

## ریسک در صکوک و مصون سازی آن بر اساس موازین شرعی

میرفیض فلاح شمس \*

مهدی رشنو \*\*

\* عضو هیئت علمی دانشکده مدیریت دانشگاه آزاد اسلامی - واحد مرکز

\*\* دانشجوی کارشناسی ارشد مدیریت مالی دانشگاه امام صادق

## فهرست مطالب

صفحه	عنوان
۲۸۱	چکیده.....
۲۸۲	مقدمه .....
۲۸۸	۱- ریسک بازار.....
۲۸۹	۱-۱- ریسک نرخ بازده .....
۲۸۹	۱-۲- ریسک نرخ ارزش.....
۲۸۹	۲- ریسک اعتباری .....
۲۹۰	۳- ریسک‌های عدم پذیرش شریعت .....
۲۹۰	۴- ریسک‌های عملیاتی .....
۲۹۰	۴-۱- ریسک پرداختن کوپن .....
۲۹۰	۴-۲- ریسک بازخرید دارایی .....
۲۹۱	۴-۳- ریسک مربوط به شرکت با مقصد خاص .....
۲۹۱	۴-۴- ریسک‌های خاص سرمایه‌گذار .....
۲۹۱	۴-۵- ریسک‌های مرتبط با دارایی پایه .....
۲۹۲	۴-۶- مشکلات نهادی .....
۲۹۳	۵- ابزارهای مدیریت ریسک در صکوک .....
۲۹۳	۵-۱- ساز و کار مشتقات در مدیریت ریسک صکوک .....
۲۹۵	۵-۲- اختیار معامله ترکیب شده و غرر .....
۲۹۷	۵-۳- اختیار ترکیب شده بر مبنای صکوک .....
۲۹۸	۵-۴- استفاده از سوآپ برای مدیریت ریسک در صکوک .....
۲۹۹	۵-۵- سوآپ صکوک .....
۲۹۹	جمع‌بندی و نتیجه‌گیری .....
۳۰۱	کتاب‌نامه .....

## فهرست نمودارها

صفحه	عنوان
۲۸۵	نمودار ۱- ساختار کلی صکوک اجاره .....
۲۸۷	نمودار ۲- ساختار صکوک استصناع مبتنی بر اجاره .....
۲۹۳	نمودار ۳- ریسک‌های صکوک .....

### چکیده

صکوک ابزاری برای تأمین مالی بانک‌ها، مؤسسات مالی و اعتباری و بنگاه‌های اقتصادی از طریق تبدیل به اوراق بهادار کردن دارایی‌های داخل ترانزنامه است. در این مقاله با توجه به اهمیت صکوک به‌عنوان یک ابزار تأمین مالی و سرمایه‌گذاری، ابتدا ساختار کلی صکوک معرفی شده و سپس مهم‌ترین ریسک‌هایی که این ابزار با آن مواجه بوده شناسایی گردید و از طریق بررسی کتابخانه‌ای قراردادهای فقهی و مطالعات صورت گرفته در داخل و خارج کشور و همچنین از طریق اخذ نظر برخی از کارشناسان اقتصاد اسلامی کوشیده‌ایم ابزارهای مناسبی برای مصون‌سازی ریسک اوراق صکوک مطابق با موازین شرع اسلام پیشنهاد شود. با توجه به بررسی‌های انجام شده مشخص شد که اختیار معامله ترکیب شده با صکوک ابزاری است که با قوانین شرع مقدس اسلام سازگار است و ابزار مناسبی برای مدیریت ریسک این اوراق محسوب می‌شود. افزون بر این، با توجه به موازین شرعی می‌توان از سوآپ صکوک به‌عنوان ابزاری جهت معاوضه انواع صکوک استفاده کرد.

**کلمات کلیدی:** صکوک، تبدیل به اوراق بهادار کردن دارایی‌ها، مدیریت ریسک، ابزارهای مشتقه، اختیار معامله ترکیب شده اسلامی، سوآپ اسلامی

طبقه بندی موضوعی: G32

## مقدمه

از جدیدترین محصولات استفاده از کاربردهای ساختاری در بازارهای مالی اسلامی به وجود آمده است، می‌توان اوراق صکوک را نام برد. صکوک اوراق بهادار با انعطافی است که می‌توان از آن برای پاسخگویی به انواع نیازهای تأمین مالی بنگاه‌های اقتصادی در بازار سرمایه استفاده کرد. در همان حال اوراق صکوک به‌عنوان یک ابزار سرمایه‌گذاری جایگزین برای اوراق بهادار با درآمد ثابت از قبیل اوراق قرضه-که در شرع مقدس اسلام حرام می‌باشند،- محسوب می‌شود. هم‌اکنون در بازارهای جهانی شاهد روند فزاینده استفاده از صکوک هستیم. به‌طوری‌که برخی از کشورهای غربی برای جذب منابع کشورهای اسلامی، اوراق بهادار صکوک را که فاقد هرگونه شبهه ربوی است، منتشر و برای پروژه‌های سرمایه‌گذاری خود از آن استفاده می‌کنند. حجم صکوک منتشر شده در سال ۲۰۰۰ حدود ۳۳۶ میلیون دلار بوده که در سال ۲۰۰۶ بالغ بر ۲۰ میلیارد دلار گردید. در سال ۲۰۰۶ ارزش بازار صکوک منتشر شده در جهان حدود ۵۰ میلیارد دلار بوده است. (گزارش بانک توسعه اسلامی، ۲۰۰۶) رشد چشمگیر بازار صکوک در کشورهای اسلامی و حتی غربی گویای نقش برتر این ابزار تأمین مالی در مقابل سایر ابزارهای سنتی تأمین مالی بوده است.

## الف- تعریف صکوک

واژه عربی صکوک در کاربرد نخستین آن به معنای "ضرب کردن یا کوبیدن" آمده است. کلمه‌ی صک در واقع معرب کلمه "چک" در فارسی است. هم‌اکنون در ادبیات مالی اسلامی واژه صکوک به‌عنوان "اوراق قرضه اسلامی" تعریف می‌شود. در استاندارد شماره ۱۷ سازمان حسابداری و حسابرسی نهادهای مالی اسلامی<sup>۱</sup> صکوک این‌گونه تعریف شده است: "گواهی-هایی با ارزش اسمی یکسان که پس از اتمام عملیات پذیره‌نویسی، بیانگر پرداخت مبلغ اسمی مندرج در آن توسط خریدار به ناشر است و دارنده آن مالک یک یا مجموعه‌ای از دارایی‌ها، منافع حاصل از دارایی‌ها و یا ذی‌نفع یک پروژه یا یک فعالیت سرمایه‌گذاری خاص می‌شود." این استاندارد ۱۴ نوع صکوک برای تأمین مالی بنگاه‌های اقتصادی معرفی کرده است که عبارتند از (سروش، ۱۳۸۶):

صکوک اجاره، صکوک سلم، صکوک استصناع، صکوک مرابحه، صکوک مشارکت، صکوک مضاربه، صکوک مزارعه، صکوک مساقات، صکوک مقارضه، صکوک حق الامتیاز، صکوک نماینده

<sup>۱</sup> AAOIFI :Accounting & Auditing Organization for Islamic Financial Institutions

سرمایه‌گذاری، صکوک مالکیت دارایی(هایی) که در آینده ساخته می‌شود، صکوک مالکیت منافع دارایی(های) موجود، صکوک مالکیت منافع دارایی(هایی) که در آینده ساخته می‌شود. شرط اولیه انتشار صکوک، شناسایی و تعیین دارایی‌های مناسب در ترازنامه و انتشار اوراق صکوک به پشتوانه آن دارایی‌ها و تعیین دقیق جریان منافع حاصل از آن دارایی‌ها برای پرداخت سود ثابت یا شناور به دارندگان اوراق صکوک است.

### ب- پیشینه تحقیق

اگرچه پژوهش‌های بسیاری در زمینه مدیریت ریسک در فضای مالی اسلامی انجام شده است، لیکن مطالعه مدونی در زمینه مدیریت ریسک در صکوک در ایران انجام نشده است. کدخدایی (۱۳۷۹) در مقاله‌ای تحت عنوان: "پدیده ریسک در بانکداری اسلامی" به بررسی ریسک در بانکداری اسلامی پرداخته است. وی معتقد است که در بانکداری اسلامی به علت برخورداری از نظام تأمین مالی با ویژگی‌های سرمایه‌گذاری، مجموعه ریسک‌های عدم بازپرداخت، اخلاقی، نوسان‌های متغیرهای اقتصادی، نقدینگی و مقررات وجود دارد.

مهدوی نجم آبادی (۱۳۸۱) در مقاله "تفاوت‌های اساسی توزیع ریسک در دو نظام بانکداری اسلامی و سنتی" به مقایسه چهار نوع ریسک موجود در بانکداری اسلامی و سنتی پرداخته است و به این نتیجه می‌رسد که مدیریت ریسک در بانکداری اسلامی به دلیل وجود ریسک‌های بیشتر، بسیار مشکل‌تر از مدیریت ریسک در بانکداری سنتی است. عقیلی کرمانی (۱۳۸۱) در مقاله‌ای با عنوان: "مدیریت ریسک در بانکداری سنتی در مقایسه با بانکداری بدون ربا" به این نتیجه می‌رسد که بین بانکداری سنتی و بانکداری بدون ربا تنها ریسک اعتباری متفاوت است. خان و احمد<sup>۱</sup> در مطالعه‌ای برای بانک توسعه اسلامی، ریسک عقود مختلف اسلامی را در ۶۸ بانک و مؤسسه اسلامی، در ۲۸ کشور مورد بررسی قرار دادند و به این نتیجه رسیدند که عقود مشارکت، مضاربه، سلف، و استصناع بیش از عقود اجاره و مرابحه دارای ریسک هستند. محمد عبید...<sup>۲</sup> در مقاله "مدیریت ریسک اسلامی: به سوی کارآیی و اخلاقیات بیشتر" قراردادهای اختیار معامله را برای مدیریت ریسک اسلامی معرفی کرده است.

ارسلان طارقی<sup>۳</sup> در تحقیقی به بررسی انواع مختلف صکوک پرداخته و برای مدیریت ریسک در آن، از اختیار معامله ترکیب شده و سوآپ استفاده کرده است.

<sup>۱</sup> Khan & Ahmed, 2001

<sup>۲</sup> Mohammad Obaidullah, 2002

<sup>۳</sup> Arsalan Tariq, 2004

اکبریان (۱۳۸۵) در مقاله‌ای با عنوان: "مدیریت ریسک در بانکداری بدون ربا" از قولنامه و بیع بالوفا<sup>۱</sup> به صورت جایگزین‌هایی برای اختیار خرید و فروش جهت کنترل ریسک بازار اشاره شده است.

### ج- پرسش‌های تحقیق

در این تحقیق به دنبال یافتن پاسخی مناسب برای پرسش‌های زیر هستیم:

- ۱- مهم‌ترین ریسک‌هایی که اوراق صکوک با آن‌ها مواجه‌اند، چیست؟
- ۲- از طریق چه ابزارهایی می‌توان صکوک را در مقابل این ریسک‌ها مصون کرد؟
- ۳- آیا اختیار معامله ترکیب شده با موازین شرع مقدس اسلام سازگار است؟
- ۴- آیا می‌توان از اختیار معامله ترکیب شده برای مدیریت ریسک صکوک استفاده کرد؟
- ۵- آیا قرارداد سوآپ با موازین شرع مقدس اسلام سازگار است؟
- ۶- آیا با استفاده از عقد صلح می‌توان دو نوع صکوک را با هم سوآپ (تاخت) کرد؟

### د- روش تحقیق

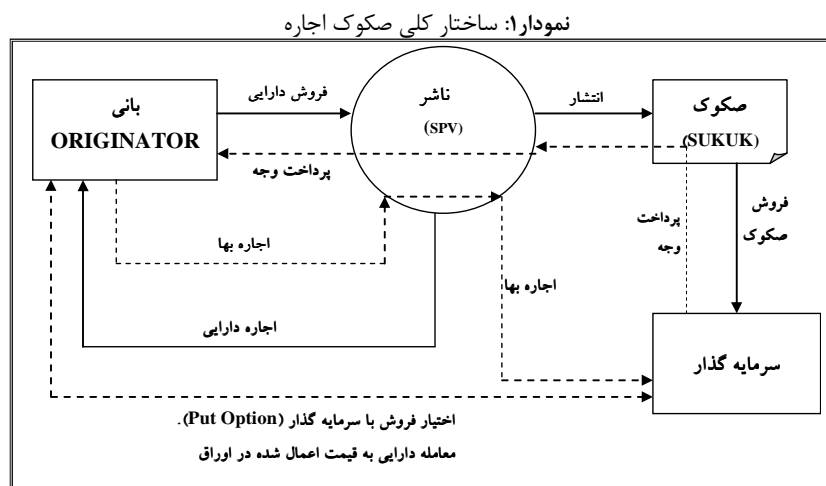
روش تحقیق حاضر توصیفی و ترکیبی از روش پیمایشی و کتابخانه‌ای است. ابزار گردآوری داده‌ها، شامل مشاهده اسنادی مطالعات صورت گرفته و مصاحبه برنامه‌ریزی شده با برخی از صاحب‌نظران اقتصاد اسلامی و فقه می‌باشد. تمرکز تحقیق بر بررسی تطابق دو نوع ابزار مدیریت ریسک یعنی اختیار معامله ترکیب شده و سوآپ با موازین شرع مقدس اسلام بوده است. برای این مهم از کتاب‌ها و منابع اسلامی و تحقیقات مرتبط استفاده شده و در مواردی نیز با استادان اقتصاد اسلامی مصاحبه شده است.

همان‌طور که اشاره شد براساس استاندارد شماره ۱۷ سازمان حسابداری و حسابرسی نهادهای مالی اسلامی، ۱۴ نوع صکوک وجود دارد که بی‌گمان می‌توان انواع مذکور را ترکیب کرد و به ساختارهای جدیدی رسید. در این تحقیق هدف عمده بیان ریسک‌های مرتبط با انواع صکوک و ارائه راه‌حل‌هایی برای مدیریت آن است. به دلیل اینکه صکوک اجاره و صکوک استصناع از ساختارهای مرسوم صکوک هستند، در این بخش به شرح مختصری از هر یک پرداخته شده است و ساختار صکوک استصناع برمبنای اجاره نیز مورد بررسی قرار گرفته است. در پایان نیز راهکارهای مدیریت ریسک در انواع مختلف صکوک بیان شده است.

<sup>۱</sup> ر.ک (اکبریان، ۱۳۸۵: ۱۶۷-۱۶۵)

### صکوک اجاره

ایده انتشار صکوک اجاره برای نخستین بار توسط منذرقحف<sup>۱</sup> در مقاله معروف وی با عنوان استفاده از اوراق اجاره دارایی برای پوشش شکاف بودجه مطرح شد. احمد و خان<sup>۲</sup> نیز در کتاب خود با عنوان ابزارهای مالی اسلامی برای تأمین منابع بخش دولتی، طراحی و انتشار اوراق صکوک اجاره را پیشنهاد کردند. اوراق صکوک اجاره بر روی دارایی‌های مستقل<sup>۳</sup> تعریف شده در ترازنامه منتشر می‌شود. این دارایی‌ها می‌بایست به گونه‌ای باشند که امکان اجاره دادن آن‌ها میسر باشد. دارایی‌ها می‌توانند بخشی از یک زمین، ساختمان یا تجهیزات (مانند: هواپیما، کشتی، و...) باشند. نرخ اجاره این نوع صکوک بسته به ماهیت دارایی‌ها و نوع قرارداد اجاره می‌تواند ثابت و یا شناور باشد. در کشورهای اسلامی ساختارهای مختلفی برای صکوک اجاره طراحی شده است که ساختار کلی آن در نمودار ۱ نشان داده شده است.



همان‌طور که مشاهده می‌شود، این ساختار سه رکن اساسی دارد، که عبارتند از :

<sup>1</sup> Manzer Kahf, 1997: 265-316

<sup>2</sup> Khan and Ahmed, 1997

<sup>3</sup> Stand-Alone Assets



- بانی که ذی‌نفع وجوه حاصل از انتشار اوراق صکوک است. بانی در واقع شرکت یا نهادی است که به وجوه نقد نیاز دارد.

- شرکت با مقصد خاص (SPV) که ناشر اوراق صکوک است.

- سرمایه‌گذاران که اقدام به خریداری اوراق صکوک می‌کنند.

روش کار به این‌صورت است که ابتدا بانی، بخشی از دارایی‌های خود را که برای اجاره مناسب است را انتخاب می‌کند. سپس بانی یک شرکت با مقصد خاص تأسیس می‌کند. این شرکت از نظر قانونی دارای یک شخصیت کاملاً مستقل است. بانی دارایی‌های منتخب را به صورت یک پرتفوی به شرکت با مقصد خاص می‌فروشد. براساس توافق صورت گرفته شرکت با مقصد خاص پس از خرید دارایی‌ها دوباره آن‌ها را در قالب عقد اجاره در اختیار بانی قرار می‌دهد. مدت اجاره و مبلغ اجاره با توافق طرفین تعیین می‌شود. در مرحله بعد شرکت با مقصد خاص از طریق انتشار اوراق صکوک دارایی‌های خود را به اوراق بهادار تبدیل می‌کند. بانی به موجب قرارداد اجاره باید اجاره بها را طبق شرایطی که در قرارداد ذکر شده در اختیار شرکت با مقصد خاص قرار دهد. شرکت با مقصد خاص نیز اجاره بها را بین دارندگان صکوک تقسیم می‌کند. بی‌گمان فرآیند دریافت و پرداخت وجوه، معمولاً توسط یک مؤسسه امین نظارت می‌شود.

هنگامی که مدت اجاره به پایان می‌رسد، جریان نقدی حاصل از اجاره نیز متوقف می‌شود. ولی مالکیت دارایی‌های مورد اجاره نیز در اختیار دارندگان صکوک است. حال اگر ارزش بازاری دارایی‌های مذکور بیش از مبلغ اسمی مندرج در اوراق صکوک باشد، دارندگان صکوک با فروش دارایی‌ها، سود سرمایه‌ای به‌دست می‌آورند و اگر ارزش بازار دارایی کمتر از ارزش اسمی باشد، با زیان سرمایه‌ای مواجه می‌شوند.

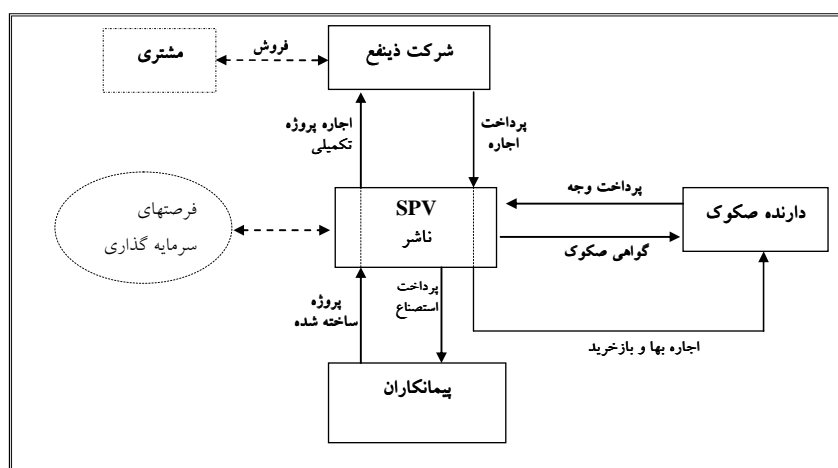
### صکوک استصناع و صکوک استصناع بر مبنای اجاره

استصناع از ریشه صنع گرفته شده و منظور از آن خرید کالایی است که طبق سفارش خریدار تهیه می‌شود در موسوعه جمال عبدالناصر، بیع استصناع چنین تعریف شده است: "قراردادی بر کالای در ذمه که ساخت آن مطابق خصوصیات و شرایط معین شده در قرارداد و در مقابل بهای معین صورت می‌گیرد".

در قرارداد استصناع متقاضی یا سفارش دهنده از تولیدکننده درخواست می‌کند که کالا یا دارایی موردنظر را ساخته و آن را به ملکیت وی درآورد. براساس این قرارداد صکوک استصناع طراحی شده است که در آن منابع ناشی از انتشار صکوک برای ساخت دارایی یا کالای مورد نظر به کار می‌رود. در این قرارداد ناشر صکوک استصناع، تولیدکننده کالا، پذیرهنویس آن، خریداران

کالای مورد نظر و وجوه جمع‌آوری شده، هزینه ساخت کالا است. با توجه به صکوک استصناع و اجاره می‌توان صکوک استصناع بر مبنای اجاره را طراحی کرد. این نوع صکوک بسیار جدید است و نخستین بار توسط شرکت دارات خلیج‌البحرین<sup>۱</sup> ابداع گردید. در نمودار ۲ ساختار صکوک استصناع مبتنی بر اجاره شده است:

نمودار ۲: ساختار صکوک استصناع مبتنی بر اجاره



<sup>1</sup> Darrat Khaleej Al Bahrain

در این ساختار چهار بخش اصلی درگیر در معامله وجود دارند، که عبارتند از: شرکت ذی‌نفع (بانی)، شرکت با مقصد خاص، دارندگان صکوک (سرمایه‌گذاران) و پیمانکاران ساخت پروژه. در صکوک استصناع مبتنی بر اجاره با وجوه حاصل از فروش اوراق، قراردادی بین شرکت با مقصد خاص و پیمانکاران ساخت پروژه منعقد می‌شود. تا زمانی که دارایی ایجاد نشود، اوراق صکوک به‌عنوان بدهی‌های خالص شرکت با مقصد خاص محسوب می‌شود. پس از ساخت دارایی موردنظر، طی قرارداد اجاره، این دارایی به شرکت ذی‌نفع (بانی) اجاره داده می‌شود و اجاره بها دریافتی بین دارندگان اوراق تقسیم می‌شود. عایدی این اوراق برای سرمایه‌گذاران شامل: مجموع اجاره بها دریافتی و سود سرمایه‌ای حاصل از مابه‌التفاوت قیمت ساخت و فروش دارایی‌ها است. این نوع از صکوک در واقع ترکیبی از قرارداد استصناع و اجاره یا قرارداد فروش اقساطی می‌باشد. در صورتی که در این گونه از صکوک اجاره بها به دارندگان صکوک پرداخت نشود و این سود در پایان دوره به آن‌ها تعلق گیرد، با نوع دیگری از صکوک به نام "صکوک بدون کوپن" مواجه می‌شویم. در این نوع صکوک به جای اینکه سود در زمان قرارداد پرداخت شود، در پایان دوره پرداخت می‌شود. به بیان دیگر نبود کوپن ممکن است در انواع مختلف صکوک اعمال شود و ارتباطی با نوع آن (صکوک اجاره، استصناع، سلم و ...) ندارد.

### ریسک‌های مرتبط با ساختار صکوک

اوراق صکوک به صورت ذاتی در معرض ریسک‌های مالی و بازار قرار می‌گیرند. در این قسمت به ریسک‌های مختلفی اشاره خواهد شد که بر انواع مختلف قراردادهای صکوک تأثیر می‌گذارند.

#### ۱- ریسک بازار

در یک تقسیم‌بندی عمده ریسک کلی اوراق بهادار و دارایی‌های مالی از قبیل صکوک به دو دسته ریسک سیستماتیک (ریسک کل بازار) و ریسک غیرسیستماتیک (ریسک مختص شرکت) تقسیم می‌شود. ریسک سیستماتیک در اثر تغییرات اقتصادی و سیاسی ایجاد می‌شود، در حالی که ریسک شرکتی در اثر عوامل خاص یک شرکت ایجاد می‌شود. ریسک بازار شامل ریسک نرخ بازده، ریسک نرخ ارز، ریسک قیمت سهام و ریسک کالا می‌باشد که به دلیل اینکه صکوک بیشتر در معرض ریسک‌های نرخ بازده و نرخ ارز است به این موارد اشاره خواهد شد.

### ۱-۱- ریسک نرخ بازده

ریسک نرخ بازده هنگامی مورد توجه قرار می‌گیرد که نرخ بازده صکوک ثابت باشد. افزایش نرخ بهره<sup>۱</sup> بازار موجب کاهش ارزش درآمد صکوک شده و به همین دلیل به این ریسک، ریسک نرخ بازده نیز گفته می‌شود. ریسک نرخ بازده صکوک به طول دوره انتشار و تاریخ سررسید آن بستگی دارد. تغییرات نرخ بهره در بازارهای مرسوم مالی بر گواهی‌های صکوک تأثیر گذاشته و به همین دلیل گفته می‌شود که صکوک به صورت غیرمستقیم در معرض نوسان‌های نرخ لایبور<sup>۲</sup> قرار دارد.

### ۱-۲- ریسک نرخ ارز

تغییرات نامطلوب ارز موجب ایجاد ریسک نرخ ارز می‌شود. در صورتی که میان واحد پولی که دارایی‌های پرتفوی صکوک با آن واحد تعیین می‌شود با واحد پولی که پرداخت‌ها و مبالغ صکوک تحت آن قرار می‌گیرد، تفاوت وجود داشته باشد سرمایه‌گذاران صکوک در معرض این ریسک قرار می‌گیرند. به عنوان مثال گواهی‌های منتشره بانک توسعه اسلامی تحت این ریسک قرار دارند، زیرا حساب‌های بانک توسعه اسلامی به دینار اسلامی بوده و ارزش و پرداخت‌های صکوک منتشره به دلار آمریکا هستند.

## ۲- ریسک اعتباری

به احتمال عدم بازپرداخت اصل و فرع اقساط اجاره صکوک از سوی ناشر ریسک اعتباری گفته می‌شود. ریسک اعتباری در فضای مالی اسلامی به ندرت اتفاق می‌افتد و دلیل آن ماهیت

<sup>۱</sup> نرخ بهره در نظام بانکداری اسلامی به دلیل حرمت ربا وجود ندارد، لیکن به دلیل اینکه اوراق صکوک منتشره بین‌المللی بوده و در مناطق مختلف دنیا مورد معامله قرار می‌گیرد، تحت تأثیر نرخ بهره قرار می‌گیرد. به عبارت دیگر چون صکوک در گروه اوراق قرضه قرار دارد در بازارهای مالی بین‌المللی با انواع مختلف اوراق قرضه مقایسه می‌شود. زمانی که نرخ بهره اوراق قرضه تغییر می‌کند، نرخ بازده مورد توقع سرمایه‌گذار نیز تغییر نموده که در این حالت معامله اوراق صکوک با ریسک مواجه می‌شود. به عنوان مثال در سال ۲۰۰۴ در آلمان ۱۰۰ میلیون یورو، در سال ۲۰۰۶ در آمریکا ۱۶۵ میلیون دلار و در همین سال در چین ۲۵۰ میلیون دلار صکوک مورد معامله قرار گرفته‌اند که بیانگر بین‌المللی بودن این ابزار تأمین مالی اسلامی بوده است. به همین دلیل تحت تأثیر تغییرات این بازار قرار دارد.

<sup>۲</sup> Libor: London InterBank Offered Rate نرخ بهره بین بانکی لندن

ابزارهایی است که پرتفوی دارایی‌های صکوک بر آن قرار گرفته است. به‌عنوان مثال صکوک اجاره بر دارایی‌های شرکت ذی‌نفع ایجاد می‌شود و به‌دلیل موجود بودن این دارایی‌ها، ریسک اعتباری به صفر نزدیک می‌شود.

### ۳- ریسک‌های عدم پذیرش شریعت

ریسک عدم پذیرش شریعت به شرایطی گفته می‌شود که زیان ناشی از ارزش دارایی‌ها به واسطه تخطی ناشر و مسئولیت‌ناپذیری وی در برابر قوانین و قواعد شریعت به دارندگان اوراق صکوک تحمیل شود. در صورتی که صکوک با شریعت مطابق نباشد، در اعلامیه آن موادی وضع شده که موجب فسخ آن می‌شود.

### ۴- ریسک‌های عملیاتی

ریسک‌های دیگری نیز وجود دارند که به عملیات انتشار صکوک بر می‌گردند. این ریسک‌ها در مورد اوراق قرضه نیز وجود دارد و به ساختار اسلامی و اصول صکوک بر نمی‌گردند. در این بخش از مقاله به این موارد پرداخته خواهد شد.

#### ۴-۱- ریسک پرداخت کوپن

ممکن است که بانی، کوپن را در سررسید آن پرداخت نکند. نپرداختن کوپن در زمان‌های تعیین شده آن، موجب زیان دارنده صکوک می‌شود، زیرا درآمدهای صکوک در زمان مناسب آن دریافت نمی‌شود.

#### ۴-۲- ریسک بازخرید دارایی<sup>۱</sup>

بانی می‌بایستی تعهد کند که دارایی تحت قرارداد صکوک را که به دارنده اوراق صکوک واگذار شده است را دوباره بازخرید نماید. مبالغ بازخرید ممکن است که با مبلغ اسمی انتشار صکوک برابر نشود. به‌همین دلیل این ریسک وجود دارد که مبلغ دارایی کاملاً بازپرداخت نشود.

<sup>۱</sup> Asset Redemption Risk

### ۳-۴- ریسک مربوط به شرکت با مقصد خاص (SPV)

شرکت با مقصد خاص مؤسسه‌ای است که به‌گونه‌ای طراحی شده است که ورشکستگی بانی را کنترل کند. از جمله ریسک‌های اساسی شرکت با مقصد خاص، ریسک تسویه است. به این صورت که بانی مبالغ اجاره را به اتاق پایاپای واریز می‌کند و سپس دارنده اوراق صکوک از طریق این اتاق این مبالغ را دریافت می‌نماید. ریسکی که شرکت با مقصد خاص را تهدید می‌کند در واقع ریسک‌های مرتبط با اتاق پایاپای است. واریز نکردن به موقع اجاره بهای پرداختی از سوی بانی، SPV را با مخاطرات تسویه مواجه می‌سازد.

### ۴-۴- ریسک‌های خاص سرمایه‌گذار

بزرگ‌ترین ریسکی که سرمایه‌گذار را تهدید می‌کند، قابلیت نقدشوندگی<sup>۱</sup> اوراق صکوک است. به دلیل اینکه بازار ثانویه منسجمی برای این اوراق وجود ندارد، گواهی‌های صکوک با ریسک نقدشوندگی مواجه می‌شوند. هرچند که این اوراق در بازارهای مختلفی بر روی تابلو آمده‌اند ولی این مسئله بیانگر قابلیت نقدشوندگی آن‌ها نخواهد بود.

### ۵-۴- ریسک‌های مرتبط با دارایی پایه

دارایی پایه در معرض خسارت و اتلاف قرار دارد. البته این ریسک در مورد زمین، تجهیزات و ساختمان‌های بزرگ کم است، لیکن در مورد سایر تجهیزات و دارایی‌ها، این ریسک دارای اهمیت است. برای رفع این مسئله، دارایی‌های پایه تحت قرارداد بیمه قرار گرفته و به همین دلیل ریسک اتلاف و خسارت دارایی‌ها کاهش می‌یابد. از سوی دیگر شیوه نگهداری دارایی نیز امری مهم و تأثیرگذار است، به‌گونه‌ای که اگر دارایی به شیوه‌ای مناسب نگهداری شود، بازدهی اوراق صکوک تضمین می‌شود. بی‌گمان با توجه به مفاد قرارداد، SPV می‌بایستی مسئولیت نگهداری دارایی را بپذیرد.

<sup>۱</sup> نقدشوندگی به معنای قابلیت معامله و فروش این اوراق است و به احتمال معامله نشدن و فروش نرفتن این اوراق ریسک نقدشوندگی می‌گویند.

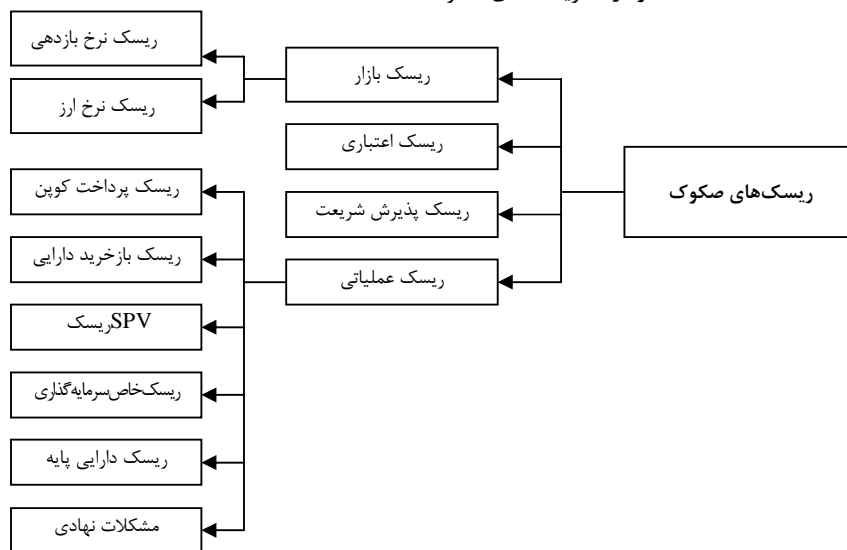
#### ۴-۶- مشکلات نهادی<sup>۱</sup>

صکوک در کشورهای درحال توسعه ایجاد شده و این درحالی است که اقتصاد آن‌ها از زیرساخت‌های لازم برخوردار نیست. از سوی دیگر مطابقت با شریعت یکی از عواملی است که برای این نوع اوراق محدودیت ایجاد می‌کند. شرایط کنونی موجب افزایش ریسک این اوراق می‌شود که می‌توان به موارد زیر اشاره کرد:

- نقصان فرآیندهای مهندسی مالی و پوشش ریسک اسلامی
  - نبود بازارهای پولی بین بانکی اسلامی، استانداردهای یکپارچه قانونی و حمایت‌های قانونی، به‌ویژه در صورت وقوع نکول
  - نبود سیستم یکپارچه حسابداری، حسابرسی و سیستم‌های سود و زیان
  - نبود زیرساخت‌های ارزیابی، نظارت و ارتقای سرمایه‌گذاری
  - ناکارایی سیستم‌های اعتباری خارجی
- همان‌طور که اشاره شد موارد فوق موجب ایجاد ریسک عملیاتی در فضای مالی اسلامی می‌شود. جمع‌بندی کلیه ریسک‌های فوق در نمودار شماره ۳ به تصویر کشیده شده است.

<sup>۱</sup> Institutional Rigidity

## نمودار ۳: ریسک‌های صکوک



## ۵- ابزارهای مدیریت ریسک در صکوک

اوراق صکوک ابزاری است که برای تأمین مالی به کار می‌رود و کارکرد آن شبیه اوراق قرضه است. استفاده از این ابزار می‌بایستی مطابق با اصول و موازین شرعی باشد. این امر ریسک‌هایی را برای صکوک ایجاد می‌کند، که از ابزارهای رایج مدیریت ریسک نیز نمی‌توان استفاده کرد، زیرا اساس این مشتقات بر بهره و ربا قرار دارد. در این قسمت با استفاده از ساز و کارهای مشتقات در پی یافتن راه‌هایی برای مدیریت ریسک صکوک هستیم.

## ۵-۱- ساز و کار مشتقات در مدیریت ریسک صکوک

مسئله مهم برای مدیران و دارندگان صکوک این است که چگونه خود را در برابر انواع مختلف ریسک محافظت کنند. مرحله بعد ایجاد سازوکارها و راهکارهای مناسبی برای مدیریت ریسک است که با شریعت تطابق داشته و کارکردهایی شبیه ابزارهای مرسوم مالی داشته باشند.



یکی از مهم‌ترین ابزارهای مدیریت ریسک در اوراق قرضه اختیارات معامله<sup>۱</sup> است. به دلیل اینکه کارکرد اوراق صکوک شبیه اوراق قرضه است. در این قسمت و به عنوان نخستین ابزار قرارداد اختیار معامله مورد بررسی قرار می‌گیرد.

با توجه به نظر بعضی از علما قرارداد اختیار معامله با اشکالات زیر مواجه است: (رضایی، ۱۳۸۴: ۱۲۸-۱۲۹)

اشتمال عقد اختیار بر قمار، عدم امکان تطبیق آن با بیع‌العربون، عدم امکان تطبیق آن بر اختیار شرط، اشتمال آن بر غرر فاحش، تعارض آن با قاعده عدل و انصاف، عدم تحقق تسلیم و تسلّم و ارکان عقد در آن، اشتمال بر بیع مالایملک و غیر واقعی بودن معاملات آن می‌باشند. از سوی دیگر صاحب‌نظران دیگر اختیار معامله را با توجه به دلایل زیر صحیح می‌دانند:

- امکان تطبیق بیع‌العربون<sup>۲</sup> بر اختیار معامله با برخی تغییرات جزئی.
- نبود غرر به دلیل استاندارد بودن معاملات در بازار بورس و وجود اطلاعات در آن.
- صدق بیع بر فروش حق، زیرا حق می‌تواند معاوضه شود و به غیر منتقل شود.
- حق اختیار معامله ارزش مالی دارد و طرفین می‌توانند شرط جایز مثل آن را در معاوضه داشته باشند.

- امکان تطبیق عقد بیمه بر اختیار معامله.

در جمع‌بندی نهایی شرعی بودن قرارداد اختیار معامله از جایز بودن مبادله حق اختیار معامله استفاده می‌شود. طبق نظر امام خمینی مبادله حق جایز است و با توجه به اینکه شرایط معامله کاملاً مشخص و شفاف است (معین بودن تاریخ سررسید، مشخص بودن مورد قرارداد و قیمت آن، انجام آن در بازارهای معتبر مانند بورس و وجود اتاق پایاپای جهت ضمانت اجرا) نه تنها

<sup>۱</sup> Options

<sup>۲</sup> در بیع‌العربون، خریدار احتمالی مبلغی را به عنوان سپرده به فروشنده پرداخت می‌کند و در آینده در صورت خرید کالا مابه‌التفاوت را می‌پردازد. در صورتی که فرد دارایی را نخرد، این مبلغ نزد فروشنده باقی می‌ماند. در حقیقت قرارداد عربون کارکرد اختیار خرید را انجام می‌دهد. مجاز بودن این قرارداد در شرع اسلام مورد تردید است و این تردید به گزارش‌های تاریخی این قرارداد در زمان پیامبر برمی‌گردد. بسیاری از مکاتب اسلامی بر این عقیده‌اند که ناطمینانی موجود در این قرارداد در حد غرر بوده و برای فروشنده منصفانه نیست. مکاتب دیگر در جواب اشاره کرده‌اند که شواهد تاریخی موجود نادرست است و بیع‌العربون با اصول و قواعد شرعی منافاتی ندارد. اجرایی نمودن قرارداد منوط به این شرط است که کالای مورد درخواست مشخص بوده و برای قرارداد منحصر به فرد باشد. با توجه به اصول شریعت بیع‌العربون برای کالای عام و نامشخص صحیح نبوده و به همین دلیل نمی‌توان کارکرد آن را شبیه اختیار معامله‌ای دانست که در آن دارایی پایه نامشخص است.

جهالت و غرر در آن دیده نمی‌شود، بلکه در این قرارداد نزاع و مشاجره بین دو طرف قرارداد وجود ندارد و یا خیلی از قراردادهای دیگر کمتر است (حسینی، ۱۳۸۶: ۲۵۹). انجام چنین قراردادهایی برای تولیدکنندگان (به دلیل اینکه ریسک را پوشش می‌دهند) امنیت و رضایت خاطر را در پی دارد و بنابراین موجب افزایش کارایی اقتصادی در جامعه می‌شود. از این رو عقلاً کسی را که به این قراردادها دست بزند سرزنش نمی‌کنند (حسینی، ۱۳۸۶: ۲۶۰). به عبارت دیگر قراردادهای اختیار معامله از جمله ابداعات مالی برای رفع نگرانی تولیدکنندگان و صنعتگران بوده و این نوع قراردادها موجب کاهش ریسک می‌شود.

با توجه به نظرات فوق و تحقیقات انجام شده در صحت قرارداد اختیار معامله تردیدهایی وجود دارد، لیکن در صورت استفاده از اختیار معامله ترکیب شده بسیاری از شبهات موجود مرتفع خواهد شد. به همین دلیل در این بخش به تشریح این ابزار پرداخته خواهد شد.

## ۲-۵- اختیار معامله ترکیب شده<sup>۱</sup> و غرر

اختیارات ترکیب شده ابزارهایی هستند که با اختیارات مرسوم متفاوت هستند. این ابزارها قابل تجزیه نبوده و به صورت مجزا قابل معامله نیستند، لیکن در عوض به عنوان بخشی از قرارداد انتشار اولیه شکل می‌گیرند. کارکرد این اختیارات، ایجاد اختیار خرید و یا فروش بر روی اوراق قرضه می‌باشد. اوراق قرضه قابل خرید قراردادی است که مطابق آن به ناشر اجازه داده می‌شود که اوراق قرضه را با قیمتی از پیش تعیین شده و در زمان مشخصی در آینده باز خرید کند. به طور معمول چنین اوراقی در سال‌های اولیه پس از انتشار باز خرید نمی‌شوند. در مقابل اوراق قرضه قابل فروش به دارنده آن این اجازه را می‌دهد که در زمان و قیمت مشخصی در آینده، این اوراق را بفروشد. اولین مسئله این است که آیا اختیارات ترکیب شده از نظر موازین شرعی غرری هستند یا خیر.

غرر از نظر لغوی به معنای خطر، در معرض هلاکت افتادن و فریب خوردن است. غرر از نظر اصطلاحی به معنای جهالت موضوع معامله از نظر مقدار، وزن، پیمان، عدد، و... یا اوصاف جنس است، اما اگر حصول چیزی که مجهول است معلوم شود و فقط صفت آن مجهول باشد، غرری نخواهد بود. غرر از نظر حقوقی یعنی اگر کسی عقدی منعقد کند و به یکی از جهات معامله

<sup>۱</sup> Embedded Options

جاهل باشد و از ناحیه آن جهل، برای او احتمال زبانی باشد، آن عقد باطل است ( غنیمی فرد و آرام بنیار، ۱۳۸۴: ۱۸۶).

البته السویلیم<sup>۱</sup> نیز چارچوبی را برای تشخیص غرری بودن معاملات پیشنهاد کرده است که مطابق آن غرر با بازی با جمع صفر مقایسه شده است. به بیان دیگر با توجه به این چارچوب قرارداد مالی که در آن یک طرف به دلیل زیان طرف مقابل به طور کامل سود برد ظالمانه و غرری بوده و با توجه به قوانین شرعی حرام است. این گونه معاملات شبیه قمار بوده که به صورت بازی با جمع صفر است.

با توجه به تعریف غرر و چارچوب پیشنهادی السویلیم مشاهده می شود که در صورتی که اختیار ترکیب شده همزمان و بر مبنای اوراق صکوک منتشر شود، کلیه جوانب آن مشخص بوده و غرری نمی باشد. به بیان دیگر به دلیل اینکه این اختیارات بر اوراق خاصی منتشر شده و زمان اعمال و قیمت اعمال این اختیارات مشخص هستند، تمامی جوانب قرارداد شفاف بوده و هیچ گونه شبهه غرری در این زمینه وجود ندارد. از سوی دیگر همان طور که مشخص است بازی با جمع صفر در اختیارات ترکیب شده وجود ندارد. به عبارت دیگر در این نوع اختیارات مانند همه معاملات صحیح، ممکن است نتیجه برد- برد، باخت- باخت یا برد- باخت به دست آید. از سوی دیگر سرمایه گذاری برای طرفین این قرارداد مناسب تر از حالتی است که این امر واقع نشود زیرا در صورت عدم خرید اختیار ترکیب شده، خریدار کوپنی دریافت نخواهد کرد و ناشر آن نیز از سودهای نقدی ناشی از انتشار سودی نخواهد برد.

معمولاً اختیارات ترکیب شده تا دو سه سال پس از انتشار اوراق قرضه اعمال نمی شوند. اعمال این اوراق به شرایط اقتصادی و تغییرات نرخ بهره بستگی دارد. این تغییرات بر ارزش اوراق قرضه تأثیر می گذارد. به عبارت دیگر در اختیار خرید ترکیب شده خریدار اوراق قرضه در صورت اعمال اختیار بی نصیب نخواهد بود. البته ناشر اوراق قرضه را با قیمتی از پیش تعیین شده باز خرید می کند و خریدار این اوراق در زمان مالکیت از کوپن های آن بهره می برد. این در حالی است که در قراردادهای اختیار معامله باز خرید وجود ندارد و ممکن است اختیار معامله بر خلاف انتظار دارنده آن بی ارزش شود. به عبارت دیگر می توان گفت که در اختیار معامله ترکیب شده نااطمینانی پایین تر است.

<sup>1</sup> Al-Suwailem, 2000: 10

با توجه به موارد فوق می‌توان اشاره کرد که اختیار ترکیب شده با اصول شرع تناقضی ندارد. به همین دلیل می‌توان رویکرد اختیار ترکیب شده را در صکوک و فضای مالی اسلامی به کار گرفت. اختیار صکوک به ارزش دارایی پایه وابسته بوده و قابلیت سودآوری آن به شرایط جاری اقتصادی وابسته خواهد بود.

### ۳-۵- اختیار ترکیب شده بر مبنای صکوک

اوراق صکوک اغلب بلندمدت بوده و معمولاً دارای نرخ سود ثابت هستند. به دلیل طول مدت قراردادهای صکوک و ثابت بودن شرایط آن، توانایی انطباق این نوع قراردادها با اموری از قبیل تغییر قیمت، تغییر نرخ بهره و مباحث مربوط به نرخ ارز وجود نداشته و به همین دلیل سرمایه‌گذاران در این اوراق در معرض ریسک بازار قرار می‌گیرند. در صورتی که اوراق صکوک با اختیارات ترکیب شوند، ترکیب جدید انعطاف بیشتری نسبت به شرایط بازار داشته و به همین دلیل موجب نقدشوندگی بیشتر این اوراق می‌شود. از سوی دیگر خرید این گونه ابزارها سرمایه‌گذار را در مقابل زیان‌های تغییر قیمت بیمه می‌کند. برای تشریح بیشتر این ابزار، مثالی در این زمینه ارائه می‌شود.

در نظر بگیرید که شرکت الف به دنبال تأمین وجوه برای ساخت آپارتمان جدید است. تأمین کننده مالی با استفاده از قرارداد استصناع و با نرخ ۱۲ درصد به تأمین وجوه می‌پردازد. از سوی دیگر مجموع بدهی‌ها برابر ۱۰۰ میلیون ریال است. این میزان بدهی می‌تواند به صدهزار اوراق صکوک هزار ریالی تبدیل شود. بنابراین و با فرض صکوک بدون کوپن قیمت اسمی هر ورقه صکوک ۸۸۰ ریال خواهد بود. اگر فرض شود که سررسید این اوراق ۱۰ ساله باشد، با توجه به اینکه بازار ثانویه منسجمی برای این اوراق وجود ندارد، امکان فروش و معامله این اوراق بسیار کم است. به همین دلیل این اوراق در معرض ریسک‌های نقدشوندگی، ریسک سرمایه‌گذاری دوباره (هزینه فرصت اقتصادی)، ریسک اعتباری، ریسک نرخ بهره و ریسک نرخ ارز قرار دارد. اختیار ترکیب شده گزینه‌های ریسک صکوک بدون کوپن را تغییر می‌دهد. به عنوان مثال در نظر بگیرید که سازنده ساختمان اختیاری را بر گواهی‌های خود قرار دهد که مطابق آن دارنده اوراق بتواند پس از سال دوم آپارتمان را خریداری کند و یا اینکه آن را از طریق لیزینگ و به واسطه صکوک بدون کوپن به دست آورد. با توجه به مثال حاضر، در صورتی که مبلغ اجاره آپارتمان سالانه ۳ میلیون ریال باشد و فردی که دارای صکوک بدون کوپن به مبلغ ۳ میلیون ریال باشد، می‌تواند پس از گذشت ۲ سال برای یک سال این آپارتمان را اجاره کند. این بر خلاف حالتی است که دارنده صکوک بدون کوپن تا ده سال صبر

کند و پس از آن این اوراق را نقد کند. در همین حال اگر مبلغ سرمایه‌گذاری برابر قیمت آپارتمان باشد، می‌تواند به‌جای آن یک واحد آپارتمان را تملک نماید. در اینجا اختیار خرید ترکیب شده مدنظر قرار گرفته است. از سوی دیگر اختیار ترکیب شده را می‌توان با قراردادهای مالی اسلامی از قبیل قرارداد اجاره به شرط تملیک، فروش اقساطی و سلم ترکیب کرد.

#### ۴-۵- استفاده از سوآپ<sup>۱</sup> برای مدیریت ریسک در صکوک

سوآپ یکی از جذابترین ابزارهایی است که برای مدیریت ریسک از آن استفاده می‌شود. در این قسمت به‌دنبال استفاده از این ساز و کار جهت مدیریت ریسک در صکوک هستیم. سوآپ توافقی است بین دو شرکت برای معاوضه جریان‌های نقدی در آینده (با دو نوع پرداخت متفاوت از بدهی یا دارایی‌ها) (سیاح، سجاد و صالح آبادی، علی، ۱۳۸۴: ص ۲۵۹). به بیان دیگر طبق این قرارداد جریان‌های نقدی در زمانی در آینده معاوضه می‌شود و سوآپ معاوضه بدهی‌ها و تعهدات است.

جهت بررسی شرعی بودن ابزار سوآپ از عقد صلح استفاده شده است. عقد صلح یکی از عقود لازم است و با توجه به تحقیقات به‌عمل آمده این عقد یکی از مناسب‌ترین عقود برای طراحی ابزار مالی سوآپ می‌باشد (گردشکنان، ۱۳۸۱: ۱۰۱). زیرا این عقد محدودیت‌های عقود دیگر را ندارد. عقد صلح طبق ماده ۷۶۰ قانون مدنی عقدی لازم بوده و جز در موارد فسخ، خیار یا اقاله به هم نمی‌خورد. از سوی دیگر این عقد می‌تواند در مقام هر یک از عقود معین قرار گیرد، همچنانکه می‌تواند عوض قرار گیرد. طبق ماده ۷۵۷ قانون مدنی، عقد صلح می‌تواند رایگان نیز واقع شود، مانند آنکه کسی مالی را به دیگری بدون عوض صلح کند که در این صورت نتیجه آن هبه است.

یکی از مهم‌ترین شرایطی که عقد صلح را منعطف می‌کند این است که در این عقد، معلوم و مشخص بودن دقیق مورد معامله و قرارداد شرط نمی‌باشد و در مواردی که امکان تحصیل علم به مقدار مورد صلح وجود ندارد و در واقع جهل نسبت به مورد صلح وجود دارد، این عقد صحیح است. البته این درحالی است که در موارد شرعی واقع شده و حلالی را حرام و یا حرامی را حلال نکرده باشد.

<sup>۱</sup> Swap

قرارداد سوآپ بر مبنای عقد صلح به صورت اسنادی است که به موجب آن طرفین معامله مصالحه می کنند که هر کدام از طرفین مشخصات و دریافت و پرداخت های مربوط به اصل و فرع و یا فرع یک وام و یا درآمدهای ناشی از یک دارایی را با یکدیگر معاوضه نمایند (همان، ۱۳۸۱: ص ۱۰۱).

#### ۵-۵- سوآپ صکوک

همان طور که اشاره شده بر اساس قرارداد سوآپ می توان انواع مختلف صکوک را با هم معاوضه کرد. معاوضه انواع صکوک به دلیل نیاز سرمایه گذار آن (دارنده این اوراق) صورت می گیرد. به عنوان مثال سرمایه گذاری مالک اوراق صکوک شناور است و به دلیل تغییرات نرخ بازده این اوراق و ریسک بالای آن، متقاضی معاوضه آن با اوراق صکوک با نرخ ثابت است. در طرف دیگر سرمایه گذاری وجود دارد که دارای اوراق صکوک با نرخ ثابت است و به دلیل ثابت بودن نرخ این اوراق از مزایای افزایش نرخ بازده بازار در طول زمان بی بهره است. در این صورت این سرمایه گذار متقاضی معاوضه این نوع اوراق با اوراق با درآمد متغیر می باشد. در اینجا است که تاخت میان این دو نوع سرمایه گذار صورت می گیرد. البته این قرارداد تاخت ممکن است میان دو صکوک با سرسید متفاوت، با نرخ ارز متفاوت و یا دو نوع صکوک با نرخ سود متفاوت صورت پذیرد. بی گمان بر همین اساس نیز می توان صکوک با نرخ ثابت را با صکوک بدون کوپن معاوضه نمود.

#### جمع بندی و نتیجه گیری

با توجه به رشد روزافزون بازار صکوک در کشورهای اسلامی و کشورهای غربی و دست آوردهایی که تاکنون حاصل شده، آشکار است که فراهم آوردن منابع مالی از طریق صکوک، نه تنها گزینه ای مناسب است، بلکه ابزار مناسبی جهت پاسخگویی به نیازهای بازارهای نوظهور اسلامی محسوب می شود. یافته های تحقیقات انجام شده حاکی از این است که این اوراق مغایرتی با موازین شرع اسلام ندارد. بنابراین شناخت دقیق ساختار انواع صکوک، سازوکارها و راهکارهای اجرایی و نظارتی آن در بازار مالی ایران برای تأمین مالی بنگاه اقتصادی امری ضروری است. در این راستا بررسی انواع ریسک صکوک و چگونگی مدیریت بر آن می تواند نقش مؤثری را در طراحی بازار صکوک، سازوکارهای نظارتی و نظام های مالیاتی و حقوقی آن ایفا کند. همان طور که مشخص شد، صکوک مانند کلیه دارایی های مالی با انواع ریسک های بازار و ریسک های خاص ناشر این اوراق مواجه است. بنابراین استفاده ابزارهای رایج ریسک برای

مصون‌سازی این اوراق امکانپذیر خواهد بود. لیکن پرسشی که مطرح می‌شود این است که آیا ابزارهای متداول مدیریت ریسک از قبیل اختیارات معامله و قراردادهای سوآپ، مغایرتی با شرع مقدس اسلام ندارند؟ یافته‌های تحقیق نشان می‌دهد که اختیار معامله ترکیب شده و قراردادهای سوآپ در بازار مالی اسلامی به دلیل وجود شفافیت و عدم غرر هیچ‌گونه مغایرتی با موازین شرع مقدس اسلام ندارند.

اختیار ترکیب شده اسلامی موجب باانعطاف شدن اوراق صکوک می‌شود و بر نقدشوندگی این اوراق می‌افزاید. ابزار دیگر مدیریت ریسک در صکوک معاوضه و سوآپ انواع مختلف صکوک است. با توجه به عقد مصالحه استفاده از این ابزار نیز درست است.

به‌رغم پیشرفت‌های صورت گرفته در زمینه صکوک و سایر ابزارهای مالی اسلامی، هنوز بازارهای مالی اسلامی از نظر بسیاری از جنبه‌ها (از قبیل مدیریت ریسک) مراحل ابتدایی تکامل خود را طی می‌کند و نیازمند مطالعات بیشتر و همکاری نزدیک‌تر تمامی کشورهای اسلامی است.

## کتابنامه

### الف. فارسی

- اکبریان، رضا: *مدیریت ریسک در بانکداری بدون ربا*، اقتصاد اسلامی، شماره ۱۳۸۵، ۲۴.
- حسینی، سیدمحمد: *بررسی فقهی اقتصادی مشتقات با تأکید بر قرارداد آتی و قرارداد اختیارات*، تهران، پایان نامه دکترای اقتصاد دانشگاه امام صادق (ع)، ۱۳۸۶.
- رضایی، مجید: *اوراق اختیار معامله در منظر فقه امامیه*، فصلنامه پژوهشی دانشگاه امام صادق علیه السلام، شماره ۱۳۸۴، ۲۵.
- رفیعی، محمدتقی: *مطالعه تطبیقی غرر در معامله*، انتشارات حوزه علمیه قم، ۱۳۷۸.
- سروش، اباذر: *بررسی اوراق صکوک اجاره*، ماهنامه بورس، شماره ۱۳۸۶، ۶۵.
- سیاح، سجاد. صالح آبادی، علی: *مبانی مهندسی مالی و مدیریت ریسک*، مترجم: هال، جان تهران، شرکت کارگزاری مفید، چاپ اول، ۱۳۸۴.
- عقیلی کرمانی، پرویز: *مدیریت ریسک در بانکداری سنتی در مقایسه با بانکداری بدون ربا*، مؤسسه عالی بانکداری ایران (مجموعه مقالات سیزدهمین همایش بانکداری اسلامی)، تهران، ۱۳۸۱.
- غنیمی فرد، حجت‌اله. آرام بنیار، محمد: *امکان‌سنجی فقهی تأسیس بورس آتی نفت در جمهوری اسلامی ایران*، فصلنامه پژوهشی دانشگاه امام صادق علیه السلام، شماره ۱۳۸۴، ۲۵.
- کاتوزیان، ناصر: *حقوق مدنی*، ج ۲، تهران، انتشارات بهمن، ۱۳۷۶.
- کدخدایی، حسین: *پدیده ریسک در بانکداری اسلامی*، بانک و اقتصاد، شماره ۱۶، ۱۳۸۰.



گردشکنان، حبیب محمد: *امکان‌سنجی طراحی ابزار مالی سوآپ با توجه به فقه و عقود اسلامی*، تهران، پایان‌نامه کارشناسی ارشد دانشگاه امام صادق (ع)، ۱۳۸۱.

موسوی، سیدباقر: *خرید و فروش دین (تنزیل)*، مجله اقتصاد اسلامی، شماره ۱۳۸۱، ۷.

مهدوی نجم‌آبادی، حسین: *تفاوت‌های اساسی توزیع ریسک در دو نظام بانکداری اسلامی و سنتی*، مؤسسه عالی بانکداری ایران (مجموعه مقالات سیزدهمین همایش بانکداری اسلامی)، تهران، ۱۳۸۱.

نجفی، مهدی: *تأمین مالی از طریق تبدیل اموال عینی به اوراق بهادار، مطالعه فقهی-اقتصادی صکوک*، تهران، پایان‌نامه کارشناسی ارشد دانشگاه امام صادق (ع)، ۱۳۸۵.

#### ب. انگلیسی

AAOIFI, Investment Sukuk (Shar'iah Standard No. 18), Manama: *Accounting and Auditing Organization for Islamic Financial Institutions*, 2002.

Abdul Majid, Abdul Rais: *Development of Liquidity Management Instruments: Challenges and Opportunities, Indonesia*, paper presented to the International Conference on Islamic Banking: Risk Management, 2003.

Ahmed, Ausaf, *Contemporary Practices of Islamic Financing Techniques*, Jeddah: IDB, 1993.

Ahmad, Ausaf and Khan, Tariqullah: *Islamic Financial Instruments for Public Sector Resource Mobilization*, Jeddah: IDB, 1997.

Al-Suwailem, Sami: *Decision Under Uncertainty An Islamic Perspective, in Islamic Finance: Challenges and Opportunities in the Twenty First Century* (Conference Papers), Loughborough: Fourth International Conference on Islamic Economics and Banking, 2000.

Arsalan Tariq, Ali: *Managing financial Risks of Sukuk Structures, International Banking*, UK, 2004.

Kahf, Monzer: *The Use of Assets Ijarah Bonds for Bridging the Budget Gap*, in Ausaf Ahmad and Tariqullah Khan (eds), *Islamic Financial Instruments for Public Sector Resource Mobilization*, Jeddah, 1997.

Khan, Tariqullah and Habib, Ahmad: *Risk Management: An Analysis of Issues in the Islamic Financial Industry*, Jeddah: IRTI Occasional Paper 5, 2001.

Samantha Rowan: *First Sukuk Backed by Shariah – compliant Receivables in works*, *Journal of Structured Finance*; Spring 2006.