Archive of SID

مدیریت ریسک اوراق بهادار اجاره (صکوک اجاره)

تاریخ دریافت: ۱۳۸٦/۱۱/۷ تاریخ تأیید: ۱۳۸۷/۲/۱۰

ابوذر سروش*
محسن صادقی**

چکیده

با الغای بهره در اقتصاد اسلامی، استفاده از ابزارهایی مانند اوراق قرضه کاربرد ندارد. بنابراین کشورهای مسلمان باید به‌دنبال طراحی ابزارهای جدیدی مبتنی بر اصول اسلامی جهت تأمین مالی یا پوشش ریسک باشند.

اوراق بهادار اجاره (صکوک اجاره) یکی از متداولترین ابزارهای مالی اسلامی است که در کشورهای اسلامی مورد استفاده قرار می‌گیرد. در طراحی هر ابزار مالی اسلامی باید به ُبعدهای طراحی مالی، فقهی، حقوقی، مدیریت ریسک، حسابداری و مالیاتی توجه کرد.

امروزه ریسک و نوسان‌ها در کانون توجه تمام سیاستگذاران، سرمایه‌گذاران و حتی مسؤلان کشورها قرار گرفته است. به‌علت اهمیت و اثرگذاری بالای ریسک، باید ریسک‌ها را شناسایی، محاسبه و مدیریت کرد. مقاله در صدد است ریسک‌های مربوط به اوراق اجاره را از دید سرمایه‌گذاران مورد بررسی قرار داده و راه‌های پوشش آن‌را بیان کند.

واژگان کلیدی: *اوراق بهادار اجاره (صکوک اجاره)، ریسک، پوشش ریسک.*

طبقه‌بندی JEL:

---

* کارشناس ارشد معارف اسلامی و مدیریت مالی.
** دانشجوی دکترای مدیریت مالی دانشگاه شهید بهشتی.

www.SID.ir

Archive of SID

مقدمه

امروزه روش تأمین مالی با نرخ بهره ثابت در نظام مالی سرمایه‌داری رایج است و در سطح بسیار گسترده‌ای از ابزارهای بدهی تأمین مالی که مهمترین آن‌ها، اوراق قرضه است، استفاده می‌شود. استفاده از این ابزارها در نظام مالی اسلامی ربوی بوده و مردود شمرده شده است (صالح‌آبادی، ۱۳۸٤: ۳). قانون اسلام (شریعت)، مسلمان‌ها را از دریافت و پرداخت ربا منع کرده است. بنابراین در کشورهایی که جمعیت مسلمان فراوانی دارند، استفاده از ابزارهای مالی متعارف مانند انواع اوراق قرضه، کارایی و مقبولیتی ندارد. بر این اساس دولت‌ها و شرکت‌های اسلامی فعال در کشورهای اسلامی و غیراسلامی که به‌دنبال تأمین مالی و مدیریت بدهی خود هستند نیازمند یافتن جایگزین‌هایی مطابق با اصول اسلامی هستند. در سال‌های اخیر رشد ابزارهای مالی اسلامی* که به صکوک شهرت یافته بسیار چشم‌گیر بوده است تا جایی که براساس آمار، تا پایان سال ۲۰۰٦ میلادی ارزش کل صکوک منتشر شده بالغ بر ۵۰ میلیارد دلار عنوان شده است. کشورهای بحرین، مالزی، قطر و آلمان در جایگاه پیشگامان در این زمینه شناخته شده‌اند. در حالت کلی می‌توان صکوک را اوراق بهادار مبتنی بر دارایی (Asset base securities)، با درآمد ثابت یا متغیر، قابل معامله در بازار ثانویه و مبتنی بر اصول شریعت دانست (Arsalan Tarig, Dar, 2007).

صکوک اجاره

دایرةالمعارف قاموس عام لکل فن و مطلب درباره واژه صکوک چنین بیان می‌کند:

«صک به‌معنای سند و سفتجه (سفته) است و معرب واژه چک در فارسی است. عرب‌ها این واژه (صکوک) را توسعه دادند و آن را بر تمام انواع حواله‌ها و تعهدها به‌کار بردند. آن‌ها این واژه را بر کتاب به‌صورت عام و بر سند اقرار به مال به‌صورت خاص اطلاق کردند. در عرفِ عرب، این واژه، حواله، انواع سفته، سند و هر آنچه که تعهد یا اقراری از آن ایفاد شود را شامل می‌شود. واژه‌های صک الوکالة به‌معنای وکالت‌نامه و صک‌الکفالة به‌معنای کفالت‌نامه نیز در زبان عربی رواج یافته است» (نجفی، ۱۳۸۵).

* در برخی از متن‌ها، از ابزارهای مالی اسلامی به اشتباه به‌صورت «اوراق قرضه اسلامی» نام برده شده است. باید توجه داشت اوراق قرضه مبتنی بر عقد قرض هستند در حالی که هیچ‌یک از ابزاهای مالی اسلامی مبتنی بر عقد قرض نیستند.

www.SID.ir

Archive of SID

حق و عباس (Haque & Abbas و1999)، قحف (1997 و kahf)، الگاری (1997 و Elgari) و زرقا (1997 و Zarqa) ایده‌های اصلی درباره انتشار صکوک را ارائـه کردنـد. همچنـین سـویلم (2000 و Suwailem_Al) و الگامل (2000 و Gamal_El) به دقت عامل عدم اطمینان را در حوزه نظام مالی اسلامی مورد بررسی قرار داده‌اند (Arsalan Tariq & Dar, 2007: 204-206).

ایده نخستین انتشار اوراق اسلامی به دهه ۱۹۸۰ برمی‌گردد. در آن زمان کوشش‌هـای فراوانی به‌وسیله بانک‌های اسلامی جهت غلبه بر مـسئله نقـدینگی صـورت گرفـت. در جولای ۱۹۸۳، بانک مرکزی مالزی در جایگاه پیـشگام در ایـن زمینـه، از اوراق بهـادار دولتی یا اسناد خزانه که بهره پرداخت می‌کردند استفاده نکـرد و بـه جـای آن از اوراق بدون بهره به نام گواهی سرمایه‌گذاری دولتی استفاده کرد. نرخ سود این اوراق از رابطهٔ ثابتی تبعیت نمی‌کرد و بیشتر بر ملاحظه‌های کیفی طرح تاکید می‌شد. برای تعیـین نـرخ بازدهی، معیارهای گوناگونی مانند وضعیت کلان اقتصادی، نرخ تـورم و نـرخ بـازدهی دیگر اوراق بهادار مشابه مورد توجه قرار می‌گرفت؛ بدین ترتیب شبه ربوی‌بـودن سـود به ظاهر بر طرف می‌شد و افراد مسلمان به خرید این اوراق اقدام می‌کردنـد (پهلـوان و رضوی، ۱۳۸٦: ۱۰).

در دهه ۱۹۹۰، همزمان با گسترش ساختارهای گونـاگون معاملـه‌هـای مـالی بـه‌وسـیله بانک‌های اسلامی، ایده استفاده از ابزراهـای مـالی اسـلامی نیـز تـشدید شـد. بـه‌دنبـال آن متخصصان مالی در کنار عالمان دینی به مطالعه راهکارهای مناسب اقدام کردند. ایدهٔ انتشار اوراق اجاره برای نخستین‌بار به‌وسیله منذر قحف (Monzer kahaf) در مقالهٔ معـروف وی با عنوان استفاده از اوراق اجاره دارایی برای پوشش شکاف بودجـه در سـال ۱۹۹۷ مطـرح شد و پس از بررسی جزییات عملیات آن، انتشار آن آغاز شد (همان: ۲۳).

استفاده از لفظ صکوک جهت ابزارهای مالی اسلامی برای نخستین‌بار در سال ۲۰۰۲ در جلسه فقهی بانک توسعه اسـلامی(IDB) پیـشنهاد شـد. بعـد از آن سـازمان حـسابداری و حسابرسی نهادهای مالی اسلامی (AAOIF)* اقدام به معرفی چهـارده نـوع صـکوک کـرد. یکی از مهمترین انواع صکوک معرفی شده صکوک اجاره است. صکوک اجاره در حقیقـت

* Accounting and Auditing Organization for Islamic Financial Institution.

www.SID.ir

Archive of SID

اوراق بهاداری است که دارنده آن به‌صورت مشاع، مالک بخشی از دارایی است کـه منـافع آن براساس قرارداد اجاره به مصرف‌کننده یا بانی واگذار شده اسـت (سـروش، ١٣٨٦: ١٥). در صکوک اجاره حق استفاده از منافع دارایی یا مجموعه‌ای از دارایی‌ها، در برابر اجاره‌بهـا از مالک به شخص دیگری منتقل می‌شود. مدت قرارداد اجاره مـشخص اسـت و مـی‌تـوان اجاره‌بها را در ابتدای دوره، انتهای دوره، با سررسیدهای ماهانه، فصلی یا سـالانه پرداخـت کرد. از آن‌جا که صکوک اجاره اوراق بهاداری است که بیان‌گر مالکیت مـشاع فـرد اسـت، می‌توان آن را در بازار ثانویه و به قیمتی که بـه‌وسـیله عامـل‌هـای بـازار تعیـین مـی‌شـود، معامله کرد (سروش، ١٣٨٦: ١٦).

براساس بند ١ ماده ١، ضوابط انتشار اوراق اجاره، صکوک اجـاره (اوراق اجـاره) اوراق بهاداری است که نشان‌دهندهٔ مالکیت مشاع دارنـدگان آن، در دارایـی مبنـای انتـشار اوراق است که اجاره داده می‌شود (سازمان بورس و اوراق بهادار، ١٣٨٦: ١).

جهت انتشار اوراق اجاره وجود دست‌کم سه نهاد مالی ضرور است که عبارتند از بانی، واسط و امین. بانی شخص حقوقی است که صکوک اجاره با هدف تأمین مـالی آن منتـشر می‌شود و می‌تواند به اجاره کردن دارایی مبنای انتشار صکوک اجاره از واسط به نماینـدگی از سرمایه‌گذاران کند. واسط نهاد مالی است که صرفاً به‌منظور نقل‌وانتقال دارایی به وکالـت از دارندگان صکوک اجاره و انتشار صکوک اجاره تـشکیل مـی‌شـود.* امـین نیـز شـخص حقوقی است که به نمایندگی از سرمایه‌گذاران و به‌منظور حفظ منـافع آنـان در چـارچوب ضوابط اجرایی انتشار صکوک اجاره، مسؤلیت نظارت بر کل فرایند عملیاتی صکوک اجاره را بر عهده دارد (سازمان بورس و اوراق بهادار، ١٣٨٦: ٢).**

در حالت کلی به سه روش می‌توان صکوک اجاره را منتشر کرد. روش اول یا صـکوک نوع نخست، صکوکی است که در آن یک دارایی از فروشنده‌ای خریداری شده و بـه بـانی اجاره داده می‌شود. فرایند عملیاتی انتشار اوراق اجاره نوع نخست به‌صورت ذیل خواهد بود.

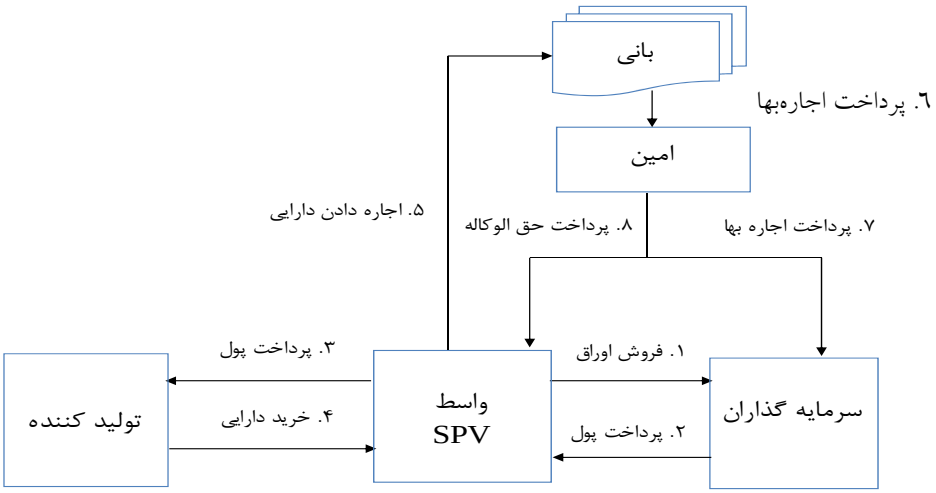
* واسط، شرکتی با مسؤلیت محدود است که به‌وسیله امین با مجوز سازمان بورس و اوراق بهادار تأسیس می‌شود.

** بانک‌ها، مؤسسه‌های مالی و اعتباری غیربانکی دارای مجوز بانک مرکزی یا شرکت‌های تأمین سرمایه می‌توانند به پیشنهاد بانی با دریافت مجوز از سازمان بورس و اوراق بهادار در جایگاه امین فعالیت کنند.

www.SID.ir

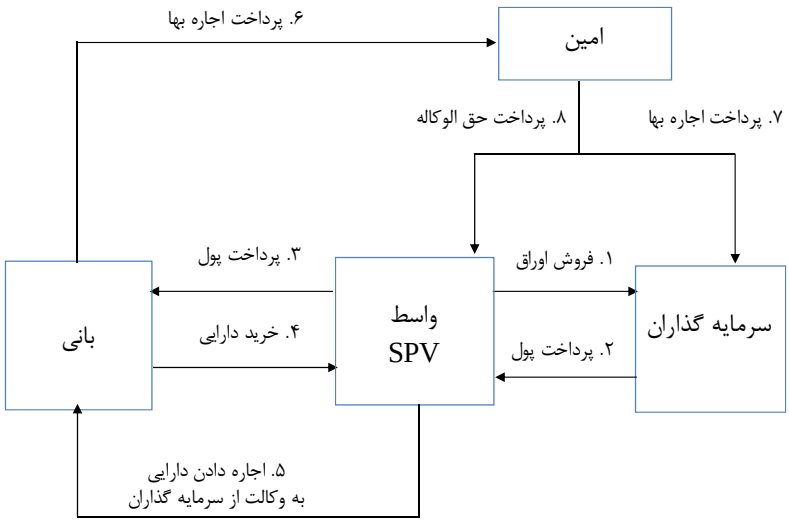
Archive of SID

نگاره ۱



در صکوک اجاره نوع دوم، بانی دارایی خود را (که در حال حاضر از آن استفاده می‌کند) به شخص دیگری (واسط) فروخته و مجدداً آن را اجاره می‌کند (Sale and Lease back). فرایند عملیاتی انتشار اوراق اجاره نوع دوم به‌صورت ذیل خواهد بود.

نگاره ۲



نوع سوم صکوک اجاره بیشتر مورد استفاده بانک‌ها و مؤسسه‌های اعتباردهنده است. در

www.SID.ir

Archive of SID

این نوع صکوک، بانی (بانک) تسهیلاتی که در قالب عقد اجاره بـه شـرط تملیـک واگـذار کرده است را به شخص ثالثی (واسط) می‌فروشد. بر این اساس ابتدا واسط، اوراق اجاره را منتشر می‌کند و سپس دارایی‌هایی که بانک در قالب عقد اجاره به شـرط تملیـک در حـال واگذاری به افراد است را از وی خریداری می‌کند. با فروش این دارایـی‌هـا رابطـه بـانی و واسط قطع می‌شود و واسط به وکالت از طرف سرمایه‌گذاران مالک دارایی‌هایی می‌شود که بانک (بانی) آن‌ها را از پیش به‌صورت اجاره به شرط تملیک به گیرندگان تسهیلات واگذار کرده بود. این نوع اوراق، شبیه اوراق مشارکت رهنی است با این تفاوت‌که اوراق مشارکت رهنی با پشتوانه عقد فروش اقساطی منتشر می‌شود در حالی کـه اوراق اجـاره بـا پـشتوانه عقدهای اجاره عادی و اجاره به شرط تملیک منتشر می‌شود.

در مقاله حاضر ریسک‌های مربوط به دو نوع صکوک یعنی صکوک نوع اول و صکوک نوع دوم مورد بررسی قرار خواهد گرفت.

ریسک

فرهنـگ وبـستر ریـسک را در «معـرض خطـر قـرار گـرفتن» تعریـف کـرده اسـت (Webster`s, 1981). ریسک در اصطلاح عبارت است از امکان تفاوت بازده از مقدار مورد انتظار. درباره سرمایه‌گذاری، ریسک یعنی احتمال اینکه بـازده واقعـی (برحـسب ریـال یـا درصد) از بازده مورد انتظار متفاوت شود (بری‌گام و دیگران، ۱۳۸٤: ۳۷).

ناپایداری و عدم اطمینان در جهان امروز و در زنـدگی تمـام موجـودات و سـازمآن‌هـا وجود دارد. تغییر، مهمترین عامل پدید آمدن ریـسک اسـت و از آن‌جـا کـه تغییـر همیـشه وجود دارد و نیز دامنه آن روز به روز گسترش می‌یابد، پس ریسک نیز همواره وجود دارد، بلکه روز به روز بر اهمیت آن نیز افزوده می‌شود. همان‌طور کـه گذشـت در حالـت کلـی، ریسک را احتمال متفاوت‌بودن بازده تحقّق‌یافتـه از بـازده مـورد انتظـار تعریـف مـی‌کننـد. البته برخی مواقع ریسک را به‌صورت تغییر نامطلوب در بازدهی تحقّق‌یافته تعریف می‌کنند. به‌عبارت دیگر، فقط تغییـرهـای رو بـه پـایین بـازدهی (Downside Risk) ریـسک تلقـی می‌شود (Crouchy, Galai and Mark, 2006: 25).

ریسک با زندگی انسان‌ها و سازمان‌ها عجین شده است. آنچه اهمیت دارد این است که

www.SID.ir

Archive of SID

ریسک قیمت مشخصی دارد و به تبع آن انتقال و حذف آن نیز مستلزم صرف هزینه است، بنابراین باید بین ریسک و بازدهی تعادل برقرار کرد(Trade off). یعنی بازدهی شایسته ریسک حاصل شود. در اصول مدیریت مالی کسب بازدهی، ریسک را توجیه می‌کند.

تمام افراد و مشارکت‌کنندگان بازار ریسک‌گریز(Risk averse) هستند یا اینکه سطح قابل‌قبولی از ریسک را می‌پذیرند. مفهوم ریسک بدین جهت کاربرد فراوانی در حوزه مالی پیدا می‌کند، چرا که مشارکت‌کنندگان بازار در نخستین مواجه با هرگونه اوراق بهاداری از سطح ریسک آن می‌پرسند. البته به‌نظر می‌رسد امروزه سرمایه‌گذاران ایرانی چندان به متغیر ریسک در کنار متغیر بازدهی توجه نمی‌کنند یا آن‌گونه که باید، آن‌را به‌صورت معیاری مهم برای سرمایه‌گذاری مورد توجه قرار نمی‌دهند، در حالی که دو متغیر ریسک و بازده باید در کنار یکدیگر مورد توجه قرار گیرد (راعی و سعیدی، ۱۳۸٤: ٤٧ ـ ٤٨).

مدیریت ریسک ارتباط نزدیکی با مدیریت سودآوری دارد چون ریسک فاکتور اصلی برای سودآوری است. مدیریت ریسک پدیده نوپایی است که پیشرفت چشمگیری را در چند دهه اخیر در جهان پدید آورده است. ریسک در نظام مالی اسلامی نیز مانند نظام مالی متعارف وجود دارد. در حالت کلی می‌توان گفت صکوک در جایگاه نماینده ابزارهای مالی اسلامی، به‌صورت ذاتی نسبت به دیگر ابزارهای مالی از ریسک بیشتری برخوردار است (Arsalan Tariq & Dar, 2007: 209). علت این موضوع آن است که به‌طور تقریبی تمام ابزارهای مالی اسلامی مبتنی بر مالکیت دارایی بوده، بنابراین ریسک این دارایی به سرمایه‌گذاران منتقل می‌شود (Adam & Thomas, 2004: 8).

امیدنامه صکوک، به‌صورت سند حقوقی که در بسیاری از بازارهای نوظهور منتشر می‌شود شامل سازوکارهایی خاص، درباره مدیریت و پوشش ریسک این نوع ابزار اسلامی است (Arsalan tariq & Dar, 2007: 212).

در ایران نیز براساس ضوابط ابزار مالی اوراق اجاره ناشر موظف است در امیدنامه اوراق اجاره، تمام ریسک‌های سرمایه‌گذاران و نحوه پوشش آن‌ها را به‌طور دقیق و شفاف بیان کند.

www.SID.ir

Archive of SID

انواع ریسک‌های صکوک اجاره و روش‌های پوشش آن

در این بخش ریسک‌های صکوک اجاره تعریف و دسته‌بندی شده و برخی از راه‌های پوشش آن‌ها ارائه می‌شود. در حالت کلی، ریسک‌های ورق بهادار را می‌توان از زاویه‌های گوناگونی مورد بررسی قرار داد. در این مقاله ریسک‌های صکوک اجاره را براساس نوع بازار به ریسک‌های بازار اولیه، بازار ثانویه و ریسک‌های مرتبط با دارایی تقسیم کرد.

جدول شماره۱: ریسک‌های صکوک اجاره

بازار اولیه		ریسک جمع‌آوری وجوه به میزان کافی
		ریسک سوءاستفاده واسط از وجوه دریافتی
		ریسک عدم فروش کالا به واسط
		ریسک عدم اجاره کالا توسط بانی
ریسک بازار ثانویه	ریسک‌های مالی	ریسک نرخ سود (اجاره‌بها)
		ریسک اعتباری
		ریسک نقدینگی
		ریسک تورم
		ریسک نقدشوندگی
		ریسک بازار
		ریسک سرمایه‌گذاری مجدد
		ریسک اعمال اختیارات
		ریسک نرخ ارز
		ورشکستگی نهادهای مالی
	ریسک‌های غیرمالی	ریسک سیاسی
		ریسک قوانین و مقررات
		ریسک بُعدهای شرعی (شریعت)
ریسک‌های مرتبط با دارایی		ریسک از بین رفتن کلی یا جزئی دارایی
		ریسک استهلاک تدریجی دارایی
		ریسک هزینه‌های غیرعملیاتی

www.SID.ir

Archive of SID

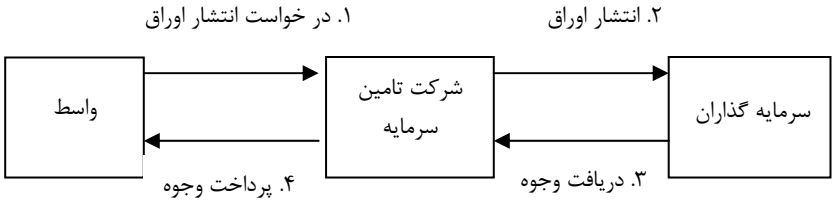
ریسک‌های بازار اولیه

ریسک عدم جمع آوری وجوه نقد به میزان کافی

هنگام انتشار اوراق اجاره، واسط از راه شرکت تأمین سرمایه (Investment Bank) امیدنامه (Prospectus) اوراق را به عموم عرضه می‌کند و به پذیره‌نویسی صکوک اجاره اقدام کرده و مالکیت دارایی را به صاحبان اوراق منتقل کرده، وجوه را دریافت کرده و به وکالت از طرف آنان امور مربوط به دارایی را مدیریت می‌کند که فرآیند آن به‌صورت ذیل خواهد بود:

أ. دارایی قابل تقسیم باشد* (در این حالت می‌توان از روش بهترین کوشش (Best Effort) یا تعهد پذیره‌نویسی (Firm commitment) استفاده کرد.

نگاره۳: فرایند انتشار اوراق از روش بهترین کوشش



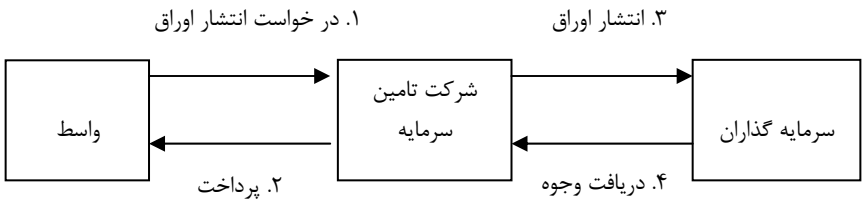
ب. دارایی قابل تقسیم نباشد (مانند هواپیما؛ در این‌صورت انتشار اوراق فقط از راه تعهد پذیره‌نویسی قابل انجام است) فرایند انتشار به‌صورت نمودار صفحه بعد (نگاره ٤) است:

* حالتی است که در آن دارایی به‌صورت کل منسجم نبوده و قابل تفکیک به اجزای گوناگون باشد، به‌طور مثال، در صورتی که مصرف‌کننده تمایل به اجاره ۱۰۰ دستگاه خودرو داشته باشد (دارایی از نوع قابل تقسیم است، یعنی می‌توان آن را به بخش‌های گوناگون تقسیم کرد) بنابراین می‌توان جهت انتشار اوراق از روش بهترین کوشش استفاده کرد، در این حالت در صورتی که ۵۰ درصد صکوک منتشره به فروش برسد واسط می‌تواند ۵۰ دستگاه خودرو را خریداری کند؛ ولی اگر دارایی به‌صورت کل منسجم باشد به‌طور مثال، دارایی، هواپیما باشد در صورتی که ۵۰ درصد صکوک به فروش رسد امکان خرید دارایی به‌وسیله واسط و اجاره آن به بانی وجود ندارد؛ به همین علت در موردهایی که دارایی به‌صورت یک کل منسجم باشد شرکت تأمین سرمایه باید لزوماً از راه تعهد پذیره‌نویسی اوراق را منتشر کند تا بدین وسیله ریسک «جمع‌آوری وجوه نقد به میزان لازم جهت خرید دارایی» پوشش داده شود.

www.SID.ir

Archive of SID

نگاره٤: فرایند انتشار اوراق از روش تعهد پذیره‌نویسی



۱. واسط درخواست انتشار اوراق از راه تعهد پذیره‌نویسی را به شرکت تأمین سرمایه می‌دهد؛

۲. شرکت تأمین سرمایه مبلغی معادل کل ارزش صکوک را به حساب مشترک امین و واسط واریز می‌کند؛

۳. شرکت تأمین سرمایه به انتشار اوراق به قیمت دلخواه اقدام می‌کند؛

٤. شرکت تأمین سرمایه وجه‌های اوراق را دریافت می‌کند؛

ریسک سوءاستفاده واسط از وجه‌های دریافتی

از آن‌جا که واسط با انتشار اوراق اجاره به جمع‌آوری وجوه نقد اقدام می‌کند، ممکن است از وجه‌های نقد دریافتی سوءاستفاده کند. جهت پوشش این ریسک، وجه‌های جمع‌آوری‌شده به حسابی که نزد امین است واریز می‌شود. واسط هنگام پرداخت وجه نقد، جهت خرید دارایی، باید از این حساب که با امین مشترک است استفاده کند.

ریسک عدم فروش دارایی به واسط

ممکن است واسط پس از انتشار اوراق و جمع‌آوری وجه‌های نقد، جهت خرید دارایی به تولیدکننده (یا بانی در صکوک نوع دوم) مراجعه کند، اما تولیدکننده دارایی را به واسط نفروشد. علل این‌کار ممکن است از افزایش قیمت دارایی در بازار یا موردهای مشابه این موضوع ناشی شود. جهت پوشش این ریسک می‌توان از روش‌های گوناگونی مانند استفاده از قرارداد صلح یا بیع نسیه استفاده کرد.

۱. قرارداد صلح: بر این اساس واسط پیش از انتشار اوراق با فروشنده وارد قرارداد صلح مبنی بر اینکه واسط ملزم به تهیه پول و فروشنده به تهیه کالا در زمان مشخص و با

www.SID.ir

Archive of SID

قیمت مشخص‌شده در زمان قرارداد است. با انعقاد قرارداد صلح، واسط مالک دارایی می‌شود و می‌تواند به پشتوانه آن، اوراق منتشر کند؛

۲. بیع نسیه: به این ترتیب که فروشنده دارایی را به واسط بفروشد و مبلغ آن‌را پس از انتشار صکوک از واسط مطالبه کند. جهت فسخ قرارداد بیع نسیه از طرف واسط نیز شرط ضمن عقدی قرار خواهد گرفت تا اگر به هر علت وجه‌های مورد نیاز از راه انتشار صکوک جمع‌آوری نشد، قرارداد بیع نسیه فسخ شده و دارایی به فروشنده برگشت داده شود. بدیهی است هزینه‌هایی که ممکن است در این‌باره صورت گیرد را واسط پرداخت خواهد کرد که این مبلغ در میزان کارمزد دریافتی بانی اثر می‌گذارد.

راه‌های پوشش دیگری نیز وجود دارد که عبارتند از:

أ. استفاده از ضمانتنامه بانکی بی‌قید و شرط: تولیدکننده ضمانت می‌کند که پس از جمع‌آوری وجه‌ها به‌وسیله واسط، دارایی را به وی خواهد فروخت؛

ب. گنجاندن شرط وجه التزام در قرارداد در این حالت طرفین وجه التزامی را در قرارداد مشخص می‌کنند تا در صورت عدم ایفای تعهدها، طرف مقابل آن‌را به‌صورت خسارت دریافت کند.

ریسک عدم اجاره دارایی به‌وسیله بانی

در مرحله بعد، دارایی که به وکالت از سرمایه‌گذاران در اختیار واسط است باید به بانی اجاره داده شود. در این حالت ممکن است بانی از اجاره دارایی به عللی (تأمین مالی از روش‌های دیگر با نرخ پایین‌تر، رفع نیاز جهت خرید دارایی و ...) منصرف شود. در این حالت جهت پوشش ریسک باید یکی از راه‌حل‌های ذیل را انتخاب کرد:

الف. استفاده از ضمانتنامه بانکی بی‌قید و شرط: بانی تضمین می‌کند که پس از خرید دارایی به‌وسیله واسط، به اجاره کردن آن از واسط ملزم است؛

ب. گنجاندن شرط وجه التزام در قرارداد.

ریسک‌های بازار ثانویه

همان‌طور که در جدول شماره ۱ گذشت، ریسک‌های بازار ثانویه به دو دسته ریسک‌های مالی و ریسک‌های غیرمالی تقسیم می‌شوند.

www.SID.ir

Archive of SID

ریسک‌های مالی

ریسک نرخ سود (یا اجاره‌بها)

ریسک نرخ سود عبارت است از تغییری که در ارزش اوراق بهادار، به‌علت تغییر در نرخ بازده دیگر فرصت‌های سرمایه‌گذاری اتفاق می‌افتد (Leea, 2000: 173). درباره سهام شرکت‌ها (که نوعی اوراق بهادار شمرده می‌شوند)، نرخ بازده حاصل از سهام، تحت تاثیر دیگر انواع ریسک‌های مالی و غیرمالی تغییر می‌کند. توان تولید شرکت، تغییر در تقاضا، تغییر در وضعیت رقابتی، تغییر در ریسک کشوری و ساختار اقتصادی و تغییر در ریسک سیاسی می‌تواند سود شرکت‌ها و به تبع آن توان پرداخت سود بیشتر به سهام را تحت تاثیر قرار دهد.

درباره اوراق اجاره، نکته حائز اهمیت آن است که برخلاف سود سهام، یا برخی دیگر از انواع اوراق بهادار، سود (نرخ اجاره‌بها) سرمایه‌گذاران ثابت است. به‌عبارت دیگر، میزان اجاره‌بهای اوراق در امیدنامه و قراردادهای مرتبط به‌طور کامل مشخص می‌شود و فقط حالت انعطاف‌پذیری که وجود دارد آن است که مبلغ اجاره‌بها با درصد خاصی که از ابتدا مشخص است رشد کند. از طرف دیگر از آن‌جا که نمی‌توان اجاره‌بها را معلق به نرخ دیگری مانند نرخ سود علی‌الحساب اوراق مشارکت دولتی، نرخ سود علی‌الحساب سپرده‌های بانکی و ... وابسته کرد؛ بنابراین دارندگان اوراق اجاره در هر دوره اجاره‌بهای ثابتی را (با کسر هزینه‌های اجاره) دریافت می‌کنند. بنابراین یکی از مهمترین وجه تمایز اوراق اجاره با سهام یا اوراق مشارکت آن است که سود دریافتی سرمایه‌گذاران از ابتدا مشخص است.

به‌علت ثابت‌بودن اجاره‌بهای اوراق اجاره، افزایش نرخ سود علی‌الحساب اوراق مشارکت یا سود سپرده‌های بانکی سبب می‌شود دارندگان اوراق با ریسک سود و هزینه فرصت سرمایه‌گذاری روبه‌رو شوند؛ و در صورتی که صکوک اجاره بازار ثانویه داشته باشند کاهش ارزش بازارای آن‌را در پی خواهد داشت. به‌عبارت دیگر، افزایش نرخ سود متداول در بازار پول یا سرمایه، سبب می‌شود سرمایه‌گذاران در مقایسه با نرخ سود بازار، سود کمتری را دریافت کنند. بنابراین با کاهش قیمت بازاری آن، در جبران نرخ بازده مورد انتظار کوشش خواهند کرد. از این‌رو دارندگان صکوک اجاره با ریسک نرخ سود روبه‌رو هستند. البته عکس حالت پیش‌گفته نیز صادق است یعنی زمانی که نرخ سود علی‌الحساب اوراق مشارکت یا سپرده‌های بانکی کاهش یابد، قیمت بازاری اوراق اجاره افزایش خواهد داشت.

www.SID.ir

Archive of SID

ریسک اعتباری

به احتمال پرداخت به موقع تعهدهای مالی یک ناشر (Issuer) ریسک اعتباری (Credit risk) گفته می‌شود. نکول زمانی رخ می‌دهد که ناشر نتواند یا نخواهد تعهدهای خود را انجام دهد. اثر این ریسک با هزینه جایگزینی وجه نقد ناشی از نُکول ناشر سنجیده می‌شود. هزینه جایگزینی، هزینه‌ای است که فرد در صورت نکول طرف مقابل، باید جهت تأمین دارایی خود از بازار بپردازد (Crouchy, Galai and Mark, 2006: 29).

چپرا و خان (Chapra & Khan, 2000)، خان و احمد (Khan and Ahmad, 2001)، الهواری، گریس و اقبال (Hawary, Grias and Iqbal, 2004ـــEl)، ریسک‌های اعتباری منحصر به فردی برای روش‌های تأمین مالی اسلامی شناسایی کردند.

ریسک اعتباری براساس نوع قرارداد اجاره متفاوت خواهد بود. در صورتی که قرارداد اجاره از نوع اجاره عادی باشد به احتمال عدم برگشت اصل و اجاره‌بها، ریسک اعتباری گفته می‌شود و در صورتی که اجاره از نوع اجاره به شرط تملیک باشد به احتمال عدم دریافت اجاره‌بها، ریسک اعتباری گفته می‌شود.

جهت اطلاع از ریسک اعتباری ناشر می‌توان به رتبه اعتباری آن که به‌وسیله مؤسسه‌های رتبه‌بندی اعتباری تعیین می‌شود مراجعه کرد. اوراق اجاره همانند دیگر انواع اوراق بهادار باید از رتبه اعتباری برخوردار باشند. این موضوع سبب خواهد شد سرمایه‌گذاران هنگام خرید اوراق اجاره، از ریسک‌های این اوراق اطلاع کافی داشته باشند و عدم تقارن اطلاعاتی (Asymmetric Information) کاهش یابد.

جهت پوشش ریسک اعتباری می‌توان از وثیقه‌های بانی یا ضامن استفاده کرد. بر این اساس، بانی می‌تواند سفته، چک یا مبلغی به اندازه اجاره‌بهای ۳ الی ٤ ماه در حسابی نزد امین به‌صورت مسدود داشته باشد، تا در صورتی که به علل کمبود نقدینگی در برخی از ماه‌ها نتواند اجاره‌بها را پرداخت کند، امین به‌صورت قانونی از حساب پیش‌گفته اجاره‌بها را کسر کرده و به سرمایه‌گذاران پرداخت کند ـ این راهکار جهت پوشش ریسک نقدینگی که در ادامه آورده شده است نیز مناسب است ـ باید توجه داشت که بانی با توجه به رتبه اعتباری خود این‌کار را انجام خواهد داد چون در صورتی که رتبه اعتباری وی پایین باشد، بازده مورد انتظار سرمایه‌گذاران افزایش خواهد یافت و بنابراین میزان اجاره‌بها افزایش

www.SID.ir

Archive of SID

می‌یابد. بنابراین بانی با چنین اقدام‌هایی، ریسک پرداخت اجاره‌بها را کاهش داده و در حالت کلی سبب کاهش اجاره‌بها می‌شود.

استفاده از ضامن راهکار دیگری جهت پوشش این ریسک است. ضامن با دریافت مبلغی از واسط یا بانی می‌تواند میزان اجاره‌بهای دریافتی دارندگان اوراق را تضمین کند. اوراق اجاره براساس رتبه اعتباری، وجود ضامن یا تضمین، قیمت‌گذاری و معامله می‌شوند. اگر به عللی رتبه ناشر تغییر کند به‌طور قطع بر روی قیمت اوراق نیز اثر می‌گذارد چون ریسک اعتباری ناشر تغییر کرده است. بنابراین ریسک دیگری به نام ریسک ناشی از تغییر کیفیت اعتباری ناشر اوراق نیز به صورت ریسک اعتباری شناخته می‌شود.

سرمایه‌گذاران حقیقی و حقوقی که به سرمایه‌گذاری در اوراق اجاره تمایل دارند می‌توانند جهت کاهش ریسک‌های نکول، نقدشوندگی و ... به پدیدآوردن پرتفوی متنوعی از انواع اوراق بهادار با رتبه‌های اعتباری گوناگون کنند.

ریسک نقدینگی

احتمال ناتوانی شرکت در ایفای تعهدهای مالی کوتاه‌مدت ریسک نقدینگی (Liquidity Risk) نامیده می‌شود. این ریسک از سه عامل عدم توانایی اجرای تعهدهای مالی کوتاه‌مدت، عدم توانایی تأمین منابع مالی کوتاه‌مدت در هنگام نیاز و نیز عدم توانایی تأمین مالی کوتاه‌مدت با هزینه‌های مقرون به صرفه ناشی است.

به‌عبارت دیگر، ریسک نقدینگی دارایی مربوط به توانایی شرکت جهت به‌دست آوردن وجه نقد کافی جهت پرداخت بدهی‌های خود است. درباره صکوک اجاره ریسک نقدینگی عبارت است از ریسکی که بانی قادر به فروش محصول‌ها یا خدمات خود به قیمت متداول بازار نیست. عللی چون عدم وجود تقاضا جهت خرید محصول‌ها را می‌توان عامل پدیدآمدن چنین ریسکی دانست (Crouchy, Galai and Mark, 2006: 45).

ریسک نقدینگی، یکی از ریسک‌های مهم و قابل توجه برای بانی بوده و حتی ممکن است سبب ورشکستگی آن در وضعیت نامناسب اقتصادی شود. مؤسسه‌های رتبه‌بندی اعتباری هنگام اعطای رتبه اعتباری به این ریسک توجه ویژه‌ای دارند.

مهمترین روش‌های مدیریت این ریسک شامل نگهداری اوراق بهادار با قدرت نقدشوندگی بالا مثل اوراق مشارکت، استفاده از تحلیل شکاف نقدینگی Liquidity gap

www.SID.ir

Archive of SID

(analysis) بین جریان‌های نقدی ورودی و خروجی ـ در این روش جریان‌های نقدی ورودی و خروجی در هر دوره پیش‌بینی شده و برای جریان خالص خروجی یا ورودی برنامه‌ریزی دقیق صورت می‌گیرد تا افزون بر به‌کارگیری حداقل سرمایه (Idle Capital) از مشکل‌های ناشی از کمبود نقدینه (Cash) نیز جلوگیری به عمل آید ـ کسب خطوط اعتباری کوتاه‌مدت برای مواقع بحرانی، توسعه همکاری و ارتباطات با بانک‌ها و قراردادن مقداری وجه نقد در حسابی مسدودی نزد امین جهت پرداخت اجاره‌بها در مواقع لزوم به‌وسیله امین استفاده کرد.

ریسک تورم

تورم عبارت است از وضعیتی در اقتصاد، که در آن سطح عمومی قیمت‌ها به‌طور معنا-دار و مداوم و اغلب به‌صورت غیرقابل برگشت افزایش می‌یابد (تفضلی، ۱۳۷۸: ۵۵۳). ریسک تغییرهای سطح عمومی قیمت‌ها (Inflation Risk) به‌صورت ریسک قدرت خرید (Purchase Power Risk) نیز شناخته می‌شود. هنگامی که سطح عمومی قیمت‌ها افزایش می‌یابد، بدین معناست که با مقدار ثابتی از دارایی مالی مقدار کمتری کالا می‌توان خرید. به‌عبارت دیگر، تورم به معنای کاهش قدرت دارایی‌های مالی به نسبت دارایی‌های حقیقی است (راعی و سعیدی، ۱۳۸٤: ۷۰).

با افزایش تورم، دارندگان صکوک اجاره چون اجاره‌بهای ثابتی دریافت می‌کنند، بنابراین قدرت خریدشان کاهش یافته و در حقیقت سود دارندگان صکوک کاهش می‌یابد. در واقع، افزایش تورم بازده واقعی سرمایه‌گذاران را کاهش می‌دهد و میزان سود یا زیان سرمایه‌گذاران، بستگی به انتظار و پیش‌بینی آنان از سطح تورم در آینده خواهد داشت. در صورتی که سطح تورم کاهش یابد ریسک کاهش بازده واقعی سرمایه‌گذاران کاهش می‌یابد.

ریسک نقدشوندگی

نقدشوندگی یکی از اصلی‌ترین عامل‌های مؤثر در انتخاب اوراق بهادار شمرده می‌شود. نقدشوندگی ورقه بهادار، عبارت است از سهولت معامله ورقه بهادار در یک بازار خاص. نقدشوندگی در قالب زمان و هزینه، قابل بررسی و تحلیل است. معامله اوراق بهادار ممکن است برای یافتن یکی از طرفین معامله (فروشنده و خریدار) مستلزم صرف وقت

www.SID.ir

Archive of SID

فراوانی باشد. به‌طور کلی سه منبع برای ریسک نقدینگی نام برده‌اند (فتحی، ۱۳۸۵: ٤٠).

۱. تفاوت بین زمان رسیدن سفارش خرید و سفارش فروش در بازار؛

۲. وجود قوانین مشخص در مورد معامله اوراق بهادار؛

۳. وجود تقاضای بسیار کم برای معامله و مبادله اوراق بهادار؛

صکوک نیز مانند دیگر اوراق بهادار ریسک نقدشوندگی دارد و میزان آن به نـوع اوراق بستگی دارد. به‌طور مثال، صکوک مرابحه و صکوک اسـتصناع منتـشر شـده در کـشورهای عربی از قدرت نقدشوندگی بسیار اندکی برخوردار هستند زیرا براساس نظرات فقیهان اهل سنت، خرید و فروش این اوراق بر خریدوفروش دَین مبتنـی اسـت و خریـدوفروش دَیـن حرام است؛ با این استدلال خرید و فروش ثانویه صکوک استـصناع و صـکوک مرابحـه را حرام اعلام کرده‌اند. البته باید توجه داشت که براساس نظرهای فقیهان شیعه خریـدوفروش ثانویه اوراق استصناع و مرابحه در حالت کلی اشکال شرعی ندارد (ر.ک: نظرپـور، ۱۳۸۵). برخلاف صکوک استصناع و مرابحه، صکوک اجاره از نظر فقیهان اهل سنت و نیـز فقیهـان شیعه قابل معامله ثانویه هستند. از این‌رو طراحـان ایـن ابـزار اسـلامی بـازار ثانویـه بـرای این‌گونه از اوراق پدید آورده‌اند. به‌طور مثال صکوک اجاره مالزی در بـورس لوگزامبـورگ درج (List) شده‌اند.

با فرض پذیرش صکوک اجاره در یکی از بورس‌های اوراق بهادار (مانند بـورس اوراق بهادار تهران)، در این حالت ریسک نقدشوندگی صکوک اجاره همانند سهام خواهد بـود و براساس وضعیت بازار (میزان تقاضا، میزان عرضه، نرخ تورم، نـرخ سـود بـانکی، تغییـر در رتبـه اعتبـاری اوراق و ...) تعیـین خواهـد شـد. ریـسک نقدشـوندگی را بـا پدیـدآوردن سازوکارهایی مانند تعهد بازخرید اوراق به‌وسیله بـانی، ناشـر یـا ضـامن و اعطـای اختیـار فروش به سرمایه‌گذاران پوشش داد.

ریسک بازار (Market Risk)

به‌صورت طبیعـی در بازارهـای ثانویـه اوراق بهـادار، ریـسک بـازار وجـود دارد و بـه هیچ‌وجه نمی‌توان با متنوع‌ساختن پرتفوی آن را از بین برد (بری‌گام و دیگران، ۱۳۸٤: ٤۳). این ریسک برای صکوک اجاره‌ای که در بازار ثانویه پذیرفته شـده اسـت نیـز وجـود دارد. جهت اندازه‌گیـری آن مـی‌تـوان از روش‌هـای مرسـوم هماننـد ارزش در معـرض ریـسک

www.SID.ir

Archive of SID

(Value at risk) استفاده کرد. باید توجه داشت وجود یا عدم وجود ریسک بازار به نوع طراحی اوراق بستگی دارد. از این حیث می‌توان اوراق اجاره را به دو صورت طراحی کرد. حالت نخست این است که اوراق در هیچ بازار ثانویه‌ای پذیرفته نشده باشند و بوسیله ناشر یا شخص ثالث دیگری امکان بازخرید آن وجود داشته باشد. اوراق مشارکت منتشرشده به‌وسیله بانک مرکزی از این دسته است. در این حالت ریسک بازار و ریسک نقدشوندگی برای سرمایه‌گذاران وجود نخواهد داشت. حالت دوم این است که اوراق به‌گونه‌ای طراحی شوند که امکان معامله در بازار ثانویه شامل بورس اوراق بهادار یا بازارهای خارج از بورس (Over The Counter) را داشته باشند. از پیش‌نیازهای وجود چنین امکانی بی‌نام‌بودن اوراق اجاره است.

ریسک سرمایه‌گذاری مجدد

یکی از ریسک‌های مرتبط با سرمایه‌گذاری، به‌ویژه در اوراق بهادار با درآمدهای میان‌دوره‌ای، ریسک سرمایه‌گذاری مجدد (Reinvestment Risk) جریان‌های میان دوره‌ای است. به‌عبارت دیگر، ریسک سرمایه‌گذاری مجدد، مربوط به دارایی‌های مالی است که بیش از یک جریان نقدی دارند. بازدهی این‌گونه سرمایه‌گذاری‌ها به نحوه سرمایه‌گذاری مجدد جریان‌های نقدی که در طول دوره سرمایه‌گذاری دریافت می‌شوند بستگی دارد (راعی و سعیدی، ۱۳۸٤: ۷٤).

این ریسک در جهت معکوس ریسک نرخ بهره تغییر می‌کند به‌عبارت دیگر، افزایش نرخ بهره سبب کاهش قیمت اوراق با درآمد ثابت شده و اثر نامساعد بر ثروت دارندگان آن اوراق می‌گذارد. در حالی که اثر ریسک سرمایه‌گذاری مجدد جریان‌های نقدی میان‌دوره‌ای برای سرمایه‌گذاران مساعد و مطلوب است و دارنده اوراق می‌تواند جریان‌های دریافتی ناشی از سود یا اجاره‌بها را با نرخ بالاتری سرمایه‌گذاری کرده و ثروت خود را افزایش دهد.

در محاسبه‌های مربوط به ارزش فعلی خالص سرمایه‌گذاری‌ها فرض بر این است که نرخ بازدهی مورد انتظار در دوره سرمایه‌گذاری برای کل جریان‌های نقدی میان‌دوره‌ای مشخص است و تمام جریان‌های نقدی میان دوره‌ای با همین نرخ مجدداً سرمایه‌گذاری می‌شوند تا بتوان به ارزش فعلی خالص موردنظر دست یافت. اگر در زمان دریافت

www.SID.ir

Archive of SID

درآمدهای میان‌دوره‌ای ـ یا حتی سرمایه‌گذاری‌های میان دوره‌ای ـ نرخ بازدهی مورد انتظار یا نرخ تنزیل تغییر کند، می‌تواند ارزش فعلی خالص و در نتیجه ثروت دارنده را تحت تاثیر مثبت یا منفی قرار دهد.

برای اوراق بهاداری که فقط یکبار جریان نقدی خود را ارئه می‌کنند مثل صکوک اجاره‌ای که مانند اوراق قرضه بدون بهره (Zero Coupon) باشد این ریسک وجود ندارد ولی برای اوراق بهاداری که سود یا اجاره‌بهای بالایی را پرداخت می‌کنند این ریسک بالاتر است. هر چه بخش بزرگتری از جریان‌های نقدی مربوط به اصل و فرع سرمایه‌گذاری در پایان دوره سرمایه‌گذاری دریافت شود این ریسک کمتر می‌شود به‌عبارت دیگر، در صورتی که اجاره‌بها به روش صعودی پرداخت شود این ریسک کمتر خواهد بود. البته با کم‌کردن، ریسک سرمایه‌گذاری مجدد ریسک نرخ بهره افزایش می‌یابد و باید به تعادل مناسبی بین آن‌ها دست یافت. باید به اهمیت و اثرگذاری هر یک از این‌دو نوع ریسک نیز توجه کرد. به‌طور معمول اهمیت ریسک نرخ بهره برای سرمایه‌گذار شدیدتر از ریسک سرمایه‌گذاری مجدد است، بنابراین بیشتر نگران ریسک نرخ بهره است. جهت کاهش ریسک سرمایه‌گذاری مجدد می‌توان در صکوک اجاره که فقط یک سررسید دارند سرمایه‌گذاری کرد.

ریسک اعمال اختیارات

مهندسان مالی جهت طراحی ابزارهای مناسب، در برخی مواقع به طراحی اوراقی با ویژگی‌های خاص اقدام می‌کنند. بر این اساس برخی از اوراق بهادار اسلامی یک‌سری اختیارت برای طرفین (ناشر و سرمایه‌گذاران) دارند. اوراق اجاره در جایگاه نوع خاصی از ابزارهای اسلامی نیز می‌تواند چنین ویژگی‌هایی داشته باشد. این اختیارها ممکن است برای ناشر اوراق باشد که به آن اختیار بازخرید (Call Risk) اوراق گفته می‌شود. در صورت وجود چنین اختیاری برای ناشر، وی می‌تواند تا پیش از پایان سررسید یا در زمان‌های خاص، اوراق را بازخرید کند. وجود این اختیار سبب کاهش ریسک ناشر و افزایش ریسک سرمایه‌گذاران خواهد شد. در صورتی که ناشر اختیار بازخرید اوراق را داشته باشد و نرخ سود در بازار کاهش یابد، به بازخرید اوراق اجاره اقدام می‌کند و در صورت نیاز اوراق جدیدی را با نرخ کمتر منتشر می‌کند. در حقیقت ناشر با بررسی منافع حاصل از کاهش هزینه‌های مالی (به علت کاهش سود در بازار) و مقایسه آن با صرف قیمتی که برای

www.SID.ir

Archive of SID

بازخرید اوراق پیش از سررسید (Call Premium) متحمل می‌شود، تصمیم به بازخرید اوراق و تأمین مالی مجدد از راه انتشار اوراق جدید کرده و تعهد ثابت خود را کاهش می‌دهد. در مقابل برای دارندگان اوراق این ریسک وجود دارد که با کاهش نرخ سود در بازار، ناشر اعلان بازخرید اوراق را بکنند و بر این اساس سرمایه‌گذار نتواند بر روی جریان‌های نقدی ثابت خود برای دوره‌های آینده برنامه‌ریزی کند. باید توجه داشت که وجود شرط بازخرید در اوراق سبب افزایش ریسک و به تبع آن بازده مورد انتظار سرمایه‌گذاران خواهد شد.

در طرف مقابل اگر سرمایه‌گذاران اختیار فروش اوراق داشته باشند، می‌توانند در طول سررسید اوراق، در صورت کاهش قیمت اوراق با اعمال اختیار، آن‌را به ناشر یا بانی بفروشند و بدین ترتیب خود را در مقابل ریسک‌های گوناگون (ریسک تورم، ریسک سود و ...) پوشش دهند. این نوع اختیارها در ابتدای قرارداد اجاره و در قالب شرط ضمن عقد پدید می‌آید.

ریسک نرخ ارز

اکثر صکوک منتشرشده در دنیا به‌صورت بین‌المللی بوده، بنابراین نوسان‌های نرخ ارز بر آن اثر می‌گذارد. این ریسک فقط برای صکوک اجاره نیست و شامل دیگر ابزارهای تأمین مالی که به‌وسیله سرمایه‌گذاران خارجی خریداری می‌شود نیز است. همچنین در صورتی که ناشر خارجی باشد، سرمایه‌گذاران داخلی با این ریسک روبه‌رو خواهند بود (Seyed Ali, 2005: 46).

ریسک نرخ ارز (Exchange Risk)، حاشیه سود سرمایه‌گذارارن و ناشر را تحت‌الشعاع قرار می‌دهد. جهت پوشش این ریسک می‌توان از اوراق مشتقه مانند قرارداد تاخت نرخ ارز (Current Swap) استفاده کرد*. نباید فراموش کرد که انتشار صکوک در ایران برای سرمایه‌گذاران داخلی چنین ریسکی را در پی نخواهد داشت مگر اینکه اجاره‌بها به‌صورت ارزی (دلار، یورو و ...) پرداخت شود؛ و فقط سرمایه‌گذار خارجی است که با چنین ریسکی روبه‌رو است. از طرف دیگر، به‌علت پایین‌بودن نرخ صکوک منتشرشده در دنیا نسبت به ایران (۷ درصد در مقابل حدود ۲۰ درصد)، برای سرمایه‌گذار خارجی مقرون به

* استفاده از قراردادهای تاخت ارز به بررسی فقهی دقیق این‌گونه قراردادهای منوط است.

www.SID.ir

Archive of SID

صرفه است که صکوک منتشرشده به ریال را خریداری کرده و از سیاست نـرخ ارز شـناور مدیریت شده استفاده و سود مناسبی کسب کند. البته چنین سرمایه‌گذاری با ریسک قـوانین و مقررات (مقررات سرمایه‌گذاری خارجی) روبه‌رو است.

ریسک ورشکستگی نهادهای مالی

یکی از ریسک‌های پیش‌روی دارندگان اوراق اجاره، ریسک ورشکستگی نهادهای مالی فعال در فرایند انتشار اوراق اجاره است. نهادهای اصلی شامل واسط و امین هستند.

۱. واسط: از آن‌جا که ممکن است واسط فعالیت‌هـایی غیـر از انتـشار اوراق را نیـز بـر عهده داشته باشد بنابراین ممکن است این فعالیت‌ها بر واسط اثر منفـی گذاشـته و آن‌را بـا خطر ورشکستگی روبه‌رو سازد. در صورت ورشکـستگی واسـط، طلبکـاران آن بـه مـصادره اموال اقدام می‌کنند اما از آن‌جا که اولاً واسط نقش وکیل دارندگان صـکوک را ایفـا مـی‌کنـد، ثانیاً سند دارایی در دست امین به وکالت از سرمایه‌گذاران قرارداد و ثالثاً قرارداد اجاره از پیش منعقد شده و مالکان جدید (طلبکاران) بر روی قرارداد از پیش منعقدشده حق تصرف ندارند؛ بنابراین ریسکی که از این ناحیه متوجه مالکان صکوک می‌شود چندان مورد توجه نیست.

۲. امین: در بررسی ریسک ورشکستگی امین باید به سه نکته توجه داشت. نخست آنکه دارایی پیش از ورشکستگی امین براساس قرارداد اجاره به مستاجر (بانی) اجـاره داده شـده است و ورشکستگی احتمالی امـین و تعیـین مـدیران جدیـد بـرای واسـط ریـسکی بـرای قراردادهای پیشین واسط پدید نمی‌آورد. ثانیاً، هرگونه تغییر در اساسنامه واسط کـه ممکـن است از تغییر مدیریت واسط ناشی باشد باید به تأیید سازمان بورس و اوراق بهـادار برسـد زیرا واسط نهاد مالی شمرده می‌شود. سرانجام اینکه امین، بانک یا نهاد مـشابهی اسـت کـه احتمال ورشکستگی آن بسیار اندک است. بنابر آنچه گفته شد ریسک ورشکستگی امین در مدل عملیاتی صکوک اجاره بر ریسک سرمایه‌گذاران اثری نخواهد گذاشت.

ریسک‌های غیرمالی

ریسک سیاسی (Political Risk)

این ریسک از تحول‌هایی ناشی می‌شود که به‌وسیله تصمیم دولت‌هـا پدیـد آمـده و بـه شکل‌های گوناگون سرمایه‌گذاری را با مشکل روبه‌رو می‌کند. هنگامی کـه ایـن تغییرهـا از

www.SID.ir

Archive of SID

ناحیه مراجع حقوقی، قضایی یا ادارات دولتی باشد، صرف‌نظر از اینکه آیا منافع سیاسی یـا اقتصادی در پشت صحنه وجود دارد، ریسک به‌وجود آمده ریسک سیاسی نامیده می‌شـود. تغییرهای قوانین از جمله قوانین مالیات و قوانین مربوط به صادرات و واردات بـه ریـسک سیاسی خواهند انجامید (Francis, 1986: 415).

سرمایه‌گذاران داخلی به‌طور عمده با ریسک سیاسی داخلـی (Domestic Political Risk) روبه‌رواند که به‌طور عمده از تغییرهای قوانین، موردهای لازم‌الاجرا بـرای منـاطق خـاص، قیمت‌ها اسناد و مدارک مورد نیاز ناشی است (راعی و سعیدی، ١٣٨٤: ٧٧). به‌طـور مثـال، افزایش قیمت فروش تراکم برای ساخت‌وساز شهری سـبب خواهـد شـد در صـورتی کـه دارایی صکوک اجاره، ساختمان باشد با افزایش قیمت روبه‌رو شود.

افزون بر حادثه‌های اجتماعی و سیاسی از جمله انتخاب‌ها، انقلاب، جنگ، شورش‌هـا و اعتصاب‌های گوناگون به تناسب، بر ریسک سرمایه‌گذاری اثر می‌گذارد (راعـی و سـعیدی، ١٣٨٤: ٧٧). در حال حاضر، مسئله انرژی هسته‌ای به صورت مهمترین ریسک سیاسی برای ایران شمرده می‌شود.

ریسک قوانین مقررات

ریسک قوانین و مقررات یکی از انواع مهم ریسک سرمایه‌گذاران است. در حالت کلـی می‌توان این ریسک را به دو دسته داخلی و خارجی تقسیم کرد. ریسک قـوانین و مقـررات داخلی شامل احتمال تغییر تمام قوانین و مقررات مرتبط با انتـشار اوراق، قـوانین مالیـاتی، قوانین خاص (مانند ممنوعیت تملک زمین به‌وسـیله اتبـاع بیگانـه) و ریـسک قراردادهـای حقوقی منعقدشده بین طرف‌های گوناگون است.

در این‌باره دو نکته اهمیت دارد. نکته نخـست آنکـه، مـسؤولیت اجـازه انتـشار عرضـه عمومی اوراق بهادار در بازار اولیه و ثانویه بر عهده سازمان بورس و اوراق بهـادار اسـت و در صورتی که این نهاد نظارتی رویه ثابتی درباره وضع مقررات مربوطه داشته باشد ریسک قوانین و مقررات کاهش می‌یابد. نکته دوم آنکه، بسیاری از ریسک‌های صـکوک اجـاره را می‌توان در قالب عقد قراردادهای حقوقی معتبر پوشش داد. از این‌رو نـوع و میـزان اعتبـار قرارداد حقوقی منعقدشده بین طرف‌های فعال در فرآیند انتشار صکوک اجاره بسیار مهم و حائز اهیمت است. این موضوع تحت تاثیر قوانین حقوقی هر کـشور اسـت. در موردهـای

www.SID.ir

Archive of SID

معدودی قراردادهای حقوقی منعقدشده، سرمایه‌گذاران را دچار مشکل‌هایی کرده است. مهمترین نمونه آن، صکوک اجاره‌ای است که در سال ۲۰۰۲ در مالزی منتشر شده است. در این صکوک به‌علت عدم استفاده از قراردادهای حقوقی معتبر و متناسب با بستر حقوقی کشور مالزی، مشکل‌های حقوقی متعدد برای سرمایه‌گذاران و دارندگان صکوک پدید آمد.

بُعد دیگر ریسک قوانین و مقررات خارجی است، هنگامی این ریسک پدید می‌آید که اوراق اجاره در سطوح بین‌المللی منتشر شود. این ریسک از دو بُعد قابل بررسی است. بُعد نخست مربوط به سرمایه‌گذاران بین‌المللی است که تابع قوانین کشور خود هستند و مهمترین ریسک آن ریسک مالیاتی است. بُعد دوم زمانی رخ می‌دهد که نهادهای فعال در این اوراق متعلق به چند کشور باشند. از آن‌جا که قانون و مقررات خاصی بر نحوه فعالیت نهادهای چند ملیتی وجود ندارد باید اوراق به‌گونه‌ای طراحی شوند که بر ریسک ناشی از اعمال مقررات کشورهای گوناگون بر نهادهای مالی فعال به حداقل ممکن رسد.

ریسک شریعت

یکی از مهمترین ریسک‌هایی که ابزارهای مالی اسلامی با آن روبه‌رو هستند ریسک شریعت است. از آن‌جا که انتظار می‌رود تمام ابزارهای اسلامی مبتنی بر اصول و موازین شریعت باشند؛ بنابراین شاید در نگاه نخست، این ریسک چندان مهم تلقی نشود (Seyed Ali, 2005: 50-51) جهت تبیین بهتر این ریسک می‌توان به موردی از صکوک اجاره منتشرشده در بحرین اشاره کرد که با وجود اینکه در کشور بحربن منتشر شده و نام صکوک را به همراه دارد، اما به اعتقاد فقیهان اهل سنت در فرایند انتشار این صکوک از بیع‌العینه استفاده شده که حرام است. ریسک شریعت در کشورهایی که از مالی اسلامی و مالی متعارف به‌طور همزمان استفاده می‌کنند، بیشتر از دیگر کشورهای اسلامی وجود دارد*. مالزی و دبی نمونه‌ای از این کشورها هستند.

از این‌رو اطلاق نام صکوک و انتشار آن در یک کشور اسلامی لزوماً بیانگر رعایت تمام موازین شرعی اوراق نیست. در ایران به‌علت ساختار مالی حاکم و وجود قوانین و مقررات اسلامی دقیق، ریسک شریعت پایین است. در کنار این موردها لزوم دریافت مجوز انتشار

* ایران از معدود کشورهایی است که نظام اقتصادی اسلامی داشته و در آن نظام اقتصادی متعارف وجود ندارد.

www.SID.ir

Archive of SID

اوراق بهادار اسلامی از سازمان بورس و اوراق بهادار در جایگاه سازمان ناظر، این ریسک را به حداقل ممکن کاهش می‌دهد. سازمان بورس و اوراق بهادار به‌منظور حداقل‌کردن این ریسک، کمیته‌ای فقهی تخصّصی در جایگاه یکی از کمیته‌های فرعی هیأت مدیره سازمان پدید آورده است تا این‌گونه مسائل را از نقطه‌نظر فقهی به‌صورت دقیق مورد بررسی قرار داده و ریسک شریعت را به حداقل ممکن کاهش دهد.

ریسک‌های مرتبط با دارایی

ریسک از بین رفتن کلی یا جزئی دارایی

فرض کنید در قرارداد اجاره، موجر به‌دنبال اجاره‌دادن منزل خود است. پس از عقد اجاره در صورتی که منزل به‌علت زلزله ویران شود آیا مسؤولیتی متوجه مستاجر خواهد شد؟ براساس قواعد فقهی، مستاجر «ید امانی» داشته و اگر افراط یا تفریط نکرده باشد مقصر نخواهد بود. درباره صکوک اجاره نیز چنین وضعیتی حاکم است. به‌عبارت دیگر، در صورتی که دارایی موضوع قرارداد اجاره به هر علت از بین برود سرمایه‌گذاران (دارندگان صکوک و مالکان اصلی دارایی) دچار زیان خواهند شد.

جهت پوشش این ریسک می‌توان از پوشش‌های بیمه‌ای استفاده کرد. باید توجه داشت که تمام دارایی‌ها با چنین ریسکی روبه‌رو نیستند. به‌طور نمونه، در صورتی که دارایی زمین باشد با ریسک از بین رفتن دارایی روبه‌رو نخواهد بود البته اکثر دارایی‌ها با چنین ریسکی روبه‌رو هستند.

باید توجه داشت درست است که بیمه دارایی هزینه‌ای بر بانی تحمیل می‌کند اما این هزینه، هزینه غیرمتعارفی نیست به‌عبارت دیگر، تمام شرکت‌های بزرگ موظف به بیمه‌کردن تمام دارایی‌های ثابت خود هستند بنابراین بیمه‌کردن به‌علت کاهش ریسک از بین رفتن دارایی، هزینه اضافی بر شرکت تحمیل نمی‌کند.

البته ریسک دیگری که براساس استفاده از بیمه پدید می‌آید این است که در عمل به‌طور معمول بیمه‌ها تمام خسارت وارده‌شده را بیمه نمی‌کنند بلکه درصدی از آن را پوشش می‌دهند. بنابراین ریسک عدم پرداخت تمام وجه دارایی به سرمایه‌گذاران، جزو ریسک‌هایی اوراق صکوک شمرده می‌شود که امکان پوشش آن به روش‌های مرسوم ممکن نیست.

www.SID.ir

Archive of SID

ریسک استهلاک تدریجی دارایی

همان‌طور که گفته شد به‌طور تقریبی تمامی ابزارهای مالی اسلامی مبتنی بر دارایی هستند. از این‌رو همانند اوراق مشتقه که دارایی پایه دارند و ریسک آن بر ریسک اوراق مشتقه اثرگذار است، اوراق اسلامی نیز از ریسک دارایی پایه برخوردار هستند. تفاوت ابزارهای مالی اسلامی و اوراق مشتقه در این است که دارایی پایه اوراق مشتقه دارای استانداردهای خاصی داشته که به‌وسیله بورس مربوطه تعیین شده و طرف‌های معامله ملزم به رعایت آن‌ها هستند. در حالی که اوراق اجاره مبتنی بر دارایی خاصی است و استاندارد معینی بر آن حاکم نیست.

دارایی پایه اوراق اجاره ممکن است استهلاک‌پذیر (مانند ساختمان یا ماشین‌آلات) یا استهلاک‌ناپذیر باشد (مانند زمین) باشد. در صورتی که دارایی استهلاک‌پذیر باشد نرخ و میزان استهلاک در امیدنامه که به‌وسیله ناشر منتشر می‌شود به‌صورت دقیق آورده خواهد شد و سرمایه‌گذاران با اطلاع از میزان استهلاک به خرید اوراق اقدام می‌کند. در این حالت دارندگان اوراق با ریسک ارزش اسقاط دارایی هنگام اتمام قرارداد روبه‌رو هستند (در صورتی که اجاره از نوع اجاره عادی باشد). به‌عبارت دیگر، اگر دارایی در زمان فروش (اتمام سررسید اوراق)، قیمتی کمتر از میزان پیش‌بینی شده در امیدنامه داشته باشد، بازدهی سرمایه‌گذاران کمتر از بازدهی مورد انتظار خواهد شد، همچنین در صورتی که ارزش اسقاط بیش از میزان پیش‌بینی شده باشد با سود روبه‌رو می‌شوند.

مانند دیگر ریسک‌ها، ریسک استهلاک دارایی نیز بر قیمت معامله اوراق اثر می‌گذارد. در صکوک اجاره عادی سرمایه‌گذاران مالک اصلی کالا خواهند بود. در این حالت در صورتی که ارزش دارایی در تاریخ سررسید (پایان مدت اجاره) به هر علت کاهش یابد آن‌گاه دارندگان اوراق صکوک با زیان سرمایه‌ای روبه‌رو خواهند شد.

این ریسک را می‌توان از راه اعطای اختیار فروش (Put Option) به دارندگان صکوک حذف کرد. در این حالت سرمایه‌گذاران در مواجه با کاهش قیمت دارایی یا کاهش قیمت اوراق، از اختیار فروش استفاده کرده و اوراق را به ناشر با قیمت از پیش تعیین‌شده به‌فروش می‌رسانند.

اعطای این اختیار فروش برای بانی ریسک کاهش ارزش دارایی و ریسک نقدینگی را

www.SID.ir

Archive of SID

در پی خواهد داشت و بانی با اعطای اختیار فروش به سرمایه‌گذاران در ابتدای قرارداد، خود را با این ریسک‌ها روبه‌رو می‌کند (این اثر ممکن است به‌وسیله دیگر عامل‌ها مانند کاهش نرخ تورم و ... تعدیل یا تشدید شود).

اگر اوراق به‌گونه‌ای طراحی شوند که قرارداد از نوع اجاره به شرط تملیک باشد آن‌گاه سرمایه‌گذاران با ریسک اسهتلاک دارایی روبه‌رو نخواهند بود.

ریسک هزینه‌های غیرجاری (غیرعملیاتی)

براساس قوانین فقهی و حقوقی، هزینه‌های غیرعملیاتی یا هزینه‌های غیرجاری دارایی موضوع قرارداد اجاره، بر عهده موجر است. به‌عبارت دیگر، موجر ملزم است هزینه‌هایی که جهت انتفاع از دارایی لازم و ضرور است را آن‌جام دهد.

بر این اساس در صکوک اجاره نیز تمام هزینه‌های غیرعملیاتی بر عهده موجر (دارندگان صکوک اجاره) است. در این حالت سرمایه‌گذاران با ریسک هزینه‌های غیرعملیاتی روبه‌رو خواهند شد. به‌طور مثال، فرض شود دارایی مورد اجاره، هواپیما باشد، آن‌گاه تمام هزینه‌های غیرجاری آن بر عهده سرمایه‌گذاران یا دارندگان صکوک خواهد بود، با فرض چنین حالتی ریسک دارندگان اوراق به شدت افزایش خواهد یافت. بنابراین دارندگان صکوک اجاره با دو ریسک روبه‌رو خواهند بود:

۱. ریسک عدم اطمینان از دریافت مبلغی مشخص در زمآن‌های از پیش تعیین‌شده (به‌علت کسر هزینه‌های غیرعملیاتی نامشخص از مبلغ اجاره‌بهای پرداختی)؛

۲. ریسک عدم اطلاع از زمان کسر این هزینه‌ها از اجاره‌بها. زیرا پس از آن‌جام تعمیرهای لازم روی دارایی، هزینه‌ها کسر شده، و مابقی به‌صورت اجاره‌بها به دارندگان صکوک اجاره تعلق خواهد گرفت.

ماده ٤ ضوابط اجرایی صکوک اجاره نیز بیان می‌دارد:

«تمام هزینه‌هایی که برای امکان انتفاع از دارایی لازم است، بر عهدهٔ سرمایه‌گذاران است، مگر آنکه در قراردادهای فیمابین برخلاف آن شرط شده باشد».

در این ماده، قانونگذار جهت پوشش ریسک هزینه‌های غیر عملیاتی اجازه داده است که چنین هزینه‌هایی براساس شرط ضمن عقد بر عهده فرد دیگری (بانی) قرار گیرد.

روش دیگر جهت پوشش این ریسک آن است که امین در ابتدای انتشار صکوک،

www.SID.ir

Archive of SID

درصدی از مبلغ را جهت انجام هزینه‌های احتمالی غیرعملیاتی کسر کند. در پایان دوره در صورتی که هزینه‌های غیر عملیاتی وجود نداشته باشد کل مبلغ به سرمایه‌گـذاران پرداخـت می‌شود. البته هزینه‌های دارایی که صکوک براساس آن منتشر می‌شود به‌طور معمول از پیش قابل تعیین است. باید توجه داشت در صورتی که دارایی ملک (زمین) باشد چنین ریـسکی متوجه سرمایه‌گذاران نخواهد بود.

دیگر ریسک‌ها

به غیر از ریسک‌هایی که مورد بررسی قرار گرفت ریـسک‌هـای دیگـری ماننـد ریـسک کاهش قیمت دارایی، ریسک پرداخت زودتر از موعد،* ریسک فسخ قراردادها و ریسک‌هـای مشابهی وجود دارد که به‌علت اهمیت اندک آنها، در این پژوهش بررسی نشدند.

نتیجه‌گیری

با توسعه بازارهای مالی در دنیا روز به روز اهمیت و اثرگذاری آن‌ها در تمام جنبه‌هـای تمدن بشری از جمله اقتصاد و سیاست افـزایش یافتـه اسـت. بحـران‌هـای مـالی ناشـی از ریسک‌های اوراق بهادار یا یک نوع ابزار مالی در یک کشور می‌تواند به راحتـی زنجیـره‌ای از بحران‌ها را در گستره بزرگی از کشورها (به‌طور مثال، بحران ناشی از وام‌هـای رهنـی در امریکا در اواخر سال ۲۰۰۷ که بازارهای مالی دنیا را با مشکل‌های فراوانـی روبـه‌رو کـرد). همین موضوع سبب شده است که توجه و حساسیت نسبت به بازارهای مالی نیز بیشتر شود.

در جهان اسلام نیز در سال‌های اخیر با درک نیاز به توسعه بازارها و ابزارهای مبتنی بـر شریعت اسلامی، که متناسب با اصول اسلامی باشد، بازارهای مالی اسلامی با سرعت بسیار فراوانی در حال توسعه و تجهیز است. اوراق اجاره یکی از ابزارهای جدید اسلامی بر عقد اجاره مبتنی است که بعد از طراحی و انتشار در برخی از کشورهای عربی در ایران نیـز بـه شیوه جدیدی طراحی و تهیه شده اسـت. ایـن اوراق بـرای سـرمایه‌گـذاران، ریـسک‌هـای متعددی دارد، برخی از این ریـسک‌هـا را مـی‌تـوان پوشـش داد. در مقالـه بعـد از معرفـی

* اگر بانی پیش از به پایان‌رسیدن قرارداد اجاره، بـه فـسخ قـرارداد اقـدام کنـد، سـرمایه‌گـذاران در مقابـل درخواست تسویه زودتر از موعد قرار می‌گیرند.

www.SID.ir

Archive of SID

جنبه‌های گوناگون صکوک اجاره، به بررسی و شناسایی ریسک‌های گوناگون این ابزار پرداخته شد و برخی از روش‌های پوشش و مدیریت آن نیز معرفی شد. در جدول ذیل خلاصه برخی از این روش‌ها آورده شده است.

نوع ریسک	روش پوشش
ریسک جمع‌آوری وجه‌ها به میزان کافی	کالا قابل افراز باشد. ریسکی وجود ندارد
	کالا قابل افراز نباشد از راه تعهد پذیره‌نویسی
ریسک سوءاستفاده واسط از وجه‌های دریافتی	پدید آوردن حساب مشترک امین و بانی
ریسک عدم فروش کالا به واسط	قرارداد صلح، بیع نسیه، ضمانتنامه بانکی یا وجه التزام
ریسک عدم اجاره کالا به‌وسیله بانی	ضمانتنامه بانکی یا وجه التزام
ریسک اعتباری	استفاده از رتبه‌اعتباری، ضمان یا تضمین
ریسک نقدشوندگی	بازخرید، وجود اختیارت و پدید آوردن بازار ثانویه
ریسک سرمایه‌گذاری مجدد	طراحی اوراق
ریسک نرخ ارز	سوآپ ارز، تطابق سررسیدهای دو طرف ترازنامه
ریسک قوانین و مقررات	ثبات قوانین، سازمان بورس
ریسک ابعاد شرعی (شریعت)	کمیته فقهی تخصصی سازمان بورس

www.SID.ir

Archive of SID

منابع و ماخذ

أ. فارسی

۱. بری‌گام، اوجین اف.، گاپنسکی، لوئیس سی و آر دی وز، فیلیپ، ۱۳۸٤ش، *مدیریت مالی میانه*، مترجم: علی پارسائیان، تهران: انتشارات ترمه.

۲. پهلوان، حمید و رضوی، سیدروح الله، ۱۳۸٦ش، *اوراق صکوک: تعریف، انواع و ساختار*، تهران: مدیریت پژوهش توسعه و مطالعات اسلامی سازمان بورس و اوراق بهادار.

۳. تفضلی، فریدون، ۱۳۷۸ش، *اقتصاد کلان*، تهران: نشر نی.

٤. راعی، رضا و سعیدی، علی، ۱۳۸۳ش، *مبانی مهندسی مالی و مدیریت ریسک*، تهران: سازمان مطالعه و تدوین کتب علوم انسانی دانشگاه‌ها، دانشگاه تهران دانشکده مدیریت.

۵. سازمان بورس و اوراق بهادار، ۱۳۸٦ش، *ضوابط ابزار مالی اوراق اجاره*، تهران: دی و بهمن.

٦. سروش، ابوذر، ۱۳۸٦ش، «بررسی صکوک اجاره»، تهران: *ماهنامه بورس*، ش ٦۵، مرداد.

۷. صالح‌آبادی، علی، ۱۳۸٤ش، «بررسی اوراق قرضه اسلامی در مالزی از دیدگاه فقه امامیه» تهران: *فصلنامه پژوهشی دانشگاه امام صادق*ﷺ، ش ۲۵.

۸. صالح‌آبادی، علی، ۱۳۸۵ش، *مجموعه مقالات: بازارهای مالی اسلامی*، تهران: انتشارات دانشگاه امام صادقﷺ.

۹. فتحی، سعید، ۱۳۸۵ش، «ریسک مالی شاخص‌سازی و اندازه‌گیری»، تهران: *ماهنامه تدبیر*، ش ۱٦۸.

۱۰. نجفی، مهدی، ۱۳۸۵ش، *بررسی فرایند تأمین مالی از طریق انتشار اوراق صکوک*، تهران: پایان‌نامه کارشناسی ارشد دانشکده معارف اسلامی و مدیریت دانشگاه امام صادقﷺ.

۱۱. نظرپور، محمدنقی، ۱۳۸۵ش، «عملیات بازار باز از طریق اوراق استصناع (مشکلات و راه‌حل‌ها)»، تهران: *فصلنامه علمی پژوهشی اقتصاد اسلامی*، ش۲۲.

www.SID.ir

Archive of SID

ب: انگلیسی

1. Accounting and Auditing Organization For Islamic Financial Institutions, 2002, *Shari`a standard No.(18): Investment Sukuk*. Manama,November.
2. Adam, Nathif j., Thomas, Abdulkader, 2004, *Islamic Bonds: Your Guide to issuing, structuring and investing in Sukuk*, Euromoney Books.
3. Arsalan Tariq, Ali, 2004, *Managing financial risks of Sukuk structures*, A dissertation of Master of Science Loughborough University UK.
4. Arsalan Tariq, Ali., and Dar, Humayon, 2007, *Risks of Sukuk structures: Implications for resource mobilization*, Thunderbird International Business Review, Vol 49 (2), 203_223, March_April.
5. Chapra, M. Umer and Khan Tariqullah, 2000, *Regulation and Supervision of Islamic Banks*, Jeddah: IRTI Occasional Paper No.3
6. Crouhy, Michel, Galai, Dan & Mark, Robert, 2006, *Essentials of Risk management*, McGraw_ Hill.
7. Francis J. C, 1986, *Investment Analysis and Management*, 4th Edition. McGraw_hill Book Co.
8. Greuning, Hennie Van & Bratanovic, Sonja Brajovic, 1999, *Analyzing Banking Risk: A Framework*, World Bank
9. Khan, T. and H. Ahmed, 2001, *Risk management: An Analysis of Issues in Islamic financial industry*, Islamic research and training institute, Jeddah, Saudi Arabia.
10. Leea, Jae Ha, 2000, *Embedded options and Interest Rate Risk for Insurance companies*, banks and other financial Institutions. The Quarterly Review of Economics and Finance Vol. 40.

www.SID.ir

Archive of SID

11. Pedell, Burkhard, 2006, *Regulatory risk and Cost of Capital*, Springer Berlin Heidelberg New York.
12. Shelagh, Heffernan, 2003, *Modern Banking in Theory ana Practice John Wiley and Sons*, Chichester.
13. Webster`s New Collegiate Dictionary_1981.
14. Seyed Ali, salman, 2005, *Islamic Capital Market Products: Developments and Challenges*, Islamic Development Bank Group. Occasional Paper No.9.

www.SID.ir