

بررسی فقهی انتشار اوراق اجاره و مرابحه چند طبقه اعتباری

محمد توحیدی*

تاریخ دریافت: ۹۳/۰۲/۲۰

تاریخ پذیرش: ۹۴/۰۵/۲۱

چکیده

روش‌هایی که در تأمین مالی ساختار یافته برای بهبود کیفیت اعتباری محصولات مالی و اوراق بهادار بکار می‌روند، به سازوکارهای ارتقای رتبه اعتباری معروف هستند. از جمله مهم‌ترین و رایج‌ترین روش‌های ارتقای رتبه اعتباری، سازوکار طبقه‌بندی و اولویت‌بندی اوراق بهادار است. این روش جزء سازوکارهای ساختاری و درونی ارتقای رتبه اعتباری در تأمین مالی ساختار یافته محسوب می‌گردد. طبقه‌بندی اوراق براساس اولویت در دریافت سود و پرداخت زیان صورت می‌پذیرد که سبب کاهش هزینه‌های تأمین مالی و افزایش جذابیت اوراق برای سرمایه‌گذاران می‌گردد. آنچه مهم است نحوه استفاده از سازوکار چند طبقه کردن در انتشار اوراق بهادار اسلامی است. در این تحقیق ابتدا سازوکار اوراق بهادار چند طبقه به دقت تبیین گردیده و در مرحله بعد کاربرد این سازوکار در انتشار اوراق اجاره و اوراق مرابحه مورد بررسی قرار می‌گیرد و سپس با روش توصیفی تحلیلی به بررسی و تحلیل فقهی انتشار اوراق اجاره و مرابحه چند طبقه پرداخته و سازگاری آن با موازین فقه امامیه مورد بررسی می‌گیرد. در مقاله حاضر سازگاری سازوکار چند طبقه کردن اوراق اجاره و مرابحه با فقه امامیه براساس قراردادهای ضمان، بیمه، صلح و شرط ضمن عقد مورد بررسی و تأیید قرار گرفته است.

واژگان کلیدی

سازوکار ارتقای رتبه اعتباری، اوراق بهادار چند طبقه، اوراق اجاره، اوراق مرابحه، فقه امامیه.

طبقه‌بندی JEL: G32, G23

* دانشجوی مقطع دکتری رشته مدیریت مالی دانشگاه امام صادق(ع) و کارشناس مدیریت پژوهش، توسعه و مطالعات اسلامی سازمان بورس و اوراق بهادار
tohidi83@gmail.com

مقدمه

روش‌هایی که در تأمین مالی ساختار یافته برای بهبود کیفیت اعتباری محصولات مالی و اوراق بهادار بکار می‌رود، به سازوکارهای ارتقای رتبه اعتباری^۱ معروف هستند. این روش‌ها جزء مهم تبدیل به اوراق بهادارسازی در تأمین مالی ساختار یافته^۲ محسوب می‌گردند و برای مؤسسات رتبه‌بندی دارای اهمیت فراوان هستند. این روش‌ها ریسک نکول (اعتباری) یک ابزار مالی را کاهش داده و بدین‌سان باعث افزایش رتبه اعتباری و کاهش سود اوراق می‌گردند.

با وجود اینکه انواع گوناگونی از سازوکارهای ارتقای رتبه اعتباری وجود دارد، ماهیت سازوکار مورد نیاز در هر معامله به نوع دارایی تبدیل به اوراق بهادار شده و نوع سرمایه‌گذار بستگی دارد؛ به گونه‌ای که برخی اشکال ارتقای رتبه اعتباری ممکن است برای دارایی‌های خاصی مناسب باشند در حالی که برای دیگر دارایی‌ها مناسب نباشند. مقدار و اندازه بکارگیری سازوکارهای ارتقای رتبه اعتباری مورد نیاز برای دستیابی به رتبه اعتباری مشخص، توسط مؤسسات رتبه‌بندی اعتباری تعیین می‌گردد. مؤسسه رتبه‌بندی وظیفه سایزبندی سازوکار ارتقای رتبه اعتباری را بر عهده داشته و ساختاردهنده با توجه به آن، بهترین ترکیب سازوکارهای ارتقای رتبه اعتباری را تعیین می‌کند. عواملی که توسط مؤسسات رتبه‌بندی جهت سایزبندی یک معامله در نظر گرفته می‌شود عبارتند از: انگیزه‌های متعهد (بدهکار) برای نکول، کیفیت اعتباری متعهدان (بدهکاران)، سناریوهای وقوع زیان و تغییرپذیری آن و میزان تنوع‌سازی دارایی پایه^۳ (Fabozzi, 2008).

انواع سازوکارهای ارتقای رتبه اعتباری را می‌توان در دو دسته کلی بیرونی و درونی تقسیم‌بندی نمود که سازوکار طبقه‌بندی اوراق، شکاف یا سود مازاد، وثیقه‌گذاری بیش از حد، ذخیره یا وثیقه نقدی جزء سازوکارهای درونی ارتقای رتبه اعتباری و اوراق ضمانت و ضمانت‌های مالی و اعتبار اسنادی جزء سازوکارهای بیرونی

ارتقای رتبه اعتباری نیز محسوب می‌گردند (Dwight Asset Management Company, 2005).

همچنین در یک تقسیم‌بندی دیگر می‌توان این سازوکارها را در سه دسته طبقه‌بندی نمود (Fabozzi, 2008):

- ۱- سازوکارهای فراهم شده توسط بانی؛
- ۲- سازوکارهای ساختاری؛
- ۳- سازوکارهای فراهم شده توسط شخص ثالث.

از جمله سازوکارهای ارتقای رتبه اعتباری فراهم شده توسط بانی می‌توان به شکاف یا سود اضافی^۴، وثیقه نقدی^۵، وثیقه‌گذاری بیش از حد^۶ و استریپ صرفاً نرخ سود^۷ و از جمله سازوکارهای ارتقای رتبه اعتباری فراهم شده توسط شخص ثالث می‌توان به ضمانت مالی و اعتبارات اسنادی اشاره نمود.

همچنین سازوکار ساختاری روشی است که در آن اوراق قرضه با طبقات مختلف ریسک و اولویت‌های متفاوت منتشر می‌گردند (مانند اوراق قرضه با کیفیت A، B و C). اوراق بدون اولویت و با کیفیت اعتباری پایین C افزایش اعتباری برای اوراق قرضه با کیفیت بهتر B و هر دو طبقه B و C افزایش اعتباری برای اوراق قرضه طبقه A فراهم می‌آورند. بدلیل افزایش کیفیت اعتباری که از ساختار بدهی‌ها و تعهدات ایجاد می‌گردد، این روش بعنوان سازوکار ساختاری شناخته می‌گردد.

از جمله رایج‌ترین روش‌های ارتقای رتبه اعتباری، سازوکار طبقه‌بندی و اولویت‌بندی اوراق بهادار است. این روش جزء سازوکارهای ساختاری و درونی ارتقای رتبه اعتباری در تأمین مالی ساختار یافته محسوب می‌گردد. طبقه‌بندی اوراق براساس اولویت در دریافت سود و پرداخت زیان صورت می‌پذیرد که سبب کاهش هزینه‌های تأمین مالی و افزایش جذابیت اوراق برای سرمایه‌گذاران می‌گردد.

در نوشتار حاضر، روش تحقیق توصیفی تحلیلی است و با توجه به ماهیت اکتشافی مقاله نیازی به ذکر فرضیه نیست. در این تحقیق به دنبال این هستیم که سازوکار اوراق بهادار چند طبقه به دقت تبیین گردیده و ضمن ارائه چند نمونه کاربرد سازوکار طبقه‌بندی و اولویت‌بندی در اوراق بهادار اسلامی، به بررسی کاربرد این سازوکار در اوراق اجاره و مرابحه پردازیم. آنچه مهم است بررسی و تحلیل اوراق اجاره و مرابحه چند طبقه از دیدگاه فقه امامیه است که در این تحقیق بدان پرداخته می‌شود و سازگاری سازوکار چند طبقه‌کردن اوراق اجاره و مرابحه با موازین فقه امامیه براساس قراردادهای ضمان، بیمه، صلح و شرط ضمن عقد مورد بررسی و تجزیه و تحلیل قرار می‌گیرد.

۱. پیشینه تحقیق

در مورد سازوکار طبقه‌بندی اوراق بهادار در تأمین مالی ساختار یافته و تبدیل به اوراق بهادارسازی مقالات و کتب متعددی نگاشته شده است که در ادامه به برخی از این مقالات اشاره می‌گردد. زودانگ و همکاران (۲۰۰۷) در مقاله‌ای با عنوان «سطوح اولویت‌بندی در تأمین مالی ساختار یافته» به بیان مزیت استفاده از اوراق کم ریسک در کنار اوراق پر ریسک برای حل مشکل عدم تقارن اطلاعات بین سرمایه‌گذاران و واسطه‌های مالی می‌پردازد. همچنین این مقاله به بررسی مقدار حمایت اعتباری می‌پردازد که اوراق قرضه با کیفیت اعتباری بالا از اوراق بدون اولویت (با کیفیت اعتباری پایین) دریافت می‌کنند که واسطه‌های مالی و مؤسسات رتبه‌بندی نقش مهمی را در تعیین سطوح اولویت اوراق و مدیریت ریسک ابزارهای مالی ساختار یافته ایفا می‌نمایند. این مؤلفان در مقاله دیگری با عنوان «ریسک اعتباری و سطوح اولویت‌بندی در اوراق با پشتوانه رهن تجاری»^۱ اینگونه نتیجه‌گیری می‌کنند که سطوح اولویت طبقات مختلف اوراق بهادار رابطه مثبت قوی با ریسک اعتباری طبقات ندارد و عوامل

دیگری نیز علاوه بر ریسک اعتباری چون نیاز بازار به ساختار معاملاتی خاص در سازوکار طبقه‌بندی اوراق بهادار مؤثر است.

دی مارزو (۱۹۹۷) در مقاله‌ای با عنوان «ادغام و اولویت‌بندی اوراق بهادار» عنوان می‌کند در صورتی که واسطه مالی در مورد ارزش تک‌تک دارایی‌هایش عدم تقارن اطلاعات داشته باشد، ادغام دارایی‌ها و اولویت‌بندی اوراق با پشتوانه دارایی می‌تواند راه حل خوبی برای تنوع‌سازی ریسک و کاهش هزینه‌ها گردد.

با توجه به مطالعات گسترده در این حوزه در مالی متعارف، تحقیقات محدودی به چشم می‌خورد که به بررسی سازگاری این سازوکار با موازین شریعت پردازد. مختار (۲۰۱۰) در مقاله‌ای با عنوان "بررسی اولویت‌بندی اوراق از دیدگاه اصول شریعت" به بررسی تجربه کشورهای اسلامی در انتشار اوراق بهادار چند طبقه می‌پردازد. آنچه جالب توجه است اینکه اندیشمندان و فقهای اهل سنت تا کنون این سازوکار را منطبق با شریعت ندانسته‌اند. به نظر می‌رسد با توجه به تفاوت شرایط و احکام عقود مانند ضمان در فقه امامیه و مکاتب اهل سنت و همچنین رویکرد متفاوت فقه امامیه در طراحی قراردادهای جدید، بتوان سازگاری این سازوکار را با موازین شریعت مورد بررسی قرار داد. نوآوری بارز این تحقیق نسبت به پژوهش‌های گذشته، اول، کاربردی نمودن سازوکار طبقه‌بندی و اولویت‌بندی اوراق برای بازار صکوک است، راهکاری که خاستگاه آن در تأمین مالی ساختار یافته بوده و برای اوراق بهادار متعارف مورد استفاده قرار می‌گیرد. دوم، بررسی و تجزیه و تحلیل این سازوکار براساس موازین فقه امامیه است که تا کنون تحقیقی در این زمینه صورت نپذیرفته است.

۲. سازوکار طبقه‌بندی اوراق بهادار^۱ جهت ارتقاء رتبه اعتباری

قطعه^۱ یک واژه فرانسوی به معنای طبقه، بخش، سری، قسمت، برش، تفکیک و جزءبندی کردن یا بخشی از یک چیز می‌باشد. طبقه‌بندی اوراق اشاره به فراگرد

اولویت‌بندی اوراق دارد، بگونه‌ای که در آن زیان‌ها به سطوح متنوعی از اوراق قرضه اختصاص یابد (Mason, 2008).

اوراق بهادار چند طبقه بدین معناست که به پشتوانه یا مبتنی بر یک دارایی پایه چند طبقه اوراق بهادار با سطوح ریسک و بازدهی متفاوت منتشر می‌گردد.

۳. انواع اوراق بهادار چند طبقه

طبقه‌بندی اوراق بهادار را می‌توان بر اساس افق زمانی و سررسید اوراق و یا براساس کیفیت اعتباری اوراق انجام داد. اما خاطر نشان می‌گردد که سازوکار متعارف ارتقای رتبه اعتباری در تأمین مالی ساختار یافته مربوط به اولویت‌بندی اوراق براساس تمایز رتبه اعتباری می‌باشد و تمرکز اصلی تحقیق نیز بر این نوع سازوکار معطوف می‌گردد.

۳-۱. اوراق بهادار چند طبقه زمانی

در اوراق بهادار چند طبقه زمانی^{۱۱} تنها تمایز بین اوراق، سررسید اوراق بهادار می‌باشد. این در حالی است که کیفیت اعتباری تمام طبقات اوراق یکسان باقی مانده و تمام طبقات دارای سطوح ریسک یکسانی می‌باشند؛ بگونه‌ای که در صورت وقوع زیان، تمام طبقات اوراق به شکل مساوی متحمل زیان خواهند گردید. تمایز افق زمانی بین طبقات اوراق باعث افزایش جذابیت این اوراق و افزایش تقاضا توسط طیف وسیع‌تری از سرمایه‌گذاران با افق‌های زمانی متفاوت می‌گردد.

۳-۲. اوراق بهادار چند طبقه بر اساس تمایز رتبه اعتباری

ماهیت اوراق بهادار چند طبقه معمولاً اوراق با درآمد ثابت (اوراق قرضه) است و سود دریافتی توسط سرمایه‌گذاران اوراق در تاریخ انتشار، مشخص و معین است.

در اوراق بهادار چند طبقه براساس تمایز رتبه اعتباری^{۱۲}، معمولاً چند طبقه اوراق (اوراق «با اولویت»^{۱۳} و یک یا چندین طبقه اوراق «بدون اولویت»^{۱۴}) منتشر می‌گردد که در این ساختار، اوراق بدون اولویت در واقع سطوح پوشش ریسک اعتباری اوراق با

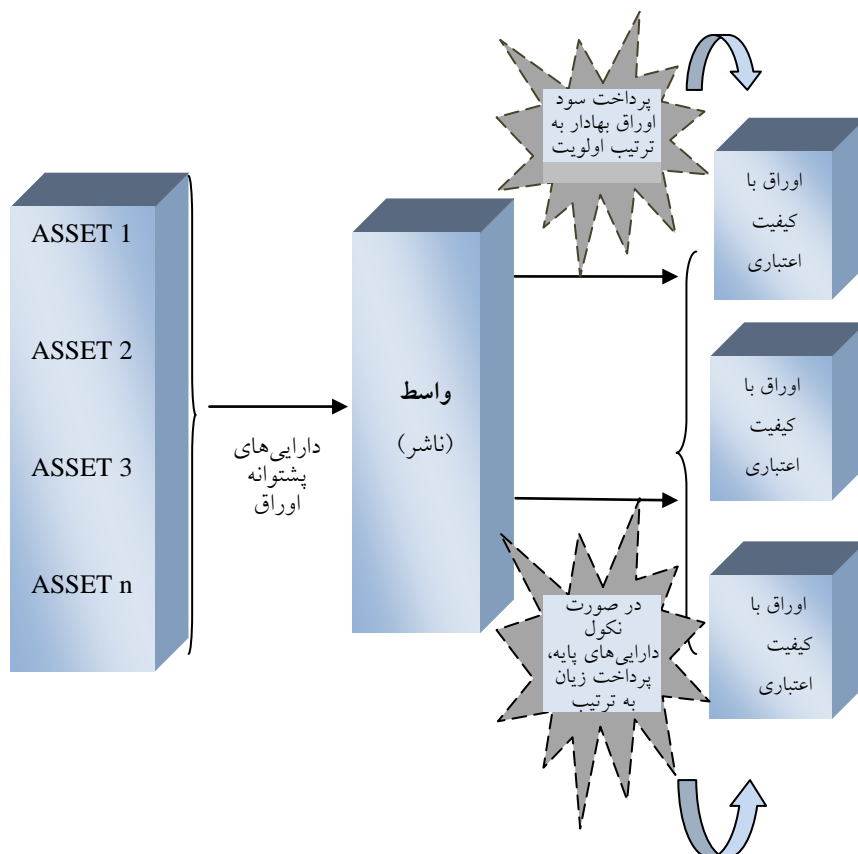
اولویت است. اگر در مجموعه دارایی پایه نکولی صورت پذیرد، ابتدا این اوراق بدون اولویت هستند که متحمل زیان شده و اوراق با اولویت تنها زمانی متحمل زیان خواهند شد که مقدار زیان محقق شده فراتر از اصل و سود اوراق با اولویت پایین تر و همچنین اوراق بدون اولویت باشد.

بنابراین تمایز بین اوراق بهادار منتشره، در سطوح متفاوت کیفیت اعتباری و ریسک و بازدهی اوراق بهادار است؛ بعنوان نمونه در اوراق بهادار سه طبقه، اوراق با اولویت^{۱۵} (با کیفیت اعتباری بالاتر) در دریافت سود و اصل نسبت به اوراق با کیفیت متوسط^{۱۶} و اوراق با کیفیت اعتباری پایین^{۱۷} دارای اولویت هستند؛ بنابراین سود حاصل از دارایی‌ها (وثیقه‌ها) ابتدا به اوراق با بهترین کیفیت سپس به اوراق با کیفیت متوسط و در نهایت باقیمانده سود حاصل به اوراق با پایین‌ترین کیفیت اعتباری اختصاص می‌یابد و معمولاً این اوراق با پایین‌ترین کیفیت اعتباری توسط خود بانای نگهداری می‌گردند. این در حالی است که نکول در دارایی‌ها (وثیقه‌ها) به ترتیب اولویت، ابتدا سود و اصل پرداختی به اوراق بدون اولویت و در صورت عدم کفاف، سود و اصل پرداختی به اوراق میانی و در نهایت سود و اصل پرداختی به اوراق با اولویت را تحت تأثیر قرار خواهد داد؛ به همین خاطر برای جبران ریسک بالای اوراق کم کیفیت، بازده بیشتری نیز به این اوراق تعلق می‌گیرد؛ بنابراین اوراق با بهترین کیفیت اعتباری دارای ریسک و بازده کم ولی اوراق با بدترین کیفیت (اوراق بدون اولویت)، دارای بالاترین ریسک و بازدهی هستند (Lehman Brothers, 2001).

اوراق با اولویت، دارای رتبه اعتباری AAA هستند در حالی که اوراق بدون اولویت دارای رتبه‌های اعتباری پایین تر و یا بدون هیچ‌گونه رتبه اعتباری هستند. معمولاً اوراق بدون رتبه و با کیفیت اعتباری پایین توسط خود بانای (ناشر) اوراق بهادار نگهداری می‌گردد.

طبقه‌بندی اوراق بهادار 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 طراحی کرد (Fender, 2005).

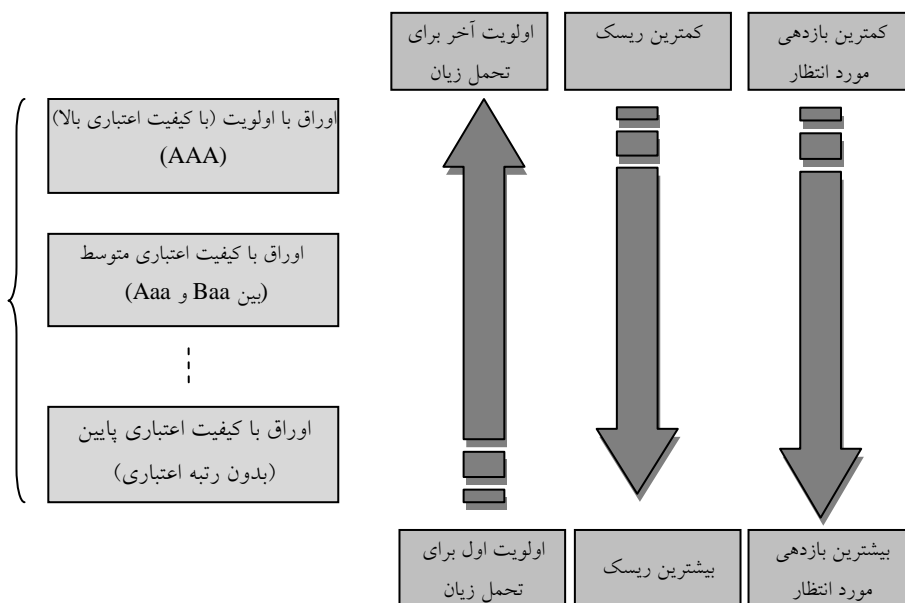
سطوح با اولویت پایین‌تر در واقع حمایت اعتباری لازم را برای اوراق با اولویت جهت کسب رتبه اعتباری بالا (AAA) فراهم می‌آورند و در واقع اوراق با کیفیت اعتباری پایین‌تر سپر اوراق با کیفیت بالا در مقابل زیان‌های نکول دارایی پایه می‌شوند. سطوح اولویت در واقع نشان‌دهنده این واقعیت است که اوراق با اولویت چه مقدار حمایت اعتباری از طبقات بدون اولویت (با کیفیت اعتباری پایین‌تر) بدست می‌آورند، زیرا هدف ارتقای سطح کیفیت اعتباری اوراق با اولویت است و در حقیقت اوراق با کیفیت پایین‌تر با جذب زیان‌های مجموعه دارایی‌های پایه تا حد مشخصی، سبب حمایت اعتباری لازم از اوراق با اولویت شده و باعث ارتقای رتبه اعتباری آنها می‌گردد؛ بنابراین میزان انتشار اوراق بدون اولویت و با کیفیت اعتباری پایین بستگی به کیفیت اعتباری دارایی پایه دارد و هر چه کیفیت اعتباری دارایی پایه بیشتر باشد نیاز به انتشار میزان کمتری از اوراق بدون اولویت می‌باشد و برعکس هرچه کیفیت دارایی پایه کمتر باشد نیاز به انتشار میزان بیشتری از اوراق بدون اولویت می‌باشد.



نمودار (۱): فرآیند انتشار اوراق بهادار چند طبقه متعارف

طبقه بندی اوراق سبب حمایت ساختاری از اوراق با اولویت می گردد که به آن ساختار آبشاری نیز می گویند. اولویت دریافت جریان نقدی حاصل از دارایی های پایه به ترتیب از اوراق با اولویت (با بیشترین کیفیت اعتباری) شروع شده و در نهایت به اوراق بدون اولویت (با کمترین کیفیت اعتباری) ختم می شود. این در حالی است که در صورت بروز نکول در دارایی پایه، توزیع زیانها از اوراق با پایین ترین کیفیت اعتباری شروع می شود (بدین معنا که اصل و سود اوراق سوخت می گردد) و در صورت عدم کفاف، سود و اصل دارندگان اوراق با کیفیت اعتباری بهتر را نیز تحت

تأثیر قرار می‌دهد. در نمودار زیر اولویت دریافت سود و زیان و کیفیت اعتباری اوراق نمایش داده شده است.

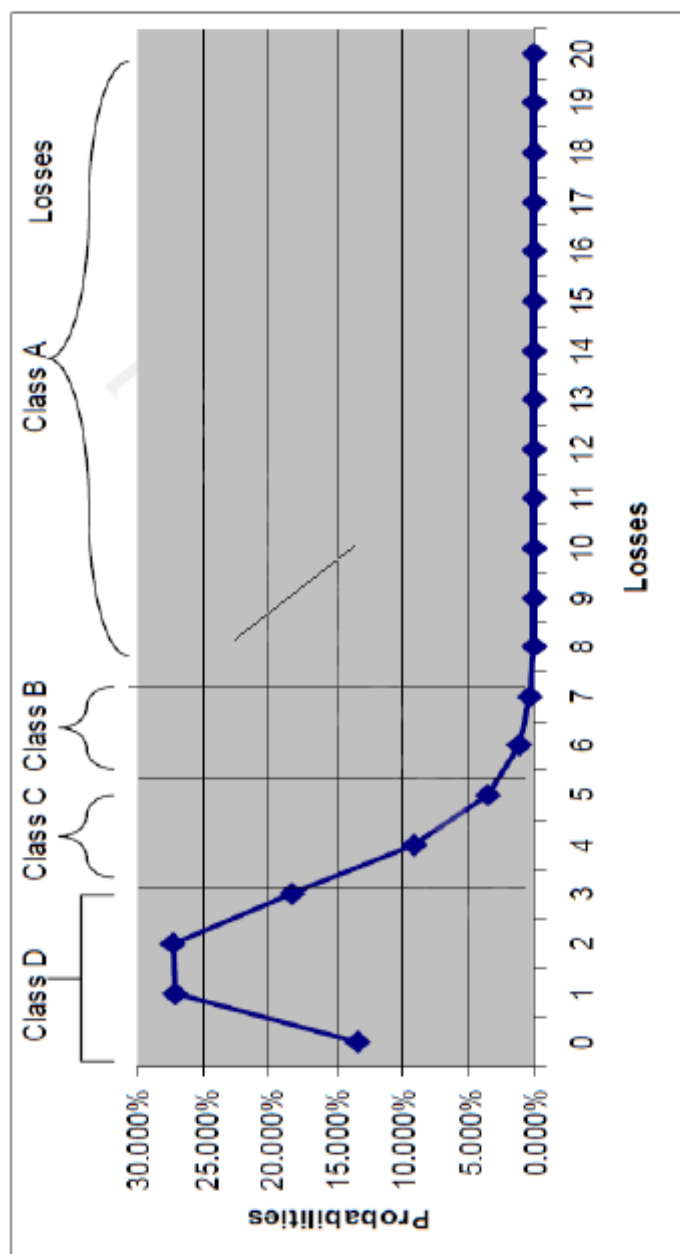


نمودار (۲): ساختار اولویت بندی اوراق در دریافت سود، تحمل زیان و سطح ریسک

در تأمین مالی ساختار یافته،^{۱۸} شرکت‌های تأمین سرمایه برای افزایش جذابیت اوراق بهادار برای سرمایه‌گذاران، بطور گسترده از مکانیسم اوراق بهادار چند طبقه استفاده می‌نمایند. این مکانیسم سبب جذب سرمایه‌گذاران مختلف با سطوح ریسک‌پذیری و ریسک‌گریزی متفاوت می‌گردد. همچنین این مکانیسم باعث دستیابی به تأمین مالی با هزینه کمتر می‌گردد.

بعنوان نمونه، شکل زیر زیان‌ها به همراه احتمال وقوع آنها را در طبقات مختلف اوراق بهادار نمایش می‌دهد.

نمودار (۳): ترتیب زیان‌ها به همراه احتمال وقوع آنها در طبقات مختلف اوراق بهادار



۴. کاربرد سازوکار اولویت‌بندی اوراق بهادار در بازار کشورهای اسلامی

تا نیمه سال ۲۰۱۰، ۳۰۶ صکوک در بازار صکوک مالزی مبتنی بر دارایی منتشر گردیده است. از این تعداد تنها ۱۵ مورد صکوک (۵ درصد) از سازوکار طبقه‌بندی اوراق استفاده نموده‌اند و این نوع صکوک در کنار اوراق با اولویت، دارای طبقه اوراق بدون اولویت^{۱۹} (با کیفیت پایین)^{۲۰} هستند. این طبقه اوراق نسبت به اوراق با کیفیت بالا^{۲۱} دارای اولویت پایین‌تری بر روی وثیقه‌ها هستند.

همچنین از هفت مورد صکوک داخلی با پشتوانه دارایی در مالزی، هفت مورد و همچنین از چهار مورد صکوک با پشتوانه دارایی جهانی، سه مورد از مکانسیم طبقه‌بندی استفاده نموده‌اند (Mokhtar, 2010).

۴-۱. طبقه‌بندی در صکوک مبتنی بر دارایی:^{۲۲} مالزی

جدول زیر اطلاعات مربوط به صکوک بدون اولویت در بازار صکوک مبتنی بر دارایی مالزی را نمایش می‌دهد. اگر دقیق‌تر به عملیات طبقه‌بندی اوراق در بازار صکوک مبتنی بر دارایی نظر کنیم، از ۱۵ مورد انتشار صکوک تنها چهار مورد از این اوراق، بدهی بدون اولویت می‌باشند و در این اوراق از صکوک اولویت‌دار استفاده نگردیده است. از طرف دیگر، در همه اوراق منتشره شرکتی از صکوک با کیفیت اعتباری بالا در کنار صکوک با کیفیت اعتباری پایین استفاده گردیده است. ویژگی مشترک تمام صکوک شرکتی این است که هر دو نوع صکوک از یک ساختار پایه استفاده می‌کنند. به استثنای مورد شماره ۸ که در آن صکوک بدون اولویت مبتنی بر مرابحه و صکوک با اولویت مبتنی بر اجاره منتشر گردیده است. همانطور که در جدول ملاحظه می‌گردد در هیچ یک از ساختارهای صکوک بدون اولویت از اجاره استفاده نگردیده است، بلکه در عوض یا از عقود مبتنی بر فروش^{۲۳} (استصناع، مرابحه و...) و یا از مشارکت (میان سرمایه‌گذاران) استفاده گردیده است.

جدول (۱): عملیات طبقه‌بندی صکوک مبتنی بر دارایی در مالزی

ساختار اوراق با اولویت	میزان انتشار	قرارداد پایه	ناشر	تاریخ انتشار	ردیف
بیع نسبه	60 RM	بیع نسبه	Glomac Berhad	۲۰۰۴/۰۱/۳۰	۱
بیع نسبه	250 RM	بیع نسبه	New Pantai Expressway Sdn Bhd	۲۰۰۳/۱۰/۲۷	۲
مرابحه	148 RM	بیع نسبه	Lingkaran Trans Kota Sdn Bhd	۲۰۰۲/۱۰/۲۳	۳
-	1500 RM	بیع نسبه	Malayan Banking Bhd	۲۰۰۶/۰۵/۱۵	۴
استصناع	230 RM	استصناع	MRCB Southern Link Berhad	۲۰۰۸/۰۶/۲۳	۵
مرابحه	20 RM	مرابحه	Serrisa Sinar Berhad	۲۰۰۸/۱۰/۰۷	۶
مرابحه	10 RM	مرابحه	DHTI Capital Sdn Bhd	۲۰۰۸/۰۵/۳۰	۷
اجاره	10 RM	مرابحه	PINS Capital Sdn Bhd	۲۰۰۷/۰۶/۱۵	۸
مرابحه	8 RM	مرابحه	Cellular Structures Sdn Bhd	۲۰۰۶/۰۷/۲۷	۹
مرابحه	10 RM	مرابحه	Tele-Flow Capital Sdn Bhd	۲۰۰۶/۰۵/۲۶	۱۰
-	2000 RM	مشارکت (میان سرمایه‌گذاران)	CIMB Islamic Bank Berhad	۲۰۰۹/۰۹/۲۵	۱۱
مشارکت	3016/89 RM	مشارکت (میان سرمایه‌گذاران)	Binariang GSM Sdn Bhd	۲۰۰۷/۱۲/۲۸	۱۲
مشارکت	1700 RM	مشارکت (میان سرمایه‌گذاران)	Nucleus Avenue (M) Berhad	۲۰۰۷/۰۴/۳۰	۱۳
-	400 RM	مشارکت (میان سرمایه‌گذاران)	AmIslamic Bank	۲۰۰۶/۱۲/۲۱	۱۴
-	200 RM	-	OCBC Bank	۲۰۰۶/۱۱/۲۴	۱۵

۴-۲. طبقه‌بندی در صکوک با پشتوانه دارایی

در مقایسه با صکوک مبتنی بر دارایی، که در آن طبقه‌بندی صکوک تنها در دو دسته اوراق بی‌تقدم و با تقدم^{۲۴} (اوراق با اولویت و بدون اولویت) صورت پذیرفت، در صکوک با پشتوانه دارایی، طبقه‌بندی اوراق در بیش از دو دسته انجام می‌پذیرد. در جدول شماره ۲ مشخصات صکوک با پشتوانه دارایی چند طبقه (در مالزی و در سطح جهانی) ذکر گردیده است. ستون اولویت‌بندی در جدول شماره ۲ نشان‌دهنده این است که آیا اولویت‌بندی و طبقه‌بندی بین اوراق وجود دارد. اگر اولویت‌بندی بین اوراق وجود داشته باشد، در این صورت اوراق با کیفیت اعتباری بالاتر دارای اولویت در دریافت سود هستند. معنای دیگر این جمله این است که اگر وجه نقد کافی جهت پرداخت به تمام سطوح اوراق بهادار وجود نداشته باشد، ابتدا اوراق با کیفیت اعتباری پایین (بی‌تقدم) به اندازه کل سرمایه‌گذاریشان زیان جذب خواهند کرد؛ و در صورت عدم کفاف این زیان به طبقات دیگر اوراق بهادار نیز می‌رسد. بعبارت دیگر زیان‌ها بصورت مساوی بین اوراق تقسیم نمی‌شوند. هشت مورد از صکوک منتشره از مکانیسم اولویت‌بندی استفاده کرده‌اند. در این صکوک چند طبقه، تعداد طبقات و سطوح اولویت ممکن است از دو تا چهارده طبقه تنوع داشته باشد. Hanco تنها موردی است که صرفاً از دو طبقه اوراق (شبهه به صکوک مبتنی بر دارایی) استفاده کرده است. هفت مورد دیگر صکوک، جهت اولویت‌بندی از طبقات و سطوح بیشتری (بیش از دو طبقه) استفاده کرده‌اند. این امر در ستون «طبقات» در جدول شماره ۲ قابل مشاهده است. شکل شماره ۴ ساختار اولویت‌بندی مورد استفاده در صکوک چند طبقه را نمایش می‌دهد. معمولاً پیش از هر واقعه نکول، ابتدا بازدهی‌های طبقه A و B قبل از پرداخت اصل (طبقه A و B) پرداخت می‌گردد. توجه داشته باشید که در شکل زیر طبقه C، Equity Class بوده و معمولاً اوراق این طبقه توسط بانی نگهداری می‌شود؛ بنابراین طبقه C در انتهای صف پرداخت قرار دارد. هنگامی که واقعه نکول رخ می‌دهد ابتدا

بازدهی و اصل طبقه A پرداخت خواهد شد قبل از این که بازدهی و اصل طبقه بعدی پرداخت گردد (Mokhtar, 2010).

جدول (۲): عملیات طبقه بندی در صکوک با پشتوانه دارایی

اولویت بندی	طبقات	قرارداد پایه	ناشر	تاریخ انتشار	ردیف
متفاوت	A, B, C (Multi-rated)	فروش نسیه / اجاره	ABS Plantation Asset	۲۰۰۵/۰۹/۰۸	۱
متفاوت	A1-A10, B, C, D, E (Multi-rated)	اجاره	ABS Logistic	۲۰۰۷/۰۵/۰۸	۲
متفاوت	A1-A4, B1-B3, C (Multi-rated)	اجاره	Menara ABS	۲۰۰۸/۰۱/۱۵	۳
متفاوت	صکوک و RPS	اجاره	Caravan I (Hanco)	۲۰۰۴/۰۱/۱۵	۴
متفاوت	A, B, C, D (Multi-rated)	اجاره	Tamweel	جولای ۲۰۰۷	۵
متفاوت	A, B, C, D (Multi-rated)	اجاره	Dura Palms	۲۰۰۶/۰۶/۲۸	۶
متفاوت	صکوک ۵ طبقه و مشارکت	اجاره/ مشارکت	Golden Crop Return	۲۰۰۵/۱۱/۲۲	۷
متفاوت	A, B, C و اوراق بدون اولویت (Multi-rated)	مضاربه	Sun Finance (Sorouh)	آگوست ۲۰۰۸	۸
یکسان	شش سری اوراق با رتبه اعتباری یکسان و سررسیدهای متفاوت (طبقه بندی زمانی اوراق)	مشارکت	Cagamas MBS	۲۰۰۵/۰۸/۰۸	۹
یکسان	پنج سری اوراق با رتبه اعتباری یکسان و سررسیدهای متفاوت (طبقه بندی زمانی اوراق)	مشارکت	Musyarakah One Capital	۲۰۰۵/۰۴/۰۴	۱۰

با توجه به جدول شماره ۲، دو مورد از صکوک منتشره (Cagamas MBS, Musharakah One Capital) از مکانیسم اولویت‌بندی روی زیان‌ها استفاده نکرده‌اند و نوع طبقه‌بندی موارد Cagamas MBS و Musharakah One Capital متفاوت است و در این موارد تنها از ساختار مشارکت استفاده گردیده است

طبقه‌های اوراق در این نوع صکوک دارای رتبه‌بندی یکسانی است اما سرسیدهای طبقات مختلف، متفاوت می‌باشد. در این نوع صکوک اگر زیانی وجود داشته باشد، همه طبقات اوراق بصورت مساوی باید زیان را متحمل می‌شوند و اولویت‌بندی بین اوراق جهت جذب و تحمل زیان وجود ندارد؛ بعبارت دیگر هر طبقه اوراق به نسبت سرمایه‌شان در زیان وارده سهم خواهند شد و در صورت وقوع زیان به هیچ طبقه‌ای بصورت کامل پرداخت صورت نخواهد گرفت. این نوع طبقه‌بندی به عنوان طبقه‌بندی زمانی شناخته شده است.

در شکل زیر اطلاعات مربوط به طبقات صکوک Musharakah One ارائه گردیده است.

جدول (۳): طبقه‌بندی زمانی در صکوک

طبقات اوراق (RM)	رتبه اعتباری	سرسید (سال)
۱ (۱۱ میلیون)	AAA	۱
۲ (۱۱۵ میلیون)	AAA	۲
۳ (۱۱۵ میلیون)	AAA	۳
۴ (۱۱۵ میلیون)	AAA	۴
۵ (۱۰۷ میلیون)	AAA	۵

منبع: Musharakah One Term Sheet, pp 20-22

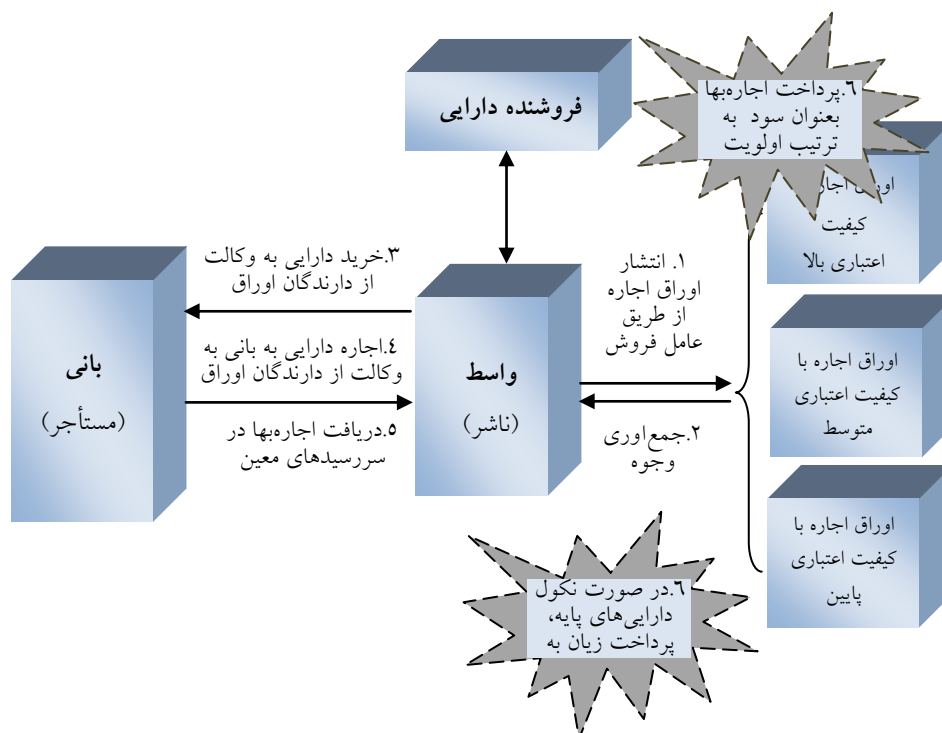
۵. کاربرد سازوکار طبقه‌بندی و اولویت‌بندی در اوراق اجاره و مباحثه

۵-۱. اوراق اجاره چند طبقه

روش کار در اوراق اجاره چند طبقه با هدف تأمین مالی به این صورت است که بانی که نیاز به تأمین مالی دارد، اقدام به تعیین نهاد واسط می‌نماید. نهاد واسط بعد از کسب مجوزهای لازم و موافقت سازمان بورس، اقدام به انتشار چند طبقه اوراق اجاره با سطوح ریسک و بازدهی متفاوت از طریق عامل فروش کرده، با واگذاری آنها به مردم، منابع لازم را جمع‌آوری می‌کند، سپس با استفاده از آن منابع، کالاهای سرمایه‌ای و مصرفی بادوام را خریداری کرده، به قرارداد اجاره بشرط تملیک یا اجاره با اختیار فروش^{۲۵} به متقاضیان (بانی) واگذار می‌کند. سپس نهاد واسط اجاره‌بهای آنها را در سررسیدهای مقرر وصول کرده، بعد از کسر حق‌الزحمه، ما بقی را به عنوان سود به ترتیب اولویت (با توجه به سطوح ریسک و بازدهی اوراق) از طریق عامل پرداخت^{۲۶} در اختیار صاحبان اوراق قرار می‌دهد^{۲۷} و در پایان مدت اجاره طبق قرارداد، اگر قرارداد اجاره به شرط تملیک است کالای مورد نظر را به صورت مجانی یا در مقابل عوض معین (که در قرارداد اجاره تعیین شده است) به تملیک بانی در می‌آورد. لازم بذکر است در صورت نکول بانی (مستأجر) در پرداخت اجاره‌بها، ابتدا این زیان متوجه اوراق بدون اولویت خواهد شد (به اندازه اصل و سود دارندگان) و در صورت عدم کفاف، اصل و سود دریافتی اوراق با کیفیت اعتباری بالاتر را نیز تحت تأثیر قرار خواهد داد.

ممکن است انتشار اوراق اجاره چند طبقه با هدف تأمین نقدینگی بانی صورت پذیرد. الگوی عملیاتی و روابط حقوقی دو نوع اوراق اجاره پیش‌گفته شبیه هم هستند، تنها با این تفاوت که در اوراق اجاره به منظور تأمین نقدینگی، نهاد واسط (ناشر) دارایی را از خود بانی به صورت نقد خریداری می‌کند، سپس همان دارایی را به قرارداد اجاره به شرط تملیک یا اجاره با اختیار فروش دارایی در سررسید اجاره با قیمت معین به

خود بانی واگذار می‌کند که در این صورت فروشنده دارایی همان بانی (مستأجر) خواهد بود.



نمودار (۴): فرآیند انتشار اوراق اجاره چند طبقه

۲-۵. اوراق مرابحه چند طبقه

در اوراق مرابحه، بانی (دولت یا یک بنگاه اقتصادی) برای تأمین مالی خود، اقدام به تعیین نهاد واسط می‌کند. نهاد واسط با مهیا نمودن مدارک لازم و کسب مجوز سازمان، اقدام به انتشار چند طبقه اوراق مرابحه با سطوح ریسک و بازدهی متفاوت، از طریق عامل فروش نموده و وجوه سرمایه‌گذاران مالی (مردم) را جمع‌آوری کرده، به وکالت از طرف آنان کالای مورد نیاز بانی را از تولیدکننده (فروشنده) به صورت نقد خریداری می‌کند و به صورت بیع مرابحه نسبه به قیمت بالاتر به بانی می‌فروشد. بانی متعهد

می‌شود در سررسیدهای مشخص قیمت نسیه کالا را از طریق عامل فروش به دارندگان اوراق برساند. دارندگان اوراق می‌توانند تا سررسید منتظر بمانند و از سود مرابحه به ترتیب اولویت استفاده کنند یا قبل از سررسید، اوراق خود را در بازار ثانوی به فروش برسانند. لازم بذکر است در صورت نکول بانی در پرداخت اقساط مرابحه، دارندگان اوراق مرابحه بصورت یکسان متضرر نمی‌شوند، بلکه ابتدا دارندگان اوراق با کیفیت اعتباری پایین‌تر (اورق بدون اولویت) به اندازه اصل و سود خود متحمل زیان خواهند شد و در صورت عدم کفاف، این زیان، سود و اصل دارندگان اوراق با کیفیت بالاتر را نیز تحت تأثیر قرار خواهد داد.

۶. بررسی فقهی انتشار اوراق اجاره و مرابحه چند طبقه

با وجود اینکه تا بحال انواع متعددی از صکوک چند طبقه مبتنی بر دارایی و با پشتوانه دارایی در مالزی و در سطح جهانی انتشار یافته است، اما طبقه‌بندی این صکوک دارای مجوز شرعی فقهای اهل تسنن نمی‌باشد. هر چند که برخی از منابع اهل سنت جهت سازگاری سازوکار طبقه‌بندی اوراق با موازین شریعت از مفهوم تنازل^{۲۸} (اسقاط حق) استفاده کرده‌اند، اما فقهای اهل سنت در این مورد به جمع‌بندی نرسیده و این سازوکار را بطور رسمی مورد تأیید فقهی قرار نداده‌اند، البته لازم به ذکر است یکی از ویژگی‌های فقه اهل تسنن این است که عقود را تنها منحصر به عقود رایج در عصر رسالت می‌داند و اجازه طراحی و ورود عقود و قراردادهای عقلایی جدید را نمی‌دهد.

مطالعه عمیق و دقیق تعالیم اسلام نشان می‌دهد برخلاف تصور اهل تسنن، نه تنها دین اسلام، مسلمانان را در چارچوب قراردادهای رایج در عصر رسالت محصور نکرده و همه قراردادهای عقلایی را با رعایت معیارها و ضوابطی جایز می‌داند بلکه فراتر از این، با ارائه خطوط کلی، اندیشمندان را به تفکر و تأمل و طراحی ابزارهای نوین مالی و ابداع قراردادهای متناسب با عصر و زمان خود فرا می‌خواند. به نظر می‌رسد با توجه به رویکرد منعطف فقه امامیه در باب معاملات، بتوان جهت تأیید مشروعیت سازوکار

چند طبقه کردن اوراق بهادار، به راه حل فقهی منطقی و مناسبی دست یافت که براساس آن، مشروعیت اوراق بهادار اسلامی چند طبقه مورد تأیید فقه امامیه قرار گیرد. در این بخش با استفاده از روش توصیفی تحلیلی به دنبال یافتن راه حل فقهی برای اولویت بندی اوراق اجاره و مرابحه براساس تقدم و تأخر در تحمل نکول احتمالی دارایی مرجع هستیم. هدف از طبقه بندی اوراق بهادار، ایجاد حمایت اعتباری لازم برای اوراق با اولویت توسط اوراق بدون اولویت است. با توجه به عدم توقیفیت عقود در فقه امامیه، امکان در نظر گرفتن ابزارهای جدید در قالب یک قرارداد با توجه به شرایط عمومی صحت قراردادها وجود دارد، اما به هنگام بررسی یک قرارداد جدید، علمای دینی سعی دارند تا در وهله اول آن را با یکی از عقود موجود و مورد تأیید فقه تطبیق دهند؛ بنابراین جهت تطبیق سازوکار طبقه بندی اوراق اجاره با فقه امامیه، ابتدا به بررسی متون دینی و انواع عقود رایج و مورد تأیید فقه امامیه می پردازیم. با توجه به ماهیت طبقه بندی اوراق بهادار که به نوعی با هدف پوشش و انتقال ریسک صورت می پذیرد، لازم است با بررسی دقیق متون فقهی و انواع عقود اسلامی، قراردادهای رایجی را استخراج نمود که در راستای پوشش و انتقال ریسک کاربرد داشته باشند. در این تحقیق جهت تطبیق سازوکار پیش گفته با موازین فقه امامیه، راه حل های فقهی ضمان، بیمه، صلح و همچنین شرط ضمن عقد مورد بررسی و تحلیل قرار می گیرد.

۷. تطبیق سازوکار طبقه بندی و اولویت بندی اوراق اجاره

۷-۱. تطبیق سازوکار طبقه بندی و اولویت بندی اوراق اجاره و مرابحه با عقد ضمان
 ضمان، عقدی است که در آن ضامن متعهد می شود تا دین شخصی دیگر (مضمون عنه) را به طلبکارش (مضمون له) بپردازد. در عقد ضمان رضایت ضامن و مضمون له شرط است و ایجاب و قبول توسط این دو نفر صورت می پذیرد. عقد ضمان سه رکن دارد. کسی که پرداخت دین شخص دیگر را تعهد می کند ضامن، بدهکار را مضمون عنه و طلبکار را مضمون له می نامند. طرفین عقد ضمان در حقیقت ضامن و طلبکار است.

جهت بررسی فقهی اولویت بندی اوراق، راهکار ضمانت می تواند راه حل مناسبی باشد؛ به این بیان که دارنده اوراق اجاره با کیفیت اعتباری پایین با گرفتن مبلغی به عنوان اجرت ضمان، مطالبات دارنده اوراق با کیفیت بالا را تا سطح معینی ضمانت می کند. به بیان دیگر دارنده اوراق با کیفیت بالا از بخشی از مطالبات دریافتی خود صرف نظر کرده و از طریق واسط (به عنوان وکیل) آن را بابت اجرت ضمان به دارنده اوراق با کیفیت اعتباری پایین واگذار می نماید؛ که این امر سبب می شود عایدی اوراق با کیفیت پایین بیشتر از اوراق با کیفیت بالا گردد؛ بنابراین به خاطر این تفاوت در عایدی، دارنده اوراق با کیفیت اعتباری پایین متعهد می گردد در صورت نکول مستأجر از پرداخت اجاره بها، زیان دارنده اوراق با کیفیت بالا را تا سطح معینی (به اندازه اصل و سود خود) تحمل کند.

همچنین در اوراق مباحه چند طبقه، دارنده اوراق مباحه با کیفیت اعتباری پایین با گرفتن مبلغی به عنوان اجرت ضمان، مطالبات دارنده اوراق با کیفیت بالا را تا سطح معینی ضمانت می کند. به بیان دیگر دارنده اوراق با کیفیت بالا از بخشی از مطالبات دریافتی خود صرف نظر کرده و از طریق واسط (به عنوان وکیل) آن را بابت اجرت ضمان به دارنده اوراق با کیفیت اعتباری پایین واگذار می نماید؛ در عوض، دارنده اوراق مباحه با کیفیت اعتباری پایین متعهد می گردد در صورت عدم پرداخت اقساط توسط بانی، زیان دارنده اوراق با کیفیت بالا را تا سطح معینی (به اندازه اصل و سود خود) متحمل گردد.

در ادامه ذکر چند نکته راجع به قرارداد ضمان ضروری به نظر می رسد:

۱. ارکان عقد ضمان در این ابزار موجود است که عبارتند از: ضامن (دارندگان اوراق بدون اولویت)، مضمون له (دارندگان اوراق با اولویت) و مضمون عنه بانی (مستأجر) که متعهد به پرداخت اجاره بها می باشد.

۲. دین باید در ذمه مضمون عنه (بدهکار) ثابت شده باشد؛ لذا نمی‌توان بر دینی که در آینده محقق خواهد شد ضامن شد (موسویان، ۱۳۸۶، ص ۱۱۲). در سازوکار اولویت بندی اوراق اجاره نیز از ابتدای انتشار اوراق دین در ذمه مضمون عنه (مستأجر) ثابت است.
۳. دینی که مورد ضمانت واقع می‌شود باید معلوم باشد؛ لذا ضامن شدن بر یکی از دو دین به صورت مردد صحیح نیست، اگرچه طلبکار آن دو یکی باشد. اما لازم نیست ضامن، به طور مفصل مقدار و اوصاف و شرایط دینی که آن را ضمانت می‌کند بداند (موسویان، ۱۳۸۶، ص ۱۱۲). این شرط در سازوکار چند طبقه کردن اوراق اجاره رعایت شده است، بطوری که تنها یک دارایی پایه در هر قرارداد لحاظ می‌گردد. همچنین در این ابزار ممکن است ضامن بطور دقیق اوصاف و شرایط دینی را که ضمانت می‌کند، نداند که در عقد ضمان مشکلی بوجود نمی‌آورد.
۴. مورد ضمان باید مال باشد اعم از عین کلی یا منفعت (مثل دادن اتومبیل برای استفاده مضمون له) و یا انجام کار (مثل تعهد بر ساختن یک خانه برای مضمون له) باشد (موسویان، ۱۳۸۶، ص ۱۱۳). لذا تکالیف غیرمالی، مورد ضمان واقع نمی‌شوند. همان‌طور که مشخص است در سازوکار فوق نیز مورد ضمان مال است نه تکلیف غیرمالی.
۵. 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 (موسویان، ۱۳۸۶، ص ۱۱۴). در سازوکار طبقه بندی اوراق اجاره نیز هیچ‌گونه رابطه حقوقی بین ضامن (دارندگان اوراق با بدون اولویت) و مضمون عنه (مستأجر) جهت قبول امر ضمانت وجود ندارد و ممکن است ضامن بدون اجازه بدهکار (مستأجر)، پرداخت بموقع جریان‌های نقدی وی را برای دارندگان اوراق با

اولویت ضمانت کند که در این صورت دارندگان اوراق بدون اولویت به هنگام نکول بدهکار (مستأجر)، حق رجوع به وی را ندارند.

۶. در صورتی که ضمان با تمام شرایطش محقق شود، دین از ذمه بدهکار (مستأجر) به ذمه ضامن (دارنده اوراق بدون اولویت) منتقل می‌شود و ذمه مضمون‌عنه (مستأجر) بری می‌شود (موسویان، ۱۳۸۶، ص ۱۱۳).

با توجه به طرح موارد فوق، به نظر می‌رسد امکان تطبیق سازوکار چند طبقه کردن اوراق اجاره با عقد ضمان وجود دارد.

۲-۷. تطبیق سازوکار طبقه‌بندی و اولویت‌بندی اوراق اجاره و مرابحه با عقد بیمه

بیمه عقدی مستقل است که می‌توان آن را تحت عنوان بعضی عقود دیگر مانند صلح یا هبه معوض به کار بست. در هر صورت بیمه بعد از انعقاد، عقدی لازم است و طرفین عقد نمی‌توانند آن را فسخ نمایند، مگر به رضایت هر دو طرف (اقاله) یا وجود شرط ضمنی مبنی بر وجود خیار فسخ برای یکی از طرفین عقد (مراجع تقلید، ۱۳۸۰، جلد ۲، صص ۷۵۷-۶۵۲-۷۰۴).

بیمه عقدی است که به موجب آن یک طرف تعهد می‌کند در ازاء پرداخت وجه یا جوهی از طرف دیگر به صورت ماهانه، سالانه یا یکباره، در صورت وقوع یا بروز حادثه، خسارت وارده بر او را جبران نموده یا وجه معینی بپردازد (ماده ۱ قانون بیمه؛ مراجع تقلید، جلد ۲، ص ۷۵۶). در عقد بیمه، متعهد را بیمه‌گر (بیمه‌کننده) و طرف دیگر را بیمه‌گذار (بیمه‌شونده) گویند. در عقد بیمه باید فرد یا مالی که بیمه می‌شود، همچنین حادثه‌ای که منظور عقد بیمه است مشخص شود (ماده ۲ و ۴ قانون بیمه؛ مراجع تقلید، ۱۳۸۰، جلد ۲، ص ۸۵۶).

در این راه حل واسط می‌تواند به وکالت از طرف سرمایه‌گذاران و براساس توافق آنان، بازدهی‌های متفاوتی بابت اوراق اجاره و مرابحه بپردازد که این تفاوت ناشی از

توافق بر اولویت و ترتیب تحمل ریسک نکول بانی توسط دارندگان اوراق است؛ بدین صورت که دارنده اوراق با کیفیت بالا از بخشی از سود دریافتی خود صرف نظر کرده و آن را بابت حق بیمه به دارنده اوراق با کیفیت اعتباری پایین واگذار می نماید. در صورت نکول بانی در پرداخت اجاره بها (در اوراق اجاره) و یا اقساط خود (در اوراق مرابحه)، دارنده اوراق با کیفیت پایین علاوه بر زیان خود، در عوض دریافت حق بیمه، زیان دارنده اوراق با کیفیت بالا را نیز تا سطح معینی متحمل می گردد؛ بنابراین تفاوت بازدهی و نیز سطوح اولویت متفاوت اوراق در تحمل ریسک نکول بانی، براساس حق بیمه ای است که دارنده اوراق با کیفیت بالا در ازاء بیمه مطالباتش به دارنده اوراق با کیفیت پایین می پردازد. دارنده اوراق با کیفیت پایین نیز متعهد می گردد در صورت نکول بانی، زیان دارنده اوراق با کیفیت بالا را تا سطح معینی (به اندازه اصل و سود خود) تحمل کند. در ادامه ذکر چند نکته راجع به این راه حل ضروری به نظر می رسد.

اول؛ بیمه برخلاف عقد ضمان دارای دو رکن است که ارکان عقد بیمه در این ابزار موجود است که عبارتند از بیمه گر (دارندگان اوراق بدون اولویت) و بیمه شونده (دارندگان اوراق با اولویت). در بیمه، بیمه گر در قبال دریافت حق بیمه، متعهد به جبران خسارت می شود و حق بیمه در مقابل تأمین قرار می گیرد (فطانت و آقاپور، ۱۳۸۳، ص ۱۵۳). در اوراق اجاره و مرابحه چند طبقه نیز خریداران حمایت (دارندگان اوراق با اولویت) در قبال پرداخت هزینه قرارداد به دارندگان اوراق بدون اولویت، نوعی تأمین نسبت به جبران خسارت احتمالی شان دریافت می دارند.

دوم؛ در عقد بیمه باید فرد یا مالی که بیمه می شود، همچنین حادثه ای که منظور عقد بیمه است مشخص شود (ماده ۲ و ۴ قانون بیمه؛ مراجع تقلید، ۱۳۸۰، جلد ۲، ص ۸۵۶). در اوراق اجاره و مرابحه چند طبقه می توان پرداخت منظم اجاره بها و اقساط را بیمه نمود؛ بدین گونه که در صورت نکول بانی، دارندگان اوراق بدون اولویت در ازای دریافت حق بیمه، زیان احتمالی ناشی از نکول بانی را تا سطح معینی برای

دارندگان اوراق با اولویت جبران خواهند نمود. همچنین در اوراق اجاره چند طبقه می‌توان بجای بیمه نمودن پرداخت منظم اجاره‌بها، خود دارایی پایه را که مبنای انتشار اوراق اجاره قرار گرفته است، بیمه نمود. در واقع دارندگان اوراق اجاره، مالکان مشاع دارایی پایه محسوب می‌گردند که آن دارایی را به بانی (مستأجر)، اجاره بشرط تملیک کرده‌اند. بانی نیز در ازاء انتفاع از دارایی پایه، جریانات نقدی منظمی را در قالب اجاره‌بها به دارندگان اوراق پرداخت می‌کند. در صورت بروز حادثه برای دارایی پایه، منافع دارندگان اوراق اجاره در خطر می‌افتد. در این صورت دارندگان اوراق بدون اولویت در ازاء دریافت حق بیمه از دارندگان با اولویت، زیان احتمالی دارندگان اوراق با اولویت را که ناشی از بروز حادثه برای دارایی پایه است تا سطح معینی جبران خواهند نمود.

سوم؛ لازم نیست در عقد بیمه، میزان خسارت تعیین شود. پس اگر قرار بگذارند که هر مقدار خسارت که وارد شد، جبران کنند صحیح است (همان، ۱۳۸۰، جلد ۲، ص ۶۵۲). البته باید حداکثر خسارت معلوم باشد (جمالی‌زاده، ۱۳۸۰، ص ۲۴۷) که در اوراق اجاره و مباحثه نیز حداکثر خسارت مشخص است. این مشخص کردن حداکثر خسارت برای جلوگیری از غرری شدن قرارداد است. در قرارداد بیمه، بیمه‌گر و بیمه‌گذار هر دو با توجه و بر مبنای احتمال‌ها، عقد بیمه را منعقد می‌کنند و این اندازه ابهام در مورد میزان خسارت وارده، لطمه‌ای به درستی عقد بیمه نمی‌زند؛ زیرا نوع خسارت و بیشترین میزان تأمین آن، همچنین حدود و مشخصات دیگر، تعیین و مورد توافق دو طرف قرار گرفته است. در واقع عقد بیمه، مبادله مال با مال نیست تا گفته شود که در آن، جهل و غرر راه پیدا می‌کند. چون معاوضه حقیقی در بیمه بین دو چیز است که یکی مال است و دیگری مال نیست، بلکه تأمین و آرامش خاطر است (محمدی گیلانی، ۱۳۷۴). همچنین آیت‌الله فاضل لنکرانی می‌فرماید: «غرر در بیمه مطرح نیست چون اصل عقد بیمه بنابر جبران خسارت نامعلوم است» (لنکرانی، بی تا، ص ۲۹۴).

چهارم؛ در قرارداد بیمه، ریسک در قبال پرداخت حق بیمه از بیمه‌گذار به بیمه‌گر منتقل می‌شود (فطانت و آقاپور، ۱۳۸۳، ص ۱۵۴). در این قرارداد نیز در قبال پرداخت هزینه، ریسک زیان ناشی از نکول بانی (ریسک عدم پرداخت اجاره‌بها یا اقساط) از دارندگان اوراق با اولویت به دارندگان اوراق بدون اولویت منتقل می‌شود. البته همان‌گونه که در نکته دوم اشاره شد، در اوراق اجاره این امکان وجود دارد که بجای ریسک زیان ناشی از نکول بانی، ریسک زیان ناشی از بروز حادثه برای دارایی پایه منتقل گردد.

۳-۷. تطبیق سازوکار طبقه‌بندی و اولویت‌بندی اوراق اجاره و مباحه با عقد صلح

اکثر فقیهان شیعه بر این باورند که صلح، یک قرارداد مستقل بوده و ارکان و شرایط خاص خود را دارد (موسویان، ۱۳۹۱، ص ۳۵۱). این در حالی است که فقیهان اهل سنت، با تقسیم صلح به انواع شش‌گانه، استقلال آن را رد نموده و قایل به فرع بودن آن شده‌اند. ایشان بر این باورند که قرارداد صلح متضمن عقود مختلفی چون بیع، هبه، اجاره، اعاره، ابراء و سلم هستند (زحیلی، ۱۴۰۵ق، جلد ۵، ص ۲۹۸).

همچنین اکثر فقیهان شیعه انحصار قرارداد صلح به باب منازعات را نپذیرفته و بر این باورند که این قرارداد با توجه به ماهیت مستقلی که دارد، افزون بر موارد اختلافی و نزاع، در اموری هم که نزاعی در آنها مطرح نیست، قابل استفاده است (نجفی، بی‌تا، جلد ۲۶، ص ۲۱۱).

در مورد لازم بودن یا جایز بودن قرارداد صلح، اکثر فقیهان شیعه بر این باورند که صلح از جمله قراردادهای لازم به شمار رفته و آثار لزوم بر آن مترتب می‌شود (محقق حلی، ۱۴۱۵ق، جلد ۲، ص ۱۴۱).

با توجه به شرایط و احکام قرارداد صلح^{۲۹}، در مواردی که ماهیت قرارداد از جهت نوع معامله مبهم است، می‌توان از قرارداد صلح استفاده کرد. همچنین تا زمانی که صلح منتهی به حلال کردن حرامی یا حرام کردن حلالی نباشد، جایز است (موسویان، ۱۳۸۶،

صص ۲۵۱-۲۵۲)، بنابراین سرمایه‌گذاران می‌توانند در مورد تفاوت بازدهی و نیز سطوح اولویت متفاوت اوراق در تحمل ریسک نکول بانی از طریق ناشر (به عنوان وکیل) مصالحه نمایند.

۴-۷. تطبیق سازوکار طبقه‌بندی و اولویت‌بندی اوراق اجاره و مباحه با شرط ضمن عقد
شروطی که در ضمن عقد، طرفین ملتزم به آن می‌شوند «شرط ضمن عقد» نامیده می‌شود. شرط یا شروط چیزی غیر از ارکان عقد است که طبیعتاً هنگام انعقاد آن طرفین به آن ملتزم می‌شوند. تمامی شروطی که 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).

آنچه در ضمن قرارداد، شرط می‌شود ممکن است به یکی از سه صورت ذیل باشد:

۱. شرط فعل: این که انجام کار خاصی در ضمن قرارداد شرط شده و یک طرف نسبت به انجام آن متعهد گردد. تخلف از این شرط افزون بر اینکه موجب عصبان و گناه است، آثار حقوقی خاصی را نیز به دنبال دارد و آن اینکه مشروط‌له می‌تواند مشروط‌علیه را مجبور به رعایت شرط نموده و در صورت تخلف می‌تواند قرارداد را فسخ نماید (انصاری، ۱۴۲۰ق، جلد ۶، ص ۲۰).
۲. شرط نتیجه: این که در ضمن قرارداد، به جای اینکه واگذاری، فروش، اجاره و یا انجام کار خاصی شرط شود، آنچه مورد تعهد قرار می‌گیرد، نتیجه این امور یعنی مالک شدن، حق پیدا کردن و ... است. لازم به ذکر است که به این نوع شرط، شرط غایت نیز گفته می‌شود و در صورت تخلف مشروط‌علیه، وی ضامن و غاصب به شمار می‌رود (انصاری، ۱۴۲۰ق، جلد ۶، ص ۶۲).
۳. شرط وصف: عبارتست از اینکه برای کالای مورد معامله، خصوصیات و ویژگی‌های خاصی بیان شده و در ضمن قرارداد نسبت به آن تعهد شود. اثر حقوقی شرط وصف نیز همچون دو شرط قبلی می‌باشد که هم وجوب

تکلیفی دارد و هم در صورت تخلف وصف، مشروطه از حق فسخ قرارداد برخوردار می‌شود (انصاری، ۱۴۲۰ق، جلد ۶، ص ۶۰).

اما آنچه بیشتر در کتب فقهی مورد بحث و گفتگو واقع شده، شرط فعل است. در کتب فقهی هشت شرط برای صحت شروط ضمن قرارداد بیان شده است که عبارتند از (موسویان، ۱۳۹۱، صص ۴۸۶-۴۸۸):

- ۱- مشروطه قدرت انجام آن را داشته باشد.
- ۲- شرط از نظر شرعی جایز باشد.
- ۳- التزام به شرط منطقی و عقلایی باشد.
- ۴- مخالف کتاب و سنت نباشد.
- ۵- مخالف مقتضای قرارداد نباشد.
- ۶- شرط مجهول نباشد.
- ۷- اشتراط شرط، مستلزم دور محال نباشد (منظور از محال، محال عقلی است).
- ۸- التزام به شرط و تعهد به آن، در ضمن قرارداد باشد.

در سازوکار اوراق بهادار اسلامی چند طبقه، دارندگان اوراق در واقع سرمایه‌گذاران و یا مالکان مشاع دارایی پایه در اوراق بهادار اسلامی هستند، بنابراین دارندگان اوراق با یکدیگر در مالکیت دارایی پایه مشارکت دارند. سرمایه‌گذاران می‌توانند بین خود ذیل عقد مشارکت طی شرط ضمن عقدی توافق کنند که بازدهی‌های متفاوتی از دارایی پایه دریافت کنند که این تفاوت ناشی از توافق بر اولویت و ترتیب تحمل ریسک نکول دارایی پایه توسط دارندگان اوراق است. چنین شرط ضمن عقدی شرایط هشت گانه بالا را دارا بوده و می‌تواند در ضمن عقد مقرر گردد و از نظر شرعی و حقوقی صحیح و نافذ است.

جمع‌بندی و نتیجه‌گیری

بازار سرمایه ایران طی سالیان اخیر توانسته است علاوه بر اوراق مشارکت، تجربه انتشار چند نوع دیگر از انواع صکوک شامل اوراق اجاره، مباحه و سلف را داشته باشد. آنچه در این بین حائز اهمیت است این است که با شناخت نیازها و کاستی‌های این بازار و با ارائه نوآوری‌های مالی و راه‌حل‌های کارشناسی، بتوان این بازار را بیش از پیش گسترش داده و نقش و جایگاه این بازار را در تأمین مالی دولت و بنگاه‌های اقتصادی ارتقا داد که به تبع رشد و ارتقاء بازار اولیه این اوراق را در پی خواهد داشت.

سازوکارهای ارتقای رتبه اعتباری، روش‌هایی هستند که در تأمین مالی ساختار یافته برای بهبود کیفیت اعتباری محصولات مالی و اوراق بهادار مورد استفاده قرار می‌گیرند که در این تحقیق کاربرد یکی از مهم‌ترین و رایج‌ترین سازوکارهای ارتقای رتبه اعتباری یعنی سازوکار طبقه‌بندی کردن در ساختار اوراق بهادار اسلامی مورد بررسی و تحلیل فقهی قرار گرفته است. استفاده از این سازوکار می‌تواند به عنوان یک نوآوری مالی در ساختار صکوک، نقشی مهم در مدیریت ریسک و ارتقای کیفیت اعتباری اوراق بهادار اسلامی داشته باشد. این سازوکار می‌تواند به عنوان جایگزینی برای رکن ضامن در ساختار صکوک معرفی گردد. رکنی که امروزه به عنوان یکی از آسیب‌ها و چالش‌های انتشار صکوک در محافل اجرایی مطرح می‌باشد و نهادهای اجرایی دست‌اندرکار به دنبال جایگزین کردن و یا کاهش (تعدیل) نقش ضامن در ساختار انتشار اوراق بهادار اسلامی هستند. وجود رکن ضامن در اوراق بهادار اسلامی با وجود این که سبب ارتقای کیفیت اعتباری اوراق شده و بعنوان سازوکاری جهت ارتقای رتبه اعتباری اوراق بهادار اسلامی کاربرد دارد، اما از سوی دیگر هزینه‌های خاص خود را نیز دارا بوده و سبب افزایش هزینه‌های انتشار برای بانی می‌گردد، همچنین دسترسی بانیان و ناشران به رکن ضامن مشکل بوده و تعداد نهادهای دارای مجوز برای قبول

رکن ضامن نیز محدود می‌باشند و این امر سبب می‌شود که برای توسعه این بازار به دنبال راه‌کارهای کارا تر برای ارتقای کیفیت اعتباری اوراق بهادار اسلامی باشیم. در این مقاله یکی رایج‌ترین و مهم‌ترین سازوکارهای ارتقای رتبه اعتباری که جزء سازوکارهای ساختاری محسوب گردیده و می‌تواند جایگزین یا مکمل رکن ضامن در اوراق بهادار اسلامی محسوب گردد، معرفی و تبیین گردیده است. سازوکار طبقه‌بندی و اولویت‌بندی اوراق سبب می‌گردد که در عین ایجاد تنوع در اوراق بهادار اسلامی از جهت ریسک و بازدهی، خود دارندگان اوراق نقش ضامن را در انتشار اوراق ایفا نموده و از مزایای آن (کارمزد یا حق ضمانت) بهره‌مند شده و هزینه‌های انتشار در اوراق بهادار اسلامی کاهش یابد.

جهت استفاده از این سازوکار در اوراق بهادار اسلامی با دو چالش جدی روبه‌رو هستیم که چالش اول عدم وجود نهادهای رتبه‌بندی در کشور است که انتشار اوراق بهادار اسلامی چند طبقه مستلزم رتبه‌بندی اوراق با اولویت‌های مختلف است. مسأله دیگر، چالش فقهی مرتبط با این سازوکار است.

تمرکز اصلی این تحقیق، بررسی فقهی سازوکار طبقه‌بندی براساس فقه امامیه و دستیابی به راه‌حل فقهی روشن و منطقی می‌باشد که قابل انطباق با ماهیت این سازوکار باشد. همان‌طور که در تحقیق اشاره گردید، برخی از منابع اهل سنت جهت سازگاری سازوکار طبقه‌بندی اوراق با موازین شریعت از مفهوم تنازل (اسقاط حق) استفاده کرده‌اند اما فقهای اهل سنت در این مورد به جمع‌بندی نرسیده و این سازوکار را بطور رسمی مورد تأیید فقهی قرار نداده‌اند.

در این تحقیق جهت تطبیق سازوکار طبقه‌بندی اوراق با موازین فقه امامیه به بررسی و تطبیق این سازوکار با قرارداد بیمه، ضمان و صلح و همچنین استفاده از شرط ضمن عقد پرداخته‌ایم که به لحاظ مبانی فقه امامیه، طراحی اوراق اجاره و مرابحه چند طبقه براساس قرارداد بیمه، ضمان و صلح امکان‌پذیر می‌باشد. همچنین می‌توان از شرط

ضمن عقد جهت اولویت بندی تعهدات استفاده نمود که اهل تسنن نیز از همین روش آخر در قالب شرط تنازل استفاده نموده‌اند.

در پایان خاطر نشان می‌گردد طبقه بندی اوراق بهادار اسلامی بر اساس اولویت در دریافت سود و زیان می‌تواند گامی مهم در جهت توسعه و تنوع بازار اوراق اسلامی محسوب گردیده و به نوبه خود نقشی مهم در رفع نقایص و کاستی‌های این بازار، کاهش هزینه‌های تأمین مالی برای ناشران و افزایش جذابیت اوراق برای سرمایه‌گذاران داشته باشد.

یادداشت‌ها

1. Credit Enhancements

2. Structured Finance

۳. برای جزئیات بیشتر به مقاله (Silver, 2000) با عنوان رتبه‌بندی اوراق با پشتوانه دارایی

مراجعه گردد.

4. Excess Spread or Profit

5. Cash Collateral

6. Overcollateralization

7. Credit-Enhancing Interest- Only Strip

8. Commercial Mortgage- Backed Securities

9. Tranching Securities

10. Tranche

11. Time Tranching

12. Multi Class Tranching

13. Senior Bonds

14. Subordinated Bonds

15. Senior

16. Mezzanine

17. Junior

18. Structured Finance

19. Subordinated Sukuk

20. Junior Sukuk

21. Senior Sukuk

22. Asset Based Sukuk

23. Sale- Based Contract

24. Junior and Senior

۲۵. در دستورالعمل انتشار اوراق اجاره، تنها دو نوع اوراق اجاره بشرط تملیک و اوراق اجاره با اختیار فروش در سررسید با قیمت معین مورد قبول واقع شده است.
۲۶. شرکت سپرده‌گذاری اوراق بهادار و تسویه وجوه عامل پرداخت در اوراق بهادار اسلامی است. این نهاد برای پرداخت سود و اصل اوراق بهادار قراردادی تحت عنوان «قرارداد عاملیت فروش» با نهاد واسط منعقد می‌کنند.
۲۷. ترتیب اولویت در پرداخت سود از اوراق با کیفیت اعتباری بالا شروع شده و در نهایت به اوراق با کیفیت اتباری کم (اوراق بدون اولویت) تعلق می‌گیرد.
۲۸. تنازل به معنای اسقاط حق است. از این مفهوم جهت تشریح مکانیسم اولویت‌بندی اوراق بهادار استفاده می‌گردد؛ بدین معنا که اوراق بی‌تقدم از حقتشان برای دریافت سود و ادعا روی وثیقه می‌گذرند.
۲۹. رجوع کنید به فرهنگ اصطلاحات فقهی و حقوقی معاملات (موسویان، ۱۳۸۶: ب، صص ۷۹-۸۱).

کتابنامه

- انصاری، شیخ مرتضی (۱۴۲۰ق)، کتاب‌المکاسب، قم: مجمع‌الفکرالاسلامی، چاپ سوم.
- جمالی‌زاده، احمد (۱۳۸۰) بررسی فقهی عقد بیمه، قم: بوستان کتاب، انتشارات تبلیغات اسلامی حوزه علمیه قم.
- زحیلی، وهبه (۱۴۰۵ق)، الفقه الاسلامی و الادلته، دارالفکر، چاپ دوم.
- فطانت، محمد و آقاپور، ابراهیم (۱۳۸۳)، اوراق اختیار معامله در بازار سرمایه ایران، تهران: پژوهشکده پولی و بانکی، چاپ دوم.
- موسویان (الف)، سیدعباس (۱۳۸۶)، ابزارهای مالی اسلامی (صکوک)، تهران: پژوهشگاه فرهنگ و اندیشه اسلامی.
- موسویان (ب)، سیدعباس (۱۳۸۶)، فرهنگ اصطلاحات فقهی و حقوقی معاملات، تهران: پژوهشکده پولی و بانکی.

موسویان، سید عباس و حسن بهاری قراملکی (۱۳۹۱)، مبانی فقهی بازار پول و سرمایه، تهران: انتشارات دانشگاه امام صادق(ع).

- DeMarzo, Peter (2005), "The Pooling and Tranching of Securities: A Model of Informed Intermediation", *Review of Financial Studies* Vol. 18, pp. 1-35.
- Dwight Asset Management Company (2005), *Fixed Income Sectors: Asset Backed Securities A primer on asset-backed securities*.
- Fabozzi, F & Kothari, V (2008), *Introduction to Securitization*, John Wiley & Sons.
- Fender, I & Mitchell, J (2005) "Structured finance: complexity, risk and the use of ratings" *BIS Quarterly Review*.
- Mensah, Samira (2007), Pruvost; Paul-Henri, *Standard & Poor's Approach to Rating Sukuk*.
- Shabnam Mokhtar (2010), "A Diagnosis of Tranching in Light of Shariah Principles", *International Journal of Islamic Finance*, Vol. 2; Issue 1.
- Silver, Andrew (2000), A; "Rating Asset-Backed Securities"; Chapter 2 in Frank J. Fabozzi (ed), *Investing in Asset-Backed Securities*. Hoboken, NJ: John Wiley & Sons.
- Toan W, Robert & Barakat Monir (2000), *Credit Enhancement in Ijara Transactions*, Proceedings of the Fifth Harvard University Forum on Islamic Finance, Islamic Finance: Dynamics and Development Cambridge, Massachusetts. Center for Middle Eastern Studies; Harvard University, pp. 115-120

A Jurisprudential Study of Issuing Tranched Ijarah and Murabahah Sukuk**Mohammad Tohidi****Received: 10/05/2014**Accepted: 12/08/2015*

Credit enhancements are methods that are used in structured finance for promoting the credit quality of financial instruments. One of the most important mechanisms for improving the credit quality is Tranching financial instruments. This mechanism is mentioned as a structural and internal credit enhancement. Tranching decreases financing costs and improves the quality of financial instruments. It is based on priority of receiving profit and paying loss.

It is important to use this mechanism in Islamic financial instruments. In this research, at first, we explain Tranching mechanism and second, we survey the application of this mechanism in *ijarah* and *murabahah* sukuk and then we analyze the compliance of this mechanism with Shariah principles.

In this research, we have approved Tranching mechanism in the structure of *ijarah* and *murabahah* based on *dhaman*, insurance, *sulh* and stipulation.

Keywords: Credit Enhancement Mechanism, Trenching Financial Instruments, Ijarah Sukuk, Murabahah Sukuk, Imamiah Jurisprudence

JEL Classification: G23, G32

* Ph.D. Candidate in Financial Management, Imam Sadiq University, and Expert in Islamic Finance in Department of Research, Development and Islamic Studies in SEO, tohidi83@gmail.com