

مروری بر ابزارهای مالی اسلامی
با تاکید بر اوراق اجاره (صکوک اجاره) در ایران^۱

^۱ ابوذر سروش، کارشناس مدیریت پژوهش، توسعه و مطالعات اسلامی سازمان بورس و اوراق بهادار. تابستان ۱۳۸۹. ویرایش نخست.



فهرست مطالب

پیشگفتار.....	۴
سیر تاریخی ابزارهای مالی اسلامی.....	۴
مفهوم صکوک.....	۶
انواع اوراق بهادار اسلامی (صکوک).....	۷
اوراق اجاره.....	۸
ماهیت اوراق اجاره.....	۹
طراحی مالی اوراق اجاره.....	۱۰
ریسک‌های اوراق اجاره.....	۱۴
ریسک جمع آوری وجوه نقد به میزان کافی.....	۱۶
ریسک نکول.....	۱۶
ریسک نقدینگی.....	۱۷
ریسک نرخ سود (نرخ بهره).....	۱۸
ریسک سرمایه گذاری مجدد.....	۱۹
ریسک تورم.....	۲۰
ریسک نرخ ارز.....	۲۰
ریسک نقدشوندگی.....	۲۱
ریسک اعمال اختیارات.....	۲۲
ریسک هزینه های غیر جاری (غیر عملیاتی).....	۲۳
ریسک شریعت.....	۲۴
ریسک قوانین مقررات.....	۲۵
ریسک سیاسی.....	۲۶
ریسک از بین رفتن کلی یا جزئی دارایی.....	۲۶
ریسک استهلاک تدریجی دارایی.....	۲۷
ریسک‌های عملیاتی.....	۲۸
سایر ریسکها.....	۳۰
منابع تکمیلی جهت مطالعه بیشتر.....	۳۰

پیشگفتار

اوراق قرضه از جمله مهمترین ابزارهای مالی مورد استفاده شرکتها است که با هدف تامین مالی طراحی و منتشر می‌شود. استفاده از این ابزار در نظام مالی متعارف^۱ (مرسوم) بسیار متداول است در حالی که استفاده از آن، در نظام مالی اسلامی ربوی بوده و مردود شمرده می‌شود. بنابراین در کشورهایی که جمعیت مسلمان زیادی دارند، استفاده از ابزارهای مالی مرسوم (متعارف) مانند انواع اوراق قرضه، کارایی و مقبولیتی ندارد. دولت‌ها و شرکت‌های اسلامی که بدنبال تامین مالی و مدیریت بدهی خود هستند نیازمند یافتن جایگزین‌هایی مطابق با اصول اسلامی هستند.

در سال‌های اخیر استفاده از ابزارهای مالی اسلامی که به "صکوک" شهرت یافته بسیار چشمگیر بوده است تا شرکت‌ها به وسیله این نوآوری مالی بتوانند خلاء حاصل از کمبود ابزارهای مالی را پر کنند. انتشار اوراق مشارکت به عنوان نخستین ابزار مالی اسلامی را می‌توان گامی مهم در راستای توسعه نظام مالی اسلامی دانست. با وجود طراحی این ابزار توسط کشورمان، لیکن حجم تامین مالی از طریق آن در مقایسه با سایر کشورها چندان زیاد نیست. با تصویب قانون بازار اوراق بهادار در سال ۱۳۸۴، زمینه لازم برای طراحی و انتشار انواع مختلف ابزارهای مالی اسلامی جدید در کشورمان فراهم شده است. در این میان اوراق اجاره، به عنوان نخستین ابزار جدید (پس از اوراق مشارکت) مورد توجه سازمان بورس و اوراق بهادار قرار گرفت. با رفع شدن مشکل مالیاتی موجود جهت انتشار این ابزار در بهمن ماه ۱۳۸۸، زمینه لازم برای استفاده از این ابزار مالی جدید در بازار سرمایه کشور فراهم شد. به نظر می‌رسد توسعه و گسترش استفاده از این ابزار مالی، گامی موثر در راستای توسعه بازار سرمایه کشور باشد.

این متن با هدف آشنایی فعالین بازار سرمایه با ابزارهای مالی اسلامی و با تاکید بر اوراق اجاره به نگارش درآمده است. از میان ابعاد لازم جهت بررسی یک ابزار مالی جدید اسلامی (ابعاد فقهی، طراحی مالی، ریسک، گزارشگری مالی، حسابداری و مالیاتی)، در این متن تنها ابعاد طراحی مالی (مدل‌های مفهومی) و ریسک اوراق به صورت مختصر مورد بررسی قرار گرفته است.

سیر تاریخی ابزارهای مالی اسلامی

ایده اولیه طراحی و انتشار ابزارهای مالی اسلامی به نظریات اقتصاد اسلامی ارائه شده طی ۴۰ سال گذشته بر می‌گردد. در آن زمان امام موسی صدر به عنوان یکی از پیشگامان اقتصاد اسلامی، اقدام به معرفی پارادایم‌های

^۱ Conventional

جدیدی در حوزه تفکرات اقتصاد اسلامی نمود. به موازت گسترش نظری موضوعات اقتصاد اسلامی، تلاش‌های زیادی جهت ایجاد بازار پول و سرمایه اسلامی صورت گرفت. مبتنی بر چنین نظریاتی بود که بانک‌های اسلامی در برخی از کشورهای اسلامی آغاز به کار کرد و در نهایت ایران توانست بانکداری اسلامی را به طور کامل و بدون وجود سیستم موازی در دهه ۶۰ به اجرا درآورد.

بنابراین ایده اولیه استفاده از ابزارهای اسلامی در بازار پول را می‌توان در دهه ۱۹۸۰ (۱۳۵۹) جستجو کرد. در آن سال‌ها، بانک‌های اسلامی جهت غلبه بر مشکلات نقدینگی خود به جای استفاده از اوراق قرضه، به استفاده از ابزارهای مالی جدیدی روی آوردند. در جولای ۱۹۸۳ (۱۳۶۲)، بانک مرکزی مالزی به جای استفاده از اوراق قرضه دولتی از اوراق بدون بهره به نام "گواهی سرمایه‌گذاری دولتی" استفاده کرد. نرخ بهره این اوراق از رابطه ثابتی تبعیت نمی‌کرد و وابسته به معیارهای مختلفی مانند شرایط کلان اقتصادی، نرخ تورم و... بود که توسط دولت و به تشخیص آن اعلام می‌شد. کمیته‌ای به نام کمیته سود تقسیمی مرکب از وزارت امور مالی، بانک مرکزی، واحد برنامه‌ریزی اقتصادی و بخش امور مذهبی دفتر نخست‌وزیری، برای اعلام منظم نرخ‌ها تعیین شد. بدین ترتیب شبهه ربوی بودن سود، به ظاهر بر طرف شد و افراد مسلمان اقدام به خرید این اوراق نمودند. ذکر این نکته خالی از لطف نیست که ابزارهای اسلامی بازار پول، همگی مبتنی بر عقود اسلامی مانند اجاره، مشارکت، مضاربه و... می‌باشند؛ همانگونه که هم اکنون نیز در بانکداری اسلامی کشورمان از این ابزارها جهت اعطای تسهیلات استفاده می‌شود.

در دهه ۱۹۹۰، همزمان با گسترش استفاده از ابزارهای مالی در بانک‌های اسلامی، ایده استفاده از ابزارهای مشابهی در بازار سرمایه قوت گرفت. بدنبال آن متخصصان مالی در کنار علمای دینی اقدام به مطالعه راهکارهای مناسبی در زمینه طراحی ابزارهای جدید مالی نمودند.

جمهوری اسلامی ایران در سال ۱۹۹۴ (۱۳۷۳) مقررات ناظر بر انتشار اوراق مشارکت را تهیه کرد و شهرداری تهران به عنوان ناشر، اولین اوراق مشارکت را (به عنوان نخستین ابزار مالی اسلامی)، منتشر نمود. بدلیل عدم اطلاع محققان حوزه مطالعات مالی اسلامی از این ابداع کشورمان، بسیاری از آن‌ها ایده‌های طراحی و انتشار ابزارهای اسلامی بازار سرمایه را به اوایل سال‌های ۱۹۹۷ (۱۳۷۶) یعنی ۳ سال پس از تصویب ضوابط اجرایی انتشار اوراق مشارکت نسبت می‌دهند. بنابراین ایران اولین کشوری است که اقدام به طراحی و انتشار چنین ابزارهایی نموده است. لیکن به دلیل عدم اطلاع رسانی بین‌المللی، این موضوع به سایر کشورها منتقل نشده است.

محققین خارجی ایده انتشار اوراق اجاره را به عنوان نخستین ابزار مالی اسلامی (از دیدگاه آنها) به مندرقه^۱ نسبت می‌دهند که نظرات خود را در مقاله‌ای با عنوان "استفاده از اوراق اجاره دارایی برای پوشش شکاف بودجه" در سال ۱۹۹۷ مطرح کرد. ارسال طریق (۲۰۰۷) نیز انتشار نخستین ابزار مالی اسلامی را در سال ۱۹۹۹ می‌داند که با انتشار صکوک بین‌المللی مالزی و بحرین آغاز شده است.

در دهه بعد و با وقوع حوادث ۱۱ سپتامبر، مسلمانان به علت مواجهه با مشکلات متعدد در کشورهای غربی به استفاده از ابزارهای اسلامی بازار سرمایه و سرمایه‌گذاری در کشورهای اسلامی بیش از پیش روی آوردند. از آن زمان کلمه "صکوک" در دنیا بسیار گسترش یافت تا جایی که حتی کشورهای غیر اسلامی جهت جذب سرمایه مسلمانان، اقدام به استفاده از این ابزار نمودند. اصطلاح "صکوک" برای ابزارهای مالی اسلامی، نخستین بار در سال ۲۰۰۲ در جلسه کمیته فقهی بانک توسعه اسلامی^۲ برای ابزارهای مالی اسلامی پیشنهاد شد. بعد از آن سازمان حسابداری و حسابرسی نهادهای مالی اسلامی^۳ اقدام به معرفی ۱۴ نوع صکوک نمود.

مفهوم صکوک

"صکوک" جمع "صک" است. لغت‌نامه دهخدا در شرح کلمه "صک"، آنرا "بشکن چک" دانسته است. "صک" در حقیقت معرب کلمه "چک" است. کلمه "چک" در حقیقت فارسی بوده و به همین صورت به زبان انگلیسی و با اندکی تغییر به زبان عربی رفته است. از آنجا که در زبان عربی حرف "چ" وجود ندارد لذا "چک" را به "صک" تغییر دادند و "صکوک" هم که جمع آن محسوب می‌شود به معنای "چک‌ها" می‌باشد.

دایره المعارف «قاموس عام لکل فن و مطلب» در مورد واژه صکوک چنین بیان می‌کند:

"صک به معنای سند و سفته و معرب واژه چک در فارسی است. عرب‌ها این واژه را توسعه دادند و آن را بر کلیه انواع حوالجات و تعهدات بکار بردند. آن‌ها این واژه را بر کتاب به صورت عام و بر سند اقرار به مال، به صورت خاص اطلاق کردند. در عرف عرب این واژه، حواله، انواع سفته، سند و هرآنچه که تعهد یا اقراری از آن ایفاد شود را شامل می‌شود".

^۱ Monzer kahaf

^۲ Islamic Development Bank

^۳ Accounting and Auditing Organization for Islamic Financial Institution (AAOIFI)

در این معنا صکوک عموماً به ابزارهای مالی اسلامی گفته می‌شود که مبتنی بر یک دارایی فیزیکی (عینی^۱) منتشر شود. بنابراین دارندگان اوراق، در حقیقت مالکان دارایی محسوب می‌شوند. طراحی اوراق مبتنی بر یک دارایی فیزیکی تحت تاثیر ممنوعیت خرید و فروش دین در فقه اهل سنت است. با توجه به اینکه مشهور فقهای شیعه، خرید و فروش دین را صحیح می‌دانند لذا از این دیدگاه می‌توان اوراق بهادار اسلامی (صکوک) را نه تنها مبتنی بر دارایی عینی بلکه مبتنی بر دین نیز طراحی نمود.

انواع اوراق بهادار اسلامی (صکوک)

صکوک یا همان اوراق بهادار اسلامی را می‌توان از ابعاد مختلفی دسته‌بندی کرد. یکی از مهمترین آنها تقسیم‌بندی بر اساس نوع عقد اصلی است که صکوک بر اساس آن منتشر می‌شود. از آنجا که صکوک با ترکیب عقود مختلف ایجاد می‌شود لذا از عبارت "عقد اصلی" استفاده شده است. به عنوان مثال در طراحی اوراق مشارکت از عقود مختلفی استفاده می‌شود لیکن این اوراق به نام مشارکت، یعنی عقد اصلی لازم برای انتشار اوراق نامگذاری شده است. بر این اساس اوراق بهادار اسلامی به ۱۲ نوع تقسیم می‌شوند که شامل اوراق اجاره، اوراق مشارکت، اوراق سفارش ساخت (استصناع)، اوراق خرید دین (اوراق رهنی)، اوراق مرابحه (فروش اقساطی)، اوراق سلف، اوراق جعاله، اوراق مساقات، اوراق مضاربه، اوراق مزارعه، اوراق وقف و اوراق قرض الحسنه می‌باشد.

منذرقحف، تقسیم‌بندی دیگری را بر اساس بازدهی اوراق بهادار اسلامی (صکوک) ارائه نموده است. از نظر وی

اوراق بهادار اسلامی را می‌توان به صورت زیر تقسیم‌بندی کرد:

۱. اوراق بهادار با بازدهی ثابت

۲. اوراق بهادار با بازدهی متغیر

۳. اوراق بهادار قابل تبدیل

تقسیم بندی دیگری نیز توسط آیت‌الله تسخیری ارائه شده است. بر اساس این تقسیم‌بندی می‌توان ابزارهای مالی را با توجه به بازدهی اوراق بهادار اسلامی و نوع قرارداد منعقد شده برای آن و با توجه به دارایی پایه تقسیم نمود. طبق این نظر، سه گروه عمده ابزارهای مالی وجود دارد که عبارتند از اوراق مبتنی بر خرید و فروش دین، اوراق مبتنی بر خرید و فروش دارایی فیزیکی و اوراق مبتنی بر مشارکت در سود طرح اقتصادی. اوراق سفارش ساخت

^۱ عین در مقابل دین قرارداد. عین هرگونه دارایی فیزیکی محسوب می‌شود در حالی که منظور از دین مالی است که در ذمه فرد دیگری قرار دارد.

(استصناع) و مرابحه (فروش اقساطی) در گروه نخست، اوراق اجاره در گروه دوم و اوراق مشارکت، مضاربه، مزارعه و مشارکت در گروه سوم قرار می‌گیرند.

در نهایت به نظر می‌رسد تقسیم‌بندی ابزارهای مالی در قالب زیر از تقسیم‌بندی‌های صورت گرفته کامل‌تر و مناسب‌تر باشد. این تقسیم‌بندی مبتنی بر هدف سرمایه‌گذار ایجاد شده است.

۱. اوراق بهادار غیرانتفاعی

۲. اوراق بهادار انتفاعی

a. تامین مالی

۱. با درآمد ثابت

۲. با درآمد متغیر

۳. قابل تبدیل

با توجه به این تقسیم‌بندی ابزارهای مالی اسلامی به دو گروه عمده اوراق بهادار انتفاعی و اوراق بهادار غیر انتفاعی تقسیم می‌شوند. اوراق وقف و اوراق قرض الحسنه از جمله ابزارهای مالی غیر انتفاعی هستند. یعنی هدف از انتشار این اوراق کسب انتفاع نیست. از جمله ابزارهای تامین مالی می‌توان به اوراق اجاره، اوراق مرابحه، اوراق سلف، اوراق سفارش ساخت (استصناع) و اوراق رهنی به عنوان ابزارهای تامین مالی با درآمد ثابت و به اوراق مشارکت، اوراق مضاربه، اوراق مساقات و اوراق مزارعه به عنوان ابزارهای تامین مالی با درآمد متغیر اشاره کرد. در حالت کلی به اوراق بهادار اسلامی انتفاعی با هدف تامین مالی "صکوک" گفته می‌شود. سهام شرکت‌ها از این موضوع مستثنی هستند.

اوراق اجاره

یکی از ابزارهای مالی که توسط کارشناسان مالی اسلامی پیشنهاد شده و در برخی کشورها نیز به مرحله اجرا درآمده اوراق اجاره است. این اوراق علاوه بر فراهم نمودن شرایط لازم جهت تامین مالی بنگاه‌های تولیدی و خدماتی، قابلیت خرید و فروش در بازار ثانویه (بورس‌های اوراق بهادار) را نیز دارند و می‌توانند به عنوان ابزار مالی کارآمد مورد استفاده کشورهای اسلامی قرار گیرند. ایده انتشار این اوراق برای نخستین بار توسط منذرقحف^۱ در سال ۱۹۹۷ مطرح شد. در میان محصولات مالی اسلامی، اوراق اجاره به دلیل ویژگی‌های متمایزی که دارد محصولی جذاب به شمار می‌آید و محبوبیت زیادی بین سرمایه‌گذاران مسلمان و نیز ناشرین اوراق اسلامی به دست آورده

^۱ Monzer kahaf

است تا جایی که بیش از ۳۰ درصد از کل صکوک منتشر شده بین سال‌های ۱۹۹۶ تا ۲۰۱۰، مربوط به اوراق اجاره بوده است. مالزی کشور پیشگام در زمینه استفاده از اوراق اجاره است.

ماهیت اوراق اجاره

می‌توان اوراق اجاره را به صورت زیر تعریف کرد:

"اوراق بهاداری است که دارنده آن به صورت مشاع، مالک بخشی از دارایی است که

منافع آن بر اساس قرارداد اجاره به بانی^۱ واگذار شده است."

در اوراق اجاره حق استفاده از منافع یک دارایی یا مجموعه‌ای از دارایی‌ها، در قبال دریافت اجاره‌بها از مالک به شخص دیگری (بانی) منتقل می‌شود. مدت قرارداد اجاره مشخص است و می‌توان اجاره بها را در ابتدای دوره، انتهای دوره، با سررسیدهای ماهانه، فصلی یا سالانه پرداخت کرد. از آنجا که این اوراق بیان‌گر مالکیت مشاع فرد است، می‌توان آن را در بازار ثانویه و به قیمتی که توسط عوامل بازار تعیین می‌شود، معامله کرد.

روش کار در اوراق اجاره به این صورت است که یک مؤسسه مالی (نهاد واسط)^۲ با انتشار اوراق اجاره منابع مورد نیاز را جمع‌آوری می‌کند. سپس با استفاده از منابع مالی به دست آمده، دارایی (عین مستاجر) مورد نیاز بانی (دولت، بنگاه‌ها و مؤسسه‌ها) را خریداری کرده و به وی (بانی) اجاره می‌دهد. از آن جا که دارایی مذکور با استفاده از منابع مالی صاحبان اوراق، خریداری می‌شود لذا آنان مالک کالاها محسوب شده و به تبع آن مالک اجاره بها نیز خواهند بود. رابطه حقوقی دارندگان اوراق با نهاد واسط رابطه وکالت (یا حق‌العملکاری) است. افراد با پرداخت پول نقد و دریافت اوراق اجاره، به واسط وکالت می‌دهند پول آنان را به صورت مشاع همراه با پول سایر متقاضیان اوراق اجاره، برای خرید کالاهای سرمایه‌ای و بادوام هزینه کند. سپس آن کالاها را به صورت اجاره در اختیار متقاضیان (بانی) قرار دهد و به صورت ماهانه یا فصلی اجاره بهای آن‌ها را دریافت کرده پس از کسر درصدی به عنوان حق الوکاله بین صاحبان اوراق تقسیم کند.

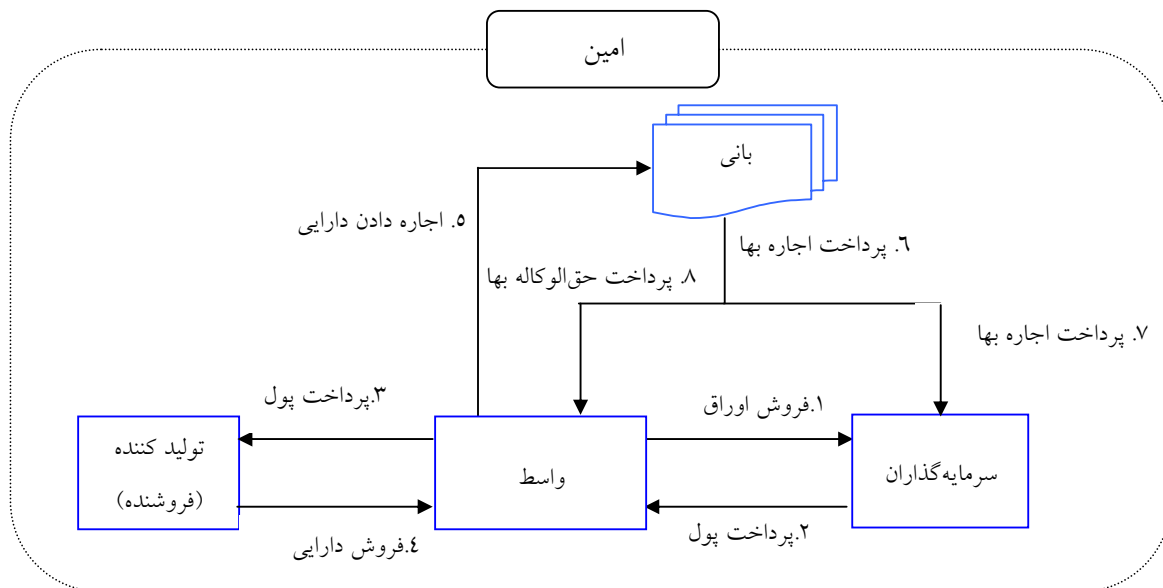
^۱ بانی شخص حقوقی است که اوراق اجاره جهت رفع نیاز وی (تامین مالی) منتشر می‌شود.

^۲ Special Purpose Vehicle, Special Purpose Entity, Special Purpose Company

طراحی مالی اوراق اجاره

اوراق اجاره را می‌توان به روش‌های مختلفی دسته‌بندی کرد. این اوراق را بر اساس نوع عقد می‌توان به دو دسته اوراق اجاره عادی و اوراق اجاره به شرط تملیک و بر اساس نوع بانی^۱ به دو دسته شرکت‌های عادی و موسسات مالی (بانک‌ها و موسسات مالی و اعتباری غیر بانکی و لیزینگ‌ها) تقسیم نمود. هر یک از این انواع، خود دارای دسته‌بندی‌های دیگری نیز هستند. در یک تقسیم‌بندی کلی دیگر نیز می‌توان اوراق اجاره را با توجه به هدف انتشار به سه دسته شامل اوراق اجاره تأمین دارایی، اوراق اجاره تأمین نقدینگی و اوراق اجاره رهنی تقسیم نمود.

۱. اوراق اجاره تأمین دارایی: اوراق اجاره تأمین دارایی، اوراقی است که در آن نهاد واسط^۲، یک دارایی (یا مجموعه‌ای از دارایی‌ها) را از طرف سرمایه‌گذاران، از فروشنده‌ای خریداری نموده و به بانی اجاره می‌دهد. فرایند انتشار اوراق اجاره تأمین دارایی در نگاره زیر آورده شده است. از آنجا که در این حالت، اوراق اجاره جهت به دست آوردن یک دارایی خاص برای بانی توسط واسط منتشر می‌شود، لذا به اوراقی که طی چنین فرایندی منتشر می‌شوند اوراق اجاره تأمین دارایی گفته می‌شود.



^۱شخص حقوقی است که اوراق اجاره برای تأمین مالی وی منتشر می‌شود.

^۲ نهاد واسط بر اساس ماده ۱۱ قانون "توسعه ابزارها و نهادهای مالی جدید به منظور تسهیل اجرای سیاست‌های کلی اصل ۴۴ قانون اساسی" مصوب بهمن‌ماه ۱۳۸۸ مجلس شورای اسلامی تشکیل می‌شود.

نحوه کار در این اوراق شبیه فعالیتی است که شرکت‌های لیزینگ انجام می‌دهند. با این تفاوت که در شرکت‌های لیزینگ، باید منابع مالی از محل آورده شرکت یا در موارد معدودی از طریق اخذ تسهیلات بانکی تامین گردد؛ حال آنکه در انتشار این اوراق، که نهاد واسط در جایگاه شرکت لیزینگ قرار دارد، با انتشار اوراق اجاره از مردم مبالغی جمع‌آوری می‌شود، وجوه حاصل را صرف خرید دارایی می‌کند و آن را به بانی اجاره می‌دهد.

در صورتی که قرارداد اجاره از نوع عملیاتی^۱ (اجاره عادی) باشد، دارایی در مقابل اجاره بهای معین برای مدت مشخصی به بانی اجاره داده می‌شود. در سررسید اوراق، واسط دارایی را تحویل گرفته و در بازار به فروش می‌رساند. در این حالت واسط بخشی از اجاره بها را به عنوان حق الوکاله برداشته و مابقی را به صاحبان اوراق می‌پردازد.

بنابراین درآمد صاحبان اوراق عبارت است از مجموع اجاره بهای ماهانه به اضافه تفاوت قیمت خرید و قیمت فروش دارایی اجاره داده شده در سررسید اجاره، که ممکن است این تفاوت با توجه به نوع دارایی مثبت یا منفی باشد. بنابراین درآمد صاحبان اوراق از دو بخش ثابت شامل اجاره بهای دریافتی و متغیر شامل سود یا زیان ناشی از تغییر قیمت دارایی در پایان دوره اجاره عملیاتی تشکیل می‌شود. به عنوان مثال اگر زمین، دارایی مبنای قرارداد اجاره باشد در چنین شرایطی، در پایان سررسید اوراق (با توجه به شرایط کشورمان) قیمت زمین احتمالاً افزایش خواهد یافت. در این حالت سرمایه‌گذاران از محل افزایش قیمت زمین نیز سود به دست خواهند آورد زیرا اجاره از نوع عملیاتی است و پس از پایان دوره اجاره، زمین در بازار به قیمت روز به فروش خواهد رسید و میزان درآمد آن بین سرمایه‌گذاران تقسیم خواهد شد.

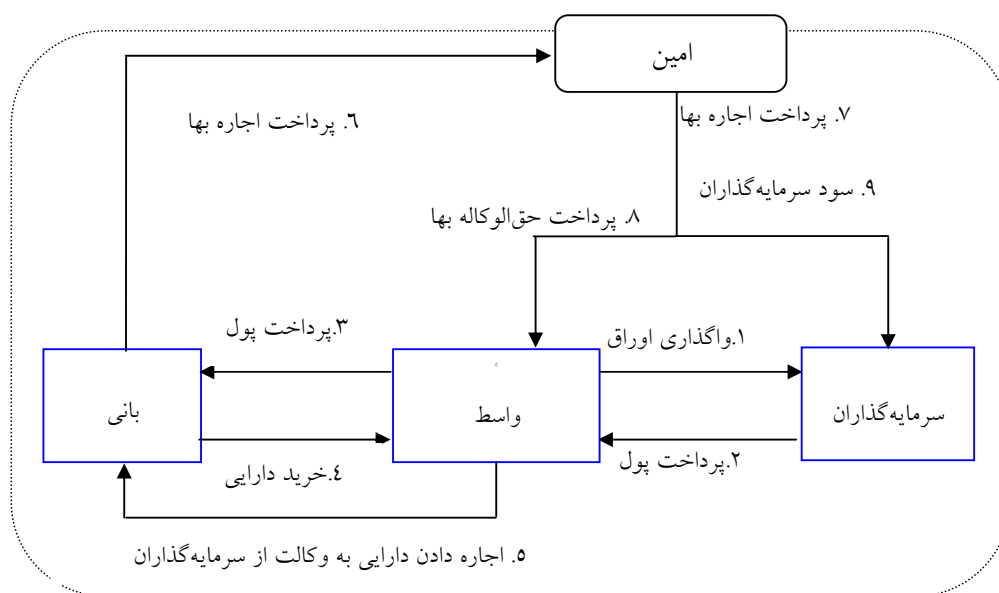
در صورتی که اجاره از نوع سرمایه‌ای (مانند اجاره به شرط تملیک)^۲ باشد واسط دارایی را به صورت اجاره به شرط تملیک یا اجاره با شرط اختیار خرید برای بانی، در اختیار بانی قرار می‌دهد. در قرارداد اجاره، شرط می‌شود که واسط در سررسید اوراق، دارایی را به بانی تملیک کند. در این صورت نیز واسط بخشی از اجاره بها را به عنوان حق الوکاله بر می‌دارد و بقیه را به صاحبان اوراق می‌پردازد. بنابراین درآمد صاحبان اوراق نیز عبارت است از مجموع اجاره بهای ماهانه، که به طور معمول بیشتر از روش قبل است زیرا در این نوع از اجاره، ارزش دارایی (عین مستاجر) نیز در اجاره بهای پرداختی گنجانده می‌شود. درآمد صاحبان اوراق در این صورت کاملاً قابل پیش‌بینی است.

^۱ منطبق بر استاندارد حسابداری شماره ۲۱.

^۲ منطبق بر استاندارد حسابداری شماره ۲۱.

این اوراق برای شرکت‌هایی مناسب است که نیاز به یک یا مجموعه‌ای از دارایی داشته باشند. به عنوان مثال شرکت‌های هواپیمایی، شرکت‌های کشتیرانی، شرکت‌های حمل و نقل و شرکت‌های تولیدی می‌توانند جهت خرید هواپیما، کشتی و یا سایر دارایی‌های ثابت، از این اوراق استفاده نمایند.

۲. اوراق اجاره تامین نقدینگی: در این نوع از اوراق اجاره، واسط با واگذاری اوراق به مردم و جمع آوری وجوه، به وکالت از طرف آن‌ها یک دارایی (ثابت مشهود) را از بانی خریداری کرده سپس به همان بنگاه (بانی) اجاره می‌دهد. به عبارت دیگر این نوع از اوراق، مبتنی بر فروش و اجاره مجدد^۱ است. در این حالت بانی با استفاده از اوراق اجاره، اقدام به تأمین نقدینگی مورد نیاز خود می‌کند. به بیان ساده می‌توان گفت بانی توانسته است با وثیقه قرار دادن دارایی خود، مبلغی را جهت رفع نیازهای نقدینگی خود کسب نماید. این عامل سبب نامگذاری این اوراق به اوراق تامین نقدینگی شده است زیرا مثلاً شرکتی که نیازمند وجه نقد است دارایی خود را می‌فروشد و آن را به صورت اجاره شرط تملیک مجدداً به دست می‌آورد. در این نوع از اوراق نیز اجاره دارایی به صورت مختلف قابل تصور است. فرایند عملیاتی انتشار اوراق اجاره تامین نقدینگی در نگاره زیر آورده شده است.



در صورتی که اجاره مورد استفاده، در اوراق اجاره تامین نقدینگی از نوع سرمایه‌ای باشد واسط پس از انتشار اوراق و خرید دارایی (عین مستاجر) از بانی، مجدداً آن‌را به صورت اجاره به شرط تملیک در اختیار وی قرار می‌-

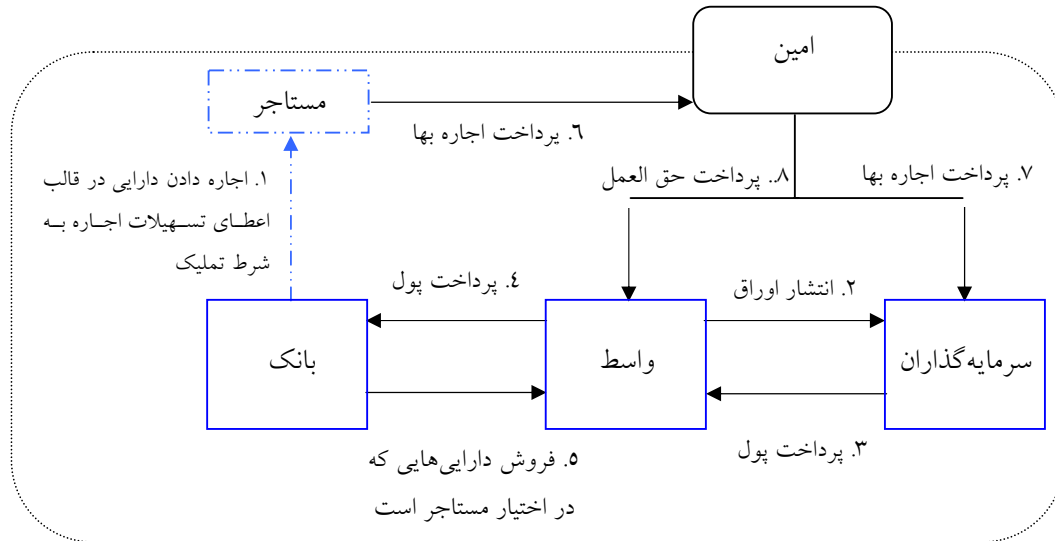
¹ Sale and Lease back

دهد. بنابراین دارایی در مقابل اجاره بهای معین برای مدت مشخص به بانی اجاره داده می‌شود و در قرارداد اجاره، شرط می‌شود واسط در سررسید، دارایی را به بانی تملیک کند. در این صورت نیز واسط بخشی از اجاره بها را به عنوان حق‌الوکاله بر می‌دارد و بقیه را به صاحبان اوراق می‌پردازد. درآمد صاحبان اوراق نیز عبارت است از مجموع اجاره بهای ماهانه که به طور معمول مقدار اجاره بها (به دلیل اینکه اجاره از نوع سرمایه‌ای است) بیشتر از روش اجاره عملیاتی می‌باشد. از این رو درآمد صاحبان اوراق در این صورت کاملاً قابل پیش بینی است.

در این نوع از اوراق، امکان استفاده از اجاره عملیاتی چندان قابل تصور نیست. زیرا بانی تنها به دنبال به دست آوردن وجه نقد جهت بهبود وضعیت مالی خود است و دارایی ثابت وی، نقش حیاتی در ادامه فعالیت شرکت دارد. بنابراین منطقی به نظر نمی‌رسد که دارایی را به سرمایه‌گذاران بفروشد. از این رو در این حالت تنها اجاره سرمایه‌ای قابل تصور است مگر آنکه دارایی پایه، در فعالیت‌های عملیاتی بانی نقش مهمی نداشته باشد. به عنوان مثال اگر شرکتی تولیدی قطعه زمینی داشته باشد که از آن استفاده‌ای نمی‌کند و از آن به عنوان دارایی پایه انتشار اوراق استفاده نماید، می‌توان اجاره عملیاتی را نیز در این حالت متصور شد.

بنابراین شرکت‌هایی که با مشکل سرمایه در گردش مواجه هستند می‌توانند به کمک این اوراق، یک یا چند دارایی خود را از طریق انتشار این اوراق به فروش رسانند و با کسب وجه نقد و نیز اجاره مجدد دارایی خود، مشکلات مالی را تا حدی مرتفع کنند.

۳. اوراق اجاره رهنی: نوع سوم اوراق اجاره بیشتر مورد استفاده بانک‌ها، لیزینگ‌ها و موسسات اعتبار دهنده می‌باشد. در این نوع از اوراق، بانی (بانک) تسهیلاتی که قبلاً در قالب عقد اجاره به شرط تملیک پرداخته کرده را به شخص ثالثی (واسط) می‌فروشد. بنابراین ابتدا واسط، اوراق اجاره را منتشر می‌نماید و سپس دارایی‌هایی که بانک در قالب عقد اجاره به شرط تملیک در طی زمان به افراد مختلفی داده است را از وی خریداری می‌نماید. با فروش این دارایی‌ها رابطه بانی و واسط قطع می‌شود و واسط از طرف سرمایه‌گذاران مالک دارایی‌هایی می‌شود که بانک (بانی) آن‌ها را قبلاً به صورت اجاره به شرط تملیک به گیرندگان تسهیلات واگذار نموده است. فرآیند عملیاتی این اوراق در نگاره زیر آورده شده است.



بر اساس این مدل بانک‌ها، موسسات اعتباری غیر بانکی، تعاونی‌های اعتبار و شرکت‌های لیزینگ می‌توانند دارایی‌هایی را که قبلاً به شخص یا اشخاصی به صورت اجاره به شرط تملیک واگذار نموده‌اند را به واسط بفروشند. با این نقل و انتقال رابطه بین بانی و واسط کاملاً قطع خواهد شد. با توجه به شرایط این دسته از نهادهای مالی که تسهیلات خود را تنها به صورت اجاره سرمایه‌ای اعطا می‌کنند، لذا تنها می‌توان اوراق اجاره سرمایه‌ای (به شرط تملیک) را برای این دسته از اوراق طراحی نمود. در این صورت درآمد صاحبان اوراق کاملاً قابل پیش بینی است. این اوراق نوعی از اوراق رهنی (خرید دین) محسوب می‌شوند.

ریسک‌های اوراق اجاره

امروزه ریسک و نوسانات در کانون توجه تمام ناشرین، سرمایه‌گذاران و حتی مسئولان و کارشناسان کشورها قرار گرفته است. بدلیل اهمیت و اثر گذاری بالای ریسک در فرآیند تامین مالی و انتشار اوراق بهادار، باید ریسک‌ها را شناسایی، محاسبه و مدیریت نمود.

فرهنگ وبستر ریسک را "در معرض خطر قرار گرفتن" تعریف کرده است. ریسک در اصطلاح عبارت است از امکان تفاوت بازده از مقدار مورد انتظار. در مورد سرمایه‌گذاری، ریسک یعنی احتمال اینکه بازده واقعی (برحسب ریال یا درصد) از بازده مورد انتظار متفاوت شود.

جهت بررسی دقیق‌تر ریسک در اوراق اجاره، ریسک‌ها بر اساس مدل شبکه‌ای به دو گروه ریسک‌های مالی و غیر مالی تقسیم شده‌اند. منظور از ریسک‌های مالی، ریسک‌هایی است که می‌توان آن‌ها را مورد اندازه‌گیری کمی (با

دقت نسبتاً بالا) قرار داد. در مقابل ریسک‌های غیر مالی قابلیت اندازه‌گیری ندارند و یا اندازه‌گیری آن‌ها بسیار مشکل است. بر اساس این طبقه‌بندی، در جدول زیر ریسک‌های اوراق اجاره از دیدگاه سرمایه‌گذاران مورد بررسی قرار گرفته است.

جدول ۲-۱: ریسک‌های اوراق اجاره

ریسک جمع‌آوری وجوه به میزان کافی	ریسک‌های مالی
ریسک نکول	
ریسک نقدینگی	
ریسک نرخ سود	
ریسک سرمایه‌گذاری مجدد	
ریسک تورم	
ریسک نرخ ارز	
ریسک نقدشوندگی	
ریسک اعمال اختیارات	
ریسک هزینه‌های غیر جاری (هزینه‌های غیر عملیاتی)	
ریسک شریعت	ریسک‌های غیر مالی
ریسک قوانین و مقررات	
ریسک سیاسی	
ریسک از بین رفتن کلی و جزئی دارایی	
ریسک استهلاک تدریجی دارایی	
ریسک‌های عملیاتی	

ریسک‌های مالی

ریسک جمع آوری وجوه نقد به میزان کافی

بر اساس مدل انتشار اوراق اجاره، ناشر (واسط) می‌تواند به صورت مستقیم و از راه بانک (در جایگاه عامل) به پذیره‌نویسی اوراق اقدام کند یا اینکه از خدمات شرکت تأمین سرمایه استفاده کند. در صورتی که از خدمت، تعهد پذیره‌نویسی شرکت تأمین سرمایه استفاده شود ریسک جمع‌آوری وجوه به میزان کافی، از بین می‌رود. زیرا مطمئن می‌شود که پس از مدت مشخصی تمام اوراق اجاره به فروش می‌رسد. در صورت استفاده نکردن از چنین روشی ممکن است تمام اوراق به فروش نرسد و وجوه نقد به میزان کافی فراهم نگردد.

ریسک نکول

به احتمال پرداخت نکردن به موقع تعهدات مالی یک ناشر^۱ ریسک نکول گفته می‌شود. نکول زمانی رخ می‌دهد که ناشر نتواند یا نخواهد تعهدات خود را انجام دهد. تأثیر این ریسک با هزینه جایگزینی وجه نقد ناشی از نکول ناشر سنجیده می‌شود. هزینه جایگزینی، هزینه‌ای است که فرد در صورت نکول طرف مقابل، باید جهت تأمین دارایی خود (و یا دریافت اصل و فرع سرمایه خود) از بازار بپردازد.

بنابراین در اوراق اجاره به احتمال عدم پرداخت اجاره بها توسط بانی ریسک نکول گفته می‌شود. جهت اطلاع از این ریسک می‌توان به رتبه اعتباری ناشر که توسط موسسات رتبه‌بندی اعتباری تعیین می‌شود مراجعه کرد. اوراق اجاره همانند سایر 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^۲ کاهش یابد.^۳

جهت پوشش ریسک اعتباری می‌توان از تضامین بانی و یا ضامن استفاده نمود. بانی می‌تواند سفته، چک یا مبلغی به اندازه اجاره بهای ۳ الی ۴ ماه (یا دوره) در حسابی نزد امین به صورت مسدود داشته باشد، تا در صورتی که بانی به دلایلی (مانند کمبود نقدینگی) در برخی از ماه‌ها نتواند اجاره بها را پرداخت نماید، امین به صورت قانونی از حساب مذکور اجاره بها را کسر نموده و به سرمایه‌گذاران پرداخت نماید (این راهکار جهت پوشش ریسک نقدینگی نیز مناسب می‌باشد). باید توجه داشت که بانی با توجه به رتبه اعتباری ممکن است

^۱ Issuer

^۲ Asymmetric Information

^۳ در رتبه اعتباری، ریسک ورشکستگی بانی نیز در نظر گرفته می‌شود.

یکی از این کارها را انجام دهد چون در صورتی که رتبه اعتباری وی پایین باشد، بازده مورد انتظار سرمایه- گذاران افزایش خواهد یافت و بنابراین میزان اجاره بها نیز افزایش می‌یابد.

استفاده از ضامن راهکار دیگری برای پوشش این ریسک است. ضامن با دریافت مبلغی از واسط یا بانی می‌تواند میزان اجاره بهای دریافتی دارندگان اوراق را تضمین نماید. این راهکار مدت‌ها است که برای انتشار اوراق مشارکت مورد استفاده قرار می‌گیرد.

اوراق اجاره بر اساس رتبه اعتباری، وجود ضامن و یا تضمین قیمت‌گذاری و معامله می‌شوند. اگر به دلایلی رتبه ناشر تغییر کند مسلماً بر قیمت اوراق نیز تاثیر می‌گذارد چون ریسک اعتباری ناشر تغییر کرده است. بنابراین ریسک دیگری به نام ریسک ناشی از تغییر کیفیت اعتباری ناشر اوراق نیز به عنوان ریسک اعتباری شناخته می‌شود. سرمایه‌گذاران حقیقی و حقوقی که تمایل به سرمایه‌گذاری در اوراق اجاره دارند می‌توانند جهت کاهش ریسک‌های نکول، نقدشوندگی و... اقدام به ایجاد پرتفوی متنوعی از انواع اوراق بهادار با رتبه‌های اعتباری مختلف نمایند.

ریسک نقدینگی

به احتمال ناتوانی شرکت در ایفای تعهدات مالی کوتاه مدت ریسک نقدینگی¹ نامیده می‌شود. این ریسک ناشی از سه عامل عدم توانایی اجرای تعهدات مالی کوتاه مدت، عدم توانایی تامین منابع مالی کوتاه مدت در هنگام نیاز و نیز عدم توانایی تامین مالی کوتاه مدت با هزینه‌های مقرون به صرفه می‌باشد.

ریسک نقدینگی دارای مربوط به توانایی شرکت جهت بدست آوردن وجه نقد کافی جهت پرداخت بدهی‌های خود می‌باشد. در مورد اوراق اجاره ریسک نقدینگی عبارت است از ریسکی که بانی قادر به فروش محصولات یا خدمات خود به قیمت متداول بازار نیست و از این رو نقدینگی کافی برای پرداخت اجاره بهای اوراق وجود ندارد. دلایلی چون عدم وجود تقاضا جهت خرید محصولات را می‌توان عامل ایجاد چنین ریسکی دانست.

ریسک نقدینگی، یکی از ریسک‌های مهم و قابل توجه برای بانی بوده و حتی ممکن است سبب ورشکستگی آن در شرایط نامناسب اقتصادی شود. این ریسک ارتباط نزدیکی با ریسک نکول دارد. موسسات رتبه‌بندی اعتباری هنگام اعطای رتبه اعتباری به این ریسک نیز توجه ویژه‌ای دارند.

¹ Liquidity Risk

مهمترین روش‌های مدیریت این ریسک شامل نگهداری اوراق بهادار با قدرت نقدشوندگی بالا توسط بانی (مثل اوراق مشارکت)، استفاده از تحلیل شکاف نقدینگی بین جریان‌های نقدی ورودی و خروجی^۱ (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 علاوه بر بکارگیری حداقل سرمایه^۲، از مشکلات ناشی از کمبود نقدینه^۳ نیز جلوگیری به عمل آید)، کسب خطوط اعتباری کوتاه مدت برای مواقع بحرانی، توسعه همکاری و ارتباطات با بانک‌ها و قراردادن مقداری وجه نقد در حسابی مسدودی نزد امین جهت پرداخت اجاره بها در مواقع لزوم می‌باشد.

ریسک نرخ سود (نرخ بهره)

ریسک نرخ سود عبارت است از تغییری که در ارزش اوراق بهادار، بدلیل تغییر در نرخ بازده سایر فرصت‌های سرمایه‌گذاری اتفاق می‌افتد. در مورد سهام شرکت‌ها (که نوعی اوراق بهادار محسوب می‌شوند)، نرخ بازده حاصل از سهام، تحت تاثیر سایر انواع ریسک‌های مالی و غیر مالی تغییر می‌کند. توان تولید شرکت، تغییر در تقاضا، تغییر در شرایط 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.

در مورد اوراق اجاره نکته حائز اهمیت آن است که برخلاف سود سهام، یا برخی دیگر از انواع اوراق بهادار، سود (نرخ اجاره بها) سرمایه‌گذاران در بسیاری از موارد ثابت است. به عبارت دیگر میزان اجاره بهای اوراق در زمان انتشار اوراق در امیدنامه و قراردادهای مرتبط کاملاً مشخص می‌شود و تنها حالت انعطاف پذیری که وجود دارد آن است که مبلغ اجاره بها با درصد خاصی که از ابتدا مشخص است رشد کند. از طرف دیگر از آنجا که نمی‌توان اجاره بها را معلق به نرخ دیگری مانند نرخ سود علی الحساب اوراق مشارکت دولتی، نرخ سود علی الحساب سپرده‌های بانکی و... وابسته نمود بنابراین دارندگان اوراق اجاره در اکثر انواع اوراق اجاره، در هر دوره، اجاره بهای ثابتی را (منهای 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 به طور دقیق مشخص است.

بدلیل ثابت بودن اجاره بهای اوراق اجاره، افزایش نرخ سود علی الحساب اوراق مشارکت، سود سپرده‌های بانکی یا سایر فرصت‌های سرمایه‌گذاری سبب می‌شود دارندگان اوراق با ریسک سود و هزینه فرصت سرمایه-

¹ Liquidity gap analysis

² Idle Capital

³ Cash

گذاری مواجه شوند؛ و در صورتی که اوراق اجاره دارای بازار ثانویه باشند کاهش ارزش بازاری آنرا در پی خواهد داشت. بنابراین افزایش نرخ سود سرمایه‌گذاری بازارهای موازی، سبب می‌شود سرمایه‌گذاران در مقایسه با فرصت‌های موجود، سود کمتری را دریافت نمایند زیرا خریداران با کاهش قیمت بازاری اوراق، سعی در جبران نرخ بازده مورد انتظار خواهند داشت. از اینرو دارندگان اوراق اجاره با ریسک نرخ سود مواجه هستند. البته عکس حالت فوق نیز صادق است یعنی زمانی که نرخ سود علی‌الحساب اوراق مشارکت یا سپرده‌های بانکی کاهش یابد، قیمت بازاری اوراق اجاره افزایش خواهد داشت.

ریسک سرمایه‌گذاری مجدد

یکی از ریسک‌های مرتبط با سرمایه‌گذاری، به خصوص در اوراق بهادار با درآمد‌های میان دوره‌ای، ریسک سرمایه‌گذاری مجدد¹ جریان‌های میان دوره‌ای می‌باشد. به عبارت 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. این ریسک در جهت معکوس ریسک نرخ بهره (نرخ سود بانکی) تغییر می‌کند و افزایش نرخ سود سبب کاهش قیمت اوراق با درآمد ثابت شده و اثر نامساعد بر ثروت دارندگان اوراق می‌گذارد. در حالی که اثر ریسک سرمایه‌گذاری مجدد جریان‌های نقدی میان دوره‌ای برای سرمایه‌گذاران مساعد و مطلوب است و دارنده اوراق می‌تواند جریان‌های دریافتی ناشی از سود یا اجاره بها را با نرخ بالاتری سرمایه‌گذاری نموده و ثروت خود را افزایش دهد.

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

برای اوراق بهاداری که فقط یکبار جریان نقدی خود را ارائه می‌کنند مثل اوراق اجاره‌ای که همانند اوراق قرضه بدون بهره² باشد این ریسک وجود ندارد ولی برای اوراق بهاداری که سود یا اجاره بهای بالایی را پرداخت می‌کنند این ریسک بالاتر است. هر چه بخش بزرگتری از جریان‌های نقدی مربوط به اصل و فرع سرمایه‌گذاری در انتهای دوره سرمایه‌گذاری دریافت شود این ریسک کمتر می‌شود. به عبارت دیگر در صورتی که اجاره بها به روش

¹ Reinvestment Risk

² Zero Coupon

صعودی پرداخت شود این ریسک کمتر خواهد بود. البته با کم کردن ریسک سرمایه‌گذاری مجدد ریسک نرخ سود افزایش می‌یابد و باید به تعادل مناسبی بین آن‌ها دست یافت. معمولاً اهمیت ریسک نرخ سود برای سرمایه‌گذار شدیدتر از ریسک سرمایه‌گذاری مجدد است و بنابراین افراد بیشتر نگران ریسک نرخ سود هستند. جهت کاهش ریسک سرمایه‌گذاری مجدد می‌توان در اوراق اجاره‌ای که تنها یک سررسید دارند سرمایه‌گذاری نمود.

ریسک تورم

تورم عبارت است از وضعیتی در اقتصاد، که در آن سطح عمومی قیمت‌ها به طور بی‌رویه، یا بی‌تناسب، معنی-دار، مداوم و غالباً به صورت غیر قابل برگشت افزایش می‌یابد. ریسک تغییرات سطح عمومی قیمت‌ها^۱ به عنوان ریسک قدرت خرید^۲ نیز شناخته می‌شود. هنگامی که سطح عمومی قیمت‌ها افزایش می‌یابد، بدین معناست که با مقدار ثابتی دارایی مالی مقدار کمتری کالا می‌توان خرید. به عبارت دیگر تورم به معنی کاهش قدرت دارایی‌های مالی به نسبت دارایی‌های حقیقی است.

با افزایش تورم دارندگان اوراق اجاره چون اجاره بهای ثابتی دریافت می‌نمایند، لذا قدرت خریدشان کاهش یافته و در حقیقت سود دارندگان اوراق کاهش می‌یابد. در واقع افزایش تورم بازده واقعی سرمایه‌گذاران را کاهش می‌دهد و میزان سود یا زیان سرمایه‌گذاران بستگی به انتظار و پیش بینی آنان از سطح تورم در آینده خواهد داشت. بنابراین در یک محیط تورمی، صرف ریسک ناشی از وجود تورم در اقتصاد، بازده مورد انتظار افراد را افزایش می‌دهد. بنابراین باید سود سرمایه‌گذاران را از طریق بالا بودن میزان اجاره بها جبران کرد.

ریسک نرخ ارز

اکثر اوراق بهادار اسلامی منتشر شده در دنیا به صورت بین‌المللی بوده و بنابراین نوسانات نرخ ارز بر آن تاثیر می‌گذارد. این ریسک تنها برای اوراق اجاره نیست و شامل سایر ابزارهای تامین مالی که توسط سرمایه‌گذاران خارجی خریداری می‌شود نیز می‌شود. همچنین در صورتی که ناشر خارجی باشد، سرمایه‌گذاران داخلی با این ریسک مواجه خواهند بود. ریسک نرخ ارز، حاشیه سود سرمایه‌گذاران و ناشر را تحت الشعاع قرار می‌دهد.

¹ Inflation Risk

² Purchase Power Risk

انتشار اوراق اجاره در ایران برای سرمایه‌گذاران داخلی چنین ریسکی را در پی نخواهد داشت مگر اینکه اجاره-بها به صورت ارزی (دلار، یورو و...) پرداخت شود. بدلیل نظام نرخ ارز میخکوب (خزنده) حاکم بر کشور از یک سو و از سوی دیگر سود بالای اوراق بهادار با درآمد ثابت (مانند اوراق مشارکت فعلی) و نیز سپرده‌های بانکی در مقایسه با سایر کشورهای دنیا، برای سرمایه‌گذار خارجی مقرون به صرفه است که اوراق منتشر شده را به ریال خریداری نماید و بدین وسیله سود زیادی را نصیب خود نماید. امکان استفاده از این فرصت در صورتی فراهم خواهد شد که بانک مرکزی اجازه ورود و خروج ارز را برای این سرمایه‌گذاران صادر نماید. چنین سرمایه‌گذاری با ریسک قوانین و مقررات (مقررات سرمایه‌گذاری خارجی) مواجه خواهد بود.

ریسک نقدشوندگی

نقدشوندگی یکی از اصلی‌ترین عوامل موثر در انتخاب اوراق بهادار به حساب می‌آید. نقدشوندگی یک 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 زیادی باشد. به طور کلی سه منبع برای ریسک نقدینگی نام برده‌اند:

۱. وجود تقاضای بسیار کم برای معامله و مبادله اوراق بهادار،

۲. تفاوت بین زمان رسیدن سفارش خرید و سفارش فروش در بازار، و

۳. وجود قوانین مشخص در مورد معامله اوراق بهادار.

اوراق بهادار اسلامی نیز مانند اوراق بهادار متعارف دارای ریسک نقدشوندگی است و میزان آن به نوع اوراق بستگی دارد. بر خلاف اوراق سفارش ساخت (استصناع) و مباحه، اوراق اجاره از نظر فقهای اهل سنت و نیز فقهای شیعه قابل معامله ثانویه می‌باشند. از این رو طراحان این ابزار اسلامی، بازارهای ثانویه‌ای برای اینگونه از اوراق ایجاد نموده‌اند. به عنوان مثال اوراق اجاره مالزی در بورس لوگزامبورگ درج شده است.

با فرض پذیرش اوراق اجاره در یکی از بورس‌های اوراق بهادار (مانند بورس اوراق بهادار تهران یا فرابورس ایران)، ریسک نقدشوندگی آن همانند سهام خواهد بود و بر اساس شرایط بازار (میزان تقاضا، میزان عرضه، نرخ تورم، نرخ سود بانکی، وجود یا عدم وجود بازارگردان و...) تعیین خواهد شد. ریسک نقدشوندگی را با ایجاد ساز و کارهایی مانند تعهد بازخرید اوراق توسط بانی، ناشر و یا ضامن، اعطای اختیار فروش به سرمایه‌گذاران، لیست شدن

در یکی از بورس‌های اوراق بهادار (تهران و یا فرابورس ایران) و نیز استفاده از بازارگردان در بازار ثانویه پوشش داد.

ریسک اعمال اختیارات

مهندسان مالی جهت طراحی ابزارهای مناسب، در برخی مواقع اقدام به طراحی اوراقی با ویژگی‌های خاص می‌نمایند. برخی از اوراق بهادار اسلامی دارای یکسری از اختیارات برای طرفین (ناشر و سرمایه‌گذاران) می‌باشند. اوراق اجاره به عنوان نوع خاصی از ابزارهای اسلامی نیز می‌تواند دارای چنین ویژگی‌هایی باشد. این اختیارات ممکن است برای ناشر یا بانی اوراق باشد. از جمله اختیاراتی که می‌توان برای بانی در نظر گرفت اختیار بازخرید اوراق^۱ است. در صورت وجود چنین اختیاری برای بانی، وی می‌تواند تا قبل از پایان سررسید یا در زمان‌های خاص، اوراق را بازخرید نماید. وجود این اختیار سبب کاهش ریسک بانی و افزایش ریسک سرمایه‌گذاران خواهد شد. در صورتی که بانی اختیار بازخرید اوراق را داشته باشد و نرخ سود در بازار کاهش یابد، بانی اقدام به بازخرید اوراق اجاره می‌نماید و در صورت نیاز اوراق جدیدی را با نرخ کمتر منتشر می‌کند. در حقیقت بانی با بررسی منافع حاصل از کاهش هزینه‌های مالی (به دلیل کاهش سود در بازار) و مقایسه آن با صرف قیمتی که برای بازخرید اوراق قبل از سررسید^۲ متحمل می‌شود، تصمیم به بازخرید اوراق و تامین مالی مجدد از طریق انتشار اوراق جدید نموده و تعهد ثابت خود را کاهش می‌دهد. در مقابل برای دارندگان اوراق این ریسک وجود دارد که با کاهش نرخ سود در بازار (هزینه تامین مالی)، بانی اعلان بازخرید اوراق را بنماید و سرمایه‌گذار نتواند بر روی جریان‌های نقدی ثابت خود برای دوره‌های آتی برنامه‌ریزی نماید. به هر حال باید توجه داشت که وجود شرط بازخرید در اوراق سبب افزایش ریسک و به تبع آن بازده مورد انتظار سرمایه‌گذاران خواهد شد.

اختیار فروش اوراق، از جمله اختیاراتی است که ممکن است برای سرمایه‌گذاران وجود داشته باشد. در طرف مقابل اگر سرمایه‌گذاران دارای اختیار فروش اوراق باشند، می‌توانند در طول سررسید اوراق، در صورت کاهش قیمت اوراق با اعمال اختیار، آنرا به بانی بفروشند و بدین ترتیب خود را در مقابل ریسک‌های مختلف (ریسک تورم، ریسک سود و...) پوشش دهند. این اختیار سبب افزایش ریسک بانی می‌شود.

¹ Call Risk

² Call Premium

این نوع اختیارت در ابتدای قرارداد اجاره و در قالب شرط ضمن عقد ایجاد می‌شوند. وجود چنین اختیاراتی برای هر یک از طرفین، به تناسب، ریسک اوراق را افزایش می‌دهد. پوشش ریسک اعمال اختیارات به صورت مستقیم امکان پذیر نیست. یادآوری این نکته ارزشمند است که اصولاً وجود چنین اختیاراتی جهت کاهش ریسک یکی از طرفین است که به طور معمول افزایش ریسک طرف دیگر را در پی دارد.

ریسک هزینه های غیر جاری (غیر عملیاتی)

بر اساس قوانین فقهی و حقوقی، هزینه‌های غیر عملیاتی یا هزینه‌های غیر جاری دارایی موضوع قرارداد اجاره، بر عهده موجر می‌باشد. به عبارت دیگر موجر ملزم است هزینه‌هایی که جهت انتفاع از دارایی لازم و ضروری است را انجام دهد.

به همین دلیل در اوراق اجاره نیز تمامی هزینه‌های غیر عملیاتی بر عهده موجر (دارندگان اوراق اجاره) می‌باشد و بنابراین سرمایه‌گذاران با ریسک هزینه‌های غیر عملیاتی مواجه خواهند شد. به عنوان مثال فرض شود دارایی یک هواپیما باشد، آنگاه تمامی هزینه‌های اصلی که جهت انتفاع از هواپیما ضروری است بر عهده سرمایه‌گذاران خواهد بود. با فرض چنین حالتی ریسک دارندگان اوراق به شدت افزایش خواهد یافت. بنابراین دارندگان اوراق اجاره با دو ریسک مواجه خواهند بود:

۱. ریسک نبود اطمینان از دریافت مبلغی مشخص در زمان‌های از پیش تعیین شده (بدلیل کسر هزینه‌های غیر عملیاتی نامشخص، از مبلغ اجاره بهای پرداختی)،

۲. ریسک نبود اطلاع از زمان کسر این هزینه‌ها از اجاره بها. زیرا پس از انجام تعمیرات احتمالی لازم روی دارایی، هزینه‌ها کسر شده، و مابقی به عنوان اجاره بها به دارندگان اوراق اجاره تعلق خواهد گرفت.

می‌توان جهت پوشش ریسک هزینه‌های غیر عملیاتی، بر اساس شرط ضمن عقد هزینه‌های غیر عملیاتی را بر عهده فرد دیگری (بانی) قرار داد

روش دیگر جهت پوشش این ریسک آن است که امین در ابتدای انتشار اوراق اجاره، درصدی از مبلغ را جهت انجام هزینه‌های احتمالی غیر عملیاتی کسر نماید. در پایان دوره در صورتی که هزینه‌های غیر عملیاتی وجود نداشته باشد کل مبلغ به سرمایه‌گذاران پرداخت می‌شود. البته هزینه‌های دارایی که اوراق بر اساس آن منتشر می‌شود معمولاً

از قبل قابل تعیین است. باید توجه داشت در صورتی که دارایی ملک (زمین) باشد چنین ریسکی متوجه سرمایه-گذاران نخواهد بود.

استفاده از پوشش بیمه‌ای این هزینه‌ها را نیز می‌توان به عنوان راهکار دیگری در نظر گرفت. نپرداختن تمامی هزینه‌ها توسط بیمه نیز از جمله مواردی است که سبب می‌شود همه هزینه‌ها پوشش داده نشوند.

ریسک‌های غیر مالی

ریسک شریعت

یکی از مهمترین ریسک‌هایی که ابزارهای مالی اسلامی با آن مواجه هستند ریسک شریعت است. از آنجا که انتظار می‌رود تمامی ابزارهای اسلامی مبتنی بر اصول و موازین شریعت باشند لذا شاید در نگاه اول این ریسک چندان مهم تلقی نشود. جهت تبیین بهتر این ریسک می‌توان به موردی از اوراق اجاره منتشر شده در بحرین اشاره نمود که با وجود اینکه در کشور بحرین منتشر شده و نام اوراق را به همراه دارد، لیکن به اعتقاد فقهای اهل سنت در فرآیند انتشار این اوراق از بیع العینه استفاده شده که حرام می‌باشد. این موضوع مشکلات زیادی را برای دارندگان این اوراق به همراه داشته است.

ریسک شریعت در کشورهایی که از مالی اسلامی و مالی متعارف (مرسوم) به طور همزمان استفاده می‌کنند، بیشتر از سایر کشورهای اسلامی وجود دارد.^۱ مالزی و دبی نمونه‌ای از این کشورها هستند. از این رو اطلاق نام صکوک و انتشار آن در یک کشور اسلامی، لزوماً بیانگر رعایت تمامی موازین شرعی برای انتشار اوراق نیست. در ایران بدلیل اینکه قوانین و مقررات اسلامی دقیق وجود دارد، ریسک شریعت نسبت به سایر کشورها پایین‌تر است. در کنار این موارد، لزوم دریافت مجوز انتشار اوراق بهادار اسلامی از سازمان بورس و اوراق بهادار به عنوان سازمان ناظر، این ریسک را به حداقل ممکن کاهش می‌دهد. سازمان بورس و اوراق بهادار به منظور حداقل نمودن این ریسک، "کمیته تخصصی فقهی" ایجاد نموده است تا این‌گونه مسائل را از نقطه نظر فقهی به صورت دقیق مورد بررسی قرار داده و ریسک شریعت را به حداقل برساند.

۱ ایران از معدود کشورهایی است که دارای سیستم اقتصادی اسلامی بوده و در آن سیستم اقتصادی متعارف وجود ندارد.

ریسک قوانین مقررات

ریسک قوانین و مقررات یکی از انواع مهم ریسک سرمایه‌گذاران است. در حالت کلی می‌توان این ریسک را به دو دسته داخلی و خارجی تقسیم نمود. ریسک قوانین و مقررات داخلی شامل احتمال تغییر تمامی قوانین و مقررات مرتبط با انتشار اوراق، قوانین مالیاتی، قوانین خاص (مانند ممنوعیت تملک زمین توسط اتباع بیگانه) و ریسک قراردادهای حقوقی منعقد شده بین طرف‌های مختلف می‌باشد.

در این زمینه دو نکته حائز اهمیت است. نکته اول آنکه مجوز انتشار عرضه عمومی اوراق بهادار در بازار اولیه و ثانویه در عرضه‌های عمومی توسط سازمان بورس و اوراق بهادار صادر می‌شود. در صورتی که این نهاد نظارتی رویه ثابتی در زمینه وضع مقررات مربوط داشته باشد ریسک قوانین و مقررات کاهش می‌یابد. نکته دوم آنکه بسیاری از ریسک‌های اوراق اجاره (به ویژه ریسک‌های عملیاتی) را می‌توان در قالب عقد قراردادهای حقوقی معتبر پوشش داد. از این رو نوع و میزان اعتبار قرارداد حقوقی منعقد شده بین طرف‌های فعال در فرآیند انتشار اوراق اجاره بسیار مهم است. این موضوع متأثر از قوانین و مقررات حقوقی هر کشور است. در موارد معدودی قراردادهای حقوقی منعقد شده، سرمایه‌گذاران را دچار مشکلاتی نموده است. مهمترین نمونه آن، اوراق اجاره‌ای می‌باشد که در سال ۲۰۰۲ در مالزی منتشر شده است. در این اوراق بهادار بدلیل عدم استفاده از قراردادهای حقوقی معتبر و متناسب با بستر حقوقی کشور مالزی، مشکلات حقوقی متعدد برای سرمایه‌گذاران و دارندگان اوراق اجاره ایجاد شد.

بعد دیگر، ریسک قوانین و مقررات خارجی است. هنگامی این ریسک به وجود می‌آید که اوراق اجاره در سطح بین‌المللی منتشر شود. این ریسک از دو منظر قابل بررسی است. بخش اول مربوط به سرمایه‌گذاران بین‌المللی است. این سرمایه‌گذاران تابع قوانین و مقررات کشور خود هستند. بخش دوم زمانی رخ می‌دهد که نهادهای فعال در انتشار این اوراق متعلق به چند کشور مختلف باشند. از آنجا که قانون و مقررات خاصی بر نحوه فعالیت نهادهای چند ملیتی وجود ندارد باید به گونه‌ای اوراق طراحی شود که ریسک ناشی از قوانین و مقررات کشورهای مختلف بر فعالیت نهادهای مالی فعال در فرآیند انتشار اوراق، به حداقل ممکن رسد. البته در بسیاری از موارد در قراردادهای منعقد شده بین ارکان انتشار اوراق، نهادهای خاصی (مانند اتاق پاریس) به عنوان داور، جهت حل مشکلات به وجود آمده مشخص می‌شوند. ولی به هر حال ابعاد اصلی این موضوع باید از منظر حقوق بین‌الملل مورد توجه قرار گیرد.

ریسک سیاسی

این ریسک از تحولاتی ناشی می‌شود که توسط تصمیم دولت‌ها به وجود آمده و به اشکال گوناگون سرمایه‌گذاری را با مشکل روبرو می‌کند. هنگامی که این تغییرات از ناحیه مراجع حقوقی، قضایی یا ادارات دولتی باشد، صرف نظر از اینکه آیا منافع سیاسی یا اقتصادی در پشت صحنه وجود دارد، ریسک بوجود آمده ریسک سیاسی نامیده می‌شود. تغییرات قوانین از جمله قوانین مالیات و قوانین مربوط به صادرات و واردات منجر به ریسک سیاسی خواهند شد.

سرمایه‌گذاران داخلی عمدتاً با ریسک سیاسی داخلی^۱ مواجه‌اند که معمولاً ناشی از تغییرات قوانین، موارد لازم الاجرا برای مناطق خاص، قیمت‌ها اسناد و مدارک مورد نیاز است. به عنوان مثال افزایش قیمت فروش تراکم برای ساخت و ساز شهری سبب خواهد شد در صورتی که دارایی اوراق اجاره (عملیاتی) ساختمان باشد با افزایش قیمت مواجه شود. علاوه بر این، حوادث اجتماعی و سیاسی از جمله انتخابات، انقلاب، جنگ، شورش‌ها و اعتصابات مختلف به تناسب، بر ریسک سرمایه‌گذاری تاثیر می‌گذارند.

ریسک از بین رفتن کلی یا جزئی دارایی

فرض کنید در یک قرارداد اجاره، موجر بدنبال اجاره دادن منزل خود می‌باشد. پس از عقد اجاره در صورتی که منزل بدلیل زلزله ویران شود آیا مسئولیتی متوجه مستاجر خواهد شد؟ بر اساس قواعد فقهی، مستاجر "ید امانی" داشته و اگر افراط یا تفریط ننموده باشد مقصر نخواهد بود. در مورد اوراق اجاره نیز چنین شرایطی حاکم است. به عبارت دیگر در صورتی که دارایی موضوع قرارداد اجاره به هر دلیل از بین برود سرمایه‌گذاران (دارندگان اوراق و مالکان اصلی دارایی) دچار زیان خواهند شد.

جهت پوشش این ریسک می‌توان از پوشش‌های بیمه‌ای استفاده نمود. باید توجه داشت که تمامی دارایی‌ها با چنین ریسکی مواجه نیستند. به عنوان نمونه در صورتی که دارایی زمین باشد، با ریسک از بین رفتن دارایی مواجه نخواهد بود. اکثر دارایی‌ها با چنین ریسکی مواجه هستند.

درست است که بیمه دارایی هزینه‌ای بر بانی تحمیل می‌کند ولی این هزینه، هزینه غیر متعارفی نیست. به عبارت دیگر تمامی شرکت‌های بزرگ موظف به بیمه نمودن تمامی دارایی‌های ثابت خود هستند بنابراین بیمه نمودن به دلیل کاهش ریسک از بین رفتن دارایی، هزینه اضافی بر شرکت تحمیل نمی‌کند. البته ریسک دیگری که بر اساس

¹ Domestic Political Risk

استفاده از بیمه بوجود می‌آید این است که در عمل معمولاً بیمه‌ها تمامی خسارت وارده شده را بیمه نمی‌کند بلکه تنها درصدی از آن را پوشش می‌دهند. بنابراین ریسک عدم پرداخت تمام وجه دارایی به سرمایه‌گذاران، جزء ریسک‌هایی اوراق اجاره به حساب می‌آید که امکان پوشش آن به روش‌های مرسوم ممکن نیست.

ریسک استهلاک تدریجی دارایی

همانطور که گفته شد تقریباً تمامی ابزارهای مالی اسلامی مبتنی بر دارایی منتشر می‌شوند. از این رو همانند اوراق مشتقه که دارایی پایه دارند، اوراق بهادار اسلامی نیز از ریسک دارایی پایه برخوردارند. ریسک استهلاک تدریجی دارایی مربوط به اوراق اجاره‌ای است که مبتنی بر اجاره عملیاتی منتشر می‌شوند. دارایی پایه اوراق اجاره ممکن است استهلاک‌پذیر (مانند ساختمان یا ماشین‌آلات) یا استهلاک‌ناپذیر باشد (مانند زمین). در صورتی که دارایی استهلاک‌پذیر باشد نرخ و میزان استهلاک در امید نامه که توسط ناشر منتشر می‌شود به صورت دقیق آورده خواهد شد و سرمایه‌گذاران با اطلاع از میزان استهلاک اقدام به خرید اوراق می‌نمایند. در این حالت دارندگان اوراق با ریسک ارزش اسقاط دارایی هنگام اتمام قرارداد مواجه هستند (در صورتی که اجاره از نوع اجاره عادی باشد). به عبارت دیگر اگر دارایی در زمان فروش (اتمام سررسید اوراق)، قیمتی کمتر از میزان پیش بینی شده در امیدنامه داشته باشد، بازدهی سرمایه‌گذاران کمتر از بازدهی مورد انتظار خواهد شد، همچنین در صورتی که ارزش اسقاط بیش از میزان پیش بینی شده باشد با سود مواجه می‌شوند.

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

این ریسک را می‌توان از طریق اعطای اختیار فروش دارایی توسط سرمایه‌گذاران به بانی حذف کرد. در این حالت سرمایه‌گذاران در مواجهه با کاهش قیمت دارایی یا کاهش قیمت اوراق، از اختیار فروش استفاده نموده و اوراق را به ناشر با قیمت از پیش تعیین شده بفروش می‌رسانند¹.

اعطای این اختیار فروش برای بانی ریسک کاهش ارزش دارایی و ریسک نقدینگی را در پی خواهد داشت و بانی با اعطای اختیار فروش به سرمایه‌گذاران در ابتدای قرارداد، خود را با این ریسک‌ها مواجه می‌کند (این اثر

¹ از نظر حسابداری، در صورتی که اوراق اجاره دارای اختیار فروش به بانی یا سرمایه‌گذار باشند، (معمولاً) اجاره از نوع سرمایه‌ای تلقی می‌شود.

ممکن است توسط سایر عوامل مانند کاهش نرخ تورم و... تعدیل یا تشدید شود). اگر اوراق به گونه‌ای طراحی شوند که قرارداد از نوع اجاره به شرط تملیک باشد آنگاه سرمایه‌گذاران با ریسک استهلاک دارایی مواجه نخواهند بود.

ریسک‌های عملیاتی

انتشار اوراق اجاره مانند هر ورقه بهادار دیگر دارای ریسک‌های عملیاتی است. این ریسک در ابزارهای مالی اسلامی که از ترکیب چندین قرارداد به وجود می‌آیند و ارکان نسبتاً بیشتری نسبت به اوراق بهادار متعارف (مانند اوراق قرضه) دارند از اهمیت بیشتری برخوردار است. تدوین مقررات ناظر بر انتشار اوراق اجاره پوشش ریسک-های عملیاتی انتشار آن را در پی دارد. به نظر می‌رسد جهت انتشار اوراق اجاره، سه نوع ریسک عملیاتی قابل تصور باشد که عبارتند از:

۱. ریسک ورشکستگی واسط

از آنجا که ممکن است واسط فعالیت‌هایی غیر از انتشار اوراق را نیز بر عهده داشته باشد لذا ممکن است این فعالیت‌ها بر واسط تاثیر منفی گذاشته و آنرا با خطر ورشکستگی مواجه سازد. در صورت ورشکستگی واسط، طلبکاران آن اقدام به مصادره اموال می‌نمایند ولی از آنجا که اولاً واسط نقش وکیل دارندگان اوراق را ایفا می‌نماید، ثانیاً سند دارایی در دست امین به وکالت از سرمایه‌گذاران قرار دارد و ثالثاً قرارداد اجاره از قبل منعقد شده و مالکان جدید (طلبکاران) بر روی قرارداد منعقد شده از قبل حق تصرف ندارند لذا ریسکی از این ناحیه متوجه مالکان اوراق اجاره نخواهد شد. به علاوه جهت پوشش این ریسک و سایر ریسک‌های مربوط به فعالیت نهاد واسط^۱، مقررات خاصی توسط نهاد ناظر بازار سرمایه (سازمان بورس و اوراق بهادار) تدوین شده است که ریسک عملیاتی آنرا به صفر می‌رساند.

^۱ به عنوان مثال می‌توان به ریسک "سوء استفاده واسط از وجوه جمع‌آوری" شده اشاره نمود. از آنجا که واسط با انتشار اوراق اجاره اقدام به جمع‌آوری وجوه نقد می‌نماید لذا ممکن است از وجوه نقد دریافتی سوء استفاده نماید. جهت پوشش این ریسک، وجوه جمع‌آوری شده به حسابی واریز می‌شود که برداشت از آن تنها با مجوز سازمان بورس و اوراق بهادار امکان‌پذیر است. بنابراین در هر زمان که واسط بدنبال برداشت وجه نقد باشد، باید با اجازه سازمان بورس و اوراق بهادار این اقدام را انجام دهد. بدین وسیله ریسک سوء استفاده واسط از پول دریافتی کاهش می‌یابد.

۲. ریسک نفروختن دارایی به واسط

ممکن است واسط پس از انتشار اوراق و جمع‌آوری وجوه نقد، جهت خرید دارایی به تولیدکننده (یا بانی در اوراق اجاره تامین نقدینگی یا اوراق اجاره رهنی) مراجعه نماید، لیکن وی دارایی را به واسط نفروشد. دلایل این کار ممکن است ناشی از افزایش قیمت دارایی در بازار و یا مواردی مشابه این موضوع باشد. جهت پوشش این ریسک می‌توان از روش‌های مختلفی مانند قرارداد صلح، بیع نسبه، ضمانت‌نامه بدون قید و شرط، و یا تعهدنامه‌ای به همراه وجه التزام استفاده کرد.

۱. قرارداد صلح. بر این اساس واسط قبل از انتشار اوراق با فروشنده وارد یک قرارداد صلح می‌شود مبنی بر اینکه واسط ملزم به تهیه پول و فروشنده ملزم به تهیه کالا در زمان مشخص و با قیمت مشخص شده در زمان قرارداد باشد. با انعقاد قرارداد صلح، واسط مالک دارایی می‌شود و می‌تواند به پشتوانه آن اوراق منتشر نماید.
۲. بیع نسبه به این ترتیب که فروشنده دارایی را به واسط بفروشد و مبلغ آنرا پس از انتشار اوراق از واسط مطالبه نماید. جهت فسخ قرارداد بیع نسبه از طرف واسط نیز شرط ضمن عقدی قرار خواهد گرفت تا اگر به هر دلیلی وجوه مورد نیاز از طریق انتشار اوراق اجاره جمع‌آوری نشد، قرارداد بیع نسبه فسخ شده و دارایی به فروشنده برگشت داده شود. بدیهی است هزینه‌هایی که ممکن است در این زمینه صورت گیرد را واسط پرداخت خواهد کرد که این مبلغ در میزان کارمزد دریافتی بانی تاثیر می‌گذارد.
۳. استفاده از ضمانتنامه بانکی بدون قید و شرط. فروشنده دارایی ضمانت می‌کند که پس از جمع‌آوری وجوه توسط واسط، دارایی را به وی خواهد فروخت.
۴. استفاده از تعهدنامه‌ای به همراه وجه التزام. در این حالت طرفین وجه التزامی را در قالب تعهدنامه‌ای مشخص می‌نمایند تا در صورت عدم ایفای تعهدات، طرف مقابل آنرا به عنوان خسارت دریافت نماید.

۳. ریسک اجاره نکردن دارایی توسط بانی

دارایی که به وکالت از سرمایه‌گذاران در اختیار واسط است باید به بانی اجاره داده شود. در این حالت ممکن است بانی از اجاره کردن دارایی به دلایلی (تامین مالی از روش‌های دیگر با نرخ پایین‌تر، رفع نیاز جهت اجاره دارایی و...) منصرف شود. جهت پوشش ریسک باید یکی از راه‌حل‌های زیر را انتخاب نمود:

۱. استفاده از ضمانتنامه بانکی بدون قید و شرط. بر این اساس بانی تضمین می‌کند که پس از خرید دارایی توسط واسط، ملزم به اجاره نمودن آن از واسط است.

۲. گنجاندن شرط وجه التزام در تعهدنامه، مبنی بر اجاره دارایی توسط بانی.

سایر ریسک‌ها

به غیر از ریسک‌هایی که مورد بررسی قرار گرفت ریسک‌های دیگری مانند ریسک کاهش قیمت دارایی، ریسک پرداخت زودتر از موعد^۱، ریسک فسخ قراردادها و ریسک‌های مشابهی وجود دارد که به دلیل اهمیت اندک مورد بررسی قرار نمی‌گیرند.

منابع تکمیلی جهت مطالعه بیشتر

جهت کسب اطلاعات بیشتر می‌توانید به منابع زیر مراجعه فرمایید.

۱. کتاب:

a. موسویان، سید عباس. ۱۳۸۶. ابزارهای مالی اسلامی (صکوک). تهران: سازمان انتشارات پژوهشگاه فرهنگ و اندیشه اسلامی. صفحات ۳۶۵ تا ۳۷۶.

۲. مقالات:

- a. تسخیری، محمد. ۱۳۸۶. مبانی شرعی اوراق بهادار اسلامی (صکوک)، مجله اقتصاد اسلامی. شماره ۲۷. پاییز.
- b. سروش، ابوذر و صادقی، محسن. ۱۳۸۶. مدیریت ریسک اوراق بهادار اجاره (صکوک) اجاره. شماره ۲۷. پاییز.
- c. سعیدی، علی و سروش، ابوذر. ۱۳۸۸. ابعاد حسابداری و مالیاتی اوراق اجاره در ایران. شماره ۳۳. بهار.

۳. مقررات

- a. دستورالعمل انتشار اوراق اجاره، مصوب ۱۳۸۹/۰۵/۱۱ شورای عالی بورس
- b. دستورالعمل فعالیت نهادهای واسط، مصوب ۱۳۸۹/۰۵/۱۱ شورای عالی بورس

^۱ اگر بانی قبل از به پایان رسیدن قرارداد اجاره، اقدام به فسخ قرارداد نماید، سرمایه‌گذاران در مقابل درخواست تسویه زودتر از موعد قرار می‌گیرند.