

## مدیریت ریسک‌های اوراق بهادار مضاربه با تأکید بر فقه امامیه

سیدعباس موسویان\*

تاریخ دریافت: ۱۳۹۱/۰۷/۰۱

حسین شیرمردی احمدآباد\*\*

تاریخ پذیرش: ۱۳۹۱/۰۹/۰۵

### چکیده

با توجه به تحریم ربا در اسلام دولت‌ها و شرکت‌ها برای جذب منابع مالی مسلمانان ناچار به استفاده از ابزارهای مالی می‌باشند که علاوه بر توجیه مالی و اقتصادی، منطبق با اصول و احکام شریعت باشد. از طرفی با توجه به انگیزه و سلاطین مختلف سرمایه‌گذاران تنوع در ابزارهای مالی ضرورتی انکارناپذیر است، اما تاکنون در بازار سرمایه جمهوری اسلامی ایران از بین انواع مختلف ابزارهای مالی اسلامی تنها اوراق مشارکت و اجاره البته آن هم در حجم ناچیز نسبت به نیاز طرح‌های اقتصادی کشور، جنبه اجرایی پیدا کرده‌اند. از جمله دیگر ابزارها که اکنون در کانون توجه شرکت‌ها و دولت‌های مسلمان قرار دارد، اوراق بهادار (صکوک) مضاربه است.

از آنجا که در طراحی هر ابزار مالی اسلامی باید به ابعاد فقهی، حقوقی، طراحی مدل مالی، مدیریت ریسک، حسابداری و امور مالیاتی توجه کرد؛ در این پژوهش ابتدا بر اساس مطالعات کتابخانه‌ای و با روش تحلیلی-توصیفی به تحلیل و توصیف روش‌های پوشش ریسک‌های صکوک مضاربه پرداخته و سپس با استفاده از روش تحقیق دلفی انواع مختلف روش‌های پوشش این ریسک‌ها شناسایی و طبقه‌بندی شده‌اند. لذا با توجه به اینکه این تحقیق از تحقیقات اکتشافی می‌باشد، دارای فرضیه نبوده بلکه به دنبال پاسخ‌گویی به این سؤال است که روش‌های پوشش ریسک‌های صکوک مضاربه مبتنی بر فقه امامیه و معاملات مربوط به آن کدام است؟

### واژگان کلیدی

اوراق بهادار اسلامی، اوراق مضاربه، ریسک صکوک مضاربه، مدیریت ریسک صکوک مضاربه

طبقه‌بندی JEL: G32, G23, G15

samosavian@yahoo.com

\* دانشیار پژوهشگاه فرهنگ و اندیشه اسلامی

\*\* دانش آموخته کارشناسی ارشد دانشگاه امام صادق(ع) و نویسنده مسئول shirmardy@isu. ac. ir

#### مقدمه

افزایش درآمد سرانه و در نتیجه وجود درآمد مازاد و پس‌اندازهای افراد جامعه و در مقابل به وجود آمدن شرکت‌های بزرگ که برای تأمین منابع مالی خود نیاز به راهکارهایی اصولی داشتند، باعث شد انواع اوراق بهادار به وجود آید (راعی و سعیدی، ۱۳۸۷، صص ۳-۷). این در حالی است که مسلمانان برای سرمایه‌گذاری و تأمین مالی طرح‌های اقتصادی تنها مجاز به استفاده از ابزارهایی هستند که مطابق با شرع مقدس باشد. از طرفی همچنان‌که که تجربیات سایر کشورها نشان می‌دهد، زمانی یک ابزار مالی در بعد اجرا مقبولیت پیدا می‌کند که از اصول و معیارهای اقتصادی و مالی برخوردار باشد. یکی از مهم‌ترین ابعاد تخصصی که در طراحی هر ابزار مالی اسلامی باید بدان توجه کرد، ریسک‌های آن ابزار می‌باشد. مخاطره‌پذیری یک ابزار مالی، رقابت‌گیری، بازارپذیری، نحوه قیمت‌گذاری و خیلی از عوامل مهم دیگر را تحت تأثیر قرار می‌دهد (موسویان و شیرمردی، ۱۳۹۰، ص ۱۴۶).

اوراق مضاربه نیز به‌عنوان یکی از ابزارهای مالی اسلامی با توجه به ماهیت عقد مضاربه و عدم اجرایی شدن در بازار سرمایه کشور دارای ریسک‌های گوناگونی خواهد بود. این مقاله با مروری بر ادبیات اوراق مضاربه و مدل‌های عملیاتی آن، راه‌های پوشش ریسک‌های این مدل‌ها را بر اساس روش تحلیلی-توصیفی و با استفاده از روش دلفی شناسایی، طبقه‌بندی و تحلیل خواهد نمود. لذا با توجه به اینکه این تحقیق از تحقیقات اکتشافی می‌باشد، دارای فرضیه نبوده بلکه به دنبال پاسخ‌گویی به این سؤال است که روش‌های پوشش ریسک‌های صکوک مضاربه مبتنی بر فقه امامیه و معاملات مربوط به آن کدام است؟

نتایج این تحقیق به تمامی اشخاص حقیقی و حقوقی درگیر در فرایند انتشار صکوک مضاربه اعم از سرمایه‌گذاران، سازمان بورس و اوراق بهادار، بانک‌ها، مؤسسات مالی و اعتباری، مؤسسات بازرگانی و صادراتی و کلیه نهادهای مالی موجود در بازار پول و سرمایه در درک هرچه بهتر ریسک‌ها و نحوه مدیریت آن‌ها کمک خواهد کرد.

## ۱. پیشینه تحقیق

تاکنون در زمینه برخی ابعاد اوراق مضاربه از جمله بُعد مدیریت ریسک، حسابداری و مالیات؛ تحقیق مدونی انجام نشده است اما در زمینه بُعد طراحی مالی و بررسی فقهی - حقوقی این اوراق و سایر انواع اوراق بهادار اسلامی پژوهش‌هایی صورت گرفته، که در ذیل به پژوهش‌های مرتبط اشاره می‌شود:

۱- موسویان (۱۳۸۶) در کتاب «ابزارهای مالی اسلامی» با بررسی فقهی و اقتصادی انواع صکوک، صکوک مضاربه را از منظر فقهی و اقتصادی بررسی نموده است.

۲- زه‌تابیان (۱۳۸۸) در پایان‌نامه خود به طراحی صکوک مضاربه برای شرکت‌های بازرگانی پرداخته است.

۳- موسویان، کاوند و ردادی (۱۳۸۹) در مقاله «صکوک مضاربه ابزاری مناسب برای توسعه صادرات ایران» به طراحی الگوهای اجرایی برای سه نوع صکوک مضاربه و نقش آن‌ها در توسعه صادرات ایران می‌پردازند.

۴- مصباحی مقدم و دیگران (۱۳۹۰) در مقاله «بررسی فقهی و حقوقی اوراق بهادار مضاربه» روابط بین ارکان اوراق مضاربه را از نظر فقهی و حقوقی بررسی نموده‌اند.

۵- سروش و صادقی (۱۳۸۶) در مقاله «ریسک‌های صکوک اجاره و روش‌های پوشش آن» بعد از توضیح مدل عملیاتی اوراق اجاره، ریسک‌ها و روش‌های پوشش آن‌ها را از منظر سرمایه‌گذار بررسی نموده‌اند.

۶- محمدرحیمی (۱۳۸۹) در پایان‌نامه «شناسایی و طبقه‌بندی ریسک‌های اوراق اجاره» ریسک‌های این اوراق را در سه دسته ریسک‌های سرمایه‌گذاران، ریسک‌های بانی و ریسک‌های واسط طبقه‌بندی نموده است.

۷- سروش و کاوند (۱۳۹۰) در مقاله «ریسک‌های اوراق رهنی اسلامی و برخی راهکارهای پوشش آن در ایران» بر اساس روش اکتشافی ریسک‌های این اوراق و راهکارهای پوشش آن‌ها را از منظر سرمایه‌گذار و بانی بررسی نموده‌اند.

۸- موسویان و شیرمردی (۱۳۹۰) در مقاله «شناسایی، طبقه‌بندی و اولویت‌بندی ریسک‌های اوراق بهادار مضاربه با تأکید بر فقه امامیه با رویکرد مدل‌سازی تصمیم‌گیری

چندمعیاره» با استفاده از روش تحقیق دلفی و فنون تصمیم‌گیری چند معیاره ریسک‌های اوراق بهادار مضاربه را طبقه‌بندی و اولویت‌بندی نموده‌اند.

۸- ارسلان طریق (۲۰۰۵) در پایان‌نامه «مدیریت ریسک ساختارهای صکوک» انواع مختلف ریسک‌های صکوک به همراه تعدادی از روش‌های پوشش آن‌ها را بررسی نموده است.

۹- نظیف و توماس (۲۰۰۵) در کتاب «صکوک؛ ساختارها و الگوها» در کنار بررسی الگوهای مختلف صکوک در بعضی موارد اشاراتی به ریسک‌های این ساختارها نموده‌اند.

بنابراین با توجه به اینکه:

۱- صکوک اجاره به‌طور مفصل از نظر فقهی - اقتصادی در سازمان بورس مورد بحث قرار گرفته و در اواخر سال ۸۹ اجرایی شد، لکن صکوک مضاربه برای تصویب و اجرایی شدن نیاز به بحث‌های تخصصی مالی - اقتصادی فراوان دارد.

۲- وجود تفاوت ماهوی بین ریسک‌های اوراق اجاره و مضاربه با توجه به جایگاه متفاوت آن‌ها در تقسیم‌بندی ابزارهای مالی اسلامی، چنانچه صکوک اجاره در ابزارهای انتفاعی با سود معین جای می‌گیرد، در حالیکه اوراق مضاربه از ابزارهای با بازدهی انتظاری است؛

و از آن جا که در زمینه خاص مدیریت ریسک اوراق مضاربه مبتنی بر فقه امامیه تاکنون پژوهشی در ایران و خارج از کشور صورت نگرفته است؛ این پژوهش از تحقیقات پیشین متمایز و دارای نوآوری است و با استفاده از نتایج پژوهش موسویان و شیرمردی (۱۳۹۰) در شناسایی، طبقه‌بندی و اولویت‌بندی ریسک‌های اوراق مضاربه، راه‌های پوشش آن‌ها را بررسی می‌نماید. این پژوهش از نظر روش‌شناسی نیز از معدود تحقیقاتی است که در مطالعات مالی اسلامی با استفاده از روش کیفی دلفی انجام می‌گیرد و از ثمرات این تحقیق نشان دادن اهمیت و کارایی این استراتژی در تحقیقات مالی اسلامی است. با توجه به اینکه این پژوهش از تحقیقات اکتشافی می‌باشد، دارای فرضیه نیست بلکه به دنبال پاسخ‌گویی به سؤال زیر می‌باشد:

روش‌های پوشش ریسک‌های صکوک مضاربه مبتنی بر فقه امامیه و معاملات مربوط به آن کدام است؟

## ۲. ادبیات تحقیق

### ۲-۱. تعریف قرارداد مضاربه

مضاربه عقدی است که به موجب آن یکی از طرفین قرارداد سرمایه می‌دهد، با قید این که طرف دیگر با آن تجارت کرده و در سود آن شریک باشند صاحب سرمایه مالک و عامل مضارب نامیده می‌شود (بنی‌هاشمی، ۱۳۷۸، ص ۲۶۳ و قانون مدنی، ماده ۵۴۶).

### ۲-۲. تعریف اوراق مضاربه

اوراق مضاربه اوراق بهاداری است که براساس عقد مضاربه طراحی می‌شود. ناشر اوراق مضاربه با واگذاری اوراق، وجوه متقاضیان اوراق را جمع‌آوری کرده به‌عنوان مضاربه در اختیار بانی قرار می‌دهد، بانی در فعالیت تجاری سودآور به کار می‌گیرد و در پایان هر معامله یا پایان هر دوره مالی سود حاصله را بر اساس نسبت‌هایی که روی اوراق نوشته شده، میان خود و صاحبان اوراق تقسیم می‌کند. دارندگان اوراق نقش مالک و بانی نقش عامل قرارداد مضاربه را دارند. اوراق مضاربه را می‌توان با کاربری‌های مختلف طراحی کرد (کمیته فقهی سازمان بورس و اوراق بهادار، مصوبه مورخ ۱۳۸۸/۱۱/۱۱).

### ۲-۳. قلمرو اوراق مضاربه

اوراق مضاربه از جهت قلمرو تابع قلمرو قرارداد مضاربه است. میان فقهای شیعه و اهل سنت در تبیین قلمرو عقد مضاربه اختلاف وجود دارد. به اعتقاد مشهور فقهای شیعه، مضاربه به تجارت و بازرگانی اختصاص دارد و سایر فعالیت‌های اقتصادی چون زراعت، باغداری، دامپروری و صنعت را شامل نمی‌شود. در نقطه مقابل برخی از فقهای شیعه و مشهور فقهای متأخر اهل سنت، قائل به توسعه قلمرو عقد مضاربه در همه بخش‌های اقتصادی هستند. بنابراین اگر اوراق مضاربه بخواهد در کشوری مثل ایران منتشر شود و مخاطب عموم مردم قرار گیرد، به ناچار باید در قلمرو امور تجارت و

بازرگانی باشد و شامل سایر بخش‌های اقتصادی نمی‌شود و برای آن بخش‌ها می‌توان از اوراق مشارکت، مزارعه و مساقات یا دیگر اوراق بهادار اسلامی استفاده کرد (موسویان، ۱۳۸۶، ص ۱۴۴).

#### ۲-۴. ماهیت حقوقی اوراق مضاربه

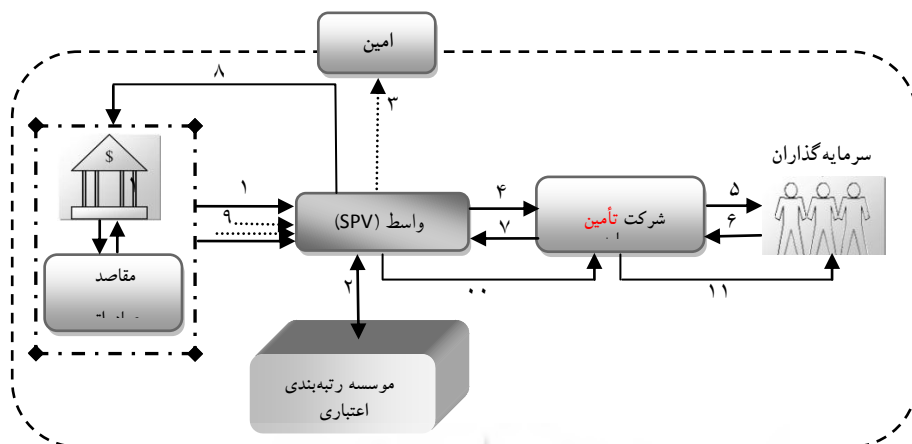
عقد مضاربه - به‌عنوان عقد مبنایی اوراق مضاربه - پیمانی جایز، عهدی و معوض است که به لحاظ ساختاری رابطه‌ای بسیط بین مضارب و مالک سرمایه نیست بلکه خود از چند عقد متفاوت شامل وکالت، شرکت و امانت تشکیل شده است. بر همین اساس در شناخت ماهیت اوراق مضاربه باید به بعد ترکیبی بودن عقد مضاربه توجه داشت (مصباحی مقدم و دیگران، ۱۳۹۰، صص ۱۷۲-۱۷۳).

#### ۲-۵. ارکان اصلی در فرایند انتشار اوراق مضاربه

در معامله‌های مرتبط با اوراق مضاربه، افزون بر سازمان بورس که مجوز انتشار اوراق مضاربه را صادر می‌کند و در حین کار نیز بر عملکرد آن نظارت دارد، عنصرهای زیر به‌صورت ارکان اصلی حضور دارند (زه‌تابیان، ۱۳۸۹، ص ۱۰۷):  
۱. بانی (مؤسسه بازرگانی) ۲. ناشر (واسط) ۳. سرمایه‌گذاران (دارندگان اوراق) ۴. امین ۵. شرکت تأمین سرمایه ۶. شرکت رتبه‌بندی اعتباری ۷. ضامن.

#### ۲-۶. مدل‌های کاربردی اوراق مضاربه

اوراق مضاربه را می‌توان با کاربری‌های مختلف طراحی کرد، کمیته فقهی سازمان بورس و اوراق بهادار سه نوع کاربرد اوراق مضاربه، شامل اوراق مضاربه خاص، اوراق مضاربه عام با سررسید و اوراق مضاربه عام بدون سررسید را از نظر شرعی تأیید کرده است. مدل‌های کاربردی پیشنهادی این سه نوع از نظر ریسک شبیه به هم است، لذا مدل کاربردی پیشنهادی اوراق عام با سررسید همراه با روابط بین ارکان آن به‌عنوان نمونه ذکر می‌شود تا در مراحل بعدی راه‌های پوشش ریسک‌های شناسایی شده در این ساختارها را بررسی نماییم (موسویان و دیگران، ۱۳۸۹، ص ۱۶۰).



شکل شماره ۱. مدل عملیاتی اوراق مضاربه عام با سررسید

## ۲-۷. گردش مالی و روابط حقوقی اوراق مضاربه عام با سررسید

در این پژوهش مدل کاربردی پیشنهادی اوراق مضاربه عام با سررسید آن به‌عنوان نمونه ذکر می‌کنیم؛

۱. مؤسسه بازرگانی در جایگاه بانی با انتخاب شرکت واسط (ناشر)، از بین شرکت‌های واسط مورد پذیرش سازمان بورس، درخواست خود را برای انجام سرمایه‌گذاری به‌وسیله واسط اعلام و واسط را در جایگاه ناشر اوراق در انجام طرح تعیین می‌کند تا با وی به‌عنوان وکیل سرمایه‌گذاران قرارداد مضاربه ببندد.

۲. واسط با انجام مطالعه‌های اولیه و تهیه امیدنامه، تأییدیه لازم را از مؤسسه رتبه‌بندی اعتبار دریافت می‌کند.

۳. شرکت واسط با موافقت سازمان بورس و اوراق بهادار، جهت کنترل و نظارت بر تمام فرایندها، مؤسسه امین را انتخاب می‌کند. امین نیز بر کل عملیات نظارت می‌کند.

۴. واسط، با موافقت سازمان بورس و اوراق بهادار، اوراق مضاربه خاص را منتشر کرده و جهت واگذاری در اختیار شرکت تأمین سرمایه می‌گذارد.

- ۵ و ۶ و ۷. شرکت تأمین سرمایه با واگذاری اوراق مضاربه عام با سرسید به سرمایه‌گذاران، وجوه آنان را جمع‌آوری کرده در اختیار واسط قرار می‌دهد.
۸. شرکت واسط وجوه سرمایه‌گذاران را در اختیار مؤسسه بازرگانی قرار می‌دهد.
۹. مؤسسه بازرگانی وجوه سرمایه‌گذاران را در فعالیت بازرگانی مورد نظر به کار گرفته، سپس در جریان انجام عملیات در سررسیدهای معین شده سودهای علی‌الحساب به سرمایه‌گذاران می‌پردازد و با اتمام عملیات بازرگانی (خرید، صدور، فروش کالا و وصول قیمت آن) در سررسید نهایی بعد از کسر حق عامل، اصل و سود حاصل از فعالیت بازرگانی را به مرور یا یکجا در اختیار واسط قرار می‌دهد.
۱۰. واسط نیز این پول را پس از کسر حق‌الزحمه خود، شرکت رتبه‌بندی اعتباری و مؤسسه امین به‌منظور توزیع بین سرمایه‌گذاران در اختیار شرکت تأمین سرمایه قرار می‌دهد.
۱۱. شرکت تأمین سرمایه نیز پس از کسر حق‌الزحمه خود، مابقی را به صاحبان اوراق می‌پردازد (موسویان و دیگران، ۱۳۹۰، صص ۱۶۱-۱۶۲ با اصلاحات).

## ۲-۸. ماهیت ریسک در مالی اسلامی

در بسیاری از تحلیل‌های اقتصادی به‌ویژه در حوزه مالی و بانکی، عامل نااطمینانی نقش مهمی را در نظریه‌پردازی و مدل‌دار کردن این تحلیل‌ها و نتیجه‌گیری‌های مربوط به آن دارد. در اقتصاد اسلامی نیز با توجه به ویژگی‌های خاص آن، تصمیم‌گیری برای عوامل اقتصادی (بنگاه، خانوار، دولت و غیره)، به‌ویژه در حوزه بانکداری و تأمین مالی اسلامی، همراه با نااطمینانی است. اکنون سؤالی که مطرح می‌شود این است که آیا بحث تصمیم‌گیری در شرایط نااطمینانی و فروض و اصول مربوط به آن با شریعت اسلام و اصول آن سازگاری دارد (ابوالحسنی، ۱۳۸۹، ص ۱۰)؟ در احکام اسلام پذیرش نقش مخاطره در یک سرمایه‌گذاری و داشتن درآمد تضمین شده، قابل جمع نیستند بلکه پذیرش نقش مخاطره در یک سرمایه‌گذاری به معنی زیان‌های احتمالی است. اگر بنا باشد ریسک منشأ درآمد باشد تنها می‌تواند منشأ مجوز درآمد متحمل، غیرمعین و تضمین‌نشده باشد (صالح‌آبادی و آرام، ۱۳۸۰، ص ۱۸۰)؛ بنابراین با توجه به اصل



پذیرش ریسک از دیدگاه اسلام می‌توان اصل «تحمل ریسک بیشتر سرچشمه درآمد بیشتر» را جاری کرد؛ به این صورت که اگر ریسکی که سرمایه‌گذار در فرآیند سرمایه‌گذاری تحمل می‌کند، ریسکی مفید، مولد و قابل کنترل باشد؛ پذیرش آن و کسب درآمد حاصل از آن جایز است، در غیر این صورت ریسک سرمایه‌گذاری با تردید و ابهام شرعی روبه‌روست (مصباحی مقدم و صفری، ۱۳۸۹، ص ۱۴۴).

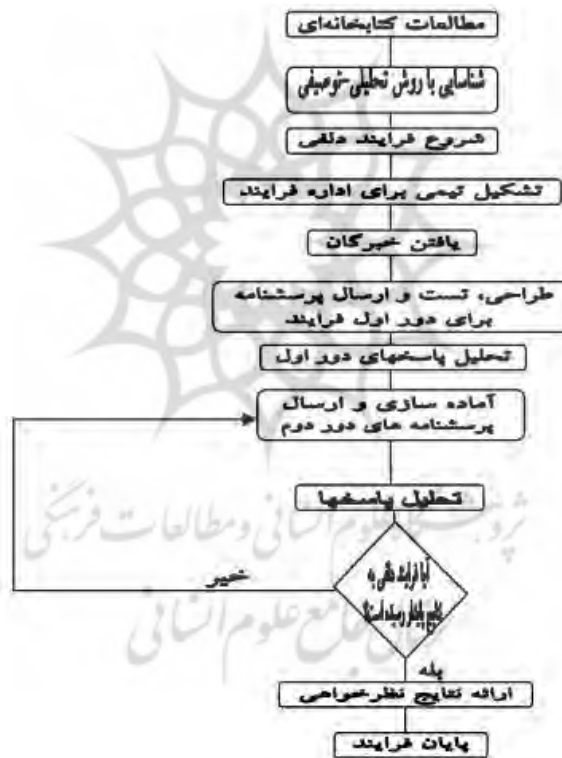
بنابراین از دیدگاه اسلام، مسلمانان حق دارند به تناسب روحیات و سلیق شخصی گونه‌های خاصی از قراردادهای اسلامی را انتخاب کنند. روابط مالی خیرخواهانه و بدون سود، معاملات با سود معین با کمترین ریسک، معاملات با سود معین با ریسک متعارف و معاملات مشارکتی از قبیل مشارکت مدنی، مضاربه با سود انتظاری که در اقتصاد بالاترین ریسک را دارند. لذا در بازار مالی اسلامی نیز می‌توان با استفاده از قراردادهای مجاز شرعی گونه‌های متعددی از ابزارهای مالی با حداقل ریسک تا بالاترین ریسک را طراحی کرد (موسویان، ۱۳۸۶، ص ۲۵۶).

### ۳. روش و مراحل تحقیق

رویکرد این پژوهش استقرایی خواهد بود؛ زیرا از طریق فرایند استقرا به تولید دانش در مورد پدیده مورد بررسی می‌پردازد. در این پژوهش بعد از جمع‌آوری داده‌های مورد نیاز، ابتدا با استفاده از منابع کتابخانه‌ای و با روش تحلیلی-توصیفی بعضی از روش‌های پوشش ریسک‌های اوراق مضاربه بررسی می‌شود و در نهایت با کمک روش دلفی و سنجش نظرات خبرگان پژوهش تکمیل می‌شود.

صاحب‌نظران تعاریف مختلفی از روش دلفی ارائه دادند که عناصر مشترک تعاریف مختلف گرد این موضوع است که دلفی: (۱) روش یا فنی علمی است؛ (۲) برای پیش‌بینی آینده؛ ۳- بر پایه اجماع نظرات متخصصانی که با یکدیگر تماس رو در رو نداشته‌اند (ایمانی جاجرمی، ۱۳۷۹، ص ۲). در روش دلفی با بی‌اتر ساختن سخنوری افراد همه نظرات غیر معمول برای تحلیل بعدی به‌طور یکسان به اعضای گروه برگردانده می‌شود. دلفی روشی کیفی می‌باشد که با یک رویکرد تیمی به تصمیم‌گیری می‌پردازد و با تعریف مسئله مورد مطالعه آغاز، سپس با آماده‌سازی دو یا سه پرسش‌نامه

اجرائی و نهایتاً به تحلیل پاسخها ادامه می‌یابد؛ بنابراین بازخورد کنترل شده و «ثبات در بین پاسخهای کارشناسان» عنصر غیر قابل حذف در روش دلفی است. رمز موفقیت یک محقق با روش دلفی، در انتخاب شرکت‌کنندگان و تنظیم پرسش‌نامه و تعداد دفعات پخش آن می‌باشد (فرتوک‌زاده و الهی، ۱۳۸۹، ص ۱۵۸). در این بخش بعد از ترسیم مدل مفهومی پژوهش، روند شناسایی، طبقه‌بندی و تأیید روش‌های پوشش ریسک‌های اوراق مضاربه توسط خبرگان با استفاده از روش تحقیق دلفی را در سه فاز توضیح می‌دهیم:



شکل شماره ۳. مدل مفهومی پژوهش

### ۳-۱. فاز اول: طوفان فکری

این مرحله از چهار گام تشکیل شده است:

- ۱- شناسایی روش‌های پوشش ریسک‌های شناسایی شده صکوک مضاربه بر اساس ادبیات تحقیق با روش تحلیلی- توصیفی و مصاحبه با متخصصان مالی
- ۲- تهیه پرسش‌نامه اول: جمع‌آوری اولیه روش‌های پوشش ریسک‌های شناسایی شده صکوک مضاربه
- ۳- انتخاب خبرگان بر اساس معیارهای از پیش تعیین شده
- ۴- تماس با خبرگان، توزیع پرسش‌نامه و مصاحبه با آنان

### ۳-۱-۱. گام اول

ریسک ابزارهای مالی را می‌توان از دو دیدگاه کمی و کیفی بررسی کرد؛ از دیدگاه کمی پس از به دست آوردن اطلاعات و داده‌ها محقق به اندازه‌گیری میزان ریسک‌ها اقدام می‌کند. اما برخی ریسک‌ها را نمی‌توان با چنین دیدگاهی محاسبه و اندازه‌گیری کرد (سروش و کاوند، ۱۳۹۰، ص ۱۲۳). از آنجا که در ایران تا کنون اوراق مضاربه منتشر نشده، امکان بررسی ریسک این اوراق به صورت کمی وجود ندارد؛ از این رو، با توجه به هدف مقاله از رویکرد کیفی استفاده می‌شود. محقق در جریان تدوین ادبیات موضوع و با در نظر گرفتن سازوکار اوراق صکوک مضاربه، نقش ارکان اصلی این نوع صکوک و روابط و قراردادهای بین آن‌ها بنا به تحقیقات صورت گرفته در این زمینه، در این بخش تعدادی از ریسک‌های شناسایی شده این ابزار را همراه با تعاریف مربوطه در سه طبقه شامل ریسک‌های سرمایه‌گذاران، بانی و واسط آورده و سپس مهم‌ترین روش‌های پوشش این ریسک‌ها را بنابر ادبیات تحقیق و مطالعه منابع کتابخانه‌ای مرتبط و انجام مصاحبه با خبرگان مالی کشور بررسی می‌نماید.

### روش‌های پوشش ریسک‌های سرمایه‌گذاران

۱. ریسک بازار: ریسک بازار عبارت است از تغییر در بازده که ناشی از نوسانات کلی بازار است. همه اوراق بهاداری که در بازار ثانویه مورد معامله قرار می‌گیرند، در معرض

ریسک بازار هستند (محمدرحیمی، ۱۳۸۹، ص ۷۷). ریسک بازار می‌تواند ناشی از عوامل خرد یا کلان باشد. ریسک سیستماتیک ریسکی است که تقریباً همه دارایی‌های موجود در بازار را با درجات شدت متفاوت تحت تأثیر قرار می‌دهد (Ross, 2008, p.426). در این صورت ریسک-سیستماتیک-بازار به صورت ذاتی در اوراق بهادار قابل معامله در بازارهای ثانویه وجود دارد و به هیچ وجه نمی‌توان با متنوع ساختن پرتفوی آن را از بین برد (بریگام و دیگران، ۱۳۸۴، ص ۴۳). در حالی که ریسک غیرسیستماتیک بازار ناشی از تغییرات در قیمت دارایی یا ابزار خاص به دلیل وقوع رخدادی مخصوص آن دارایی یا ابزار است و با متنوع سازی پرتفوی سرمایه‌گذاری قابل پوشش است. تغییرات قیمت در بازارهای مختلف منشاء ایجاد ریسک‌های مختلف بازار است، از این رو، ریسک بازار را به ریسک قیمت سهام (اوراق بهادار)، ریسک نرخ بهره، ریسک نرخ ارز و ریسک قیمت کالا تقسیم می‌نمایند (Khan, 2001, p.30)

با توجه به تعاریف فوق، این ریسک برای صکوک مضاربه‌ای که در بازار ثانویه پذیرفته شده است نیز وجود دارد. وجود یا عدم وجود ریسک بازار به نوع طراحی اوراق بستگی دارد. جهت اندازه‌گیری آن نیز می‌توان از روش‌های مرسوم همانند ارزش در معرض ریسک استفاده نمود (سروش، ۱۳۸۸، ص ۱۸).

بنابراین بهترین راه پوشش ریسک غیر سیستماتیک و سیستماتیک کشور (از قبیل: نرخ سود بانکی، تورم، نرخ رشد کشور و...) به‌ویژه در شرایط ناپایدار اقتصادی این است که سرمایه‌گذار با متنوع‌سازی پرتفوی خود انواع مختلف اوراق بهادار اسلامی داخلی و بین‌المللی را جهت کاهش ریسک غیر سیستماتیک و سیستماتیک کشور (نرخ سود بانکی، تورم، نرخ رشد کشور و...) در پرتفوی خود نگهداری کند. در ذیل مهم‌ترین روش‌های پوشش انواع مختلف ریسک بازار را شرح می‌دهیم.

#### ۱-۱) ریسک نرخ سود بانکی: کلیه دارایی‌های با بازدهی ثابت و متغیر از اوراق

قرضه متعارف گرفته تا ابزارهای مالی اسلامی مانند صکوک مضاربه، صکوک استصناع، صکوک سلم و... با این ریسک مواجه خواهند بود. نوسانات نرخ سود بانکی منجر به ایجاد این ریسک در این دارایی‌ها می‌شود. قیمت اوراق بهادار با درآمد ثابت با نرخ سود بانکی رابطه معکوس دارد؛ به عبارت دیگر با افزایش نرخ سود بانکی، قیمت

اوراق بهادار کاهش و با کاهش نرخ سود بانکی، قیمت اوراق بهادار افزایش می‌یابد، کماینکه قیمت اوراق با بازدهی متغیر نیز متأثر از نرخ سود بانکی است اگر نرخ سود بانکی نسبت به نرخ سود انتظاری اوراق با بازدهی متغیر بالاتر رود قیمت این اوراق در بازار کاهش می‌یابد و برعکس (موسویان و شیرمردی، ۱۳۹۰، ص ۱۵۵). این مطلب به‌ویژه در مواردی مانند صکوک مضاربه غیر قابل معامله بدون سود علی‌الحساب که دارایی از نقدشوندگی لازم برخوردار نیست صادق است. سررسید، نقش بسزایی در تشدید اثر این ریسک ایفا می‌کند.

### روش‌های پوشش ریسک نرخ سود بانکی

۱) نگهداری اوراق بهادار تا تاریخ سررسید: در این صورت سرمایه‌گذار نگران تغییر قیمت اوراق مضاربه در بازار نخواهد شد. ۲) خرید اوراق مضاربه کوتاه‌مدت: به علت سررسید کوتاه‌مدت این اوراق تغییر نرخ سودبانکی تأثیر چندانی نخواهد گذاشت. ۳) خریداری اوراق مضاربه با تاریخ‌های سررسید متفاوت: اگر سود بانکی در بازار روند سعودی بپیماید پول حاصل از وصول ارزش اسمی اولین دسته اوراق مضاربه که زودتر از بقیه به سررسید می‌رسد، صرف خرید اوراق مضاربه‌ای می‌شود که به تازگی انتشار یافته و دارای نرخ سود علی‌الحساب بالاتر می‌باشد. ۴) مشخص کردن جهت تغییرات نرخ سود بانکی و خریداری اوراق بهاداری با تاریخ‌های سررسید متفاوت؛ ۵) استفاده از ابزارهای مشتقه منطبق با احکام اسلام (قراردادهای آتی، اختیار فروش شرعی و...): در حال حاضر قرارداد آتی سهام و سکه و قرارداد اختیار معامله سهام با ذکر قیودی با تأیید شرعی کمیته فقهی سازمان بورس در بازار سرمایه اجرایی شده است، با اجرایی شدن اوراق مضاربه در بازار سرمایه نیز بحث اوراق مشتقه این اوراق با تأیید شرعی کمیته فقهی قابلیت اجرایی خواهد داشت. قرارداد آتی عبارت از توافق طرفین قرارداد برای انجام معامله مقدار معینی کالا به قیمت مشخصی در زمان تعیین شده در آینده است (صالح‌آبادی و سیاح). قرارداد اختیار معامله نیز اوراق بهاداری است که به موجب آن فروشنده اوراق اختیار متعهد می‌شود در صورت درخواست خریدار، تعداد مشخصی از سهم (اوراق بهادار) پایه را به قیمت اعمال معامله کند. اوراق اختیار معامله می‌تواند

به صورت اختیار فروش یا خرید باشد (دستورالعمل معاملات قرارداد اختیار معامله سهام در بورس اوراق بهادار تهران، مصوب ۱۳/۱۲/۱۳۹۰). این اختیارات ممکن است برای ناشر اوراق باشد که به آن اختیار بازخرید اوراق گفته می شود. در صورت وجود چنین اختیاری برای ناشر، وی می تواند تا قبل از پایان سررسید یا در زمان های خاص، اوراق مضاربه را بازخرید نماید. وجود این اختیار سبب کاهش ریسک ناشر و افزایش ریسک و بازده موردانتظار سرمایه گذاران خواهد شد. در طرف مقابل اگر دارندگان اوراق مضاربه دارای اختیار فروش اوراق باشند، می توانند در طول سررسید اوراق، در صورت کاهش قیمت اوراق با اعمال اختیار، آن را به ناشر یا بانی بفروشند؛ در این صورت برای بانی ریسک اعمال اختیارات وجود خواهد داشت و بدین ترتیب سرمایه گذاران خود را در مقابل ریسک های مختلف (ریسک تورم، ریسک سود و...) پوشش دهند؛ این نوع اختیارات در ابتدای قرارداد مضاربه و در قالب شرط ضمن عقد ایجاد می شوند.

#### ۱-۲) ریسک سرمایه گذاری مجدد

اوراق مضاربه ای که بیش از یک جریان نقدی دارند و سرمایه گذار نتواند با نرخ مورد انتظار خود مجددا سرمایه گذاری کند با این ریسک مواجه خواهند بود. هرچه بخش بزرگ تری از جریان های نقدی مربوط به اصل و فرع سرمایه گذاری در پایان دوره سرمایه گذاری دریافت شود این ریسک کمتر می شود.

#### روش پوشش ریسک سرمایه گذاری مجدد

از آنجا که زمان و تعداد سررسید اوراق نقش اساسی در مواجهه با این ریسک ایفا می کنند، بنابراین جهت کاهش این ریسک می توان در صکوک مضاربه ای که تنها یک سررسید دارند، سرمایه گذاری نمود.

۱-۳) ریسک نرخ ارز: ریسک ارز از نوسانات نامطلوب نرخ ارز ناشی می شود. دارندگان اوراق مضاربه در صورت سرمایه گذاری در اوراق مضاربه بین المللی یا در صورت تفکیک بین واحد پولی که دارایی های مجموعه صکوک بر اساس آن

ارزش‌گذاری می‌شوند و واحد پولی که وجوه صکوک در آن جمع‌آوری می‌شوند، با این ریسک مواجه هستند.

### روش‌های پوشش ریسک نرخ ارز

(۱) استفاده از اوراق مشتقه مانند قرارداد تاخت نرخ ارز؛ در صورتی که از نظر فقهی تأیید شود.

(۲) انتشار صکوک مبتنی بر چند ارز: در این روش انتشار اوراق به دو بخش تقسیم می‌شود؛ به‌عنوان مثال فرض کنید حجم انتشار معادل یک میلیارد دلار باشد. بخش اول معادل ۴۰۰ میلیون دلار و قسمت دوم به یورو معادل ۶۰۰ میلیون دلار خواهد بود (خان و احمد، ۱۳۸۷، ص ۶۱).

۴-۱) ریسک تورم: در اوراق مضاربه چون دارندگان اوراق، سود علی‌الحساب ثابتی را در طی دوره دریافت می‌کنند؛ در صورت افزایش تورم در طی دوره، قدرت خرید دوره‌ای آن‌ها کاهش می‌یابد، هرچند در اثر تغییر قیمت مال‌التجاره در اثر تورم ممکن است قدرت خرید بازدهی نهایی تغییر نکند (موسویان و شیرمردی، ۱۳۹۰، ص ۱۵۵). به عبارت دیگر در اوراق مضاربه، ریسک تورم تا حدود زیادی تعدیل می‌شود.

### روش‌های پوشش ریسک تورم

اگر نرخ تورم زیاد باشد بهترین راه برای کاهش ریسک تورم این است که سرمایه‌گذار با پیش‌بینی نرخ تورم، قبل از افزایش سطح عمومی قیمت‌ها، اوراق بهادار بلندمدت را به فروش رسانده و اوراق بهادار اسلامی کوتاه‌مدت خریداری کند. یکی دیگر از راه‌ها این است که در انواع دارایی‌های واقعی (منقول و غیرمنقول) و مالی که قیمت نهایی آن‌ها همراه تورم افزایش می‌یابد، سرمایه‌گذاری کنیم.

۵-۱) ریسک نقدشوندگی: هر دارایی که در بازار ثانویه مورد معامله قرار گیرد، ممکن است با این ریسک مواجه گردد. نقدشوندگی یک دارایی، عبارت است از

سهولت معامله آن دارایی در یک بازار خاص بدون ایجاد هزینه اضافی؛ صکوک مضاربه نیز مانند دیگر اوراق بهادار با این ریسک روبه‌رو می‌باشد. منابع ریسک نقدشوندگی عبارت‌اند از: تفاوت بین زمان رسیدن سفارش خرید و سفارش فروش در بازار، وجود قوانین مشخص در مورد معامله اوراق بهادار، وجود تقاضای بسیار کم برای معامله و مبادله اوراق بهادار؛ از طرفی میزان این ریسک به ماهیت و نوع اوراق بستگی دارد. به‌عنوان مثال صکوک مرابحه و صکوک استصناع منتشر شده در کشورهای عربی از قدرت نقدشوندگی بسیار اندکی برخوردار هستند؛ زیرا بر اساس نظرات فقهای اهل سنت، خرید و فروش دین حرام است (سروش و کاوند، ۱۳۸۸، ص ۱۷). اما صکوک مضاربه از نظر فقهای اهل سنت و نیز فقهای شیعه قابل معامله ثانویه می‌باشند (تسخیری، ۱۳۸۶، صص ۱۵-۱۶). لذا با فرض پذیرش صکوک مضاربه در یکی از بورس‌ها یا فرابورس‌های اوراق بهادار مانند بورس اوراق بهادار تهران، ریسک نقدشوندگی صکوک مضاربه همانند سهام خواهد بود و بر اساس شرایط بازار (میزان تقاضا و تعداد معامله‌گران، میزان عرضه، میزان کارایی اطلاعاتی بازار، نرخ تورم، نرخ سودبانکی، تغییر در رتبه اعتباری اوراق و...) تعیین خواهد شد.

### روش‌های پوشش ریسک نقدشوندگی

امکان کاهش ریسک نقدشوندگی از طریق ایجاد محدودیت بر روی دارایی‌های خاص با قابلیت نقدشوندگی کم و متنوع‌سازی دارایی‌ها با خرید انواع مختلف اوراق بهادار اسلامی شرکت‌های مختلف می‌باشد. این ریسک را می‌توان از طریق تعهد بازخرید توسط ناشر یا شخص ثالث به‌عنوان ضامن، و یا از طریق قرارداد اختیار فروش مطابق با شرع برای سرمایه‌گذاران پوشش داد. سازمان بورس هم می‌تواند با تأیید رکن «بازارگردان» در نقدشوندگی این اوراق نقش بسزایی داشته باشد و سرمایه‌گذاران زیادی را به سرمایه‌گذاری در این اوراق جذب نماید.

۱-۶. **ریسک اعتباری:** در اوراق مضاربه به احتمال عدم برگشت اصل و سود ناشی از نکول یا تأخیر در تسویه، ریسک اعتباری گفته می‌شود (شیرمردی، ۱۳۹۰، ص ۱۵۸).



## روش‌های پوشش ریسک اعتباری

۱- اطلاع از رتبه اعتباری بان‌ی: رتبه اعتباری بان‌ی و اوراق به وسیله مؤسسه‌های رتبه‌بندی اعتباری تعیین می‌شود. اطلاع از رتبه اعتباری سبب خواهد شد سرمایه‌گذاران هنگام خرید اوراق مضاربه، از ریسک‌های این اوراق اطلاع کافی داشته باشند و عدم تقارن اطلاعاتی کاهش یابد؛ چون در صورتی که رتبه اعتباری پایین باشد، بازده مورد انتظار سرمایه‌گذاران افزایش خواهد یافت. البته هنوز مؤسسات رتبه‌بندی اعتبار در بازار سرمایه کشور وجود ندارد که این امر ضرورت تأسیس این مؤسسات را می‌رساند.

۲- گرفتن وثایق لازم از بان‌ی (شرکت‌های بازرگانی و...): براین اساس، بان‌ی می‌تواند سفته، چک یا مبلغی به اندازه ۳ الی ۴ ماه سود علی‌الحساب درحسابی نزد امین به‌صورت مسدود داشته باشد، تا در صورتی که به دلایل کمبود نقدینگی در برخی از ماه‌ها نتواند سود علی‌الحساب را پرداخت نماید، امین به‌صورت قانونی از حساب مذکور سود علی‌الحساب را کسر نموده و به سرمایه‌گذاران پرداخت نماید و با این کار سبب کاهش میزان سود انتظاری علی‌الحساب سرمایه‌گذاران می‌شود.

۳- ضمانت شخص ثالث: ضامن با دریافت مبلغی از واسط یا بان‌ی می‌تواند میزان مبالغ دریافتی دارندگان اوراق را تضمین نماید. از آن جا که اوراق مضاربه بر اساس عوامل مختلفی از جمله رتبه اعتباری، وجود ضامن و یا تضمین قیمت‌گذاری و معامله می‌شوند، اگر به دلایلی رتبه ناشر تغییر کند، مسلماً بر روی قیمت اوراق نیز تأثیر می‌گذارد؛ چون ریسک اعتباری ناشر تغییر کرده است. بنابراین ریسک دیگری به نام ریسک ناشی از تغییر کیفیت اعتباری ناشر اوراق نیز به‌عنوان ریسک اعتباری شناخته می‌شود.

۴- ایجاد پرتفوی متنوعی از انواع اوراق مضاربه و انواع اوراق بهادار با رتبه‌های اعتباری مختلف.

۵- انشاء عقد مضاربه با جعاله: در فقه معاملات طبق نظر فقها در صورتی که مالک به عامل بگوید اگر با این مال تجارت کنی و سودی به دست‌آوری (برای مثال) نصف سود مال تو است؛ در این صورت جعاله فایده مضاربه را می‌دهد و نیاز نیست شرایط مضاربه رعایت شود (موسوی خمینی، ۱۳۸۳، ص ۵۷۰)؛ بنابراین با تبدیل عقد

مضاربه به جعله ریسک اعتبار ناشی از اطلاعات نامتقارن برای عقد مضاربه بسیار کاهش می‌یابد. سرمایه‌گذاران می‌توانند از این روش برای مواقعی که ریسک اعتباری طرح فراوان بوده یا نظارت بر طرح مشکل باشد، با قید این شروط عقد مضاربه را به جعله تبدیل کنند، در این حالت (در عقد جعله) عامل، ضامن سرمایه است.

۶- استفاده از انواع بیمه‌های اعتباری

۷- استفاده از ابزارهای مشتقه اسلامی از قبیل تاخت نکول اعتباری منطبق با

احکام اسلامی<sup>۱</sup> و تعهدات به پشتوانه بدهی منطبق با احکام اسلامی.<sup>۲</sup>

۱-۷. ریسک بازار ناشی از نوسان قیمت کالاهای موضوع تجارت: در صورتی

که قیمت کالایی که بر روی آن مضاربه منعقد می‌شود، نوسان قابل ملاحظه‌ای داشته باشد، سرمایه‌گذاران با این ریسک مواجه می‌باشند. از نظر خبرگان این ریسک بالاترین رتبه را در بین ریسک‌های اوراق مضاربه دارد (موسویان و شیرمردی، ۱۳۹۰، ص ۱۶۱).

#### روش‌های پوشش ریسک نوسان قیمت کالا

جهت پوشش این ریسک باید در نظر داشت که دارایی پایه اوراق مضاربه باید شرایط احراز مضاربه در سطح انتشار اوراق را داشته باشد و این مورد به‌ویژه در اوراق مضاربه عام که انتخاب دارایی پایه عام و به عهده بانی باشد، باید بیشتر مدنظر قرار گیرد؛ برای مثال؛ می‌توان این اوراق را بر روی کالاهایی که در بورس کالا پذیرش شده‌اند محدود کرد. راه دیگر استفاده از اوراق مشتقه شرعی و انعقاد قرارداد سلف و پیش‌فروش کالای موضوع مضاربه است. همچنین سرمایه‌گذاران می‌توانند با متنوع ساختن پرتفوی سرمایه‌گذاری این ریسک را به حداقل ممکن برسانند.

۸-۱. ریسک از بین رفتن اصل سرمایه در صورت عدم تفریط بانی: در صورتی

که اصل مال مضاربه از بین برود و بانی از قواعد مربوطه افراط و تفریط نکرده باشد، سرمایه‌گذاران با این ریسک مواجه خواهند بود.

### روش‌های پوشش ریسک از بین رفتن اصل سرمایه در صورت عدم تفریط بانی

استفاده از بیمه‌های تجاری مربوطه توسط بانی، ایجاد شرط ضمن عقد لازم دیگر، تضمین شخص ثالث شامل نهادهای کاملاً مستقل از قبیل دولت و نهادهای حکومتی، قراردادن وجه التزام<sup>۳</sup> و ایجاد پرتفوی متنوع؛ از راه‌های مدیریت این ریسک می‌باشد.

۹-۱. ریسک عدم اجرای تعهدات عقد مضاربه توسط بانی (نحوه سرمایه‌گذاری، تقسیم سود و افشای اطلاعات و...): به شرایطی گفته می‌شود که زیان ناشی از ارزش دارایی‌ها به‌واسطه تخطی ناشر و مسئولیت‌ناپذیری وی در برابر قوانین حقوقی و قواعد شریعت به دارندگان اوراق صکوک تحمیل شود.

### روش‌های پوشش ریسک عدم اجرای تعهدات عقد مضاربه

روش‌های پوشش چنین ریسکی عبارت‌اند از: اخذ وثیقه از بانی، ضمانت‌نامه بانکی بانی یا شخص ثالث مبنی بر حسن اجرای تعهدات، تصویب قوانین دقیق با ضمانت اجرای مناسب در کمیته فقهی بورس و ادارات مربوطه، استفاده از قرارداد صلح بین واسط و بانی پیش از انتشار اوراق، متنوع‌سازی پرتفوی سرمایه‌گذاری توسط سرمایه‌گذاران.

### روش‌های پوشش ریسک‌های بانی

۱. ریسک بازارپذیری: کاهش اقبال سرمایه‌گذاران به این شیوه تأمین مالی و عوامل دیگری مانند کارایی اطلاعاتی و نیز تعداد معامله‌گران در بازار منجر به این ریسک می‌شود.

### روش‌های پوشش ریسک بازارپذیری

باید توجه کرد که در مراحل پذیرهنویسی در صورتی که تجارت قابل افراز باشد؛ یعنی بتوان آن را به بخش‌های مجزا از هم تقسیم کرد؛ هرچند ممکن است میزان سود تجارت کامل قبلی را نداشته باشد، ریسک بازارپذیری وجود ندارد و در صورتی که تجارت قابل افراز نباشد، می‌توان از طریق تعهد پذیرهنویسی توسط شرکت تأمین

سرمایه این ریسک را پوشش داد، به این صورت که قبل از پذیره‌نویسی شرکت تأمین سرمایه در قبال مبلغی که می‌گیرد، تعهد می‌کند اوراقی را که فروش نرفته خریداری کند.

۲. ریسک قوانین و مقررات (مالیاتی و گمرکی و...): احتمال تغییر قوانین و مقررات مرتبط با اوراق مضاربه موجب پدید آمدن این ریسک می‌شود. این ریسک که در هر دو بعد داخلی و خارجی مطرح است، در بعد داخلی شامل تغییر در قوانین و تعرفه‌های گمرکی، مقررات منع واردات یا صادرات کالاهای خاص، قوانین مالیاتی و ریسک قراردادهای حقوقی منعقد شده بین طرف‌های گوناگون است (زه‌تابیان، ۱۳۸۸، ص ۱۲۱). ریسک قوانین و مقررات خارجی هم مربوط به اوراق مضاربه‌ای است که یا به صورت بین‌المللی منتشر می‌شود و یا اینکه دارایی موضوع قرارداد مضاربه یا ارکان عقد مضاربه به نوعی به قوانین و مقررات خارجی وابسته هستند. بعضی از این قوانین عبارت‌اند از:

- ۱) قوانین مربوط به ارزش شامل تعیین دستوری قیمت ارز، ریسک محدودیت تخصیص، ورود و خروج ارز؛
- ۲) قوانین مالیاتی و گمرکی: اعم از مالیات بر درآمد، مالیات بر خرید مواد اولیه، مالیات بر سود، مالیات بر ارزش افزوده، معافیت‌های مالیاتی، حقوق و عوارض گمرکی برای شرکت‌های صادراتی و وارداتی؛
- ۳) ریسک محدودیت یا ممنوعیت صادرات در سرمایه‌گذاری‌هایی که با هدف صادرات اجرا می‌شوند.

### روش‌های پوشش ریسک قوانین و مقررات

جهت پوشش ریسک قوانین و مقررات ابزارهای متعددی می‌توان به کار برد از قبیل: تأسیس صندوق‌های ذخیره مالی (برای پوشش ضررهای احتمالی)، انجام سرمایه‌گذاری مشترک برای تقسیم ریسک و در نتیجه کاهش آن، مشارکت مؤسسات دوجانبه یا چندجانبه در سرمایه‌گذاری، مشارکت بانک جهانی یا بانک‌های توسعه منطقه‌ای و محلی در تأمین مالی سرمایه‌گذاری، حمایت‌های قراردادی از طریق انتخاب قانون حاکم

بر قرارداد، داوری بین‌المللی، گشایش حساب‌های فرامرزی، درج قیود و شروط ثابت و تغییرناپذیر در قرارداد (فلاح شمس و دیگران، ۱۳۸۷، ص ۵۴۶ با اصلاحات).

**۳. ریسک نقدینگی:** در فرایند انتشار صکوک مضاربه در صورتی که بانی به دلایلی از قبیل ناتوانی برای فروش محصول‌ها یا خدمات خود به قیمت متداول بازار یا نبود تقاضا جهت خرید دارایی‌ها، در ایفای تعهدات مالی کوتاه‌مدت ناتوان باشد، با این ریسک مواجه می‌شود. این ریسک را ریسک عدم تطابق سررسید حساب‌ها نیز می‌گویند (شیرمردی، ۱۳۹۰، ص ۱۶۳).

### روش‌های پوشش ریسک نقدینگی

از مهم‌ترین روش‌های مدیریت این ریسک عبارت‌اند از: نگهداری اوراق بهادار با قدرت نقدشوندگی بالا مثل اوراق مشارکت با تضمین معتبر، استفاده از تحلیل شکاف نقدینگی بین جریان‌ات نقدی ورودی و خروجی شرکت: در این روش جریان‌ات نقدی ورودی و خروجی در هر دوره پیش‌بینی شده و برای جریان خالص خروجی یا ورودی برنامه‌ریزی دقیق صورت می‌گیرد تا علاوه بر به کارگیری حداقل سرمایه، از مشکلات ناشی از کمبود نقدینگی نیز جلوگیری به عمل آید، کسب خطوط اعتباری کوتاه‌مدت برای مواقع بحرانی، توسعه همکاری و ارتباطات با بانک‌ها و قراردادن مقداری وجه نقد در حساب مسدودی نزد امین جهت پرداخت در مواقع لزوم توسط امین (سروش، ۱۳۸۸، ص ۱۸).

**۴. ریسک رتبه‌بندی پایین بانی و اوراق توسط مؤسسه رتبه‌بندی:** در صورتی که مؤسسه رتبه‌بندی بانی و اوراق بهادار مضاربه وابسته به آن را رتبه‌بندی پایین کند، بانی به خاطر مسائل بیشتر در مراحل بعدی با این ریسک مواجه می‌گردد.

### روش‌های پوشش ریسک رتبه‌بندی پایین بانی و اوراق

بی‌تردید بهره‌گیری از مؤسسات رتبه‌بندی داخلی و بین‌المللی در بازارهای سرمایه کشورهای اسلامی که رتبه و میزان اعتبار شرکت‌ها و اوراق بهادار اسلامی و از جمله شرکت‌های بازرگانی و بالتبع، اوراق مربوط به آن‌ها را تعیین می‌کند، می‌تواند نقش

بسزایی در توسعه این بازارها داشته باشد. در مورد صکوک بین‌المللی نیز شرکت‌های استاندارد اند پورز، فیچ ریتینگز، کپیتال ایتلی جنس و شرکت‌های رتبه‌بندی مالزی یعنی RAM و MARC؛ همگی ابزارهای مالی اسلامی یا همان صکوک را رتبه‌بندی می‌کنند (نظیف و توماس، ۱۳۸۸، ص ۲۳۰).

### روش‌های پوشش ریسک‌های واسط

۱. ریسک ورشکستگی: زمانی است که ارزش دارایی‌های نهاد مالی کمتر از بدهی‌هایش است؛ لذا سرمایه کافی برای تسویه بدهی‌ها را نخواهد داشت. ریسک ورشکستگی خود می‌تواند نتیجه نهایی ریسک‌های مختلفی باشد. بدهی زیاد ناشی از فعالیت‌هایی غیر از انتشار اوراق ممکن است مؤسسه مالی را دچار ورشکستگی کند (Sunders, 200, p.151).

### روش‌های پوشش ریسک ورشکستگی

در صورت ورشکستگی واسط (مؤسسه مالی)، طلبکاران آن به مصادره اموال اقدام می‌کنند اما از آنجا که نخست، واسط نقش وکیل دارندگان صکوک را ایفا می‌کند؛ دوم، سند دارایی در دست امین به وکالت از سرمایه‌گذاران قرارداد و سوم، قرارداد مضاربه از پیش منعقد شده و مالکان جدید (طلبکاران) بر روی قرارداد از پیش منعقد شده حق تصرف ندارند؛ بنابراین ریسکی که از این ناحیه متوجه مالکان صکوک می‌شود چندان مورد توجه نیست. ضمن اینکه می‌توان شروطی را در امیدنامه اوراق قرار داد تا این ریسک به حداقل ممکن برسد. البته بنا بر قوانین فعلی سازمان بورس و اوراق بهادار، واسط هر پروژه انتشار اوراق مستقل می‌باشد و دفاتر مالی مستقلی مخصوص آن پروژه دارد و بانی آن را از بین واسط‌های مجازی که سازمان بورس تعیین کرده انتخاب می‌کند.

۲. ریسک عدم پذیرش وجوه توسط بانی از واسط (فسخ قرارداد اولیه): ممکن

است واسط پس از انتشار اوراق و جمع‌آوری وجوه نقد، به بانی مراجعه کند، اما بانی از ادامه عملیات منصرف شده باشد.

### روش‌های پوشش ریسک عدم پذیرش وجوه توسط بانی از واسط

روش‌های پوشش این ریسک عبارت‌اند از: ایجاد شرط ضمن عقد لازم دیگر مبنی بر التزام به پذیرش وجوه برای معامله تجاری از قبل تعیین‌شده، ضمانت‌نامه بانکی و یا وجه التزام، استفاده از قرارداد صلح بین واسط و بانی پیش از انتشار اوراق مبنی بر جمع‌آوری مبالغ از طرف واسط و انجام تعهدات مضاربه از سوی بانی.

#### ۳-۱-۲. گام دوم

به‌منظور جمع‌آوری اولیه راه‌های پوشش ریسک‌های صکوک مضاربه پرسشنامه دور اول دلفی تهیه گردید. مهم‌ترین روش‌های پوشش ریسک‌های شناسایی‌شده در گام اول که محققین بر اساس مطالعات کتابخانه‌ای و انجام مصاحبه با متخصصان مالی و با روش تحلیلی-توصیفی به آن‌ها رسیده‌اند، در سه طبقه شامل روش‌های پوشش ریسک‌های مربوط به سرمایه‌گذاران، بانی و واسط آورده شده و از پاسخ‌دهنده محترم خواسته می‌شود که نظر خود را مبنی بر تأیید یا عدم تأیید بیان کند و در صورتی که ریسک مربوطه از ناحیه پاسخ‌دهنده تأیید نمی‌شود، دلیل خود را مبنی بر عدم تأیید آن ریسک بیان کند و در نهایت، از طریق یک درخواست باز برای طرح ایده‌ها از پاسخ‌دهنده محترم تقاضا شده است که سایر روش‌های پوشش ریسک‌هایی که در رابطه با این ابزار و ارکان آن وجود دارد، را بیان نماید.

#### ۳-۱-۳. گام سوم

در این گام بر اساس رویه بیان‌شده در فاز اول، فهرستی از خبرگان و متخصصان مالی اسلامی به‌منظور توزیع پرسش‌نامه و انجام مصاحبه با آن‌ها انتخاب شدند، که در نهایت دوازده نفر در دور اول و دوم دلفی همکاری نمودند.

معیارهای انتخاب خبرگان در تحقیق حاضر: مرتبط بودن رشته دانشگاهی با موضوع تحقیق، سابقه علمی و پژوهشی خبره (تعداد مقالات منتشرشده در رابطه با قلمرو تحقیق و ارائه‌های انجام‌شده)، مرتبط بودن تخصص کاری با موضوع تحقیق، درجه تخصص

### ۳-۱-۴. گام چهارم

در این گام از طریق حضوری و تماس تلفنی و پست الکترونیکی با خبرگان از آن‌ها به منظور توزیع پرسش‌نامه و مصاحبه وقت گرفته شد.

### ۳-۲. فاز دوم: بررسی و شناسایی روش‌های پوشش ریسک‌ها

#### دور اول دلفی

در این مرحله پس از انجام مصاحبه و جمع‌آوری پرسش‌نامه‌ها، روش‌های پوشش ریسک‌هایی که کارشناسان محترم در سه دسته روش‌های پوشش ریسک‌های سرمایه‌گذاران، بانئی (مؤسسه بازرگانی) و مؤسسه مالی (واسط) شناسایی و تأیید نموده‌اند و یا اصلاحات خبرگان در مورد روش‌های پوشش جهت تدوین پرسش‌نامه دور دوم دلفی اعمال گردید.

#### دور دوم دلفی

پرسش‌نامه دور دوم شامل سه بخش می‌باشد: بخش اول شامل مشخصات پاسخ‌دهنده و تقدیر از او جهت همکاری در دور اول دلفی؛ در بخش دوم با توجه به اینکه پرسش‌نامه دور اول به صورت باز طراحی شده بود، خبرگان تعدادی از روش‌های پوشش اضافه بر موارد قبلی شناسایی شده در دور اول را معرفی کردند، لذا در دور دوم دلفی این روش‌های پوشش به همراه اصلاحات صورت گرفته در مورد روش‌های پوشش دور اول در قالب پرسش‌نامه دوم جهت اظهارنظر به خبرگان ارائه شد. بخش سوم نیز شامل شرح مختصر روش‌های پوشش ریسک‌های شناسایی شده در دور اول که خبره موردنظر برخلاف اکثر خبرگان تأیید ننموده‌اند، جهت رفع ابهام و اظهارنظر نهایی می‌باشد.

### ۳-۳. فاز سوم: اتفاق نظر خبرگان و طبقه‌بندی روش‌های پوشش ریسک‌ها

هدف از فاز نهایی، رسیدن به یک اتفاق نظر در شناسایی و طبقه‌بندی روش‌های پوشش ریسک‌های صکوک مضاربه می‌باشد. در فاز سوم همه روش‌های پوشش



ریسک‌های شناسایی شده از نظر کلیه خبرگان در طبقه‌بندی مربوطه به آن‌ها ارجاع داده می‌شود. به‌منظور اتفاق نظر از آن‌ها این سؤال پرسیده می‌شود، آیا نسبت به روش‌های پوشش ریسک‌های مربوط به هر یک از ارکان صکوک مضاربه متفق می‌باشید یا خیر؟ در صورتی که با هرکدام از راه‌های پوشش ریسک‌ها موافق نیستید، توضیح خود را بیان نمایید که خبرگان با اتفاق نظر روش‌های پوشش ریسک‌های مربوط به هر طبقه را تأیید کردند. لازم به ذکر است که این اتفاق نظر بعد از دور دوم دلفی صورت گرفت؛ زیرا در مورد روش‌های پوشش ریسک تعهدات مضاربه، روش‌های قوانین دقیق با ضمانت اجرای مناسب و کمیته فقهی سازمان بورس در قالب تصویب قوانین دقیق با ضمانت اجرای مناسب در کمیته فقهی بورس و ادارات مربوطه تجمیع شدند. ضمن اینکه روش‌های انعقاد قرارداد صلح بین واسط و بانی پیش از انتشار اوراق مبنی بر عدم تخطی بانی و... و قرارداد وجه التزام توسط بانی اضافه گردید. همچنین بنا بر ادبیات تحقیق روش‌های پوشش ریسک تعهدات مضاربه، روش‌های پوشش ریسک شریعت را نیز در بر می‌گیرند. در مورد روش‌های پوشش ریسک واسط در مورد فسخ قرارداد اولیه توسط بانی نیز روش قرارداد وجه التزام اضافه گردید.

از طرفی بعضی از خبرگان نیز بعضی پرسش‌ها را با پیش‌فرض‌هایی از قبیل وجود ابزارهای مدیریت ریسک و امکان وجود نهادهای دیگر در بازار سرمایه جواب داده بودند، که این جواب‌ها نیز تعدیل شد. نتایج سه فاز بالا در فاز قالب جدول ذیل بیان می‌شود.

#### نتیجه‌گیری و پیشنهادات

با توجه به قانون توسعه ابزارها و بازارهای مالی جدید در راستای تسهیل سیاست‌های اصل ۴۴ قانون اساسی مصوب آذرماه ۸۸ در مجلس شورای اسلامی و ضرورت جذب سرمایه‌گذاران داخلی و خارجی، ناچار به توسعه و تنوع در ابزارهای مالی اسلامی هستیم که هم منطبق با اصول شریعت باشند و هم توجیه مالی و اقتصادی داشته باشند. در طراحی هر ابزار مالی اسلامی باید به ابعاد فقهی، حقوقی، طراحی مدل مالی، مدیریت ریسک و حسابداری و امور مالیاتی توجه نمود. در این پژوهش ابتدا بر اساس

مطالعات کتابخانه‌ای و با روش تحلیلی - توصیفی به تحلیل و توصیف روش‌های پوشش ریسک‌های صکوک مضاربه پرداخته و سپس با استفاده از روش تحقیق دلفی انواع مختلف روش‌های پوشش این ریسک‌ها شناسایی و در سه طبقه شامل روش‌های پوشش ریسک‌های سرمایه‌گذاران، بانی و واسط در قالب جدول ذیل طبقه‌بندی شدند. در پایان راهکارها و پیشنهادهای ذیل می‌تواند به حل مشکلات ناشی از وجود انواع ریسک در توسعه ابزارهای مالی اسلامی کشور کمک شایانی کند:

۱- تلفیق روش‌های کمی و کیفی در پیش‌بینی و اندازه‌گیری ریسک‌های انواع اوراق بهادار اسلامی به‌ویژه اوراق مضاربه

۲- طراحی مدل ریسک ابزارهای مالی اسلامی با استفاده از متغیرهای کیفی و

کمی

۳- استقرار نظام جامع مدیریت ریسک‌های ابزارهای مالی اسلامی

۴- تعیین روش‌های قیمت‌گذاری اوراق مضاربه با در نظر گرفتن ریسک و بازده

این اوراق

۵- بررسی سازوکار رتبه‌بندی ابزارهای مالی اسلامی در بازار سرمایه ایران و در

سطح بین‌الملل

۶- ایجاد مؤسسات رتبه‌بندی بین‌المللی در بازار سرمایه ایران جهت رتبه‌بندی اوراق

بهادار اسلامی

ریسک‌های صکوک مضاربه		روش‌های پوشش ریسک
ریسک بازار	نقدشوندگی	تعهد بازخرید، وجود اختیارات شرعی و ایجاد بازار ثانویه، پذیرش در بورس و فرابورس بازار گردان، متنوع سازی پرتفوی
	نرخ سود بانکی	طراحی مناسب اوراق از نظر سررسید، متنوع سازی پرتفوی، استفاده از ابزارهای مشتقه منطبق با احکام اسلام (قرادادهای آتی، اختیار فروش شرعی و...)
	سرمایه‌گذاری مجدد	طراحی مناسب اوراق از نظر سررسید و زمان‌های پرداخت سود
	ارز	اوراق مشتقه با شرع (سوآپ ارز و قرارداد آتی ارز و...)، انتشار صکوک براساس چند ارز، تطابق سررسیدهای دوطرفه ترازنامه
	تورم	متنوع‌سازی پرتفوی یا اوراق مختلف داخلی و بین‌المللی با نرخ‌های ثابت و شناور، فروش اوراق بلندمدت قبل از افزایش و خرید اوراق کوتاه‌مدت
	نوسان قیمت کالا	انتخاب دارایی مناسب، وجود اختیارات شرعی، استفاده از قرارداد سلف و پیش‌فروش، متنوع‌سازی پرتفوی
	اعتباری	استفاده از رتبه اعتباری اوراق، ضمان و با وثیقه، حساب مسدود نزد امین، متنوع‌سازی پرتفوی، انشاء عقد مضاربه با جمله، بیمه اعتباری، ابزارهای مشتقه اسلامی (سوآپ نکول اعتباری و تعهدات به پشتوانه بدهی و...)
ریسک‌های بصر	آزین رفتن اصل با عدم تفریط	بیمه‌های تجاری، شرط ضمن عقد لازم در امیدنامه، متنوع‌سازی پرتفوی
	تعهدات مضاربه (نحوه سرمایه‌گذاری، تقسیم سود و اقسای اطلاعات و...)	وثیقه، ضمانت‌نامه بانکی بانی یا شخص ثالث مبنی بر حسن اجرای تعهدات، تصویب قوانین دقیق یا ضمانت اجرای مناسب در کمیته فقهی بورس و ادارات مربوطه، متنوع سازی پرتفوی، قرارداد صلح پیش از انتشار اوراق، قرارداد وجه التزام از سوی بانی
	بازاریزایی	تجارت قابل افراز باشد، ریسکی وجود ندارد.
	نقدینگی	تجارت قابل افراز نباشد، از طریق تعهد پذیره‌نویسی
	قوانین و مقررات	نگهداری اوراق با نقدشوندگی بالا، تحلیل شکاف نقدینگی حساب مسدود نظر امین، کسب خطوط اعتباری کوتاه‌مدت برای مواقع بحرانی
	رتبه‌بندی پایین بانی و اوراق	ضمانت‌های دولتی، درج شروط غیر قابل تغییر در امیدنامه، قرارداد امتیازی، گشایش حساب‌های فرابورسی، امکان مشارکت سرمایه‌گذاران بین‌المللی، مشارکت مؤسسات و بانک‌های چندجانبه و بین‌المللی، انتخاب قوانین حاکم داخلی و بین‌المللی، انواع بیمه
	ورشکستگی	ایجاد مؤسسات رتبه‌بندی معتبر داخلی و بین‌المللی، استانداردسازی دقیق گزارشات مالی و شفافیت اطلاعاتی
ریسک‌های واسط	ورشکستگی	استقلال مالی واسط، قید شروط امیدنامه، اصلاح قوانین
	فسخ قرارداد اولیه توسط بانی	شرط ضمن عقد لازم، ضمانت‌نامه بانکی، وجه التزام، قرارداد صلح بین واسط و بانی پیش از انتشار اوراق

## یادداشت‌ها

۱. موسویان، سیدعباس و موسوی بیوکی، محمد مهدی (۱۳۸۸) و همچنین، اسماعیلی و رحمانی (۱۳۸۹)، این اوراق را از نظر فقه امامیه بررسی نموده‌اند.
۲. پورمولا و دیگران (۱۳۸۸) این اوراق را از نظر فقه امامیه بررسی نموده‌اند.
۳. تسخیری (۱۳۸۸) و مصباحی مقدم و دیگران (۱۳۸۹) بحث ضمانت و وثیقه در این اوراق را از نظر فقهی و حقوقی بررسی نموده‌اند.

## کتابنامه

- آدامز، نظیف جی و توماس، عبدالقادر (۱۳۸۸)، *ساختارهای صکوک*، ترجمه مجید پیره، تهران: دانشگاه امام صادق(ع).
- آذر، عادل و رجبزاده، علی (۱۳۸۹)، *تصمیم‌گیری کاربردی رویکرد MADM*، تهران، نگاه دانش.
- اسماعیلی و رحمانی (۱۳۸۹) «مدیریت پوشش ریسک اعتباری با استفاده از سوآپ نکول اعتباری»، تهران: مجموعه مقالات سومین کنفرانس توسعه نظام تأمین مالی در ایران. اصغرپور، محمدجواد (۱۳۷۷)، *تصمیم‌گیری‌های چندمعیاره*، تهران: دانشگاه تهران.
- الهی، مهدی (۱۳۸۶)، «اولویت‌بندی ریسک‌های راهبردی بانک ملت»، پایان‌نامه کارشناسی ارشد دانشگاه امام صادق(ع).
- ایمانی جاجرمی (۱۳۷۹)، آشنایی با روش دلفی و کاربرد آن در تصمیم‌گیری، نشریه مدیریت شهری، ش ۱.
- بریگام و دیگران (۱۳۸۴)، *مدیریت مالی میانه*، ترجمه علی پارسایان، تهران: ترمه.
- بنی‌هاشمی خمینی، محمدحسن (۱۳۷۸)، *توضیح‌المسائل دوازده مرجع تقلید*، قم: مؤسسه تحقیقات و نشر معارف اهل بیت، ج ۲.
- پورمولا، سید محمدهاشم و دیگران (۱۳۸۸)، «بررسی کاربرد مشتقه اعتباری CDO در مدیریت ریسک اعتباری...»، مجموعه مقالات دومین کنفرانس توسعه نظام تأمین مالی در ایران.
- تسخیری، محمدعلی (۱۳۸۸)، «مبانی شرعی اوراق بهادار اسلامی»، *فصلنامه اقتصاد اسلامی*، سال هفتم، ش ۲۷.
- خان، طریق‌الله و حبیب احمد (۱۳۸۸)، *مدیریت ریسک در صنعت خدمات مالی*، ترجمه محمد مهدی موسوی بیوکی و خادم الحسینی، تهران: دانشگاه امام صادق(ع)

- «دستورالعمل معاملات قرارداد اختیار معامله سهام در بورس اوراق بهادار تهران» (۱۳۹۰)، هیئت مدیره سازمان بورس و اوراق بهادار، مصوبه ۱۳ اسفند.
- زه‌تابیان (۱۳۸۸)، «طراحی صکوک مضاربه برای شرکت‌های بازرگانی»، پایان‌نامه کارشناسی ارشد، تهران: دانشگاه امام صادق(ع).
- راعی، رضا و سعیدی، علی (۱۳۸۷)، *مبانی مهندسی مالی و مدیریت ریسک*، تهران: سمت.
- سروش، ابوذر و صادقی، محسن (۱۳۸۶)، «ریسک‌های اوراق اجاره و روش‌های پوشش آن»، فصلنامه *اقتصاد اسلامی*، ش ۲۷.
- سروش، ابوذر و کاوند، مجتبی (۱۳۹۰)، «راهکارهای پوشش ریسک اوراق رهنی»، فصلنامه *جستارهای اقتصادی*.
- شکری، علی (۱۳۷۳)، «صنعت بیمه و نقش آن در اقتصاد»، *مجله تازه‌های جهان بیمه*، شماره ۷۹، دی ماه.
- شیرمردی، حسین (۱۳۹۰)، «شناسایی، معرفی، طبقه‌بندی و مدیریت ریسک‌های صکوک مضاربه با تأکید بر فقه امامیه»، پایان‌نامه کارشناسی ارشد دانشگاه امام صادق(ع).
- صالح‌آبادی، علی و آرام، محمد (۱۳۸۰)، *پروژه اصول مدیریت مالی اسلامی و ابزارهای آن*، تهران: مرکز تحقیقات دانشگاه امام صادق(ع).
- هال، جان (۱۳)، *مبانی مهندسی مالی و مدیریت ریسک*، ترجمه علی صالح‌آبادی و سجاد سیاح، تهران: کارگزاری مفید.
- طریق، ارسلان (۱۳۸۸)، *مدیریت ریسک ساختارهای صکوک*، ترجمه مصطفی زه‌تابیان، تهران: دانشگاه امام صادق(ع).
- فلاح شمس، میرفیض و رشنو، مهدی (۱۳۸۷)، *مدیریت ریسک اعتباری*، تهران: دانشکده امور اقتصادی.
- فرتوک‌زاده، حمیدرضا و الهی، مهدی (۱۳۸۹)، «شناسایی و اولویت‌بندی ریسک‌های راهبردی در بانکداری بدون ربا (مطالعه موردی بانک ملت)»، *مجله اقتصاد اسلامی*، ش ۳۷.
- قانون بازار اوراق بهادار، سازمان بورس و اوراق بهادار.
- قانون مدنی جمهوری اسلامی ایران.
- کمیته فقهی بورس و اوراق بهادار، مصوبه مورخ ۱۳۸۸/۱۱/۱۱، سازمان بورس و اوراق بهادار.
- محمدرحیمی، امیر (۱۳۸۹)، «شناسایی و طبقه‌بندی ریسک‌های اوراق اجاره»، پایان‌نامه کارشناسی ارشد دانشگاه امام صادق(ع).
- مصباحی مقدم، غلامرضا و دیگران (۱۳۹۰)، «بررسی فقهی و حقوقی اوراق بهادار مضاربه»، فصلنامه *اقتصاد اسلامی*، ش ۴۰.

مصباحی مقدم و صفری (۱۳۸۹)، «بررسی درآمد حاصل از تحمل ریسک از دیدگاه آموزه‌های اسلامی»، فصلنامه اقتصاد اسلامی، ش ۳۶.

موسویان، سید عباس (۱۳۸۶)، *ابزارهای مالی اسلامی (صکوک)*، قم: پژوهشگاه فرهنگ و اندیشه اسلامی.

موسویان، سید عباس و دیگران (۱۳۸۶)، «صکوک مضاربه ابزاری مناسب برای توسعه صادرات ایران»، قم: *مجله جستارهای اقتصادی*، ش ۱۳.

موسویان و موسوی بیوکی (۱۳۸۸)، «مدیریت ریسک اعتباری در بانکداری اسلامی از طریق نکول اعتباری»، فصلنامه اقتصاد اسلامی، ش ۲۶.

موسوی الخیمینی، روح‌الله (۱۳۸۳)، *تحریر الوسیله*، ج ۳، ترجمه محمدباقر موسوی، قم: دارالعلم.

- Adam, Nathif J., Thomas, Abdulkader (2005), *Islamic Bonds: Your Guide to Issuing, Structuring and Investing in Sukuk*, Euromoney Books, London.
- AAOIFI, (2002), *Investment Sukuk: Exposure Draft, Shariah Standard, Accounting and Auditing Organization for Islamic Financial Institution*. No 18
- Crouhy, Michel, Galai, D-an & Mark, Robert (2006), *Essentials of risk management*, McGraw-Hill
- Iqbal, Z. (1997), Islamic financial system: World Bank, Finance and Development, June, pp.42-45.
- Iqbal, Z. & Mirakhor, A. (1999), Progress and challenges of Islamic banking, *Thunderbird International Business Review*, 41, 381° 405.
- Khan, T. and H. Ahmed (2001), Risk Management in Islamic Financial Industry, Islamic research and training institute, Jeddah, Saudi Arabia.
- Obaidullah, M. (2002), "Islamic Risk Management: Towards Greater Ethics and Efficiency", *International Journal of Islamic Financial Services*, Vol. 04, No. 3.
- Ross, Estiphen (2008), *Fundamentals Of Corporate Finance*, 8<sup>th</sup> ed, McGraw-Hill.
- Suwailem, Sami Al. (2002), "Decision-making Under Uncertainty: An Islamic Perspective", *Islamic Banking And Finance*.
- Tariq, Ali Arsalan (2004), *Managing Financial Risks of Sukuk Structures*, A dissertation submitted in partial fulfillment of the requirements for the degree of Masters of Science at Loughborough University, UK.