

# پوشش ریسک صکوک استصناع در بازار بورس اوراق بهادار

محمدنقی نظرپور<sup>۱</sup>

استادیار گروه اقتصاد دانشگاه مفید

ایوب خزائی<sup>۲</sup>

دانشجوی کارشناسی ارشد علوم اقتصادی دانشگاه مفید

تاریخ دریافت: ۸۹/۰۲/۰۵

تاریخ تأیید: ۸۹/۰۷/۰۷

## چکیده

صنعت مالی اسلامی به سرعت در حال رشد است و ظهور بازار سرمایه اسلامی که ساختار محصولات و فعالیت‌های تأمین مالی و سرمایه‌گذاری آن مطابق شریعت باشد، از پیامدهای این رشد است. یکی از ابزارهای مطرح در صنعت خدمات مالی اسلامی صکوک استصناع است. ظهور و گسترش صکوک استصناع در مجموعه اوراق بهادار بی تردید بر گستره انتخاب سرمایه‌گذاران خواهد افزود و منجر به رونق بازار بورس شده و زمینه کارآمدی بیشتر آن را فراهم می‌سازد. توسعه صکوک استصناع نیازمند شناسایی، تجزیه و تحلیل و مدیریت ریسک آن می‌باشد. بدون ارزیابی ریسک‌های بالقوه و بالفعل، که بخشی مربوط به بازار اولیه و بخش دیگر مربوط به بازارهای ثانویه هستند و همچنین طراحی پوشش ریسک این اوراق، گسترش و مقبولیت عمومی آن با موانع جدی مواجه می‌شود.

با توجه به عدم امکان حذف ریسک، باید آن را مدیریت نمود و از آنجا که عدم توجه به مدیریت ریسک اثرات غیر قابل جبرانی بر فعالیت‌های اقتصادی به جا می‌گذارد، در تحقیق حاضر به روش توصیفی و تحلیلی محتوی با استفاده از منابع کتابخانه‌ای، ریسک صکوک استصناع را مورد بررسی قرار داده و به اثبات این فرضیه می‌پردازیم که «پوشش ریسک صکوک استصناع به راحتی امکان‌پذیر بوده و خریداران آن در بازار بورس با ریسک بسیار کمی مواجه خواهند شد و این امر منجر به جذب نقدینگی طیف‌های ریسک‌گریز سرمایه‌گذاران خواهد شد».

واژگان کلیدی: صکوک (اوراق) استصناع، بازار بورس، ریسک، مدیریت ریسک

طبقه‌بندی موضوعی: D81, E44, G32

## مقدمه

ظهور یک بازار سرمایه اسلامی متمایز که ساختار محصولات و فعالیت‌های تأمین مالی و سرمایه‌گذاری آن مطابق شریعت اسلامی باشد، پیامد پیشرفت طبیعی صنعت خدمات مالی اسلامی است. انتشار موفقیت آمیز اوراق بهادار اسلامی در مناطق مختلف جهان باعث شد که این اوراق به یک منبع تأمین مالی جایگزین تبدیل و توسط بسیاری از کشورها و شرکت‌ها استفاده شود (صالح آبادی، ۱۳۸۵: ۲۹).

1. Email: nazarpur@mofidu.ac.ir

2. Email: akhzaei65@gmail.com

یکی از ابزارهای مطرح در صنعت خدمات مالی اسلامی اوراق یا صکوک استصناع<sup>۱</sup> است که بر مبنای عقد استصناع یا سفارش ساخت شکل می‌یابد. از طریق انتشار این اوراق بهادار می‌توان با جمع‌آوری سرمایه‌های کوچک و پراکنده، ضمن تأمین منابع لازم برای اجرای طرح‌های اقتصادی وزارتخانه‌ها، شرکت‌های دولتی و غیردولتی، به گسترش کمی و کیفی بازار سرمایه همت گماشت. توسعه صکوک استصناع نیازمند شناسایی و تجزیه و تحلیل ریسک آن می‌باشد. هر چه بازار این ابزار مالی توسعه یابد، اثرپذیری آن از عوامل و پدیده‌های اقتصادی بیشتر شده و علاوه بر فرصت‌های جدید، احتمال بروز نوسانات در بازدهی آن تقویت می‌شود. بنابراین بدون ارزیابی ریسک‌های بالقوه و بالفعل، که بخشی مربوط به بازار اولیه و بخش دیگر مربوط به بازارهای ثانویه هستند و همچنین طراحی پوشش ریسک این اوراق، گسترش و مقبولیت عمومی آن با موانع جدی مواجه می‌شود. با توجه به عدم امکان حذف ریسک، باید آن را مدیریت نمود و از آنجا که عدم توجه به مدیریت ریسک اثرات غیرقابل جبرانی بر فعالیت‌های اقتصادی به جا می‌گذارد، در این بررسی به روش توصیفی و تحلیل محتوی ریسک صکوک استصناع از جنبه‌های مختلف ارزیابی و تجزیه و تحلیل شده و نشان داده خواهد شد که پوشش ریسک این اوراق به راحتی امکان‌پذیر بوده و خریداران این اوراق در بازار بورس با ریسک بسیار کمی مواجه خواهند شد و این امر منجر به جذب نقدینگی طیف‌های ریسک‌گریز سرمایه‌گذاران شده و منابع مالی مورد نیاز مؤسسه‌های اقتصادی جامعه را فراهم خواهد آورد. در این تحقیق صکوک استصناع معرفی و ضرورت و چگونگی شکل‌گیری آن‌ها به تصویر کشیده می‌شود و سپس انواع ریسک صکوک استصناع معرفی و روش‌های مدیریت آن مورد بررسی قرار می‌گیرد و سرانجام پس از درجه‌بندی ریسک انواع صکوک استصناع، جمع‌بندی و نتایج تحقیق ارائه می‌شود.

#### ۱- پیشینه و ادبیات موضوع

از آنجا که طراحی صکوک استصناع و خرید و فروش آن در بازار بورس مبتنی بر شرعیت بیع دین است، کاربرد این ابزار بنا بر دیدگاه مشهور فقهای امامیه (برخلاف دیدگاه عالمان اهل سنت) بلامانع است. از این رو نمی‌توان انتظار داشت تحقیقاتی خارج از ایران در این زمینه صورت پذیرفته باشد. بنابراین تنها مطالعاتی در داخل کشور در زمینه صکوک استصناع صورت پذیرفته که به برخی از آن‌ها اشاره می‌شود.

۱. اوراق استصناع و صکوک استصناع به یک معنی می‌باشد.

نظرپور (۱۳۸۴) در مقاله «اوراق بهادار استصناع (سفارش ساخت) ابزاری برای سیاست پولی» ضمن تبیین عقد استصناع و ماهیت آن از نظر فقهی، به تصحیح آن پرداخته و صکوک استصناع را به عنوان جایگزینی برای اوراق قرضه معرفی می‌کند و چگونگی بکارگیری آن توسط بانک مرکزی در چارچوب عملیات بانکی بدون ربا جهت اعمال سیاست‌های مناسب اقتصادی را تبیین می‌نماید. همچنین در مقاله دیگری تحت عنوان «عملیات بازار باز از طریق اوراق استصناع (مشکلات و راه حل‌ها)»، صکوک استصناع را ابزاری برای اعمال سیاست پولی معرفی نموده و به چگونگی مهار انبساط پولی اولیه در اثر خرید این اوراق توسط بانک مرکزی و شیوه‌های تأمین مالی خرید این اوراق می‌پردازد تا از این طریق بتوان خلأ اوراق قرضه و عملیات بازار باز (OMO)<sup>۱</sup> را تا حدودی پر کرد.

موسویان (۱۳۸۶) نیز در مقاله «اوراق بهادار استصناع؛ مکمل بازار سرمایه ایران» ضمن بررسی فقهی و حقوقی قرارداد استصناع، کارکرد این اوراق را به عنوان ابزاری برای تأمین مالی طرح‌های اقتصادی مورد بررسی قرار داده است.

کمیجانی و نظرپور (۱۳۸۶ الف) در مقاله «تأمین مالی طرح‌های اقتصادی از طریق اوراق استصناع» ضمن تبیین ویژگی‌های صکوک استصناع به عنوان یک ابزار مالی و بررسی چگونگی شکل‌گیری این اوراق در بازار بورس، به معرفی اقسام صکوک استصناع پرداخته و پس از بررسی ریسک‌های اعتباری، تورم و ساختاری در مورد این اوراق، به درجه‌بندی ریسک انواع صکوک استصناع می‌پردازند. آنان (۱۳۸۶ ب)، همچنین در مقاله «تقاضا و عرضه اوراق استصناع به منزله ابزار پولی»، پس از بررسی مشروعیت، صحت و لزوم عقد استصناع از دیدگاه برخی از مراجع تقلید، ویژگی‌های صکوک استصناع به عنوان ابزار پولی را تبیین نموده و عوامل مؤثر بر عرضه و تقاضای این اوراق را مورد بررسی قرار می‌دهند. غیر از مقاله کمیجانی و نظرپور (۱۳۸۶ الف) که اشاراتی به ریسک داشت، در این مقالات نویسندگان عمدتاً به مسائل و مشکلات فقهی، قانونی و اجرایی صکوک استصناع و راه‌های رفع آن‌ها جهت معرفی به عنوان ابزاری برای اعمال سیاست‌های اقتصادی پرداختند. این تحقیق در راستای تکمیل مباحث مربوط به صکوک استصناع به صورتی جامع به بررسی ریسک‌های مرتبط با این اوراق و ارائه راهکارهایی برای مدیریت این ریسک‌ها می‌پردازد.

البته در زمینه بررسی ریسک صکوک در داخل کشور تنها مقاله سروش و صادقی (۱۳۸۷) با عنوان «مدیریت ریسک اوراق بهادار اجاره (صکوک اجاره)» به چشم می‌خورد. در این مقاله ابتدا ریسک صکوک اجاره به طور اجمالی معرفی شده و آنگاه ریسک‌هایی که متوجه این اوراق می‌باشد، مورد بررسی قرار گرفته و راهکارهایی برای پوشش و مدیریت ریسک آن‌ها ارائه می‌گردد.

در خارج از کشور نیز در این زمینه پایان‌نامه ارسلان طارق<sup>۱</sup> (۲۰۰۴) با عنوان «مدیریت ریسک‌های مالی ساختار صکوک» که با دیدی کلی اقدام به بررسی ریسک صکوک نموده است، به چشم می‌خورد. همچنین ارسلان طارق و همایون دار<sup>۲</sup> (۲۰۰۷) در تحقیق «ریسک ساختارهای صکوک: مفاهیمی برای جذب منابع» که از پایان‌نامه ارسلان طارق استخراج شد، صکوک و ریسک‌های نقدینگی، بازار و اعتباری آن‌ها را مورد بحث قرار داده و در صدد تبیین ریسک صکوک و نقش آن‌ها در توسعه بازار بدهی و جذب سرمایه‌گذاری‌ها در اقتصادهای نوظهور می‌باشد. بنابراین ریسک صکوک استصناع از پیشینه‌ای برخوردار نیست و از ابداعات مقاله حاضر می‌باشد.

## ۲- عقد استصناع

استصناع یا قرارداد سفارش ساخت قراردادی است بین دو شخص اعم از حقیقی و حقوقی مبنی بر تولید کالایی خاص یا اجرای پروژه‌ای با ویژگی‌های مشخص در آینده که سفارش‌گیرنده متعهد می‌شود در ازای گرفتن مبالغ آن در زمان‌های توافق شده که بخشی از آن می‌تواند به صورت نقد و بخشی به صورت اقساط به تناسب پیشرفت فیزیکی کار و یا حتی مستقل از آن باشد، بر اساس زمان‌بندی کوتاه مدت یا بلند مدت مثلاً یک تا ده ساله، مواد اولیه و کالاهای مورد نیاز خود برای اجرای پروژه را مستقیماً خود تهیه و در زمان مشخص کالا یا پروژه مورد نظر را به سفارش دهنده تحویل دهد و سفارش دهنده نیز در صورت تطابق کامل پروژه با مشخصات قید شده در قرارداد آن را تحویل خواهد گرفت. (کمیحانی و نظریور، ۱۳۸۶ الف: ۲۲)

دامنه عقد استصناع بسیار گسترده و وسیع است و شامل سفارش ساخت بسیاری از پروژه‌ها و طرح‌های کلان کشورها نظیر انتقال خطوط نفت و گاز، کارخانه‌های عظیم پتروشیمی، سد سازی، ذوب آهن، هواپیما سازی و کشتی سازی می‌شود.

## ۳- صکوک استصناع<sup>۳</sup>

بازارهای مالی از آن جهت که امکان تبادل و عرضه و تقاضای وجوه مالی را فراهم می‌آورند از اهمیت و ضرورت ویژه‌ای برخوردار هستند. دارندگان وجوه اندک نیز می‌توانند در این بازار سرمایه‌گذاری کنند و هر گاه نیاز به نقدینه داشته باشند، می‌توانند اوراق بهادار خود را در بازار بورس عرضه نموده و وجوه مورد نیاز خود را به دست آورند.

1. Arsalan tariq, Ali  
2. Dar, Humayon  
3. Istisna' Sukuk

یکی از انواع اوراق بهادار که اخیراً مورد توجه فعالان بازارهای مالی قرار گرفته است، صکوک می‌باشد. استاندارد شرعی شماره ۱۷ سازمان حسابداری و حسابرسی نهادهای مالی اسلامی<sup>۱</sup>، صکوک را این‌گونه تعریف کرده است: «گواهی‌هایی با ارزش اسمی یکسان که پس از اتمام عملیات پذیرهنویسی، بیانگر پرداخت مبلغ اسمی مندرج در آن توسط خریدار به ناشر است و دارنده آن مالک یک یا مجموعه‌ای از دارایی‌ها، منافع حاصل از دارایی و یا ذینفع یک پروژه یا یک فعالیت سرمایه‌گذاری خاص می‌شود» (پهلوان و رضوی، ۱۳۸۶: ۲۱). این تعریف با توجه به فقه اهل سنت تنظیم گردید. در فقه امامیه صکوک می‌تواند در یک معامله و قرارداد نظیر قرارداد استصناع به عنوان وسیله‌ای برای پرداخت وجوه انتشار یابد و پس از انتشار دینی در ذمه انتشاردهنده آن تلقی گردد.

در این میان ظهور و گسترش صکوک استصناع در مجموعه صکوک، بی تردید برگستره انتخاب خواهد افزود و منجر به رونق بازار بورس شده و زمینه کارآمدی بیشتر آن را فراهم می‌سازد.

اگر صکوک استصناع در کنار سایر اوراق بهادار به صورت مستمر و متنوع توسط نهادهای دولتی و غیردولتی منتشر شوند، متناسب با ویژگی‌های خود می‌تواند عرضه‌کنندگان و تقاضاکنندگان خاصی را به خود جلب نموده و بازار سرمایه و بورس اوراق بهادار را متنوع و بر غنای آن بیفزاید و با تحقق بازاری فعال انتظار می‌رود بازدهی این اوراق به سمت بازدهی سرمایه در بخش واقعی اقتصاد سوق یابد. البته برای اینکه صکوک مورد رغبت مردم قرار گیرد، لازم است انتشار این اوراق با ضمانت وزارت امور اقتصادی و دارایی یا سازمان مدیریت و برنامه‌ریزی و با مجوز رسمی بانک مرکزی منتشر شود. در فرآیند انتشار صکوک استصناع، ارکان زیر وجود دارد:

- ۱- بانی (سفارش دهنده): هر شخص حقوقی که انتشار صکوک به منظور تأمین مالی او صورت می‌گیرد.
- ۲- عامل (پیمانکار): هر شخص حقوقی که وجوه حاصل از انتشار صکوک تحویل وی می‌گردد و در مقابل او متعهد به بازپرداخت وجوه حاصله به همراه سود و حق الوکاله واسط می‌شود.
- ۳- ناشر (واسط): هر شخص حقوقی که اوراق بهادار را منتشر می‌کند که می‌تواند یک بانک سرمایه‌گذاری<sup>۲</sup> و یا بانک‌های تجاری باشد.
- ۴- سرمایه‌گذاران: هر شخص اعم از حقیقی و حقوقی که اقدام به خرید صکوک نموده و وجوه حاصل از فروش صکوک جهت تأمین مالی عامل به کارگرفته می‌شود.

#### 1. AAOIFI

۲. این بانک‌ها، واسطه‌های مالی بین شرکت‌های انتشار دهنده اوراق بهادار و سرمایه‌گذاران می‌باشند که عمده وظایف آن‌ها در قبال شرکت‌ها، انتخاب ابزارهای صحیح و مناسب تأمین مالی و تضمین فروش اوراق بهادار آن‌ها است. اما آن‌ها در فعالیت‌های دیگری از جمله مدیریت کلیه عملیات عرضه عمومی اولیه اوراق بهادار، مدیریت کلیه عملیات عرضه خصوصی اوراق بهادار، ارائه عملیات تضمین فروش اوراق بهادار در سطح بین‌المللی، انجام عملیات بازاریابی، و همچنین پوشش ریسک و تأمین سرمایه مخاطره آمیز تخصص دارند.

### صکوک استصناع به دو صورت زیر شکل می‌گیرد:

#### صورت اول: استصناع مستقیم

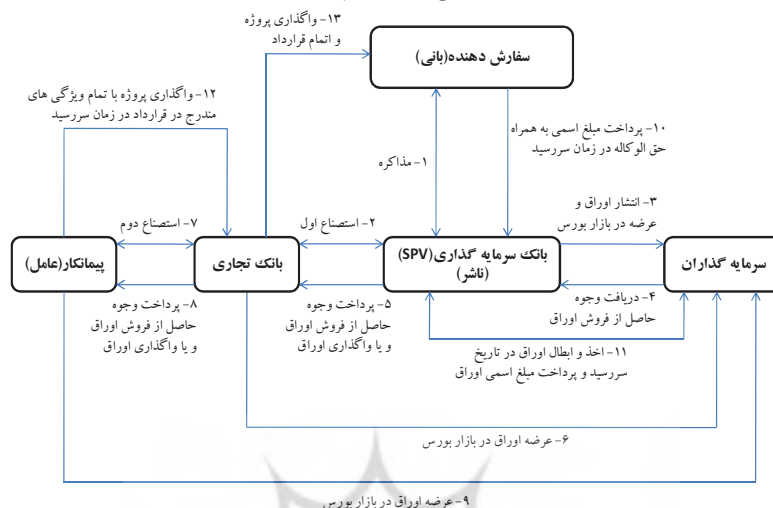
بانی می‌تواند سفارش ساخت طرح‌ها و پروژه‌های کوچک و بزرگ یا حتی تکمیل طرح‌های موجود و... را به پیمانکاران بدهد و در مقابل بجای پرداخت همه یا بخشی از مبلغ به صورت نقدی، به آنان صکوک استصناع با سررسید مشخص که طرح در آن سررسید به اتمام می‌رسد یا در حال اتمام است مثلاً ۴ ساله، ۳ ساله یا ۵ ساله و یا تلفیقی از آن‌ها به تناسب قرارداد بدهند. طبعاً قیمت اسمی این اوراق به تناسب زمان سررسید بیشتر از قیمت پرداخت نقدی طرح‌ها خواهد بود. خریداران اوراق در صورت نگهداری آن تا تاریخ سررسید می‌توانند به قیمت اسمی اوراق دست یابند و در صورت فروش پیش از موعد، به نسبت زمان باقیمانده تا زمان سررسید مبلغ اسمی اوراق تنزیل خواهد شد. فرآیند عملیاتی انتشار صکوک استصناع مستقیم به صورت زیر خواهد بود:



#### صورت دوم: استصناع غیر مستقیم

زمانی که طرحی که توسط صکوک استصناع تأمین مالی می‌شود، کوچک باشد و یا طرح بزرگی به طرح‌های کوچک تبدیل شود، بانی می‌تواند با یک بانک معتبر قرارداد استصناع ببندد و وجوه حاصل از عرضه صکوک در بازار بورس را تحویل بانک نمایند و یا در صورت تمایل بانک، صکوک استصناع را به بانک بدهند. بانک اکنون به عنوان واسطه با پیمانکاران وارد قرارداد می‌شود و قرارداد استصناع دیگری با پیمانکاران جزء منعقد می‌نماید و بخشی از مبلغ (و یا در صورت تمایل پیمانکاران صکوک استصناع) را هنگام قرارداد و بخش دیگری را به صورت اقساطی و متناسب با پیشرفت کار تحویل آنان می‌نماید.

فرآیند عملیاتی انتشار صکوک استصناع غیرمستقیم به صورت زیر خواهد بود:



## اقسام صکوک استصناع<sup>۱</sup>

اوراق بهادار استصناع به چهار صورت زیر قابل انتشار است:

- الف- صکوک عادی استصناع؛
- ب- صکوک استصناع قابل تبدیل به اوراق سهام؛
- ج- صکوک استصناع توأم با اوراق حق اختیار معامله؛
- د- صکوک استصناع تبدیل پذیر معکوس.

افرادی که صکوک نوع الف را خریداری می کنند بسته به زمان سررسید و فاصله بین زمان خرید و سررسید، صکوک را کمتر از مبلغ اسمی آن خریداری می کنند و در صورت انتظار تا زمان سررسید تنها می توانند از ناشر قیمت اسمی را دریافت نمایند.

دارندگان صکوک نوع ب، علاوه بر اینکه می توانند تا تاریخ سررسید اوراق منتظر بمانند و قیمت اسمی اوراق را دریافت نمایند، حق تبدیل این اوراق را در زمان سررسید و با نرخ تبدیل معین به سهام شرکت بانی و یا سایر اوراق منتشر شده از سوی آن شرکت و یا حتی دارایی های مربوطه را دارا می باشند. البته طبق قانون و یا قرارداد در هنگام تبدیل اوراق به سهام و یا دارایی، هزینه انتقال و همچنین بهای حق تقدم می تواند بر عهده دارنده این اوراق باشد.

۱. مطالب این قسمت برگرفته از مقاله زیر می باشد:

کمپجانی، اکبر و نظریور، محمدنقی، ۱۳۸۶، «تأمین مالی طرح های اقتصادی از طریق اوراق استصناع»، مجموعه مقالات کنفرانس بین المللی تأمین مالی اسلامی، تهران: مرکز مطالعات تکنولوژی دانشگاه صنعتی شریف. (صص ۲۵، ۲۶، ۲۷ و ۲۸)

در صکوک نوع ج، دارنده صکوک دارای حق تحصیل سهم یا سایر دارایی‌های تجاری می‌باشد. این حقوق در قالب برگه حق اختیار معامله به دارنده صکوک داده می‌شود و بطور جداگانه قابل معامله می‌باشد. اساساً ماهیت این اوراق بدین صورت است که شخص سرمایه‌گذار که انتظار افزایش سهام خاصی را در آینده دارد می‌تواند اختیار خرید سهام را خریداری کند و چنانچه انتظار کاهش قیمت سهام خاصی را داشته باشد می‌تواند اختیار فروش سهام مزبور را خریداری نماید. اختیار خرید یا فروش سهام به ترتیب مذکور با پرداخت مبلغی به عنوان هزینه انتخاب به دست می‌آید (حاجیان، ۱۳۷۷: ۶). اوراق حق اختیار معامله طبق قرارداد ممکن است تبدیل به سهام گردد و به طور نقدی نیز قابل تسویه باشد.

در صکوک استصناع نوع د، حق خرید سهام در اختیار دارنده این اوراق قرار نمی‌گیرد؛ بلکه ناشر اوراق مخیر است در زمان سررسید بجای پرداخت مبلغ اسمی اوراق، تعداد از پیش تعیین شده‌ای از سهام را تحویل دارنده آن نماید. انتخاب ناشر بین پرداخت نقدی یا تحویل تعدادی سهام، به عملکرد سهام و در نتیجه نوسانات قیمت در زمان سررسید بستگی دارد. مشاهده می‌شود که هر یک از اقسام صکوک استصناع دارای ویژگی‌های خاصی بوده که هر کدام به نوبه خود می‌توانند مورد توجه گروه خاصی از فعالان بازارهای مالی قرار گیرند و سهمی از پرتفوی سرمایه‌گذاری آن‌ها را به خود اختصاص دهند. لیکن با توجه به ماهیت صکوک استصناع و بازدهی ثابت این اوراق، انتظار می‌رود بیشتر مورد توجه طیف‌های ریسک‌گریز سرمایه‌گذاران قرار گرفته و نقدینگی آن‌ها را جذب فعالیت‌های مولد نماید.

#### ۴- ریسک صکوک استصناع و روش‌های پوشش آن

در فرهنگ مدیریت رهنما، در تعریف ریسک آمده است: «ریسک عبارت است از هر چیزی که حال یا آینده دارایی یا توان کسب درآمد شرکت، مؤسسه یا سازمانی را تهدید می‌کند» (فتحی، ۱۳۸۵: ۵۴). ریسک در اصطلاح سرمایه‌گذاران عبارت است از احتمال متفاوت بودن نرخ واقعی بازده با نرخ مورد انتظار سرمایه‌گذار (نووی، ۱۳۸۵: ۶).

مطلوبیت اقدامات پوشش ریسک آشکار است. اکثر افرادی که در رابطه با ساخت و تولید، خرده‌فروشی، عمده‌فروشی یا ارائه خدمات فعالیت می‌کنند، در زمینه پیش‌بینی متغیرهایی چون نرخ‌های بهره، نرخ برابری ارزها و قیمت‌های کالا از تخصص و مهارت کافی برخوردار نیستند. بنابراین منطقی است که اقدام به پوشش ریسک ناشی از متغیرهای مذکور نمایند و از این طریق بر فعالیت‌های اصلی خود - که در آن‌ها تخصص و خبرگی دارند - تمرکز



نمایند. در واقع شرکت‌ها و فعالان مالی با استفاده از عملیات پوشش ریسک می‌توانند خود را در برابر رویدادهای غیرمترقبه ناخوشایندی همچون افزایش ناگهانی قیمت یک کالا بیمه نمایند. البته عملاً، ریسک‌های زیادی وجود دارد که نمی‌توان آن‌ها را پوشش داد (هال<sup>۱</sup>، ۱۳۸۴: ۱۵۳)؛ و سهامدار تنها می‌تواند با تنوع بخشیدن به ریسک از طریق یک سبد متنوع و متناسب، بسیاری از ریسک‌ها را کاهش دهد.

نظام مالی اسلامی نیز با درجات مختلفی از ریسک روبرو است و صکوک به عنوان یکی از ابزارهای تأمین مالی اسلامی به دلیل اینکه مبتنی بر مالکیت یک دارایی<sup>۲</sup> بوده و بنابراین ریسک این دارایی به سرمایه‌گذاران منتقل می‌شود، از ریسک بالایی برخوردار است (Adam & Thomas, ۲۰۰۴: ۸).

گرچه ابزارهای مالی اسلامی در بازارهای مالی به سرعت در حال گسترش هستند ولی در حوزه مدیریت و پوشش ریسک هنوز به رشدی مشابه با رشد صنعت مالی اسلامی دست نیافته‌اند لذا ضرورت توجه به طراحی پوشش ریسک این ابزارها بیش از پیش احساس می‌شود (السویل، ۱۳۸۶: ۱۹).

در ادامه، ریسک صکوک استصناع بر اساس نوع بازارها مورد بررسی قرار خواهد گرفت و برخی از راه‌های مدیریت و کاهش این ریسک‌ها معرفی می‌شوند.

#### ۴-۱- ریسک‌های بازار اولیه<sup>۳</sup>

در این قسمت، ریسک‌های ناشی از تبادل صکوک استصناع میان بانی و پیمانکار و به تبع آن بانک‌های واسطه‌ای مورد بررسی قرار گرفته و نشان داده می‌شود که بازار اولیه این اوراق با ریسک بسیار کمی مواجه است. این گروه از ریسک‌ها متوجه تمام اقسام صکوک استصناع بوده و همگی به یک اندازه در معرض این ریسک‌ها قرار می‌گیرند.

ریسک عدم قبول پروژه توسط پیمانکار  
ممکن است بانک سرمایه‌گذاری پس از انتشار اوراق و واگذاری آن‌ها و دریافت وجوه حاصله، جهت واگذاری پروژه به پیمانکاران یا بانک تجاری مراجعه نماید اما آن‌ها از پذیرش پروژه منصرف شده باشند. این امر ممکن است از افزایش قیمت نهاده‌ها و عوامل تولید مورد نیاز برای اجرای پروژه ناشی شده باشد.

1. Hull, John

۲. اعم از عین و دین

3. Primary Securities Market Risk

برای کاهش احتمال وقوع این ریسک می‌توان از روش‌های زیر استفاده کرد:

- ۱- قرارداد صلح: بر این اساس ناشر قبل از انتشار اوراق با پیمانکار یک قرارداد صلح منعقد می‌کند مبنی بر اینکه در یک زمان مشخص بانی (واسط) ملزم به انتشار اوراق و پیمانکار ملزم به پذیرش پروژه با قیمتی مشخص باشد. به پشتوانه این قرارداد واسط اقدام به انتشار اوراق می‌کند.
- ۲- استفاده از ضمانت‌نامه بانکی: پیمانکار ضمانت می‌کند که پس از جمع‌آوری وجوه توسط واسط، پروژه را خواهد پذیرفت.
- ۳- گنجاندن وجه التزام در قرارداد: طرفین قرارداد طی یک شرط ضمن عقد، مبلغی را به عنوان وجه التزام مشخص نمایند تا در صورت اینکه هر یک از طرفین تعهدات خود را ایفا نمایند، طرف مقابل آن وجه را به عنوان خسارت دریافت نماید.

#### ریسک عدم قبول پروژه پس از اتمام توسط بانی

زمانی که کالای ساخته شده آن طور که مد نظر سفارش دهنده بوده است نباشد و یا بانی به هر دلیلی از پذیرش آن سرباز زند و به این دلیل از ایفای تعهدات خود امتناع ورزد، احتمال وقوع این ریسک تقویت می‌شود.

برای پوشش این ریسک باید یکی از راه‌حل‌های زیر را انتخاب نمود:

- ۱- گنجاندن وجه التزام در قرارداد: در صورتی که هر یک از طرفین تعهدات خود را به درستی ایفا نمایند، طرف مقابل آن وجه را به عنوان خسارت برداشت کند.
  - ۲- استفاده از ضمانت‌نامه بانکی: بانی تضمین می‌کند که پس از اتمام پروژه ساخت، ملزم به قبول آن از سوی واسط یا پیمانکار است.
  - ۳- تبدیل عقد استصناع به جعاله<sup>۱</sup>: در این صورت پیمانکار می‌داند در عقد جعاله شرط «اگری» وجود دارد و در صورتی که کالا با خصوصیات مد نظر بانی ساخته شود، به او پاداش تعلق خواهد گرفت.
  - ۴- استفاده از عقد صلح: عامل طی عقد صلح بپذیرد در صورتی که کالای ساخته شده با آن چیزی که وی متعهد به ساخت آن شده بود تا حدودی مغایرت دارد، کالا را به قیمتی پایین‌تر به بانی واگذار نماید. در این حالت دقت بیشتری در ایفای تعهدات خود خواهد داشت.
- البته بانی و یا واسط هنگام واگذاری پروژه به پیمانکار باید توجه داشته باشد که ابتدا از صلاحیت اعتباری و حسن شهرت پیمانکار اطمینان کامل حاصل نماید تا از بروز چنین مشکلاتی در آینده جلوگیری نماید.

۱. به این صورت که بانی به پیمانکار بگوید اگر کالایی با چنین خصوصیاتی برای من ساختی یا اینکه خدمتی بدین شرح برای من انجام دادی، مبلغ معینی را به عنوان پاداش به تو خواهم داد.

### ریسک سوء استفاده واسط از وجوه دریافتی

از آنجا که واسط با انتشار صکوک استصناع اقدام به جمع‌آوری وجوه نقد می‌نماید لذا ممکن است از وجوه نقد دریافتی سوء استفاده نموده و وجوه را در فعالیتی به‌کارگیرد که از سوی بانی مجاز شمرده نشود. برای جلوگیری و کاهش احتمال بروز این ریسک می‌بایست وجوه حاصل از واگذاری صکوک استصناع را در حساب مشترک بین واسط و امین واریز نمود. در این صورت مؤسسه واسطه تنها در صورت اجازه امین امکان برداشت وجوه از حساب را خواهد داشت.

### ریسک عدم تمایل برای خرید صکوک استصناع توسط نهادهای واسطه‌ای:

ممکن است پیمانکارانی که به هر دلیل در آغاز پروژه تمایل به دریافت صکوک استصناع به جای وجوه نقد داشته‌اند، زمانی که بخواهند این اوراق را در بازار اولیه به بانک‌های تجاری یا نهادهای دیگر بفروشند با مشکل عدم تقاضا برای این اوراق مواجه شوند و دچار کمبود نقدینگی در طول پروسه تولید شوند.

برای پوشش این ریسک می‌بایست بانی طی قرارداد صلح ضمانت کند که اگر تقاضا برای این اوراق وجود نداشته باشد و پیمانکار موفق به فروش اوراق نشود، خود اوراق را مجدداً از پیمانکار خریداری کند. به عبارتی صکوک استصناعی منتشر گردد که همراه با اختیار فروش باشد؛ به این صورت که هرگاه پیمانکار تمایل به فروش اوراق داشت، بانی یا واسط ملزم به باز خرید اوراق باشند. بنابراین احتمال این ریسک در صکوک استصناع نوع ج که دارای حق اختیار معامله است، کمترین میزان می‌باشد.

### ریسک عدم تعدیل

پس از اینکه بانی توسط بانک سرمایه‌گذاری اقدام به انتشار صکوک استصناع نمود، آنگاه یا به واسطه پرداخت اوراق به پیمانکار و یا به وسیله فروش اوراق در بازار، اقدام به واگذاری پروژه می‌نماید. ریسکی که ممکن است متوجه بانی شود این است که ممکن است شرایط در آینده مثلاً به دلیل تغییر قیمت مواد و مصالح و در نتیجه افزایش قیمت پیشنهادی پیمانکاران برای اجرای طرح، آن طور که مورد انتظار او بوده است، پیش نرود. در این حالت دیگر امکان کاهش قیمت اسمی اوراق در تاریخ سررسید میسر نیست. هر چه سررسید اوراق طولانی‌تر باشد، احتمال زیان ناشی از این ریسک افزایش می‌یابد.

البته به محض واگذاری پروژه به پیمانکار، ریسک (اعم از تغییر قیمت مواد اولیه و ...) به

طور کامل به او منتقل می‌شود. (کميجانی و نظریور الف، ۱۳۸۶: ۳۱)

برای کاهش احتمال وقوع این ریسک می‌توان اوراق با سررسید کوتاه مدت تری منتشر کرد. به این صورت که طرح را به مراحل مختلفی تقسیم کرده و برای هر مرحله اقدام به پذیره نویسی برای اوراق نمود.

با توجه به راهکارهای ارائه شده در قسمت قبل، پوشش ریسک صکوک استصناع در بازار اولیه به راحتی امکان پذیر بوده و ریسک در این بازار به حداقل ممکن تقلیل می‌یابد.

#### ۴-۲- ریسک‌های بازار ثانویه<sup>۱</sup>

دارندگان صکوک استصناع می‌توانند تا زمان سررسید صبر نموده و تمام مبلغ اسمی آن را بدون کم و کاست از ناشر آن دریافت نمایند. ولی در بسیاری از موارد از آنجا که به علت نیاز به نقدینگی و تأمین مخارج سرمایه‌گذاری نمی‌توانند منتظر بمانند تا در سررسید مبالغ درج شده را دریافت نماید، اقدام به فروش اوراق در بازار بورس نموده و نقدینه مورد نیاز خود را تأمین می‌کنند. اگر کسی اوراق را تا زمان سررسید نگهداری کند، ریسک به حداقل ممکن می‌رسد. این ریسک‌ها متوجه فروش قبل از سررسید و به عبارتی بازار بورس است و برای تمامی اوراق بهاداری که در بازارهای ثانویه داد و ستد می‌شوند، وجود دارد و حتی با متنوع ساختن پرتفوی نیز نمی‌توان آن‌ها را از بین برد.

در این قسمت به بررسی ریسک صکوک استصناع در بازار بورس پرداخته و اثبات می‌شود که خریداران این اوراق در بازار بورس با ریسک بسیار کمی مواجه خواهند بود و پایین بودن ریسک این اوراق منجر می‌شود که سرمایه‌گذاران با اطمینان بیشتری نقدینگی خود را صرف خرید آن نمایند. ریسک‌های بازار ثانویه به دو دسته تقسیم می‌شوند: الف- ریسک‌های سیستماتیک؛ ب- ریسک‌های غیر سیستماتیک.

#### الف- ریسک‌های سیستماتیک<sup>۲</sup>

این ریسک‌ها عبارتند از نوسانات قیمتی که به روند کلی بازار بورس نسبت داده می‌شود و به ماهیت خود اوراق و وضعیت اقتصادی انتشار دهنده آن مربوط نمی‌شود بلکه متأثر از سیکل‌های تجاری، موقعیت سیاسی، اقتصادی و اجتماعی کشور و وضعیت اقتصاد جهانی می‌باشد (همان، ۳۰). این ریسک‌ها را ریسک‌های کاهش ناپذیر نیز می‌نامند زیرا هر چند با اقداماتی می‌توان این ریسک‌ها را کاهش داد، اما به طور کلی کاهش احتمال مواجهه با این نوع ریسک‌ها به راحتی امکان پذیر نیست.

توزیع احتمال این ریسک برای تمام اقسام صکوک استصناع به یک اندازه می‌باشد.

1. Secondary Securities Market Risk  
2. Nondiversifiable Risk

### ریسک تورم (قدرت خرید)

ریسکی که همه اوراق بهادار با آن مواجهند ریسک تورم یا قدرت خرید است. در صورتی که نرخ تورم در دوره‌ای بیش از نرخ بازده صکوک استصناع باشد، دارندگان این اوراق در اثر کاهش ارزش پول از قدرت خرید کمتری برخوردار خواهند بود. در واقع افزایش تورم بازده واقعی سرمایه‌گذاران را کاهش می‌دهد.

نکته قابل تأمل این است که با افزایش تورم بیش از میزان پیش بینی شده، گرچه ارزش سایر دارایی‌های مالی از جمله سهام شرکت‌ها نیز افزایش می‌یابد ولی این بدان معنا نیست که ارزش مبادلاتی سهام نیز دقیقاً به اندازه افزایش تورم رشد می‌کند. بنابراین در صکوک استصناع نوع ب و ج نیز که قابلیت تبدیل به سهام و سایر دارایی‌های مالی شرکت بانی را دارا می‌باشند، چون افزایش ارزش مبادلاتی سهام دقیقاً به اندازه افزایش تورم افزایش نمی‌یابد، با افزایش تورم احتمال ریسک و ناطمینانی ناشی از کاهش قدرت خرید کمتر از انواع الف و د می‌باشد.

به طور کلی با انتشار اوراق با سررسید کوتاه مدت برای هر مرحله از طرح به دلیل کاهش تورش میان پیش بینی تورم و مقدار تحقق یافته آن، تا حدود زیادی می‌توان احتمال ریسک ناشی از تورم را برای خریداران این اوراق در بازار بورس کاهش داد.

### ریسک نوسان نرخ ارز<sup>۲</sup>

احتمال ضرر بر اثر تغییر ارزش واحد پول یک کشور نسبت به واحد پول کشور دیگر را ریسک نرخ ارز گویند (کدخدایی، ۱۳۷۸: ۹۲).

اگر صکوک استصناع منتشر شده به منظور تأمین مالی یک پروژه بین‌المللی باشند، یا این‌که پروژه توسط سرمایه‌گذاران خارجی تأمین مالی شود، آنگاه این ریسک به یک اندازه متوجه همه اقسام صکوک خواهد بود. این ریسک از دو منظر می‌تواند مورد توجه قرار گیرد: ۱- ریسک خرید صکوک استصناع طرح‌های داخلی توسط سرمایه‌گذاران خارجی؛ ۲- ریسک خرید صکوک استصناع طرح‌های خارجی توسط سرمایه‌گذاران داخلی.

نظر به ممنوعیت خرید و فروش دین از دیدگاه فقهای اهل سنت، طبعاً صکوک استصناع آن طور که مورد توجه این تحقیق است در سایر کشورهای اسلامی منتشر نخواهد شد لذا تنها به بررسی حالت اول می‌پردازیم.

گرچه احتمال مواجهه با این نوع ریسک تاحدودی اجتناب‌ناپذیر است اما با اقداماتی می‌توان تا اندازه‌ای از زیان ناشی از آن کاست. از جمله آن‌ها می‌توان به موارد زیر اشاره نمود:

1. Inflation Risk
2. Currency Risk

۱- هجینگ<sup>۱</sup> ارزی: خطری که متوجه خریداران صکوک استصناع سایر کشورها است این است که هرگاه دارندگان اوراق احتیاج به نقدینه داشته باشند و بخواهند سرمایه خود را به کشور خود یا سایر کشورها منتقل نمایند، همواره با خطر کاهش نرخ برابری ارز کشور مقصد به کشوری که در آن سرمایه‌گذاری نموده‌اند، مواجه خواهند بود. لذا در زمان سرمایه‌گذاری در یک کشور، می‌بایست از همان ابتدا اقدام به خرید ارز مورد نیاز خود نمایند. البته این موضوع به انتظارات سرمایه‌گذار از نوسان نرخ ارز در آینده بستگی دارد و زمانی که فرد انتظار کاهش نرخ برابری ارز کشورش را داشته باشد، این اقدام دیگر مفید واقع نخواهد شد.

۲- سوآپ<sup>۲</sup> ارزی: با این شیوه خریدارانی که انتظار دارند در زمان سررسید اوراق یا در هر زمان که بخواهند سرمایه خود را از کشور میزبان خارج کنند، ارزش پول ملی کشورشان کاهش یابد، می‌توانند ارز کشورشان را به صورت نقدی فروخته و اقدام به خرید همان ارز در بازار سلف نمایند.

البته در کشور ایران به دلیل اتخاذ سیاست‌های مدیریت نرخ ارز، ریسک ناشی از نوسانات نرخ ارز تا حدود بسیار زیادی کاهش می‌یابد.

### ریسک سیاسی<sup>۳</sup>

چنانچه صکوک استصناع برای تأمین مالی پروژه‌های بین‌المللی منتشر شوند و یا اینکه سرمایه‌گذاران خارجی اقدام به خرید صکوک پروژه‌های داخلی نمایند، احتمال مواجهه با ریسک سیاسی تقویت می‌شود.

برای تحقق ریسک سیاسی لازم است تغییرات اساسی در محیط کار پیش آید به نحوی که سبب انقطاع و عدم استمرار فعالیت‌های یک سرمایه‌گذار خارجی شد و ضمناً امکان پیش‌بینی تغییرات مزبور نیز به سختی فراهم باشد (زاهدی، ۱۳۷۹: ۲).

برخی از انواع ریسک سیاسی که متوجه صکوک استصناع خواهد بود به این صورت است:

۱- مصادره: ممکن است دولت اقدام به مصادره دارایی یک سرمایه‌گذار خارجی که اقدام به خرید این اوراق نموده است نماید.

۲- مالیات: نوع دیگری از تهدیدات به این صورت است که ممکن است دولت اقدام به وضع مالیات تبعیض‌آمیز نماید به گونه‌ای که نرخ مالیات سرمایه‌گذاران خارجی را بالاتر از نرخ مالیات داخلی وضع کند. با این کار، حاشیه سود سرمایه‌گذاران خارجی کاهش می‌یابد.

---

1. Hedging  
2. Swap  
3. Political Risk

۳- وضع قوانین و محدودیت‌ها برای جلوگیری از خروج ارز: وضع محدودیت‌هایی از قبیل تصویب قوانین برای طولانی کردن مسیر تبدیل ارز، انتقال وجوه حاصل از سرمایه‌گذاری در طرح‌هایی که توسط صکوک استصناع تأمین مالی شده‌اند را به کشور مبدأ با مشکل روبرو می‌کند.

احتمال برخی از این ریسک‌ها مانند مصادره را می‌توان به وسیله بیمه کاهش داد، اما به طور کلی احتمال کاهش این نوع ریسک‌ها به راحتی امکان‌پذیر نیست.

سرمایه‌گذاران داخلی نیز تا حدودی با ریسک سیاسی مواجه هستند اما در اینجا ریسک سیاسی عمدتاً ناشی از تغییرات قوانین و سیاست‌های حمایتی از صنایع خاص است؛ البته نباید از نقش حوادثی چون انتخابات، جنگ و ... نیز غافل شد.

#### ب- ریسک‌های غیر سیستماتیک<sup>۱</sup>

این ریسک‌ها آن قسمت از کل ریسک مجموعه سهام را که مختص یک شرکت یا صنعت خاص در بازار بورس است، نشان می‌دهند. عواملی که باعث پدید آمدن ریسک‌های غیر سیستماتیک می‌شوند عبارتند از کالاها و خدمات تولیدی شرکت یا صنعت، اقدامات رقیبان، نوع مدیریت و ساختار هزینه‌های شرکت. این ریسک‌ها را ریسک‌های کاهش‌پذیر نیز می‌نامند زیرا سرمایه‌گذار می‌تواند با مدیریت صحیح و انتخاب درست این بخش از ریسک کل را کاهش دهد. توزیع احتمال این نوع از ریسک‌ها برحسب اقسام صکوک استصناع می‌تواند متفاوت باشد.

#### ریسک اعتباری<sup>۲</sup> (عدم پرداخت)

در ادبیات مالی، «ریسک نکول»<sup>۳</sup> عبارت است از اینکه طرف قرارداد نتواند به تعهد خود عمل کند. ریسک نکول<sup>۴</sup>، در این معنای گسترده، همه جا وجود دارد و هیچ داد و ستد و معامله‌ای نیست که در آن احتمال نکول یک یا دو طرف قرارداد وجود نداشته باشد (مهدوی و همکاران، ۱۳۸۸: ۲). گرچه ضروری است در همه انواع صکوک استصناع تضامین لازم توسط مراجع ذیصلاح برای دریافت مبلغ اسمی در زمان سررسید صورت پذیرد، ولی در عین حال ریسک موقعیت اعتباری ناشر که به واسطه دارا نبودن نقدینگی یا عدم توان پرداخت بدهی‌ها به طور موقت یا دائم در ایفای به موقع تعهدات نظیر تعهد بازخرید اصل اوراق ممکن است افزایش یابد (کميجانی و نظریور الف، ۱۳۸۶: ۲۹)

1. Unsystematic Risk

2. Credit Risk

3. Default Risk

۴. گرچه ریسک نکول زیر مجموعه‌ای از ریسک اعتباری است اما غالباً ریسک نکول و ریسک اعتباری را معادل هم در نظر می‌گیرند.

برای پوشش این ریسک می‌توان روش‌های زیر را به کار برد:

۱- استفاده از مشتقات اعتباری<sup>۱</sup>: انعطاف این ابزارهای مالی برای سرمایه‌گذاران مزایای زیادی دارد و چون در بازار خارج از بورس معامله می‌شوند، می‌توان آن‌ها را مطابق با نیاز بازار طراحی و منتشر کرد (مهدوی و همکاران، ۱۳۸۸: ۳).

۲- استفاده از ضامن: ضامن که می‌تواند یک شرکت بیمه نیز باشد، با دریافت مبلغی از بانی می‌تواند بازپرداخت تعهدات بانی را تضمین نماید.

۳- توجه به رتبه اعتباری بانی: این روش بانی را بر اساس آمار و اطلاعات کمی در زمینه توانایی ایفای تعهدات رتبه‌بندی می‌نماید.

با توجه به انواع مختلف صکوک استصناع می‌توان گفت صکوک نوع ب و ج دارای کمترین احتمال ریسک هستند زیرا در صورت عدم توانایی بانی در پرداخت قیمت اوراق در زمان سررسید می‌توان آن‌ها را به سهام شرکت بانی تبدیل نمود. صکوک نوع د در رتبه بعد قرار دارند زیرا در صورت عدم توانایی ناشر (بانی) در پرداخت تعهدات خود، در صورت تمایل صاحبان اوراق می‌توان سهام شرکت بانی و یا سایر اوراق منتشر شده از سوی آن شرکت و یا حتی دارایی‌های مربوطه را به آنان داد. از سوی دیگر صکوک نوع الف دارای بیشترین احتمال این ریسک است.

#### ریسک عدم نقدشوندگی<sup>۲</sup>

احتمال عدم تبدیل اوراق بهادار به نقدینه را ریسک عدم نقدشوندگی گویند؛ به عبارت دیگر ریسک عدم نقدشوندگی ریسک ناتوانی در فروش سریع دارایی به ارزش کامل آن است.

این ریسک در بین انواع دارایی‌ها و در طول زمان با توجه به شرایط بازار تغییر می‌کند. بعضی دارایی‌ها مانند ارزهای اصلی یا اوراق قرضه، بازارهای عمیقی دارند و در اغلب مواقع به راحتی با نوسان کمی در قیمت، نقد می‌شوند اما این امر در مورد همه دارایی‌ها صادق نیست (بانک سینا، ۱۳۸۸: ۳).

طرح‌هایی که توسط صکوک استصناع تأمین مالی می‌شوند طرح‌های جدید و دارای ویژگی‌های خاصی هستند و به همین جهت بازار ثانویه آن‌ها از عمق و گستردگی کافی برخوردار نمی‌باشد. این واقعیت بدان معناست که صاحبان این اوراق بهادار هنگام نقدکردن اجباری اوراق خود با ریسک عدم نقدشوندگی مواجه خواهند بود؛ یعنی ریسک کاهش ارزش اوراق هنگام نقد کردن.

احتمال مواجهه با این ریسک را می‌توان با راهکارهایی چون تعهد بازخرید اوراق توسط ناشر (بانی) کاهش داد. بنابراین دارندگان صکوک نوع ج به دلیل اینکه دارای حق اختیار معامله هستند ریسک کمتری را نسبت به انواع دیگر متحمل می‌شوند زیرا بر این اساس هرگاه دارندگان اوراق

1. Credit Derivatives  
2. Unliquidity Risk



تمایل به فروش داشتند، ناشر (بانی) متعهد به بازخرید اوراق می‌باشد. از طرفی صکوک نوع ب و ج به دلیل قابلیت تبدیل شدن به سهام، دارای تقاضای بیشتری هستند و لذا در بازار تمایل بیشتری برای دادوستد این اوراق بهادار وجود دارد و ریسک عدم نقدشوندگی کمتری مواجه هستند.

### ریسک نرخ بازده<sup>۱</sup> (هزینه فرصت سرمایه‌گذاری)

ریسک نرخ بازده عبارت است از تغییری که در ارزش اوراق بهادار، به دلیل تغییر در نرخ بازده سایر فرصت‌های سرمایه‌گذاری اتفاق می‌افتد (سروش و صادقی، ۱۳۸۷: ۱۶۸). این ریسک از ریسک نرخ سود مشتق می‌شود که در بازارهای مالی اسلامی با نتیجه فعالیت‌های سرمایه‌گذاری در پایان دوره در ارتباط است. نرخ‌ها نباید به طور دقیق از پیش تعیین شده باشند (IFSB، ۲۰۰۵: ۳۳). اوراق بهادار با بازدهی ثابت در معرض این ریسک قرار دارند. افزایش در نرخ بازدهی بازار منجر به کاهش ارزش اوراق با بازدهی ثابت می‌شود (Tariq، ۲۰۰۴: ۴۳). زمان سررسید نقش بسیار مهمی در تشدید این ریسک دارد (همان، ۴۴). هر چه زمان سررسید اوراق طولانی‌تر باشد، ریسک نرخ بازده افزایش می‌یابد.

با توجه به ماهیت صکوک استصناع که دارای بازدهی ثابت است، در صورت رونق (رکود) در بازار و افزایش (کاهش) نرخ بازدهی سرمایه به حدی فراتر (پایین‌تر) از بازدهی صکوک استصناع، احتمال ریسک هزینه فرصت سرمایه‌گذاری این اوراق افزایش (کاهش) می‌یابد.

برای کاهش این ریسک می‌توان اوراق بهادار با سررسید کوتاه مدت‌تری در بازار بورس منتشر کرد و در صورتی که پروژه‌هایی که برای تأمین مالی آن‌ها صکوک استصناع منتشر شده است به طور طبیعی پروژه‌های بلندمدتی هستند، آن‌ها را به فازهای مختلفی تقسیم کرد و برای هر مرحله از پروژه به صورت مجزا صکوک منتشر نمود.

می‌توان گفت که تمام اقسام صکوک استصناع به یک اندازه در معرض این ریسک قرار دارند. اما زمانی که بازار وارد دوره رکود می‌شود، تنها صکوک نوع د در معرض ریسک قرار می‌گیرند. زیرا در این حالت اگر قیمت سهام شرکت بانی تحت تأثیر شرایط رکودی کمتر از مبلغ اسمی صکوک باشد، بانی می‌تواند سهام شرکت خود را به دارندگان صکوک بدهد.

### ریسک سرمایه‌گذاری مجدد<sup>۲</sup>

این نوع ریسک مربوط به دارایی‌های مالی است که بیش از یک جریان نقدی دارند و به صورت فراهم نبودن زمینه و امکان سرمایه‌گذاری مجدد تعریف می‌شود (سروش و صادقی، ۱۳۸۷: ۱۷۳).

---

1. Rate of Return Risk  
2. Reinvestment Risk

اگر دارندگان صکوک استصناع انتظار داشته باشند که پروژه‌ای که توسط این صکوک تأمین مالی می‌شود پس از تکمیل و واگذاری به بانی سودآوری خواهد داشت، ممکن است تمایل داشته باشند سهام این طرح را تهیه نمایند. در این مرحله ریسک سرمایه‌گذاری مجدد ممکن است به دلیل عدم تبدیل اوراق به سهام و یا سایر دارایی‌های شرکت در صکوک نوع الف و د پدید آید که برای کاهش احتمال بروز آن می‌توان ناشر را طی قراردادی ملزم به واگذاری حق اختیار خرید (سرمایه‌گذاری) مجدد کرد.

### ریسک قانونی<sup>۱</sup>

این ریسک ناشی از عدم موفقیت در اجرای قوانین قابل اجرا و نیازمندی‌های قانونی است. همواره شرکت‌ها و مؤسسات در معرض قوانین و مقررات زیاد در حوزه‌های متعدد قضایی هستند که کسب و کار خود را بر اساس آن گسترش داده‌اند (سرمایه‌گذاری تدبیر، ۱۳۸۵: ۶۱۳). صکوک استصناع از آنجا که با ضمانت وزارت امور اقتصادی و دارایی یا سازمان مدیریت و برنامه‌ریزی و با مجوز رسمی بانک مرکزی منتشر می‌شوند با مشکل ریسک قانونی روبرو نخواهند بود.

### ریسک شریعت<sup>۲</sup>

ریسک شریعت به کاهش ارزش دارایی در نتیجه تخطی از رعایت الزامات شرعی اشاره دارد (Tariq, ۲۰۰۴: ۴۹) و چون در بازار اولیه و ثانویه صکوک استصناع قبل از سررسید به قیمت کمتری خرید و فروش می‌شوند، باید تنزیل از نظر فقهی مشکلی نداشته باشد و از آنجا که مشهور فقیهان با تنزیل مخالفتی ندارند، خرید و فروش صکوک استصناع در بازار بورس با مانعی مواجه نخواهد شد (نظریپور، ۱۳۸۴: ۱۰۲).

در ایران به دلیل ساختار مالی حاکم و وجود قوانین و مقررات اسلامی دقیق، ریسک شریعت پایین است. در کنار این موارد لزوم دریافت مجوز انتشار اوراق بهادار اسلامی از سازمان بورس و اوراق بهادار به‌عنوان سازمان ناظر، این ریسک را به حداقل ممکن کاهش می‌دهد. سازمان بورس و اوراق بهادار به منظور حداقل نمودن این ریسک، کمیته‌ای فقهی تخصصی به‌عنوان یکی از کمیته‌های فرعی هیأت مدیره سازمان ایجاد نموده است تا این‌گونه مسائل را از نقطه نظر فقهی به صورت دقیق مورد بررسی قرار داده و ریسک شریعت را به حداقل ممکن کاهش دهد (سروش و صادقی، ۱۳۸۷: ۱۷۹).

---

1. Legal Risk  
2. Shariah Risk

باید توجه داشت صکوک منتشر شده در صورتی پاسخگوی نیازهای مالی جامعه خواهند بود که ضمن حفظ مبانی شرعی، از کارایی بالایی برخوردار باشند تا ضمن جذب سرمایه‌های متشرعین، نیازهای سایر فعالان بازار اعم از ریسک‌پذیر و ریسک‌گریز را مرتفع سازند. با توجه به مطالب پیش گفته، می‌توان راهکارهای ارائه شده جهت پوشش ریسک‌های مرتبط با صکوک استصناع را در جدول ذیل خلاصه نمود:

انواع ریسک	روش‌های پوشش
<b>۱- ریسک‌های بازار اولیه:</b>	
عدم قبول پروژه توسط پیمانکار	قرارداد صلح، ضمانت نامه بانکی، وجه التزام
عدم قبول پروژه پس از اتمام توسط بانی	قرارداد صلح، ضمانت نامه بانکی، وجه التزام، تبدیل عقد استصناع به جعاله
سوء استفاده واسطه از وجوه دریافتی	افتتاح حساب مشترک بین واسطه و امین
عدم تمایل برای خرید اوراق توسط نهادهای واسطه‌ای	الحاق اختیار فروش بوسیله قرارداد صلح
عدم تعدیل	انتشار اوراق با سررسید کوتاه مدت برای هر مرحله از طرح
<b>۲- ریسک‌های بازار ثانویه:</b>	
<b>الف) ریسک‌های سیستماتیک:</b>	
تورم (قدرت خرید)	تا حد امکان در پیش بینی‌های نرخ تورم دقت به عمل آید، انتشار اوراق با سررسید کوتاه مدت برای هر مرحله از طرح
نوسان نرخ ارز	هجینگ ارزی، سوآپ ارزی
سیاسی	بیمه (برای زمانیکه امکان مصادره وجود دارد)
<b>ب) ریسک‌های غیر سیستماتیک:</b>	
اعتباری (عدم پرداخت)	ضمانت وزارت امور اقتصادی و دارایی و مجوز رسمی سازمان بورس، مشتقات اعتباری، ضامن (بیمه)، توجه به رتبه اعتباری بانی
عدم نقدشوندگی	واگذاری اختیار فروش
نرخ بازده (هزینه فرصت سرمایه‌گذاری)	تقسیم طرح به فازهای مختلف و پذیره نویسی برای هر فاز
سرمایه‌گذاری مجدد	واگذاری اختیار خرید
قانونی	ضمانت وزارت امور اقتصادی و دارایی و مجوز رسمی سازمان بورس
شریعت	کمیته فقهی تخصصی سازمان بورس

با توجه به راهکارهای ارائه شده در قسمت قبل برای پوشش ریسک صکوک استصناع، می‌توان استنتاج نمود که پوشش ریسک این اوراق در بازار بورس به راحتی صورت می‌پذیرد و خریدارانی که این اوراق را در پرتفوی سرمایه‌گذاری خود دارند، از جانب این اوراق متوجه ریسک بسیار کمی خواهند بود. بنابراین فعالان بازار به ویژه طیف ریسک‌گریز آن‌ها با اطمینان خاطر می‌توانند نقدینه خود را در این اوراق سرمایه‌گذاری نمایند.

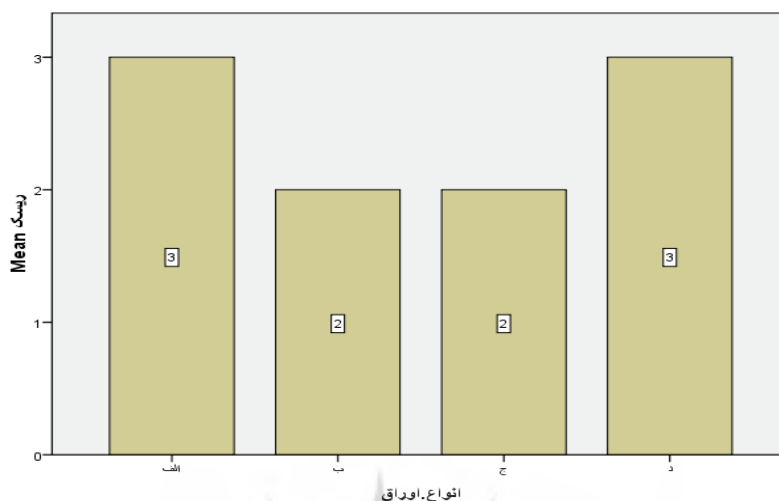
### ۵- درجه بندی ریسک صکوک استصناع

با توجه به اینکه ریسک‌های بازار اولیه به یک اندازه متوجه انواع صکوک استصناع است، در این قسمت تنها ریسک انواع صکوک در بازار بورس (بازار ثانویه) مورد بررسی قرار می‌گیرد و نتایج توسط نرم افزار SPSS تحلیل می‌شوند. برای این کار ابتدا ریسک‌های بازار ثانویه صکوک استصناع در طیف لیکرت (۱- خیلی کم، ۲- کم، ۳- متوسط، ۴- زیاد، ۵- خیلی زیاد) بدون در نظر گرفتن راهکارهای پوشش ریسک که در قسمت‌های قبل بیان شد، توسط نویسندگان مقاله امتیازدهی شده و نتایج مورد بررسی قرار خواهند گرفت:

انواع اوراق				
د	ج	ب	الف	انواع ریسک
Mean	Mean	Mean	Mean	
۳	۲	۲	۳	تورم
۲	۲	۲	۲	نرخ ارز
۲	۲	۲	۲	سیاسی
۲	۱	۱	۳	اعتباری
۳	۱	۲	۳	عدم نقدشوندگی
۳	۲	۲	۲	نرخ بازده
۴	۱	۱	۴	سرمایه گذاری مجدد
۱	۱	۱	۱	قانونی
۱	۱	۱	۱	شریعت
۳	۲	۲	۳	ریسک کل

پس از تحلیل ریسک‌های انواع صکوک، نتایج زیر حاصل شد:

Cumulative Percent	Valid Percent	Percent	Frequency		
50.0	50.0	50.0	2	۲ کم	Valid
100.0	50.0	50.0	2	۳ متوسط	
	100.0	100.0	4	Total	



همانطور که مشاهده می‌شود، صکوک استصناع نوع ب و ج دارای کمترین میزان ریسک بوده و بر اساس طیف لیکرت دارای ریسک کمی می‌باشند. از سوی دیگر صکوک نوع الف و د دارای ریسک بیشتری بوده و بر اساس طیف لیکرت ریسک متوسطی دارند. همانطور که پیداست ریسک صکوک استصناع به طور کلی پایین بوده و با توجه به راهکارهای که برای طراحی پوشش ریسک ارائه شده، همین میزان اندک ریسک نیز قابل مدیریت است. در جدول زیر انواع ریسک بدون در نظر گرفتن اقسام صکوک استصناع مورد بررسی قرار گرفته است:

ریسک	نرخ بازده	شریعت	قانونی	سرمایه گذاری مجدد	عدم نقدشوندگی	اعتباری	سیاسی	نرخ ارز	تورم	
4	4	4	4	4	4	4	4	4	4	Valid
0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	Missing
2.50	2.25	1.00	1.00	2.50	2.25	1.75	2.00	2.00	2.50	Mean
.289	.250	.000	.000	.866	.479	.479	.000	.000	.289	Std. Error of Mean
.577	.500	.000	.000	1.732	.957	.957	.000	.000	.577	Std. Deviation
.333	.250	.000	.000	3.000	.917	.917	.000	.000	.333	Variance
1	1	0	0	3	2	2	0	0	1	Range
2	2	1	1	1	1	1	2	2	2	Minimum
3	3	1	1	4	3	3	2	2	3	Maximum
10	9	4	4	10	9	7	8	8	10	Sum

a. Multiple modes exist. The smallest value is shown

بر اساس جدول فوق، ریسک سرمایه‌گذاری مجدد با میانگین ۲،۵ و واریانس ۳ شدیدترین ریسک است. پس از آن ریسک عدم نقدشوندگی با میانگین ۲،۲۵ و واریانس ۰،۹۱۷ شدیدترین ریسک است. از سوی دیگر به جز ریسک‌های قانونی و شریعت که میانگین ۱ و واریانس صفر دارند، ریسک اعتباری با میانگین ۱،۷۵ و واریانس ۰،۹۱۷ ضعیف‌ترین ریسک است. با توجه به جدول زیر، میانگین ریسک سبد<sup>۱</sup> صکوک استصناع با توجه به طیف لیکرت برابر با ۲،۵ بوده و انحراف معیار آن نیز برابر با ۰،۵۷۷۳۵ است. لذا می‌توان این نتیجه را گرفت که ریسک سبد صکوک استصناع ریسک متوسطی است و با توجه به راهکارهای ارائه شده در قسمت‌های گذشته برای پوشش ریسک این اوراق، می‌توان سرمایه طیف گسترده‌ای از سرمایه‌گذاران بخصوص افراد ریسک‌گریز را جذب نمود و سرمایه‌های لازم برای اجرای طرح‌ها و پروژه‌های داخلی را فراهم آورد.

Descriptive Statistics					
Std. Deviation	Mean	Maximum	Minimum	N	
.57735	2.5000	3.00	2.00	4	ریسک کل
				4	Valid N (listwise)

### نتیجه‌گیری

با توجه به ضرورت انتشار صکوک استصناع و طراحی پوشش ریسک آن، می‌توان به نتیجه بحث‌های مطرح شده به صورت ذیل پرداخت:

۱- انتشار صکوک استصناع علاوه بر رشد اقتصادی، موجب گسترش و توسعه بازارهای مالی اسلامی می‌شود و زمینه کارآمدی بیشتر آن را فراهم می‌سازد. اگر صکوک استصناع در کنار سایر اوراق بهادار منتشر شود، متناسب با ویژگی‌های خود می‌تواند طیف وسیعی از فعالان بازار سرمایه را به خود جذب نموده و بازار سرمایه و بورس اوراق بهادار را متنوع و بر غنای آن بیفزاید.

۲- ریسک‌های بازار اولیه از تبادل صکوک استصناع میان بانی (واسط) و پیمانکار ناشی می‌شوند. این ریسک‌ها متوجه تمام اقسام صکوک استصناع بوده و همگی به یک اندازه در معرض آن‌ها قرار می‌گیرند.

۳- ریسک‌های بازار ثانویه متوجه تمامی اوراق بهاداری که در بازار بورس دادوستد می‌شوند، است و حتی با متنوع ساختن پرتفوی نیز نمی‌توان آن‌ها را از بین برد. با نگهداری صکوک استصناع تا زمان سررسید، احتمال ریسک به حداقل ممکن می‌رسد و در صورت فروش قبل از سررسید،

۱. منظور مجموعه اوراق استصناع اعم از الف، ب، ج و د است.

ریسک بیشتری متوجه اوراق می‌شود. این گروه از ریسک‌ها به دو دسته ریسک‌های سیستماتیک و غیر سیستماتیک تقسیم می‌شوند.

۴- ریسک‌های سیستماتیک به روند کلی بازار بورس نسبت داده می‌شوند و متأثر از سیکل‌های تجاری، موقعیت سیاسی، اقتصادی و اجتماعی کشور و وضعیت اقتصاد جهانی می‌باشند و به ماهیت خود اوراق و وضعیت اقتصادی انتشار دهنده آن مربوط نمی‌شود. هر چند با اقداماتی می‌توان احتمال بروز این ریسک‌ها را کاهش داد، اما به طور کلی کاهش احتمال این نوع ریسک‌ها به راحتی امکان‌پذیر نیست. تمام اقسام صکوک استصناع به یک اندازه در معرض این نوع از ریسک‌ها قرار می‌گیرند.

۵- ریسک‌های غیر سیستماتیک متأثر از ساختار صکوک استصناع بوده و سرمایه‌گذار می‌تواند با مدیریت صحیح و انتخاب درست این بخش از ریسک کل را کاهش دهد. این نوع از ریسک‌ها به حسب اقسام صکوک استصناع می‌تواند متفاوت باشد. صکوک نوع ب و ج متوجه کمترین احتمال ریسک می‌باشند. صکوک نوع الف و د در رتبه بعد قرار دارند.

۶- ریسک‌های مرتبط با ساختار صکوک استصناع بسیار پایین می‌باشد و به راحتی می‌توان بوسیله راهکارهای ارائه شده در تحقیق حاضر آن‌ها را پوشش داد و تنها ریسک‌هایی که مرتبط با ساختار و نوسانات بازار بورس هستند، متوجه این اوراق می‌باشند.

۷- ریسک مجموعه صکوک استصناع ریسک متوسطی بوده و با توجه به روش‌های طراحی شده برای پوشش ریسک صکوک استصناع می‌توان فرضیه تحقیق را اثبات نموده و ادعا کرد که همین میزان ریسک نیز به راحتی قابل پوشش بوده و خریداران این اوراق بهادار در بازار بورس با ریسک کمی مواجه خواهند شد. بنابراین می‌توان سرمایه طیف گسترده‌ای از سرمایه‌گذاران بخصوص افراد ریسک‌گریز را جذب نمود و سرمایه‌های لازم برای اجرای طرح‌ها و پروژه‌های داخلی را فراهم آورد.

## منابع

### الف - فارسی

۱. آقا مهدوی، اصغر و همکاران؛ ورق اعتباری؛ ابزار دو رگه تأمین مالی و مدیریت ریسک (کارکرد مالی و کاوش‌های فقهی)، اولین کنفرانس بین‌المللی توسعه نظام مالی در ایران، تهران: مرکز مطالعات تکنولوژی دانشگاه صنعتی شریف، ۱۳۸۸.
۲. اداره آمار و برنامه‌ریزی بانک سینا، «نگاهی اجمالی بر: مدیریت ریسک در نظام بانکی»، فروردین ۱۳۸۸.
۳. پهلوان، حمید؛ رضوی، سید روح‌الله؛ «اوراق صکوک: تعریف، انواع و ساختار»، مدیریت پژوهش توسعه و مطالعات اسلامی سازمان بورس و اوراق بهادار، ۱۳۸۶.

۴. زاهدی، شمس السادات، «مدیریت ریسک سیاسی»، فصلنامه مطالعات مدیریت، ۱۳۷۹، ش ۲۵ و ۲۶.
۵. سروش، ابوذر؛ صادقی، محسن؛ «مدیریت ریسک اوراق بهادار اجاره (صکوک اجاره)»، مجله علمی پژوهشی اقتصاد اسلامی، تهران: پژوهشگاه فرهنگ و اندیشه اسلامی، ۱۳۸۷، ش ۲۲.
۶. السویلیم، ابراهیم، پوشش ریسک در مالی اسلامی، ترجمه محمد عزیززاده اصل، مهدی عسگری و مهدی حاجی رستم لو، تهران، دانشگاه امام صادق (ع)، ۱۳۸۶.
۷. شرکت سرمایه‌گذاری تدبیر، بانکداری سرمایه‌گذاری (مفاهیم و مطالعات موردی)، تهران، شرکت سرمایه‌گذاری تدبیر، ۱۳۸۵.
۸. صالح‌آبادی، علی؛ بازارهای مالی اسلامی (مجموعه مقالات)، تهران، دانشگاه امام صادق (ع)، ۱۳۸۵.
۹. فتحی، سعید؛ «ریسک مالی، شاخص‌سازی و اندازه‌گیری»، ماهنامه تدبیر، ۱۳۸۵، ش ۱۶۸.
۱۰. کدخدایی، حسین؛ «چالش عدم اطمینان ریسک‌های طبیعی در ایران»، فصلنامه صنعت بیمه، ۱۳۷۸، ش ۵۵.
۱۱. کیمیجانی، اکبر و نظریور، محمدنقی؛ «تأمین مالی طرح‌های اقتصادی از طریق اوراق استصناع»، مجموعه مقالات کنفرانس بین‌المللی تأمین مالی اسلامی، تهران، مرکز مطالعات تکنولوژی دانشگاه صنعتی شریف، ۱۳۸۶ (الف).
۱۲. \_\_\_\_\_؛ «تقاضا و عرضه اوراق استصناع به منزله ابزار پولی»، مجموعه مقالات هجدهمین همایش بانکداری اسلامی، تهران، مؤسسه بانکداری ایران، ۱۳۸۶ (ب).
۱۳. موسویان، سیدعباس؛ «اوراق بهادار استصناع؛ مکمل بازار سرمایه»، دوفصلنامه علمی پژوهشی جستارهای اقتصادی، ۱۳۸۶، ش ۸.
۱۴. نظریور، محمدنقی؛ «اوراق بهادار استصناع (سفارش ساخت) ابزاری برای سیاست پولی»، فصلنامه علمی پژوهشی اقتصاد اسلامی، تهران، پژوهشگاه فرهنگ و اندیشه اسلامی، ۱۳۸۴، ش ۲۰.
۱۵. \_\_\_\_\_؛ «عملیات بازار باز از طریق اوراق استصناع (مشکلات و راه حل‌ها)»، فصلنامه علمی پژوهشی اقتصاد اسلامی، تهران، پژوهشگاه فرهنگ و اندیشه اسلامی، ۱۳۸۵، ش ۲۲.
۱۶. نوو، ریموند پی؛ «مدیریت مالی»، ترجمه و اقتباس علی جهانخانی و علی پارسائیان، جلد اول، تهران، سازمان مطالعه و تدوین کتب علوم انسانی دانشگاه‌ها (سمت)، چاپ دهم، ۱۳۸۵.
۱۷. هال، جان؛ «مبانی مهندسی مالی و مدیریت ریسک»، ترجمه سجاد سیاح و علی صالح‌آبادی، تهران، شرکت کارگزاری مفید، چاپ اول، ۱۳۸۴.

#### ب- لاتین

18. Adam, Nathif j & Thomas, Abdulkader, Islamic Bonds: Your Guide to issuing, structuring and investing in Sukuk, Euromoney Books, 2004.
19. Arsalan Tariq, Ali & Dar, Humayon, Risks of Sukuk structures: Implications for resource mobilization, Thunderbird International Business Review, Vol 49 (2), March-April, 2007.
20. IFSB, Capital Adequacy Standard for Institutions (other than insurance institutions) Offering only Islamic Financial Services, December 2005.
21. Arsalan Tariq, Ali, Managing Financial Risks of Sukuk Structures, Loughborough University, September 2004.