



# ضمانت در ساختار اوراق بهادار اسلامی ( صکوک )؛ چالش‌ها و راهکارها

ارائه‌دهنده: محمد توحیدی

دکتری مدیریت مالی

عضو گروه مالی و مرکز رشد دانشگاه امام صادق علیه‌السلام

پژوهشگر مالی اسلامی سازمان بورس و اوراق بهادار

# آمار اوراق بهادار اسلامی منتشره تاکنون

نوع اوراق	تعداد انتشار	ارزش کل اوراق (میلیون ریال)	تعداد اوراق سررسید شده	ارزش اوراق سررسید شده (میلیون ریال)	ارزش کل اوراق در دسترس
اوراق مشارکت	۲۶	۹۰,۴۳۱,۷۶۳	۱۴	۲۴,۰۵۰,۰۰۰	۶۶,۳۸۱,۷۶۳
اوراق اجاره	۲۴	۳۲,۳۶۶,۶۴۹	۵	۳,۷۰۸,۰۰۰	۲۸,۶۵۸,۶۴۹
اوراق مرابحه	۵	۲,۰۶۵,۳۰۶	۲	۵۰۱,۳۰۶	۱,۵۶۴,۰۰۰
اوراق سفارش ساخت	۱	۱,۶۲۹,۳۱۴	-	-	۱,۶۲۹,۳۱۴
اوراق سلف	۸	۷,۱۰۰,۰۰۰	۱	۸۳۳,۵۰۰	۶,۲۶۶,۵۰۰
مجموع	۶۴	۱۳۳,۵۹۳,۰۳۲	۲۲	۲۹,۰۹۲,۸۰۶	۱۰۴,۵۰۰,۲۲۶

# آمار اوراق بهادار اسلامی منتشره تاکنون

تعداد اوراق منتشره		ارزش کل (بیلیون دلار)		از ۲۰۰۱ تا ۲۰۱۵
۵۹		۴.۴		ایران
۵۶۵۵ داخلی	۶۰.۱۴	۶۱۸ داخلی	۷۶۷	جهان
۳۵۹ بین المللی		۱۴۸ بین المللی		
۴۶۴۷ داخلی	۴۷۰۰	۵۱۶		مالزی
۵۳ بین المللی				
۴۹ داخلی	۸۸	۶۰		عربستان
۳۹ بین المللی				
۱۴ داخلی	۹۵	۶۲		امارات متحده
۸۱ بین المللی				
۲۴۱ داخلی	۳۴۰	۲۰		بحرین
۹۹ بین المللی				
۱۸۹ داخلی	۲۰۰	۲۸		اندونزی
۱۱ بین المللی				

## چالش‌های بازار اوراق بهادار اسلامی

زمان بر بودن فرایند انتشار اوراق

بالا بودن هزینه‌های انتشار اوراق

عدم رتبه‌بندی اوراق

عدم رقابتی بودن و تمایز در نرخ سود اوراق

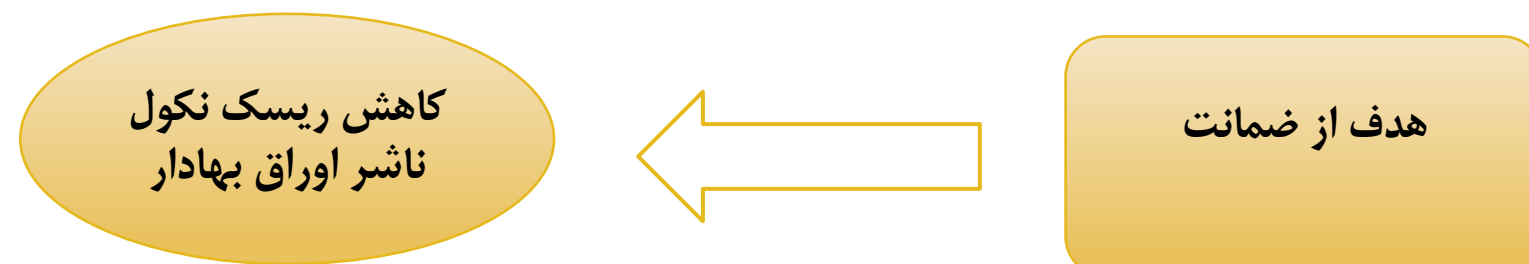
عدم هماهنگی نهادهای قانون‌گذار

عدم آموزش و فرهنگ‌سازی مناسب

مشکلات مربوط به ضمانت اوراق



❖ ضامن شخص حقوقی است که بسته به نوع اوراق، پرداخت اصل و سود اوراق بهادار را در صورت نکول بانی تعهد و تضمین می نماید.



❖ ضمانت بعنوان یک سازوکار درونی ارتقای کیفیت اعتباری در ساختار صکوک

## نهادهای مجاز برای ضمانت صکوک

بانک‌ها و  
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



## آمار نهادهای مالی پذیرفته شده جهت ضمانت اوراق بهادار

ردیف	نوع ضامن	اوراق مشارکت	اوراق اجاره، مرابحه و سفارش ساخت
۱	بانک‌ها و مؤسسات مالی و اعتباری	۱۸	۲۲
۲	شرکت تأمین سرمایه	-	۱
۳	هلدینگ‌ها و شرکت‌های سرمایه‌گذاری	۵	۴
۴	صندوق‌های بازنشتگی	۲	-
۵	مشترک بین بانک و تأمین سرمایه	۱	۲



## راهکارهای ارائه شده برای رفع چالش‌های مربوط به رکن ضامن

رتبه‌بندی اوراق در راستای  
تعادل در ریسک و بازدهی  
اوراق بدهی

محدود کردن ضمانت تنها به  
سود اوراق و نه به اصل آن.

اجازه انتشار اوراق بدون  
ضامن یا انتشار بخشی از  
اوراق یک ناشر بدون ضامن  
و بخشی با ضامن و ایجاد  
تفاوت در نرخ اوراق با توجه  
به وجود یا عدم وجود ضامن  
و نوع ضامن

حذف رکن ضامن از طریق  
پذیرش وثیقه کردن سهام  
شرکت‌های پذیرفته شده در  
بورس و فرابورس

## برخی اصلاحات از سوی سازمان بورس و اوراق بهادار در دستورالعمل انتشار اوراق بهادار اسلامی جهت تسهیل ضمانت اوراق بهادار اسلامی

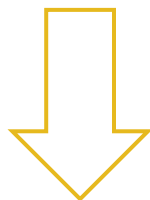
عدم نیاز به ضامن برای شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران یا فرابورس ایران.

عدم نیاز به ضامن برای شرکت‌هایی که امتیاز نهایی اطلاع رسانی آن‌ها براساس آخرین گزارش واحد نظارت بر ناشران سازمان بورس و اوراق بهادار مساوی و یا بیشتر از ۷۵ باشد.

امکان توثیق اوراق بهادار نزد شرکت سپرده‌گذاری مرکزی اوراق بهادار و تسویه وجوه بجای ضامن.

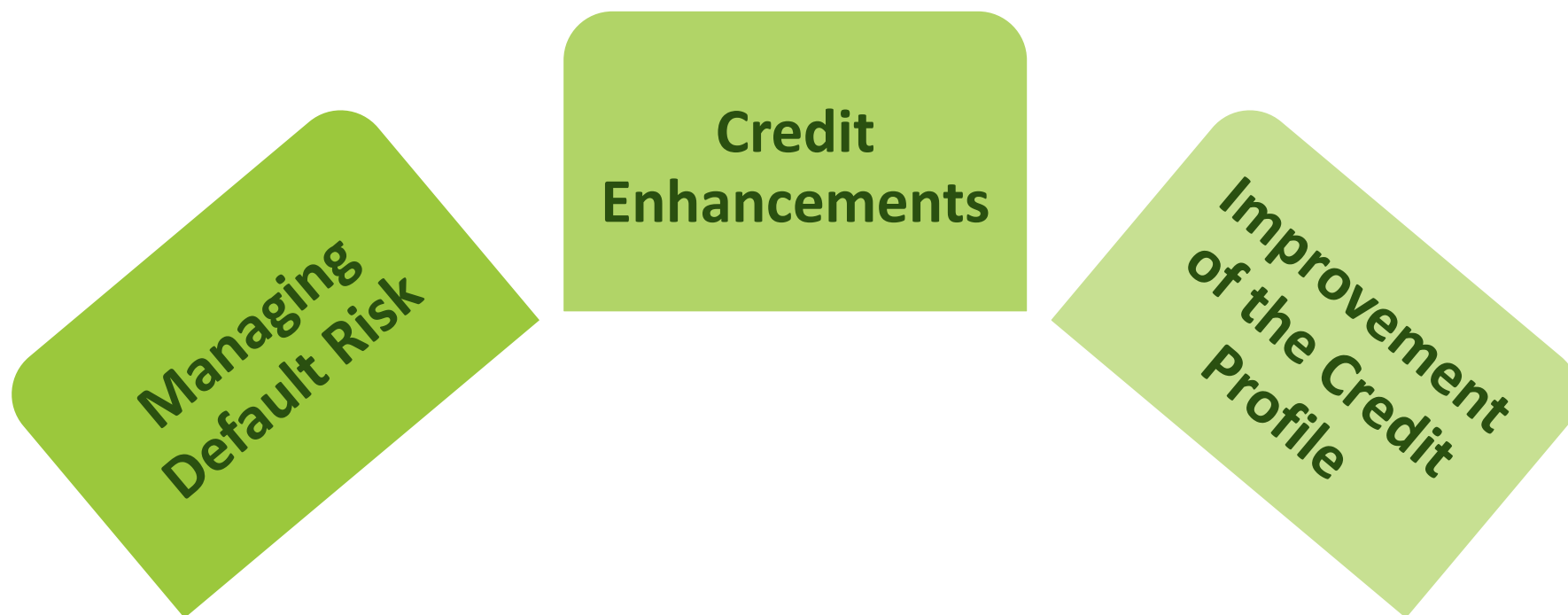
همان طور که گفتیم هدف از رکن ضامن کاهش ریسک نکول ناشران

مدیریت ریسک نکول در ساختارهای  
مشابه صکوک در تأمین مالی متعارف



**Credit enhancements  
in structured finance**

## سازوکارهای ارتقای کیفیت اعتباری (اعتبار افزاها)



- ▶ روش‌هایی هستند که برای بهبود کیفیت اعتباری و کاهش ریسک نکول محصولات مالی و اوراق بهادار بکار می‌روند. این روش‌ها جزء مهم تبدیل به اوراق بهادارسازی در تأمین مالی ساختار یافته محسوب می‌گردند.
- ▶ استفاده از این سازوکارها برای مؤسسات رتبه‌بندی دارای اهمیت است.
- ▶ لزوم استفاده از این سازوکارها در ساختار صکوک

# انواع سازوکارهای ارتقای کیفیت اعتباری

## Originator Provided

Excess Spread &  
Profit

Cash Collateral/Cash  
Reserve

Overcollateralization

Sinking fund

Reserve Account

## Structural

Pooling &  
Tranching

## Third-Party Provided

Monoline  
Insurance

Letter of Credit

Pool Insurance

Financial  
Guarantee (Surety  
Bond)

# Tranching

▶ 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.

▶ 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 بر اساس 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؛



## چالش‌های مربوط به رکن ضامن



# صندوق ضمانت صکوک

# ضمانت در ساختار صکوک سایر کشورهای اسلامی

- ▶ مؤسسه اسلامی بیمه سرمایه‌گذاری و اعتبار صادرات (ICIEC) بعنوان زیرمجموعه بانک توسعه اسلامی
- ▶ ابتکار ICIEC، راه اندازی صندوق بیمه و ضمانت صکوک خارجی در راستای تسهیل جریان سرمایه‌گذاری و تأمین مالی کشورهای عضو
- ▶ ساختار صندوق مبتنی بر الگوی تکافل
- ▶ فعلاً برای صکوک اجاره مورد استفاده قرار گرفته و پرداخت‌های دوره‌ای اجاره‌بها و همچنین پرداخت اصل در سررسید را تضمین می‌کند و در آینده برای ساختارهای دیگر صکوک نیز استفاده خواهد شد.

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:** که شامل سهم های حق بیمه بیمه شوندگان، بازیافت ها از مبالغ پرداخت شده برای جبران خسارت و هزینه های عملیات بیمه پرداخت شده است.

► **صندوق سهام داران:** که 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.

## صندوق ضمانت صکوک

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

در این راهکار، صندوق ضمانت صکوک جایگزین یا مکمل رکن ضامن در ساختار انتشار اوراق بهادار اسلامی خواهد شد و این صندوق شخص حقوقی خواهد بود که پرداخت مبالغ و وجوهی را که بانی ملزم به پرداخت آن به ناشر می‌باشد، تعهد و تضمین می‌نماید. این سازوکار مبتنی بر کمک متقابل و پذیرش ریسک توسط خود متقاضیان انتشار اوراق بهادار اسلامی است.

## مزایای ضمانت از طریق صندوق

افزایش ظرفیت ضمانت اوراق بهادار اسلامی و بعنوان مکملی برای ضمانت بانکی

افزایش سهولت و دسترسی بانیان مختلف انتشار اوراق بهادار اسلامی

توزیع ریسک نکول

امکان استفاده از منافع و بازدهی صندوق

رفع محدودیت‌های مربوط به بانک مرکزی و تعیین نرخ بازدهی صکوک

کاهش تشریفات بروکراتیک برای ضمانت



## ساختار مالکیتی و مدیریتی

رابطه اصیل\_ وکیل بین بانی و صندوق

رابطه مستقل مالکیتی و مدیریتی  
صندوق از بانیان



# سناریوی اول

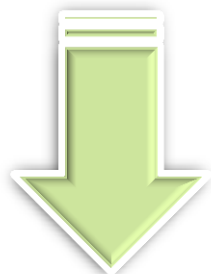
رابطه اصیل - وکیل میان بانیان و مدیریت صندوق  
(الگوی تکافل)

سناریوی دوم



صندوق دارای شخصیت حقوقی و مالی مستقل

پیشنهاد



صندوق ضمانت بعنوان زیر مجموعه صندوق  
تثبیت بازار سرمایه

سناریوی سوم



صندوق دارای شخصیت حقوقی و مالی مستقل  
با قابلیت انتشار واحد سرمایه گذاری

# با تشکر و قدردانی از حضار گرامی

