

بررسی انواع اوراق صکوک در بانکداری اسلامی

نرگس علی‌عصار

کارشناس ارشد اقتصاد

naliasar@yahoo.com

دولت‌ها و شرکت‌ها همواره جهت تأسیس یا گسترش و توسعه فعالیت‌های خود نیازمند تأمین مالی بوده‌اند و از آنجا که شروع ابزارهای تأمین مالی از کشورهای غربی بوده است، به‌طور معمول، بر اساس مبانی ارزشی و حقوقی آنها می‌باشد که در مواردی با مبانی ارزشی و حقوقی اسلام سازگار نیستند. به‌عنوان مثال بهترین ابزار بدهی در نظام مالی متعارف اوراق قرضه می‌باشد که استفاده از این ابزار در نظام مالی اسلامی به دلیل ربوی بودن آن مردود شمرده می‌شود. دولت‌ها و شرکت‌های اسلامی که ضوابط شرعی جزء اصول اساسی و اولیه در جوامع آنها محسوب می‌شود جهت تأمین مالی نیازمند ابزارهایی هستند که مطابق با اصول اسلامی باشد که با گسترش ساختارهای مختلف معاملات مالی توسط بانک‌های اسلامی ایده استفاده از ابزار مالی صکوک یکی از ابزارهای فراگیر اسلامی می‌باشد که می‌توان از آن بهره برد. در این مقاله سعی ما بر این است تا با استفاده از انواع اوراق صکوک و بررسی مشکلات و ریسک‌های موجود مربوط به انواع اوراق صکوک بتوانیم انتخاب مناسبی داشته باشیم.

واژه‌های کلیدی: اوراق قرضه، اوراق صکوک، تأمین مالی.

۱. مقدمه

ایجاد جامعه‌ایده‌آل اسلامی یکی از آرزوهای هر مسلمان است، جامعه‌ای که در آن عدالت اسلامی بین اقشار مختلف جامعه کاملاً برقرار باشد. یکی از مهم‌ترین ابعاد عدالت گسترده بعد اقتصادی آن است که حتی می‌تواند بسیاری از ابعاد دیگر را تحت پوشش قرار دهد. همچنین، تأمین منابع مالی نیز به‌عنوان بازوی توانمند نهادهای مالی از دیگر عوامل مهم در تعمیق نظام مالی هر کشوری محسوب می‌شود؛ به همین جهت در دنیا ابزارهای مالی متنوعی طراحی شده است. از این رو در سال‌های اخیر بررسی ابزارهای مالی نوین موضوعیت یافته است. در حال حاضر، مؤثرترین تجربه در سطح جهان اسلام ابزار مالی صکوک است.

صکوک به‌عنوان یکی از محصولات اوراق بهادار کردن دارایی‌ها، جمع کلمه عربی "صک" و معرب واژه چک در زبان فارسی بوده و نوعی اوراق بهادار اسلامی جایگزین اوراق قرضه می‌باشد که با درگیر کردن یک دارایی مشخص فیزیکی و به میان آوردن قراردادهایی مانند اجاره و مضاربه منطبق با قانون بانکداری بدون ربا است. صکوک یکی از این ابزارهای مالی است که روند انتشار آن در بازارهای جهانی از سال ۲۰۰۱ آغاز شد و از این لحاظ محصول نسبتاً جدیدی محسوب می‌شود. از سوی دیگر، توسعه "ابزارهای ترکیبی" موضوع گسترده‌ای در زمینه تأمین مالی است. صکوک نیز به‌عنوان چنین ابزار ترکیبی در حال گسترش می‌باشد.

صکوک یکی از محصولات فراگیر اسلامی است که دارای انواع گوناگونی بوده و می‌تواند برای مقاصد خاص از قبیل تأمین مالی پروژه‌ها، تأمین مالی تجاری و غیره مورد استفاده قرار گیرد. براین اساس صکوک به ۱۴ نوع صکوک اجاره، سلم، استصناع، مرابحه، مشارکت، مضاربه، نماینده سرمایه‌گذاری، مزارعه، مساقات، ارائه خدمات، حق‌الامتياز، مالکیت دارایی‌هایی که در آینده ساخته می‌شود، مالکیت منافع دارایی‌های موجود و مالکیت منافع دارایی‌هایی که در آینده ساخته می‌شوند طبقه‌بندی می‌گردد.

۱-۱. مفهوم صکوک

دایره‌المعارف قاموس عام لکل فن و مطلب در مورد واژه صکوک چنین بیان می‌کند: صک به معنای سند و سفته (سفته) است و معرب واژه چک در فارسی است. اصطلاح صکوک برگرفته از واژه عربی صکوک به معنای چک، نوشته بدهکار، سفته و قبض بدهی است و به‌طور معمول، اوراق قرضه اسلامی تعریف می‌شود. تمایزی که میان این دو تعریف از صکوک وجود دارد اساسی و مهم است چرا که با تأکید بر این تفاوت هدف از بکارگیری صکوک به‌عنوان ابزاری جدید در بانکداری اسلامی تقلید از اوراق قرضه مبتنی بر بهره در بانکداری معمول نیست بلکه ایجاد ابزاری ابتکاری است که منطبق بر قوانین شریعت اسلام باشد. در نتیجه صکوک به‌عنوان اوراق بهادار با پشتوانه مالی تعریف می‌گردد که باید خود دارای ارزش باشد و نمی‌تواند بر اساس فعالیت‌های سفته‌بازی و سوداگرانه و در واقع فعالیت‌هایی که بدون خلق ارزش و کار صورت می‌گیرند سودآوری داشته باشد.

۱-۲. تاریخچه صکوک

ایده نخستین انتشار اوراق قرضه اسلامی به دهه ۱۹۸۰ برمی‌گردد. در آن زمان تلاش‌های زیادی توسط بانک‌های اسلامی جهت غلبه بر مسأله نقدینگی صورت گرفت. در جولای ۱۹۸۳ بانک مرکزی مالزی به‌عنوان پیشگام در این زمینه، از اوراق بهادار دولتی یا اسناد خزانه که بهره پرداخت

می‌کردند، استفاده نکرد و به جای آن از اوراق بدون بهره به نام گواهی سرمایه‌گذاری دولتی استفاده نمود. این اوراق نرخ بهره از پیش تعیین شده نداشتند، بلکه نرخ بازدهی آنها توسط دولت و به تشخیص آن اعلام می‌شد. نرخ سود از رابطه ثابتی تبعیت نمی‌کرد و بر ملاحظات کیفی طرح بیشتر تأکید می‌شد. برای تعیین نرخ بازدهی معیارهای مختلفی مانند شرایط کلان اقتصادی، نرخ تورم و نرخ بازدهی سایر اوراق بهادار مشابه مورد توجه قرار داشت؛ به این ترتیب شبه ربوی بودن سود به ظاهر برطرف می‌شد و افراد مسلمان اقدام به خرید این اوراق می‌نمودند.

در دهه ۱۹۹۰ همزمان با گسترش ساختارهای گوناگون معاملات مالی توسط بانک‌های اسلامی ایده استفاده از ابزارهای مالی اسلامی نیز تشدید شد. در پی آن متخصصان مالی در کنار علمای دینی اقدام به مطالعه راهکارهای مناسب نمودند. ایده انتشار صکوک اجاره برای نخستین بار توسط منذر کھف در مقاله معروف وی تحت عنوان "استفاده از اوراق اجاره دارایی برای پوشش شکاف بودجه" در سال ۱۹۹۷ مطرح شد و پس از بررسی جزئیات فرایند انتشار آن آغاز شد. در ایران نیز پس از انقلاب اسلامی و تصویب قانون عملیات بانکی بدون ربا در شهریور ۱۳۶۲ علاوه بر عملیات بانکداری متعارف، بهره‌گیری از سایر ابزارهای ربوی نیز ممنوع و به این ترتیب پرونده استقراض عمومی از طریق انتشار اوراق قرضه بسته شد. با اعلام ممنوعیت انتشار اوراق قرضه، خلایی در بازار مالی احساس گردید و در پی آن کارشناسان فقهی و مالی به طراحی ابزارهای مالی اسلامی جدیدی پرداختند که به طراحی و انتشار نخستین اوراق مشارکت در سال ۱۳۷۳ منتهی شد. دولت جمهوری اسلامی ایران در سال ۱۳۷۳ (۱۹۹۴) برای نخستین بار در جهت تأمین مالی طرح‌های عمرانی اقدام به انتشار اوراق بهادار مشارکت منطبق با قوانین اسلامی نمود، تعدد مقررات ناظر بر انتشار اوراق مشارکت موجب گردید تا سرانجام در مهرماه سال ۱۳۷۶ قانون نحوه انتشار اوراق مشارکت به تصویب مجلس برسد.

۱-۳. انواع اوراق بهادار اسلامی (صکوک)

تعاریف و ویژگی‌های فوق‌بیانگر این است که در تمام کشورها به‌ویژه کشورهای اسلامی اوراق صکوک می‌تواند ابزار مناسبی برای فرایند تأمین مالی و تبدیل به اوراق بهادار نمودن دارایی‌ها باشد. برخی کشورهای اسلامی مانند بحرین، مالزی، قطر، امارات و عربستان و برخی کشورهای غیراسلامی مانند آلمان و انگلستان چندین سال است که از صکوک در بازار مالی خود بهره می‌گیرند. مطالعه و بررسی عملکرد این کشورها که پیش از ما از این ابزار مالی استفاده نموده‌اند می‌تواند اطلاعات مفیدی در اختیار قرار دهد (موسویان، ۱۳۸۶).

اوراق صکوک را به‌طور کلی می‌توان به دو دسته اوراق صکوک دولتی و اوراق صکوک شرکتی تقسیم کرد.

جداول (۲) و (۳) تعدادی از صادرکنندگان صکوک، سال انتشار و حجم اوراق منتشر شده را در سطح جهان نشان می‌دهد، همچنین نمودار (۲) حجم اوراق صکوک منتشر شده را از (۲۰۰۱-۲۰۰۶) به‌صورت تفکیک شده شرکتی و دولتی نشان می‌دهد. کاملاً مشخص است که استقبال شرکت‌ها در استفاده از این ابزار مالی در این مدت به‌صورت فزاینده افزایش یافته است.

جدول ۱. تعدادی از صادرکنندگان دولتی اوراق صکوک

(میلیون دلار)

| صادرکنندگان دولتی | سال انتشار | حجم اوراق (میلیون دلار) |
|---------------------|------------|-------------------------|
| صکوک جهانی مالزی | ۲۰۰۲ | ۶۰۰ |
| صکوک جهانی دویی | ۲۰۰۴ | ۱۰۰۰ |
| دولت قطر | ۲۰۰۳ | ۷۰۰ |
| دولت پاکستان | ۲۰۰۵ | ۶۰۰ |
| دولت بحرین | ۲۰۰۳ | ۲۵۰ |
| بانک توسعه اسلامی | ۲۰۰۳ | ۴۰۰ |
| ایالت ساکسونی آلمان | ۲۰۰۴ | ۱۰۰ |

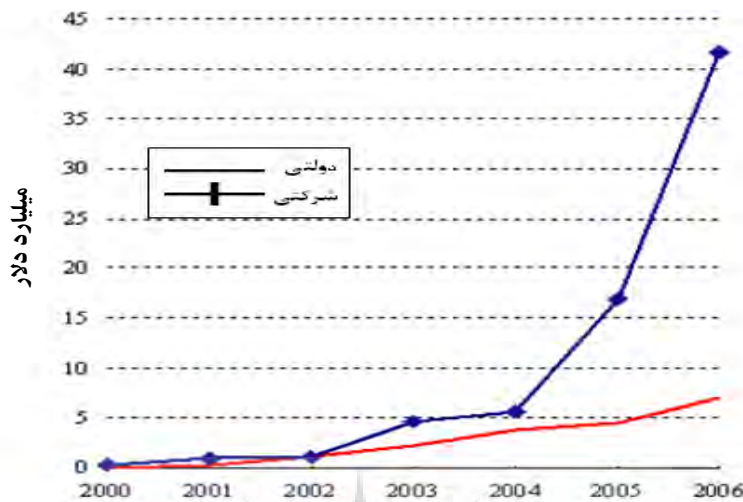
Source: IMF Working Paper, 2007.

جدول ۲. تعدادی از صادرکنندگان شرکتی اوراق صکوک

(میلیون دلار)

| صادرکنندگان شرکتی | کشور | سال انتشار | حجم اوراق (میلیون دلار) |
|-------------------------|---------------|------------|-------------------------|
| بانک استاندارد چارتر | مالزی | ۲۰۰۴ | ۱۰۰ |
| صکوک دورات البحرین | بحرین | ۲۰۰۵ | ۱۵۲ |
| صکوک تجاری واقعی | کویت | ۲۰۰۵ | ۱۰۰ |
| صکوک سرمایه راننا ابانگ | مالزی | ۲۰۰۶ | ۲۰۲۹ |
| گروه ناکهیل | امارات عربی | ۲۰۰۶ | ۳۵۲۰ |
| فرودگاه دویی | امارات عربی | ۲۰۰۶ | ۳۵۰۰ |
| صکوک بین‌المللی دار | عربستان سعودی | ۲۰۰۷ | ۱۰۰۰ |
| الدار | امارات عربی | ۲۰۰۷ | ۲۵۳۰ |

Source: IMF Working Paper, 2007.



Source: IMF Working Paper, 2007.

نمودار ۱. انتشار اوراق صکوک دولتی و شرکتی بین سال‌های (۲۰۰۶-۲۰۰۰)

۱-۳-۱. اوراق اجاره

یکی از مهم‌ترین انواع صکوک معرفی شده صکوک اجاره است. صکوک اجاره اوراق بهاداری است که دارنده آن به صورت مشاع مالک بخشی از دارایی است که منافع آن بر اساس قرارداد اجاره به مصرف‌کننده یا بانی واگذار شده است. در صکوک اجاره حق استفاده از منافع دارایی یا مجموعه‌ای از دارایی‌ها در برابر اجاره‌بها از مالک به شخص دیگری منتقل می‌شود. مدت قرارداد اجاره مشخص است و می‌توان اجاره‌بها را در ابتدای دوره، انتهای دوره یا سررسیدهای ماهانه، فصلی یا سالانه پرداخت کرد. از آنجا که صکوک اجاره اوراق بهاداری است که بیانگر مالکیت مشاع فرد است می‌توان آن را در بازار ثانویه و به قیمتی که به وسیله عوامل بازار تعیین می‌شود معامله نمود.

۱-۳-۱-۱. ویژگی‌های اصلی اوراق اجاره

- قرارداد اجاره در مورد فروش دارایی مورد اجاره برای موجر محدودیتی به وجود نمی‌آورد؛ یعنی موجر می‌تواند دارایی را بفروشد بدون اینکه به قرارداد اجاره خللی وارد شود، زیرا اجاره از عقود لازم است و توسط بیع باطل نمی‌گردد. نکته‌ای که در اینجا وجود دارد این است که خریدار از وقوع اجاره مطلع باشد.

- اجاره‌بها می‌تواند به صورت هفتگی، ماهانه، سالانه یا به هر شکل دیگر که مورد توافق طرفین است پرداخت شود.

- برای مدت زمان اجاره محدودیتی وجود ندارد. قرارداد اجاره می‌تواند تا زمانی که یک دارایی وجود دارد ادامه یابد.
- لزومی ندارد که اجاره‌بها حتماً به صورت وجه نقد پرداخت شود، بلکه هر نوع کالا یا دارایی مالی دیگر نیز می‌تواند به عنوان اجاره‌بها (با توافق طرفین) پرداخت شود.
- استقلال مالکیت: افرادی که در مالکیت یک عین‌الاجاره شریک هستند هر طور که بخواهند به صورت فردی یا جمعی می‌توانند دارایی خود را به مالکان جدید بفروشند.
- نیاز نیست که جریان سودهای منفعت مالی الزاماً منطبق با زمانبندی بازپرداخت‌های اجاره باشد، همچنین نیاز نیست که عین دارایی قرارداد اجاره در زمان قرارداد موجود باشد.
- مخارج نگهداری مربوط به ویژگی‌های اصلی دارایی بر عهده مالک است، در حالی که هزینه‌های نگهداری مربوط به عملیات با آن بر عهده مستأجر است.
- قرارداد اجاره برای بکارگیری در قالب فرایند تبدیل شدن به اوراق بهادار مناسب است. ایده اوراق قرضه اجاره برخاسته از توانایی تبدیل مال‌الاجاره به دارایی‌های مالی است.
- طی شرط ضمن عقد بیع، ناشر متعهد می‌گردد دارایی خریداری شده را به بانی اجاره دهد.

۱-۳-۲. اوراق مرابحه

یکی از انواع قرارداد بیع، بیع مرابحه است که از زمان‌های قدیم بین مردم رایج بوده و مقصود از آن بیعی است که فروشنده قیمت تمام شده کالا اعم از قیمت خرید و هزینه‌های حمل و نقل و نگهداری و سایر هزینه‌های مربوطه را به اطلاع مشتری می‌رساند، سپس تقاضای مبلغ یا درصدی اضافی به عنوان سود می‌نماید. به عنوان مثال، اعلان می‌کند این کالا را به هزار تومان خریده است و حاضر است به ۱۱۰۰ تومان یا با ۱۰ درصد سود به مشتری بفروشد، در بیع مرابحه چنانچه بایع در بیان قیمت خرید یا هزینه‌های مربوطه دروغ بگوید مشتری اختیار فسخ پیدا می‌کند. بیع مرابحه می‌تواند به صورت نقد یا نسیه منعقد شود و در صورتی که نسیه باشد به طور معمول نرخ سود آن بیشتر است.

۱-۳-۳. اوراق استصناع

یکی از ابزارهای مالی که در برخی از کشورهای اسلامی از مرحله فکر گذشته و چند سالی است به مرحله اجرا نیز رسیده اوراق بهاداری است که براساس قرارداد استصناع (سفارش ساخت) طراحی شده است. واژه استصناع در لغت از باب استفعال از ماده صنع است و به معنای طلب و سفارش ساخت چیزی است و در استعمال عرفی عبارت است از اینکه کسی ساخت شیء را از صنعتگر یا

هنرمندی تقاضا نماید و در اصطلاح فقهی و حقوقی، استصناع قراردادی است که به موجب آن یکی از طرفین قرار داد، در مقابل مبلغی معین، ساخت و تحویل چیز مشخصی را در زمان معین نسبت به طرف دیگر برعهده می‌گیرد. ۳ نکته در قرارداد استصناع وجود دارد که آن را از سایر قراردادها متمایز می‌کند، نخست اینکه در قرارداد استصناع به‌طور معمول کالای موردنظر (موضوع استصناع) موجود نیست و سازنده در آینده آن را ساخته و تحویل می‌دهد، دوم اینکه در قرارداد استصناع تهیه مواد اولیه و لوازم کار برعهده سازنده است و سوم اینکه به‌طور معمول در زمان انعقاد قرارداد کل ثمن پرداخت نمی‌شود بلکه بخشی از آن به‌عنوان پیش‌پرداخت داده می‌شود و بخش دیگر به‌صورت دفعی یا تدریجی تا زمان تحویل کالا پرداخت می‌گردد گاهی بخشی از آن به بعد از تحویل هم منتقل می‌شود.

۱-۳-۴. صکوک مشارکت

یکی از مهم‌ترین انواع صکوک معرفی شده صکوک مشارکت می‌باشد. صکوک مشارکت در حقیقت اوراق بهاداری است که دارنده آن به‌صورت مشاع، مالک بخشی از منافی است که ناشی از اجرای یک طرح یا پروژه سرمایه‌گذاری است. مدت قرارداد مشارکت مشخص است و می‌توان سود اوراق را در ابتدای دوره، انتهای دوره با سررسیدهای ماهانه، فصلی یا سالانه پرداخت نمود. از آنجا که صکوک مشارکت اوراق بهاداری است که بیانگر مالکیت مشاع فرد است می‌توان آن را در بازار ثانویه و به قیمتی که توسط عوامل بازار تعیین می‌شود معامله کرد. این نوع صکوک نیز همانند برخی ابزارهای مالی در برخی از کشورهای اسلامی به مرحله اجرا رسیده و چند سالی است مورد استفاده قرار می‌گیرد. ایران و سودان از پیشگامان انتشار اینگونه اوراق بوده‌اند. در ایران قانون حاکم بر این اوراق قانون اوراق مشارکت مصوب ۱۳۷۶ می‌باشد.

۱-۳-۵. اوراق مضاربه

مضاربه در لغت یعنی تجارت با سرمایه دیگری و در اصطلاح عبارت است از اینکه شخصی (مالک) مالی (سرمایه) را به دیگری (عامل) بدهد و در مقابل سهم معینی از سود آن سرمایه را بگیرد، سود اوراق مضاربه به‌طور کامل به سود فعالیت تجاری بستگی دارد. سود فعالیت تجاری نیز گرچه تا حدودی قابل پیش‌بینی است، اما در عمل تابع عوامل مختلفی است که احتمال دارد مغایر با پیش‌بینی درآید. در نتیجه سود اوراق کاملاً متغیر است و در پایان دوره مالی قطعی می‌شود. علمای شیعه برخلاف

اهل تسنن عقد مضاربه را منحصر در تجارت می‌دانند، به همین جهت در ایران این عقد تنها در تجارت منعقد می‌گردد.

۱-۳-۶. صکوک سلم

مفهوم سلم به نوعی از فروش اطلاق می‌شود که در آن فروشنده بهای کالا را پیشاپیش به صورت نقد دریافت می‌کند و در مقابل تعهد می‌نماید که کالای مشخص شده را در تاریخ معینی در آینده به خریدار تحویل دهد، بنابراین پرداخت وجه نقداً (آنی) انجام می‌شود، اما تحویل کالا برای مدت مشخصی به تعویق می‌افتد.

صکوک سلم بعد از صکوک اجاره بیشترین حجم انتشار صکوک را به خود اختصاص داده است. بسیاری از پیشرفت‌های این عرصه در پی انتشار صکوک سلم توسط بحرین حاصل شده است. از نکاتی که می‌بایست به آن توجه داشت این است که این مفهوم شرعی نیز مانند اجاره از بسیاری از جنبه‌های کاربردی با انواع روش‌های کارکردی متعارف شبیه است و این شباهت کارکردی عرصه را برای پیشبرد و توسعه کاربردی آن هرچه بیشتر فراهم کرده است. انتشار صکوک سلم، از چند جنبه برای شرکت‌ها و بانک‌ها مفید است. صکوک سلم بسیاری از بانک‌ها و شرکت‌ها را قادر می‌سازد تا از طریق استفاده از این ابزار از حجم بالایی از دادوستد مبتنی بر قرارداد مرابحه بکاهند. علاوه بر مدیریت نقدینگی و کاهش حجم تبادلات مبتنی بر مرابحه، صکوک سلم در حوزه مدیریت ریسک نیز کاربردهای فراوانی دارد.

۱-۳-۷. اوراق منفعت

یکی دیگر از اوراق بهاداری که برای پرکردن خلأ حاصل از حذف اوراق قرضه، در بازار مالی اسلامی پیشنهاد شده ورق منفعت سند مالی بهاداری است که بیانگر مالکیت دارنده آن بر مقدار معین خدمات یا منافع آینده از یک دارایی بادوام است که در ازای پرداخت مبلغ معینی به وی منتقل شد مانند گواهی حق اقامت در هتل معین برای روز معین، حق استفاده از خدمات آموزشی دانشگاه برای ترم یا سال معین، حق استفاده از یک ساعت پرواز برای مقصد معین و حق استفاده از خدمات حج یا عمره برای سال معین.

۱-۳-۸. اوراق مزارعه

اوراق مزارعه از ابزارهای مالی است که می‌توان بر اساس قراردادهای شرعی طراحی نمود و در بازارهای اسلامی مورد استفاده قرار داد. مزارعه در اصطلاح قراردادی است که به موجب آن یکی از طرفین قرارداد زمینی را برای مدت معین در اختیار دیگری قرار می‌دهد که در آن زراعت کرده و حاصل را با هم تقسیم کنند. در قرارداد مزارعه، صاحب زمین را مزارع و کسی که روی زمین کار می‌کند را عامل یا زارع می‌گویند. صاحب زمین لازم نیست شخصاً مالک زمین باشد، بلکه اگر وکیل یا ولی مالک نیز باشد کفایت می‌کند.

۱-۳-۹. اوراق مساقات

اوراق مساقات اوراق بهاداری می‌باشد که بر اساس قرارداد مساقات طراحی شده است ناشر اوراق مساقات با واگذاری اوراق وجوه متقاضیان اوراق را جمع‌آوری کرده با آن وجوه باغات قابل بهره‌برداری را خریداری سپس به وکالت از طرف دارندگان اوراق به قرارداد مساقات به باغبانان واگذار می‌نماید تا به آنها رسیدگی کنند و در پایان محصول به‌دست آمده را با هم تقسیم نمایند، در این اوراق دارنده اوراق نقش مالک، ناشر نقش وکیل و باغبان نقش عامل در قرارداد مساقات را ایفا می‌کنند و اوراق مساقات سند مالکیت مشاع دارندگان اوراق بر باغات معین است.

۱-۳-۱۰. اوراق جعاله

اوراق جعاله، اوراق مالکیت مشاع دارایی (کار، خدمت یا کالایی) است که بر اساس قرارداد جعاله تعهد انجام و تحویل شده است. پس از پایان عمل (موضوع قرارداد جعاله)، صاحبان اوراق، مالک مشاع نتیجه عمل خواهند بود. نتیجه عمل ممکن است خدمت یا دارایی فیزیکی باشد. اوراق جعاله کاربردهای متنوع دارد.

۱-۳-۱۱. اوراق رهنی

اکثر تسهیلات اعطایی از طرف بانک‌های بدون ربا قابل تبدیل به اوراق بهادار هستند، اما از این میان تسهیلات فروش اقساطی و اجاره به شرط تملیک به دلایل زیر از اولویت برخوردارند: این تسهیلات دارای بازدهی ثابت و معین هستند و برای افراد ریسک‌گریز و برای تبدیل کردن دارایی‌های بانکی به اوراق بهادار آغاز مناسبی به حساب می‌آیند. در این تسهیلات یا دارایی تا پرداخت آخرین اجاره‌بها در مالکیت بانک می‌ماند یا بانک می‌تواند معادل آن را به‌عنوان رهن دریافت نماید، بنابراین این تسهیلات از کمترین ریسک برخوردارند. این تسهیلات دارای زمان‌بندی کاملاً مشخص بوده و

بانک‌ها می‌توانند متناسب با شرایط بازار، بسته‌های مناسب تسهیلات را از جهت سررسید انتخاب و به بازار عرضه نمایند.

۱-۳-۱۲. اوراق مشتقه

مشتقه‌ها قراردادی بین دو یا چند طرف است که پرداخت‌های آن بر اساس موقعیت‌سنجی تعیین می‌شود. در واقع مشتقه‌ها ابزارهایی برای کاهش یا انتقال ریسک به‌شمار می‌آید. برخی از مهم‌ترین گونه‌های مشتقه‌ها عبارتند از: قرارداد سلف، قرارداد آینده، قرارداد معاوضه، قرارداد اختیار و غیره ...

۱-۴. ریسک اوراق صکوک

۱-۴-۱. تعریف ریسک

فرهنگ و بستر درحالی ریسک را در معرض خطر قرار گرفتن تعریف نموده که ریسک در اصطلاح عبارت است از امکان تفاوت بازده از مقدار مورد انتظار. در مورد سرمایه‌گذاری هم، ریسک یعنی احتمال اینکه بازده واقعی (برحسب ریال یا درصد) از بازده مورد انتظار متفاوت شود. تغییر مهم‌ترین عامل ایجاد ریسک است و از آنجا که تغییر همیشه وجود دارد و نیز دامنه آن روزبه‌روز گسترش می‌یابد، پس ریسک نیز همواره وجود دارد و روزبه‌روز بر اهمیت آن نیز افزوده می‌شود. البته در برخی مواقع ریسک را به‌صورت تغییر نامطلوب در بازدهی تحقق یافته تعریف می‌نمایند. به‌عبارت دیگر، تنها تغییرات رو به پایین بازدهی ریسک تلقی می‌شود. ریسک در نظام مالی اسلامی نیز مانند نظام مالی متعارف وجود دارد. درحالت کلی می‌توان گفت صکوک به‌عنوان نماینده ابزارهای مالی اسلامی، به‌صورت ذاتی نسبت به سایر ابزارهای مالی از ریسک بیشتری برخوردار است. دلیل این موضوع آن است که تقریباً تمام ابزارهای مالی اسلامی مبتنی بر مالکیت یک دارایی بوده و بنابراین ریسک این دارایی به سرمایه‌گذاران منتقل می‌گردد (سیاح و صالح‌آبادی، ۱۳۸۴).

۱-۴-۲. عوامل بروز ریسک اعتباری در صکوک

ریسک مربوط به اوراق صکوک را به طرق مختلفی می‌توان دسته‌بندی نمود (ابوالحسنی و حسنی مقدم، ۱۳۸۷).

- مهم‌ترین ریسک‌هایی که دارندگان اوراق صکوک با آن مواجهند را می‌توان به‌صورت زیر بیان نمود:

- ریسک از بین رفتن دارایی‌ها: چنانچه به دارایی مورد اجاره در فرایند انتشار اوراق صکوک به هر دلیل خسارتی وارد آید، آنگاه از ارزش آن دارایی کاسته شده و در نتیجه دارندگان صکوک متضرر می‌گردند. البته این ریسک را می‌توان از طریق بیمه کردن دارایی‌ها به‌طور کامل حذف نمود.

• ریسک نرخ سود: مبلغ اجاره بها معمولاً ثابت تعیین می‌شود و دارندگان اوراق صکوک در هر دوره اجاره‌بهای ثابتی را دریافت می‌نمایند؛ بنابراین چنانچه نرخ سود متداول در بازار افزایش یابد آنگاه آنها، در مقایسه با نرخ سود بازار، سود کمتری دریافت می‌کنند.

• ریسک کاهش قیمت دارایی: چنانچه ارزش دارایی‌ها در تاریخ سررسید (پایان مدت اجاره) به هر دلیل کاهش یابد، آنگاه دارندگان اوراق صکوک با زیان سرمایه‌ای مواجه می‌شوند. البته این ریسک را می‌توان از طریق اعطاء اختیار فروش به دارندگان اوراق صکوک حذف کرد زیرا در این صورت آنها می‌توانند با اعمال اختیار فروش خود، اوراق صکوک را به قیمت مندرج در برگه‌های اختیار فروش به شرکت با مقصدی خاص یا بانی بفروشند.

- مزایا و محدودیت‌های اوراق صکوک را می‌توان به شرح زیر بیان کرد:

- صکوک، نقدینگی شرکت مالک دارایی (بانی) را افزایش می‌دهد.
- دارایی‌هایی که نقدینگی پایینی دارند یا غیرنقد هستند از ترازنامه خارج شده و وجوه نقد جایگزین آن می‌شود.
- با اینکه قسمتی از دارایی‌ها از شرکت بانی (مالک دارایی) جدا می‌شود، اما با این حال باز هم بانی می‌تواند از دارایی‌ها استفاده نماید.
- از آنجا که صکوک با پشتوانه دارایی منتشر می‌شود لذا دارای ریسک کمتری می‌باشد و هزینه تأمین مالی را نیز کاهش می‌دهد. راه دیگر کاهش هزینه تأمین مالی استفاده از افزایش اعتبار است.
- صکوک با فراهم نمودن امکان تبدیل دارایی‌ها به اوراق بهادار به توسعه بازار سرمایه کمک می‌کند.
- چنانچه برای دادوستد اوراق صکوک بازار ثانویه فراهم شود، آنگاه قابلیت نقدشوندگی این اوراق هم افزایش می‌یابد.

- برخی از محدودیت‌های موجود در انتشار اوراق صکوک را می‌توان به شرح زیر بیان نمود:
- فقدان بازارگردان و در نتیجه کاهش نقدشوندگی بازار ثانویه
- فقدان معیارهای مناسب ارزیابی پرتفوی سرمایه‌گذاری متشکل از ابزارهای مالی اسلامی
- عدم کفایت حجم بازار اولیه و در نتیجه کمتر بودن رونق بازار ثانویه در مقایسه با سایر بازارها
- عدم اطلاع کافی بازارها و سرمایه‌گذاران غربی از تنوع و ویژگی‌های ابزارهای مالی اسلامی
- عدم ایجاد زیرساخت‌های لازم برای توسعه بازار صکوک به شکل مناسب
- استاندارد کردن فرایند ارزیابی قیمت‌گذاری این دارایی‌ها یکی دیگر از مشکلات است.
- تسهیل امور مربوط به رتبه‌بندی اوراق می‌بایست صورت گیرد تا روند سرمایه‌گذاری ساده شود.
- تسهیل فرایند ارزیابی و تأیید شرعی ساختار اوراق صکوک می‌بایست صورت گیرد.

۲. نتیجه گیری

با توسعه بازارهای مالی در دنیا روزبه‌روز اهمیت و اثرگذاری آنها در تمام جنبه‌های تمدن بشری از جمله اقتصاد و سیاست افزایش یافته است. بحران‌های مالی ناشی از ریسک‌های اوراق بهادار یا یک نوع ابزار مالی در کشور می‌تواند به راحتی زنجیره‌ای از بحران‌ها را در گستره بزرگی از کشورها ایجاد نماید، مانند بحران ناشی از وام‌های رهنی در آمریکا در اواخر سال ۲۰۰۷ که بازارهای مالی دنیا را با مشکلات بسیاری مواجه کرد.

همین موضوع موجب گردیده توجه و حساسیت نسبت به بازارهای مالی نیز بیشتر شود. در جهان اسلام نیز در سال‌های اخیر با درک نیاز به توسعه بازارها و ابزارهای مبتنی بر شریعت اسلامی که متناسب با اصول اسلامی باشد، بازارهای مالی اسلامی با سرعت بسیار زیادی در حال توسعه و تجهیز هستند. صکوک نیز ابزاری جدید برای تأمین مالی بوده که این ابزار آزمون شده و مناسب برای فرایند تأمین مالی اسلامی است. با توجه به رونق استفاده از این ابزار در سایر کشورهای اسلامی و به‌ویژه در کشورهای همسایه ایران، انتشار صکوک می‌تواند روشی مناسب برای تأمین مالی باشد. با توجه به تحریم‌های مالی و اقتصادی و محدودیت‌های نهادها و شرکت‌های ایرانی برای دسترسی به بازار سرمایه بین‌المللی، ایجاد و توسعه این ابزار باید از اولویت‌های اصلی دولت و نهادهای تصمیم‌گیرنده باشد. با توجه به آنچه که شرح داده شد، می‌توان گفت برنامه‌ریزی و ایجاد بسترهای استفاده از صکوک به‌عنوان نوآوری صورت گرفته در زمینه تأمین مالی اسلامی^۱ ضروری است.

منابع

- ابوالحسنی، اصغر و رفیع حسنی‌مقدم (۱۳۸۷)، "بررسی انواع ریسک‌ها و روش‌های مدیریت آن در نظام بانکداری بدون ربای ایران"، *اقتصاد اسلامی*، تابستان.
- سیاح، سجاد و علی صالح‌آبادی (۱۳۸۴)، *مبانی مهندسی مالی و مدیریت ریسک*، تهران: گروه رایانه تدبیرپرداز.
- موسویان، سیدعباس (۱۳۸۶)، *ابزارهای مالی اسلامی (صکوک)*، تهران: سازمان انتشارات پژوهشگاه فرهنگ و اندیشه اسلامی.