش داده شود.

این پژوهش به روش توصیفی - تحلیلی و با مطالعه تجربه کشورهای اسلامی در زمینه تجدید ساختار و همچنین تجربه امهال در بانکداری بدون ربا، ضمن معرفی تجدید ساختار و فرایند اجرایی آن، سازوکارهایی را جهت تجدید ساختار انواع صکوک معرفی و براساس دیدگاه فقیهان شریعت تحلیل نموده است. این راهکارها عبارت‌اند از: تمدید سررسید، افزایش نرخ، کاهش ارزش دین، جایگزینی قرارداد مرابحه جدید، تورق و سوآپ بدهی با مالکیت. سپس متناسب با ماهیت فقهی قرارداد پایه هر نوع صکوک، سازوکار(های) متناسب با هر یک ارائه شده است.

واژگان کلیدی: اوراق بهادار اسلامی، صکوک، تجدید ساختار، ریسک نکول.
طبقه‌بندی JEL: G23، G33، G34.

۱. این پژوهش با همکاری مرکز پژوهش، توسعه و مطالعات اسلامی سازمان بورس و اوراق بهادار انجام شده است. از همکاری مرکز پژوهش، توسعه و مطالعات اسلامی سازمان بورس و اوراق بهادار تشکر و قدردانی می‌شود.
* استادیار گروه مالی دانشکده معارف اسلامی و مدیریت، دانشگاه امام صادق (ع)، تهران، ایران
tohidi@isu.ac.ir تاریخ دریافت: ۱۳۹۸/۱۲/۸ تاریخ پذیرش: ۱۳۹۹/۶/۲۴

۱. مقدمه

یکی از نوآوری‌های دهه اخیر در عرصه بحث‌های پولی و مالی اسلامی، انتشار انواع اوراق بهادار اسلامی به نام صکوک است؛ این اوراق که به‌طور عمده برای تأمین مالی دولت، سازمان‌های وابسته به آن و بنگاه‌های اقتصادی منتشر می‌شوند، براساس عقود اسلامی طراحی شده‌اند و جایگزین مناسبی برای اوراق بهادار ربوی به‌ویژه اوراق قرضه شمرده می‌شوند.

یکی از چالش‌های مهم در بازار صکوک، بروز ریسک نکول و ارائه راهکارهایی جهت مدیریت و کنترل این ریسک است. ریسک نکول عبارت است از ریسکی که یک ناشر ممکن است نتواند اصل و بهره اوراق را طبق زمان‌بندی مشخص پرداخت کند. عوامل متعددی در سطح خرد و کلان می‌تواند به نکول در ساختار صکوک منجر شود. از جمله دلایل نکول صکوک در سطح خرد می‌توان به عملکرد نامطلوب دارایی پایه، ارزش‌گذاری غیر واقعی دارایی پایه، نقض قوانین و مقررات مرتبط با صکوک، تخمین نادرست جریان‌ات نقدی آتی و نقض الزامات غیر پولی (مانند بیمه یا نگهداری یک دارایی) اشاره نمود. همچنین، ایجاد شرایط نامطلوب مالی و اقتصادی در سطح کلان (مانند بحران مالی جهانی سال ۲۰۰۷-۲۰۰۹)، ایجاد شرایط فورس ماژور (که خارج از کنترل ارکان صکوک است)، بحران نقدینگی و... از جمله دلایل ریسک نکول در سطح کلان است (آکادمی بین‌المللی تحقیقات مالی اسلامی، ۲۰۱۷، ص ۵۸۱).

در مدیریت و کنترل ریسک نکول برخی راهکارها پیشگیرانه بوده که پیش از انتشار صکوک و در ساختار انتشار صکوک باید در نظر گرفته شوند که شامل انواع تمهیدات قراردادی و استفاده از انواع سازوکارهای ارتقای کیفیت اعتباری در ساختار صکوک است که کارکرد این سازوکارها افزایش رتبه اعتباری و کیفیت اوراق و کاهش ریسک نکول خواهد بود.^۲ از سوی دیگر برخی راهکارها مربوط به زمانی است که ابزار مالی با نکول مواجه شده و یا احتمال وقوع نکول نزدیک است که یکی از اقدامات اصلاحی برای جلوگیری از انحلال یا نکول، تجدید ساختار تعهدات مالی فرد یا شرکت است.

تجدید ساختار بدهی فرایندی است که به فرد یا سازمانی که با درماندگی مالی مواجه شده است، این امکان را می‌دهد که از طریق بازنگری، بدهی‌هایش را کاهش دهد یا به تعویق بیندازد تا بتواند مشکل نقدینگی‌اش را مرتفع نموده و فعالیت‌هایش ادامه یابد. تجدید ساختار بدهی به علت نکول، چالش‌های زیادی را از جنبه‌های تجاری، قانونی و شرعی ایجاد می‌کند. در این پژوهش

1. The International Shari'ah Research Academy for Islamic Finance (ISRA).

۲. یادآوری می‌شود رتبه‌بندی اعتباری صکوک متناسب با نوع اعتبارافزاهای مورد استفاده، ضرورتی انکارناپذیر در بازار صکوک خواهد بود.

راهکارهای تجدید ساختار، در مواقعی که نکول محقق شده یا در شرف تحقق است، مورد بررسی قرار گرفته و کاربرد آن در ساختارهای مختلف صکوک تجزیه و تحلیل می‌شود.

۲. پیشینه پژوهش

در زمینه تجدید ساختار صکوک، تاکنون پژوهشی در داخل کشور صورت نگرفته است؛ اما پژوهش‌های خارجی متعددی درباره این موضوع وجود دارد که در ادامه به موارد مهم اشاره می‌شود:

الخطیب^۱ (۲۰۱۱) در پژوهشی با عنوان «چالش‌های صکوک: نکول و تجدید ساختار» ضمن تبیین اهداف تجدید ساختار، راهکارهای مختلفی را جهت تجدید ساختار معرفی کرده است که عبارت‌اند از: تعدیل نرخ اجاره‌بهای دوره‌ای در صکوک اجاره، تخفیف در بدهی عوض پرداخت زودتر^۲ و سواب بدهی به مالکیت.^۳

ویجنبرگن و زهیر^۴ (۲۰۱۳) در پژوهشی با عنوان «نکول‌های صکوک: حل مسئله در مالی اسلامی» به بررسی و تحلیل چهار نمونه مهم نکول در ساختار صکوک پرداخته‌اند که بعد از بحران مالی سال ۲۰۰۷ اتفاق افتاده‌اند. در بیشتر موارد مشکلات پیش آمده ناشی از شرایط و ساختارهایی هستند که صکوک را مشابه اوراق قرضه متعارف کرده است؛ درحالی‌که پایبندی به اصول شریعت در صکوک با پشتوانه دارایی، تجدید ساختار را تسهیل می‌نماید؛ زیرا در این نوع صکوک برخلاف اوراق قرضه، سرمایه‌گذاران، مالکان دارایی پایه بوده و در شرایط درماندگی مالی دارایی پایه را دریافت خواهند کرد.

سیدعلی^۵ (۲۰۱۶) در پژوهشی با عنوان «نکول صکوک و مباحثی در حل آن: مورد مطالعه صکوک Villamar» به بررسی ماهیت و علل مشکلاتی می‌پردازد که در تسویه فوری صکوک نکول شده پیش می‌آید و مباحث شرعی در فرایند تسویه و حل مشکل را تبیین می‌کند. تمرکز این پژوهش بر صکوک Villamar است که براساس ساختار مشارکت در سال ۲۰۰۸ منتشر شد.

زاده و محمد^۶ (۲۰۱۸) در پژوهشی با عنوان «پیچیدگی‌های نکول در مالی اسلامی: مورد کاوی صکوک Dana Gas» به بررسی نکول در صکوک Dana Gas و اقدامات و پیامدهای قانونی آن می‌پردازد. در این پژوهش، به‌طور مفصل مراحل قانونی تجدید ساختار، تلاش برای

1. EL-Khatib

2. Haircut

3. Debt for Equity Swap

4. Wijnbergen and Zaheer

5. Syed Ali

6. Zada & Muhammad

تجدید ساختار صکوک خارج از دادگاه، دلایل عدم موفقیت تجدید ساختار، رفتار ناشران و سرمایه‌گذاران صکوک و... بحث شده است. همچنین حکمتیار و پارکار^۱ (۲۰۱۸) در مقاله‌ای با عنوان «ارزیابی صکوک مضاربه Dana Gas از جنبه شرعی و قانونی» به بررسی جنبه‌های شرعی این صکوک پرداخته‌اند. احمد و همکاران^۲ (۲۰۱۹) در پژوهشی با عنوان «تجدید ساختار پس از نکول صکوک: ارزیابی مسائل شرعی» به بررسی دیدگاه شریعت در مورد تجدید ساختار و راهکارهای بالقوه ارائه شده پرداخته‌اند.

راهکار مشابه تجدید ساختار در شبکه بانکی جمهوری اسلامی ایران، امهال تسهیلات بانکی است که بانک مرکزی جمهوری اسلامی ایران (۱۳۹۸) در دستورالعمل اجرایی «نحوه امهال مطالبات مؤسسات اعتباری»، سازوکار امهال را توافق مؤسسه اعتباری با مشتری عنوان نموده است که به منظور اعطای مهلت بیشتر برای بازپرداخت، با ترتیباتی متفاوت از قرارداد اولیه مورد استفاده قرار می‌گیرد. استفاده از برخی از این راهکارها در ساختار صکوک نیز محل تأمل است. راهکارهای امهال در این دستورالعمل متنوع هستند که عبارت‌اند از (شورای پول و اعتبار، ۱۳۹۸، ص ۱ و ۲):

الف. تقسیط مجدد: وصول مطالبات مؤسسه اعتباری از مشتری در قالب اقساط مشخص جدید در ادامه قرارداد فعلی؛

ب. تمدید: افزایش مدت زمان اجرای مفاد قرارداد فعلی که موضوع آن به اتمام نرسیده است با توافق مؤسسه اعتباری و مشتری؛

ت. تجدید: فسخ یا اقاله و خاتمه قرارداد فعلی و انعقاد قرارداد جدیدی از همان نوع قرارداد نسبت به موضوع قرارداد فعلی بین مؤسسه اعتباری و مشتری؛

ث. تبدیل قرارداد: فسخ یا اقاله و خاتمه قرارداد فعلی و امهال طبق یکی از حالات زیر:
- انعقاد قرارداد جدیدی متفاوت از قرارداد فعلی بین مؤسسه اعتباری و مشتری نسبت به همان موضوع قرارداد؛

- انعقاد قرارداد جدیدی از همان نوع قرارداد فعلی بین مؤسسه اعتباری و مشتری نسبت به موضوع متفاوت؛

- انعقاد قرارداد جدیدی متفاوت از قرارداد فعلی بین مؤسسه اعتباری و مشتری نسبت به موضوع متفاوت؛

با مرور پیشینه پژوهش، آشکار است که در زمینه مدیریت ریسک نکول صکوک از طریق تجدید ساختار، تاکنون پژوهشی در داخل کشور انجام نشده است و این پژوهش، نخستین

1. Hekmatyar & Parkar

2. Ahmad et al.

محسوب می‌شود. در این پژوهش براساس تجربه دیگر کشورهای اسلامی در مواجهه با نکول صکوک و تجدید ساختار آن و همچنین تجربه بانکداری بدون ربای ایران در زمینه امهال تسهیلات، راهکارهای مختلف تجدید ساختار متناسب با هر نوع صکوک تعیین و این راهکارها مورد بررسی و تحلیل فقهی قرار می‌گیرد.

۳. مبانی نظری پژوهش

۳-۱. نکول در ساختار صکوک

شبهه اوراق قرضه متعارف، صکوک نیز مستعد ریسک نکول هستند. ریسک نکول عبارت است از ریسکی که یک ناشر ممکن است نتواند اصل و بهره اوراق را طبق زمان‌بندی مشخص پرداخت کند. ریسک نکول در صنعت مالی اسلامی بعد از بحران مالی ۲۰۰۷-۲۰۰۹ اهمیت دوجندانی پیدا کرد. سال ۲۰۰۹ به خاطر دست‌کم ۱۵ مورد نکول، سال نکول برای بازار صکوک جهانی نامیده شد و این رقم تا آغاز سال ۲۰۱۲ به حداقل ۳۱ مورد رسید (ISRA, 2017. p584). بلومبرگ در فصل سوم سال ۲۰۱۶ گزارش داد که در طول دوره ژانویه ۲۰۰۱ تا سپتامبر ۲۰۱۶، میزان نکول در صکوک شرکتی در بازار مالزی به ۱۲۲ ترنج^۱ توسط ۲۳ ناشر رسیده است. باوجوداین، نکته قابل توجه این است که اندازه انتشار این موارد نکول شده کمتر از اندازه صکوک‌های نکول شده در کشورهای عضو شورای همکاری خلیج فارس در طول بحران مالی جهانی است.

نخستین نکول شناخته شده در ساختار صکوک در می ۲۰۰۹ اتفاق افتاد که شرکت کوییتی - investment Dar- پرداخت ۱۰۰ میلیون دلاری مربوط به صکوک منتشره در اکتبر سال ۲۰۰۵ را نتوانست انجام دهد. باوجوداین، بزرگ‌ترین نکول شش ماه بعد در نوامبر ۲۰۰۹ اتفاق افتاد؛ زمانی که Saad Group روی صکوک Golden Belt ۶۵۰ میلیون دلاری اش نکول کرد. در مجموع ۱۰ صکوک معتبر بین‌المللی در طول بحران مالی جهانی و بعد از سال ۲۰۰۹ نکول کرد که بیشتر آنها متعلق به کشورهای عضو شورای همکاری خلیج فارس بودند. از میان آنها، صکوک گروه نخیل موردی بود که هر چند تا نزدیکی نکول پیش رفت؛ اما از نظر فنی نکول نکرد و به دلیل حمایت مالی دولت در لحظه آخر، از نکول رهایی یافت (سیدعلی، ۲۰۱۶، ص ۲).

1. Tranche

جدول ۱. موارد مهم نکول در ساختار صکوک (سیدعلی، ۲۰۱۶)

اندازه انتشار (برحسب میلیون دلار)	کشور	سال انتشار	بانی (ناشر)
۱۹۰	بحرین	۲۰۰۸	شرکت هلدینگ خلیج ^۱
۲۰۰	کویت	۲۰۰۷	شرکت تأمین مالی IIG ^۲
۶۵۰	عربستان سعودی	۲۰۰۷	Golden Belt 1
۱۰۰	امارات متحده عربی	۲۰۰۷	Dana Gas
۲۰۰	بحرین	۲۰۰۷	Gulf Finance House
۱۱۰۰	بحرین	۲۰۰۷	Arcapita بانک
۱۰۰	کویت	۲۰۰۶	A'ayan First Sukuk Co BSCC
۱۶۵/۶۷	آمریکا	۲۰۰۶	شرکت East Cameron Gas
۱۰۰	کویت	۲۰۰۵	The Investment Dar Sukuk Co BSCC
۳۵۲۰	امارات متحده عربی	۲۰۰۴	گروه Nakheel (نزدیک به نکول)

با توجه به قراردادهای ساختارهای متنوعی که برای صکوک مورد استفاده قرار می‌گیرد، نکول انواع مختلف صکوک ممکن است متفاوت باشد. به‌عنوان نمونه، سناریوی نکول در صکوک مرابحه ممکن است مشابه نکول در ساختارهای صکوک مبتنی بر مشارکت نباشد. دو نکته در مورد نکول صکوک باید در نظر گرفته شود: اول اینکه هر نقض قراردادی به نکول منجر نمی‌شود. نقض قرارداد باید به‌گونه‌ای باشد که یک اثر قابل ملاحظه بر کاهش ارزش قرارداد داشته باشد، تنها در این صورت به نکول منجر خواهد شد؛ دوم، حتی هنگامی که یک نکول اتفاق می‌افتد، معمولاً یک دوره مهلت (یک یا دو هفته) وجود دارد که بانی مهلت داده می‌شود تا مشکل به وجود آمده در تعهدات را جبران و اصلاح کند. بعد از انقضای دوره، اگر بانی قادر نباشد که وضعیتش را اصلاح کند، نکول بانی رسماً اعلام می‌شود (آکادمی بین‌المللی تحقیقات مالی اسلامی،^۳ ۲۰۱۷، ص ۵۸۱).

۲-۳. تجدید ساختار^۴ و برنامه‌ریزی مجدد^۵ ساختارهای مالی و مطالعات فرسنگی یکی از اقدامات اصلاحی برای جلوگیری از انحلال یا نکول، تجدید ساختار تعهدات مالی فرد یا شرکت است. بدین منظور، واژه‌های مختلفی کاربرد دارد؛ اما رایج‌ترین آنها تجدید ساختار و برنامه‌ریزی مجدد است. هر چند که گاه این دو واژه به جای هم استفاده می‌شود، اما تفاوت‌هایی میان آنها وجود دارد.

واژه تجدید ساختار می‌تواند برای بدهی‌ها و همچنین سازمان‌ها استفاده شود. تجدید ساختار

1. Gulf Holding Company (Villamar Sukuk)
2. IIG Funding Ltd
3. The International Shari'ah Research Academy for Islamic Finance (ISRA).
4. Restructuring
5. Rescheduling

بدهی فرایندی است که به فرد یا سازمانی که با در ماندگی مالی مواجه شده است، این امکان را می‌دهد که از طریق بازنگری، بدهی‌هایش را کاهش دهد تا بتواند مشکل نقدینگی‌اش را مرتفع نموده و فعالیت‌هایش ادامه یابد. تجدید ساختار بدهی ممکن است نتیجه نکول بانی، یا اقدام داوطلبانه برای ادغام یا تملک یک شرکت یا یک تجدید ساختار متعارف شرکتی باشد. در مورد سناریوی دوم یعنی ادغام و تملک مسئله‌ای وجود ندارد؛ زیرا نشان‌دهنده توانایی بانی است؛ اما تجدید ساختار بدهی به علت نکول، چالش‌های زیادی را از جنبه‌های تجاری، قانونی و شرعی ایجاد می‌کند (بیکر،^۱ بی تا؛ دو،^۲ ۲۰۱۵؛ سعید،^۳ ۲۰۱۶).

از سوی دیگر برنامه‌ریزی مجدد به معنای تعدیل شرایط بدهی موجود از طریق تمدید یا افزایش دوره پرداخت است. این امر می‌تواند در قالب تمدید تاریخ پرداخت یا کاهش مبلغ پرداخت با افزایش تعداد پرداخت‌ها و افزایش دوره پرداخت باشد. تفاوت اساسی میان تجدید ساختار و برنامه‌ریزی مجدد یک بدهی این است که دومی آسان‌تر از اولی است؛ زیرا در برنامه‌ریزی مجدد صرفاً شرایط پرداخت اصل و پرداخت بهره بالقوه مجدداً برنامه‌ریزی می‌شود؛ اما تجدید ساختار بدهی شامل اقدامات اضافی مانند فراهم نمودن تسهیلات اضافی، تبدیل وام به سهام و تغییر شرایط پرداخت نیز می‌شود؛ بنابراین می‌توان گفت برنامه‌ریزی مجدد بخشی از فرایند تجدید ساختار محسوب می‌شود (سعید، ۲۰۱۶).

به دلیل تفاوت‌های ذکر شده میان تجدید ساختار و برنامه‌ریزی مجدد، در این تحقیق صرفاً تجدید ساختار بدهی مورد بررسی قرار خواهد گرفت.

۳-۳. تجدید ساختار صکوک

نیاز به تجدید ساختار بدهی یا صکوک به دلایل بسیاری اجتناب‌ناپذیر است. تجدید ساختار نسبت به ورشکستگی هزینه کمتری دارد. ورشکستگی هم برای طلبکاران و هم برای بدهکاران هزینه‌بر است. تجدید ساختار می‌تواند شرکت یا سازمان را از انحلال رسمی نجات داده تا شرکت بتواند به فعالیتش ادامه دهد. با وجود این، پرسش درباره اینکه آیا یک بدهی را تجدید ساختار کنیم یا اینکه فرایند ورشکستگی شرکت را پیگیری کنیم، بستگی به این دارد که کدام گزینه ارزش و منافع ارکان و ذی‌نفعان درگیر را حداکثر می‌کند.

افزون بر این، تجدید ساختار از چوب حراج زدن به دارایی‌های^۴ بدهکار در صورت نیاز به

1. Baker

2. Du

3. Saeed

4. Fire Sale

نقدشوندگی جلوگیری می‌کند. چوب حراج زدن به دارایی‌ها اصطلاحی است که برای فروش سریع کالاها یا دارایی‌ها (بدون منتظر ماندن برای قیمت بهتر) به کار می‌رود که معمولاً در قیمت‌های تنزیلی بالا این اتفاق می‌افتد (ساندرز و کُرنِت،^۱ ۲۰۱۴، ص ۱۷۸ و ۱۷۹). فروش فوری به زیر ارزش غالباً در مواردی اتفاق می‌افتد که یک شرکت یا نهاد مشکل‌دار به‌ویژه شرکتی که مشکل موقتی داشته باشد- ناتوان از تجدید ساختار بدهی‌هایش باشد و در نتیجه مجبور می‌شود به ناچار دارایی‌هایش را نقد کند و آنها را به قیمتی زیر ارزش بازار بفروشد.

همچنین، یک واقعه نکول ممکن است به نکول‌های خودکار دیگر توسط فرد/ شرکت نکول‌کننده منجر شود که در نتیجه اعتبار وی خدشه‌دار شده و ارزش دارایی‌هایش کاهش خواهد یافت. موقعی که یک ناشر قادر به ایفای تعهدات پرداخت خودش در یک قرارداد نیست، ممکن است به صورت خودکار نکول در دیگر قراردادهای او و اوراق بهادار وی نیز اتفاق بیفتد که در این صورت رتبه اعتباری ناشر تنزل یافته و ممکن است به اعلام رسمی انحلال و ورشکستگی ناشر منجر شود. تجدید ساختار بدهی‌ها سازوکاری برای جلوگیری از چنین اتفاقی است تا ارزش دارایی‌های ناشر به نفع تمام ذی‌نفعان حفظ شود.

تجدید ساختار بدهی دقیقاً مربوط به واقعه نکول است؛ اما این دو واژه یکسان نیست. نکول به معنای عدم پرداخت اصل و سود یا بهره توسط بدهکار یا متعهد در زمان‌های مشخص است. نکول می‌تواند ناقص باشد آنجا که تنها بخشی از بدهی‌ها پرداخت نشود و یا نکول کامل باشد که به معنای توقف همه پرداخت‌ها به طلبکاران است. به‌طور کلی، تجدیدساختار متعاقب نکول مطرح شده و بنابراین به‌عنوان تجدیدساختار پس از نکول^۲ شناخته می‌شود، هر چند که گاه ممکن است تجدید ساختار بدهی به صورت پیشینی اتفاق بیفتد.

همان‌طور که اشاره شد رویکردهای تجدید ساختار برای هر صکوک، بسته به نوع صکوک متفاوت است. اُسنی^۳ (۲۰۱۴) در پژوهشی تجربه چهار مورد صکوک را بررسی کرده است که به نکول نزدیک شده و برنامه تجدید ساختار بر روی آنها پیاده شده است، بدون اینکه نام واقعی این چهار نوع صکوک را ذکر کند. در صکوک الف، تأخیر در پرداخت ۱۰۰ میلیون دلار بدهی به دارندگان صکوک مشارکت به تجدید ساختار منجر شد که علت نکول در این صکوک بحران مالی جهانی عنوان شده است.

راهکار تجدید ساختار مورد استفاده تمدید سررسید و فروش دارایی برای پرداخت همه تعهدات

-
1. Saunders and Cornett
 2. Post-Default Restructuring
 3. Oseni

بدهی بوده است. صکوک B نیز همانند صکوک A، متأثر از بحران مالی و اعتباری، در بازپرداخت بدهی چهار بیلیون دلاری خود تأخیر داشته است. در مارس ۲۰۱۰، شرکت B صد درصد تعهداتش را در قبال طبقه‌بندی‌اش ایفا نمود؛ بدین صورت که ۴۰ درصد تعهدات از طریق وجه نقد و ۶۰ درصد باقی‌مانده از طریق صکوک قابل معامله‌ای تدارک دیده شد که ۱۰ درصد بازدهی سالانه آن بود.

مشابه دو صکوک قبلی، صکوک C نیز به علت بحران مالی جهانی در توزیع دوره‌ای سود میان دارندگان صکوکش نکول کرد. در این صکوک، از روش سوآپ (معاوضه) بدهی با مالکیت (سهام) برای تجدید ساختار استفاده شد و سرانجام به دارندگان صکوک، بعد از چند نوبت مذاکره، بدهی بازپرداخت شد و در سود شرکت، شریک شدند. برنامه تجدید ساختار ۵۴/۸ درصد بدهی را جبران کرد و برنامه‌ریزی مجدد، مشارکت در سود از طریق سوآپ و یک بسته وثیقه، این اطمینان را ایجاد کرد که شرکت به تعهداتش در پرداخت‌های بعد از تجدید ساختار پایبند خواهد بود.

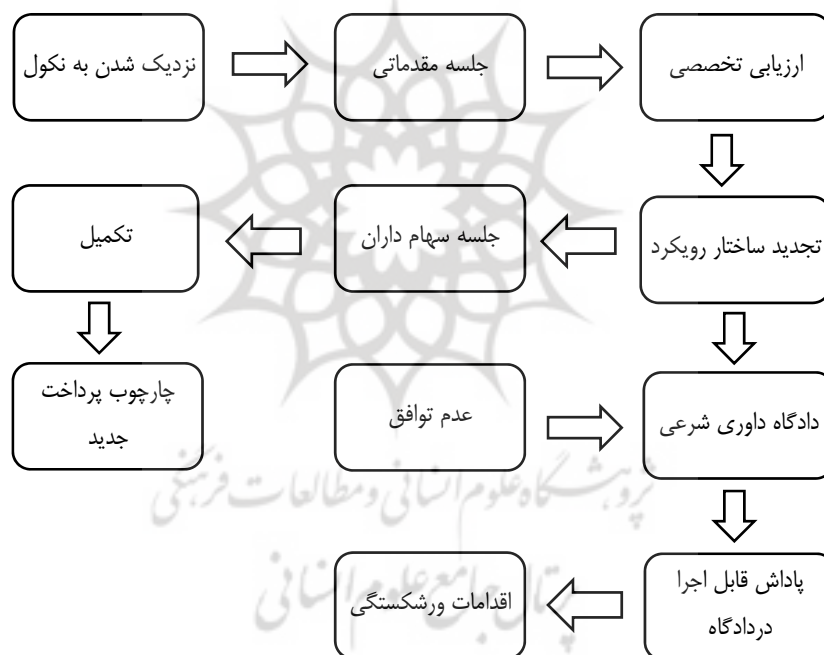
در صکوک D نیز بعد از نکول در پرداخت ۹۲۰ میلیون دلار در سال ۲۰۱۲، دارندگان صکوک با شرکت برای تجدید ساختار به توافق رسیدند؛ بدین صورت که شرکت D، ۷۰ میلیون دلار به صورت وجه نقد به طلبکارانش بپردازد از محل فسخ ۸۰ میلیون دلار صکوک که قبل‌تر از بازار خریداری کرده است. افزون بر این، ۸۵۰ میلیون دلار صکوک باقی‌مانده را برای پنج سال تمدید نماید. این راهکار از طریق دو ابزار جدید تحقق می‌یابد که برای هر یک ۴۲۵ میلیون دلار اختصاص داده شده است که یکی از این دو ابزار به‌عنوان صکوک قابل تبدیل طراحی شده است. خلاصه وضعیت این چهار نوع صکوک در جدول ۲ جدول ۲ به اختصار ذکر شده است (أسنی، ۲۰۱۴، ص ۲۰۲ و ۲۰۳).

جدول ۲. رویکردهای تجدید ساختار در چند نمونه صکوک نکول شده در کشورهای اسلامی

عنوان	صکوک الف	صکوک ب	صکوک ج	صکوک د
نوع صکوک	صکوک مشارکت	صکوک اجاره	صکوک مضاربه	صکوک مضاربه
علت نکول	بحران مالی و اعتباری	بحران مالی و اعتباری	بحران مالی و اعتباری	مشکلات نقدینگی
اثر نکول	تأخیر در پرداخت ۱۰۰ میلیون دلار بدهی	تأخیر در پرداخت ۴ بیلیون دلار بدهی	تأخیر در توزیع دوره‌ای سود به دارندگان اوراق	۹۲۰ میلیون دلار بدهی
تجدید ساختار	تمدید سررسید	تمدید سررسید	سوآپ (معاوضه) بدهی با مالکیت	کاهش ارزش بدهی / تمدید سررسید
راه‌حل	بازپرداخت کامل سود و سهم دارندگان اوراق در شرکت	پرداخت وجه نقد و واگذاری صکوک قابل معامله	بازپرداخت وجه نقد، مشارکت در سود و اعطای وثیقه و تضامین	پرداخت وجه نقد کمتر / بازپرداخت از ذخیره‌ها و صکوک قابل تبدیل

۳-۴. فرایند تجدید ساختار صکوک

برای اینکه تجدید ساختار صکوک موفقیت‌آمیز باشد، طرف‌های نگران نباید منتظر باشند تا نکول واقعی اتفاق بیفتد و اگر موقعیت ایجاب کند بهتر است یک جلسه میان تراستی (امین) صکوک و دارندگان اصلی صکوک تشکیل شود. جلسه باید با هدف دستیابی به یک راهکاری باشد که تجدید و ترمیم ساختار صکوک را میسر نماید. اصلاحات پیشنهادی در ساختار صکوک ممکن است شامل تغییر شرایط پرداخت، فرایندها و تاریخ‌های مندرج در قراردادهای صکوک باشد. با وجود این، اگر به دلیل عدم توافق طرفین، راه‌حلی حاصل نشود، مذاکرات بیشتر باید صورت پذیرفته تا اینکه بر روی راه‌حلی توافق حاصل شود. عدم توافق نهایی می‌تواند به اعلام رسمی نکول و انحلال شرکت منجر شود. مراحل پیشنهادی فرایند تجدید ساختار صکوک در نمودار ۱ ارائه شده است:



نمودار ۱. فرایند پیشنهادی تجدید ساختار در نکول صکوک (أسنی، ۲۰۱۴، ص ۲۰۶)

مراحل یادشده در فرایند تجدید ساختار به اختصار تشریح می‌شود:

۱. نزدیک شدن به نکول خیلی متفاوت از نکول واقعی نیست؛ از این رو، می‌توان این‌طور گفت که نکول قریب‌الوقوع نشانه‌ای از نکول واقعی است و در قالب یک اعلامیه ذکر می‌شود؛

۲. یک جلسه مقدماتی میان ناشر و دارندگان صکوک با موضوع امکان خودداری از نکول برگزار می‌شود؛
 ۳. متعاقب تصمیمی که در جلسه مقدماتی گرفته می‌شود، با یک خبره مستقل در رشته تجدید ساختار برای ارزیابی موقعیت و پیشنهاد راه حل (اگر هست) مشورت می‌شود؛
 ۴. در نتیجه ارزیابی و توصیه خبره، شرکت‌های حرفه‌ای برای تعیین سازوکار تجدید ساختاری تعیین می‌شوند که سازگار با منافع همه طرف‌های درگیر هست؛
 ۵. متعاقب برنامه تجدید ساختار پیشنهادی، مجمع سهام‌داران آن را با رضایت سایر ذی‌نفعان تأیید و تصویب می‌کند؛
 ۶. این به تکمیل فرایند تجدید ساختار منجر می‌شود؛
 ۷. مطابق برنامه تصویب شده، یک برنامه پرداخت جدید تنظیم می‌شود؛
 ۸. با وجود این، اگر سهام‌داران برنامه تجدید ساختار را به هر دلیلی نپذیرفتند، روش متداول این است که برای ورشکستگی پرونده‌سازی کنند؛ اما مطابق دستورالعمل‌های شرعی تلاش جهت دستیابی به تسویه دوستانه با ارجاع موضوع به دادگاه داورى شرعی صورت می‌پذیرد؛
 ۹. رأی به دست آمده از دادگاه داورى شرعی در هر محکمه صالحی قابل اجراست؛
 ۱۰. اگر تمام مراحل گذشته نافرجام باشد، دارندگان صکوک نمی‌توانند از حقشان برای رسیدگی به ورشکستگی شرکت محروم شوند.
- همان‌طور که این فرایند نشان می‌دهد، دو خروجی و نتیجه ممکن از تلاش برای تجدید ساختار (بعد از مجمع سهام‌داران) وجود دارد: یا به تکمیل موفق فرایند منجر شده یا صکوک به پایان رسیده و موضوع به دادگاه ارجاع داده می‌شود. در مورد دوم، نتیجه به این بستگی خواهد داشت که دادگاه قرارداد و جنبه‌های مختلف آن را -مانند ماهیت قرارداد پایه، وضعیت دارندگان صکوک و اولویتشان در تعلق دارایی‌های شرکت- چگونه ارزیابی می‌کند (همان، ص ۲۰۶).
۴. سازوکارهای ممکن برای تجدید ساختار و تحلیل فقهی آنها
- مبتهی بر مباحث پیش‌گفته، چارچوب‌های متفاوتی برای تجدید ساختار در انواع مختلف صکوک وجود دارد که در ادامه به تفکیک تبیین می‌شوند:

۴-۱. تمدید سررسید

این سازوکار به بدهکار اجازه یک دوره موسع برای پرداخت دینش را می‌دهد. دو نوع تمدید سررسید

وجود دارد: ۱. بدون پرداخت اضافی و ۲. با پرداخت اضافی. نوع اول آسان‌تر بوده و در صورت درماندگی مالی بدهکار، فوراً در دسترس است. این روش در راستای آیه ۲۸۰ سوره بقره^۱ است. باوجوداین، روش دوم اگر تمدید دین بدون داخل شدن در یک قرارداد جدید باشد، آن مقدار اضافی معادل ربای جاهلی محسوب شده و ممنوع است (هاشمی شاهرودی، ۱۳۸۹، ج ۴، ص ۵۴).

در استاندارد شماره ۸ سازمان حسابداری و حسابرسی برای نهادهای مالی اسلامی^۲ آمده است: «تمدید تاریخ پرداخت بدهی در ازای پرداخت مبلغ اضافی مجاز نیست، اعم از اینکه شرکت بدهکار منحل شده باشد و یا نشده باشد». طلبکاران عموماً تمدید سررسید بدهی را زمانی برمی‌گزینند که آنها چشم‌انداز مالی شرکت بدهکار را قوی دانسته و انتظار دارند در آینده طلبشان به‌طور کامل پرداخت شود. در مورد صکوک مبتنی بر بدهی، سرمایه‌گذاران می‌پذیرند که سررسید صکوک تمدید شده تا اینکه با تأخیری کل طلبشان را بدون وارد شدن به یک قرارداد جدید یا تغییر شرایط پرداخت - یعنی دریافت مبلغ اضافه - وصول کنند. باوجوداین، در عمل احتمال وقوع چنان معاملاتی اندک است؛ زیرا سرمایه‌گذاران روش‌های دیگر تجدید ساختار را ترجیح می‌دهند که ارزش زمانی سرمایه‌گذاری آنها حفظ شود که در ادامه به برخی از آنها اشاره خواهد شد.

یادآوری می‌شود در صکوک مبتنی بر عقود مشارکتی مانند اوراق مشارکت و مضاربه امکان تمدید سررسید با پرداخت اضافی وجود دارد؛ بدین معنا که بانی و دارندگان اوراق می‌توانند درخصوص مفاد قرارداد از جمله میزان سهم‌الشرکه پرداختی، نسبت تقسیم سود و وثایق مأخوذه توافقات جدیدی نمایند (شورای پول و اعتبار، ۱۳۹۸، ص ۴).

جمع‌بندی اینکه در اوراق مبتنی بر بدهی مانند مرابحه، سلف و خرید دین (رهنی)، امکان تمدید قرارداد برای یک دوره بلندمدت‌تر بدون هر نوع افزایشی در تعهدات موجود، از طریق یک قرارداد مکمل، بدون فسخ قرارداد اولیه، وجود دارد؛ اما برای دیگر اوراق، امکان تمدید سررسید همراه با افزایش نرخ وجود دارد.

۲-۴. کاهش ارزش دین^۳

براساس این رویکرد، طلبکاران از بخشی از حقیقتان صرف‌نظر می‌کنند. بدین ترتیب بخشی از مقدار بدهی کاهش می‌یابد. کاهش ارزش دارایی به دو صورت اتفاق می‌افتد:

۱. وَإِنْ كَانَ دُوْ عَشْرَةَ فَنظَرَةٌ إِلَىٰ مَيْسَرَةٍ وَأَنْ تَصَدَّقُوا خَيْرٌ لَّكُمْ إِنْ كُنْتُمْ تَعْلَمُونَ.

2. Accounting and Auditing Organization for Islamic Financial Institutions (AAOIFI)

3. Haircuts

۴-۲-۱. کاهش ارزش بدون تعجیل در بدهی باقیمانده

طلبکار بنا به صلاحدید خودش می‌تواند در شرایطی که بدهکار دچار تنگدستی شده است و از پرداخت دیون خود ناتوان است، از بخشی از طلبش از بدهکار - بدون درخواست پرداخت زودتر از موعد - چشم‌پوشی کند که این امر طبق آیه ۲۸۰ سوره بقره پسندیده شمرده شده است.

۴-۲-۲. کاهش ارزش با تعجیل در بدهی باقیمانده

طلبکار از بخشی از طلبش صرف‌نظر می‌کند؛ با این شرط که باقیمانده طلب زودتر تسویه شود. این نوع کاهش ارزش دقیقاً همان چیزی است که اندیشمندان اسلامی و فقیهان مذاهب مختلف تحت عنوان «ضع و تعجّل» آن را مورد بحث قرار داده‌اند؛ بدین معنا که طلبکار از بخشی از طلبش (اصل یا سود) که ناشی از یک قرارداد فروش است، در ازای پرداخت و تسویه حساب زودتر از موعد صرف‌نظر کرده است.

این موضوع میان اندیشمندان اسلامی بحث شده است و در حالی که بیشتر فقهای مذاهب اسلامی مانند زید بن ثابت، ابن عمر، سعید بن مسیب، قاسم، سالم، حسن، مالک، شافعی، ثوری، ابن عیینه، ابوحنیفه، اسحاق و الشعبی این روش را نپذیرفته‌اند (سالوس، ۱۴۱۸ق، ص ۵۶۹)، برخی اندیشمندان مانند ابن سیرین، نخعی، حسن، ابن تیمیه، ابن القیم، الشوکانی، ابن رشد، ابوثور، زفر، احمد بن حنبل (در قول دومش) (ابن قدامه، بی‌تا، ج ۳، ص ۳؛ ابن تیمیه، ۱۴۰۸ق، ج ۵، ص ۳۹۶) و همچنین مشهور فقهای امامیه آن را پذیرفته‌اند (واعظزاده خراسانی، ۱۴۲۰ق، ص ۴۳۸؛ حسینی عاملی، ۱۴۱۸ق، ج ۱۲، ص ۸۳۰؛ موسوی خمینی، ۱۳۸۰ش، ص ۶۴۹). به‌عنوان نمونه ابن‌ادریس در سرائر و شیخ طوسی در مبسوط این‌طور فرموده‌اند:

هر کسی بدهی مدت‌داری بر عهده دیگری داشته باشد و مقداری از آن را کم کند به هر میزان باشد و بقیه را فوراً مطالبه کند، این عمل جایز و حلال است (ابن‌ادریس حلی، ۱۴۱۰ق، ج ۲، ص ۶۱؛ طوسی، ۱۳۸۷ق، ج ۲، ص ۱۶۲). همچنین ابوالصلاح حلی در کتاب الکافی فرموده:

«هر کسی بدهی مدت‌داری به کسی داشته باشد و طلبکار به وی بگوید: قسمتی از بدهی را فوراً پرداز تا باقی را به تو ببخشم و او این کار را انجام دهد صحیح است» (واعظزاده خراسانی، ۱۴۲۰ق، ص ۴۳۸). عبارت امام خمینی علیه السلام نیز چنین است: «تعجیل دین زمان‌دار به مبلغ کمتر با تراضی طرفین جایز است» (موسوی خمینی، ۱۳۸۰ش، ص ۶۴۹) و عباراتی با این مضمون در سرائر (ابن‌ادریس حلی، ۱۴۱۰ق، ج ۲، ص ۶۱)، شرایع (محقق حلی، ۱۴۰۸ق، ج ۲، ص ۶۸)، تحریر (علامه حلی، ۱۴۲۰ق، ج ۲، ص ۴۵۳)، تبصره (علامه حلی، ۱۴۱۱ق، ص ۱۱۱) و بسیاری از کتب دیگر آمده است (حسینی عاملی، ۱۴۱۸ق، ج ۱۲، ص ۸۳۰).

آکادمی بین‌المللی فقه اسلامی سازمان همکاری اسلامی^۱ کاهش مبلغ بدهی را در صورتی مجاز دانسته است که هیچ توافق پیشینی میان طرفین قرارداد شرط نشده باشد (IFA-OIC, Resolution No. 64/2/7).

نظر آکادمی فقه اسلامی سازمان همکاری اسلامی (IFA-OIC)

چهارم: کاهش مبلغ بدهی مؤجل در ازای تعجیل در بازپرداخت، به درخواست طلبکار یا بدهکار، اگر مبتنی بر پیش‌پرداخت نباشد و تا مادامی که شخص ثالثی میان طلبکار و بدهکار نباشد، در شریعت اسلام مجاز است و ربا محسوب نمی‌شود، اما اگر شخص ثالثی میان طرفین وجود داشته باشد، کاهش در مبلغ جایز نیست؛ زیرا آن در حکم تنزیل اوراق تجاری خواهد بود (بانک توسعه اسلامی، ۲۰۰۰)

در مورد صکوک، دارندگان صکوک می‌پذیرند که در شرایط درماندگی مالی بانی، از بخشی از طلبشان صرف نظر کنند که این کاهش ارزش مبلغ بدهی می‌تواند بدون تعجیل در پرداخت مابقی بدهی باشد و یا در ازای دریافت زودتر از موعد مابقی طلب باشد. قاعداً این رویکرد به‌طور عمده در شرایطی اتخاذ می‌شود که ناشر به شدت دچار درماندگی مالی شده است و به‌صورت متعارف امکان بازپردخت زودتر از موعد را نیز ندارد و به‌طور خاص برای ساختار صکوک مرابحه و خرید دین (رهنی) قابل استفاده است.

۴-۳. تجدید قرارداد

تجدید قرارداد عبارت است از فسخ یا اقاله و پایان قرارداد فعلی و انعقاد قرارداد جدیدی از همان نوع قرارداد نسبت به موضوع قرارداد فعلی بین شرکت بانی انتشار اوراق و دارندگان اوراق. به‌عنوان نمونه در اوراق مرابحه، مقدار بدهی مربوط به قرارداد فروش قدیمی تبدیل به قیمت فروش قرارداد مرابحه جدید می‌شود که بالاتر از قبلی است، مشروط به اینکه عین مال یا کالای موضوع قرارداد موجود باشد. بر اساس این، بدهکار پرداخت بیشتر در مرابحه جدید را جایگزین تعهد بدهی موجود می‌کند.

این سازوکار تجدید ساختار در قوانین و مقررات کشورهای اسلامی تحت عنوان قلب‌الدین (تبدیل قرارداد) بحث می‌شود. فقهای حنبلی از واژه قلب‌الدین برای توصیف سازوکاری استفاده می‌کنند که در آن یک قرارداد مبتنی بر بدهی جدید برای بازپرداخت تعهدات بدهی موجود منعقد می‌شود؛ در حالی که فقهای مالکی آن را فسخ دین به دین (فسخ یک بدهی برای بدهی دیگر) می‌نامند. فقهای اهل تسنن

1. International Islamic Fiqh Academy of the Organization of Islamic Cooperation (IFA-OIC) Resolution No.64/2/7

نظرات مختلفی راجع به این سازوکار دارند؛ در حالی که اندیشمندان مالکی و برخی فقهای شافعی این سازوکار را به جز در مواقع ضرورت ممنوع اعلام کرده‌اند، اندیشمندان حنبلی و برخی فقهای شافعی قلب الدین را مجاز شمرده‌اند، مشروط به اینکه هم طلبکار و هم بدهکار از منافع چنان سازوکاری منتفع شده و بدهکار نفع بیشتری ببرد. برخی فقهای اهل تسنن معاصر قلب الدین را تنها برای بدهکار منحل شده جایز دانسته؛ در حالی که برخی آن را صرف نظر از وضعیت بدهکار جایز ندانسته‌اند (آکادمی بین‌المللی تحقیقات مالی اسلامی، ۲۰۱۷، ص ۶۰۱).

فقهای امامیه به صورت مستقیم در مورد این سازوکار بحث نکرده‌اند؛ اما در شورای فقهی بانک مرکزی طی بررسی دستورالعمل اجرایی نحوه امهال مطالبات مؤسسات اعتباری، این روش مورد بررسی قرار گرفته و عدم مغایرت آن با موازین شریعت اسلام تأیید شده است.^۱ همچنین استفاده از روش تجدید قرارداد در اوراق اجاره، منفعت و استصناع در صورتی که عین مال یا کالای موضوع قرارداد موجود بوده و حصول انتفاع از اموال و کالا در آینده ممکن باشد، مجاز است. همچنین، استفاده از این روش در اوراق سلف نیز امکان‌پذیر است، مشروط بر اینکه موضوع قرارداد سلف به لحاظ ویژگی‌ها به گونه‌ای باشد که امکان جایگزینی آن با کالاهای دیگر از همان نوع وجود داشته باشد. استفاده از این روش در اوراق جعاله نیز در صورتی صحیح است که انجام خدمت موضوع قرارداد به اتمام نرسیده و به تشخیص نهاد واسطه یا امین بخش قابل توجهی از آن باقی مانده باشد.

۴-۴. تبدیل قرارداد

تبدیل قرارداد به معنای فسخ (اقاله) و پایان قرارداد فعلی و انعقاد قرارداد جدیدی میان دارندگان صکوک و شرکت بانی انتشار صکوک است که قرارداد جدید می‌تواند به سه حالت زیر باشد:

- متفاوت از قرارداد فعلی بین شرکت بانی و دارندگان صکوک نسبت به همان موضوع قرارداد؛
- از همان نوع قرارداد فعلی بین شرکت بانی و دارندگان صکوک نسبت به موضوع متفاوت؛
- متفاوت از قرارداد فعلی بین شرکت بانی و دارندگان صکوک نسبت به موضوع متفاوت.

این روش سبب می‌شود نقدینگی لازم در اختیار بانی قرار گرفته تا بتواند تعهدات قبلی خود را تسویه نماید. منظور از منابع تملیکی یا آزاد، منابعی است که پس از بستن قرارداد، مالکیت آن در اختیار شرکت قرار گرفته و وی می‌تواند با آن مبلغ، تعهدات معوق و نکول شده خود را جبران نماید (نظرپور و کشاورزبان، ۱۳۹۵، ص ۹۱).

قراردادهای اجاره به شرط تملیک، سلف و خرید دین، از جمله قراردادهایی هستند که همواره

1. <https://www.mbri.ac.ir/Default.aspx?PageName=islamicbankingpages&ID=304487>.

منابع آزاد و تملیکی ایجاد می‌کنند (نظرپور و کشاورزیان، ۱۳۹۵، ص ۱۱۴)؛ زیرا در هر سه قرارداد پیش گفته، انتقال مالکیت اتفاق افتاده می‌افتد؛ بدین معنا که دارنده اوراق مالک دارایی عینی یا دینی مبنای انتشار اوراق و بانی مالک عواید حاصل از فروش می‌شود. بنابراین بانی صکوک نکول شده، می‌تواند صکوک جدید خود را در قالب اوراق اجاره، سلف یا خرید دین منتشر و آن را در اختیار دارندگان اوراق نکول شده فعلی قرار داده و از محل وجوه دریافتی اوراق جدید، تعهدات اوراق قبلی خود را تسویه نماید. یادآوری می‌شود از این سه قرارداد برای تسویه بدهی‌های معوق در شبکه بانکی نیز استفاده می‌شود. در واقع بانک مرکزی در بخشنامه‌ای به بانک‌ها ابلاغ نموده که در استمهال مطالبات غیرجاری و اجرای بند ۲۸ قانون بودجه سال ۱۳۹۰ در قالب قرارداد جدید از عقود خرید دین، اجاره به شرط تملیک و سلف استفاده نمایند.^۱

در اوراق اجاره برای تسویه تعهدات مالی موجود، بانی با انتشار اوراق اجاره جدید، یکی از دارایی‌های موجود خود را که حائز شرایط مندرج در ماده ۱۰ دستورالعمل انتشار اوراق اجاره است، به سرمایه‌گذاران فروخته و دوباره اجاره به شرط تملیک می‌نماید. با این روش بانی می‌تواند عواید ناشی از انتشار اوراق را در هر فعالیت مشروعی از جمله تسویه تعهدات مالی موجود صرف نموده و از این جهت محدودیتی ندارد.

در اوراق سلف نیز بانی که عرضه‌کننده مقدار معینی از دارایی پایه مطابق مشخصات قرارداد سلف استاندارد است، می‌تواند دارایی پایه را در ازای بهای نقد به فروش برساند تا در دوره تحویل به خریدار تسلیم نماید. بانی می‌تواند عواید حاصل از فروش اوراق سلف را صرف تسویه تعهدات مالی معوق خود نماید.

اوراق خرید دین اوراق بهادار بانامی است که به منظور خرید مطالبات مدت‌دار اشخاص حقوقی به استثنای مطالبات ناشی از عقد سلف منتشر می‌شود. بانی با فروش مطالبات مدت‌دار خود به خریداران به کمتر از ارزش اسمی، می‌تواند از عواید حاصل از فروش، برای تسویه تعهدات معوق خود استفاده نماید. یادآوری می‌شود در هر سه اوراق پیش گفته بانی می‌تواند اوراق جدید (اوراق اجاره، سلف یا خرید دین) خود را صرفاً به طلبکاران فعلی فروخته و عواید حاصل از فروش را با بدهی معوق خود تهاتر نماید.

در صورتی که بانی، شرایط انتشار اوراق جدید در قالب سه قرارداد پیش گفته را نداشته باشد، راهکار دیگر استفاده از اوراق ترکیبی مرابحه-تورق^۲ است؛ بدین معنا که بانی با انتشار اوراق

۱. برای بررسی راهکارهای ابلاغی بانک مرکزی رجوع شود به مقاله موسویان و غلامی (۱۳۹۲) با عنوان «بررسی راهکارهای استمهال مطالبات غیرجاری در بانکداری بدون ربا».

۲. تورق در اصطلاح به خرید کالا به صورت نسیه و فروش نقدی آن به غیرفروشنده برای دستیابی به نقدینگی اطلاق می‌شود (وزارت‌الاعراف و الشؤون الإسلامية بالکویت، [بی‌تا]، ج ۱۴، ص ۱۰۴).

مراجعه جدید و جمع‌آوری وجوه، دارایی جدیدی را به صورت اعتباری و اقساط خریداری نموده و سپس آن دارایی را در بازار جهت بازپرداخت تعهدات قبلی به فروش می‌رساند؛ در این عقد، در صورتی که فروشنده در خرید نسیه اول و خریدار در فروش نقدی دوم یکی نباشند و مستقل از یکدیگر باشند و یا اگر یکی باشند پیش شرطی مبنی بر خرید مجدد وجود نداشته باشد، از نظر مشهور فقیهان شیعه صحیح است (نظرپور و همکاران، ۱۳۸۹، ص ۱۴۱).

همچنین، براساس نظر سازمان حسابداری و حسابرسی مؤسسه‌های مالی اسلامی، فروش کالا باید با طرفی غیر از فروشنده اصلی باشد که کالا براساس پرداخت معوق (مدت‌دار) از وی خریده شده است. این امر به علت پرهیز از ممنوعیت فروش عینه است. کالا نباید تحت هیچ شرایطی یا از راه هر دستکاری (تقلب) یا عمل عرضی به فروشنده اصلی فروش مجدد شود (سازمان حسابداری و حسابرسی مؤسسات مالی اسلامی، [بی‌تا]، ص ۲). یادآوری می‌شود استفاده از راهکارهای پیش‌گفته برای تجدید ساختار هر نوع صکوک قابل استفاده خواهد بود.

۴-۵. سوآپ تبدیل بدهی به سهام

سوآپ تبدیل بدهی به سهام یکی از روش‌های مرسوم دیگر است که در فرایند تجدید ساختار صکوک مورد استفاده قرار گرفته است. براساس این روش، طلبکاران معمولاً توافق می‌کنند که تمام یا بخشی از بدهی‌شان به سهام شرکت تبدیل شود. این روش معمولاً زمانی اتفاق می‌افتد که شرکت‌های مختلط بزرگ دچار مشکلات مالی جدی شده که طلبکاران عمده بخشی از شرکت را به خاطر هم بدهی‌اش و هم دارایی‌های باقیمانده تصاحب می‌کنند (الهی و همکاران، ۱۳۹۶، ص ۱۸۰). در این شرایط بدهی و دارایی‌های شرکت آن‌قدر زیاد است که طلبکاران مزیت و نفعی در سوق دادن شرکت به سمت ورشکستگی نمی‌بینند. در عوض آنها ترجیح می‌دهند کنترل شرکت را برای رفع نگرانی و دغدغه بر عهده گرفته تا ارزش بیشتری برای آنها ایجاد کند. در نتیجه، سهم ذی‌نفعان اصلی شرکت در چنین معاملاتی به‌طور قابل ملاحظه‌ای کاهش یافته و حتی ممکن است کل سهم آنان در شرکت از بین برود (آکادمی بین‌المللی تحقیقات مالی اسلامی، ۲۰۱۷، ص ۶۰۲؛ بازارهای مالی اسلامی بین‌المللی،^۱ ۲۰۱۱، ص ۲۵ و ۲۶).

در مورد صکوک، در شرایط نزدیک به نکول، دارندگان اوراق می‌توانند طبق توافق پیشینی، کل یا بخشی از طلبشان را با سهام شرکت ناشر معاوضه کنند که از نظر فقهی نیز خالی از اشکال است (الهی و همکاران، ۱۳۹۶، ص ۲۰۰ و ۲۰۱). این شکل از تجدید ساختار برای صکوک مشارکت و مضاربه مرسوم است، هر چند که می‌توان از این روش برای سایر اوراق بهادار اسلامی نیز استفاده نمود.

1. International Islamic Financial Market (IIFM).

۴-۶. افزایش نرخ اوراق

این سازوکار در اوراق اجاره^۱ قابل استفاده است. این امکان وجود دارد که نرخ اجاره براساس توافق مشترک طرفینی به‌ویژه برای اجاره‌های بلندمدت مورد تجدید نظر قرار گیرد. این انعطاف در قرارداد بر این اساس مجاز است که نرخ اجاره ثابت ممکن است در شرایط اقتصادی پر نوسان به نفع موجر نباشد. اندیشمندان اسلامی سه سازوکار برای این مهم در نظر گرفته‌اند:

۱. یک شرط می‌توان در قرارداد اجاره افزود که این امکان را می‌دهد که بعد از یک دوره خاص (مثلاً یک سال) درصد مشخصی بر اجاره بها (مثلاً ۳ درصد) اضافه شود (ISRA, 2017, p 602)؛

۲. می‌توان یک قرارداد کوتاه‌مدت منعقد نمود؛ به گونه‌ای که در زمان انقضا به طرفین اختیار داده می‌شود قرارداد خود را براساس شرایط و چارچوب جدید و براساس توافق طرفینی تجدید و تکرار کنند. این حق و اختیار برای تجدید قرارداد، به موجر این اطمینان را می‌دهد که به خاطر ثابت شدن نرخ اجاره در بلندمدت متضرر نشود (ISRA, 2017, p 602)؛

۳. اوراق اجاره از چند عقد اجاره متوالی تشکیل می‌شود که در ضمن قرارداد اجاره اول شرط شده‌اند؛ یعنی زمان انتشار اوراق، با انعقاد قرارداد اجاره دوره نخست، اولاً، نرخ اجاره بهای اولین عقد اجاره تعیین می‌شود که سررسید آن یک دوره زمانی است؛ ثانیاً ضمن این عقد اجاره، شرط می‌شود؛ طرفین قرارداد (موجر و مستاجر) متعهد هستند تا سررسید اوراق، ابتدای هر دوره زمانی عقد اجاره را تجدید کنند و نرخ اجاره بهای هر عقد اجاره با لحاظ نرخ تورم دوره قبل به علاوه مقدار مشخص خواهد بود؛ ثالثاً واسط (موجر) متعهد می‌شود در سررسید اوراق، عین مستاجر را در مقابل مبلغی معین به تملیک مستاجر (بانی) در بیاورد (کمیته تخصصی فقهی سازمان بورس و اوراق بهادار، ۱۳۹۳، جلسه شماره ۱۰۲).

براساس این اصول، اندیشمندان اسلامی معاصر تعیین نرخ اجاره از طریق مرتبط نمودن به یک فرمول مشخص یا یک شاخص مرجع را مجاز شمرده‌اند (کمیته تخصصی فقهی سازمان بورس و اوراق بهادار، ۱۳۹۳، جلسه شماره ۱۰۲؛ ISRA, 2017, p 603). با وجود این، مقدار اجاره متغیر می‌تواند به یک مقدار حداقل و حداکثری محدود باشد. برای نمونه، در قرارداد اجاره می‌توان شرط نمود که در صورت افزایش مالیات دولتی یا نرخ تورم، نرخ اجاره‌بها نیز به تبع برای جبران مالیات یا تورم افزایشی، افزایش یابد. به‌عنوان مثال، یک افزایش پنج درصدی در هر مورد به معنای افزایش نرخ اجاره‌بها به همان درصد است؛ اما این افزایش محدود به یک نرخ حداکثری است که توسط طرفین توافق می‌شود.

۱. اوراق اجاره، اوراق بهادار با نام قابل نقل و انتقالی است که نشان‌دهنده مالکیت مشاع دارنده آن در دارایی مبنای انتشار اوراق اجاره است (دستورالعمل انتشار اوراق اجاره، ۱۳۹۰).

سازوکار دوم و سوم پیش گفته در واقع به منزله تجدید قرارداد با شرایط جدید است و برای تجدید ساختار سازوکار دوم چه بسا مناسب تر باشد؛ بدین معنا که ضمن قرارداد اجاره اول، اختیار تمدید قرارداد با نرخ جدید به دارندگان اوراق داده شود که بر مبنای فرمول مشخصی تعیین می شود (مثلاً نرخ اجاره سال قبل به علاوه تورم) که در صورت ناتوانی بانی از پرداخت به موقع تعهدات مالی خود، نهاد واسط بتواند به وکالت از دارندگان اوراق قرارداد اجاره را با شرایط جدید تمدید نماید. در صورتی که دارندگان اوراق اختیار خود نسبت به تمدید قرارداد را اجرایی کنند، طرف دیگر (بانی) ملزم به انعقاد قرارداد اجاره دومی با مدت مشخص و با شرایط جدید از پیش تعیین شده است.

جمع بندی اینکه افزون بر اوراق اجاره، در اوراق ترکیبی استصناع-اجاره به شرط تملیک نیز امکان استفاده از این سازوکار وجود دارد. همچنین، اگر قرارداد پایه اوراق منفعت، اجاره یا صلح باشد، امکان افزایش نرخ و تمدید قرارداد با تجدید نظر در نرخ اوراق وجود دارد؛ اما اگر بیع باشد، امکان افزایش نرخ در طول دوره و همچنین تمدید سررسید با افزایش در تعهدات بدهی موجود وجود ندارد.

۵. نتیجه گیری

همان طور که اشاره شد، امکان نکول انواع مختلف صکوک در شرایط خاص وجود دارد که می تواند دلایل متعددی داشته باشد؛ از جمله شرایط بد اقتصادی در سطح کلان، عملکرد ضعیف دارایی پایه و ضعف قوانین و مقررات. یکی از اقدامات اصلاحی برای جلوگیری از انحلال یا نکول بانی، تجدید ساختار است. تجدید ساختار کمک می کند تا بانی بدون اینکه اعلام ورشکستگی کند و در عین اینکه به فعالیت هایش ادامه می دهد، بتواند تعهداتش را در قبال دارندگان اوراق ایفا نماید. به دلیل تفاوت ماهوی صکوک با اوراق قرضه، تجدید ساختار آن نیز متمایز است.

همچنین سازوکارهای تجدید ساختار انواع مختلف صکوک نیز ممکن است متمایز از یکدیگر باشند که البته بیشتر به ماهیت فقهی قراردادهای پایه اوراق برمی گردد. سازوکارهای اصلی تجدید ساختار که می تواند برای صکوک مورد استفاده قرار گیرد عبارتند از: تمدید سررسید، افزایش نرخ، کاهش ارزش دین در برابر پرداخت زودتر (ضع و تعجل)، جایگزینی قرارداد مباحه جدید، تورق و سوآپ بدهی با مالکیت. نکته حائز اهمیت اینکه هر سازوکار تجدید ساختاری برای همه انواع صکوک مناسب نیست؛ بلکه با توجه به ماهیت فقهی و حقوقی قرارداد پایه هر نوع صکوک، لازم است از سازوکار متناسب با آن نوع صکوک استفاده نمود. در جدول ۳ روش های تجدید ساختار متناسب با هر نوع صکوک جمع بندی شده است:

جدول ۳. راهکارهای تجدید ساختار متناسب با هر نوع صکوک

مضاربه	مشارکت	سلف	خرید دین (رهنی)	سفارش ساخت	منفعت ^۶	مرابحه	اجاره	
✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	تمدید سررسید ۱
✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	تبدیل قرارداد ۲
		✓		✓	✓	✓	✓	تجدید قرارداد ۳
			✓			✓		کاهش ارزش بدهی ۴
✓	✓							سوآپ تبدیل بدهی به حقوق صاحبان سهام ۵
				✓	✓		✓	افزایش نرخ
برای اوراق مرابحه، سلف و خرید دین (رهنی)، امکان تمدید قرارداد برای یک دوره بلندمدت‌تر بدون هر نوع افزایشی در تعهدات موجود، از طریق یک قرارداد مکمل، بدون فسخ قرارداد اولیه، وجود دارد؛ اما برای دیگر اوراق، امکان تمدید سررسید همراه با افزایش نرخ وجود دارد.								
۲. انتشار صکوک اجاره به شرط تملیک، خرید دین یا سلف جدید، همچنین انتشار اوراق مرابحه-تورق بر روی دارایی جدید، برای تسویه تعهدات قبلی.								
۳. در اوراق اجاره، مرابحه، منفعت و استصناع در صورتی که عین مال یا کالای موضوع قرارداد موجود بوده و حصول انتفاع از اموال و کالا در آینده ممکن باشد و در اوراق سلف در صورتی که موضوع قرارداد سلف به لحاظ ویژگی‌ها به‌گونه‌ای باشد که امکان جایگزینی آن با کالاهای دیگر از همان نوع وجود داشته باشد.								
۴. دارندگان اوراق از بخشی از طلبشان صرف‌نظر می‌کنند که می‌تواند مشروط به پرداخت زودتر از موعد باشد یا نباشد.								
۵. براساس تجربه کشورهای اسلامی، از این روش در دو نوع صکوک مشارکت و مضاربه استفاده شده است؛ اما امکان استفاده از این سازوکار، در انواع دیگر صکوک نیز وجود دارد.								
۶. در صورتی که قرارداد پایه اوراق منفعت، اجاره یا صلح باشد، امکان افزایش نرخ و تمدید قرارداد با تجدید نظر در نرخ اوراق وجود دارد؛ اما اگر بیع باشد، امکان افزایش نرخ در طول دوره و همچنین تمدید سررسید با افزایش در تعهدات بدهی موجود وجود ندارد.								

در بازار سرمایه ایران، تمام صکوک منتشر شده همراه با رکن ضامن است که طبق دستورالعمل انتشار اوراق بهادار اسلامی، ضامن به‌عنوان عامل تضمین‌کننده سرمایه و سود دارندگان اوراق بهادار عمل می‌نماید. وجود رکن ضامن سبب کاهش احتمال نکول در ساختار صکوک می‌شود؛ هر چند طی چند سال اخیر، به دلیل افت کیفیت رکن ضامن - که اغلب از بین بانک‌ها انتخاب می‌شوند - بحث نکول اهمیت پیدا کرده است. همچنین، برای ایجاد تنوع در ریسک و بازدهی انواع صکوک باید با رتبه‌بندی اوراق، امکانی فراهم آید که صکوک بدون ضامن نیز منتشر شود. بنابراین باید در دستورالعمل انتشار اوراق بهادار اسلامی، سازوکارهای تجدید ساختار و شرایط و فرایند آن جهت مدیریت ریسک نکول به تفصیل افزوده شود.

منابع

۱. ابن ادریس، محمد بن منصور بن احمد (۱۴۱۰ق)، السرائر، چاپ دوّم، قم: دفتر انتشارات اسلامی وابسته به جامعه مدرسین حوزه علمیه قم.
۲. ابن تیمیه، تقی الدین (۱۴۰۸ق)، الفتاوی الكبرى، الاولى، ج ۵، بیروت: دارالکتب العلمیه.
۳. ابن قدامه مقدسی، شمس الدین ابی الفرج (بی تا)، الشرح الكبير على متن المقنع، ج ۳، ریاض: دارالفکر.
۴. حسینی عاملی، سید محمد جواد (۱۴۱۸ق)، مفتاح الکرامه، الاولى، ج ۱، بیروت: دارالتراث.
۵. حلبی، ابو الصلاح تقی الدین بن نجم الدین (۱۴۰۳ق)، الکافی فی الفقه، چاپ اول، اصفهان: کتابخانه عمومی امام امیرالمؤمنین علی علیه السلام.
۶. حلّی، حسن بن یوسف بن مطهر (۱۴۱۱ق)، تبصرة المتعلمین فی أحكام الدین، چاپ اول، تهران: مؤسسه چاپ و نشر وابسته به وزارت فرهنگ و ارشاد اسلامی.
۷. حلّی، حسن بن یوسف بن مطهر (۱۴۲۰ق)، تحریر الأحكام الشرعیة علی مذهب الأمامیة، چاپ اول، قم: مؤسسه امام الصادق علیه السلام.
۸. سازمان حسابداری و حسابرسی مؤسسات مالی اسلامی (بی تا)، متن پیش نویس استاندارد شریعت: تورق؛ ترجمه مصطفی زهتابیان و مجید پیره، بی جا: بی نا.
۹. سالوس، ا. د علی احمد (۱۴۱۸ ق)، الاقتصاد الاسلامی و القضايا الفقهيّة المعاصره، ج ۲، دوحه: دارالثقافه.
۱۰. شورای پول و اعتبار بانک مرکزی (۱۳۹۸)، دستورالعمل اجرائی نحوه امهال مطالبات مؤسسات اعتباری، تهران: بانک مرکزی جمهوری اسلامی ایران.
۱۱. طوسی، محمد بن حسن (۱۳۸۷ش)، المبسوط فی فقه الأمامیة، المكتبة المرتضوية لإحياء الآثار الجعفری، چاپ سوم، تهران: المكتبة المرتضوية لإحياء الآثار الجعفری.
۱۲. محقق حلّی، نجم الدین جعفر بن حسن (۱۴۰۸ق)، شرائع الإسلام فی مسائل الحلال و الحرام، چاپ اول، قم: مؤسسة المعارف الإسلامية.
۱۳. موسوی خمینی، سیدروح الله (۱۳۸۰ش)، تحریر الوسیله، چاپ نهم، ج ۱، قم: مؤسسة انتشارات دارالعلم.

۱۴. موسویان، سیدعباس و روح‌الله غلامی (۱۳۹۲)، «بررسی راهکارهای استمهال مطالبات غیرجاری در بانکداری بدون ربا»، فصلنامه روند، سال بیستم، ش ۶۳ و ۶۴، ص ۱۰۹-۱۴۰.
۱۵. نظریور، محمدنقی و اکبر کشاورزبان (۱۳۹۵)، «نقش منابع تملیکی (آزاد) در تأمین مالی و وصول مطالبات غیرجاری نظام بانکی»، اقتصاد اسلامی، ۱۶ (۶۴)، ص ۸۶-۱۱۶.
۱۶. نظریور، محمدنقی و اکبر کشاورزبان (۱۳۹۵)، «نقش منابع تملیکی (آزاد) در تأمین مالی و وصول مطالبات غیرجاری نظام بانکی»، اقتصاد اسلامی، ۱۶ (۶۴)، ص ۸۷-۱۱۶.
۱۷. نظریور، محمدنقی؛ محمدرضا یوسفی و سیدحسن سجادی (۱۳۸۹)، «بررسی فقهی و کاربردی عقد ورق در بانکداری بدون ربا»، اقتصاد اسلامی، ۱۰ (۳۹)، ص ۱۱۷-۱۴۴.
۱۸. واعظزاده خراسانی، محمد (۱۴۲۰ق)، نصوص الاقتصاد الاسلامی، چاپ اول، مشهد: بنیاد پژوهش‌های اسلامی آستان قدس رضوی.
۱۹. هاشمی شاهرودی، سید محمود (۱۳۸۹)، فرهنگ فقه مطابق مذهب اهل بیت علیهم‌السلام، ج ۴، قم: مؤسسه دایرة المعارف فقه اسلامی بر مذهب اهل بیت علیهم‌السلام، مرکز پژوهش‌های فارسی‌الغدیر.
۲۰. الهی، مهدی؛ سیدمحمدجواد میرطاهر و غزاله باقریان (۱۳۹۶)، «امکان‌سنجی فقهی سوابد بدهی-مالکیت برای بازار سرمایه ایران»، اقتصاد اسلامی، ۱۷ (۶۷)، ص ۱۷۳-۲۰۴.
21. Ahmad, Abu Umar Faruq and Muneeza, Aishath and Farooq, Mohammad Omar and Hasan, Rashedul (2019), *Post-Default Sukuk Restructuring: An Appraisal of Shari'ah Issues*, in Hassan, M. K. and Rashid, M. (eds.), *Management of Islamic Finance Principle, Practice, and Performance*, International Finance Review, Emerald Publishing, Vol. 19, 113, Forthcoming. Available at SSRN: <https://ssrn.com/abstract=3342353>
22. Baker, M. D. (n.d.), *Restructuring of Sukuk: A Shariah Perspective*, Available at <http://www.amanieacademy.com/articles/item/restructuring-of-sukuk-a-sharia-h-perspective-featured>.
23. Du, J. (2015), *Difference between Restructuring and Refinancing*. Available at <https://www.investopedia.com/articles/personal-finance/091615/difference-between-restructuring-and-refinancing.asp>
24. EL-Khatib, Husam (2011), *Sukuk Challenges: Default & Restructuring*, in IIFM, *Sukuk Report: a Comprehensive Study of the Global Sukuk Market*, Manama: International Islamic Financial Market, pp. 25-26

25. Hekmatyar, Muhammad Salahuddin & Parkar, Ebrahim (2018), “An Evaluation of Dana Gas’s Mudarabah Sukuk from Shariah and Legal Perspectives”, *The European Journal of Islamic Finance*, No 9. pp. 1-10. Doi: <https://doi.org/10.13135/2421-2172/2522>
26. ISRA (2017), *Sukuk: Principles and Practices*, Kuala Lumpur: International Shari'ah Research Academy for Islamic Finance.
27. Oseni, Umar. (2014), “Dispute management in Islamic financial institutions: a Case Study of near Sukuk Defaults”, *Journal of International Trade Law and Policy*, 13 (3), pp. 198–214.
28. Saeed, R. M. (2016), *what is Main Difference between Rescheduling, Restructuring and Rephasement in Banking Terms?*, Available at <https://www.quora.com/What-is-main-difference-between-Rescheduling-Restructuring-and-Rephasement-in-Banking-terms>.
29. Saunders, A., & Cornett, M. M. (2014), *Financial institutions management: A risk management approach*, New York, NY: McGraw-Hill Education.
30. Syed Ali, Salman, (2016), “Islamic Sukuk Default and Issues in Their Resolution: The Case of Villamar Sukuk”, No. 2016-5, *Working Papers, the Islamic Research and Teaching Institute (IRTI)*. Available at <https://irti.org/product/islamic-sukuk-default-and-issues-in-their-resolution-the-case-of-villamar-sukuk>.
31. Wijnbergen, weder van & Zaheer, Sajjad (2013), “Sukuk Defaults: On Distress Resolution in Islamic Finance”, *Tinbergen Institute Discussion Papers* 13-087/VI/DSF57, Tinbergen Institute.
32. Zada, Najeeb & Muhammad, Marjan (2018), “the Intracacies of Default in Islamic Finance: A Case Study of Dana Gas Sukuk Litigation”, *Journal of Islamic Business and Management*, 8(S), 286–292.