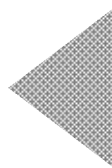


امکان‌سنجی مدیریت ریسک صکوک



دکتر محمدمهدی عسکری^۱

مهدی کریمی^۲

(تاریخ دریافت ۹۱/۵/۱۰ تاریخ تصویب ۹۲/۶/۳۰)

چکیده

امروزه ابزارهای مالی اسلامی به سرعت در حال گسترش در بازارها هستند و بسیاری از نهادها تمایل دارند که به مشتریان خود خدمات مالی اسلامی ارائه دهند. اوراق صکوک یکی از متداول‌ترین این ابزارها است که در کشورهای اسلامی مورد استفاده قرار می‌گیرد. نهادهای مالی اسلامی با گستره‌ای از انواع ریسک‌های مرتبط با سرمایه‌گذاری و تأمین مالی اسلامی مواجه هستند. آینده صنعت مالی اسلامی تا حدود زیادی به نحوه مدیریت ریسک‌های آن بستگی دارد. بنابراین برای تضمین موفقیت صکوک نیز باید به دنبال راه‌های کنترل ریسک‌های آن باشیم.

این مقاله به دنبال این است که ضمن معرفی اجمالی انواع صکوک و بیان وضعیت آن در دنیا، ریسک‌های مشترک آن‌ها را شناسایی کرده و سپس با بررسی چالش‌های موجود در این زمینه، امکان مدیریت ریسک صکوک را بررسی کند. در پاسخ به این مساله از روش اکتشافی-کاربردی استفاده شده است و نتیجه‌گیری می‌شود که برای کاهش ریسک صکوک، از راه‌کارهای: بکارگیری سوآپ در طراحی صکوک، تقویت بازارهای ثانویه صکوک از طریق ساز و کار بازار آزاد، طراحی بازارهای بین بانکی کاملاً شرعی، انجام اصلاحات در نهادها و

۱- دانشیار دانشکده معارف اسلامی و اقتصاد دانشگاه امام صادق(ع)، m.askari@isu.ac.ir

۲- کارشناسی ارشد دانشکده معارف اسلامی و اقتصاد دانشگاه امام صادق(ع)، eco.karimi@yahoo.com

سازمان‌ها در جهت تقویت زیرساخت‌های مالی و زیرساخت‌های نظارتی، ایجاد یک سیستم گزارش‌دهی مستمر و جامع در مورد نرخ بهره موجود در بازارهای مالی، می‌توان استفاده کرد.

واژگان کلیدی: صکوک، مدیریت ریسک، بازار مالی اسلامی، اوراق قرضه، اوراق بهادار اسلامی، ابزارهای مشتقه.

مقدمه

در نظام پولی اسلام با توجه به حرمت بهره، بانک‌ها به منظور تجهیز و تخصیص وجوه از عقود اسلامی مانند: قرض الحسنه، وکالت، مضاربه، مرابحه و سلف استفاده می‌کنند. با توجه به ممنوعیت استفاده از اوراق قرضه و مانند آن در نظام مالی اسلام، برای اعمال سیاست پولی در بازار پول و نیز تأمین مالی در بازار سرمایه، نیاز به طراحی ابزارهای جدیدی است تا این ابزارها ضمن مشروع بودن، بتوانند هدف‌های این دو بازار را تحقق بخشند.

اخیراً موضوع تأمین مالی اسلامی در فضای بین‌المللی، اهمیت بسیار بالایی یافته و نهادها و ابزارهای مالی اسلامی متنوعی ابداع و به کار گرفته شده است. صکوک به عنوان یکی از ساختارهای تبدیل‌داری‌ها به اوراق بهادار از جمله مهم‌ترین ابزارهای تأمین مالی ساختار یافته در نظام بانکداری اسلامی است که بر مبنای عقود بانکداری اسلامی طراحی شده و به علت تفاوت در ماهیت و اوصاف عقود، در بازارهای مالی توجه متقاضیان با سلیقه‌ها و درجه‌های ریسک‌پذیری مختلف را به خود معطوف کرده است.

بر اساس آمارهای موجود، تا پایان سال ۲۰۰۷ میلادی ارزش کل صکوک منتشر شده بالغ بر ۱۰۰ میلیارد دلار عنوان شده است. کشورهای بحرین، مالزی، دبی، قطر و آلمان در جایگاه پیشگامان در این زمینه شناخته شده‌اند (طریق و دار، ۲۰۰۷). در ایران نیز نخستین بار صکوک مشارکت (اوراق مشارکت) جهت تأمین مالی برخی از طرح‌های سرمایه‌گذاری و پس از آن به صورت ابزار سیاست پولی مورد توجه قرار گرفت (فراهانی‌فرد، ۱۳۸۸).

یکی از مهم‌ترین دغدغه‌های نهادهای مالی اسلامی، مدیریت مؤثر ریسک حاصل از مبادلات

مالی است. برای قرار گرفتن در شرایط ریسک پایین، نهادهای مالی مرسوم از قراردادهای متعدد، فرآیندها، ابزارها و نهادهای مختلف جهت کاهش ریسک استفاده نموده‌اند. آینده صنعت خدمات مالی اسلامی تا حدود زیادی به نحوه مدیریت ریسک‌های مختلف حاصل از عملیات نهادهای مالی اسلامی بستگی دارد. همچنین میزان ریسک یک ابزار مالی، یک عامل تعیین‌کننده در میزان موفقیت و تقاضا برای آن ابزار می‌باشد. برای تضمین موفقیت صکوک نیز باید به دنبال راه‌های کنترل ریسک‌های آن باشیم. این نوشتار با استفاده از روش اکتشافی-کاربردی به این موضوع می‌پردازد. در بخش اول صکوک و انواع آن و تمایز آن با اوراق قرضه را معرفی کرده و سپس اشاره‌ای به وضعیت انتشار صکوک در دنیا شده است. در بخش دوم، ریسک‌های مشترک بین انواع صکوک استخراج شده است. در پایان نیز سعی شده تا ضمن شناخت چالش‌های مدیریت ریسک ساختارهای صکوک، راهکارهای عبور از این چالش‌ها معرفی شود.

پیشینه موضوع

مطالعات خوبی در مورد مدیریت ریسک در نظام اسلام صورت گرفته است. محمد عیبدالله (۲۰۰۰) در مقاله‌ای با عنوان «مدیریت ریسک اسلامی: به سوی کارایی و اخلاقیات بیشتر» به تعریف کارایی و بررسی استفاده از قرارداد اختیار معامله برای کاهش و مدیریت ریسک در چارچوب قوانین اسلام پرداخته و ثابت کرده قرارداد اختیار معامله در چارچوب اسلامی کارا تر از اختیار معامله در نظام ربوی است.

مهدی نجم‌آبادی (۱۳۸۱) در مقاله «تفاوت‌های اساسی توزیع ریسک در دو نظام بانکداری اسلامی و سنتی»، به بررسی چهار نوع ریسک مالی، عملیاتی، بازار و برون سازمانی در بانکداری اسلامی و سنتی پرداخته و به این نتیجه می‌رسد که مدیریت ریسک در بانکداری اسلامی با توجه به ویژگی‌های خاص آن بسیار مشکل‌تر از بانکداری سنتی است. راهکار وی برای کاهش ریسک‌های در معرض بانک‌های اسلامی، شراکت ریسک با گیرنده تسهیلات از راه گرفتن وثیقه به وسیله بانک و اجرای نظام و کالتی است.

حسینی‌زاده مظلومی (۱۳۸۹) در پایان‌نامه کارشناسی ارشد خود، کاربرد اوراق استصناع در تأمین مالی مسکن را بررسی می‌کند. در این راستا به مدل‌های مختلف انتشار اوراق استصناع، ریسک‌های این اوراق و نحوه مدیریت آن‌ها اشاره شده است. وی ثابت می‌کند که اوراق

استصناع می‌تواند سلايق مختلف سرمايه‌گذاران در زمينه تأمين مالي مسكن را پوشش دهد. اين اوراق علاوه بر بخش مسكن، براي ساير بخش‌هاي صنعتي، كشاورزي، عمران، مخابراتي و ... نيز مي‌تواند مفيد واقع شود.

حبيب احمد^۱ و طريقت‌الله خان^۲ (۲۰۰۱) در كتاب خود مسائل مختلف ريسك‌هاي تأمين مالي اسلامي را بررسي کرده‌اند. ايشان در تبين چالش‌هاي شريعت در مديريت ريسك به سه موضوع اشاره مي‌کنند: اولاً تعدادي از تكنيك‌هاي مديريت ريسك قابل استفاده توسط نهادهاي مالي اسلامي نمي‌باشند که متأسفانه هنوز براي يافتن جايزگزيني براي آنها تلاشي صورت نگرفته است. ثانياً موضع‌گيري شريعت در مورد ممنوعيت فروش بدهي و ممنوعيت استفاده از قراردادهاي آتي نرخ ارز بر روي فرآيند مديريت ريسك اثر مي‌گذارند. ثالثاً قراردادهاي مالي اسلامي استانداردسازي نشده‌اند.

علي ارسلان طريقت^۳ (۲۰۰۴) در كتاب «مديريت ريسك‌هاي مالي ساختارهاي صكوك» ريسك‌هاي موجود در ساختارهاي صكوك را تحليل کرده و به بررسي چالش‌هاي نهادي و سازماني و چالش مشتقات صكوك پرداخته است. وي در نهايت به اين نتيجه مي‌رسد که صكوك جايزگزين مطلوبي براي اوراق قرضه در بازارهاي مالي اسلامي است.

حبيب احمد (۲۰۰۵) در كتاب «ساختارهاي عملياتي براي تأمين مالي سهام اسلامي» راه‌هاي کنار آمدن با ريسك نقدبنگي، ريسك اعتبار و ريسك عملياتي را بررسي کرده است. براي کاهش ريسك نقدبنگي، بايد وجوه دريافتي بلندمدت در دسترس باشند. مديريت ريسك اعتبار بايد به کمک ساختارهاي قضايي، نظارت قوي و کنترل پروژه انجام شود. وي براي کاهش ريسك عملياتي، استفاده از قرارداد مشاركت را سفارش مي‌کند.

سلمان سيدعلي^۴ (۲۰۰۵) در كتاب «محصولات بازار سرمايه اسلامي (توسعه‌ها و چالش‌ها)»، نگاهی به صكوك داشته که در آن بخش به عوامل ريسك صكوك پرداخته است. در پايان به همراه ارائه يك جدول منظم، وضعيت ريسك اعتباري، ريسك نرخ بهره و ريسك قيمت در

۱ - Habib Ahmad

۲ - Tariqullah Khan

۳ - Tariq, Ali Arsalan

۴ - Salman Seyed Ali

بعضی از انواع صکوک بررسی شده است.

السویلیم^۱ (۲۰۰۶) در کتاب «پوشش ریسک در مالی اسلامی» به طور مفصل مسایل ریسک را بررسی کرده و در پایان در قالب مثال، به بررسی ابزارهای پوشش ریسک اسلامی پرداخته است. در این کتاب، به خوبی نمونه‌هایی از به‌کارگیری چارچوب اسلام برای تلفیق مدیریت ریسک و خلق ارزش ارائه شده که در این راستا ۱۱ ابزار مختلف از جمله مضاربه موازی و پوشش ریسک شخص ثالث معرفی شده است.

پروفسور راسلی^۲ (۲۰۰۸) در مقاله‌اش پیرامون «تحلیل ریسک - بازده در بانک‌های اسلامی»، قانون ریسک را در اسلام مطالعه نموده است. راسلی می‌گوید تا زمانی که سپرده‌های مضاربه، رفتاری همانند سپرده ثابت داشته باشند بانک‌های اسلامی نمی‌توانند به لبه رقابتی خود نزدیک شوند.

این تحقیق با معرفی اجمالی انواع مختلف صکوک ذهن خواننده را با مفهوم صکوک در ادبیات مالی اسلامی آشنا می‌کند و سپس با ارائه چالش‌ها و ریسک‌های صکوک، به بررسی نحوه مدیریت این ریسک‌ها می‌پردازد.

تعریف صکوک

تعریف لغوی: فرهنگ "المنجد" واژه "صک" (جمع آن اُصک، صُکوک و صِکاک) را کتاب، نامه، رسید دریافت پول و ... ترجمه کرده است. دایره‌المعارف "قاموس عام لکل فن و مطلب" در این رابطه چنین بیان می‌کند: صک به معنای سند و سفته (سفته) است و معرب واژه چک در فارسی است. اعراب این واژه را توسعه دادند و آن را بر کلیه انواع حوالات و تعهدات به کار بردند.

تعریف اصطلاحی: در تعریف سازمان حسابداری و حسابرسی نهادهای مالی اسلامی چنین آمده که صکوک عبارتست از اوراقی 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

۱ - Al-Suwailem

۲ - Rosly

مجموعه‌ای از دارایی‌ها و منافع حاصل از آن، و یا ذینفع یک پروژه، یا یک فعالیت سرمایه‌گذاری خاص می‌شود.

انواع صکوک

صکوک انواع مختلفی دارد، در اینجا به بعضی از آن‌ها اشاره می‌کنیم:

۱- **صکوک اجاره:** اوراق بهاداری هستند که برای هر انتشار، ارزش اسمی یکسانی دارند. این اوراق نمایانگر دارایی‌های بادوام فیزیکی‌ای هستند که به یک قرارداد اجاره پیوند خورده‌اند (سلمان سیدعلی، ۲۰۰۵).

۲- **صکوک مرابحه:** اوراق بهاداری است که دارندگان آن‌ها به صورت مشاع، مالک دارایی مالی (دینی) هستند که بر اساس قرارداد مرابحه حاصل شده است (پژوهشکده پولی و بانکی، ۱۳۸۵). از آنجایی که اوراق مرابحه بیانگر هیچ‌گونه مالکیتی نمی‌باشند، لذا قابلیت خرید و فروش در بازار ثانویه را ندارند. به همین دلیل قدرت نقدشوندگی این اوراق پایین بوده و جذابیت چندانی برای سرمایه‌گذاران نخواهند داشت (موسویان، ۱۳۸۸).

۳- **صکوک جعاله:** اوراق مالکیت مشاع دارایی (کار یا خدمتی) است که بر اساس قرارداد جعاله تعهد انجام و تحویل آن شده است. بعد از پایان عمل (موضوع قرارداد جعاله)، صاحبان اوراق، مالک مشاع نتیجه عمل خواهند بود. نتیجه عمل ممکن است خدمت یا دارایی فیزیکی باشد (موسویان، ۱۳۸۸).

۴- **صکوک سلف:** این اوراق بر اساس عقد سلف طراحی می‌شود به عنوان مثال این قابلیت را دارد که در جایگاه ابزار مناسبی برای تأمین کسری بودجه دولت و تأمین مالی بنگاه‌های اقتصادی به کار گرفته شود (فراهانی‌فرد، ۱۳۸۸). تشکیل بازار ثانویه این اوراق به دلیل ممنوعیت فروش مبیع پیش از سررسید، با موانع فقهی روبرو است.

۵- **صکوک استصناع:** نوعی اوراق بهادار است که بر پایه عقد استصناع طراحی می‌گردد و با توجه به ماهیت این عقد می‌توان گفت که دارای نرخ بازده ثابت می‌باشد. این اوراق در تأمین مالی طرح‌های ساخت و ساز و پروژه‌های عظیم صنعتی استفاده می‌شود (حسینی‌زاده مظلومی، ۱۳۸۹).

۶- **صکوک مضاربه:** این اوراق، مبتنی بر قرارداد مضاربه است و با توجه به آنکه قابلیت مبادله در بازار ثانویه را دارد، می‌تواند به عنوان یک ابزار کارآمد مالی، علاوه بر تأمین مالی بخش صادرات، وابستگی نظام مالی را به تأمین مالی به وسیله بانک کاهش دهد و به توسعه بازار سرمایه و تأمین مالی، از این راه کمک کند (موسویان و کاوند و ردادی، ۱۳۸۹).

تمایز صکوک با اوراق قرضه

صکوک در عمل، نقش اوراق قرضه عادی و اوراق بهادار قابل دادوستد در تجهیز منابع از بازارها و تزریق نقدینگی به شرکت‌ها یا دولت و همچنین ایجاد یک منبع درآمد پایدار برای سرمایه‌گذاران را ایفا می‌کند. با این حال، صکوک از چند جهت با اوراق قرضه معمولی و دیگر اوراق بهادار رهنی تفاوت دارد. در این بخش به کمک مقاله ندری (۱۳۸۹) و احمدی حاجی‌آبادی (۱۳۸۶)، این تفاوت‌ها بیان می‌شود:

۱. صکوک بیانگر مالکیت دارایی (ها) مشخص برای دارنده اوراق می‌باشد در حالیکه اوراق قرضه، فقط حاکی از این است که ناشر این اوراق متعهد می‌شود که در سررسید اوراق، مبلغ اسمی مندرج در آن را به مالک ورقه پرداخت نماید؛
۲. دارایی‌های موضوع صکوک بایستی از نظر شرعی مجاز و صحیح باشند در حالیکه در اوراق قرضه، بعضاً دارایی‌هایی که مورد تأیید شرع نمی‌باشد به عنوان پشتوانه مطرح می‌باشند؛
۳. اعتبار اوراق قرضه به اعتبار صادرکننده و یا ناشر آن وابسته است و با آن سنجیده می‌شود در حالیکه اعتبار صکوک تنها به ارزش دارایی پشتوانه اوراق بستگی دارد؛
۴. در اوراق قرضه سود ثابت و تضمین شده است در حالی که در صکوک با بازدهی متغیر، هم سود و هم زیان، هر دو امکان‌پذیر است؛
۵. در صکوک امکان افزایش اصل دارایی و در نتیجه ارزش ورقه صکوک وجود دارد؛ در حالی که اصل بدهی در اوراق قرضه قابلیت افزایش ندارد.

وضعیت صکوک در دنیا

بر اساس آمار موجود، حجم صکوک منتشره از سال ۲۰۰۸ - ۲۰۰۲ بیش از ۱۰۱ میلیارد دلار بوده که شامل صکوک دولتی و شرکتی است. صکوک دولتی بوسیله دولت‌های بحرین، مالزی، پاکستان، قطر و آلمان منتشر شده است. تمام صکوک دولتی به وسیله مؤسسه‌های رتبه‌بندی اعتباری، رتبه‌بندی شده‌اند (ندری، ۱۳۸۹).

مالزی نخستین کشوری بود که توانست صکوک جهانی با رتبه‌بندی بین‌المللی به نام «صکوک اجاره جهانی» را منتشر کند. در ۱۳ ژوئن سال ۲۰۰۱، آژانس پولی بحرین برای اولین بار در خلیج، اوراق دولتی مبتنی بر ساختارهای فقه اسلام را پیشنهاد داد. این اوراق که ۲۵ میلیون دلار ارزش داشت و ۱۲ ماهه بود، بر مبنای صکوک سلم طراحی شده است. قطر نیز صکوک جهانی خود را با ارزش ۷۰۰ میلیون دلار در هشتم اکتبر سال ۲۰۰۳ منتشر کرد. آژانس پولی عربستان سعودی^۱ (SAMA) از طریق تعاملاتش با بانک‌های بازرگانی، اقدام به فروش اوراق بدهی کرده است. تأسیس بازارهای سرمایه جدید در سال ۲۰۰۴، فرصتی را برای عربستان سعودی مهیا کرد تا نقش فعال‌تری را در جا انداختن صکوک بازی کند (ویلسون، ۲۰۰۴).

مقایسه انتشار صکوک از اول سال تا انتهای سه ماهه سوم سال از سال‌های ۲۰۰۸ تا ۲۰۱۱ نیز نشان می‌دهد که رشد چشمگیری در انتشار صکوک در جهان وجود داشته است، به نحوی که در سال ۲۰۰۸ جمعاً ۱۸/۲۴۴ میلیون دلار آمریکا صکوک منتشر شده است که ۴۴ درصد آن متعلق به کشورهای منطقه خاورمیانه و شمال آفریقا است. این در حالی است که در سال ۲۰۱۱ کل صکوک منتشر شده تا انتهای سه ماهه سوم (دوره ۹ ماهه) برابر با ۶۳ میلیارد دلار است، که ۱۶/۲۸۲ میلیون دلار آن توسط کشورهای منطقه خاورمیانه و شمال آفریقا منتشر شده است.

براساس آمار Zawya^۲، در ماه جولای ۲۰۱۲ به طور کلی حدود ۱۵ میلیارد دلار صکوک فروخته شد که با احتساب حجم انتشار ۶ ماهه اول سال ۲۰۱۲ به میزان ۶۸ میلیارد دلار، در مجموع در هفت ماه اول سال ۲۰۱۲، ۸۳ میلیارد دلار صکوک عرضه شده است.

در ایران نیز، با معرفی ابزارهای نوین تأمین مالی اسلامی همچون اوراق مرابحه و استصناع در

۱- The Saudi Arabian Monetary Agency (SAMA)

۲- Zawya: Middle East Business, Financial & Investment News (www.zawya.com)

کنار صکوک اجاره و مشارکت در سال ۱۳۹۱، عرضه‌های انجام شده در ۷ ماهه نخست سال ۲۰۱۲ حاکی از انتشار ۳/۰۴۳ میلیارد ریال معادل ۲۵۰ میلیون دلار آمریکا اوراق اجاره و مشارکت برای شرکت‌ها بوده است. حجم قراردادهای تأمین مالی شرکت‌های تأمین سرمایه در سال‌های اخیر نیز حاکی از رشد بازار بدهی و تمایل شرکت‌ها به تأمین مالی از طریق اوراق اجاره، مباحه و استصناع است. به طور کلی آینده روشنی از توسعه بازار بدهی و انتشار ابزارهای تأمین مالی اسلامی در ایران دیده می‌شود.

مفهوم مدیریت ریسک صکوک

تحلیل ریسک مسأله‌ای رایج در تصمیمات مالی است. تحلیل عواملی که می‌تواند در انتظارات ما نوسان ایجاد کند همان چیزی است که در مطالعه ریسک دنبال می‌شود (الگاری، ۲۰۰۳).
طریق‌الله خان و حبیب احمد توضیح می‌دهند که هر دو قاعده فقهی معروف «الخراج بالضمنان» و «من له الغنم فعليه الغرم» در مالیه اسلامی بر مبنای ریسک استوار هستند. از دو قاعده فقهی مذکور این برداشت صورت می‌گیرد که بازده حاصل از دارایی به صورت ذاتی با میزان مسئولیت‌پذیری در قبال زیان احتمالی آن دارایی در ارتباط است (موسوی بیوکی، ۱۳۸۷).
لذا هدف، حذف ریسک نیست چراکه چنین کاری امکان ندارد. هدف از تحلیل ریسک، اندازه‌گیری ریسکی است که فرد با آن مواجه می‌شود تا او بتواند تصمیم لازم را بگیرد. ما در مدیریت ریسک به دنبال کنترل آن و حذف ریسک‌های غیرضروری هستیم.

ریسک‌های ساختارهای صکوک

صکوک انواع مختلفی از دارایی‌ها و قراردادهای را به اوراق مالی تبدیل می‌کند بنابراین هر ساختار صکوک می‌تواند ریسک‌های مختلفی حاصل از تبدیل دارایی را داشته باشد که این ریسک‌ها به نوع قراردادهای پایه، ماهیت و ترکیب دارایی‌های پایه و اینکه عرضه صکوک با استفاده از خدمات یک یا چند سیستم قانونی صورت پذیرفته، بستگی دارد.
در این بخش خلاصه‌ای از ماهیت ریسک‌های موجود در ساختارهای صکوک بیان شده است.

ریسک‌های بازار

ریسکی است که بر روی ابزارهایی که در بازارهای شناخته شده معامله می‌شود قرار دارد که این ریسک شامل ریسک نرخ بهره، ریسک نرخ ارز، ریسک قیمت سهام و ریسک کالا می‌باشد.

الف) ریسک نرخ بهره (ریسک بازدهی): اگر نرخ بهره افزایش یابد ارزش درآمدی صکوک با نرخ ثابت کاهش پیدا می‌کند. چراکه خریداران صکوک تمایل پیدا می‌کنند در فرصت‌های سرمایه‌گذاری دیگری که نرخ بازدهی بهتری دارند، سرمایه‌گذاری کنند. سررسید نقش مهمی را در تشدید اثر این ریسک بازی می‌کند.

ب) ریسک نرخ ارز: بخش اعظم صکوک منتشرشده در دنیا به صورت بین‌المللی بوده و نوسان‌های نرخ ارز بر آن اثر می‌گذارد. در صورتی که بین واحد پول ارزش‌گذاری دارایی‌های پشتوانه صکوک و ارزی که این اوراق بر اساس آن انتشار می‌یابد تفاوت وجود داشته باشد، دارندگان اسناد صکوک با ریسک نرخ ارز مواجه خواهند بود.

ریسک اعتبار و ریسک شراکت

ریسک اعتبار اشاره دارد به احتمال اینکه یک دارایی یا وام به دلیل تأخیر در تسویه و یا غفلت از انجام آن، غیر قابل وصول شود. چنانچه یک قرارداد با ریسک اعتباری مواجه باشد آنگاه ریسک شراکت، احتمال این است که طرف دیگر قرارداد، شرایط آن قرارداد را فسخ کند. این ریسک‌های اعتباری و شراکتی در ذات مالیه اسلامی هستند که صکوک را نیز در بر می‌گیرد. به عنوان مثال صکوک سلف در معرض این ریسک است که کالاها به موقع عرضه نشوند و یا مقدار کالاها طبق توافق نباشد.

ریسک حفظ معیارهای شرعی

به ضرر در ارزش دارایی اشاره دارد که این ضرر در اثر نقض تعهدات - مربوط به حفظ معیارهای شرعی - توسط ناشر بوجود می‌آید. این نقض‌های عمدی و یا غیر عمدی، صکوک را از اعتبار شرعی می‌اندازد. مسأله این است که عموماً خریداران صکوک افراد ملتزم به ملاحظات شرعی هستند و چنانچه ناشر صکوک در وسط کار به دلیل شرایط رقابت بازار، این ملاحظات را کنار بگذارد تکلیف مالکان اوراق صکوک چه خواهد شد.

ریسک‌های عملیاتی

ریسک‌هایی است که در نحوه عملکرد ذاتی ساختار صکوک اتفاق می‌افتند نه در زمینه رعایت اصول اساسی اسلامی. این ریسک‌ها عبارتند از:

(الف) ریسک کوتاهی در انجام تعهدات^۱: چنانچه بدهکار کوتاهی کند باید مقرراتی داشته باشیم که به کمک آن بتوان اسناد صکوک را فسخ کرد. چنانچه این مقررات کافی نباشد این ریسک بوجود می‌آید.

(ب) ریسک پرداخت اقساط: ممکن است بدهکار نتواند اقساط خود را به موقع بپردازد.

(ج) ریسک‌های مرتبط با دارایی: پدیدآورنده صکوک ملزم است تا دارایی‌ها را به دارندگان اسناد صکوک برگرداند. از آنجائیکه احتمالاً مبلغ اصلی پرداخت‌شده برابر با مقدار صکوک منتشر شده نیست، ریسک برنگرداندن دارایی بوجود می‌آید.

همچنین دارایی‌های زیربنایی اسناد صکوک در معرض خطرات متعددی است و ممکن است دارایی از بین برود. با توجه به ریسک دارایی، نیاز است تا ساختارهای دارایی را حفظ کنیم.

(د) ریسک‌های مخصوص SPV^۲ (شرکت واسط): شرکت واسط (SPV) یک مؤسسه مستقل است که به عنوان یک واسط بین خریداران و فروشندگان صکوک عمل می‌کند. ممکن است SPV به تعهدات خود درست عمل نکند در اینصورت ریسک تسویه حساب با آن را خواهیم داشت.

(ه) ریسک‌های مخصوص سرمایه‌گذار (ریسک نقدینگی): موفقیت مستمر صکوک در گرو توانایی بالای آن در استفاده کافی از مکانیزم‌های مدیریت ریسک است تا جریان نقدینگی آن به صورت روان باشد؛ به عبارتی دیگر نقدینگی آن بالا باشد. از آنجائیکه ساختارهای صکوک با مسایل مدیریت نقدینگی در مالی اسلامی در تعامل هستند لذا به دلیل عدم وجود ساختارهای خوب و کارا در بازار ثانویه در معرض ریسک نقدینگی قرار دارند.

انعطاف‌ناپذیری نهادها

صکوک در کشورهای در حال توسعه ابداع شد. به طور کلی زیرساخت‌های مالی در بسیاری از اقتصادهای نوظهور ضعیف است. به عنوان مثال در این کشورها زیرساخت‌های نظارتی ضعیف است، سیستم‌های ارزیابی اعتباری وجود ندارد، کیفیت خدمات پایین است، استانداردهای

۱- Default Risk

۲- Special Purpose Vehicle

یکنواخت وجود ندارد و دستگاه‌های پشتیبانی از قانون ضعیف هستند. تغییر در این زیرساخت‌ها و انطباق آن با ساختارهای شرعی منحصر به فرد صکوک، در کوتاه‌مدت صورت نمی‌پذیرد.

راهبردهای ممکن برای پوشش ریسک

السولیم (۲۰۰۶) راهبردهای ممکن برای پوشش ریسک را به سه راهبرد پوشش ریسک اقتصادی، پوشش ریسک مشارکتی و پوشش ریسک قراردادی تقسیم‌بندی کرده است.

الف) پوشش ریسک اقتصادی

این راهبرد ناشی از تصمیم افراد تصمیم‌گیر می‌باشد و نیازمند هیچ‌گونه برنامه‌ریزی روشنی با دیگر سرمایه‌گذاران برای رسیدن به اهداف پوشش ریسک مطلوب نمی‌باشد. بهترین مثال قدیمی و روشنی که برای این استراتژی وجود دارد، تنوع‌بخشی سرمایه‌گذاری‌هاست. برن اشتاین^۱ (۱۹۹۶) معتقد است که: «از آنجائیکه تنوع‌بخشی بهترین سلاح در برابر نوسانات بازده می‌باشد، سرمایه‌گذاران سعی در تنوع‌بخشی گزینه‌های سرمایه‌گذاری خود دارند». تنوع‌بخشی یک راهبرد پوشش ریسک اساسی است که می‌تواند به تنهایی به کار رود و یا به عنوان مکمل راهبردهای دیگر استفاده شود.

ب) پوشش ریسک مشارکتی

بسیاری از مسایل اقتصادی را می‌توان از طریق برنامه‌های مشارکتی به جای برنامه‌های انتفاعی حل کرد. از میان این برنامه‌ها می‌توان برنامه‌های توزیع و تسهیم ریسک را نام برد. طبق نظر شیلر^۲ (۲۰۰۳)، معامله متقابل برای تسهیم ریسک و مدیریت آن ضروری است. مطابق با نگرش اسلامی، بیمه تجاری (سهامی) یک قرارداد غرری است و بنابراین این بیمه غیرقابل پذیرش است. در مقابل، بیمه مشارکتی دارای یک آرایش غیر انتفاعی است. تفاوت میان این دو نوع بیمه، در تعهد شرکت بیمه است. بیمه مشارکتی بوسیله حجم منابع تأمین مالی شده، محدود شده است.

ج) پوشش ریسک قراردادی

این راهبرد بر ابزارهای انتفاعی و قراردادی متمرکز شده است. در این روش، برخی از ابزارهای

۱- Bernstein

۲- Shiller

مالی اسلامی به منظور توزیع ریسک تعدیل می‌گردند. در نتیجه چنانچه از آن‌ها برای تأمین مالی کمک بگیریم، امکان مدیریت فراهم می‌گردد.

امکان‌سنجی مدیریت ریسک صکوک

از آنجا که فعالیت‌های تجاری همیشه در معرض خطر بوده‌اند، مطالعات رسمی در مورد مدیریت ریسک از نیمه دوم قرن گذشته آغاز شد (طریق‌الله خان و حبیب احمد، ۲۰۰۱). دستیابی به بیش از بازده مورد انتظار، تنها از طریق تحمل ریسک بیشتر امکان‌پذیر است. عامل اصلی در مدیریت ریسک، درک رابطه بین ریسک و بازده می‌باشد.

فرض کنید بنگاه A برای ساخت و ساز یک مجتمع آپارتمانی جدید نیاز به سرمایه دارد. یک سرمایه‌گذار بر مبنای استصناع با سود بازاری شش درصد، این ساخت و ساز را تأمین مالی می‌کند. فرض کنید کل مبلغ بدهی‌ها، ۱۰۰ میلیون دلار است این مبلغ می‌تواند به یک میلیون صکوک بدون کوپن ۱۰۰ دلاری تقسیم شود. مقدار اصلی اسناد بدون کوپن، ۹۴ دلار خواهد بود و شش دلار دیگر، سود بازاری^۱ آن است. فرض کنید این اسناد به صورت ده ساله منتشر شده‌اند. در این صورت نیاز است تا اوراق بدون کوپن برای ده سال نگهداری شود تا با قیمت ۱۰۰ دلار نقد گردد. از این رو این دارایی مالی با چند ریسک گره خورده است از جمله:

ریسک نقدینگی: نگهدارنده این اسناد نمی‌تواند قبل از ده سال آن را نقد کند، لذا این اسناد به لحاظ جریان نقدینگی، بسیار غیرروان^۲ است.

ریسک سرمایه‌گذاری مجدد: با توجه به روان‌نبودن این اسناد، دارنده آن‌ها نمی‌تواند در میان راه، آن‌ها را نقد کند و از فرصت‌های سرمایه‌گذاری بهتر استفاده کند.

ریسک اعتباری: ریسک اعتباری ابزار مالی با سررسید بلندمدت، بالاتر از ریسک اعتباری برای ابزارهای کوتاه‌مدت است. نسبتاً آسان است که پیش‌بینی کنیم برای ارزش اعتباری وام‌گیرندگان چه اتفاقی خواهد افتاد مثلاً ارزش اعتباری دوره دو ساله با ارزش اعتباری دوره ده ساله متفاوت است.

ریسک نرخ بهره: پیش‌بینی نرخ‌های بهره بلندمدت بسیار دشوارتر از کوتاه‌مدت است. از آنجایی

۱- Mark-up

۲- Illiquid

که این دارایی با نرخ ثابت می‌باشد، ریسک نرخ بهره آن با توجه به شناور بودن شرایط بازار، بسیار بالاست.

ریسک نرخ ارز: باز هم در بلندمدت می‌بینیم که پیش‌بینی نرخ ارز مشکل است و لذا ریسک آن بالاست.

در رابطه با مدیریت ریسک صکوک، چالش اصلی این است که آن دسته از ابزارهای پوشش ریسک را می‌توان استفاده کرد که در عین حال که منافع توزیع ریسک را به دست می‌دهد از آن‌ها برای اهداف قماربازی استفاده نشود.

ایجاد یک سیستم گزارش‌دهی جامع در مورد نوسانات نرخ بهره موجود در بازارهای مالی

برای کاهش ریسک نرخ بهره، باید بدهی‌ها و دارایی‌ها تراز شود که این کار از طریق تغییر اندازه یا تجدید قیمت دارایی‌ها و یا بدهی‌ها انجام می‌شود. با توجه به رقابت صکوک با سایر ابزارهای مالی در اقتصاد متعارف، ناشر اسناد صکوک باید تلاش کند تا یک سیستم جامع گزارش نرخ بهره را داشته باشد. مدیران ارشد شرکت منتشر کننده صکوک از این گزارش کمک گرفته و اثرات نوسانات نرخ بهره را بر روی ریسک‌های صکوک تحلیل کرده و در صورت امکان، راه‌حل‌های شرعی را برای مقابله با این ریسک‌ها استخراج نموده و به کار می‌گیرند.

مؤسسات مالی بایستی دارای سیستم مناسب کنترل داخلی برای اطمینان از یکپارچگی فرآیند مدیریت ریسک نرخ بهره، ارتقای اثربخش و کارای فعالیت‌ها، و اجرا بر مبنای قوانین، مقررات و سیاست‌های سازمان باشد. این سیستم به مدیران شرکت منتشر کننده صکوک کمک می‌کند تا با موشکافی دقیق سررسید اوراق صکوک و اختیاراتی که در هنگام فروش این اوراق به خریداران صکوک می‌دهند، سعی کنند تا جذابیت‌های لازم را برای رقابت اوراق خود در مقابله با سایر ابزارهای مالی فراهم کنند.

استفاده از دینار اسلامی^۱ ID

اگر سرمایه یک بنگاه تجاری به منظور موازنه میان حجم دارایی‌ها و بدهی‌ها به صورت ترکیبی از ارزش‌های مختلف باشد، آنگاه نسبت سرمایه در طول دوره نوسانات نرخ برابری ارز، دستخوش تغییرات چندانی نخواهد شد. بنابراین برای کاهش ریسک ارز در صکوک، ناشران آن باید واحد محاسبات دریافت و پرداخت‌ها را دینار اسلامی ID قرار دهند. یک دینار اسلامی معادل با یک حق برداشت مخصوص SDR^۲ در صندوق بین‌المللی پول است و دارای وزنی متشکل از ۴۵٪ دلار آمریکا، ۲۹٪ یورو، ۱۵٪ ین ژاپن و ۱۱٪ پوند است.

مدیریت بدهی عمومی^۳

بازارهایی از کشورهای در حال توسعه که درآمد ثابت دارد تحت سلطه اوراق قرضه دولتی است، بنابراین یگانه اصلاحات نهادی مهم از اصلاح مدیریت بدهی عمومی استخراج می‌شود. از دهه ۱۹۸۰، مسایل مرتبط با مدیریت بدهی عمومی در میان اقتصاددانان و سیاست‌گذاران مورد توجه قرار گرفت و افزایش یافت. با افزایش نسبت بدهی در تولید ناخالص داخلی، اهمیت استراتژی‌های تأمین مالی در جهت به حداقل رساندن هزینه‌های مدیریت اوراق قرضه دولتی افزایش پیدا کرد و ملاحظات مربوط به این هزینه‌ها، در خط مقدم قرار گرفت. در این راستا، تکنیک‌های سازماندهی مجدد بازار ثانویه و مشتقات نرخ بهره بوجود آمدند. دولت‌ها نیز به سمت بازار آزاد رفتند. این تغییرات که بر مبنای نظام بازار آزاد صورت می‌گیرد، مقدمات حضور مؤسسات مالی و سرمایه‌گذاران بیشتر را فراهم کرده و نوسانات خدمات بدهی را افزایش می‌دهد. به این صورت، فرآیند کشف قیمت در بازار ثانویه بهبود یافت. این تغییرات باعث افزایش برتری بازارهای مشتقات و سهام و بازار صکوک شده است. موفقیت صکوک به قدرت بازارهای ثانویه آن وابسته است. از آنجائیکه صکوک در کشورهای در حال توسعه ابداع شده است و در این کشورها ساختارهای مالی ضعیف است، نیاز است تا دولت‌ها به سمت بازار آزاد حرکت کنند تا فرآیند کشف قیمت در بازار ثانویه صکوک بهبود یابد.

۱- Islamic Dinar

۲- Special Drawing Right

۳- Public Debt Management

افزایش نقدینگی اوراق در بازارهای ثانویه

تغذیه هر بازار اولیه، به مقدار زیادی به توسعه پایدار و قوی بازار ثانویه وابسته است. همانند تمامی انسان‌ها، پس‌اندازکنندگان و سرمایه‌گذاران مسلمان نیز در مورد چگونگی ریسک‌ها ترجیحات مختلفی دارند، لذا نیاز است که بازارهای ثانویه توسعه پیدا کنند.

میرآخور^۱ (۱۹۹۵) در مورد امکان تشکیل بازارهای ثانویه مطالعاتی را انجام داده است. نگرانی اصلی برای یک بازار ثانویه اسلامی، قابلیت عرضه آن در بازار می‌باشد. وقتی که همه شرایط دیگر یکسان باشد، دارنده اسناد ترجیح می‌دهد تا به جای تجارت در یک بازار ضعیف تجربه‌شده، در یک بازار ثانویه با مقررات و ساختار خوب شرکت کند و به این صورت، احتمال نقدکردن سرمایه‌گذاری خود را به حداکثر ممکن برساند (طریق، ۲۰۰۴).

مشکل فقهی که خرید و فروش صکوک در بازار ثانویه اوراق بهادار با آن مواجه است، جواز یا عدم جواز خرید دین می‌باشد؛ زیرا صکوک اوراق بهاداری است که حکایت از بدهی انتشاردهنده دارد. این اوراق زمانی کارایی لازم را خواهد داشت که امکان خرید و فروش آن در بازار بورس اوراق بهادار وجود داشته باشد و فروش اوراق در صورتی جایز است که اساساً بیع دین را جایز دانسته و علاوه بر آن، بیع دین به مبلغ کمتر از مبلغ اسمی آن به شخص ثالث را در چارچوب تنزیل این اوراق نیز مجاز بدانیم. زیرا در بازارهای ثانویه، اوراق صکوک قبل از سررسید آن، به قیمت کمتر خرید و فروش می‌شود و تنها در این صورت است که انگیزه مناسب برای خریداران اوراق ایجاد خواهد شد.

بسیاری از فقهای پیشین و معاصر بر این اعتقادند که بیع دین مطلقاً صحیح است و خریدار مالک تمام دینی است که خریده است. مشهور فقیهان شیعه، عملیات تنزیل اسناد تجاری نزد شخص ثالث (مثل بانک) را در صورتی که سند حقیقی باشد، از مصادیق بیع دین دانسته و مجاز می‌شمرند. شورای نگهبان نیز عملیات خرید و فروش دین را مجاز شمرده است (حسینی‌زاده مظلومی، ۱۳۸۹). بر این اساس می‌توان در بازارهای ثانویه، صکوک را خرید و فروش کرد.

ریسک عرضه در بازار (بازاریابی) به عوامل دیگری مانند کارآیی اطلاعاتی و تعداد معامله‌گران بازار گره خورده است. با افزایش کارآیی اطلاعاتی، آگاهی سرمایه‌گذاران در مورد وضعیت

بازار بهبود می‌یابد و با افزایش تعداد معامله‌گران، احتمال نقد کردن اوراق بهادار اضافه می‌شود. پس بازار ثانویه اسلامی بهینه، زمانی شکل می‌گیرد که در آن، افراد متعددی، دارایی‌های خود را به اوراق بهادار قابل مبادله تبدیل کنند.

برای فرموله کردن و پرورش یک بازار سرمایه رقابتی، نیاز است تا چارچوب مقررات، نظارت و ساختار مالی توانمند را روشن کنیم. این چالش تا زمانی که مکانیزم‌های مدیریت ریسک افزایش نیابد و بازار نقدینگی رشد نکند، همچنان باقی می‌ماند.

راه‌حل اصلی برای حفظ نقدینگی بالا در مؤسسات مالی اسلامی، انجام معاملات مباحه پشت سر هم می‌باشد. صکوک گام مهمی را در مدیریت نقدینگی برداشته است اما عدم وجود یک بازار بین بانکی با ساختار ثابت، باعث شده تا مؤسسات، وجوه خود را درون طیف‌های مختلف سرمایه‌گذاری‌های کوتاه‌مدت و بلندمدت قرار ندهند. یکی از راه‌های افزایش نقدینگی صکوک در بازارهای ثانویه این است که در بازارهای مالی اسلامی، بانک‌ها تلاش کنند تا با ایجاد یک چارچوب مقررات و یک ساختار مالی توانمند در بین خود، استانداردهای شرعی معینی را برای انتشار صکوک مشخص کنند تا امکان تشکیل بازارهای بین بانکی کاملاً شرعی برای صکوک فراهم آید. اگر این بازارهای بین بانکی با ساختار ثابت تشکیل شود، آنگاه مؤسسات مالی، وجوه خود را درون طیف‌های مختلف سرمایه‌گذاری کوتاه‌مدت و بلندمدت قرار خواهند داد و در نتیجه زمینه انجام معاملات مباحه پشت سر هم نیز بوجود می‌آید.

اضافه کردن خیارهای تعبیه‌شده^۱ اسلامی به اسناد صکوک

در سالیان اخیر مشتقات به عنوان یک ابزار مالی نقش رو به رشدی در کاهش ریسک و ایجاد درآمد به عهده داشته‌اند. یک مشتقه مالی ابزاری است که ارزش آن به ارزش دارایی دیگری بستگی دارد. مهمترین انواع مشتقات مالی عبارتند از آتی‌ها^۲، حق اختیار معامله^۳ و قراردادهای سوآپ (معاوضه)^۴.

۱- Embedded Options

۲- Futures Contracts

۳- Option Contracts

۴- Swap Contracts

پيامد معرفي بازارهاي حق اختيار و بازارهاي آتي، پويايي بازارهاي مالي است. اطلاعات در اين بازارها بهتر منتقل مي‌شود. اين بازارها از طريق فعال‌سازي نقش بيمه مي‌توانند به ايجاد تعادل در ارزش دارايي‌هايي زيربنايي صكوك كمك كنند. اين مسأله در صورتي اتفاق مي‌افتد كه اين بازارها به سرمايه‌گذاران اجازه بدهند تا ريسك‌ها را كارا کرده و به اشتراك بگذارند. علاوه بر اين، اين بازارها به كمك جذب معامله‌گران بيشتر، اطلاعات و بهره‌وري بازارهاي لحظه‌اي را افزايش مي‌دهد. تاخير بازارهاي مالي اسلامي و دولت‌ها در پذيرش مكنانيزم‌هاي متعارف رو به رشد، مطلوب نيست و ما بايد از تجربيات ديگران نيز درس بگيريم.

استفاده از مشتقات در بازارهاي متعارف، صكوك را با دو تا چالش بنيادي زير روبرو کرده است: سوآپ با نرخ‌هاي ثابت و شناور، هزينه‌هاي سرمايه‌گذاري را در بازارهاي متعارف، کاهش داده‌اند لذا صكوك در شرايط رقابت سخت‌تري قرار گرفته است.

آن‌ها در مديريت ريسك‌هاي بازراري و اعتباري به كار گرفته شده‌اند و بسيار موفق بوده‌اند. در مالي اسلامي، نزديكترين قرارداد به مشتقات كه مورد استفاده قرار گرفته، قرارداد بيع‌العربون^۱ است. بيع‌العربون در فقه اهل سنت به معامله‌اي گفته مي‌شود كه در آن، مقداري از ثمن به صورت پيش‌پرداخت خريد کالا مبادله مي‌شود و پس از انجام معامله، جزء ثمن محسوب مي‌شود و اگر معامله انجام نگيرد، فروشنده مبلغ پيش‌پرداخت را بر مي‌دارد و به مشتري بر نمي‌گردد. حقوقدانان اسلامي در مورد شرعي بودن اين قرارداد اختلاف دارند. در فقه شيعه فقط ابن‌الجنيد اين معامله را صحيح و آن را در جمله شرايط صحيح بيع دانسته است. روايتي از امام صادق(ع) رسیده كه اميرمؤمنان علي(ع) فرموده است: بيع عربون جايز نيست، مگر آن كه جزو ثمن قرار گيرد (الحلي، ۱۴۱۵ ق: ج ۵؛ المجلسي، ۱۴۰۷ ق: ج ۱۹) و از طرف ديگر اين قرارداد نسبت به قراردادهاي حق اختيار متعارف و سنتي محدودتر است چراكه نمي‌توان آن را در مورد تمامی كالاها استفاده كرد (رضايي، ۱۳۸۲).

توسعه بازارهاي سرمايه به كمك ابزارهاي مشتقه، اين نگراني را بوجود آورده كه با توجه به احتمال پيدايش غرر، آيا مي‌توان از آن‌ها در ماليه اسلامي كمك گرفت يا نه؟ و در چنين شرايطي تكليف مديران و سرمايه‌گذاران صكوك در اين بازارها چه مي‌شود؟

حقّ اختیار معامله، قابلیت تصحیح شرعی را دارد؛ ولی قرارداد آتی، دارای موانع مهمّی است. در قراردادهای آتی دو طرف متعهد می‌شوند که در آینده معلوم، معامله‌ای را با قیمت معلوم انجام دهند. عمده اشکال در این نوع، شمول معامله کالی به کالی یا دین به دین بر آن است.

حق اختیار معامله دو نوع است: حق اختیار خرید و حق اختیار فروش. فروشنده حق اختیار خرید، این حق را به خریدار می‌فروشد تا بتواند دارایی معینی را در سررسید معلوم یا پیش از آن، به قیمت معلومی بخرد. این، حق است نه تعهد، و فروشنده به ازای فروش این حق، مبلغی را تحت عنوان حق شرط از خریدار دریافت می‌کند. در سررسید، دارنده حق اختیار معامله تصمیم می‌گیرد که با توجه به بازار، حق اختیار خرید خود را اعمال کند و بخرد یا اینکه خرید نکند و تنها مبلغ شرط را بپردازد. حق اختیار فروش نیز مشابه حق اختیار خرید است.

خیارهای تعبیه‌شده، به شکل بخشی از قرارداد صادرشده اولیه می‌باشد و چیز منفصل و جداگانه‌ای نیست. این خیارها می‌تواند اوراق قابل خرید یا اوراق قابل فروش^۱ را تولید کند (طریق، ۲۰۰۴).

اوراق قابل خرید، مفادی دارد که به صادرکننده آن اجازه می‌دهد تا اوراق را در یک قیمت از پیش تعیین شده‌ای و در یک زمان مشخص در آینده بازخرید کند. برعکس، اوراق قابل فروش به نگهدارنده ورق اجازه می‌دهد تا در یک قیمت از پیش تعیین شده‌ای و در یک زمان مشخصی در آینده، بازخرید نماید.

اوراق قابل فروش معمولاً نسبت به اوراق قرضه بازدهی کمتری دارد چراکه به اندازه کافی برای خریدارش جذاب هست. همینطور ورقه قابل خرید نسبت به ورقه معمولی، بازده بالاتری دارد چراکه کسی که ورق را نگه می‌دارد برای آن، ارزش کمتری قائل می‌شود.

استفاده از حق اختیار خرید و حق اختیار فروش در معامله منع شرعی ندارد. توضیح اینکه تصحیح معامله بر حقّ اختیار معامله به مالیت داشتن حقّ اختیار معامله و قابلیت مثنی واقع شدن حق در بیع و نبود موانع بیع منوط است.

رضایی (۱۳۸۲) ثابت می‌کند که حق مالیت دارد و می‌تواند مبیع قرار گیرد. اولاً هر کس که دارایی در اختیار دارد، بر آن سلطه دارد و می‌تواند به هر کس که بخواهد بفروشد یا با پول

خود، از هر کسی که می‌خواهد، بخرد. اگر شخصی از این حق خود صرف‌نظر کند، خود را محدود کرده و از برخی منافع آن محروم می‌شود. از آنجا که اعمال این حق برای فرد، منافع مالی مستقیم دارد، محروم شدن از اعمال این حق، قابلیت معامله دارد و عرف، این حق و امثال آن را از نمونه‌های حقوق مالی می‌دانند؛ برای مثال، در روایاتی، حق انحصاری فروش، از حقوق مالی دارای ارزش تلقی شده است و به همان سبب از امامان سؤال شده: آیا وجود چنین حقی سبب ربوی شدن معامله می‌شود؟ جمیل بن دراج به امام صادق(ع) می‌گوید: با برخی از مردم عراق در تماس هستیم و به آنها قرض می‌دهیم و آن‌ها غلات خود را برای ما می‌فرستند و با گرفتن اجرت، برای آنها می‌فروشیم و نفعی می‌بریم. حضرت فرمود: اشکالی ندارد. راوی می‌گوید: گویا جمیل گفت: اگر غلات خود را برای ما نفرستند، ما به آن‌ها قرض نمی‌دهیم. حضرت فرمود: اشکالی ندارد. چند روایت دیگر هم وارد شده است (الحر العاملی، ۱۹۸۳: ج ۱۳).

ثانیاً حق، قابلیت معامله دارد؛ زیرا حق، امر اعتباری است و به نظر عرف، این حق، قابلیت انتقال به غیر را دارد و شاهد آن، رواج عقلابی این معامله‌ها در بورس است و از نظر شرعی هم دلیلی بر منع انتقال آن وجود ندارد؛ زیرا پس از قبول انتقال نزد عرف اگر در انتقال شرعی آن شک داشته باشیم، به عموماًت مراجعه می‌کنیم (الایروانی، ۱۴۲۱ ق؛ الموسوی الخمینی، ۱۴۱۰ ق، ج ۱).

ثالثاً نزد عرف این معامله بیع است و حق می‌تواند مبیع قرار گیرد و منع شرعی هم بر این قرار ندارد (الموسوی الخمینی، ۱۴۱۰ ق، ج ۱).

رابعاً غرر هم در معامله وجود ندارد؛ زیرا جهل به مفاد معامله و وضعیت آن و ثمن و مثن وجود ندارد؛ بنابراین، حق اختیار معامله قابلیت مبادله در بازار اولیه را دارد و ثمن در مقابل حق قرار می‌گیرد و اگر قرار باشد در بازار ثانویه مورد تبادل قرار گیرد، همین حق است که در ازای مبلغ خاص منتقل می‌شود و منعی از ناحیه تبدیل آن به «دین به دین» هم وجود ندارد.

با توجه به مطالب بالا می‌توان گفت استفاده از خیار تعبیه‌شده در معاملات منع شرعی ندارد. کاربرد خیارهای تعبیه‌شده را می‌توان به کمک چارچوب طراحی شده توسط السویلیم^۱ (۲۰۰۰)

تجزیه و تحلیل کرد. ملاحظات شرعی قراردادهایی ریسکی را رد نمی‌کند اما ریسک‌هایی که در آن یک طرف بوسیله هزینه طرف مقابل به سود می‌رسد را نمی‌پذیرد. السوایم توضیح می‌دهد که دستورالعمل‌های شرعی، ریسک را تا زمانی که منجر به غرر نشود تحمل می‌کند. بدین ترتیب ریسک‌های قابل قبول عبارتند از:

ناچیز: بنا به این معیار، احتمال شکست یا ضرر باید به اندازه کافی کوچک باشد تا قابل قبول تلقی شود.

ناگزیر: این شرط مربوط به حالت برنده-برنده است یعنی جایی که سود متقابل بدست می‌آید. این ریسک اجتناب‌ناپذیر در نظر گرفته می‌شود چرا که مرتبط با تمام نتایج حاصله است چه این نتایج سودمند باشد و چه نباشد.

ناخواسته: این بعد مربوط به نیت شرکت‌کنندگان در قرارداد است. اگر هر دو طرف به دنبال موقعیت برنده-بازنده باشند، یعنی بخواهند که حتماً یک نفر بازنده شود؛ به غرر می‌انجامد. با توجه به انواع ریسک بیان‌شده در می‌یابیم که برای خیارهای تعبیه‌شده و رابطه آن با غرر، شکل‌های مختلفی را می‌توان تصور کرد. چنانچه بخواهیم در ساختارهای صکوک، این خیار را به کار ببریم باید توجه داشته باشیم که در جهت اهداف مالی اسلامی گام برداریم. در اوراق قرضه متعارف تمام نگاه ما به تغییرات نرخ بهره است اما خیارهای صکوک^۱، به ارزش دارایی‌های زیربنایی و سودآوری و حیات آن در ارتباط با شرایط اقتصادی ارتباط پیدا می‌کند. تا اینجا رابطه خیارهای تعبیه‌شده و غرر بحث شد اما این خیارها چه کمکی به پوشش ریسک صکوک می‌کند؟

در صکوک بدون کوپن و با سررسید مشخص، خریدار صکوک با این محدودیت روبرو می‌شود که باید تا زمان سررسید این اوراق صبر کند؛ در نتیجه این ابزارها با مسایل نقدینگی جدی مواجه شده و نمی‌تواند خود را با تغییرات شرایط بازار مانند تغییرات قیمت، نرخ بهره و نرخ ارز، سازگار کند. از این رو کسانی که در این دارایی سرمایه‌گذاری می‌کنند در معرض ریسک‌های بازاری جدی قرار می‌گیرند. مگر اینکه این ریسک‌های بازاری تسکین یابد و آلا بازارهای صکوک در رقابت خود با بازارهای اوراق قرضه متعارف با چالش‌های صریحی مواجه

خواهد شد.

وظیفه ما این است که در مورد نحوه مدیریت ریسک بازار صکوک بدون کوپن فکر کنیم. برای این امر بهتر است از پیشرفت‌های فعلی در دانش و تکنولوژی نیز استفاده شود. در بازارهای مالی سنتی، اوراق با حق اختیار خرید تعبیه شده و حق اختیار فروش تعبیه شده مانند سوآپ‌های با نرخ ثابت- شناور^۱، نقش مهمی را در تسکین ریسک‌های بازاری بازی می‌کنند (طریق، ۲۰۰۴) که به دوروش مهم صورت می‌گیرد:

اولاً، این اوراق انعطاف‌پذیری وسیع‌تر ابزارهای مالی نسبت به شرایط بازار را تضمین می‌کند. امکان قیمت‌گذاری مجدد یک دارایی، آن را در مقابل ریسک‌های قیمتی محفوظ‌تر می‌کند. از این رو از طریق قیمت‌گذاری مجدد دارایی‌ها توسط شرکت‌های ناشر اوراق، نقدینگی آن دارایی‌ها را بهبود می‌بخشد.

ثانیاً سرمایه‌گذاران با خرید این اوراق، خود را در مقابل ریسک‌ها حفظ می‌کنند. اگر قیمت بازاری سرمایه ناشر اوراق افزایش یابد، ارزش اوراق قابل تبدیل تعبیه شده نیز افزایش می‌یابد. چنانچه قیمت بازاری سهام ناشر، کاهش پیدا کند صاحبان اوراق قابل تبدیل، چیزی را از دست نمی‌دهند چراکه به کمک خیارهای تعبیه شده، فرصت تبدیل این اوراق به دارایی‌های واقعی و منافع آن دارایی‌ها، فراهم شده است.

ساختارهای صکوک به دلایل زیر می‌تواند از بنیاد این ابزارها، نفع ببرد:

۱. این ابزارها اجازه می‌دهد تا بدهی‌ها را به دارایی‌های واقعی و منافع آن تبدیل کنیم که این کار به لحاظ شرعی مجاز می‌باشد. با توسعه ایده تبدیل بدهی به دارایی‌های واقعی و منافع آن، نقدینگی صکوک بدون کوپن افزایش می‌یابد.

۲. جنبه‌های مدیریت صحیح ریسک این ابزارها می‌تواند در توسعه بازارهای رقابتی صکوک با اهمیت فوق‌العاده‌ای ظهور پیدا کند که این مسأله برای توسعه اقتصادی، پیامدهایی مثبت دارد.

از نظر شرع، امکان تبدیل یک بدهی به دارایی‌های واقعی، کالاها و خدمات وجود دارد؛ بنابراین برای تسویه بدهی، فرصت تبدیل آن به دارایی‌های واقعی و منافع آن دارایی‌ها را می‌توان تحت

عنوان خیار تعبیه‌شده، به اسناد بدهی (اسناد صکوک) اضافه کرد. عملاً سازمانی که سرمایه‌ها را تأمین می‌کند بهتر است تا خیار تعبیه‌شده را نیز به کار گیرد. سرمایه‌گذار ملزم به استفاده از چنین خیاری نیست اما در صورت بکارگیری، استفاده‌کننده سرمایه با دادن این قول محدود می‌شود.

در ابتدای مبحث امکان‌سنجی مدیریت ریسک صکوک به ریسک‌های تأمین مالی ساخت و ساز یک مجتمع آپارتمانی به کمک صکوک بدون کوپن اشاره کردیم؛ در این مثال می‌توان به کمک خیار تعبیه‌شده، سناریوی ریسک صکوک بدون کوپن را منتقل کرد. فرض کنید پیمانکار در این اسناد، حق اختیاری را قرار دهد که چنانچه دارنده اسناد بخواهد از سال دوم شروع کند (در زمان اتمام ساخت و ساز) دارنده اسناد می‌تواند آپارتمان را بفروشد و یا آن را اجاره دهد تا اوراق بدون کوپن مورد استفاده قرار گیرند. به عنوان مثال اگر اجاره یک آپارتمان از این ساختمان، سالانه ۳۰۰۰ دلار باشد دارنده اوراق بدون کوپن با ارزش ۳۰۰۰ دلار، برای نقد کردن این اوراق به جای اینکه ده سال صبر کند می‌تواند بعد از دو سال، اجاره یک سال از یک آپارتمان را بدست آورد. به شیوه‌ای مشابه، اگر یک سرمایه‌گذار به اندازه قیمت یک آپارتمان، اوراق بدون کوپن داشته باشد می‌تواند یک آپارتمان را خریداری کند. لازم به یادآوری است که در این حالت، آتی‌های تعبیه‌شده، از نوع حق اختیار خرید است که شرکت پیمانکار بر روی دارایی‌های خود گذاشته است.

به هر حال حق اختیار خرید تعبیه‌شده، ماهیت تمام ریسک‌هایی که قبلاً در مورد صکوک بدون کوپن به آن‌ها اشاره کردیم را تغییر می‌دهد. هنگامی که حق اختیار خرید استفاده شود، ریسک نرخ بهره، ریسک سرمایه‌گذاری مجدد، ریسک اعتباری و ریسک‌های نرخ ارز، همگی تسکین پیدا می‌کنند و محافظت می‌شوند. در واقع دارایی‌های مالی به دارایی‌های واقعی با ویژگی‌های ریسکی متفاوت تبدیل می‌شود. با بکارگیری حق اختیار خرید در صکوک بدون کوپن، دارندگان این اسناد ملزم به این نیستند که تحت هر شرایطی این اوراق را تا زمان سررسید آن، نزد خود نگه دارند بلکه آن‌ها می‌توانند با توجه به تغییرات نرخ بهره و نرخ ارز و سایر تغییرات در بازارهای مالی، در طول یک دوره مشخصی قبل از سررسید اسناد، آن‌ها را بازخرید کرده و یا قرارداد را فسخ کنند. شرکت نیز می‌تواند آن اسناد را در طول یک دوره مشخص قبل از سررسید، بازخرید نماید.

خیارهای تعبیه‌شده می‌تواند به اغلب قراردادهای مالی اسلامی مانند اجاره، فروش اقساطی و

قراردادهای سلم اضافه شود. علاوه بر این، امکان افزودن طیف گسترده‌ای از خيارات به قراردادهای مختلف وجود دارد. به عنوان مثال، به دارندگان کوپن صفر این اختیار را داده‌اند تا اسنادشان را با مقدار مناسبی از محصول شرکت مبادله کنند. این مسأله به ماهیت شرکت و محصول آن بستگی دارد مثلاً چنانچه شرکت، چندین شعبه داشته باشد، این مسأله به سهام مشترک آن شرکت وابسته است (طریق، ۲۰۰۴).

استفاده از سواپ در صکوک

تعریف ساده سواپ را می‌توان اینطور بیان کرد که توافقی است بین دو طرف معامله مبنی بر اینکه می‌توانند در یک زمان از پیش تعیین شده‌ای از آینده، وجوه در گردش را مبادله کنند (طریق، ۲۰۰۴). در این توافقنامه دو مسأله روشن می‌شود؛ یکی جریان نقدی‌ای که می‌تواند مبادله شود و دوم زمان ممکن برای انجام مبادله؛ که هر دوی این‌ها با توجه به ارزش متغیرهای بازاری آتی مشخص می‌شوند.

ساده‌ترین شکل سواپ، سواپ وانیلی ساده^۱ است که در آن بنگاه A می‌پذیرد تا وجوه در گردش شرکت B را بر اساس پول رایج و با قوانین ملی همانجا در همان دوره زمانی پرداخت کند. سواپ ارزی^۲ نیز داریم که در آن، دو شرکت، منافع بدست آمده و سرمایه‌های اصلی را بر اساس ارزشهای مختلف مبادله می‌کنند. با سواپ، ریسک تغییرات نرخ ارز از بین می‌رود و سواپ ارز موجب بیمه ارز می‌شود. در واقع سواپ، معاوضه جریانی از بهره‌های پرداختی با یک ارز با جریانی از بهره‌های پرداختی با یک ارز دیگر در یک فاصله زمانی مشخص می‌باشد (هال^۳، ۲۰۰۲).

در سواپ نرخ بهره و سواپ ارزی، درجه معینی از ریسک اعتباری وجود دارد، لذا مؤسسات مالی تنها در صورتی که ارزش سواپ مثبت باشد خود را در معرض ریسک آن قرار می‌دهند. به هر حال چنانچه ذهنیت طرف دوم قرارداد و ارزش سواپ از نظر مؤسسه مالی منفی باشد، تحلیل

۱- Plain Vanilla Swap

۲- Currency Swap

۳- Hull

آن مؤسسه مالی این می‌شود که با خلاص شدن از این بدهی، سود می‌کنند. وقتی سرمایه اصلی یکسان است ضررهای بالقوه حاصل از پیش‌فرض در مورد سوآپ خیلی کمتر از زیان‌های بالقوه ناشی از پیش‌فرض ما در مورد وام است. این مسأله ناشی از این واقعیت است که گاهی ارزش آن سوآپ از ارزش منافع این اوراق بیشتر است (طریق، ۲۰۰۴).

مقدار ریسک اعتباری در قیمت سوآپ‌ها نقش زیادی دارد. ارزش سوآپ با یک مؤسسه معتبر، خیلی بیشتر از ارزش سوآپ با یک مؤسسه نامعتبر است. هر چه ظرفیت مازاد برای بازاری که در آن تجارت صورت می‌گیرد، تقویت شود از نظر تحلیل‌گران، ضرورت وارد کردن پیش‌فرض زیان بالقوه در محاسبه قیمت‌ها و مدیریت ریسک مشتقات بیشتر می‌شود.

دارنده اوراق صکوک می‌تواند با یک شرکت معتبر سوآپ انجام بدهد. بدین شکل که در سررسید اسناد صکوک، در قبال دریافت یک مقدار ثابت از شرکت، سود اسناد صکوک به آن شرکت تعلق می‌گیرد.

خلاصه و نتیجه‌گیری

با توجه به حرمت استفاده از بهره در نظام مالی اسلام، مؤسسات مالی اسلامی نمی‌توانند از اوراق قرضه برای تأمین مالی پروژه‌ها استفاده کنند. از طرف دیگر با ورود ابزارهای جدید، بازارهای مالی در دنیا روند توسعه سریعی را طی کرده است. لذا مؤسسات مالی اسلامی باید به دنبال طراحی ابزارهای مالی جایگزین باشند که هم شرعی باشد و هم امکان رقابت را برای آنها فراهم آورد. صکوک یکی از ابزارهای جدید است که در سال‌های اخیر در کشورهای اسلامی رونق گرفته است. اما یکی از مسایل مهم در موفقیت این ابزار، مدیریت ریسک‌های مرتبط با آن می‌باشد. در ساختارهای صکوک ریسک‌های بازار، ریسک اعتبار و ریسک شراکت، ریسک تأمین معیارهای شرعی، ریسک‌های عملیاتی و ریسک انعطاف‌ناپذیری نهادها وجود دارد.

راهبردها و روش‌های پوشش ریسک را به سه دسته پوشش ریسک اقتصادی، پوشش ریسک مشارکتی و پوشش ریسک قراردادی تقسیم می‌کنند.

برای مدیریت ریسک صکوک، انجام اصلاحات در نهادها و سازمان‌ها در جهت تقویت زیرساخت‌های مالی و زیرساخت‌های نظارتی ضروری است. باید سیستم‌های ارزیابی اعتباری بوجود آید، کیفیت خدمات افزایش پیدا کند، دستگاه‌های پشتیبانی‌کننده از قانون تقویت شوند،

و در بازارهای مالی استانداردهای لازم مشخص شود. از آنجایی که موفقیت صکوک به قدرت بازارهای ثانویه آن وابستگی زیادی دارد، دولت‌ها باید به سمت بازار آزاد و فراهم کردن حضور مؤسسات مالی بیشتر در بازارهای مالی خود بروند و با استفاده از تکنیک‌های سازماندهی مجدد بازارهای ثانویه و مدیریت خدمات بدهی عمومی، نوسانات خدمات بدهی را افزایش دهند تا فرآیند کشف قیمت در بازار ثانویه بهبود یابد. این تغییرات باعث افزایش برتری بازارهای مشتقات و سهام و بازار صکوک شده است.

ابزارهای مشتقه باعث پویایی بازارهای مالی شده‌اند. تأخیر بازارهای مالی اسلامی و دولت‌ها در پذیرش مکانیزم‌های متعارف رو به رشد در این زمینه اثر مطلوبی نخواهد داشت و نهادهای اسلامی باید از تجربیات سایر کشورها کمک گرفته و مکانیزم‌های شرعی این روش‌های جدید را به کار بگیرند.

یک مسأله در مدیریت ریسک صکوک، شناخت چالش‌های به کارگیری این ابزارهاست. یک چالش مهم در این زمینه این است که در اضافه نمودن حقوق اختیار معامله در اوراق صکوک باید توجه شود که نتیجه نهایی به غرر نینجامد. نکته بعد این است که دارندگان اوراق صکوک بدون کوپن، باید تا زمان سررسید این اوراق صبر کنند؛ لذا این اوراق با مسایل نقدینگی جدی مواجه می‌شود و نمی‌تواند خود را با تغییرات شرایط بازار مانند تغییرات قیمت، نرخ بهره و نرخ ارز سازگار کند. با عنایت به این دو نکته، اضافه کردن خیارهای تعبیه‌شده به اسناد صکوک پیشنهاد می‌شود. از نظر شرع، اختیار تبدیل یک بدهی به دارایی‌های واقعی و منافع آن دارایی‌ها را می‌توان تحت عنوان خیار تعبیه‌شده، به اسناد صکوک اضافه کرد. خیار تعبیه‌شده با زیرکی سناریوی ریسک صکوک بدون کوپن را منتقل می‌کند. دارنده اوراق صکوک، برای جلوگیری از ضررهای بالقوه در آینده، می‌تواند با یک شرکت معتبر سوآپ انجام دهد. این مسأله ناشی از این واقعیت است که گاهی ارزش آن سوآپ از ارزش منافع این اوراق، بیشتر است.

برای کنترل ریسک نقدینگی صکوک، لازم است تا نظام مالی اسلامی، بازارهای بین بانکی کاملاً شرعی، ابزارهای مالی روان و مکانیزم‌های مدیریت ریسک را در خود توسعه دهد. در این راستا، در این بازارها، بانک‌ها باید استانداردهای شرعی معینی را برای انتشار صکوک مشخص کنند تا امکان تشکیل بازارهای بین بانکی کاملاً شرعی بوجود آید که در این صورت، نقدینگی صکوک نیز بهبود پیدا می‌کند.

با توجه به رقابت صکوک با سایر ابزارهای مالی در اقتصاد متعارف، ناشر اسناد صکوک باید تلاش کند تا یک سیستم جامع گزارش نرخ بهره را داشته باشد. مدیران ارشد شرکت منتشرکننده صکوک از این گزارش کمک گرفته و اثرات نوسانات نرخ بهره را بر روی ریسک‌های صکوک تحلیل کرده و در صورت امکان، راه‌حل‌های شرعی را برای مقابله با این ریسک‌ها استخراج نموده و به کار می‌گیرند.

همچنین ناشر صکوک با قراردادن دینار اسلامی ID به عنوان واحد محاسبات دریافت و پرداخت‌ها، می‌تواند ریسک ارزی را در این اوراق کاهش دهد.

با توجه به مطالب بالا، برای کاهش ریسک‌های اضافی صکوک و کنترل آن‌ها، استفاده از راه‌کارهای: بکارگیری سوآپ در طراحی صکوک، تقویت بازارهای ثانویه صکوک از طریق ساز و کار بازار آزاد، توسعه بازارهای بین بانکی کاملاً شرعی، اضافه کردن خیارهای تعبیه‌شده به صکوک، انجام اصلاحات در نهادها و سازمان‌ها در جهت تقویت زیرساخت‌های مالی و زیرساخت‌های نظارتی، ایجاد یک سیستم گزارش‌دهی جامع در مورد نرخ بهره پیشنهاد می‌شود.

منابع

- احمدی حاجی‌آبادی، سید روح‌الله (۱۳۸۶)، «بررسی فقهی-نظری اوراق بهادار اسلامی (صکوک)»، *فصلنامه راهبرد یاس*، شماره ۱۲.
- حسینی‌زاده مظلومی، سیدرضا (۱۳۸۹)، «بررسی استفاده از صکوک استصناع در تأمین مالی مسکن»، پایان‌نامه کارشناسی ارشد رشته معارف اسلامی و مدیریت دانشگاه امام صادق (ع).
- خان، طریق‌الله، احمد، حبیب (۲۰۰۱)، «مدیریت ریسک، بررسی عوامل بروز آن در صنعت خدمات مالی اسلامی»، ترجمه سیدمحمد مهدی موسوی بیوکی، تهران: انتشارات دانشگاه امام صادق (ع)، چاپ اول، ۱۳۸۷ش.
- رضایی، مجید (۱۳۸۲)، «بررسی فقهی ابزارهای مالی مشتقه»، *فصلنامه علمی پژوهشی اقتصاد اسلامی*، شماره ۱۱.
- سلمان، سید علی (۱۳۸۶)، «محصولات بازار سرمایه اسلامی: توسعه‌ها و چالش‌ها»، ترجمه دکتر محمد مهدی عسکری، مصطفی زه‌تاییان و علی سعیدی، انتشارات دانشگاه امام صادق (ع)، چاپ اول.
- السویلیم، سامی ابراهیم (۱۳۹۰)، «پوشش ریسک در مالی اسلامی»، ترجمه دکتر محمد مهدی عسکری، محمد علیزاده و مهدی حاجی رستم‌لو، انتشارات دانشگاه امام صادق (ع)، چاپ دوم.
- فراهانی‌فرد، سعید (۱۳۸۸)، «صکوک سلف؛ ابزاری مناسب برای تأمین مالی و پوشش ریسک»، *فصلنامه علمی پژوهشی اقتصاد اسلامی*، شماره ۳۳.

- موسویان، سیدعباس و مجتبی کاوند و حمیدرضا اسماعیلی (۱۳۸۸)، «اوراق بهادار (صکوک) جعله: ابزاری کارآمد برای توسعه صنعت گردشگری»، *فصلنامه علمی پژوهشی اقتصاد اسلامی*، شماره ۳۲.
- موسویان، سید عباس و مجتبی کاوند و علی ردادی، ۱۳۸۹ش، «اوراق بهادار (صکوک) مضاربه؛ ابزاری مناسب برای توسعه بخش صادرات ایران»، *دو فصلنامه علمی پژوهشی جستارهای اقتصادی*، شماره ۱۳.
- مهدوی نجم‌آبادی، سیدحسین (۱۳۸۱)، «تفاوت‌های اساسی توزیع ریسک در دو نظام بانکداری اسلامی و سنتی»، *مجموعه مقالات همایش بانکداری اسلامی*، تهران: مؤسسه عالی بانکداری ایران.
- ندری، کامران و احمد کارگر مطلق (۱۳۸۹)، «امکان‌سنجی استفاده از صکوک در جهت تأمین مالی صادرات»، *فصلنامه علمی پژوهشی اقتصاد اسلامی*، شماره ۳۷.

- Elgari, Mohamed Ali(2003), "Credit Risk in Islamic Banking and Finance", *Islamic Economic Studies*, Vol. 10, No. 2.
- Hull, John C.(2002), "*Fundamentals of Futures & Options Markets*", University of Toronto, 4th Edition.
- Habib, Ahmed(2005), "*Operational Structure for Islamic Equity Finance*", Islamic Research and Training Institute.
- Obaidullah, Mohammed(2000), "Islamic Risk Management: Towards Greater Ethics and Efficiency", *Journal of Islamic Financial Services*, vol.3 No.4.
- Rosly, Saiful Azhar, and Mohammad Ashadi Mohd, Zaini(2008), "*Risk-Return Analysis of Shareholders' Fund*", International Center for Education In Islamic Finance.
- Shiller, R.(2003), "*The New Financial Order: Risk in the 21st Century*", Princeton University Press.
- Tariq, Ali Arsalan(2004), "*Managing Financial Risks of Sukuk Structures*", M.Sc. International Banking.
- Tariq, Ali Arsalan and Humayon Dar(2007), "*Risks of Sukuk Structures: Implication for Resource Mobilization*".
- Wilson, Rodney(2004), "*Overview of Sukuk Market*", Institute for Middle Eastern and Islamic Studies.