

بہ نام خدا



مدیریت پژوهش، توسعه و مطالعات اسلامی

سازوکار طبقہ بندی اوراق بہادار بہت ارتقاء رتبہ اعتباری

پیدا آورندہ:

محمد توحیدی

فهرست مطالب

۴.....	۱	مقدمه.....
۵.....	۲	سازوکار طبقه‌بندی اوراق بهادار جهت ارتقاء رتبه اعتباری.....
۵.....	۳	انواع اوراق بهادار چند طبقه.....
۵		۳,۱ اوراق بهادار چند طبقه زمانی
۶.....		۳,۲ اوراق بهادار چند طبقه بر اساس تمایز رتبه اعتباری.....
۹.....	۴	کاربرد سازوکار اولویت‌بندی اوراق بهادار در بازار صکوک.....
۱۰.....		۴,۱ طبقه‌بندی در صکوک مبتنی بر دارایی: مالزی.....
۱۱.....		۴,۲ طبقه‌بندی در صکوک با پشتوانه دارایی.....
۱۴.....	۵	سازگاری طبقه‌بندی اوراق با موازین شریعت.....
۱۵.....	۶	منابع و مآخذ.....

سازمان بورس و اوراق بهادار
مدیریت پژوهش، توسعه و مطالعات اسلامی
www.rdis.ir

چکیده

روش‌هایی که در تأمین مالی ساختار یافته برای بهبود کیفیت اعتباری محصولات مالی و اوراق بهادار بکار می‌رود، به سازوکارهای ارتقای رتبه اعتباری معروف هستند. از جمله مهم‌ترین و رایج‌ترین روش‌های ارتقای رتبه اعتباری، سازوکار چند طبقه کردن اوراق بهادار است. این روش جزء سازوکارهای ساختاری و درونی ارتقای رتبه اعتباری در تأمین مالی ساختار یافته محسوب می‌گردد. چند طبقه کردن اوراق بر اساس اولویت در دریافت سود و پرداخت زیان صورت می‌پذیرد که سبب کاهش هزینه‌های تأمین مالی و افزایش جذابیت اوراق برای سرمایه‌گذاران می‌گردد. آن چه مهم است نحوه استفاده از سازوکار چند طبقه کردن در انتشار اوراق بهادار اسلامی است. در این تحقیق سازوکار اوراق بهادار چند طبقه به دقت تبیین گردیده و تجربه کشورهای اسلامی در انتشار صکوک چند طبقه ارائه می‌گردد. اگر چه تحقیقاتی به چشم می‌خورد که برای تطبیق این سازوکار با موازین شریعت از مفهوم اسقاط حق استفاده کرده‌اند اما خاطر نشان می‌گردد فقهای اهل تسنن این سازوکار را بطور رسمی مورد تأیید فقهی قرار نداده‌اند. همچنین این سازوکار از منظر فقه امامیه نیز مورد بررسی دقیق قرار نگرفته است که این گزارش می‌تواند گامی در جهت آشنایی هر چه بیشتر با این سازوکار باشد.

واژگان کلیدی: سازوکار ارتقای رتبه اعتباری، اوراق بهادار چند طبقه، اوراق بهادار اسلامی، فقه امامیه.

۱ 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 می‌گردد و برای مؤسسات رتبه‌بندی دارای اهمیت فراوان است. این روش‌ها ریسک نکول (اعتباری) یک ابزار مالی را کاهش داده و بدین سان باعث افزایش رتبه اعتباری و کاهش سود اوراق می‌گردند.

با وجود این که 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 ساینده 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 ساینده یک معامله در نظر گرفته می‌شود عبارتند از: انگیزه‌های متعهد (بدهکار) برای نکول، کیفیت اعتباری متعهدان (بدهکاران)، سناریوهای وقوع زیان و تغییر پذیری آن و میزان تنوع‌سازی دارایی پایه^۳ (Fabozzi, ۲۰۰۸).

انواع سازوکارهای ارتقای رتبه اعتباری را می‌توان در دو دسته کلی بیرونی و درونی تقسیم‌بندی نمود که سازوکار طبقه‌بندی اوراق، شکاف یا سود مزاد، 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 محسوب می‌گردند (Dwight Asset Management Company, ۲۰۰۵).

همچنین در یک تقسیم‌بندی دیگر می‌توان این سازوکارها را در سه دسته طبقه‌بندی نمود (Fabozzi, ۲۰۰۸):

- 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.

^۱ Credit Enhancements

^۲ Structured Finance

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

^۴ Excess Spread or Profit

^۵ Cash Collateral

^۶ Overcollateralization

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 تعهدها 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 بر اساس اولویت در دریافت سود و پرداخت زیان صورت می‌پذیرد که سبب کاهش هزینه‌های تأمین مالی و افزایش جذابیت اوراق برای سرمایه‌گذاران می‌گردد.

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 تطبیق سازوکار فوق با موازین شرعی بپردازیم.

۲ سازوکار طبقه‌بندی اوراق بهادار^۸ جهت ارتقاء رتبه اعتباری

قطعه^۹ 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 زبان‌ها 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 بر اساس کیفیت اعتباری اوراق انجام داد. اما خاطر نشان می‌گردد که سازوکار متعارف ارتقای رتبه اعتباری در تأمین مالی ساختار یافته مربوط به اولویت‌بندی اوراق بر اساس 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^{۱۰} 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

^۷ Credit-Enhancing Interest-Only Strip

^۸ Tranching Securities

^۹ Tranche

^{۱۰} Time Tranching

اوراق به شکل مساوی متحمل زیان خواهند گردید. تمایز افق زمانی بین طبقات اوراق باعث افزایش جذابیت این اوراق و افزایش تقاضا توسط طیف وسیع تری از سرمایه گذاران 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 بر اساس تمایز رتبه اعتباری^{۱۱}، معمولاً چند طبقه اوراق (اوراق با اولویت^{۱۲} و یک یا چندین طبقه اوراق بدون اولویت^{۱۳}) 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^{۱۴} (با کیفیت اعتباری بالاتر) در دریافت سود و اصل نسبت به اوراق با کیفیت متوسط^{۱۵} و اوراق با کیفیت اعتباری پایین^{۱۶} 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 بانی 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, ۲۰۰۱).^{۱۷} 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^{۱۸} توسط خود بانی (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 بر اساس مجموعه‌ای از دارایی‌های بدون رتبه اعتباری، بتوان اوراق بهادار دارای رتبه اعتباری طراحی کرد (Fender, ۲۰۰۵). سطوح با اولویت پایین تر 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 پایین تر سپر اوراق با کیفیت بالا در مقابل زیان‌های نکول دارایی پایه می‌شوند. سطوح

^{۱۱} Multi_Class Tranching

^{۱۲} Senior Bonds

^{۱۳} Subordinated Bonds

^{۱۴} Senior

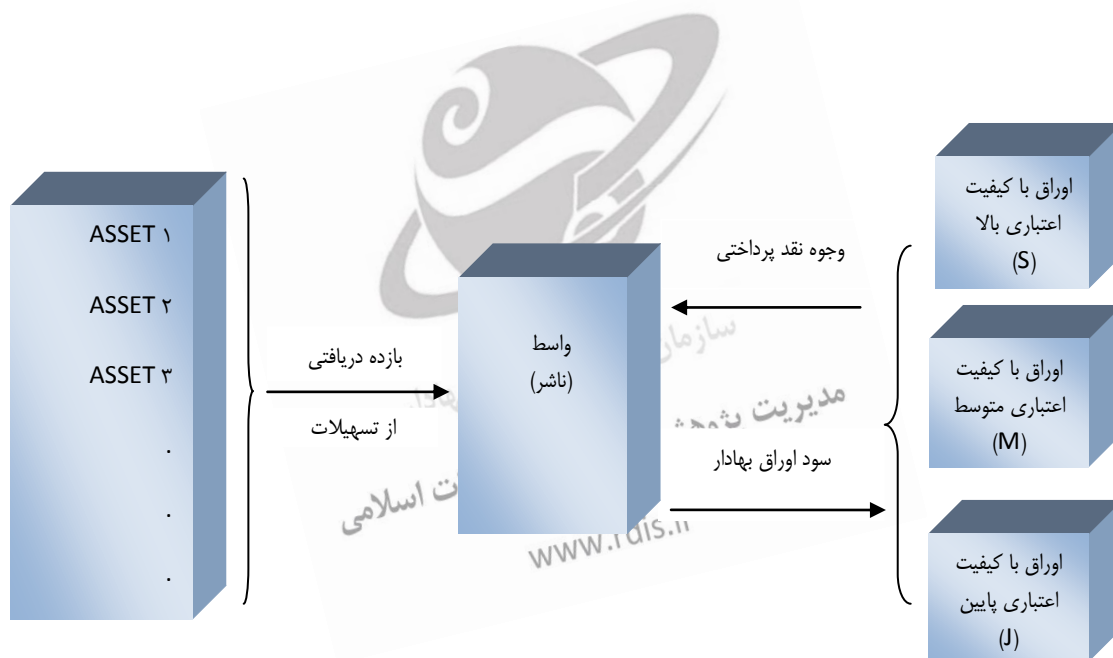
^{۱۵} mezzanine

^{۱۶} Junior

^{۱۷} Lehman Brothers, ۲۰۰۱: ۵۵-۵۶

^{۱۸} Equity Tranche

اولویت در واقع نشان‌دهنده این واقعیت است که اوراق با اولویت^{۱۹} چه مقدار حمایت اعتباری از طبقات بدون اولویت^{۲۰} (با کیفیت 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. در شکل شماره ۱ فرایند ساده انتشار اوراق بهادار چند طبقه ترسیم شده است.

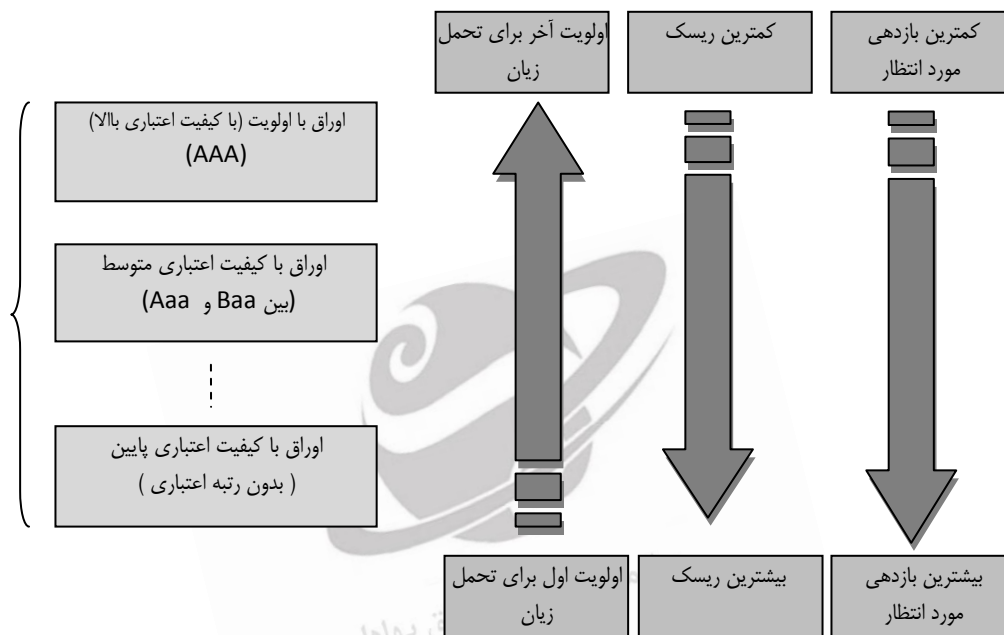


شکل شماره ۱. فرآیند انتشار اوراق بهادار چند طبقه

طبقه‌بندی اوراق سبب حمایت ساختاری از اوراق با اولویت می‌گردد که به آن ساختار آبخاری نیز می‌گویند. اولویت دریافت جریانات نقدی حاصل از دارایی‌های پایه با اوراق با اولویت (با بیشترین کیفیت اعتباری) می‌باشد. در حالی که توزیع زیان‌ها از اوراق با پایین‌ترین کیفیت اعتباری شروع می‌شود. در شکل شماره ۲ اولویت دریافت سود و زیان و کیفیت اعتباری اوراق نمایش داده شده است.

^{۱۹} Senior Tranches

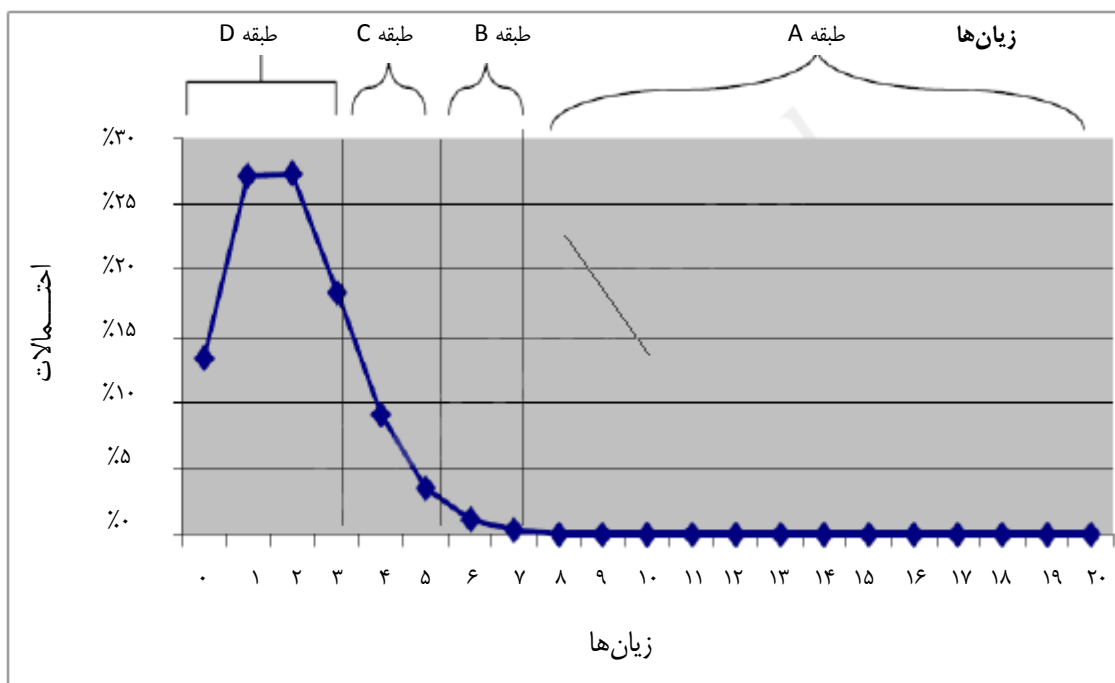
^{۲۰} Subordinated Tranches



شکل شماره ۲- ساختار اولویت بندی اوراق در دریافت سود، تحمل زیان و سطح ریسک

در تأمین مالی ساختار یافته^{۲۱}، 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 شماره ۳ زیان‌ها را به همراه احتمال وقوع آن‌ها در طبقات مختلف اوراق بهادار نمایش می‌دهد.

^{۲۱} Structured Finance



شکل شماره ۳- ترتیب زیان‌ها به همراه احتمال وقوع آن‌ها در طبقات مختلف اوراق بهادار

۴ کاربرد سازوکار اولویت‌بندی اوراق بهادار در بازار صکوک

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^{۲۲} (با کیفیت پایین^{۲۳}) هستند. این طبقه اوراق نسبت به اوراق با کیفیت بالا^{۲۴} 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, ۲۰۱۰).

^{۲۲} Subordinated Sukuk

^{۲۳} Junior Sukuk

^{۲۴} Senior Sukuk

۴,۱ طبقه‌بندی در صکوک مبتنی بر دارایی^{۲۵}: 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 انتشارات شرکتی از صکوک با کیفیت اعتباری بالا در کنار صکوک با کیفیت اعتباری پایین استفاده می‌کنند. به استثنای PINS Capital (مورد شماره ۸) که در آن صکوک بدون اولویت مبتنی بر نوع صکوک از یک ساختار پایه استفاده می‌کنند. همانطور که در جدول ملاحظه می‌گردد در هیچ یک از ساختارهای مرابحه و صکوک با اولویت مبتنی بر اجاره منتشر گردیده است. بلکه در عوض یا از عقود مبتنی بر فروش^{۲۶} (استصناع، مرابحه و ..) و یا از مشارکت (میان سرمایه‌گذاران) استفاده گردیده است.

جدول شماره ۱- عملیات طبقه‌بندی صکوک مبتنی بر دارایی در مالزی

ردیف	تاریخ انتشار	ناشر	قرارداد پایه	میزان انتشار	ساختار اوراق با اولویت
۱	۲۰۰۴/۱/۳۰	Glomac Berhad	بیع نسبه	۶۰ RM	بیع نسبه
۲	۲۰۰۳/۱۰/۲۷	New Pantai Expressway Sdn Bhd	بیع نسبه	۲۵۰ RM	بیع نسبه
۳	۲۰۰۲/۱۰/۲۳	Lingkar Trans Kota Sdn Bhd	بیع نسبه	۱۴۸ RM	مرابحه
۴	۲۰۰۶/۵/۱۵	Malayan Banking Bhd	بیع نسبه	۱۵۰۰ RM	-
۵	۲۰۰۸/۶/۲۳	MRCB Southern Link Berhad	استصناع	۲۳۰ RM	استصناع
۶	۲۰۰۸۳۰/۱۰/۷	Serrisa Sinar Berhad	مرابحه	۲۰ RM	مرابحه
۷	۲۰۰۸/۵/۳۰	DHTI Capital Sdn Bhd	مرابحه	۱۰ RM	مرابحه
۸	۲۰۰۷/۶/۱۵	PINS Capital Sdn Bhd	مرابحه	۱۰ RM	اجاره
۹	۲۰۰۶/۷/۲۷	Cellular Structures Sdn Bhd	مرابحه	۸ RM	مرابحه
۱۰	۲۰۰۶/۵/۲۶	Tele-Flow Capital Sdn Bhd	مرابحه	۱۰ RM	مرابحه

^{۲۵} Asset based Sukuk

^{۲۶} Sale-based Contract

-	۲۰۰۰ RM	مشارکت (میان سرمایه‌گذاران)	CIMB Islamic Bank Berhad	۲۰۰۹/۹/۲۵	۱۱
مشارکت	۳۰۱۶/۸۹ RM	مشارکت (میان سرمایه‌گذاران)	Binariang GSM Sdn Bhd	۲۰۰۷/۱۲/۲۸	۱۲
مشارکت	۱۷۰۰ RM	مشارکت (میان سرمایه‌گذاران)	Nucleus Avenue (M) Berhad	۲۰۰۷/۴/۳۰	۱۳
-	۴۰۰ RM	مشارکت (میان سرمایه‌گذاران)	Amlslamic Bank	۲۰۰۶/۱۲/۲۱	۱۴
-	۲۰۰ 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 بدون تقدم و با تقدم^{۳۷} (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 ۳ 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 (بی تقدم) به اندازه کل سرمایه‌گذارانشان 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 (شعبه 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 بانای 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, ۲۰۱۰).

^{۳۷} Junior and Senior

جدول شماره ۲- عملیات طبقه‌بندی در صکوک با پشتوانه دارایی

اولویت‌بندی	طبقات	قرارداد پایه	ناشر	تاریخ انتشار	ردیف
متفاوت	A, B, C (Multi-rated)	فروش نسبیه/اجاره	ABS Plantation Asset	۲۰۰۵/۹/۸	۱
متفاوت	A۱-A۱۰, B, C, D, E (Multi-rated)	اجاره	ABS Logistic	۲۰۰۷/۵/۸	۲
متفاوت	A۱-A۴, B۱-B۳, C (Multi-rated)	اجاره	Menara ABS	۲۰۰۸/۱/۱۵	۳
متفاوت	صکوک و RPS	اجاره	Caravan I (Hanco)	۲۰۰۴/۲/۱۵	۴
متفاوت	A, B, C, D (Multi-rated)	اجاره	Tamweel	جولای ۲۰۰۷	۵
متفاوت	A, B, C, D (Multi-rated)	اجاره	Dura Palms	۲۰۰۶/۶/۲۸	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)	اگوست ۲۰۰۸	۸
یکسان	شش سری اوراق با رتبه اعتباری یکسان و سررسیدهای متفاوت (طبقه‌بندی زمانی اوراق)	مشارکت	Cagamas MBS	۲۰۰۵/۸/۸	۹
یکسان	پنج سری اوراق با رتبه اعتباری یکسان و سررسیدهای متفاوت (طبقه‌بندی زمانی اوراق)	مشارکت	Musarakah One Capital	۲۰۰۵/۴/۴	۱۰

شکل شماره ۴- جریان پرداخت سود و اصل طبقات مختلف اوراق بهادار قبل و پس از واقعه نکول

جریان پرداخت سود و اصل پیش از واقعه نکول	جریان پرداخت سود و اصل پس از وقوع نکول
1. Return of Class A	1. Return of Class A
2. Return of Class B	2. Principal of Class A
3. Principal of Class A	3. Return of Class B
4. Principal of Class B	4. Principal of Class B
5. Principal of Class C	5. Principal of Class C
6. Return of Class C	6. Return of Class C

منبع: (ABS Plantation Term Sheet, صص ۲۴-۲۵ و صص ۲۷-۲۸)

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 سررسیدهای 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 سهمیم 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 جدول شماره ۳، اطلاعات مربوط به طبقات صکوک Musharakah One ارائه گردیده است.

جدول شماره ۳- طبقه‌بندی زمانی در صکوک Musharakah One

طبقات اوراق (RM)	رتبه اعتباری	سررسید (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، صص 20-22)

۵ سازگاری طبقه‌بندی اوراق با موازین شریعت

در اکثر صکوک چند طبقه مبتنی بر دارایی منتشره علی‌رغم اولویت اوراق با تقدم نسبت به اوراق بدون اولویت، بلحاظ شرعی هیچ‌گونه بحثی صورت نپذیرفته است. لازم بذکر است فقهای اهل سنت در مورد سازگاری طبقه‌بندی اوراق با موازین شریعت به جمع‌بندی نرسیده‌اند، اما معمولاً منابع اهل سنت جهت اولویت‌بندی اوراق به مفهوم تنازل^{۲۸} ارجاع داده‌اند. همان‌طور که در جدول شماره ۱ قابل ملاحظه است در سیزده مورد صکوک منتشره بصورت واضح اشاره‌ای به تنازل نشده است و تنها در دو مورد صکوک (AM Islamic و OCBC) بصورت ضمنی و غیر آشکار به تنازل اشاره شده است؛ بدین معنا که سرمایه‌گذاران از حقتشان برای دریافت بازدهی فراتر از بازدهی مورد انتظار صرف نظر می‌کنند.

همچنین در هیچ یک از موارد انتشار صکوک چند طبقه با پشتوانه دارایی، به بحث سازگاری ساختار اولویت‌بندی با موازین شرعی اشاره نشده و فقط در مورد Tamweel بطور ضمنی به تنازل اشاره شده است؛ بدین معنا که طبقات مختلف برای اسقاط حقتشان آزاد هستند.

سازوکار انتشار اوراق بهادار چند طبقه اسلامی از لحاظ فقه امامیه تا کنون مورد بررسی قرار نگرفته است؛ با توجه به مزیت و کارکرد طبقه‌بندی نمودن اوراق بهادار اسلامی، در گزارش بعد به بررسی فقهی طبقه‌بندی اوراق بهادار اسلامی از دیدگاه فقه امامیه می‌پردازیم.

^{۲۸} تنازل به معنای اسقاط حق است. از این مفهوم جهت تشریح مکانیسم اولویت‌بندی اوراق بهادار استفاده می‌گردد؛ بدین معنا که اوراق بی تقدم از حقتشان برای دریافت سود و ادعا روی وثیقه می‌گذرند.

۶ منابع و مأخذ

- ۱- Fabozzi, Frank J. Kothari, Vinod. (2008), Introduction to Securitization, John Wiley & Sons, Inc.
- ۲- Dwight Asset Management Company.(2005), Fixed Income Sectors: Asset-Backed Securities A primer on asset-backed securities.
- ۳- Fender, J. Mitchell. (2005), "Structured finance: complexity, risk and the use of ratings" BIS Quarterly Review.
- ۴- Lehman Brothers. (2001), Credit Derivatives Explained, Market, Products, and Regulations.
- ۵- Mensah; Samira, Pruvost; Paul-Henri, Standard & Poor's Approach to Rating Sukuk, 2007
- ۶- Shabnam Mokhtar.(2010), A Diagnosis of Tranching in Light of Shariah Principles, International Journal of Islamic Finance, Vol. 2 , Issue 1.
- ۷- Silver, Andrew A. (2000). "Rating Asset-Backed Securities." Chapter 2 in Frank J. Fabozzi (ed.), Investing in Asset-Backed Securities. Hoboken, NJ: John Wiley & Sons.
- ۸- 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.

سایت‌های مورد استفاده:

۱. <http://www.investinginbonds.com/learnmore.asp?catid=۱۱&subcatid=۵۷&id=۱۴>
۲. http://en.wikipedia.org/wiki/Credit_enhancement
۳. <http://www.isra.my/>