

Designing Hybrid Sukuk for Financing and Transferring Risk, Based on Imamiah Jurisprudence

Mohammad Tohidi*
Meisam Karimi**

Received: 14/06/2019

Accepted: 08/04/2020

Abstract

Providing the possibility of financing and risk coverage are two important functions of capital markets. In recent years, with the development of the capital markets, various financing instruments based on Islamic contracts have been designed and issued by investors and firms, but the capacity of Islamic contracts to design instruments for transferring and hedging against risks has been ignored. On the other hand, high floating costs and prolonged process of issuing securities in the capital market have reduced the attractiveness of this market for applicants.

In this descriptive-analytic study, we first studied the structure of the conventional sukuk (*Ijarah* and *Murabahah Sukuk*) and the capacity of the Islamic contracts for transferring and hedging against risks (*Dhaman*, *Kafalah* and Insurance), then *Dhaman* contract is adapted with the conventional sukuk structure in the Iran capital market, and finally an innovative pattern of sukuk has been presented that can be issued simultaneously for the purpose of financing and transferring risk by two separate originators. The new sukuk offered as complementary or alternative to the bank guarantee, in addition to increasing the risk-taking capacity in the Iran capital market, will reduce the cost of issuing sukuk, because once sukuk is issued, the two above-mentioned objectives will be realized.

Keywords

Ijarah Sukuk; Murabahah Sukuk; Financing; Risk Transferring; Dhaman; Imamiah Jurisprudence.

JEL Classification: G23, G32, Z12.

* Assistant Professor, Department of Finance, Faculty of Islamic Studies and Management, Imam Sadiq University, Tehran, Iran. tohidi@isu.ac.ir

** Ph.D. Student in Financial Management, Imam Sadiq University, Tehran, Iran (Corresponding Author). me.karimi@isu.ac.ir

طراحی صکوک ترکیبی باهدف تأمین مالی و انتقال ریسک، براساس موازین فقه امامیه

محمد توحیدی*

میثم کریمی**

تاریخ دریافت: ۱۳۹۸/۰۳/۲۴ تاریخ پذیرش: ۱۳۹۹/۰۱/۲۰

مقاله برای اصلاح به مدت ۲۲۴ روز نزد نویسنده (گان) بوده است.

چکیده

ازجمله کارکردهای بازار سرمایه، فراهم کردن امکان تأمین مالی و پوشش ریسک برای فعالان و بازیگران بازار است. در سالهای اخیر با توسعه بازار سرمایه، ابزارهای تأمین مالی مختلفی بر پایه عقود اسلامی طراحی و منتشر شده است، اما از ظرفیت عقود اسلامی برای طراحی ابزارهای مدیریت ریسک استفاده چندانی نشده و رویه موجود صرفاً تطبیق ابزارهای متعارف پوشش ریسک مانند قراردادهای آتی و اختیار معامله با ضوابط شریعت بوده است.

در مقاله حاضر با روش توصیفی تحلیلی، ضمن بررسی و مطالعه ظرفیت عقود اسلامی جهت پوشش و انتقال ریسک، به تطبیق عقد ضمان با ساختار دو نوع صکوک متعارف (اجاره و مرابحه) در بازار سرمایه ایران پرداخته شده و الگویی نوآورانه از صکوک نیز ارائه شده است که به صورت توأمان جهت تأمین مالی و پوشش ریسک توسط دو بانی مجزا قابل انتشار است. صکوک جدید ارائه شده، به عنوان مکمل یا جایگزین ضمانت بانکی، علاوه بر افزایش ظرفیت پذیرش ریسک در بازار سرمایه ایران، سبب کاهش هزینه های انتشار اوراق بهادار خواهد شد؛ زیرا با یکبار انتشار اوراق، دو هدف پیش گفته محقق خواهد شد.

واژگان کلیدی

صکوک اجاره؛ صکوک مرابحه؛ تأمین مالی؛ انتقال ریسک؛ ضمان؛ فقه امامیه.

طبقه بندی JEL: G23, G32, Z12.

* استادیار گروه مالی دانشکده معارف اسلامی و مدیریت، دانشگاه امام صادق علیه السلام، تهران، ایران

tohidi@isu.ac.ir

** دانشجوی دکتری مدیریت مالی، دانشگاه امام صادق علیه السلام، تهران، ایران (نویسنده مسئول)

me.karimi@isu.ac.ir

مقدمه

در یک تقسیم‌بندی کلی می‌توان ابزارهای مالی را به دو دسته «ابزارهای تأمین مالی» و «ابزارهای مدیریت ریسک و مشتقات» تقسیم‌بندی نمود. تاکنون اندیشمندان کشورهای اسلامی ابزارهای تأمین مالی اسلامی متنوعی را طراحی نموده‌اند که در یک تقسیم‌بندی کلی می‌توان آنها را به ابزارهای انتفاعی با بازدهی معین، ابزارهای انتفاعی با بازدهی انتظاری و ابزارهای غیرانتفاعی تقسیم‌بندی نمود. آنچه حائز اهمیت بوده این است که با وجود استفاده از ظرفیت عقود اسلامی برای طراحی ابزارهای تأمین مالی اسلامی، تاکنون گامی جدی برای استفاده از ظرفیت عقود اسلامی جهت طراحی ابزارهای پوشش و انتقال ریسک برداشته نشده؛ این در حالی است که در حوزه مدیریت ریسک صرفاً به تطبیق ابزارهای پوشش ریسک متعارف چون قراردادهای آتی و اختیار معامله با موازین شریعت پرداخته شده و در صورت عدم مغایرت، مورد استفاده قرار گرفته‌اند. به نظر می‌رسد با توجه به تنوع و گستردگی عقود اسلامی و همچنین انعطاف‌پذیری فقه امامیه که امکان طراحی قراردادهای عقلایی جدید را می‌دهد (موسویان، ۱۳۹۱، ص. ۶۴)، می‌توان از ظرفیت عقود اسلامی برای طراحی ابزارهای اسلامی پوشش و انتقال ریسک استفاده نمود.

در این مقاله، پس از بررسی برخی ساختارهای پرترفدار صکوک منتشره در ایران (اوراق اجاره و مرابحه)، عقد ضمان و انواع آن، همچنین شرایط و احکام اساسی آن نیز تبیین شده و در ادامه الگوی مفهومی و عملیاتی صکوک ترکیبی اجاره-ضمان و مرابحه-ضمان تشریح گردیده است.

۱. چالش ضمانت در ساختار صکوک

طبق دستورالعمل انتشار اوراق بهادار اسلامی، ضامن به‌عنوان عامل تضمین‌کننده سرمایه و سود دارندگان اوراق بهادار عمل می‌نماید و در صورتی که شرکتی، رتبه اعتباری داشته باشد مطابق ماده «۲۳» دستورالعمل انتشار اوراق اجاره وجود ضامن الزامی نخواهد بود. هرچند که طبق دستورالعمل انتشار اوراق بهادار اسلامی این امکان وجود دارد که ضامن توسط بانکی 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.

واضح است که وابستگی مهمی به بانک‌ها جهت 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 ۱۳۹۰ بدان اشاره گردیده است.^۱

می‌بایست 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 به وجود نخواهد آمد. از الزامات توسعه بازار اوراق بهادار اسلامی، توسعه کمی و کیفی ارکان مکمل در انتشار اوراق بهادار اسلامی از جمله ضمانت است، لذا همان‌طور که پیش‌ازاین 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 و نهایتاً بانیان بتوانند با هزینه کمتر و سهولت بیشتر اقدام به تأمین منابع مالی خود کنند.

این مقاله به دنبال راه‌حلی بدیل یا جایگزین ضمانت بانکی از طریق طراحی اوراقی ترکیبی است که دارندگان این اوراق ترکیبی علاوه بر سرمایه‌گذاری، به ازای دریافت نرخ بیشتر، امر ضمانت اوراق بهاداری دیگر را، به جای ضامن بانکی، متقبل شوند.

۲. پیشینه پژوهش

پژوهش‌های اندکی در زمینه طراحی ابزارهای پوشش ریسک مبتنی بر موازین شریعت اسلام صورت پذیرفته است، همچنین برخی پژوهش‌ها به صورت خاص ناظر به ارائه راهکاری به عنوان جایگزین رکن ضامن در ساختار صکوک نگارش شده است که در ادامه به مهم‌ترین آنها اشاره می‌شود.

نظرپور و خزایی (۱۳۹۱) در مقاله‌ای با عنوان «طراحی صکوک مشارکت جهت انتقال ریسک شرکت‌های بیمه به بازار سرمایه»، نوع جدیدی از اوراق بهادار بیمه‌ای را معرفی کرده‌اند که ضمن سازگاری با اصول بازار سرمایه اسلامی، کارکردی مشابه اوراق بیمه‌ای متعارف دارد و صاحبان اوراق به صورت مشترک نقش بیمه اتکایی را عهده‌دار خواهند بود.

بنی‌طبا، فاطمی و پاک‌پرور (۱۳۹۴)، در مقاله‌ای با عنوان «اصلاح ساختاری نهاد ضمانت؛ کلید دسترسی بنگاه‌های کوچک و متوسط به اعتبار»، ضمن آسیب‌شناسی وضع موجود، راهکارهایی ارائه داده‌اند که عبارتند از: 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.

مهدوی، اصغری، خوانساری و سیاهکارزاده (۱۳۹۲) در مقاله‌ای با عنوان «ورق اعتباری^۲، ابزار دورگه تأمین مالی و مدیریت ریسک کارکرد مالی و کاوش‌های فقهی»، ضمن بررسی کارکرد مالی ورق اعتباری، آن را با استفاده از معیارها و ضوابط عمومی قراردادهای دیدگاه فقه امامیه ارزیابی کرده و امکان انتشار اوراق مضاربه با کارکرد مشابه و بدون موانع شرعی را مورد مطالعه قرار داده‌اند.

توحیدی (۱۳۹۳) در مقاله‌ای با عنوان «بررسی فقهی انتشار اوراق اجاره و مرابحه چندطبقه اعتباری» به بررسی کاربرد یکی از سازوکارهای اعتبار افزایش در ساختار صکوک پرداخته است و این سازوکار به عنوان جایگزین یا مکمل ضامن بانکی در ساختار صکوک معرفی نموده است؛ بدین صورت که دارندگان اوراق نقش ضامن را در فرایند انتشار اوراق ایفا می‌نمایند.

توحیدی (۱۳۹۶) در مقاله‌ای با عنوان «صندوق ضمانت؛ راهکاری نوین در توسعه بازار اوراق بهادار اسلامی»، پس از بررسی اهمیت و نقش ضامن در ارتقای کیفیت اعتباری و شرایط ضامن و ضمانت در اوراق بهادار اسلامی، به چالش‌های مربوط به رکن ضامن و راهکارهای مربوطه پرداخته و در نهایت به تشریح تأسیس صندوق ضمانت اوراق بهادار اسلامی باهدف تضمین اوراق و کاسته شدن از موانع و هزینه‌های انتشار اوراق برای بانی پرداخته است.

حبیب‌اللهی و ذاکرنیا (۱۳۹۷) در مقاله‌ای با عنوان «بررسی امکان استفاده از سوآپ نکول اعتباری در پوشش ریسک اعتباری صکوک» به این نتیجه رسیده‌اند که سوآپ نکول اعتباری ابزار مناسب‌تری نسبت به رکن ضامن در انتشار صکوک است.

همان‌طور که مشاهده می‌شود، بحث ضمانت، انتقال و پوشش ریسک همواره یکی از دغدغه‌های جدی فعالان بازارهای مالی و پژوهشگران این حوزه بوده است، مقاله حاضر درصدد است با ترکیب عقود پوشش ریسک (ضمان و کفالت) و عقود منتخب اسلامی تأمین مالی (اجاره و مرابحه)، صکوکی ترکیبی را طراحی نماید که توأمان دو هدف تأمین مالی و انتقال ریسک را محقق می‌کند. این اوراق می‌تواند از جذابیت مناسبی برای بانیان اوراق بهادار و سرمایه‌گذاران برخوردار بوده و علاوه بر کاهش هزینه‌های انتشار اوراق، بازدهی نسبتاً بالاتری را نصیب سرمایه‌گذاران کند.

۳. روش پژوهش

در مقاله حاضر منظور از اوراق ترکیبی، ترکیب چند نوع عقد با کارکردهای مختلف تأمین مالی و انتقال ریسک است که اوراق بر مبنای آن طراحی شده است. این مقاله درصدد است با ترکیب عقود اسلامی مورداستفاده جهت تأمین مالی و همچنین عقود اسلامی مورداستفاده جهت پوشش و انتقال ریسک، الگوی انتشار اوراقی ترکیبی را ارائه دهد که با صرفه‌جویی در هزینه‌های انتشار، هر دو هدف را توأمان محقق سازد. این مقاله از نظر هدف کاربردی، براساس ماهیت و روش، توصیفی - تحلیلی و براساس نوع داده‌ها از نوع کیفی است که طی مراحل ذیل انجام گرفته است:

✓ مرحله اول (مطالعات کتابخانه‌ای): در این مرحله ابتدا به مطالعه و دسته‌بندی ساختارهای رایج صکوک منتشره در ایران و جهان پرداخته شد که در تمام ساختارها صرفاً از ظرفیت عقود اسلامی جهت تأمین مالی استفاده شده است، بنابراین در گام بعد ظرفیت عقود اسلامی جهت انتقال ریسک شامل عقد ضمان، کفالت و بیمه مورد بررسی و مطالعه قرار گرفت و در نهایت جهت طراحی صکوک ترکیبی، از بین عقود مختلف تأمین مالی دو قرارداد مرابحه و اجاره انتخاب شدند که دلایل انتخاب این دو قرارداد عبارت است از:

۱. ثابت و قابل پیش‌بینی بودن بازدهی اوراقی که مبتنی بر این عقود طراحی شده است.
۲. زمان‌بندی مشخص بازدهی اوراق اجاره و مرابحه.
۳. کم بودن ریسک نکول این اوراق.
۴. انتشار گسترده این دو نوع اوراق در بازار سرمایه ایران.

همچنین با توجه پژوهش‌های اندک در زمینه ابزارسازی براساس عقد ضمان (کفالت)، این پژوهش از عقد ضمان (کفالت) استفاده نموده است تا صکوکی نوآورانه به‌عنوان جایگزین یا مکمل ضمانت بانکی طراحی نماید. خاطرنشان می‌گردد الگوی عملیاتی ارائه‌شده مبتنی بر ارکان ذکرشده در دستورالعمل‌های انتشار صکوک اجاره و مرابحه ذکرشده است.

✓ مرحله دوم (طراحی صکوک ترکیبی): در این مرحله به روش توصیفی - تحلیلی با مطالعه چارچوب عقد ضمان عرفی (کفالت) و قراردادهای اجاره و مرابحه، به تحلیل و تطبیق عقد ضمان (با اضافه نمودن بانی دوم) با ساختارهای عملیاتی رایج صکوک پرداخته و با تأکید بر ارکان مصوب دستورالعمل انتشار صکوک اجاره و مرابحه، الگوی عملیاتی صکوک ترکیبی ارائه شده است.

✓ مرحله سوم (تحلیل فقهی صکوک ترکیبی طراحی شده): در این مرحله به روش توصیفی - تحلیلی ابتدا به مطالعه مفاهیم و موازین فقهی مرتبط با ساختار صکوک

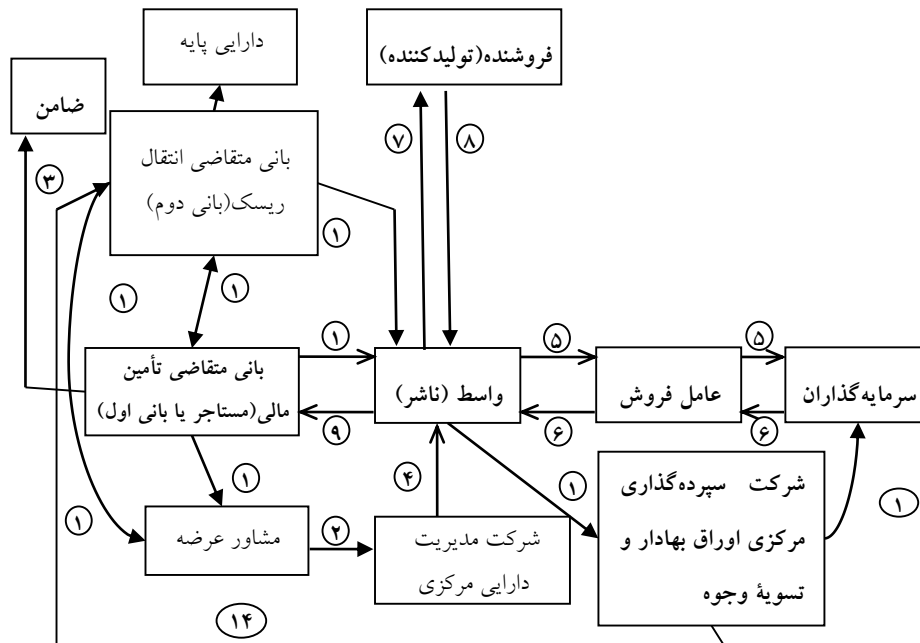
ترکیبی پرداخته، سپس تحلیل و تطبیق این مفاهیم فقهی با ساختار صکوک ترکیبی صورت پذیرفته است.

۴. الگوی مفهومی - عملیاتی صکوک ترکیبی اجاره- ضمان (کفالت)

اوراق اجاره - ضمان ترکیبی از دو قرارداد اجاره و ضمان است. اوراق اجاره، اوراق بهادار بانام قابل نقل و انتقالی است که نشان‌دهنده مالکیت مشاع دارنده آن در دارایی مبنای انتشار اوراق اجاره است. با انتشار اوراق اجاره، رابطه وکیل و موکل میان ناشر و خریداران اوراق اجاره برقرار می‌گردد. ناشر به وکالت از طرف خریداران ملزم به مصرف وجوه حاصل از فروش اوراق اجاره جهت خرید دارایی موضوع انتشار و اجاره آن به بانی است. تملیک اوراق اجاره به‌منزله قبول وکالت ناشر بوده و وکالت ناشر تا سررسید و تسویه نهایی اوراق اجاره غیرقابل عزل، نافذ و معتبر است (دستورالعمل انتشار اوراق اجاره، مصوب ۱۳۹۰).

علاوه‌بر ساختار کلی اوراق اجاره که به‌اندازه کافی در تحقیقات مختلف ابعاد فقهی آن تشریح گردیده و ایران نیز تجربه انتشار گسترده این اوراق را داشته است، اوراق ترکیبی اجاره - ضمان شامل عقد ضمان (کفالت) نیز می‌باشد که به‌عنوان شرط ضمن عقد اجاره محسوب می‌گردد. در واقع براساس تجربه ایران در انتشار اوراق اجاره و دستورالعمل‌های موجود جهت انتشار این اوراق، می‌توان سازوکاری برای اوراق اجاره طراحی نمود که علاوه‌بر تأمین مالی، هدف انتقال ریسک نیز محقق گردد. در این طراحی به‌جای یک بانی، با دو بانی مواجه هستیم و این بانیان دارای دو هویت مستقل هستند که یکی به‌دنبال تأمین مالی و دیگری به‌دنبال پوشش و انتقال ریسک است که طی توافق صورت‌گرفته بین آنان، با مراجعه به مشاور، اقدام به تعیین ناشر (نهاد واسط) و تهیه مجوزهای لازم از سازمان بورس می‌کنند. نهاد واسط به وکالت از بانی متقاضی تأمین مالی، اقدام به انتشار اوراق اجاره می‌نماید. درعین حال نهاد واسط درازای دریافت مبلغی به‌عنوان کارمزد (حق‌الوکاله) از سوی نهاد متقاضی انتقال ریسک وکیل می‌گردد برای متقاضی انتقال ریسک ضامن پیدا کند. در این حالت نهاد واسط با انتشار اوراق، اقدام به جمع‌آوری وجوه از سرمایه‌گذاران نموده و از طرف صاحبان اوراق اجاره، کالاهای

سرمایه‌ای را خریداری و به قرارداد اجاره به متقاضی تأمین مالی (بانی اول) واگذار می‌کند و اجاره‌بها را در سررسیدهای معین به دارندگان اوراق پرداخت می‌نماید. واسط (ناشر) علاوه بر اجاره‌بهای اوراق، مبلغی (درصدی) نیز به عنوان اجرت ضمان (حق بیمه) به دارندگان اوراق داده و در عوض در یک شرط ضمن عقد از دارندگان اوراق خواسته می‌شود ضامن بانی متقاضی پوشش ریسک (بانی دوم) نیز گردند؛ بنابراین سرمایه‌گذاران با خرید این اوراق، علاوه بر مالکیت مشاع دارایی موضوع اجاره، ضمانت بانی متقاضی پوشش ریسک را نیز برعهده می‌گیرند. در واقع دارندگان اوراق با پذیرفتن ضمانت، نوعی اعتباربخشی به متقاضی پوشش ریسک انجام می‌دهند که این متقاضی ممکن است متقاضی تسهیلات بانکی، متقاضی تأمین مالی از طریق بازار صکوک، پیمانکار پروژه‌های مختلف و... باشد. اجاره‌بهای دوره‌ای دریافتی دارندگان اوراق اجاره - ضمان قاعداً بالاتر از اوراق اجاره متعارف است؛ زیرا سود دارندگان اوراق شامل اجاره‌بها و اجرت (کارمزد) ضمانت می‌باشد. در صورتی که بانی متقاضی پوشش ریسک بتواند از عهده تعهدات خود برآید، دارندگان اوراق تمام اجاره‌بها و کارمزد ضمانت را دریافت خواهند نمود، ولی در صورت بروز زیان ناشی از عدم ایفای تعهدات، این دارندگان اوراق هستند که باید با توجه به توافق قبلی و براساس شدت زیان، هزینه‌های بانی متقاضی پوشش ریسک را (حداکثر به اندازه اجاره‌بها و اصل پول) جبران نمایند. فرض کنید بانی متقاضی تأمین مالی، شرکت آلفا است که برای تأمین مالی خود، اقدام به انتشار اوراق اجاره به مبلغ ۱۰۰۰ میلیارد ریال می‌کند. از سوی دیگر بانی متقاضی پوشش ریسک، شرکت بتا است که در مناقصه شرکت کرده و پس از انجام مناقصه، کارفرما جهت تضمین حسن انجام کار توسط پیمانکار از وی ضمانت‌نامه حسن انجام تعهدات تقاضا می‌کند. این ضمانت‌نامه معمولاً تا پایان اتمام قرارداد نزد کارفرما باقی می‌ماند و در صورتی که پیمانکار نتواند به تعهدات خود عمل نماید و پروژه را انجام دهد کارفرما می‌تواند خسارت خود را مطابق ضمانت‌نامه مطالبه کند. حال فرض کنید شرکت بتا به جای ضمانت‌نامه بانکی، ضمانت را در قبال کارمزدی که پرداخت می‌کند، به دارندگان اوراق اجاره‌ای بسپارد که شرکت آلفا منتشر کرده است.



شکل (۱): الگوی عملیاتی انتشار صکوک اجاره - ضمان

منبع: یافته‌های تحقیق

حداکثر میزان ضمانتی که دارندگان اوراق نسبت به بانی دوم متعهد می‌شوند، به میزان ارزش دارایی پایه بوده که معادل با مجموع ارزش اسمی اوراق است. از این رو، در صورتی که بانی دوم در سررسید یا قبل از آن، دچار خسارت شود، بانی اول می‌بایست دارایی پایه را تملیک کرده و اوراق اجاره را بازخرید نموده و از طریق شرکت واسطه به بانی دوم برای جبران خسارت تخصیص دهد. لازم به ذکر است که اگر رویداد اعتباری قبل از سررسید رخ داده و بانی دوم ناچار به تملیک دارایی و بازپرداخت اصل مبلغ اسمی اوراق شود، با توجه به اتمام قرارداد اجاره فی مابین سرمایه‌گذاران و بانی اول، پرداخت اجاره‌ها نیز متوقف می‌شود.

۴-۱. تبیین روابط حقوقی اوراق اجاره جهت تأمین مالی و انتقال ریسک

(۱) بانی دارای دو هویت مستقل است که یکی به دنبال تأمین مالی و دیگری به دنبال پوشش ریسک است که طی توافق صورت گرفته بین دو نهاد، بانیان، جهت مشخص

نمودن شیوه تأمین مالی و اخذ مجوزهای مربوطه به یکی از نهادهای دارای مجوز مشاوره عرضه مراجعه می‌نمایند.

۲) مشاور پس از دریافت موافقت اصولی سازمان برای تأمین مالی غیرمستقیم از طریق انتشار اوراق اجاره، جهت تعیین ناشر و انجام امور لازم به شرکت مدیریت دارایی مرکزی مراجعه می‌نماید.

۳) بانی در صورت نداشتن رتبه اعتباری اقدام به انتخاب ضامن می‌نماید. ضامن به‌عنوان عامل تضمین‌کننده سرمایه و اجاره‌بهای دارندگان اوراق بهادار عمل نموده و مطابق مقررات وجودش الزامی است.

۴، ۵ و ۶) شرکت مدیریت دارایی مرکزی، ناشر را انتخاب نموده و ناشر از طریق عامل فروش - که می‌تواند همان مشاور عرضه باشد - اقدام به انتشار اوراق و جمع‌آوری وجوه از مردم می‌نماید.

۷ و ۸) ناشر با پرداخت قیمت دارایی به فروشنده، آن را به وکالت از طرف صاحبان اوراق خریداری و تحویل می‌گیرد.

۹ و ۱۰) ناشر، دارایی را به وکالت از طرف صاحبان اوراق به قرارداد اجاره به‌شرط تملیک، به‌شرط ضمان به بانی واگذار می‌کند و مبالغ دوره‌ای و اصل پول را در سررسیدهای معین دریافت می‌کند.

۱۱) واسط (ناشر) (وکیل در یافتن ضامن)، مبلغی (درصدی) نیز به‌عنوان اجرت ضمان از نهاد متقاضی انتقال ریسک دریافت می‌کند.

۱۲ و ۱۳) در صورت عدم وقوع زیان برای بانی متقاضی پوشش ریسک، شرکت سپرده‌گذاری مرکزی اوراق بهادار و تسویه وجوه، پس از دریافت مبالغ از ناشر، اجاره‌بها، اجرت ضمان، حسب مورد سود ناشی از سرمایه‌گذاری مجدد بخشی از اجاره‌بها و وجوه ناشی از فروش دارایی را در سررسیدهای معین به سرمایه‌گذاران پرداخت می‌نماید.

۱۴) در صورت وقوع رویداد اعتباری، طبق قرارداد ضمان ذکرشده به‌عنوان شرط ضمن عقد اجاره، شرکت سپرده‌گذاری مرکزی اوراق بهادار و تسویه وجوه به‌جای پرداخت سود (اجاره‌بها به‌همراه کارمزد ضمانت) و اصل به سرمایه‌گذاران، اقدام به جبران زیان واردشده به بانی متقاضی پوشش ریسک می‌نماید.

۲-۴. الگوی صکوک ترکیبی مرابحه- ضمان (کفالت)

اوراق مرابحه اوراق بهادار بانام قابل نقل و انتقالی است که نشان‌دهنده مالکیت مشاع دارنده آن در دارایی مالی (طلب) است که براساس قرارداد مرابحه حاصل شده است. با انتشار اوراق مرابحه، رابطه وکیل و موکل میان ناشر و خریداران اوراق مرابحه برقرار می‌شود. در اسناد موضوع انتشار اوراق مرابحه باید قید شود که خرید اوراق به منزله قبول وکالت ناشر بوده و وکالت ناشر تا تصفیه نهایی اوراق، غیرقابل عزل و معتبر است. بانی از طرف ناشر وکالت دارد تا نسبت به خرید دارایی موضوع انتشار به صورت نقد و فروش اقساطی آن به خود اقدام نماید. این وکالت از سوی بانی، بلاعزل است (دستورالعمل انتشار اوراق مرابحه، مصوب ۱۳۹۰).

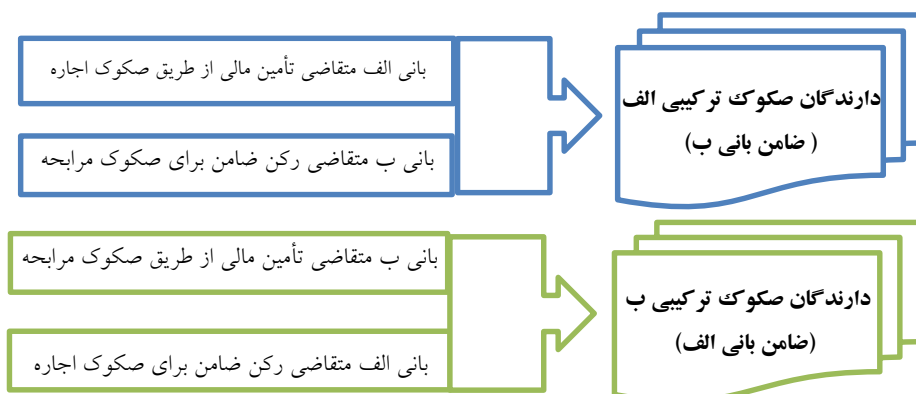
در الگوی صکوک ترکیبی مرابحه - ضمان نیز دو هدف تأمین مالی به واسطه عقد مرابحه توسط یک بانی و انتقال ریسک توسط بانی دیگری از طریق عقد ضمان دنبال می‌شود. در این شیوه، بانی که باهدف تأمین مالی اقدام به انتشار اوراق مرابحه می‌کند و بانی که قصد مدیریت ریسک طرح یا پروژه خود را دارد پس از اخذ مجوزهای لازم از طریق نهاد واسط اقدام به انتشار اوراق کرده و نهاد واسط پس از جمع‌آوری وجوه از سرمایه‌گذاران، به وکالت از آنان اقدام به خرید نقد دارایی موردنیاز از فروشنده کرده و به صورت نسیه و به قیمت بالاتر به بانی می‌فروشد. بانی خواهان پوشش ریسک، مبلغی را به عنوان کارمزد ضمان از طریق شرکت واسط به سرمایه‌گذاران در دوره‌هایی که اقساط اوراق مرابحه پرداخت می‌شود، به همراه آن به صاحبان اوراق پرداخت می‌کند. مدل عملیاتی در اوراق ترکیب مرابحه - ضمان مشابه اوراق اجاره - ضمان بوده با این تفاوت که نهاد واسط پس از خرید نقدی دارایی پایه از فروشنده، آن را در قالب عقد مرابحه در اختیار بانی قرار داده و به صورت نسیه اقساطی کل بهای دارایی پایه به همراه سود مرابحه را در زمان‌های مشخص از بانی دریافت کرده و به صاحبان اوراق پرداخت می‌نماید. در صورت بروز حادثه، بانی متقاضی تأمین مالی می‌بایست اوراق را به میزان خسارت وارده به بانی دوم و حداکثر به اندازه ارزش دارایی پایه بازخرید نموده و از طریق شرکت واسط به بانی متقاضی پوشش ریسک واگذار نماید.

الگوی پیشنهادشده در صکوک اجاره و مرابحه قابلیت تعمیم به سایر عقود تأمین مالی را داشته و بانیانی که متقاضی استفاده از سایر انواع صکوک مانند مشارکت، جعاله، مرابحه، استصناع و... هستند نیز می‌توانند از این ساختار استفاده نمایند.

۴-۳. توسعه الگوی صکوک ترکیبی

۴-۳-۱. ضمانت ضربداری در ساختار صکوک ترکیبی

یکی از چالش‌های انتشار صکوک در بازار سرمایه ایران، الزام وجود ضامن در ارکان انتشار اوراق بوده که در عمل وابستگی زیادی به ضامن بانکی وجود دارد. پیدا کردن ضامن، انعقاد قرارداد و هزینه‌ای که این رکن در انتشار اوراق بر بانی تحمیل می‌کند از مشکلات آن بوده و تعیین راهکارهای مکمل یا جایگزین ضامن بانکی ضروری به نظر می‌رسد. در صورت انتشار اوراق ترکیبی، این امکان وجود دارد که بانی انتشار صکوک جهت تأمین مالی، به جای استفاده از ضامن بانکی، از طریق صکوک ترکیبی ضمانت اوراق خود را انجام دهد؛ بدین صورت که براساس شکل (۲)، به صورت ضربداری، دارندگان اوراق مرابحه به عنوان ضامن بانی انتشار صکوک اجاره و دارندگان اوراق اجاره به عنوان ضامن بانی انتشار صکوک مرابحه تعیین می‌شوند. اشکال این راهکار زمانی است که هر دو بانی باهم دچار نکول شوند، که در این صورت ضامن‌ها نیز قادر نخواهند بود تعهدات خود مبنی بر پرداخت اصل و سود اوراق را محقق نمایند.



شکل (۲): الگوی ضمانت ضربداری در صکوک ترکیبی

منبع: یافته‌های تحقیق

۲-۳-۴. ضمانت زنجیره‌ای در ساختار صکوک ترکیبی

این امکان وجود دارد که از طریق ساختار صکوک ترکیبی، بانیان مختلف انتشار صکوک، به صورت زنجیره‌ای ضمانت اوراق خود را از طریق دارندگان صکوک دیگر انجام دهند. به عنوان مثال، بانی انتشار صکوک «الف»، ضمانت اوراق خود را از طریق دارندگان صکوک «ب»، بانی انتشار صکوک «ب»، ضمانت اوراق خود را از طریق دارندگان صکوک «ج»، بانی انتشار صکوک «ج»، ضمانت اوراق خود را از طریق دارندگان صکوک و... انجام دهد و دارندگان اوراق می‌توانند حداکثر به اندازه اصل و مبالغ دوره‌ای اوراق خود، سایر اوراق را ضمانت کنند. در صورتی که بانی انتشار صکوک «الف»، تعهدات مربوط به پرداخت اصل و مبالغ دوره‌ای در سررسیدهای مشخص را انجام ندهد، ضامن‌های آنکه دارندگان اوراق «ب» هستند، ملزم به پرداخت بدهی بانی مربوطه خواهند بود و این مستلزم آن است که بانی «ب» تعهدات خود مبنی بر پرداخت اصل و سود دوره‌ای را به صورت منظم انجام دهد، در غیر این صورت، ضامن بانی «ب» که دارندگان اوراق «ج» هستند باید تعهدات پرداخت اصل و سود اوراق را تقبل کند و به همین ترتیب این تعهدات ادامه خواهد داشت. در مدل انتشار زنجیره‌ای صکوک پیش گفته، محدودیتی برای تعداد بانیان اوراق وجود ندارد.

از مزیت‌های انتشار اوراق ترکیبی ضمانت به صورت زنجیره‌ای، کاهش هزینه‌های انتشار اوراق به واسطه ارکان مشترک و تسهیل سازوکار ضمانت در این شیوه است. با افزایش تعداد بانیان در یک زنجیره، ریسک سیستمیک^۳ افزایش می‌یابد. از این رو، در انتشار اوراق از طریق الگوی زنجیره‌ای، کیفیت اعتباری مناسب اوراق هر یک از بانیان از اهمیت قابل توجهی برخوردار است.

۵. تحلیل فقهی صکوک ترکیبی

الگوی اوراق ترکیبی اجاره (مرابحه) - ضمانت در واقع مبتنی بر عقد اجاره یا مرابحه‌ای است که ضمانت ذیل آن عقود شرط شده باشد. بر اساس فقه امامیه شروطی که در ضمن عقد، طرفین ملتزم به آن می‌شوند «شرط ضمن عقد» نامیده می‌شود. تمامی شروطی که خلاف مقتضای عقد و مخالف کتاب و سنت الهی نباشد می‌تواند در ضمن عقد مقرر

گردد و از نظر شرعی و حقوقی صحیح و نافذ است (موسویان، ۱۳۸۶، ص. ۱۷۴)؛ بنابراین ذکر شرط ضمان (کفالت) ذیل عقد اجاره براساس فقه امامیه بلاشکال است. در ادامه ماهیت عقد ضمان بیشتر تبیین می‌شود.

۵-۱. عقد ضمان

ضمان، عقدی است که در آن ضامن متعهد می‌شود تا دین شخصی دیگر (مضمون‌عنه) را به طلب‌کارش (مضمون‌له) بپردازد (موسوی‌خمینی، بی‌تا، ج ۲، ص. ۲۲؛ مراجع تقلید، ۱۳۸۰، ج ۲، ص. ۳۵۴). عقد ضمان سه رکن دارد. کسی که پرداخت دین شخص دیگر را تعهد می‌کند ضامن، بدهکار را مضمون‌عنه و طلب‌کار را مضمون‌له می‌نامند. طرفین عقد ضمان در حقیقت ضامن و طلب‌کار است. در عقد ضمان رضایت ضامن و مضمون‌له شرط است و ایجاب و قبول توسط این دو نفر صورت می‌پذیرد (محقق‌حلی، ۱۴۰۸ق، ج ۲، ص. ۱۰۷). ماده «۶۹۸» قانون مدنی مقرر می‌دارد که بعد از اینکه ضمان به‌طور صحیح واقع شد، ذمه مضمون‌عنه بری و ذمه ضامن به مضمون‌له مشغول می‌شود.

در ادامه ذکر چند نکته راجع به قرارداد ضمان ضروری به‌نظر می‌رسد:

- اول؛ دین باید در ذمه مضمون‌عنه (بانی متقاضی پوشش ریسک) ثابت شده باشد؛ لذا نمی‌توان بر دینی که در آینده محقق خواهد شد ضامن شد (محقق‌حلی، ۱۴۰۸ق، ص. ۱۰۹؛ موسوی‌خمینی، ۱۳۹۲، ج ۲، ص. ۲۲)؛
- دوم؛ دین باید در ذمه مضمون‌عنه (بانی متقاضی پوشش ریسک) ثابت شده باشد؛ لذا نمی‌توان بر دینی که در آینده محقق خواهد شد ضامن شد (موسوی‌خمینی، ۱۳۹۲، ج ۲، ص. ۲۹)؛
- سوم؛ دینی که مورد ضمانت واقع می‌شود باید معلوم باشد؛ لذا ضامن شدن بر یکی از دو دین به‌صورت مردد صحیح نیست، اگرچه طلب‌کار آن دو یکی باشد. اما لازم نیست ضامن، به‌طور مفصل مقدار و اوصاف و شرایط دینی که آن را ضمانت می‌کند بداند (مراجع تقلید، ۱۳۸۰، ج ۲، ص. ۳۵۷)؛
- چهارم؛ مورد ضمان باید مال باشد اعم از عین کلی یا منفعت (مثل دادن اتومبیل برای استفاده مضمون‌له) و یا انجام کار (مثل تعهد بر ساختن یک خانه برای

مضمون له) باشد (مراجع تقلید، ۱۳۸۰، ج ۲، ص ۱۱۳)؛ لذا تکالیف غیر مالی، مورد ضمان واقع نمی شوند (موسوی خمینی، ۱۳۹۲، ج ۲، ص ۲۵)؛

- پنجم؛ ضامن در صورتی حق رجوع به بدهکار را دارد که بدهی او را پرداخته باشد؛ بنابراین به صرف ضامن شدن، حق رجوع ندارد. همچنین اگر بدون اجازه او ضامن شده باشد و بدون اجازه او بدهی را پرداخت کرده باشد، حق رجوع به او را ندارد (محقق حلی، ۱۴۰۸ق، ج ۲، ص ۱۰۹).

فقیهان اهل سنت برخلاف فقیهان شیعه که ضمان را نقل ذمه به ذمه دانسته اند، باور دارند که ضمان ضم ذمه به ذمه است؛ در این صورت از نگاه آنان، طلب کار می تواند هم به مضمون عنه و هم به ضامن مراجعه کند، بنابراین در مورد اثر ضمان عقدی میان اندیشه و ران فقه و حقوق اسلامی اختلاف نظر وجود دارد. فقیهان امامیه اثر ضمان را نقل ذمه مضمون عنه به ذمه ضامن می دانند، در حالی که فقیهان اهل سنت باور دارند که به سبب عقد ضمان، ذمه ضامن در اصل دین یا در مطالبه به ذمه مضمون عنه ضمیمه می شود (ضیائی و معینی فر، ۱۳۹۳، ص ۱۲۹).

۲-۵. ماهیت فقهی ضمانت در ساختار صکوک ترکیبی

ماهیت ضمانت در ساختار اوراق ترکیبی طراحی شده شبیه ضمانت بانکی است، با این تفاوت که در این اوراق به جای بانک، این دارندگان اوراق هستند که ضمانت را برعهده می گیرند؛ بنابراین نظر فقها در مورد ضمانت نامه های بانکی مورد بررسی قرار می گیرد. طبق نظر برخی فقهای معاصر، ضمانت نامه های بانکی از باب عقد ضمان توجیه پذیر است (وحید خراسانی، ۱۴۲۱ق، ص ۷۵۰؛ موسوی خویی، ۱۴۱۲ق، صص ۵۴۰-۵۴۱). برخی حقوقدانان نیز در توجیه آن گفته اند ضمانت نامه سندی است حاکی از قرارداد ضمان، به این معنا که این سند، معرف و دلیل وجود قراردادی است که پیش از این منعقد شده و پیرو انعقاد آن، سند ضمانت نامه صدور یافته است (اخلاقی، ۱۳۶۸، ص ۱۶۵). در صورت پذیرش این نظریه، باید تمامی قواعد عقد ضمان را حاکم بر ضمانت نامه های بانکی دانست، در حالی که ضمانت نامه ها اگرچه وجوه اشتراکی با عقد ضمان فقهی دارند، اما دارای وجوه افتراقی نیز هستند (ندائی، ۱۳۹۴، ص ۱۲):

۱. ضمانت عرفی، ضمّ ذمه به ذمه به‌شمار می‌رود، درحالی‌که ضمانت فقهی، نقل ذمه به ذمه است.
۲. در ضمانت فقهی به‌محض ضامن شدن، بدهی بدهکار به ذمه ضامن منتقل می‌شود و ذمه بدهکار بری و پاک می‌شود، اما در ضمانت عرفی، بدهی بر ذمه بدهکار باقی می‌ماند و ضامن بازپرداخت وام را در صورت سرباززدن بدهکار از پرداخت، متعهد می‌شود. به‌عبارت‌دیگر، در ضمانت فقهی بدهی به‌طور قطعی به ضامن منتقل می‌شود مانند جایی‌که کسی دین دیگری را بخرد (عقد خرید دین). اما در ضمانت عرفی، باوجود ضمانت، بازهم بدهی بر عهده بدهکار باقی است و ضامن، حالت «گرو» دارد که در صورت استتکاف بدهکار از پرداخت، بدهی به ذمه او منتقل می‌شود و وام‌دهنده می‌تواند بدهی خود را از ضامن طلب کند. به همین دلیل، مشاهده می‌کنیم که بانک‌ها از ضامن، اسناد و مدارکی مانند اوراق بهاداری چون چک و سفته یا نامه کسر از حقوق می‌گیرند تا در صورت نیاز، از طریق آن مطالبات خود را وصول کنند.
۳. در ضمانت فقهی در صورت فوت ضامن، بدهی ضامن مقدم بر ارث ورثه است و باید در اولویت پرداخت قرار گیرد؛ درحالی‌که در ضمانت عرفی، در صورت فوت ضامن اگر وصیت نکرده باشد، چیزی بر عهده ورثه نیست.
۴. در ضمانت فقهی اگر ضامن برای ضمانتش شرطی قرار دهد و به‌عنوان‌مثال بگوید: اگر بدهکار قرض تو را نداد من می‌دهم، ضامن شدن او محل اشکال است، ولی در ضمانت عرفی اشکالی ندارد.
۵. در ضمانت فقهی کسی که فرد ضامن بدهی او می‌شود باید بدهکار باشد، پس اگر کسی بخواهد از دیگری قرض کند، تا وقتی‌که قرض نکرده است، فرد نمی‌تواند ضامن او شود ولی در ضمانت عرفی چنین قیدی نیست.

در ضمانت‌های عرفی همچون ضمانت‌های بانکی، هدف انتقال بدهی نیست، بلکه هدف فراهم کردن فضای امنیت و اطمینان است؛ به همین دلیل بایستی قبل از به وجود آمدن، بدهی و ثبوت آن محقق شود و قبل از احراز تخلف حق مراجعه به ضامن وجود ندارد. به این دلیل می‌توان گفت ضمانت‌نامه‌های عرفی قراردادهای مستقل و

مستحدثی هستند که به مقتضای نیاز جامعه به وجود آمده‌اند، در نتیجه اگر شرایط عمومی معاملات چون نفی اکل مال به باطل، نفی غرر، نفی ضرر و نفی ربا در آنها رعایت شود، مشمول ادله صحت چون آیه شریفه «اوفوا بالعقود» خواهند بود.

برخی فقهای معاصر امامیه نظیر حضرت امام خمینی (ره) و آیت‌الله سیستانی، همچنین فقهای اهل سنت ضمانت‌های عرفی نظیر ضمانت‌نامه‌های بانکی را از باب کفالت تصحیح کرده‌اند و بنابراین طبق نظر این دسته از فقها، ضمانت تبعی تعبیه‌شده در ساختار اوراق ترکیبی نیز از باب کفالت صحیح خواهد بود.

خاطرنشان می‌گردد کفالت در لغت مشتق از کفل و به معنای به عهده گرفتن است. در اصطلاح فقهی نیز عقدی است که به موجب آن یکی از طرفین در مقابل دیگری احضار شخص ثالثی را تعهد می‌کند. به شخص متعهد «کفیل» و به متعهدله «مکفول» و به شخص ثالث «مکفول» گفته می‌شود. کفالت نوعی ضمان است. به عبارت دیگر کفالت التزام احضار مکفول است هرگاه مکفول به بخواند. بدین معنی که شخص ملتزم و متعهد شود که دیگری را هر وقت که مکفول به بخواند حاضر نماید (بحرانی، بی تا، ج ۲۱، ص. ۳؛ شهید ثانی، بی تا، ج ۴، ص. ۱۱۲). کفالت ضم ذمه بذمه یعنی ذمه کفیل به ذمه اصیل در حق مطالبه است (طریحی، ۱۳۷۵، ج ۵، ص. ۴۶۲).

برای اینکه بتوان ضمانت‌نامه‌های بانکی را ذیل کفالت تصحیح نمود، مستلزم آن است که کفالت را به معنای اعم از پرداخت دین و حاضر کردن مکفول نیز در نظر داشت (روحانی، بی تا، ص ۳۸۳)؛ زیرا همان‌طور که اشاره شد، کفالت اصطلاحی در فقه، حاضر کردن شخص است و کفیل، تعهدی به ادای دین ندارد و صرفاً باید مکفول را حاضر کند (اسکندری، ۱۴۲۲ق، ص. ۱۶۲).

حضرت امام خمینی (ره) در خصوص کفالت بانکی می‌نویسد «از کارهای بانک‌ها و مؤسسه‌های آنها، کفالت است، به این صورت که شخصی برای دیگری تعهد می‌کند کاری انجام دهد مانند ساختن پل و بانک یا غیربانک، برای شخص متعهدله، به کفالت متعهد و ضمان وی تعهد می‌کند به اینکه اگر متعهد به آنچه تعهد کرده عمل نکند، مبلغی را از طرف وی بپردازد و کفیل از کسی که آن را کفالت کرده، در برابر کفالت، کارمزد می‌خواهد. ظاهر این کفالت که به تعهد ادای آن در وقتی که متعهد به تعهدش عمل نکند،

برمی‌گردد، صحیح است و گرفتن کارمزد در برابر کفالت و کارهایی که انجام می‌دهد جایز است» (موسوی خمینی، بی‌تا، ج ۲، ص. ۵۸۸):.

آیت‌الله سیستانی تعهد بانک نسبت به صاحب پروژه مبنی بر ادای مبالغ درخواستی در صورت تخلف متعهد از اجرای آن و ادای خسارات را نوعی کفالت مالی می‌داند در برابر کفالت اصطلاحی در ابواب معاملات که ضمانت مالی در این‌گونه موارد با ضمانتی که در فقه به کار می‌رود این تفاوت را دارد (مراجع تقلید، بی‌تا).

شهید صدر با تفسیر موسع از معنای کفالت، آن را نه به معنای مصطلح فقهی، بلکه تعهدی به ادای دین می‌داند که در قالب شرطی است که اگر بدهکار اصلی دین یا تعهد خود را انجام نداد، کفیل (بانک) متعهد به ادای آن می‌شود (صدر، ۱۴۱۰ق، صص. ۱۳۰-۱۳۱).

در میان فقهای اهل سنت نیز چنین نظری وجود دارد (ارشید، ۱۴۲۱، ص. ۱۷۷؛ زعتری ۱۴۲۲، صص. ۳۵۰-۳۵۱). بنا به این نظر، ضمانت‌نامه‌های بانکی کفالت محض هستند، چه به امر مکفول (ضمانت خواه) باشد و چه نباشد. معنای این کفالت هم ضم ذمه به ذمه است که همان ضمان است (دیبان، ۱۴۲۳، ص. ۲).

در فقه عامه غالباً مفهوم عقدی ضمان با واژه «ضمان» استعمال نمی‌گردد، بلکه همه فقیهان، به جز حنفی‌ها، از کفالت به معنای عام (کفالت نفس و کفالت مال) تعبیر به ضمان می‌کنند. آنان ضمان را بیشتر در معانی خسارت و هرچه در نتیجه تعدی از حکم شرع الزامی باشد به‌کاربرده‌اند (وزارت اوقاف و شئون اسلامیة کویت، ۱۴۱۸ق، ج ۲، ص. ۱۰۱۳۷). از نظر آنان کفالت به‌طور کلی به دو دسته تقسیم می‌شود:

۱. کفالت به مال که بازگشت یک دارایی به مالک آن را تضمین می‌کند.
۲. کفالت به نفس که شخص ملتزم و متعهد شود که دیگری را هر وقت که حاکم یا مکفول‌له بخواهد حاضر نماید (الشهید الثانی).

مستقل بودن عقد ضمانت‌نامه‌های بانکی از دیگر نظراتی است که در راستای صحت سازوکار این ضمانت‌نامه‌ها مطرح می‌شود. اکثر حقوق‌دانان معاصر به دلیل آنکه تبیین ماهیت ضمانت‌نامه‌های بانکی در چارچوب عقود مرسوم فقهی، با چالش‌هایی همراه

است، با استناد به اصل آزادی قراردادها و ماده «۱۰» قانون مدنی و وجود ادله کافی و دارای صلاحیت در غیرتوقیقی بودن عقود این موضوع را مطرح می‌کنند.

۳-۵. أخذ کارمزد در ضمانت از منظر فقهی

فقه‌های معاصر در زمینه کارمزد یا اجرت ضمان، معمولاً ذیل ضمانت بانکی نظرشان را عنوان کرده‌اند. آیت‌الله سیستانی گرفتن کارمزد معینی از متعهد به ازای کفالت از او مبنی بر اجرای پروژه را جایز دانسته است و این قرارداد را از باب جُعالة صحیح برشمرده است، بدین صورت که متعهد، جُعالی را برای بانک در صورت کفیل شدنش تعیین می‌کند و در این حال، گرفتن این مبلغ برای بانک حلال است (سیستانی، مسأله ۲۸۱۰). امام خمینی (ره) کفالت بانکی که به تعهد ادای آن در وقتی که متعهد به تعهدش عمل نکند، برمی‌گردد، صحیح دانسته و گرفتن کارمزد در برابر کفالت و کارهایی که انجام می‌دهد را جایز اعلام کرده است (موسوی خمینی، بی‌تا، ج ۲، ص ۵۸۸). آیت‌الله مکارم شیرازی عنوان نموده است قرار دادن ضمانت پرداخت برعهده بانک، و گرفتن کارمزد از سوی بانک، مانعی ندارد و بانک نیز می‌تواند وجه پرداختی را از طرف مقابل بگیرد (مکارم شیرازی، مسأله ۵۹۶).

۱-۳-۵. تسلسل در ضمانت از منظر فقهی

در تحلیل فقهی امکان طراحی اوراق ترکیبی ضمانت زنجیره‌ای این مسأله مطرح می‌شود که آیا امکان ضمانت از بانی که خود ضامن است وجود دارد؟ در این بخش بحثی مطرح می‌شود که تسلسل در ضمانت نامیده می‌شود. منظور از تسلسل در ضمانت، حالتی است که شخصی از ضامن ضمانت کرده و شخص دیگری از شخص دوم ضمانت می‌کند و به همین ترتیب ضمانت‌ها تداوم پیدا می‌کند که آن را اصطلاحاً تسلسل یا ترامی می‌نامند. در ضمانت، تسلسل جایز است؛ بنابراین اگر کسی ضمانت ضامن را برعهده گیرد و فرد سوم نیز از ضامن دوم ضمانت کند، ضمانت صحیح است و با پرداخت دین توسط یکی از ضامن‌ها، ذمه ضامن‌های دیگر بری می‌شود. همچنین است اگر مضمون‌له ضامن آخر را ابرا کند. با مراجعه مالک به ضامن آخر، وی می‌تواند به ضامن قبلی که مضمون‌عنه او است رجوع کند، به شرط آنکه ضمانتش با اجازه او باشد. همچنین ضامن پیشین به ضامن

قبلی خود رجوع می‌کند تا به مضمون‌عنه اصلی برسد (حلی، حسن بن یوسف، ۱۳۷۸، ج ۲۲، ص. ۵۶۰؛ شهید ثانی، بی‌تا، ج ۲۴، صص. ۱۳۸-۱۴۱).

جمع‌بندی و نتیجه‌گیری

در این تحقیق سعی گردیده است از ظرفیت عقد ضمان جهت طراحی ابزاری برای انتقال ریسک استفاده گردد. با طراحی اوراق ترکیبی اجاره-ضمان و مرابحه-ضمان تلاش شده است که دو بانی را که یکی به‌دنبال تأمین مالی (تأمین نقدینگی) و دیگری به‌دنبال انتقال ریسک است به هم مرتبط نموده تا با انتشار این اوراق، دو هدف توأمان محقق گردد. در واقع مقاله حاضر، راه‌حلی بدیل یا جایگزین ضمانت بانکی ارائه نموده است. بدین‌صورت که دارندگان این اوراق ترکیبی علاوه‌بر سرمایه‌گذاری، به‌ازای دریافت نرخ بیشتر، امر ضمانت اوراق بهاداری دیگر را، به‌جای ضامن بانکی، متقبل شوند. از جمله مزیت‌ها و کارکردهای طراحی چنین صکوکی می‌توان به موارد ذیل اشاره نمود:

۱. مزیت انتشار اوراق ترکیبی این است که دارایی مبنای انتشار اوراق باهدف تأمین مالی (اجاره و مرابحه) و سود دریافتی توسط دارندگان اوراق می‌تواند به‌عنوان وجه تضمین و وثیقه‌ای جهت جبران زیان‌های ناشی از بروز حادثه برای بانی متقاضی پوشش ریسک محسوب گردد.
۲. انتشار این اوراق سبب کاهش هزینه‌های انتشار اوراق خواهد شد؛ زیرا یک‌نهاد واسط، یک مشاوره عرضه، یک عامل فروش و... جهت تحقق دو هدف متمایز درگیر خواهند بود.
۳. عایدی دارندگان اوراق ترکیبی علاوه‌بر اجاره‌بهای دوره‌ای (در اوراق اجاره) یا اقساط دوره‌ای (در اوراق مرابحه)، کارمزد یا حق ضمانتی است که بابت ضمانت دریافت می‌کنند که سبب می‌گردد بازدهی اوراق ترکیبی قاعدتاً بالاتر از اوراق بدهی معمولی باشد.
۴. در اوراق ترکیبی، حوزه فعالیت بانی متقاضی تأمین مالی ممکن است کاملاً بابانی متقاضی انتقال ریسک متفاوت باشد که این امر سبب می‌گردد ریسک این ساختار کاهش یابد.

۵. در صکوک ترکیبی طراحی شده، حق رجوع ضامن (دارندگان اوراق ترکیبی) به بانی متقاضی پوشش ریسک جهت مطالبه خسارت وجود دارد؛ بنابراین در صورت بروز زیان، لازم است واسط به وکالت از دارندگان اوراق به بانی متقاضی پوشش ریسک رجوع کرده و مطالبه خسارت نماید و یا صندوقی تشکیل گردد که کارکرد آن پیگیری بازیافت زیانها به نفع دارندگان اوراق باشد.
۶. در این ساختار از مفهوم ضمانت استفاده گردیده است که صرفاً نوعی اعتباربخشی به فرد یا پیمانکاری است که تعهدی را نسبت به دارایی خاصی داده است. درحالی که کارمزدها و یا حق ضمانت، ذخیره زیادی برای پرداخت زیان محسوب نمی‌گردد و به نوعی هزینه‌ای صرفاً برای اعتباربخشی است؛ بنابراین لازم است اطمینان حاصل گردد که فردی که ضامن می‌گردد توان مالی لازم برای جبران زیانهای احتمالی را داشته باشد که در اوراق ترکیبی ضمان، دارایی پایه اجاره داده شده یا فروخته شده می‌تواند به‌عنوان وثیقه و تضمینی محسوب گردد که این اطمینان را می‌دهد که ضامن توانایی پرداخت زیان احتمالی را (به اندازه اجاره بها و اصل پول) خواهد داشت.
۷. علاوه بر اینکه بانیا انتشار صکوک می‌توانند ضمانت اوراق بهادار خود را از طریق انتشار اوراق ترکیبی، به دارندگان اوراق دیگر بسپارند، این سازوکار برای ضمانت سایر تعهدات مالی نیز قابل استفاده است. به‌عنوان نمونه پیمانکاران می‌توانند به جای مراجعه به بانک و درخواست ضمانت نامه بانکی، از طریق این اوراق ترکیبی، ضمانت انواع تعهدات خود را از طریق دارندگان اوراق ترکیبی انجام دهند.

با توجه به تفاوت ماهوی ضمان فقهی و ضمان تبعی موجود در اوراق ترکیبی، این نوع ضمان طبق نظر برخی فقهای معاصر از جمله حضرت امام خمینی (ره)، آیت الله سیستانی و... براساس کفالت قابل تصحیح بوده و این منوط به توسعه مفهومی کفالت می‌باشد. همچنین بیان شد که أخذ کارمزد و اجرت در ضمان و کفالت از نظر شرعی بلاشکال است. موضوع دیگری که در توسعه مدل بدان اشاره شد، تسلسل ضمان و

ضمان ضربداری در ساختار اوراق ترکیبی است که طبق بررسی صورت گرفته از نظر شرعی صحیح است.

یادداشت‌ها

۱. 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.

2. Credit-Linked Notes

3. Systemic Risk

کتابنامه

احمدار شید، محمود عبدالکریم (۱۴۲۱ ق). *الشامل فی معاملات و عملیات المصارف الاسلامیه*. اردن: دارالفنایس.

اخلاقی، بهروز (۱۳۶۸). *بحثی پیرامون ضمانت‌نامه‌های بانکی، مجله کانون وکلا، ۱۴۸-۱۴۹، ۱۸۸-۱۴۹*.

اسکندری، م صطفی (۱۴۲۲ ق). *فقه‌الحیاه‌المعاصر (۳) عن محاضرات: الاستاذ الشیخ محمد سند فقه‌النبوک و الحقوق‌الجدیده* (چاپ اول). قم: دارالغدیر.

بحرانی، یوسف بن احمد بن ابراهیم (بی‌تا). *الحدائق‌الناضرة فی أحكام‌العترة‌الطاهرة* (چاپ اول). قم: دفتر انتشارات اسلامی وابسته به جامعه مدرسین حوزه علمیه قم.

بنی‌طبا، سیده‌هدی؛ فاطمی، سیدعلی؛ و پاک‌پرور، محمدمهدی (۱۳۹۴). *اصلاح ساختاری نهاد ضمانت؛ کلید دسترسی بنگاه‌های کوچک و متوسط به اعتبار. تهران: بیست و پنجمین همایش سالانه سیاست‌های پولی و ارزی*.

توحیدی، محمد (۱۳۹۶). *صندوق ضمانت؛ راهکاری نوین در توسعه بازار اوراق بهادار اسلامی. دوفصلنامه تحقیقات مالی اسلامی، ۷(۱۳)، ۹۱-۱۲۶*.

Doi: 10.30497/ifr.2017.2128

توحیدی، محمد (۱۳۹۳). *بررسی فقهی انتشار اوراق اجاره و مرابحه چندطبقه اعتباری. دوفصلنامه تحقیقات مالی اسلامی، ۷(۱۳)، ۱۳۵-۱۶۸*.

Doi: 10.30497/ifr.2014.1678

حبیب‌اللهی، محمدهادی؛ و ذاکرنیا، احسان (۱۳۹۷). *بررسی امکان استفاده از سوآپ نکول اعتباری در پوشش ریسک اعتباری صکوک. دوفصلنامه جستارهای اقتصادی ایران، ۲۹(۲)، ۹۵-۱۲۰*.

طراحی صکوک ترکیبی با هدف تأمین مالی و انتقال ریسک... / محمد توحیدی و میثم کریمی **تجربیات اسلامی** ۶۹۳

حلی، حسن بن یوسف (۱۳۷۸). *تحریر الاحکام الشرعیه علی مذهب الامامیه*، قم: مؤسسه امام صادق(ع).

دبیان، محمد (۱۴۲۳ق). *بطاقات الائتمان و التکیف الفقہی*. بی جا؛ بی نا.

روحانی، سید محمد صادق (بی تا). *المسائل المنتخبه*، بی جا.

زعتری، علاءالدین (۱۴۲۲ ق). *الخدمات المصرفیه و موقف و الشریعہ الاسلامیه منها*. بیروت: دارالکلم الطیب.

شهید ثانی (بی تا). *الروضه البهیة فی شرح اللمعة الدمشقیة*. قم: مرکز النشر التابع لمکتب الاعلام الاسلامی.

شورای عالی بورس و اوراق بهادار (۱۳۹۰ - الف). *دستورالعمل انتشار اوراق اجاره*. تهران: سازمان بورس و اوراق بهادار.

شورای عالی بورس و اوراق بهادار (۱۳۹۰ - ب). *دستورالعمل انتشار اوراق مرابحه*. تهران: سازمان بورس و اوراق بهادار.

شورای عالی بورس و اوراق بهادار (۱۳۹۲). *دستورالعمل انتشار اوراق سفارش ساخت*. تهران: سازمان بورس و اوراق بهادار.

شورای عالی بورس و اوراق بهادار (۱۳۹۶ - الف). *دستورالعمل انتشار اوراق خرید دین*. تهران: سازمان بورس و اوراق بهادار.

شورای عالی بورس و اوراق بهادار (۱۳۹۶ - ب). *دستورالعمل انتشار اوراق منفعت*. تهران: سازمان بورس و اوراق بهادار.

ضیائی، محمد عادل؛ و معینی فر، محدثه (۱۳۹۳). *تحلیل ماهیت فقہی و حقوقی ضمانت نامه های بانکی*. فصلنامه اقتصاد اسلامی، ۱۳(۵۱)، ۱۴۴-۱۲۱.

طریحی، فخرالدین (۱۳۷۵). *مجمع البحرین*، تهران: مرتضوی.

کمیته فقہی سازمان بورس و اوراق بهادار (۱۳۹۷). *مصوبات کمیته فقہی سازمان بورس و اوراق بهادار*. تهران: مرکز پژوهش، توسعه و مطالعات اسلامی سازمان بورس و اوراق بهادار.

محقق حلی، جعفر بن حسن (۱۴۰۸ق)، *شرایع الاسلام*. قم: اسماعیلیان.

مهدوی، اصغرآقا؛ اصغری، مجید؛ خوانساری، رسول؛ و سیاهکارزاده، محمد سجاد (۱۳۹۲). *ورق اعتباری، ابزار دو رگه تأمین مالی و مدیریت ریسک، کارکرد مالی و کاوش های فقہی*.

تهران: ششمین کنفرانس توسعه نظام مالی در ایران.

موسوی خمینی، سیدروح‌الله (۱۴۱۰ق- الف). *تحریر الوسیله*. قم: مؤسسه نشر اسلامی.
موسوی خویی، سید ابوالقاسم (۱۴۱۲ق). *توضیح المسائل*، قم: لطفی.
موسویان، سید عباس (۱۳۸۶). *فرهنگ فقهی و حقوقی معاملات*. تهران: پژوهشگاه پولی و بانکی.

موسویان، سید عباس (۱۳۹۱). *بازار سرمایه اسلامی (۱)*. تهران: پژوهشگاه فرهنگ و اندیشه اسلامی.

موسویان، سید عباس؛ صالح‌آبادی، علی؛ و کاوند، مجتبی (۱۳۹۶). امکان سنجی فقهی اوراق مشارکت مصون از تورم. *دوفصلنامه تحقیقات مالی اسلامی*، ۶(۱۲)، ۱۰۱-۱۳۲.

Doi: 10.30497/ifr.2017.2000

موسوی‌خمینی، روح‌الله (۱۳۹۲)، *تحریر الوسیله*. تهران: مؤسسه تنظیم و نشر آثار امام خمینی (ره).

موسوی‌خمینی، روح‌الله (بی‌تا). *تحریر الوسیله*، قم: دارالعلم.

ندائی، محمدعلی (۱۳۹۴). تفاوت‌های ضمانت «فقهی» و «ضمانت عرفی». *روزنامه خراسان*.
نظری‌پور، محمدتقی؛ و خزایی، ایوب (۱۳۹۱). طراحی صکوک مشارکت جهت انتقال ریسک شرکت‌های بیمه به بازار سرمایه. *فصلنامه اقتصاد اسلامی*، ۱۲(۴۷)، ۱۳۱-۱۵۶.

هال، جان‌ادوارد (۱۳۸۴). *مبانی مهندسی مالی و مدیریت ریسک* (سجاد سیاح و علی صالح‌آبادی. مترجمان) تهران: گروه رایانه تدبیرپرداز.

هیأت وزیران (۱۳۷۷). آیین‌نامه اجرایی قانون نحوه انتشار اوراق مشارکت. تهران: سازمان بورس و اوراق بهادار.

وحیدخراسانی، حسین (۱۴۲۱ق). *توضیح المسائل* (چاپ اول). قم: مدرسه باقرالعلوم.
وزاره الأوقاف و الشؤون الإسلامية، (۱۴۱۸ق). *لموسوعة الفقهية الكويتية*. کویت: دارالصفوه.

CNA Surety, Surety ship (2012). "A Practical Guide to Surety Bonding".