

طراحی صندوق ضمانت صکوک بر بستر فن آوری نوین دیجیتالی بلاک چین

محمد ابراهیمی گردشی^۱، رسول معصومی^۲

^۱ دانشجوی کارشناسی ارشد مدیریت مالی، موسسه غیر انتفاعی آموزش عالی ادیب مازندران (نویسنده مسئول)

^۲ استادیار، گروه حسابداری و مدیریت، واحد جویبار، دانشگاه آزاد اسلامی، جویبار

چکیده

یکی از نوآوری هایی که در سالهای اخیر در نحوه انتشار صکوک انجام گرفته است، انتشار آن بر بستر بلاک چین است. مقایسه آمار انتشار صکوک در ایران و جهان نشاندهنده این است که ایران فاصله زیادی با آمار انتشار صکوک جهانی داشته و لازم است ضمن آسیب شناسی جدی بازار صکوک در ایران، راهکارهای عملیاتی لازم جهت توسعه روزافزون این بازار ارائه گردد. در این تحقیق سعی گردیده راهکاری نوین جهت ضمانت اوراق بهادار اسلامی ارائه گردد که در صورت تحقق می تواند راه ورود شرکت ها و بنگاه های مختلف با سطوح اعتباری متفاوت را به بازار صکوک تسهیل نموده و به توسعه همراه با ثبات بازار اوراق بهادار اسلامی کمک نماید. طراحی صندوق ضمانت راهکاری مبتنی بر مشارکت متقابل بانیان انتشار اوراق بهادار اسلامی در ضمانت اوراق بهادار توسط خود آنان است. در این تحقیق ساختار مالکیتی و مدیریتی صندوق، نحوه تجهیز منابع، راهبردهای سرمایه گذاری و نحوه پوشش ریسک نکول توسط صندوق مورد بحث و بررسی قرار گرفته است و بستر بلاک چین راهکاری نوین در توسعه بازار اوراق بهادار اسلامی به همراه می آورد.

واژه های کلیدی: بلاک چین، اوراق بهادار اسلامی (صکوک)، صندوق ضمانت، گزارشگری یکپارچه مالی، عدم تقارن اطلاعات.

۱. مقدمه

در دهه ۱۹۷۰ میلادی سه دانشمند به نامهای مایکل اسپنس، جرج اکرلوف و جوزف استیلیتز (برندگان جایزه نوبل اقتصاد در سال ۲۰۰۱) در زمینه اقتصاد اطلاعات، نظریه ای را پایه گذاری کردند که به نظریه عدم تقارن اطلاعات موسوم شد. اکرلوف نشان داد که عدم تقارن اطلاعات می تواند موجب افزایش گزینش مغایردر بازارها شود که این امر قبل از وقوع معامله برای افراد به وجود می آید. اسپنس خاطر نشان می کند که واسطه های مطلع می توانند با انتقال اطلاعات محرمانه خود به واسطه های کم اطلاع، درآمد بازار خود را بیشتر کنند. اکرلوف نوعی بازار را به تصویر می کشد که در آن فروشنده نسبت به خریدار اطلاعات بیشتری را در اختیار دارد. البته حسابداران برای کاهش مشکل گزینش مغایر، سیاست افشای کامل را پذیرفته اند تا میزان اطلاعات در اختیار عموم افزایش یابد. افزایش به گزارشگری مالی تحت وب منجر به کاهش عدم تقارن اطلاعاتی، افزایش دقت پیش بینی مدیران می شود. این به آن معناست که می توان در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، به منظور کاهش عدم تقارن اطلاعاتی توجه بیشتری به گزارشگری مالی تحت وب کرد (معصومی و محمدی اوات، ۱۴۰۰). البته راه حل هایی در راستای حل این چالش ها موجود است که بهترین آن ایجاد شفافیت اطلاعاتی از طریق پیاده سازی ابزارهای نوین الکترونیکی در نظام استاندارد حسابداری مالی ایران می باشد. بلاک چین بستری است که با برخورداری از شاخصه های منحصر به فرد و ابزارهایی نوین، امکان ایجاد شفافیت حداکثری را فراهم نموده و موجبات رفع این پدیده را ایجاد می نماید. در سال ۱۴۰۱ دکتر رسول معصومی، محمد ابراهیمی گردشی انتشار بیمه نامه مالکیت صنعتی با استفاده از فن آوری نوین دیجیتالی بلاک چین راهکاری جهت توسعه و افزایش کارایی شرکت های بیمه در ایران ارائه دادند. در مقاله دیگری انتشار صکوک با استفاده از فن آوری نوین دیجیتالی بلاک چین راهکاری جهت توسعه و افزایش کارایی بازار صکوک در ایران انجام گرفت. انتشار صکوک مبتنی بر فن آوری بلاک چین یک مفهوم جدید محسوب می شود. در فرایند انتشار صکوک به عنوان یک ابزار مالی، فن آوری بلاک چین از طریق قراردادهای هوشمند برای اجرای فرآیندها، به شیوه ای شفاف و قابل اعتماد مورد استفاده قرار می گیرد انتشار اوراق بهادار اسلامی گامی مهم در راستای توسعه بازار سرمایه اسلامی در جمهوری اسلامی ایران و نقطه عطفی در استقرار آن محسوب می گردد. از آغاز انتشار صکوک در بازار سرمایه تاکنون، انواع متنوعی از این اوراق شامل اوراق مشارکت، اجاره، مرابحه، سلف موازی استاندارد و سفارش ساخت به مرحله انتشار رسیده است. مقایسه آمار انتشار صکوک در ایران و جهان نشاندهنده این است که ایران فاصله زیادی با آمار انتشار صکوک جهانی داشته و لازم است ضمن آسیب شناسی جدی بازار صکوک در ایران، راهکارهای عملیاتی لازم جهت توسعه روزافزون این بازار ارائه گردد. بر اساس آسیب شناسی انجام شده در خصوص اوراق بهادار اسلامی، یکی از چالشهای جدی بر سر راه توسعه بازار صکوک، اصلاح و تعدیل رکن ضامن است. در این تحقیق سعی گردیده راهکاری نوین جهت ضمانت اوراق بهادار اسلامی ارائه گردد که در صورت تحقق می تواند راه ورود شرکت ها و بنگاههای مختلف با سطوح اعتباری متفاوت را به بازار صکوک تسهیل نموده و به توسعه همراه با ثبات بازار اوراق بهادار اسلامی کمک نماید. طراحی صندوق ضمانت راهکاری مبتنی بر مشارکت متقابل بانیان انتشار اوراق بهادار اسلامی در ضمانت اوراق بهادار توسط خود آنان است. در این تحقیق ساختار مالکیتی و مدیریتی صندوق، نحوه تجهیز منابع، راهبردهای سرمایه گذاری و نحوه پوشش ریسک نکول توسط صندوق مورد بحث و بررسی قرار گرفته است و فرآیندهای جاری در بازارهای سرمایه اسلامی مانند انتشار صکوک را می توان با کمک این فن آوری ارتقاء داد و بستر بلاک چین راهکاری نوین در توسعه بازار اوراق بهادار اسلامی به همراه می آورد.

۲- مبانی نظری تحقیق:

پدیده عدم تقارن اطلاعات بر اقتصاد، بازار بورس اوراق بهادار تهران دارای دو نتیجه بسیار مهم می باشد یکی پدیده انتخاب منفی و دیگری مخاطرات اخلاقی می باشد که به تفصیل مورد تجزیه و تحلیل قرار گرفت (دکتر رسول معصومی و محمد ابراهیمی گردشی، ۱۴۰۱). ساختار انتشار اوراق بهادار اسلامی در ایران طبق دستورالعملهای مربوطه دارای ارکان مختلفی است که علاوه بر بانی و دارنده اوراق، می توان به نهاد واسط، ضامن، عامل فروش، عامل پرداخت، بازارگردان و متعهد

پذیره نویس اشاره نمود که استفاده از هر کدام از این ارکان در ساختار انتشار اوراق، مستلزم پرداخت کارمزدها و هزینه های اجرایی مربوطه می باشد. پرداخت این هزینه ها بر عهده بانی بوده و سبب بالا رفتن هزینه تأمین مالی برای بانی می گردد. از سوی دیگر، پیدا کردن این ارکان و انعقاد قرارداد با هر یک نیز فرآیندی زمانبر خواهد بود.



شکل ۱- ارکان اصلی انتشار اوراق بهادار اسلامی

این تحقیق در صدد است تا نقش رکن ضامن، چالشها و مسائل مرتبط با آن و نیز راه حل های ارائه شده تاکنون را بررسی نموده، تا بتواند راهکاری مؤثر و کارآ به عنوان مکمل ضمانت بانکی ارائه دهد. بنابراین تمرکز این تحقیق بر روی رکن ضامن خواهد بود که بسته به نوع اوراق، پرداخت سود و اصل اوراق منتشر شده را ضمانت می کند. طبق دستورالعمل انتشار اوراق بهادار اسلامی، ضامن به عنوان عامل تضمین کننده سرمایه و سود دارندگان اوراق بهادار عمل می نماید و رتبه اعتباری عامل تعیین کننده وجود یا عدم وجود ضامن در ساختار انتشار اوراق بهادار اسلامی است. در صورتی که شرکتی رتبه اعتباری داشته باشد، مطابق ماده ۲۳ دستورالعمل انتشار اوراق اجاره وجود ضامن الزامی نخواهد بود؛ رتبه بندی اعتباری وضعیت مالی و سرمایه ای بانی را به لحاظ امکان ایفای تعهدات خویش معین می نماید و صلاحیت مالی وی برای پرداخت سود و اصل اوراق را مشخص می کند. تا چندی پیش گرایش و تأکید سازمان بورس و اوراق بهادار بر این بوده است که رکن ضامن از بین بانکها انتخاب شود و نهادهای مالی دیگر که از نظر دارای دستورالعمل انتشار اوراق می توانند رکن ضمانت اوراق را قبول کنند، معمولاً مشکلاتی هستند که عملاً مشاور عرضه و نهاد ناظر از انتخاب آنها صرف نظر می کنند. از اینرو یک وابستگی مهم به بانکها برای پذیرش سمت ضمانت ایجاد شده است و در حال حاضر اغلب بانکها به دلایل مختلف از پذیرش این رکن خودداری می کنند و یا شرایط سختی را برای آن در نظر می گیرند. از اینرو، باید به عنوان جایگزین یا مکمل ضامن بانکی، راهکاری ارائه شود تا با استفاده از آن بتوان به تسهیل تأمین مالی از طریق بازار صکوک و توسعه بیش از پیش این بازار کمک نمود.

۳- پیشینه پژوهش:

۳-۱ تجربه صندوق ضمانت صکوک در سایر کشورها:

تنها موردی که صندوق ضمانت به صورت تخصصی جهت تضمین صکوک طراحی شده است، مربوط به مؤسسه اسلامی بیمه سرمایه گذاری و اعتبار صادرات (ICIEC) است. این مؤسسه عضوی از گروه بانک توسعه اسلامی است که در سال ۱۹۹۴ به عنوان یک نهاد بین المللی با شخصیت حقوقی مستقل راه اندازی گردید. هدف از تأسیس این نهاد برای ارتقاء، حمایت و تضمین سرمایه گذاری میان کشورهای عضو سازمان همکاری های اسلامی (OIC) می باشد. خاطرنشان می گردد همه فعالیتها، ساختارها، قوانین و سیاستهای ICIEC منطبق با اصول شریعت اسلام می باشد. اخیراً هیأت مدیره ICIES تحت ریاست گروه بانک توسعه اسلامی تصویب نموده که محصولات بیمه ای جدیدی تحت عنوان صندوق بیمه و ضمانت صکوک خارجی در راستای تسهیل جریان سرمایه گذاری و تأمین مالی کشورهای عضو ارائه گردد. ICIES عنوان کرده که این محصول در نوع خودش منحصر به فرد و ابتکار این شرکت محسوب می گردد و بیمه صکوک دسترسی کشورهای عضو را به بازارهای سرمایه بین المللی تسهیل خواهد نمود. این محصول بیمه ای فعال برای صکوک اجاره مورد استفاده قرار گرفته و

پرداخت‌های دوره ای اجاره بها و همچنین پرداخت اصل در سررسید را تضمین می کند و در آینده برای ساختارهای دیگر صکوک نیز استفاده خواهد شد.

جدول ۲- مشخصات اوراق اجاره مشمول ضمانت ICIES صکوک

عنوان	توضیحات
نوع صکوک	صکوک اجاره دولتی
بیمه گذاران	وکیل دارندگان صکوک (به عنوان مثال نهاد واسط (SPV) یا مدیر صندوق سرمایه گذاری در صکوک)
مستأجر	کشورهای عضو سازمان همکاریهای اسلامی (OIC)
رتبه ریسک بانی	طبقه ریسکی C و D (معادل با BBB و BB)
ریسک‌های پوشش داده شده	عدم پرداخت: سود (اجاره بهای) دوره ای مبلغ بازخرید در سررسید
مقدار پوشش داده شده	در صورتی که حجم انتشار صکوک بالا باشد، ICIES ممکن است نتواند کل انتشار صکوک را بیمه کند، در این صورت ICIES با تنظیم کننده صکوک توافق می کند که تنها یک ترنج صکوک را بیمه نماید که در آن ترنج، همه سرمایه گذاران به صورت یکسان بیمه خواهند شد.
درصد پوشش	حداکثر تا ۹۵ درصد

۳-۲ مزایای ضمانت از طریق صندوق این محصول بیمه ای:

- ✓ بیمه سرمایه گذاران در برابر زیان ناشی از نکول بانیان انتشار صکوک؛
 - ✓ ارتقای کیفیت اعتباری صکوک؛
 - ✓ ارزش گذاری بهتر برای صکوک منتشره .
- این مؤسسه برای تضمین صکوک و سایر تعهدات خود، از صندوق ضمانت استفاده می کند که بر اساس الگوی تکافل اداره شده و شرکت در راستای تطبیق با الگوی تکافل، دو صندوق جداگانه را نگهداری می کند:
- ✓ صندوق بیمه گذاران: این صندوق شامل سهم های حق بیمه بیمه شوندگان، بازافت‌ها از مبالغ پرداخت شده برای جبران خسارت و هزینه های عملیات بیمه پرداخت شده است.
 - ✓ صندوق سهامداران: این صندوق شامل سرمایه پرداخت شده و ذخایر تجمیعی می باشد و از این منابع کسری صندوق بیمه گذاران از طریق وام بدون بهره جبران می شود.

۴- روش پژوهش:

روش تحقیق حاضر از این جهت که نتایج مورد انتظار آن را می توان در راستای پیاده سازی و اجرای بازار صکوک به خدمت گرفت از حیث هدف از نوع کاربردی می باشد. همچنین از آنجا که روابط بین متغیرها به صورت همزمان بررسی می شود، از نوع همبستگی است.

१८

۴-۵ نقش بلاک چین در بهبود انتشار و تسهیل در انجام معاملات صکوک: (دکتر رسول معصومی و محمد ابراهیمی گردشی، ۱۴۰۱).

۵-۵ مزیت بلاک چین در جذب سرمایه های با منشأ خارجی: (دکتر رسول معصومی و محمد ابراهیمی گردشی، ۱۴۰۱).

۶-۵ مزایا برای بانیان صکوک در ایران: (دکتر رسول معصومی و محمد ابراهیمی گردشی، ۱۴۰۱).

۷-۵ سازوکار و کارکرد صندوق ضمانت:

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



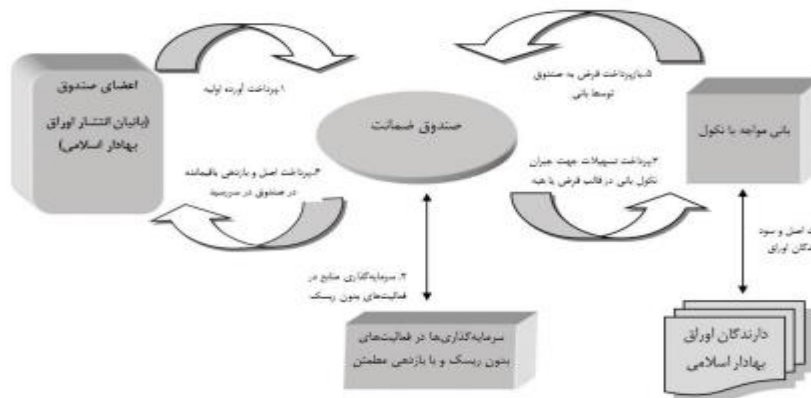
شکل ۳- مؤلفه های مهم در طراحی صندوق ضمانت صکوک

۵-۸- مالکیت و مدیریت صندوق:

۵-۸-۱- رابطه اصیل_ وکیل:

بانیان انتشار اوراق بهادار اسلامی می توانند تنها مؤسسان صندوق ضمانت باشند؛ در این صورت، کارکرد این نوع صندوق بسیار شبیه به صندوق تکافل است که در آن بانیان انتشار اوراق بهادار اسلامی، جهت تضمین اوراق بهادار خودشان، صندوقی را شکل داده و مبالغی را به عنوان آورده اولیه به صورت ثابت و یا متغیر بسته به حجم انتشار و رتبه اعتباری اوراق خود در این صندوق قرار می دهند و فردی را به نمایندگی از خود و با موافقت مراجع ذیصلاح، به عنوان مدیر صندوق معرفی می نمایند. در مرحله بعد، مدیر صندوق به وکالت از بانیان عضو صندوق، مبالغ جمع آوری شده را در فعالیتهای بدون ریسک، نقدشونده و با بازدهی مطمئن سرمایه گذاری نموده و در صورتی که بانیان متقاضی ضمانت با مشکل نقدینگی برای ایفای تعهداتشان مواجه نشوند، مدیر صندوق موظف است پس از کسر حق الزحمه خود، اصل و بازدهی صندوق را در پایان عمر صندوق میان اعضای صندوق تقسیم کند، اما در صورتی که در طول عمر صندوق، هر یک از بانیان عضو صندوق نتوانند تعهدات خود را برای پرداخت به موقع اصل و سود اوراق منتشره خود ایفا نمایند، مدیر صندوق موظف است از محل منابع صندوق، تعهدات بانی نکول کرده را ایفا نماید. در واقع از منابع صندوق، تسهیلاتی در قالب قرض الحسنه و یا بلاعوض در اختیار بانی مورد نظر قرار داده می شود تا بتواند

تعهدات خود را در قبال دارندگان اوراق بهادار اسلامی پرداخت نماید. اگر تسهیلات اعطایی قرض الحسنه باشد، برای اطمینان از بازپرداخت تسهیلات توسط بانی، مدیر صندوق باید وثایق و تضمین های کافی را از بانی بگیرد. در شکل ۴، سازوکار عملیاتی صندوق ضمانت متشکل از بانیان متقاضی انتشار اوراق بهادار اسلامی نمایش داده شده است.



شکل شماره ۴ - سازوکار عملیاتی صندوق ضمانت متشکل از بانیان متقاضی انتشار اوراق بهادار اسلامی

لازم به ذکر است در ضمانت بانکی کارمزدی که بانی پرداخت می کند قابل بازیافت نمی باشد، اما در صندوق مبتنی بر الگوی تکافل، که بانیان مالکان صندوق محسوب می گردند، بانی آورده خود را در صندوقی قرار داده که این مبالغ سرمایه گذاری شده و در صورت عدم بروز نکول و خسارت، تمام منافع صندوق پس از کسر کارمزدهای مربوطه متعلق به خود بانیان است، بنابراین لازم است با توجه به تعداد بانیان عضو صندوق، حجم انتشار اوراق و میزان تعهد صندوق اگر تنها واریزی صندوق برای پوشش ریسک، آورده بانیان تعیین گردد که قاعدتا از طریق بانیان باشد، لازم است مبالغ قابل توجه تری در صندوق سرمایه گذاری گردد. این نوع صندوق در واقع مبتنی بر کمک متقابل و پذیرش مشترک ریسک توسط بانیان به عنوان اعضای صندوق طراحی شده است و مالکان واقعی صندوق در واقع بانیان انتشار اوراق بهادار اسلامی هستند و مدیر صندوق به عنوان وکیل بانیان در قبال حق الوکاله دریافتی، وجوه آنان را جمع آوری و مدیریت نموده تا در مواقع لزوم بتواند ریسک نکول بانیان را پوشش دهد. همانطور که ذکر شد این صندوق بسیار شبیه به صندوق تکافل است. تکافل مبتنی بر اصل قرآنی تعاون و به معنای "کمک متقابل میان گروهی" است و هر عضوی در حمایت از نیازمندان داخل گروه سهم دارد. این نوع بیمه شبیه "بیمه تعاونی" است. در عمل تکافل به عنوان روشی مبتنی بر ضمانت مشترک اعضای یک گروه در برابر ضرر و زیانهای احتمالی وارد بر هر یک از آنها مطرح می شود. در واقع، نهاد تکافل با همان اهداف شرکت بیمه، یعنی به منظور پوشش خسارتها و خطرهای احتمالی در آینده طراحی شده است که علاوه بر رسیدن به چنین هدفی، تکافل شونده را در سود حاصل از فعالیتها و سرمایه گذاریهای سودآور شریک می نماید. از جمله مزیت های تکافل می توان به موارد زیر اشاره نمود:

✓ **شفافیت و افشا:** در نهادهای تکافل از آنجا که همه اطلاعات در اختیار تکافل شونده قرار می گیرد، قرارداد

تکافل شفافتر است؛ بنابراین فعالیتها و عملیتهای آن ها هم کاملاً مشخص تر از بیمه و ضمانت رایج است

✓ **التزامات و منافع:** در تکافل در صورت بروز خطر، تکافل شونده می تواند همه زیانهای وارده و تعهد شده

توسط نهاد تکافل را از صندوق دریافت کند و اگر تا زمان سررسید اتفاقی نیفتاد، اصل سرمایه

مشارکت کننده به همراه منافع حاصل از سرمایه گذاری منابعش به وی تعلق می گیرد. در حالی که در بیمه

ها و ضمانت های متعارف، بیمه شونده و ضمانت شونده در صورت عدم رخداد، نمی تواند ادعا داشته باشد.

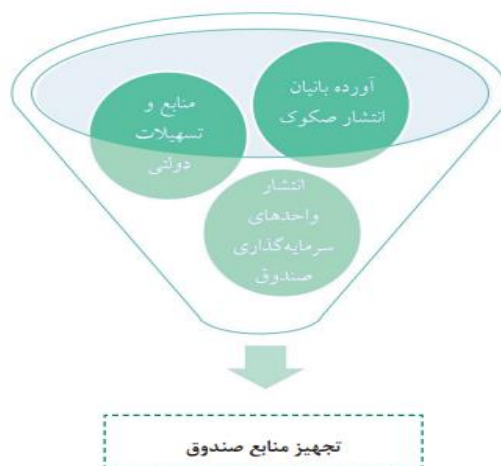
✓ **تضاد منافع:** در بیمه بین بیمه گر و بیمه شونده و در ضمانت رایج بین ضامن و مضمون عنه تعارض وجود دارد، اما در تکافل، تکافل شوندگان در مازاد شریک هستند و از تمام منافع حاصل از سرمایه گذاری نیز به نسبت سهامشان سهم خواهند برد.

۵-۸-۲ - رابطه مستقل مالکیتی و مدیریتی صندوق:

در این مدل بانیان انتشار اوراق بهادار اسلامی به جای پرداخت کارمزد به بانک به عنوان ضمان، کارمزد مورد نظر را به صندوقی پرداخت می نمایند که از نظر ساختار مالکیتی و مدیریتی کاملاً مستقل از بانیان انتشار اوراق بهادار اسلامی بوده و زیر نظر نهاد ناظر بازار سرمایه (سازمان بورس و اوراق بهادار) به عنوان شخص حقوقی مستقل و با هیأت مدیره مستقل از بانیان، مالک این کارمزدها می گردد تا در مواقع نکول اعتباری هر یک از بانیان، بتواند تعهدات آنها را در قبال سرمایه گذاران پاسخگو باشد، همانند یک شرکت بیمه که در مقابل پوشش ریسک یک واقعه، حق بیمه دریافت کرده و مالک حق بیمه ها می گردد و هر نوع بازدهی ناشی از سرمایه گذاری حق بیمه ها متعلق به خود شرکت بیمه است و متعهد می گردد بیمه شونده حقی نسبت به این بازدهی ندارد و شرکت بیمه صرفاً در صورت وقوع حادثه، زیان ناشی از وقوع حادثه احتمالی در آینده را جبران نماید. بنابراین صندوق در این حالت به عنوان نهاد مالی مستقل زیر نظر نهاد ناظر بازار سرمایه، دارای شخصیت حقوقی و مالی مستقل غیردولتی بوده و در چارچوب مقررات حاکم بر نهادهای مالی موضوع قانون بازار اوراق بهادار جمهوری اسلامی ایران - مصوب ۱۳۸۴ فعالیت خواهد کرد.

۵-۹ - تجهیز منابع صندوق:

چند سناریو برای ورودی های صندوق قابل تصور است:



شکل ۵- چند سناریو برای ورودی های صندوق

۵-۹-۱ - مبالغ دریافتی از بانیان انتشار اوراق بهادار اسلامی:

بانیان انتشار اوراق بهادار اسلامی می توانند به جای پرداخت کارمزد به بانکها جهت ضمانت اوراق بهادار خود، همان مبلغ و یا مبلغ بیشتری را به صندوق ضمانت واریز کنند. کارکرد اولیه صندوق ضمانت، سرمایه گذاری وجوه جمع آوری شده در فعالیت های سرمایه گذاری بدون ریسک و نقد شونده است که اگر ساختار مالکیتی صندوق مبتنی بر ساختار اصیل - وکیل باشد، تمام بازدهی صندوق پس از کسر کارمزدهای مرتبط با ارکان صندوق، متعلق به بانیان می باشد که در صورت عدم نکول بانیان، بین آنان به نسبت آورده اولیه، مدت سرمایه گذاری و ... تقسیم خواهد شد. در حالت ضمانت بانکی، کارمزد اولیه به بانک تعلق گرفته و متعهد به پوشش ریسک نکول احتمالی بانی است و در صورت عدم بانک صرفاً رخداد، بانی نمی تواند ادعایی داشته باشد، اما الگوی صندوق هدف دوگانه ای را دنبال می کند که هم سرمایه گذاری وجوه به نفع بانیان است و هم جبران ریسک نکول احتمالی در آینده از محل منابع سرمایه گذاری شده. با توسعه بازار سرمایه و افزایش کمی تعداد شرکت های متقاضی انتشار صکوک، می توان امیدوار بود ظرفیت و منابع

صندوق جهت سرمایه گذاری و پوشش ریسک نكولهای احتمالی نیز بیشتر خواهد شد. در صورتی که الگوی مالکیتی صندوق مستقل از بانیان باشد، در این صورت وجوه پرداختی بانیان به صندوق، به مالکیت صندوق درآمده و هر نوع بازدهی حاصل از این صندوق متعلق به خود صندوق به عنوان یک شخصیت حقوقی کاملاً مستقل و مجزا از بانیان و زیر نظر نهاد ناظر است و صندوق همانند ضمانت بانکی جبران زیان احتمالی ناشی از نکول بانیان را تعهد می کند و بازدهی حاصل صرفاً از سرمایه گذاری منابع صندوق، به خود صندوق تعلق دارد و نه به بانیان و در صورت عدم بروز رخداد اعتباری، بانی نمی تواند ادعایی بر روی کارمزد پرداختی داشته باشد. لازم به ذکر است کارمزدها و واریزی بانیان به صندوق می تواند متناسب با ارزیابی از ریسک صورت پذیرفته و رتبه بندی اعتباری ناشران اوراق بهادار می تواند به تشخیص درست صندوق در گرفتن کارمزدها کمک کند. در شرایط فعلی که مؤسسات رتبه بندی اعتباری در ایران وجود ندارد، خود صندوق می تواند بر اساس معیارهایی، ریسک ناشران مختلف اوراق بهادار متقاضی ضمانت را تعیین کند.

۵-۹-۲- تسهیلات و منابع بلاعوض دولتی:

با توجه به اینکه هم بازار پول و هم بازار سرمایه درگیر در انتشار اوراق بهادار اسلامی خواهند بود، بنابراین پیشنهاد می گردد برای کمک به شکل گیری این صندوق و موفقیت روزافزون آن، بخشی از ورودی این صندوق از منابع دولتی و به طور خاص از طریق نهاد ناظر بازار پول و سرمایه تأمین گردد. به طور مثال، اساسنامه صندوق تثبیت بازار سرمایه ابلاغ گردیده است که هدف این صندوق ایجاد ثبات در بازار سرمایه است. طبق اساسنامه ابلاغ شده، از جمله منابع صندوق شامل موارد ذیل است:

(الف) سرمایه صندوق که به پیشنهاد وزارت امور اقتصادی و دارایی و توسط سازمان مدیریت و برنامه ریزی کشور در لوایح بودجه سنواتی پیش بینی و از محل اعتبارات مصوب مربوط تأمین می شود.

(ب) سپرده گذاری یک واحد درصد از منابع سالانه صندوق توسعه ملی از طریق سپرده های خود نزد بانکهای عامل با تصویب هیأت امنای صندوق مذکور در صندوق.

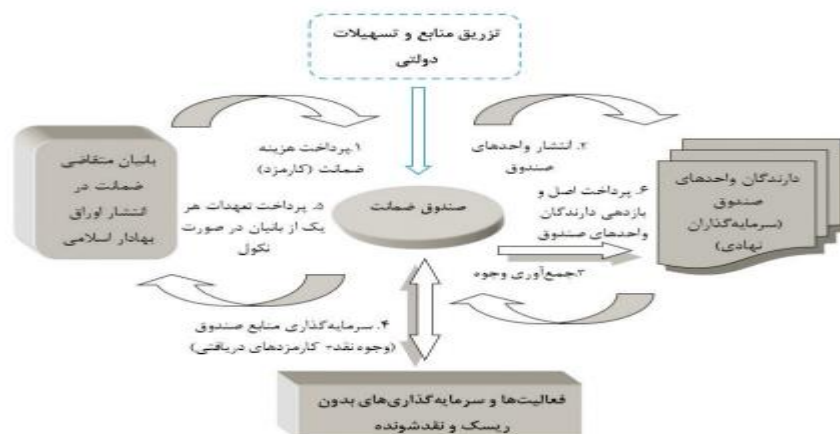
(ج) بخشی از کارمزدهای تعریف شده توسط سازمان بورس و اوراق بهادار با تصویب شورای عالی بورس و اوراق بهادار از طریق سپرده گذاری در صندوق.

(د) سایر منابعی که حسب قوانین و مقررات و با تصویب مراجع ذی صلاح در اختیار صندوق قرار می گیرد. در راستای مأموریت صندوق تثبیت بازار طراحی صندوق ضمانت صکوک دقیقاً سرمایه بوده و می توان طوری طراحی نمود تا در راستای ثبات مالی بازار صکوک، بخشی از منابع صندوق تثبیت بازار سرمایه، به صندوق ضمانت اختصاص یابد و یا اینکه منابعی به طور مجزا به صورت بلاعوض و یا تسهیلات بلندمدت از محل منابع دولتی مانند صندوق توسعه ملی و یا از محل منابع سازمان بورس و اوراق بهادار و بانک مرکزی به این صندوق تخصیص داده شود. این منابع می تواند به صورت تسهیلات بلاعوض، قرض الحسنه بلندمدت و یا اینکه از نظر ماهیت همانند آورده بانیان با هدف انتفاعی باشد که به نوعی مشارکت در سرمایه گذاری محسوب گردیده و در صورت عدم نکول، همانند بانیان، بازدهی ناشی از سرمایه گذاری به نهاد ذینفع نیز اختصاص داده می شود. تزریق منابع دولتی به صندوق ضمانت به شکل گیری، توسعه و افزایش جذابیت صندوق برای بانیان انتشار اوراق قطعاً بهادار کمک شایانی نموده و کارکرد صندوق را بهبود خواهد بخشید.

۳-۹-۵- انتشار واحدهای سرمایه گذاری و جمع آوری وجوه از سرمایه گذاران نهادی:

راهکار دیگر برای افزایش ظرفیت و پتانسیل صندوق، انتشار واحدهای سرمایه گذاری از طریق صندوق است. در واقع دارندگان واحدهای سرمایه گذاری این نوع صندوق هم در فعالیتهای بدون ریسک و نقدشونده صندوق مشارکت می کنند (همانند صندوق های با درآمد ثابت) و هم در صورت نکول هر یک از بانیان انتشار اوراق بهادار اسلامی، در جبران زیان ناشی از نکول وی مشارکت خواهند نمود؛ بنابراین این صندوق دارای ماهیت و کارکرد

دوگانه مشارکت - ضمانت خواهد بود. خاطر نشان می گردد در صورت انتشار واحدهای سرمایه گذاری توسط صندوق، الگوی مالکیتی صندوق مستقل از بانیان بوده ولی رابطه صندوق با دارندگان واحدهای سرمایه گذاری همانند صندوق های سرمایه گذاری عادی به صورت رابطه اصیل - وکیل خواهد بود. همانطور که در شکل ۶ ملاحظه می گردد، در واقع مدیر این نوع صندوق به وکالت از دارندگان واحدهای سرمایه گذاری، منابع و وجوه جمع آوری شده را در اوراق و فعالیت های اقتصادی بدون ریسک و نقد شونده سرمایه گذاری می کنند، در صورتی که هیچیک از بانیان در طول عمر اوراق خود، نکول نکنند، بازدهی حاصل از مشارکت پس از کسر سهم سایر ذینفعان مانند ارکان صندوق به دارندگان واحدهای سرمایه گذاری خواهد رسید، اما در صورت نکول احتمالی هر یک از بانیان، این دارندگان واحدهای سرمایه گذاری هستند که باید تعهدات بانی نکول کرده را در قبال خریداران اوراق خود ایفا نمایند و مدیر صندوق موظف است تا از محل بازدهی و یا اصل و بازدهی متعلق به دارندگان واحدهای سرمایه گذاری (بسته به نوع و سقف تعهد صندوق) برای پرداخت تعهدات بانی استفاده نماید. در این صورت ماهیت واحدهای سرمایه گذاری این صندوق، مشارکت- ضمانت خواهد بود. به صورت طبیعی لازم است بازدهی دارندگان واحدهای این نوع صندوق به خاطر تقبل ضمانت بانیان، بیشتر منابع را از صندوق های سرمایه گذاری با درآمد ثابت عادی باشد که صرفا سرمایه گذاری کرده و بازدهی ناشی از سرمایه گذاری را بین دارندگان واحدهای صندوق تقسیم می کنند و این بازدهی بیشتر زمانی محقق خواهد شد که منابع بلاعوض دیگری نیز به صندوق تزریق گردد (که آورده بانیان و تزریق منابع دولتی از جمله این منابع خواهد بود) و بازدهی به دارندگان واحدهای صندوق حاصل از سرمایه گذاری این منابع نیز تماما بابت ضمانت بانیان انتشار اوراق بهادار اسلامی تعلق گیرد. با توجه به ریسک بالای این صندوق به خاطر ضمانت انتشار اوراق بهادار اسلامی، سرمایه گذاران نهادی پیشنهاد می گردد دارندگان واحدهای صندوق، صرفا از جمله بانکها، شرکتهای تأمین سرمایه، شرکتهای سرمایه گذاری، شرکتهای بیمه و ... باشند. بنابراین نهادهای مالی مختلف به جای پذیرش مستقیم ضمانت صکوک- که برای پذیرش آن محدودیتهایی وجود داشت - می توانند در واحدهای این صندوق سرمایه گذاری کرده و به صورت غیرمستقیم ضامن اوراق بهادار اسلامی باشند.



شکل ۶- سازوکار عملیاتی صندوق ضمانت متشکل از سرمایه گذاران نهادی

از جمله مزیت های انتشار واحد سرمایه گذاری توسط صندوق ضمانت می توان به بالا بودن بازدهی این نوع صندوق نسبت به صندوق های سرمایه گذاری با درآمد ثابت، توزیع ریسک نکول بانیان بین طیف وسیعی از سرمایه گذاران نهادی، افزایش ظرفیت و توان صندوق جهت جبران نکول (نسبت به حالتی که واحدهای سرمایه گذاری منتشر نمی گردد) و ... اشاره نمود. واحدهای سرمایه گذاری صندوق ضمانت را نیز می توان همانند صندوق های سرمایه گذاری

عادی، به دو نوع عادی و ممتاز تقسیم نمود که حقوق دارندگان واحدهای سرمایه گذاری ممتاز و عادی از همه لحاظ با یکدیگر یکسان باشند، غیر از مواردی چون حق رأی، حق انتقال یا ابطال واحدهای سرمایه گذاری و... .

۱۰-۵- سرمایه گذاری منابع صندوق:

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

(الف) اوراق بهادار دولتی مانند اوراق مشارکت، اسناد خزانه اسلامی و ...؛

(ب) گواهی سپرده منتشره توسط بانکها و مؤسسات مالی و اعتباری دارای مجوز از بانک مرکزی جمهوری اسلامی ایران؛

(ج) هر نوع سپرده گذاری نزد بانکها و مؤسسات مالی و اعتباری دارای مجوز از بانک مرکزی جمهوری اسلامی ایران؛
(د) واحدهای صندوق های سرمایه گذاری با درآمد ثابت.

۱۱-۵- نحوه ایفای تعهدات صندوق در صورت نکول بانیان:

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

۵-۱-۱۱- پرداخت تعهدات بانی با حق رجوع:

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

۵-۲-۱۱- پرداخت تسهیلات قرض الحسنه از منابع صندوق:

در حالتی که مالکیت صندوق مستقل از بانیان نبوده و مبتنی بر الگوی تکافل باشد، اگر در طول عمر صندوق، هر یک از بانیان نتواند تعهدات خود را برای پرداخت به موقع اصل و سود اوراق منتشره خود ایفا نمایند، این مدیر صندوق است که موظف است به وکالت از بانیان، از محل منابع صندوق، تعهدات بانی نکول کرده را ایفا نماید. بدین منظور مدیر صندوق، تسهیلاتی در قالب قرض به بانی نکول کرده پرداخت نموده تا وی بتواند به تعهدات خود در مورد دارندگان اوراق بهادار اسلامی عمل نماید. بانی موظف است طی مدت تعیین شده توسط صندوق، تسهیلات اخذ شده را بازپرداخت نماید و برای جلوگیری از هرگونه سوءاستفاده بانی، وثایق و تضمین های کافی از وی گرفته می شود. این مورد مناسب ساختاری است که بانیان مالکان صندوق بوده و بر اساس الگوی تکافل طراحی شده است که به نوعی مشارکت جمعی برای پذیرش ریسک نکول است.

۳-۱۱-۵- استفاده از تسهیلات بانکی:

در صورتی که میزان نکول بانیان بیش از سقف تعیین شده و پیشبینی شده صندوق باشد، باید این امکان وجود داشته باشد که صندوق برای جبران خسارتهای ناشی از نکول هر یک از بانیان بیش از سقف توافق شده، از تسهیلات بانکی استفاده نماید تا بانی بتواند از محل این تسهیلات تعهدات خود در قبال دارندگان اوراق را به صورت کامل ایفا نماید. با توجه به اینکه موضوع پرداخت تسهیلات، پرداخت دیون بانی است؛ بنابراین لازم است از تسهیلاتی استفاده گردد که تملیکی بوده و محدودیت شرعی در مصارف آن نداشته باشیم. برای اعطای تسهیلات جهت پرداخت دیون بانی چند سناریو قابل تصور است:

۱-۳-۱۱-۵- دریافت تسهیلات قرض الحسنه بانکی:

صندوق میتواند در قبال تضامین و وثیقه های مود نیاز، از تسهیلات قرض الحسنه بانکی استفاده نماید.

۲-۳-۱۱-۵- دریافت تسهیلات در قبال تنزیل اسناد تجاری بانی:

صندوق می تواند جهت گرفتن تسهیلات بانکی، اسناد تجاری بانی نکول کرده را که ناشی از معاملات واقعی است نزد بانک تنزیل نموده و بانک ارزش تنزیلی اسناد و اوراق تجاری را به بانی پرداخت نماید تا وی بتواند از عهده تعهدات خود نسبت به دارندگان اوراق به صورت کامل برآید. البته باید توجه داشت که تسهیلات خرید دین بانکی کوتاه مدت بوده و این ابزار قابلیت اعطای تسهیلات بلندمدت را ندارد.

۳-۳-۱۱-۵- پرداخت تسهیلات در قبال خرید یکی از دارایی های بانی و اجاره به شرط تملیک مجدد آن به بانی:

صندوق می تواند جهت دریافت تسهیلات بانکی، یکی از دارایی های بانی را به صورت نقد به بانک فروخته و دوباره به خود بانی اجاره به شرط تملیک نماید. که در اینصورت بانی هم به صورت نقد مبلغ دارایی را دریافت کرده که با آن می تواند تعهدات خود را در قبال دارندگان اوراق ایفا نماید و هم دارایی فروخته شده را دوباره اجاره کرده و از منافع آن استفاده خواهد نمود. این راهکار مستلزم انتقال مالکیت دارایی به بانک یا صندوق در ابتدا و بازگشت مالکیت دارایی به بانی در انتهای قرارداد می باشد. با توجه به اینکه انتقال اموال نیز در دفاتر اسناد رسمی انجام شده و مستلزم هزینه می باشد، این راهکار دارای هزینه مبادلاتی قابل توجهی می باشد.

۴-۳-۱۱-۵- پرداخت تسهیلات در قبال پیش خرید دارایی های بانی:

در این راهکار، در صورتیکه بانی دارایی یا محصول منضبطی داشته باشد، صندوق یا بانک می تواند در قبال پیش خرید محصولات بانی، تسهیلاتی را به صورت نقد جهت پرداخت اصل و سود دارندگان اوراق به بانی پرداخت نماید. البته استفاده از این تسهیلات مستلزم آن است که بانی محصول منضبطی داشته باشد که سریع الفساد نبوده و سهل البیع باشد. همچنین در سلف قیمت بازاری فروش محصول معلوم نبوده و ریسک قیمتی وجود دارد. بنابراین همانطور که اشاره شد، در صورتی که میزان نکول بانیان بیش از پیشبینی و برنامه ریزی صندوق باشد، صندوق باید این امکان را داشته باشد تا در مواقع خاص جهت پوشش خسارت های ناشی از نکول بانیان، علاوه بر منابع صندوق، از استقراض بانکی استفاده نماید که موارد بالا تنوع تسهیلاتی است که با توجه به مورد استفاده (پرداخت مطالبات دارندگان اوراق بهادار)، صندوق می تواند یا به وکالت از بانیان و جهت پوشش ریسک آنها، از بانک دریافت نماید.

نتیجه گیری:

فن آوری نوین دیجیتالی بلاک چین تغییرات نوآورانه ای را در واسطه گری مالی، از جمله در بازار سرمایه اسلامی و صکوک، ممکن کرده است. در این تحقیق جهت تسهیل هر چه بیشتر ضمانت در ساختار صکوک و فراهم نمودن امکان تأمین مالی طیف گسترده تری از شرکت ها و نهادهای مختلف از طریق این بازار راهکاری نوین جهت تضمین با عنوان صندوق ضمانت صکوک ارائه گردید که وظیفه اصلی این صندوق به عنوان رکن ضامن صکوک، جبران نکول احتمالی بانیان انتشار صکوک خواهد بود. در این تحقیق برخی مؤلفه های مهم در طراحی صندوق مانند ساختار مالکیتی و مدیریتی صندوق، تجهیز منابع، استراتژی سرمایه گذاری منابع و نحوه پوشش ریسک توسط صندوق مورد

بررسی قرار گرفت. صرف نظر از ساختار مالکیتی صندوق چه مستقل از بانیان و چه وابسته به بانیان، کمکهای و تزریق منابع توسط دولت و نهادهای ناظر بازار پول و سرمایه می تواند به بهبود عملکرد صندوق و افزایش ضریب موفقیت آن کمک نماید. علاوه بر آورده بانیان و کمکهای دولتی، انتشار واحدهای سرمایه گذاری توسط صندوق می تواند سبب مشارکت نهادهای مالی مختلف از جمله بانکها، بیمه ها، شرکت های تأمین سرمایه، هلدینگ ها، شرکت های سرمایه گذاری و ... در امر ضمانت اوراق و افزایش ظرفیت پوشش ریسک صندوق گردد. طراحی صندوق مشارکت - ضمانت (یا وکالت - ضمانت) به عنوان یک راهکار ابتکاری محسوب گردیده و در سایر کشورهای اسلامی مسبوق به سابقه نمی باشد؛ هر چند ممکن است الگوهای مشابهی مانند الگوی ICIEC وجود داشته باشد که البته آن الگوها مبتنی بر تکافل است. با توجه به اینکه هدف از تشکیل چنین صندوقی در وهله اول ضمانت بانیان انتشار اوراق بهادار اسلامی می باشد؛ بنابراین لازم است استراتژی سرمایه گذاری در این نوع صندوق حداقل نمودن ریسک تا حد ممکن و بکارگیری وجوه در سرمایه گذاری های با بازدهی مناسب و نقد شونده باشد. صندوق ضمانت صکوک لازم است همکاری تنگاتنگی با نظم بانکی داشته تا بتواند در شرایط خاص علاوه بر منابع خود، از تسهیلات بانکی نیز در پوشش ریسک نکول بانیان استفاده نماید.

منابع

- ۱- آیین نامه اجرایی انتشار اوراق مشارکت شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار مصوب هیئت دولت، ۱۳۸۴
- ۲- توحیدی، محمد (۱۳۹۳)، بررسی فقهی انتشار اوراق اجاره و مباحه چند طبقه اعتباری، دوفصلنامه علمی پژوهشی تحقیقات مالی اسلامی
- ۳- توحیدی، محمد (۱۳۹۲)، سازوکارهای ارتقای رتبه اعتباری اوراق بهادار در تأمین مالی ساختاریافته، مدیریت پژوهش، توسعه و مطالعات اسلامی، سازمان بورس و اوراق بهادار،
- ۴- سازمان بورس و اوراق بهادار، دستورالعمل انتشار اوراق اجاره، مصوب ۱۳۸۹/۵/۱۱، اصلاحیه مصوب ۱۳۹۰/۸/۲۳ و ۹۴/۳/۱۱
- ۵- سازمان بورس و اوراق بهادار، دستورالعمل انتشار اوراق سفارش ساخت، مصوب ۱۳۹۲/۹/۲
- ۶- سازمان بورس و اوراق بهادار، دستورالعمل انتشار اوراق مباحه، مصوب ۱۳۹۰/۹/۲۶ قانون مدنی جمهوری اسلامی ایران
- ۷- معصومی، رسول؛ محمدی اوات، سید حسن؛ (۱۴۰۰) بررسی تاثیر گزارشگری مالی تحت وب بر عدم تقارن اطلاعاتی. فصلنامه مدیریت منابع در نیروی انتظامی، بهار ۱۴۰۰
- ۸- معصومی، رسول؛ ابراهیمی گردشی، محمد؛ (۱۴۰۱) فن آوری نوین دیجیتال بلایک چین و عدم تقارن اطلاعات. فصلنامه علمی تخصصی رویکردهای پژوهشی نوین در مدیریت و حسابداری، زمستان ۱۴۰۱

۹- معصومی، رسول؛ ابراهیمی گردشی، محمد؛ (۱۴۰۱) کاربرد فن آوری نوین دیجیتالی بلاک چین برای حل چالش های حاصل از عدم تقارن اطلاعات در شرکت های بیمه. هفتمین همایش بین المللی و دهمین همایش ملی مدیریت و حسابداری ایران، همدان، اسفند ۱۴۰۱

۱۰- معصومی، رسول؛ ابراهیمی گردشی، محمد؛ (۱۴۰۱) بلاک چین در بازار صکوک. فصلنامه علمی تخصصی پژوهش های کاربردی در مدیریت و علوم انسانی، زمستان ۱۴۰۱