

به نام خدا

تامین مالی به روش اسلامی (صکوک اجاره)

« پذیرفته شده در همایش توسعه پایدار، یکپارچه و دانائی محور

اسفند ماه ۱۳۹۰ - عسلویه »

زهرا جلیوند

مدیریت برنامه ریزی تلفیقی شرکت ملی نفت ایران

معاونت امکان سنجی اقتصادی و مالی طرحها

امور بررسی و امکان سنجی اقتصادی طرحها

چکیده:

با توجه به اینکه استفاده از ابزارهای مالی مرسوم نظیر اوراق قرضه در نظام مالی اسلامی، ربوی محسوب شده و حرام می‌باشد، کشورهای اسلامی در دهه ۱۹۸۰ در پی ایجاد روشهای جایگزین برآمدند و ابزارهای مالی اسلامی معروف به صکوک را طراحی نمودند. در واقع پس از استقرار بانکهای اسلامی در کشورهای مسلمان نشین و پیدایش مشکلات مربوط به مدیریت مازاد نقدینگی که به دلیل فرصتهای محدود سرمایه‌گذاری منطبق بر شرع ایجاد شده بود، ضرورت وجود ابزارهای مالی اسلامی برای مدیریت بازار سرمایه و بکارگیری منابع مالی مازاد نمود یافت. در این مقاله ضمن معرفی کلی ابزار مالی اسلامی (صکوک) و انواع آن، موضوع صکوک اجاره به طور خاص مورد بررسی قرار گرفته تا از این رهگذر، راهکاری نوین در تامین مالی پروژه‌های شرکت ملی نفت ایران معرفی گردد.

واژه های کلیدی: ابزارهای مالی اسلامی، تامین مالی، بازار سرمایه، صکوک اجاره، ریسک

۱- مقدمه

روش رایج تامین مالی در نظام سرمایه داری، استفاده از ابزارهای بدهی تامین مالی با نرخ بهره ثابت است که مهمترین آنها نیز اوراق قرضه می باشد. استفاده از این ابزار در نظام مالی اسلامی ربوی بوده و مردود شمرده می شود. طبق قوانین اسلامی، مسلمانان از دریافت و پرداخت ربا منع شده اند، بنابراین استفاده از ابزارهای مالی متعارف مانند اوراق قرضه، در کشورهای اسلامی کارائی و مقبولیت ندارد. بر این اساس، کشورهای اسلامی در پی یافتن روشهای جایگزین برآمدند و ابزارهای مالی اسلامی معروف به صکوک را طراحی نمودند. کشورهای بحرین، مالزی و قطر پیشگامان استفاده از این ابزار می‌باشند.

در سالهای اخیر استفاده از ابزارهای مالی اسلامی، صکوک، بسیار چشمگیر بوده و شرکت‌ها به وسیله این نوآوری مالی توانسته اند تا حد زیادی خلاء حاصل از کمبود ابزارهای مالی را پر کنند. انتشار اوراق قرضه اسلامی به عنوان نخستین ابزار مالی اسلامی را می‌توان گامی مهم در راستای توسعه نظام مالی اسلامی دانست. در ایران نیز با تصویب قانون بازار اوراق بهادار در سال ۱۳۸۴، زمینه لازم برای طراحی و انتشار انواع ابزارهای مالی اسلامی جدید فراهم شد. در این میان اوراق اجاره، به عنوان نخستین ابزار جدید (پس از اوراق مشارکت) مورد توجه سازمان بورس و اوراق بهادار قرار گرفت و با رفع مشکل مالیاتی موجود جهت انتشار این ابزار در بهمن ماه ۱۳۸۸، زمینه لازم برای استفاده از آن در بازار سرمایه کشور فراهم شد.

مقاله حاضر به بررسی اجمالی ابزارهای مالی اسلامی با تاکید بر اوراق اجاره اختصاص دارد که هدف غائی این بررسی نیز معرفی این ابزار (اوراق اجاره) در تامین مالی پروژه‌های شرکت ملی نفت ایران است.

۲- سیر تاریخی ابزارهای مالی اسلامی

ایده اولیه طراحی و انتشار ابزارهای مالی اسلامی به نظریات اقتصاد اسلامی ارائه شده طی ۴۰ سال گذشته برمی‌گردد. در آن زمان آیت الله صدر به عنوان یکی از پیشگامان اقتصاد اسلامی، اقدام به معرفی پارادایمهای جدیدی در حوزه تفکرات اقتصاد اسلامی نمود. به موازات گسترش ابعاد نظری موضوعات اقتصاد اسلامی، تلاشهای زیادی برای ایجاد بازار پول و سرمایه اسلامی صورت گرفت. بر اساس این نظریات بود که بانکهای اسلامی در برخی از کشورهای اسلامی آغاز به کار کرد و در ایران نیز بانکداری اسلامی در دهه ۱۳۶۰ به اجرا درآمد. (۲)

در هر صورت ایده استفاده از ابزارهای اسلامی در بازار پول به طور جدی در دهه ۱۹۸۰ (۱۳۵۹) برای اولین بار مطرح شد. در آن سالها نیاز شدید به مدیریت نقدینگی در بانکهای اسلامی و شرکت‌های بیمه، باعث شد تا برخی از کشورها از جمله مالزی، بحرین، کویت، سودان و ایران برای تسهیل مدیریت دارایی‌ها در نهادهای مالی اسلامی، اوراق قرضه اسلامی منتشر کنند. در واقع آنها به جای استفاده از اوراق قرضه مرسوم، به استفاده از ابزارهای مالی جدیدی روی آوردند که همگی مبتنی بر عقود اسلامی مانند اجاره، مشارکت، مضاربه و... بودند. هرچند که دولتهای اردن و پاکستان تلاشهایی را جهت ایجاد یک چارچوب قانونی برای انتشار اوراق قرضه اسلامی انجام داده بودند اما نخستین انتشار موفقیت آمیز اوراق قرضه اسلامی در جولای ۱۹۸۳ توسط دولت مالزی صورت گرفت و اوراق بدون بهره به نام گواهی سرمایه گذاری دولتی منتشر نمود. (۷) نرخ سود این اوراق از رابطه ثابتی تبعیت نمی کرد و بیشتر بر ملاحظات کیفی طرح تاکید می شد. برای تعیین نرخ بازدهی، معیارهای مختلفی مانند شرایط کلان اقتصادی، نرخ تورم و نرخ

بازدهی سایر اوراق بهادار مشابه مورد توجه قرار می‌گرفت، بدین ترتیب شبه ریوی بودن سود به ظاهر بر طرف می‌شد و مسلمانان می‌توانستند این اوراق را خریداری نمایند. (۵)

به طور مشابه، بانک مرکزی کویت نیز برای تأمین مالی خرید دارایی از کشورهای عضو شورای همکاری خلیج فارس، اوراق قرضه بدون بهره منتشر کرد. جمهوری اسلامی ایران نیز بر مبنای اصل مضاربه به انتشار اوراق مشارکت اقدام نمود. ایران در سال ۱۹۹۴ (۱۳۷۳) مقررات ناظر بر انتشار اوراق مشارکت را تهیه کرد و شهرداری تهران به عنوان اولین ناشر، اوراق مشارکت منتشر نمود. خاطر نشان می‌شود که ایده انتشار اوراق اجاره توسط مندرقحف مطرح شده است که نظرات خود را در مقاله ای با عنوان "استفاده از اوراق اجاره دارایی برای پوشش شکاف بودجه" در سال ۱۹۹۷ مطرح کرد.

انتشار موفقیت آمیز اوراق قرضه اسلامی در مناطق مختلف جهان باعث شد که این اوراق به یک منبع تأمین مالی جایگزین تبدیل شده و توسط بسیاری از کشورها و شرکتها مورد استفاده قرار گیرد. در دهه ۱۹۹۰، همزمان با گسترش استفاده از ابزارهای مالی در بانک های اسلامی، ایده استفاده از ابزارهای مشابه در بازار سرمایه نیز قوت گرفت. بدنبال آن متخصصان مالی در کنار علمای دینی اقدام به مطالعه راهکارهای مناسبی در زمینه طراحی ابزارهای جدید مالی نمودند. (۲)

در دهه بعد و با وقوع حوادث ۱۱ سپتامبر، مسلمانان با مشکلات متعدد در کشورهای غربی مواجه شده و به همین دلیل با استفاده از ابزارهای اسلامی، بازار سرمایه و سرمایه‌گذاری در کشورهای اسلامی را شکل دادند. از آن زمان کلمه "صکوک" در دنیا بسیار گسترش یافت تا جایی که حتی کشورهای غیراسلامی جهت جذب سرمایه مسلمانان، اقدام به استفاده از این ابزار نمودند. در ایران نیز اصطلاح "صکوک" به عنوان ابزارهای مالی اسلامی، نخستین بار در سال ۲۰۰۲ در جلسه کمیته فقهی بانک توسعه اسلامی برای ابزارهای مالی اسلامی پیشنهاد شد.

۳- تعریف صکوک

در حالت کلی می‌توان صکوک را اوراق بهادار مبتنی بر دارایی، با درآمد ثابت یا متغیر، قابل معامله در بازار ثانویه نامید که مبتنی بر شریعت اسلام نیز می‌باشد. (۱) صکوک به لحاظ لغوی جمع صک به معنای سند و سفته و معرب واژه چک در فارسی است، اما صکوک به لحاظ مالی به معنای استفاده از دارایی‌های شرکت با هدف تأمین مالی است. به این معنا که اشخاص حقوقی می‌توانند به پشتوانه دارایی‌های موجود در ترازنامه خود، از سایر اشخاص حقوقی و حقیقی در بازار سرمایه، منابع مالی مورد نیاز خود را تأمین کنند. طراحی اوراق مبتنی بر یک دارایی فیزیکی تحت تاثیر ممنوعیت خرید و فروش دین در فقه اهل سنت است. با توجه به اینکه مشهور فقهای شیعه، خرید و فروش دین را صحیح می‌دانند لذا از این دیدگاه می‌توان اوراق بهادار اسلامی (صکوک) را نه تنها مبتنی بر دارایی عینی بلکه مبتنی بر دین نیز طراحی نمود.

۴- انواع مختلف اوراق بهادار اسلامی (صکوک)

اوراق بهادار اسلامی را می‌توان از ابعاد مختلفی دسته بندی کرد. (۲) یکی از مهمترین آنها تقسیم بندی بر اساس نوع عقد اصلی است که صکوک بر اساس آن منتشر می‌شود. از آنجا که صکوک با ترکیب عقود مختلف ایجاد می‌شود لذا از عبارت "عقد اصلی" استفاده شده است. به عبارتی صکوک انواع مختلفی دارد که با توجه به هدف نهایی تأمین مالی بر اساس عقود مختلف اسلامی بازتعریف می‌شوند. به عنوان مثال در طراحی اوراق مشارکت از عقود مختلفی استفاده می‌شود اما این اوراق به نام مشارکت، یعنی عقد اصلی لازم برای انتشار اوراق، نامگذاری شده است. بر این اساس اوراق بهادار اسلامی به ۱۲ نوع تقسیم می‌شوند که شامل اوراق اجاره، اوراق مشارکت، اوراق سفارش ساخت (استصناع)، اوراق خرید دین (اوراق رهنی)، اوراق مزایحه (فروش اقساطی)، اوراق سلف، اوراق جعله، اوراق مساقات، اوراق مضاربه، اوراق مزارعه، اوراق وقف و اوراق قرض الحسنه می‌باشد. مندرقحف، تقسیم بندی دیگری را بر اساس بازدهی اوراق بهادار اسلامی (صکوک) ارائه نموده است. از نظر وی اوراق بهادار اسلامی را می‌توان به صورت زیر تقسیم بندی کرد: (۲)

۱. اوراق بهادار با بازدهی ثابت

۲. اوراق بهادار با بازدهی متغیر

۳. اوراق بهادار قابل تبدیل

البته تقسیم بندی دیگری که مبتنی بر هدف سرمایه گذار است نیز توسط ابوذر سروش صورت گرفته است که در تقسیم بندی وی ابزارهای مالی اسلامی به دو گروه عمده اوراق بهادار انتفاعی و اوراق بهادار غیرانتفاعی تقسیم می‌شوند. به عنوان نمونه اوراق وقف و اوراق قرض الحسنه از جمله ابزارهای مالی غیرانتفاعی هستند. گفتنی است که در ادامه این مقاله انواع اوراق بهادار اسلامی (صکوک) بر مبنای عقد اصلی مورد بررسی قرار گرفته اند.

۴-۱- اوراق (صکوک) اجاره

اوراق اجاره را می‌توان به روشهای مختلفی دسته‌بندی کرد. این اوراق را بر اساس نوع عقد می‌توان به دو دسته اوراق اجاره عادی و اوراق اجاره به شرط تملیک و بر اساس نوع بانی به دو دسته اوراق اجاره شرکتهای عادی و اوراق اجاره موسسات مالی (بانکها و موسسات مالی و اعتباری غیر بانکی و لیزینگها) تقسیم نمود. هر یک از این انواع، خود دارای دسته‌بندیهای دیگری نیز هستند. در یک تقسیم‌بندی کلی دیگر نیز می‌توان اوراق اجاره را با توجه به هدف انتشار به سه دسته شامل اوراق اجاره تأمین دارایی، اوراق اجاره تأمین نقدینگی و اوراق اجاره رهنی تقسیم نمود. (۲) به طور کلی اوراق اجاره، "اوراق بهادار با نام قابل نقل و انتقالی است که نشان دهنده مالکیت مشاع دارنده آن در دارائی مبنای انتشار اوراق اجاره است." شیوه تأمین مالی در صکوک اجاره به این صورت است که شرکت حقوقی نیازمند وجه نقد که در آیین‌نامه‌های اجرایی صکوک از آن به عنوان «بانی» یاد می‌شود، دارایی خود اعم از مستغلات را پس از کارشناسی و ارزشیابی به یک شخصیت حقوقی ثالث واگذار می‌کند و تحت یک قرارداد اجاره، دوباره دارایی مزبور را از وی اجاره می‌کند. شرکت ثالث براساس ارزش دارایی‌های خریداری شده اقدام به انتشار اوراق بهادار (صکوک) اجاره می‌کند و با فروش این اوراق، ابزار صکوک را ایجاد می‌کند. باید توجه شود که برای انتشار اوراق اجاره، وجود حداقل سه **نهاد مالی** ضروری می باشد که عبارتند از **بانی، واسط و امین**. (۱)

بانی شخص حقوقی است که صکوک اجاره با هدف تأمین مالی آن منتشر می‌شود و می‌تواند اقدام به اجاره دارایی مبنای انتشار صکوک اجاره از واسط به نمایندگی از سرمایه گذاران نماید. واسط، نهاد مالی است که صرفاً به منظور نقل و انتقال دارایی به وکالت از دارندگان صکوک اجاره و انتشار آن تشکیل می‌شود.

امین نیز شخص حقوقی است که به نمایندگی از سرمایه گذاران و به منظور حفظ منافع آنان در چارچوب ضوابط اجرایی انتشار صکوک اجاره مسئولیت نظارت بر کل فرآیند عملیاتی صکوک اجاره را بر عهده دارد. (سازمان بورس و اوراق بهادار، ۱۳۸۶)

همانطور که عنوان شده به سه روش می‌توان صکوک اجاره را منتشر کرد که در ادامه مورد بررسی قرار می‌گیرند.

۴-۱-۱- اوراق اجاره تأمین دارائی (جدائی بانی از فروشنده):

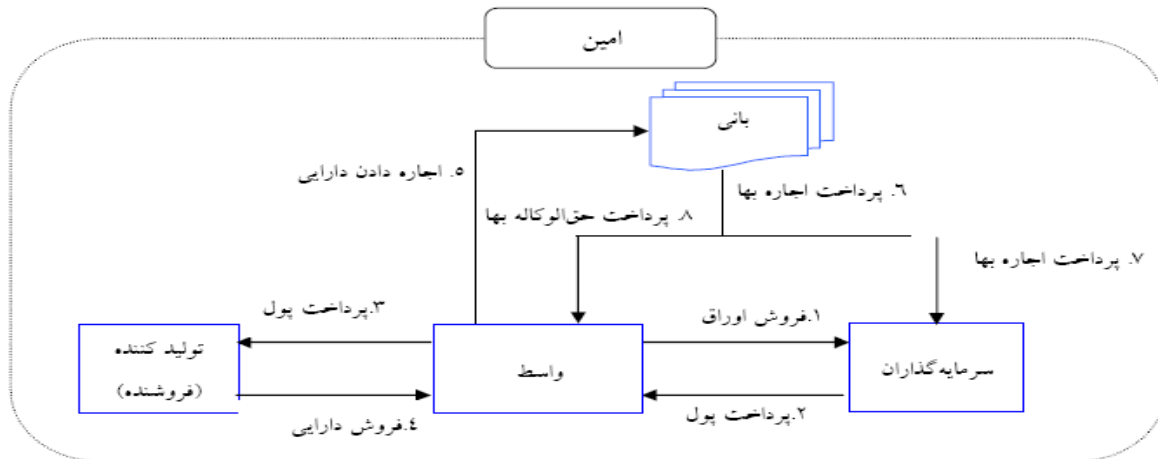
اوراقی است که طی آن یک دارایی از فروشنده‌ای خریداری شده و به بانی اجاره داده می‌شود. در واقع اوراقی است که در آن نهاد واسط، یک دارایی (یا مجموعه ای از دارایی‌ها) را از طرف سرمایه‌گذاران، از فروشنده‌ای خریداری نموده و به بانی اجاره می‌دهد. در واقع از آنجا که در این حالت، اوراق اجاره با هدف به دست آوردن یک دارایی خاص برای بانی توسط واسط منتشر می‌شود، لذا به اوراقی که طی چنین فرآیندی منتشر می‌شوند اوراق اجاره تأمین داری گفته می‌شود. نهادهای فعال در انتشار این نوع اوراق اجاره عبارتند از: بانی، فروشنده، واسط، امین، شرکت تأمین سرمایه، موسسه رتبه بندی اعتباری (۵)

در این روش با توجه به اینکه بانی نیاز به دارایی دارد، لذا اقدامات اولیه توسط وی به شرح ذیل صورت خواهد گرفت.

۱. **بانی اقدام به انتخاب امین می نماید. در مرحله بعد باید واسط ایجاد شود.**
۲. **واسط توسط امین تاسیس میشود.**
۳. **قیمت دارایی توسط فروشنده تعیین و به تایید بانی و امین می رسد.**
۴. **واسط جهت اخذ مجوز انتشار از سازمان، اقدام به ارائه اطلاعات و مدارک مورد نیاز می‌نماید.**

فرآیند اخذ مجوز طی پروسه زمانی صورت می‌گیرد که با ارائه مدارک اولیه توسط واسط آغاز و تا انتشار عمومی امید نامه ادامه خواهد داشت. فرآیند عملیاتی انتشار اوراق اجاره نوع اول به صورت زیر خواهد بود.

نمودار شماره ۱- فرایند عملیاتی انتشار اوراق اجاره نوع اول (۲)



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

در صورتی که قرارداد اجاره از نوع عملیاتی (اجاره عادی) باشد، دارایی در مقابل اجاره بهای معین برای مدت مشخصی به بانی اجاره داده می‌شود. در سررسید اوراق، واسط دارایی را تحویل گرفته و در بازار به فروش می‌رساند. در این حالت واسط بخشی از اجاره بها را به عنوان حق الوکاله برداشته و مابقی را به صاحبان اوراق می‌پردازد. بنابراین درآمد صاحبان اوراق عبارت است از مجموع اجاره بهای ماهانه به اضافه تفاوت قیمت خرید و قیمت فروش دارایی اجاره داده شده در سررسید اجاره، که ممکن است این تفاوت با توجه به نوع دارایی مثبت یا منفی باشد. بنابراین درآمد صاحبان اوراق از دو بخش ثابت شامل اجاره بهای دریافتی و متغیر شامل سود یا زیان ناشی از تغییر قیمت دارایی در پایان دوره اجاره عملیاتی، تشکیل می‌شود.

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

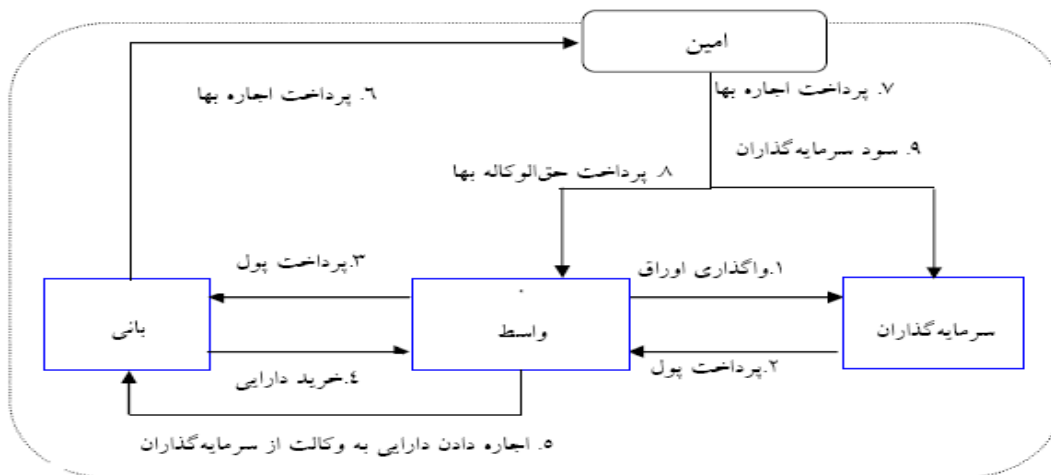
این اوراق برای شرکت‌هایی مناسب است که نیاز به یک یا مجموعه‌ای از دارایی داشته باشند. به عنوان مثال شرکت‌های هواپیمایی، شرکت‌های کشتیرانی، شرکت‌های حمل و نقل و شرکت‌های تولیدی می‌توانند جهت خرید هواپیما، کشتی و یا سایر دارایی‌های ثابت، از این اوراق استفاده نمایند. همچنین شرکت ملی نفت ایران نیز می‌تواند برای خرید دکلهای حفاری، مخازن ذخیره نفت خام و یا خطوط لوله از این اوراق استفاده نماید.

۴-۱-۲- اوراق اجاره تامین نقدینگی:

در این نوع از اوراق اجاره، واسط با واگذاری اوراق به مردم و جمع آوری وجوه، به وکالت از طرف آنها یک دارایی (ثابت مشهود) را از بانی خریداری کرده سپس به همان بنگاه (بانی) اجاره می‌دهد. به عبارت دیگر این نوع از اوراق، مبتنی بر فروش و اجاره مجدد است. در این حالت بانی با استفاده از اوراق اجاره، اقدام به تأمین نقدینگی مورد نیاز خود می‌کند. به بیان ساده می‌توان گفت بانی توانسته با وثیقه قرار دادن دارایی خود، مبلغی را جهت رفع نیازهای

نقدینگی کسب نماید. این عامل سبب نامگذاری این اوراق به اوراق تامین نقدینگی شده است زیرا مثلاً شرکتی که نیازمند وجه نقد است دارایی خود را می‌فروشد و آن را به صورت اجاره به شرط تملیک مجدداً به دست می‌آورد. فرآیند عملیاتی انتشار اوراق اجاره نوع دوم به صورت زیر می‌باشد.

نمودار شماره ۲- فرآیند عملیاتی انتشار اوراق اجاره نوع دوم (۲)



همانطور که عنوان شد، در اوراق اجاره تامین نقدینگی، واسط پس از انتشار اوراق و خرید دارایی از بانی، مجدداً آن را به صورت اجاره به شرط تملیک در اختیار وی قرار می‌دهد. بنابراین دارایی در مقابل اجاره بهای معین برای مدت مشخص به بانی اجاره داده می‌شود و در قرارداد اجاره، شرط می‌شود واسط از اجاره بها را به عنوان حق‌الوکاله برمی‌دارد و بقیه را به صاحبان اوراق می‌پردازد. درآمد صاحبان اوراق نیز عبارت است از مجموع اجاره بهای ماهانه و دریافت اصل اوراق در سررسید که بنابراین درآمد صاحبان اوراق در این صورت کاملاً قابل پیش بینی است.

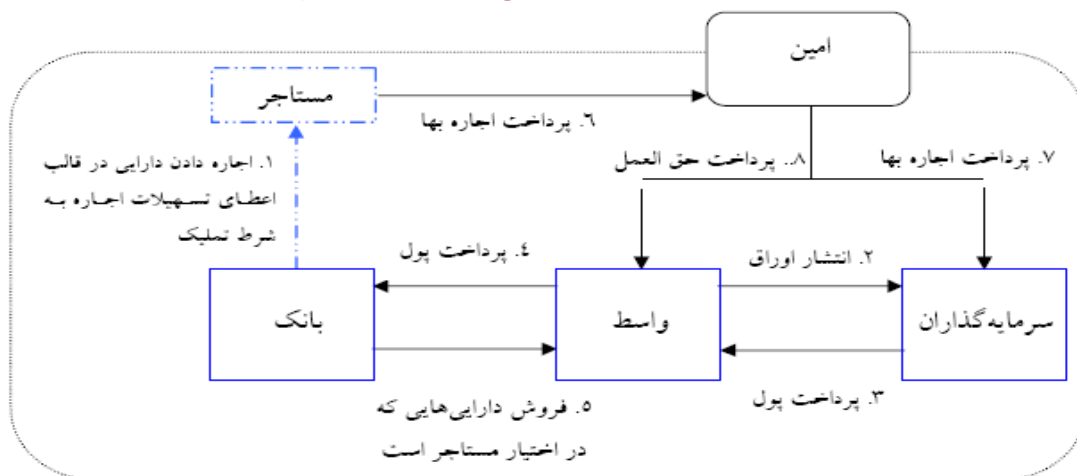
در این نوع از اوراق، امکان استفاده از اجاره عملیاتی چندان قابل تصور نیست. زیرا بانی تنها به دنبال به دست آوردن نقدینگی جهت بهبود وضعیت مالی خود است و دارایی ثابت وی، نقش حیاتی در ادامه فعالیت شرکت دارد. بنابراین منطقی به نظر نمی‌رسد که دارایی را به سرمایه‌گذاران بفروشد. از این رو در این حالت تنها اجاره سرمایه‌ای قابل تصور است. بنابراین شرکت‌هایی که با مشکل سرمایه در گردش مواجه هستند می‌توانند به کمک این اوراق، یک یا چند دارایی خود را از طریق انتشار این اوراق به فروش رسانند و با کسب وجه نقد و نیز اجاره مجدد دارایی، مشکلات مالی خود را تا حدی مرتفع کنند. با توجه به اینکه شرکت ملی نفت ایران دارایی‌های در اختیار دارد که می‌تواند از این روش برای تامین مالی بخشی از پروژه‌های کوچک خود استفاده نماید.

۴-۱-۳- اوراق اجاره رهنی:

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

که اوراق مشارکت رهنی با پشتوانه عقد فروش اقساطی منتشر می‌شود در حالی که اوراق اجاره با پشتوانه عقود اجاره عادی و اجاره به شرط تملیک منتشر می‌شود. فرآیند عملیاتی انتشار اوراق اجاره نوع سوم به صورت زیر می‌باشد.

نمودار شماره ۳- فرآیند عملیاتی انتشار اوراق اجاره نوع سوم (۲)



بر اساس این مدل بانکها، موسسات اعتباری غیر بانکی، تعاونیهای اعتباری و شرکتیهای لیزینگ می‌توانند دارایی‌هایی را که قبلاً به شخص یا اشخاصی به صورت اجاره به شرط تملیک واگذار نموده‌اند را به واسط بفروشند. با این نقل و انتقال رابطه بین بانی و واسط کاملاً قطع خواهد شد. با توجه به شرایط این دسته از نهادهای مالی که تسهیلات خود را فقط به صورت اجاره سرمایه‌ای اعطا می‌کنند، بنابراین تنها می‌توان اوراق اجاره سرمایه‌ای (به شرط تملیک) را برای این دسته از اوراق طراحی نمود. در این صورت درآمد صاحبان اوراق کاملاً قابل پیش بینی است. همانطور که ملاحظه می‌شود صکوک اجاره شیوه‌ای جهت تامین مالی از طریق استفاده از دارایی‌های اشخاص حقوقی است. در حقیقت در این شیوه تامین مالی، بانی از یکسو دارایی‌هایی را که از نقدشوندگی پایینی برخوردارند از ترانزاکشن خارج و وجه نقد جایگزین آن می‌کند و از سوی دیگر همزمان از همان دارایی در جهت فعالیت‌های شرکت استفاده می‌کند. در این شیوه برای جلوگیری از خطراتی مانند از بین رفتن دارایی، می‌توان دارایی مورد اجاره را طی دوره انتشار صکوک بیمه کرد. همچنین بانی می‌تواند با ایجاد امکان اختیار فروش به دارندگان صکوک، ریسک ناشی از کاهش ارزش دارایی در زمان سررسید را به صفر برساند.

۲-۴- اوراق (صکوک) سلم

مفهوم سلم به نوعی از فروش اطلاق می‌شود که در آن فروشنده بهای کالا را پیشاپیش به صورت نقد دریافت می‌کند و در مقابل تعهد می‌کند که کالای مشخص شده را در تاریخ معینی در آینده به خریدار تحویل دهد. بنابراین پرداخت وجه، نقداً (آنی) انجام می‌شود اما تحویل کالا برای مدت مشخصی به تعویق می‌افتد. صکوک سلم بعد از صکوک اجاره، بیشترین حجم انتشار صکوک را به خود اختصاص داده است. علاوه بر تأمین نقدینگی، صکوک سلم این قابلیت را فراهم می‌کند تا بانک‌های اسلامی و مدیران صندوق‌های سرمایه‌گذاری جهت کاهش ریسک پرتفوی خود، از ابزارهای نظام مالی اسلامی منتفع شوند. این ابزار، مشابهت‌های بسیاری را با ساختار آتی‌ها دارد و در یک بستر اسلامی، امکان پوشش ریسک را فراهم می‌نماید، انتشار اوراق سلف نفتی را می‌توان در زمره این اوراق تلقی نمود. (۷)

۳-۴- اوراق (صکوک) قرض الحسنه

اوراق قرض الحسنه اوراق بهاداري است که بر اساس قرارداد قرض بدون بهره منتشر مي شود و به موجب آن قرارداد، ناشر اوراق به میزان ارزش اسمي آنها به دارندگان اوراق بدهکار است و باید در سررسيد به آنان بپردازد. این اوراق مي توانند بدون جايزه يا با جايزه طراحی شوند و در واقع از ابزارهاي مالي غيرانتفاعي مي باشد. (۴) اوراق قرض الحسنه در سه زمينه زیر مي توانند عملکردي کارآمد و موفق داشته باشند:

۱. تامین مالي طرحهاي عام المنفعه
۲. تامین سرمايه اشتغال اشخاص کم درآمد
۳. اعطاي قرض الحسنه براي نيازهاي ضروري

سازمانهاي مختلف مي توانند بخشي از طرحهاي عام المنفعه را از طريق انتشار اوراق قرض الحسنه تامین مالي کرده و سپس به تدریج از محل بودجه سالانه يا درآمد همان طرح ها يا با انتشار اوراق قرض الحسنه جديد، اوراق سررسيد شده را تسويه کند.

۴-۴- اوراق (صکوک) مرابحه

اوراق مرابحه اوراق بهاداري است که حکايت از بدهي ناشي از بيع مرابحه مي کند و دارنده ورق، مالک و طلبکار آن دين است. بيع مرابحه معامله اي است که فروشنده قيمت تمام شده کالا را به اطلاع مشتري مي رساند، سپس تقاضي مبلغ يا درصدي به عنوان سود مي کند. (۴) این اوراق مي تواند در حوزههاي ذیل موثر باشد:

۱. تامین مالي خانوارها و مصرف کنندگان جهت خريد کالاهاي مصرفي
۲. تامین مالي بنگاههاي توليدي، بازرگاني و خدماتي براي خريد ماشين آلات، ابزار توليد، مواد اوليه، مال التجاره و لوازم کار
۳. تامین مالي دولتها و موسسات وابسته به دولت براي خريد کالاهاي مورد نياز

۵-۴- اوراق (صکوک) منفعت

سند مالي بهاداري است که بيانگر مالکيت دارنده آن بر مقدار معين خدمات يا منافع آینده از يك دارائي بادوام است که در ازاي پرداخت مبلغ معيني به وي منتقل شده است. (۴) این اوراق مي تواند در دو بخش عمده به کار گرفته شود:

۱. واگذاري منافع آینده دارائيهاي بادوام
۲. واگذاري خدمات آینده

۶-۴- اوراق سفارش ساخت (صکوک استصناع)

اوراق بهاداري است که ناشر براساس قرارداد سفارش ساخت منتشر مي کند. این اوراق قابل معامله در بورسها يا بازارهاي خارج از بورس مي باشند. قرارداد سفارش ساخت، قراردادي است که به موجب آن يکي از طرفين قرارداد در مقابل مبلغ معين، ساخت و تحویل دارائي مشخصي را در زمان معين متعهد مي شود. (۴)

۷-۴- اوراق (صکوک) مضاربه

اوراق بهاداري است که بر اساس قرارداد مضاربه طراحی شده است. ناشر اوراق مضاربه با واگذاري اوراق، وجوه متقاضيان اوراق را جمع آوري کرده و در فعاليت اقتصادي سودآوري به کار مي گيرد و در پايان هر دوره مالي سود حاصله را بر اساس نسبتهاي که روي اوراق نوشته شده بين خود و صاحبان اوراق تقسيم مي کند. دارنده اوراق نقش مالک و ناشر اوراق نقش عامل قرارداد مضاربه را دارند. (۴)

۴-۸- اوراق (صکوک) مزارعه

اوراق بهاداری است که براساس قرارداد مزارعه طراحی شده است. ناشر آن با واگذاری اوراق و جمع آوری وجوه متقاضیان، زمین قابل زراعت خریداری می کند و سپس آن زمین را به قرارداد مزارعه از طرف دارندگان اوراق به کشاورزان واگذار می کند تا روی آن زمین زراعت و در پایان سال زراعی، محصول را باهم تقسیم کنند. (۴)

۴-۹- اوراق (صکوک) مشارکت

صکوک مشارکت، اسناد و گواهی‌های دارای ارزش یکسان هستند و برای تجمیع وجوه لازم جهت راه‌اندازی طرح‌های جدید، توسعه طرح‌های موجود یا تامین مالی کسب‌وکارهای مبتنی بر مشارکت استفاده می‌شود. دارندگان صکوک به میزان سهم خود از مشارکت، مالک طرح یا دارایی‌های آن می‌شوند. صکوک مشارکت را می‌توان در بازارهای ثانویه مورد معامله قرار داد. این صکوک بسیار شبیه صکوک مضاربه است. تنها تفاوت موجود بین دو صکوک مشارکت و مضاربه، ساختار ارتباط بین ناشر و دارنده صکوک است. در واقع در صکوک مشارکت، ناشر صکوک کمیته‌ای متشکل از دارندگان صکوک را برای اتخاذ تصمیم‌های سرمایه‌گذاری تشکیل می‌دهد. همچنین بازدهی صکوک مشارکت مانند صکوک مضاربه و برخلاف صکوک "سلم"، "اجاره" و "استصناع" که بازدهی ثابتی دارند، متغیر است. دو کشور سودان و ایران چنین اوراقی را منتشر کرده‌اند. (۷)

۵- زیرساختهای لازم برای توسعه بازار صکوک

آنچه مسلم است توسعه بازار صکوک نیازمند ایجاد بستری مناسب است که فعالان بازار سرمایه به سهولت بتوانند در عرصه صکوک ورود نمایند و منتفع شوند. عمده ترین زیرساخت های لازم برای توسعه بازار صکوک را می توان در موارد ذیل خلاصه نمود. (۵)

۱. استاندارد کردن دارایی‌هایی که می‌تواند در این فرآیند مورد استفاده قرار بگیرد.
۲. استاندارد کردن فرآیند ارزیابی قیمت‌گذاری این دارایی‌ها
۳. تسهیل امور مربوط به رتبه‌بندی اوراق
۴. تسهیل فرآیند ارزیابی و تأیید شرعی ساختار اوراق صکوک
۵. استاندارد کردن فرآیند انتشار و عرضه اوراق
۶. ایجاد یک بازار ثانویه برای خرید و فروش اوراق صکوک و کمک به نقدشوندگی آن
۷. ناشران متعدد با رتبه‌بندی‌های اعتباری متفاوت اقدام به عرضه صکوک نمایند.
۸. اوراق صکوک موجود در بازار دارای سررسیدهای متفاوت (کوتاه‌مدت و بلندمدت) باشد.
۹. بین ناشران، سرمایه‌گذاران، مؤسسات رتبه‌بندی و سایر نهادهای مربوطه رابطه منسجمی وجود داشته باشد.

۶- تفاوتها و شباهتهای صکوک با اوراق قرضه

همانطور که عنوان شد امکان استفاده از اوراق قرضه در ایران به دلیل موانع شرعی، وجود ندارد و در این راستا بود که انتشار صکوک به عنوان ابزار مالی اسلامی در کشور ما مورد توجه قرار گرفت. در هر صورت صکوک با اوراق قرضه مرسوم در بازارهای مالی دارای تفاوت‌های ماهیتی است که برخی از آنها عبارتند از:

۱. صکوک بیانگر مالکیت یک دارایی مشخص است در حالی که اوراق قرضه فقط حاکی از تعهد بدهی هستند. یعنی رابطه بین صادرکننده و خریدار اوراق قرضه رابطه وام‌دهنده و وام‌گیرنده است که نرخ بهره وام هم ثابت است و این موجب ربا می‌شود.
۲. دارایی موضوع اوراق صکوک از نظر شرعی باید مجاز و صحیح باشد، درحالی که در اوراق قرضه دارایی‌هایی که از نظر اسلام پذیرفته نیست نیز می‌تواند پشتوانه اوراق قرار بگیرد.

۳. اعتبار اوراق قرضه به اعتبار صادرکننده یا ناشر آن وابسته است و با آن سنجیده می‌شود، درحالی که اعتبار صکوک به ناشر بستگی ندارد، بلکه به ارزش دارایی پشتوانه بستگی دارد.
۴. فروش صکوک در بازار ثانویه، فروش مالکیت یک دارایی است، اما فروش اوراق قرضه، فروش بدهی است.
۵. در صکوک امکان افزایش اصل دارایی و در نتیجه ارزش خود ورقه صکوک وجود دارد درحالی که اصل بدهی در اوراق قرضه قابلیت افزایش ندارد.

در مقابل تفاوت‌های یاد شده، صکوک و اوراق قرضه شباهتهایی هم دارند که عبارتند از:

۱. قابلیت نقدشوندگی در بازار ثانویه
۲. درجه‌بندی اعتباری توسط موسسات رتبه‌بندی
۳. قابلیت افزایش اعتبار
۴. تنوع در طراحی و عرضه

۷- مزایای صکوک

صکوک دارای مزیت‌های متعددی بوده و به عقیده برخی صاحب‌نظران، این نوع اوراق بهادار اسلامی پل ارتباطی بین دو بازار پول و سرمایه به‌شمار می‌رود. (۲) برخی از مزایای انتشار اوراق صکوک را می‌توان در موارد ذیل خلاصه نمود:

۱. صکوک، نقدینگی بانی را افزایش می‌دهد.
۲. دارایی‌هایی که نقدینگی پایینی دارند و یا غیرنقد هستند از ترازنامه خارج شده و وجوه نقد جایگزین آن می‌شود.
۳. با اینکه قسمتی از دارایی‌ها از شرکت بانی جدا می‌شود، اما با این حال باز هم بانی می‌تواند از آن دارایی‌ها استفاده کند.
۴. از آنجا که صکوک با پشتوانه دارایی منتشر می‌شود لذا دارای ریسک کمتر است و هزینه تامین مالی را نیز کاهش می‌دهد. یک راه دیگر کاهش هزینه تامین مالی استفاده از افزایش اعتبار است.
۵. صکوک به توسعه بازار سرمایه از طریق امکان تبدیل دارایی‌ها به اوراق بهادار کمک می‌کند.
۶. چنانچه برای دادوستد این نوع اوراق، بازار ثانویه شکل بگیرد، آنگاه قابلیت نقدشوندگی این اوراق هم افزایش می‌یابد.

۸- ریسک‌های صکوک اجاره، انواع و روش‌های پوشش آن

ریسک در نظام مالی اسلامی نیز مانند هر نظام مالی متعارف وجود دارد. صکوک به عنوان نماینده ابزارهای مالی اسلامی، به صورت ذاتی نسبت به سایر ابزارهای مالی از ریسک بیشتری برخوردار است دلیل این موضوع آن است که تقریباً تمامی ابزارهای مالی اسلامی مبتنی بر مالکیت یک دارایی بوده و بنابراین ریسک این دارایی به سرمایه‌گذاران منتقل می‌شود. امید نامه صکوک، به عنوان یک سند حقوقی که در بسیاری از بازارهای نوظهور منتشر می‌شود حاوی مکانیزم‌هایی خاص، در زمینه مدیریت و پوشش ریسک این نوع ابزار اسلامی می‌باشد. (۱) در حالت کلی ریسک‌های یک ورقه بهادار را می‌توان از زوایای مختلفی مورد بررسی قرار داد. ریسک‌های صکوک اجاره را بر اساس نوع بازار می‌توان به ریسک‌های بازار اولیه، بازار ثانویه و ریسک‌های مرتبط با دارایی تقسیم نمود.

۸-۱- ریسک‌های بازار اولیه

۸-۱-۱- ریسک عدم جمع آوری وجوه نقد به میزان کافی

هنگام انتشار اوراق اجاره، واسط از طریق شرکت تامین سرمایه **ii**، امیدنامه **iii** اوراق را به عموم عرضه می‌کند و اقدام به پذیره نویسی صکوک اجاره نموده و مالکیت دارایی را به صاحبان اوراق منتقل کرده، وجوه را دریافت نموده و به وکالت از طرف آنان امور مربوط به دارایی را مدیریت می‌کند، اما در این میان ریسک عدم جمع آوری وجوه نقد به میزان کافی وجود دارد که برای کاهش این ریسک با توجه به نوع دارایی (قابل تقسیم بودن یا نبودن) می‌توان از روش‌های زیر استفاده نمود:

در صورتی که دارایی از نوع قابل تقسیم باشد، (مثلا مصرف کننده تمایل به اجاره ۱۰۰ دستگاه اتومبیل داشته باشد) می‌توان برای انتشار اوراق از روش بهترین تلاش استفاده نمود، در این حالت در صورتی که ۵۰ درصد صكوك منتشره به فروش برسد واسط می‌تواند ۵۰ دستگاه اتومبیل را خریداری نماید. ولی اگر دارایی به صورت یک کل منسجم باشد به عنوان مثال دارایی یک هواپیما باشد در صورتی که ۵۰ درصد صكوك به فروش رسد امکان خرید دارایی توسط واسط و اجاره آن به بانی وجود ندارد، به همین دلیل در مواردی که دارایی به صورت یک کل منسجم باشد شرکت تامین سرمایه باید لزوماً از طریق تعهد پذیر نویسی اوراق را منتشر نماید تا بدین وسیله ریسک "جمع آوری وجوه نقد به میزان لازم جهت خرید دارایی" پوشش داده شود.

۸-۱-۲- ریسک سوء استفاده واسط از وجوه دریافتی

از آنجا که واسط با انتشار اوراق اجاره اقدام به جمع آوری وجوه نقد می‌نماید لذا ممکن است از وجوه نقد دریافتی سوءاستفاده نماید. جهت پوشش این ریسک وجوه جمع آوری شده به حسابی که نزد امین است واریز می‌شود. واسط هنگام پرداخت وجه نقد برای خرید دارایی، باید از این حساب که با امین مشترک است استفاده نماید. بنابراین در هر زمان که واسط بدنبال برداشت وجه نقد باشد، باید با اجازه امین این اقدام را انجام دهد، بدین وسیله ریسک سوء استفاده واسط از پول دریافتی کاهش می‌یابد.

۸-۱-۳- ریسک عدم فروش دارایی به واسط

ممکن است واسط پس از انتشار اوراق و جمع آوری وجوه نقد، جهت خرید دارایی به تولید کننده (یا بانی در صكوك نوع دوم) مراجعه نماید، لیکن تولید کننده دارایی را به واسط نفروشد. دلایل این کار ممکن است ناشی از افزایش قیمت دارایی در بازار و یا مواردی مشابه این موضوع باشد. برای پوشش این ریسک می‌توان از روش های مختلفی مانند استفاده از قرارداد صلح و یا بیع نسبه استفاده کرد.

۱- قرارداد صلح:

بر این اساس واسط قبل از انتشار اوراق با فروشنده قرارداد صلحی امضا می‌کند که مبنی بر آن واسط ملزم به تهیه پول و فروشنده ملزم به تهیه کالا در زمان مشخص و با قیمت مشخص شده در زمان قرارداد باشد. با انعقاد قرارداد صلح، واسط مالک دارایی می‌شود و می‌تواند به پشتوانه آن اوراق منتشر نماید.

۲- بیع نسبه:

به این ترتیب که فروشنده دارایی را به واسط بفروشد و مبلغ آنرا پس از انتشار صكوك از واسط مطالبه نماید. برای فسخ قرارداد بیع نسبه از طرف واسط نیز شرط ضمن عقدي قرار خواهد گرفت تا اگر به هر دلیلی وجوه مورد نیاز از طریق انتشار صكوك جمع آوری نشد، قرارداد بیع نسبه فسخ شده و دارایی به فروشنده برگشت داده شود. بدیهی است هزینه‌هایی که ممکن است در این زمینه صورت گیرد را واسط پرداخت خواهد کرد که این مبلغ در میزان کارمزد دریافتی از بانی تاثیر می‌گذارد.

البته راههای پوشش دیگری نیز وجود دارد که عبارتند از:

الف - استفاده از ضمانتنامه بانکی بدون قید و شرط: تولید کننده ضمانت می‌کند که پس از جمع آوری وجوه توسط واسط، دارایی را به وی خواهد فروخت.

ب - گنجاندن شرط وجه التزام در قرارداد: در این حالت طرفین وجه التزامی را در قرارداد مشخص می‌نمایند تا در صورت عدم ایفای تعهدات، طرف مقابل آنها به عنوان خسارت دریافت نماید.

۸-۱-۴- ریسک عدم اجاره دارایی توسط بانی

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

الف - استفاده از ضمانتنامه بانکی بدون قید و شرط: بانی تضمین می‌کند که پس از خرید دارایی توسط واسط، ملزم به اجاره نمودن آن از واسط است.

ب - گنجاندن شرط وجه التزام در قرارداد.

۸-۲- ریسکهای بازار ثانویه

ریسکهای بازار ثانویه به دو دسته ریسکهای مالی و غیر مالی تقسیم می‌شوند.

۸-۲-۱- ریسکهای مالی

ریسک مالی به ریسک مرتبط با تأمین منابع مالی برای فعالیتهای شرکت گفته می‌شود. اگر منابع مالی یک شرکت از بدهی تأمین شود، از نظر قانونی ملزم به تصفیه آنها در سررسید مربوطه خواهد بود. وجود چنین الزاماتی موجب افزایش ریسک مالی شرکت می‌شود. اگر یک شرکت منابع مالی خود را از آورده شرکا بوسیله عملیات تجاری یا صدور سهام جدید تأمین کند، تعهدات الزام‌آور انجام نداده است. هرچه تعهدات هزینه‌ای (یعنی بدهی) بیشتر باشد، ریسک مالی شرکت بیشتر است. (۶)

۸-۲-۱-۱- ریسک نرخ سود یا اجاره بها:

ریسک نرخ سود عبارت است از تغییری که در ارزش اوراق بهادار، بدلیل تغییر در نرخ بازده سایر فرصت‌های سرمایه‌گذاری اتفاق می‌افتد. گفتنی است که نرخ بازده سهام شرکتها (که نوعی اوراق بهادار محسوب میشوند)، تحت تاثیر سایر انواع ریسکهای مالی و غیر مالی تغییر می‌کند. توان تولید شرکت، تغییر در تقاضا، تغییر در شرایط رقابتی، تغییر در ریسک کشوری و ساختار اقتصادی و تغییر در ریسک سیاسی می‌تواند سود شرکتها و به تبع آن توان پرداخت سود بیشتر به صاحبان سهام را تحت تاثیر قرار دهد.

در مورد اوراق اجاره بر خلاف سود سهام، یا برخی دیگر از انواع اوراق بهادار، سود (نرخ اجاره بها) سرمایه‌گذاران (موجرها) ثابت می‌باشد. به عبارت دیگر میزان اجاره‌بهای اوراق در ابتدا در امیدنامه و قراردادهای مرتبط کاملاً مشخص می‌شود و تنها حالت انعطاف‌پذیری که وجود دارد آن است که مبلغ اجاره بها با درصد خاصی که از ابتدا مشخص است رشد کند. از طرف دیگر از آنجا که نمی‌توان اجاره بها را به نرخ دیگری مانند نرخ سود علی‌الحساب اوراق مشارکت دولتی، نرخ سود علی‌الحساب سپرده‌های بانکی و... وابسته کرد بنابراین دارندگان اوراق اجاره در هر دوره اجاره‌بهای ثابتی را (منهای هزینه‌های اجاره) دریافت می‌کنند. بنابراین یکی از مهمترین وجه تمایز اوراق اجاره با سهام یا اوراق مشارکت آن است که سود دریافتی سرمایه‌گذاران از ابتدا به طور دقیق مشخص است.

بدلیل ثابت بودن اجاره‌بهای اوراق اجاره، افزایش نرخ سود علی‌الحساب اوراق مشارکت یا سود سپرده‌های بانکی سبب می‌شود دارندگان اوراق با ریسک هزینه فرصت سرمایه‌گذاری مواجه باشند و در صورتی که صکوک اجاره دارای بازار ثانویه باشد، کاهش ارزش بازاری آنها در پی خواهد داشت. به عبارت دیگر افزایش نرخ سود متداول در بازار پول یا

سرمایه، سبب می شود سرمایه گذاران در مقایسه با نرخ سود بازار، سود کمتری را دریافت نمایند. بنابراین با کاهش قیمت بازاری آن، سعی در جبران نرخ بازده مورد انتظار خواهند کرد. از اینرو دارندگان صکوک اجاره با ریسک نرخ سود مواجه هستند. البته عکس این حالت نیز صادق است یعنی زمانی که نرخ سود علی الحساب اوراق مشارکت یا سپرده‌های بانکی کاهش یابد، قیمت بازاری اوراق اجاره افزایش خواهد داشت.

۸-۲-۱-۲-ریسک اعتباری

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

ریسک اعتباری بر اساس نوع قرار داد اجاره متفاوت خواهد بود. در صورتی که قرارداد اجاره از نوع اجاره عادی باشد به احتمال عدم برگشت اصل و اجاره بها ریسک اعتباری گفته می‌شود و در صورتی که اجاره از نوع اجاره به شرط تملیک باشد به احتمال عدم دریافت اجاره بها ریسک اعتباری گفته می‌شود. برای آگاهی از ریسک اعتباری یک ناشر می‌توان به رتبه اعتباری آن که توسط موسسات رتبه بندی اعتباری تعیین می‌شود مراجعه نمود. اوراق اجاره همانند سایر انواع اوراق بهادار باید از رتبه اعتباری برخوردار باشند. این موضوع سبب خواهد شد سرمایه‌گذاران هنگام خرید اوراق اجاره، از ریسک‌های این اوراق اطلاع کافی داشته باشند و عدم تقارن اطلاعاتی vi کاهش یابد.

ریسک اعتباری را می‌توان با استفاده از ضمانت بانکی و یا ضامن پوشش داد. بر این اساس، بانکی می‌تواند سفته، چک یا مبلغی به اندازه اجاره بهای ۳ الی ۴ ماه در حسابی نزد امین به صورت مسدود داشته باشد، تا در صورتی که به دلایل کمبود نقدینگی در برخی از ماهها نتواند اجاره بها را پرداخت نماید، امین به صورت قانونی از حساب مذکور اجاره بها را کسر نموده و به سرمایه‌گذاران پرداخت. باید توجه داشت که بانکی با توجه به رتبه اعتباری خود این کار را انجام خواهد داد چون در صورتی که رتبه اعتباری وی پایین باشد، بازده مورد انتظار سرمایه‌گذاران افزایش خواهد یافت و بنابراین میزان اجاره بها افزایش می‌یابد. بنابراین بانکی با چنین اقداماتی، ریسک پرداخت اجاره بها را کاهش داده و درحالت کلی سبب کاهش اجاره بها می‌شود.

استفاده از ضامن راهکار دیگری برای پوشش این ریسک است. ضامن با دریافت مبلغی از واسط یا بانکی می‌تواند میزان اجاره بهای دریافتی دارندگان اوراق را تضمین نماید. اوراق اجاره بر اساس رتبه اعتباری، وجود ضامن و یا تضمین، قیمت گذاری 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 به عنوان ریسک اعتباری شناخته می‌شود.

۸-۲-۱-۳-ریسک نقدینگی vi

احتمال ناتوانی بانکی در ایفای تعهدات مالی کوتاه مدت ریسک نقدینگی نامیده می‌شود. این ریسک ناشی از سه عامل ناتوانی در اجرای تعهدات مالی کوتاه مدت، ناتوانی در تأمین منابع مالی کوتاه مدت در هنگام نیاز و نیز ناتوانی در تأمین مالی کوتاه مدت با هزینه‌های مقرون به صرفه می‌باشد. در مورد صکوک اجاره ریسک نقدینگی عبارت است از ریسکی که بانکی قادر به فروش محصولات یا خدمات خود به قیمت متداول بازار نیست. دلایلی چون عدم وجود تقاضا جهت خرید محصولات را می‌توان عامل ایجاد چنین ریسکی دانست. برای مدیریت (پوشش) این ریسک می‌توان از روشهای ذیل استفاده نمود:

۱. نگهداری اوراق بهادار با قدرت نقدشوندگی بالا مثل اوراق مشارکت،

۲. استفاده از تحلیل شکاف نقدینگی VIII بین جریان‌های نقدی ورودی و خروجی (در این روش جریان‌های نقدی ورودی و خروجی در هر دوره پیش بینی شده و برای جریان خالص خروجی یا ورودی برنامه‌ریزی دقیق صورت می‌گیرد تا علاوه بر بکارگیری حداقل سرمایه از مشکلات ناشی از کمبود نقدینگی نیز جلوگیری به عمل آید)،

۳. کسب خطوط اعتباری کوتاه مدت برای مواقع بحرانی، گسترش همکاری و ارتباطات با بانکها و سپردن وجه نقد در حساب مسدودی نزد امین برای پرداخت اجاره بها در مواقع لزوم توسط امین

۸-۲-۱-۴- ریسک تورم^{ix} یا ریسک قدرت خرید

تورم به وضعیتی در اقتصاد گفته می‌شود که در آن سطح عمومی قیمت‌ها به صورت مستمر افزایش می‌یابد. ریسک تغییرات سطح عمومی قیمت‌ها به عنوان ریسک قدرت خرید نیز شناخته می‌شود. به عبارت دیگر تورم به معنی کاهش قدرت خرید دارایی‌های مالی به نسبت دارایی‌های حقیقی است. با افزایش تورم، قدرت خرید دارندگان صکوک اجاره به دلیل دریافت اجاره بهای ثابت، کاهش می‌یابد و در حقیقت سود دارندگان صکوک کاهش می‌یابد. در واقع افزایش تورم بازده واقعی سرمایه‌گذاران را کاهش می‌دهد. بنابراین میزان سود یا زیان سرمایه‌گذاران بستگی به تورم انتظاری آنها در آینده خواهد داشت. در صورتی که آنها انتظار کاهش نرخ تورم را داشته باشند، ریسک کاهش بازده واقعی سرمایه‌گذاران کاهش می‌یابد. x

۸-۲-۱-۵- ریسک نقد شوندگی

نقدشوندگی اوراق بهادار، عبارت از سهولت معامله آن در یک بازار خاص است. نقدشوندگی در قالب زمان و هزینه، قابل بررسی و تحلیل است. به طور کلی سه منبع برای ریسک نقدینگی نام برده اند:

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

۲. وجود قوانین مشخص در مورد معامله اوراق بهادار،

۳. وجود تقاضای بسیار کم برای معامله و مبادله اوراق بهادار.

صکوک نیز مانند سایر اوراق بهادار دارای ریسک نقدشوندگی است و میزان آن به نوع اوراق بستگی دارد. به عنوان 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 و از آنجائیکه خرید و فروش این اوراق را نیز مبتنی بر خرید و فروش دین می‌دانند، پس خرید و فروش ثانویه صکوک استصناع و صکوک مرابحه را حرام اعلام نموده‌اند. البته باید توجه داشت که بر اساس نظر فقهای شیعه خرید و فروش ثانویه اوراق استصناع و مرابحه در حالت کلی اشکال شرعی ندارد.

بر خلاف صکوک استصناع و مرابحه، صکوک اجاره از نظر فقهای اهل سنت و نیز فقهای شیعه قابل معامله ثانویه هستند. از این رو طراحان آن، بازار ثانویه برای اوراق اجاره در نظر گرفته و ایجاد کرده‌اند. به عنوان مثال صکوک اجاره مالزی در لیست معاملات بورس لوگزامبورگ گنجانده شده است. با فرض پذیرش صکوک اجاره در یکی از بورسهای اوراق بهادار (مانند بورس اوراق بهادار تهران)، در این حالت ریسک نقدشوندگی صکوک اجاره همانند سهام خواهد بود و بر اساس شرایط بازار (میزان تقاضا، میزان عرضه، نرخ تورم، نرخ سود بانکی، تغییر در رتبه اعتباری اوراق و...) تعیین خواهد شد.

قابل ذکر است که ریسک نقدشوندگی را می‌توان با ایجاد ساز و کارهایی مانند تعهد بازخرید اوراق توسط بانی، ناشر و یا ضامن و اعطای اختیار فروش به سرمایه‌گذاران پوشش داد.

باید توجه شود که ریسک بازار به صورت ذاتی برای اوراق بهادار قابل معامله در بازارهای ثانویه وجود دارد و به هیچ وجه نمی‌توان با متنوع ساختن پرتفوی آنرا از بین برد. بنابراین این ریسک برای صكوك اجاره که در بازار ثانویه پذیرفته شده نیز وجود دارد. وجود یا عدم وجود ریسک بازار برای اوراق اجاره به نوع طراحی آن بستگی دارد. بدین معنا که اگر این اوراق در هیچ بازار ثانویه‌ای پذیرفته نشده باشند و بوسیله ناشر یا شخص ثالث دیگری امکان بازخرید آن وجود داشته باشد، (نظیر اوراق مشارکت منتشر شده توسط بانک مرکزی) آنگاه ریسک بازار و ریسک نقدشوندگی برای سرمایه‌گذاران وجود نخواهد داشت. اما اگر این اوراق به گونه‌ای طراحی شوند که امکان معامله در بازار ثانویه شامل بورس اوراق بهادار یا بازارهای خارج از بورس^x داشته باشند، آنگاه ریسک بازار برای آن متصور است. پیش نیازهای وجود چنین امکانی با نام بودن اوراق اجاره می‌باشند.

۸-۲-۱-۷- ریسک سرمایه گذاری مجدد:

یکی از ریسک های مرتبط با سرمایه‌گذاری، به خصوص در اوراق بهادار با درآمدهای میان دوره‌ای، ریسک سرمایه گذاری مجدد جریان های میان دوره ای می باشد. به عبارت دیگر ریسک سرمایه گذاری مجدد، مربوط به دارایی های مالی است که بیش از یک جریان نقدی دارند. بازدهی این گونه سرمایه گذاری ها به نحوه سرمایه گذاری مجدد جریان های نقدی که در طول دوره سرمایه‌گذاری دریافت می‌شوند، بستگی دارد. این ریسک در جهت معکوس ریسک نرخ بهره تغییر می‌کند، به این ترتیب که افزایش نرخ بهره سبب کاهش قیمت اوراق با درآمد ثابت شده و اثر نامساعد بر ثروت دارندگان آن اوراق می‌گذارد. در حالی که اثر ریسک سرمایه گذاری مجدد جریان های نقدی میان دوره‌ای برای سرمایه‌گذاران مساعد و مطلوب است و دارنده اوراق می‌تواند جریانهای دریافتی ناشی از سود یا اجاره‌بها را با نرخ بالاتری سرمایه‌گذاری نموده و ثروت خود را افزایش دهد.

به عنوان مثال يك سند خزانه بانك آمریکا با سررسید ۵ ساله را در نظر بگیرید. در این خصوص، ریسك ناتوانی در پرداخت وجود ندارد زیرا دولت آمریکا به سادگی با چاپ اسکناس بیشتر می‌تواند سود و اصل پول را پس بدهد. اما این بدان معنا نیست که این سند هیچگونه ریسکی ندارد. در واقع این سوال مطرح است که دارنده این سند با سود دریافتی طی دوره و اصل مبلغ پس از سررسید شدن چه اقدامی خواهد کرد. می‌تواند آنرا خرج کرده یا سرمایه‌گذاری دیگری روی يك سند خزانه یا غیره انجام دهد. اگر بهره در حال نزول باشد، بازده سرمایه‌گذاری مجدد کمتر خواهد بود. وقتی سررسید سند خزانه فرا می‌رسد شما با ریسك سرمایه‌گذاری مجدد رو برو هستید. درمورد سرمایه‌گذاری که پیش از سررسید یا فروش، نقدینگی تولید می‌کند، مثل سهام (با سود) یا سند خزانه (با سود)، با مسئله پیچیده‌تری روبرو هستیم. در اینجا علاوه بر سرمایه‌گذاری اصل پول (در سررسید یا فروش)، با سرمایه‌گذاری سود طی دوره نیز مواجه هستیم. (۴)

برای اوراق بهاداری که فقط یکبار جریان نقدی خود را ارائه می‌کنند مثل صكوك اجاره‌ای که همانند اوراق قرضه بدون بهره باشد این ریسک وجود ندارد ولی برای اوراق بهاداری که سود یا اجاره بهای بالایی را پرداخت می‌کنند این ریسک بالاتر است. همچنین هر چه بخش بزرگتری از جریانات نقدی مربوط به اصل و فرع سرمایه‌گذاری در انتهای دوره سر مایه‌گذاری دریافت شود این ریسک کمتر می‌شود. البته با کم کردن ریسک سرمایه‌گذاری مجدد، ریسک نرخ بهره افزایش می‌یابد و باید به تعادل مناسبی بین آنها دست یافت.

در هر صورت باید به اهمیت و اثرگذاری هر یک از این دو نوع ریسک (ریسک نرخ بهره و ریسک سرمایه‌گذاری مجدد) توجه نمود. معمولاً اهمیت ریسک نرخ بهره برای سرمایه‌گذار شدید تر از ریسک سرمایه‌گذاری مجدد می‌باشد و بنابراین بیشتر نگران ریسک نرخ بهره می‌باشد. جهت کاهش ریسک سرمایه‌گذاری مجدد می‌توان در صكوك اجاره که تنها یک سررسید دارند سرمایه‌گذاری نمود.

۸-۲-۱-۸- ریسک اعمال اختیارات

برخی از اوراق بهادار اسلامی دارای یکسری اختیارات برای طرفین (ناشر و سرمایه‌گذاران) می‌باشند. اوراق اجاره به عنوان نوع خاصی از ابزارهای اسلامی نیز می‌تواند دارای چنین اختیاراتی باشد. این اختیارات شامل اختیار بازخرید^{xii} و یا اختیار فروش اوراق می‌باشد.

۱. اختیار بازخرید:

این اختیار برای ناشر اوراق است. در صورت وجود چنین اختیاری برای ناشر، وی می‌تواند تا قبل از پایان سررسید یا در زمان‌های خاص، اوراق را بازخرید نماید. وجود این اختیار سبب کاهش ریسک ناشر و افزایش ریسک سرمایه‌گذاران خواهد شد. در صورتی که ناشر اختیار بازخرید اوراق را داشته باشد و نرخ سود در بازار کاهش یابد، ناشر اقدام به بازخرید اوراق اجاره می‌نماید و در صورت نیاز اوراق جدیدی را با نرخ کمتر منتشر می‌کند. در حقیقت ناشر با بررسی منافع حاصل از کاهش هزینه‌های مالی (به دلیل کاهش سود در بازار) و مقایسه آن با هزینه بازخرید اوراق قبل از سررسید^{xiii}، تصمیم به بازخرید اوراق و تامین مالی مجدد از طریق انتشار اوراق جدید نموده و تعهد ثابت خود را کاهش می‌دهد. در مقابل برای دارندگان اوراق این ریسک وجود دارد که با کاهش نرخ سود در بازار، ناشر اعلان بازخرید اوراق را بنماید و بر این اساس سرمایه‌گذار نتواند بر روی جریان‌های نقدی ثابت خود برای دوره‌های آتی برنامه‌ریزی نماید. به هر حال باید توجه داشت که وجود شرط بازخرید در اوراق سبب افزایش ریسک و به تبع آن بازده مورد انتظار سرمایه‌گذاران خواهد شد.

۲. اختیار فروش:

در طرف مقابل اگر سرمایه‌گذاران دارای اختیار فروش اوراق باشند، می‌توانند در طول سررسید اوراق، در صورت کاهش قیمت اوراق با اعمال اختیار، آنرا به ناشر یا بانی بفروشند و بدین ترتیب خود را در مقابل ریسک‌های مختلف (ریسک تورم، ریسک سود و ...) پوشش دهند. این نوع اختیارات در ابتدای قرارداد اجاره و در قالب شرط ضمن عقد ایجاد می‌شوند.

۸-۲-۱-۹- ریسک نرخ ارز:

اکثر صکوک منتشر شده در دنیا به صورت بین‌المللی بوده و بنابراین نوسانات نرخ ارز بر آن تاثیر می‌گذارد. در صورتی که ناشر خارجی باشد، سرمایه‌گذاران داخلی با این ریسک مواجه خواهند بود. ریسک نرخ ارز، حاشیه سود سرمایه‌گذاران و ناشر را تحت الشعاع قرار می‌دهد. باید توجه شود که انتشار صکوک در ایران برای سرمایه‌گذاران داخلی چنین ریسکی را در پی نخواهد داشت مگر اینکه اجاره بها به صورت ارزی (دلار، یورو و ...) پرداخت شود. در هر صورت برای پوشش این ریسک می‌توان از اوراق مشتقه مانند قرارداد تاخت نرخ ارز^{xiv} استفاده نمود. البته استفاده از این نوع قراردادها در کشور ما نیازمند بررسی فقهی می‌باشد.

۸-۲-۱-۱۰- ریسک ورشکستگی نهادهای مالی:

یکی از ریسک‌های پیش روی دارندگان اوراق اجاره، ریسک ورشکستگی نهادهای مالی فعال در فرایند انتشار اوراق اجاره شامل واسط و امین می‌باشد.

۱. ورشکستگی واسط: از آنجا که ممکن است واسط فعالیت‌هایی غیر از انتشار اوراق را نیز بر عهده داشته باشد لذا ممکن است این فعالیتها بر واسط تاثیر منفی گذاشته و آنرا با خطر ورشکستگی مواجه سازد. در صورت ورشکستگی واسط، طلبکاران آن اقدام به مصادره اموال می‌نمایند ولی از آنجا که:
اولا واسط نقش وکیل دارندگان صکوک را ایفا می‌کند،
ثانیا سند دارایی در دست امین به وکالت از سرمایه‌گذاران قرار داد

و ثالثاً قرارداد اجاره از قبل منعقد شده و مالکان جدید (طلبکاران) بر روی قرارداد منعقد شده از قبل حق تصرف ندارند، لذا ریسکی که از این ناحیه متوجه مالکان صکوک می شود چندان در خور توجه نیست.

۲. ورشکستگی امین: در بررسی ریسک ورشکستگی امین باید به سه نکته توجه داشت. نخست آنکه دارایی قبل از ورشکستگی امین بر اساس قرارداد اجاره به مستاجر (بانی) اجاره داده شده است و ورشکستگی احتمالی امین و تعیین مدیران جدید برای واسط ریسکی برای قراردادهای قبلی واسط ایجاد نمی کند. ثانیاً، هرگونه تغییر در اساسنامه واسط که ممکن است ناشی از تغییر مدیریت واسط باشد باید به تایید سازمان بورس و اوراق بهادار برسد زیرا واسط یک نهاد مالی محسوب می شود و در نهایت اینکه امین بانک یا نهاد مشابهی است که احتمال ورشکستگی آن بسیار اندک می باشد. بنابر آنچه گفته شد ریسک ورشکستگی امین در مدل عملیاتی صکوک اجاره بر ریسک سرمایه گذاران تاثیری نخواهد گذاشت.

۸-۲-۲- ریسکهای غیر مالی

۸-۲-۲-۱- ریسک سیاسی

این ریسک از تحولاتی ناشی می شود که توسط تصمیم دولتها به وجود آمده و به اشکال گوناگون سرمایه گذاری را با مشکل روبرو می کند. هنگامی که این تغییرات از ناحیه مراجع حقوقی، قضایی یا ادارات دولتی باشد، صرف نظر از اینکه آیا منافع سیاسی یا اقتصادی در پشت صحنه وجود دارد، ریسک بوجود آمده ریسک سیاسی نامیده می شود. سرمایه گذاران داخلی عمدتاً با ریسک سیاسی داخلی مواجه اند که عمدتاً ناشی از تغییر قوانین، موارد لازم الاجرا برای مناطق خاص، قیمتها، اسناد و مدارک مورد نیاز است.

۸-۲-۲-۲- ریسک قوانین و مقررات

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

در این زمینه دو نکته حائز اهمیت است. نکته اول آنکه مسئولیت اجازه انتشار عرضه عمومی اوراق بهادار در بازار اولیه و ثانویه بر عهده سازمان بورس و اوراق بهادار است و در صورتی که این نهاد نظارتی رویه ثابتی در زمینه وضع مقررات داشته باشد، ریسک قوانین و مقررات کاهش می یابد. نکته دوم آنکه بسیاری از ریسکهای صکوک اجاره را می توان در قالب عقد قراردادهای حقوقی معتبر پوشش داد. از این رو نوع و میزان اعتبار قرارداد حقوقی منعقد شده بین طرفهای فعال در فرآیند انتشار صکوک اجاره بسیار مهم و حائز اهمیت می باشد. این موضوع تحت تاثیر قوانین حقوقی هر کشور است. در موارد معدودی قراردادهای حقوقی منعقد شده، سرمایه گذاران را دچار مشکلاتی نموده است. مهمترین نمونه آن، صکوک اجاره ای است که در سال ۲۰۰۲ در مالزی منتشر شده است. در این صکوک اجاره بدلیل عدم استفاده از قراردادهای حقوقی معتبر و متناسب با بستر حقوقی کشور مالزی، مشکلات حقوقی متعدد برای سرمایه گذاران و دارندگان صکوک اجاره ایجاد شد.

بعد دیگر ریسک قوانین و مقررات خارجی است. هنگامی این ریسک به وجود می آید که اوراق اجاره در سطوح بین المللی منتشر شود. این ریسک از دو بعد قابل بررسی است. بعد اول مربوط به سرمایه گذاران بین المللی است که تابع قوانین کشور خود هستند و مهمترین ریسک آن ریسک مالیاتی است. بعد دوم زمانی رخ می دهد که نهادهای فعال در این اوراق متعلق به چند کشور باشند. از آنجا که قانون و مقررات خاصی بر نحوه فعالیت نهادهای چند ملیتی وجود ندارد باید به گونه ای اوراق طراحی شود که ریسک ناشی از اعمال مقررات کشورهای مختلف بر نهادهای مالی فعال به حداقل ممکن رسد.

یکی از مهمترین ریسک‌هایی که ابزارهای مالی اسلامی با آن مواجه هستند ریسک شریعت می‌باشد. از آنجا که انتظار می‌رود تمامی ابزارهای اسلامی مبتنی بر اصول و موازین شریعت باشند لذا شاید در نگاه اول این ریسک چندان مهم تلقی نشود.

باید توجه شود که ریسک شریعت در کشورهایی که از ابزار مالی اسلامی و متعارف به طور همزمان استفاده می‌کنند، بیشتر از سایر کشورهای اسلامی وجود دارد. از این رو اطلاق نام صکوک و انتشار آن در یک کشور اسلامی لزوماً بیانگر رعایت تمامی موازین شرعی اوراق نیست. در ایران بدلیل 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 به عنوان سازمان ناظر، این ریسک را به حداقل ممکن کاهش می‌دهد. سازمان بورس و اوراق بهادار به منظور حداقل نمودن این ریسک، کمیته‌ای فقهی تخصصی به عنوان یکی از کمیته‌های فرعی هیات 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.

۸-۳- ریسک‌های مرتبط با دارایی

۸-۳-۱- ریسک از بین رفتن کلی یا جزئی دارایی

اگر دارائی اجاره داده شده به هر دلیلی نظیر زلزله به طور کلی از بین برود آیا مسئولیتی متوجه مستاجر خواهد بود؟ بر اساس قواعد فقهی، مستاجر "پد امانی" داشته و اگر افراط یا تفریط ننموده باشد مقصر نخواهد بود. در مورد صکوک اجاره نیز چنین شرایطی حاکم است. به عبارت دیگر در صورتی که دارایی موضوع قرارداد اجاره به هر دلیل از بین برود سرمایه‌گذاران (دارندگان صکوک و مالکان اصلی دارایی) دچار زیان خواهند شد.

برای پوشش این ریسک می‌توان از پوشش‌های بیمه‌ای استفاده نمود. درست است که بیمه دارایی هزینه‌ای بر بانی متحمل می‌کند ولی این هزینه، هزینه غیر متعارفی نیست. ضمن اینکه تمامی شرکت‌های بزرگ موظف به بیمه نمودن تمامی دارایی‌های ثابت خود هستند بنابراین بیمه نمودن به دلیل کاهش ریسک از بین رفتن دارایی، هزینه اضافی بر شرکت تحمیل نمی‌نماید باید توجه شود که تمامی داراییها با چنین ریسکی مواجه نیستند. به عنوان نمونه در صورتی که دارایی زمین باشد با ریسک از بین رفتن دارایی مواجه نخواهد بود البته اکثر داراییها با چنین ریسکی مواجه هستند.

البته ریسک دیگری که بر اساس استفاده از بیمه بوجود می‌آید این است که در عمل معمولاً تمامی خسارت وارده شده بیمه نمی‌شود بلکه درصدی از آن پوشش داده می‌شود. بنابراین ریسک عدم پرداخت تمام وجه دارایی به سرمایه‌گذاران، جزء ریسک‌های اوراق صکوک به حساب می‌آید که امکان پوشش آن به روش‌های مرسوم ممکن نیست.

۸-۳-۲- ریسک استهلاک تدریجی

با توجه به اینکه تقریباً تمامی ابزارهای مالی اسلامی مبتنی بر دارایی هستند، از این رو همانند اوراق مشتقه که دارایی پایه دارند و ریسک آن بر ریسک اوراق مشتقه تاثیر گذار است اوراق اسلامی نیز از ریسک دارایی پایه برخوردار هستند. تفاوت ابزارهای مالی اسلامی و اوراق مشتقه در این است که دارایی پایه اوراق مشتقه دارای استانداردهای خاصی بوده که توسط بورس‌های مربوطه تعیین شده و طرف‌های معامله ملزم به رعایت آنها می‌باشند. در حالی که اوراق اجاره مبتنی بر دارایی خاصی است و استاندارد معینی بر آن حاکم نیست.

دارایی پایه اوراق اجاره ممکن است استهلاک پذیر (مانند ساختمان یا ماشین‌آلات) یا استهلاک‌ناپذیر باشد (مانند زمین). در صورتی که دارایی استهلاک پذیر باشد نرخ و میزان استهلاک در امیدنامه که توسط ناشر منتشر می‌شود به صورت دقیق قید خواهد شد و سرمایه‌گذاران با اطلاع از میزان استهلاک اقدام به خرید اوراق می‌نمایند. در این حالت دارندگان اوراق با ریسک ارزش اسقاط دارایی هنگام اتمام قرارداد مواجه هستند (در صورتی که اجاره از نوع اجاره عادی باشد). به عبارت دیگر اگر دارایی در زمان فروش (اتمام سررسید اوراق)، قیمتی کمتر از میزان پیش بینی شده در امیدنامه داشته باشد، بازدهی سرمایه‌گذاران کمتر از بازدهی مورد انتظار خواهد شد، همچنین در صورتی که ارزش اسقاط بیش از میزان پیش بینی شده باشد با سود مواجه میشوند. همانند سایر ریسک‌ها، ریسک استهلاک دارایی نیز بر قیمت معامله اوراق اثر می‌گذارد. در صورت اجاره عادی سرمایه‌گذاران مالک اصلی کالا خواهند بود. در این حالت در صورتیکه ارزش دارایی در تاریخ سررسید (پایان مدت اجاره) به هر دلیل کاهش یابد آنگاه دارندگان اوراق صکوک با زیان سرمایه‌ای مواجه خواهند شد.

این ریسک را می‌توان از طریق اعطای اختیار فروش به دارندگان اوراق صکوک حذف کرد. در این حالت سرمایه‌گذاران در مواجهه با کاهش قیمت دارایی یا کاهش قیمت اوراق، از اختیار فروش استفاده نموده و اوراق را به ناشر با قیمت از پیش تعیین شده بفروش می‌رسانند. اعطای این اختیار فروش برای بان‌ریسک کاهش ارزش دارایی و ریسک نقدینگی را در پی خواهد داشت و بان‌ی با اعطای اختیار فروش به سرمایه‌گذاران در ابتدای قرارداد، خود را با این ریسکها مواجه می‌کند. (این اثر ممکن است توسط سایر عوامل مانند کاهش نرخ تورم و... تعدیل یا تشدید شود). اگر اوراق به گونه‌ای طراحی شوند که قرارداد از نوع اجاره به شرط تملیک باشد آنگاه سرمایه‌گذاران با ریسک استهلاک دارایی مواجه نخواهند بود.

۸-۳-۳- ریسک هزینه‌های غیر جاری (غیر عملیاتی)

بر اساس قوانین فقهی و حقوقی، هزینه‌های غیرعملیاتی یا هزینه‌های غیر جاری دارایی موضوع قرارداد اجاره، بر عهده موجر می‌باشد. به عبارت دیگر موجر ملزم است هزینه‌هایی که برای انتفاع از دارایی لازم و ضروری است را انجام دهد. بر این اساس در صکوک اجاره نیز تمامی هزینه‌های غیرعملیاتی بر عهده موجر (دارندگان صکوک اجاره) می‌باشد. در این حالت سرمایه‌گذاران با ریسک هزینه‌های غیرعملیاتی مواجه خواهند شد. به عنوان مثال فرض شود دارایی مورد اجاره یک هواپیما باشد، آنگاه تمامی هزینه‌های غیرجاری آن بر عهده سرمایه‌گذاران یا دارندگان صکوک خواهد بود. با فرض چنین حالتی ریسک دارندگان اوراق به شدت افزایش خواهد یافت. بنابراین دارندگان صکوک اجاره با دو ریسک مواجه خواهند بود:

۱. ریسک عدم اطمینان از دریافت مبلغی مشخص در زمانهای از پیش تعیین شده (بدلیل کسر هزینه‌های غیر عملیاتی نامشخص از مبلغ اجاره بهای پرداختی)،
۲. ریسک عدم اطلاع از زمان کسر این هزینه‌ها از اجاره بها، زیرا پس از انجام تعمیرات لازم روی دارایی، هزینه‌ها کسر شده، و مابقی به عنوان اجاره بها به دارندگان صکوک اجاره تعلق خواهد گرفت.

ضوابط اجرایی صکوک اجاره نیز بیان میدارد "تمامی هزینه‌هایی که برای امکان انتفاع از دارایی لازم است، بر عهده سرمایه‌گذاران می‌باشد، مگر آن که در قراردادهای فیما بین بر خلاف آن شرط شده باشد". در این ماده قانونگذار جهت پوشش ریسک هزینه‌های غیر عملیاتی اجازه داده است که چنین هزینه‌هایی بر اساس شرط ضمن عقد بر عهده فرد دیگری (بان‌ی) قرار گیرد.

روش دیگر پوشش این ریسک آن است که امین در ابتدای انتشار صکوک، درصدی از مبلغ را برای انجام هزینه‌های احتمالی غیر عملیاتی کسر نماید. در پایان دوره در صورتی که هزینه‌های غیر عملیاتی وجود نداشته باشد کل مبلغ به سرمایه‌گذاران پرداخت می‌شود. البته هزینه‌های دارایی که صکوک بر اساس آن منتشر میشود معمولاً از قبل قابل تعیین است. باید توجه داشت در صورتی که دارایی ملک (زمین) باشد چنین ریسکی متوجه سرمایه‌گذاران نخواهد بود.

به غیر از ریسک‌هایی که مورد بررسی قرار گرفت ریسک‌های دیگری مانند ریسک کاهش قیمت دارایی، ریسک پرداخت زودتر از موعد، ریسک فسخ قراردادها و ریسک‌های مشابهی وجود دارد که از اهمیت چندانی برخوردار نیستند.

نتیجه گیری:

در نظام مالی اسلامی، استفاده از ابزارهای مالی متعارف مورد استفاده در سایر کشورها نظیر اوراق قرضه، منع شده و کارائی ندارد. بر این اساس در دهه ۱۹۸۰ برخی از کشورهای اسلامی نظیر مالزی، بحرین و قطر برای تامین مالی طرحها و پروژه های خود در صدد ایجاد ابزاری برآمدند که منطبق بر قوانین شریعت باشد که در پی آن، ابزارهای مالی اسلامی به نام صكوك طراحی شد.

از میان انواع مختلف صكوك، تاکنون صكوك اجاره بیشترین کاربرد را داشته است. اوراق اجاره شیوه‌ای برای تامین مالی از طریق استفاده از دارایی‌های اشخاص حقوقی است. در حقیقت در این شیوه تامین مالی، بانی از یکسو دارایی‌هایی را که از نقدشوندگی پایینی برخوردارند از ترازنامه خارج و وجه نقد جایگزین آن می‌کند و از سوی دیگر همزمان از همان دارایی در راستای فعالیت‌های شرکت استفاده می‌کند. البته استفاده از این اوراق دارای ریسک‌های متعددی است که مهمترین آنها عبارت از ریسک مربوط به از بین رفتن دارائی‌ها، ریسک نرخ سود و ریسک کاهش قیمت دارائی می باشد. قابل ذکر است که در حال حاضر ساز و کارهای متناسب پوشش ریسک اوراق اجاره در بازار سرمایه ایجاد و توسعه داده شده است.

در ایران نیز در سال ۲۰۰۲ برای نخستین بار استفاده از ابزار صكوك در جلسه فقهی بانک توسعه اسلامی مورد بحث و بررسی قرار گرفت و پس از آن واژه مزبور وارد ادبیات سرمایه گذاری ایران شد و قوانین متعددی در این راستا طراحی و اجرا شد. قانون جدید بورس اوراق بهادار، قانون اصل ۴۴، قانون توسعه ابزارها و نهادهای مالی جدید و ماده ۹۹ قانون برنامه پنجم، امکان طراحی ابزارهای مالی مختلف را در بازار سرمایه فراهم نمود تا نقش این بازار در تامین مالی بنگاه های اقتصادی پررنگ تر شود. طی چند سال اخیر، در بورس اوراق بهادار تهران و فرابورس ایران نیز انواع اوراق، از جمله اوراق سرمایه‌ای سهام عادی، اوراق ترکیبی، اوراق بدهی (اوراق اجاره، مباحه و ...) منتشر شده است و در سال ۱۳۸۹ نیز اوراق اجاره طراحی و به بازار ارائه شد تا بتوان با استفاده از این اوراق و به پشتوانه یک دارایی، به تامین مالی در بازار سرمایه پرداخت.

قابل ذکر است که توسعه صكوك اجاره در کشور ما هنوز راهی طولانی در پیش دارد و نیازمند توجه ویژه مسوولان سازمان و شرکت بورس و متولیان انتشار آن است. در این راستا اقداماتی نظیر استاندارد کردن دارایی‌هایی که می‌تواند در این فرآیند مورد استفاده قرار گیرد و همچنین استاندارد کردن فرآیند ارزیابی قیمت‌گذاری دارایی‌ها، تسهیل امور مربوط به رتبه‌بندی اوراق و تسهیل فرآیند ارزیابی، استاندارد کردن فرآیند انتشار و عرضه اوراق و ایجاد بازاری ثانویه برای خرید و فروش صكوك و کمک به نقدشوندگی آن می‌تواند در توسعه این ابزار نوین و جذاب مفید باشد. ضمن اینکه برای تبدیل بازار صكوك به یک بازار توسعه یافته با توانائی مدیریت نقدینگی موجود در کشور، باید ناشران متعددی با رتبه‌بندی‌های اعتباری متفاوت اقدام به عرضه صكوك کنند. همچنین اوراق صكوك موجود در بازار دارای سررسیدهای متفاوت (کوتاه‌مدت و بلندمدت) است و بنابراین باید میان ناشران، سرمایه‌گذاران، موسسات رتبه‌بندی و سایر نهادهای مربوطه رابطه منسجمی وجود داشته باشد.

در هر صورت با توجه به شرایط کنونی کشور و ابعاد گسترده تحریم های مالی و اقتصادی تحمیل شده از يك سو و وجود نقدینگی سرگردان نزد مردم (به دلیل نرخهای بهره پائین بانکی)، استفاده از ابزار اوراق اجاره می تواند راهکار

مناسبتی برای تامین مالی طرحها و پروژه های شرکتها و بنگاههای اقتصادی باشد. در این میان، شرکت ملی نفت ایران هم مستثنا نیست و می تواند در راستای تامین سرمایه مورد نیاز پروژه های کوچک خود از این ابزار استفاده نماید. آنچه مسلم است، شرکت ملی نفت ایران دارائیهایی فراوانی دارد که می تواند از آنها به عنوان دارائی مبنای اوراق اجاره تامین نقدینگی استفاده نماید. ضمن اینکه می تواند برای خرید برخی از تجهیزات مورد نیاز خود نظیر دکل حفاری، مخازن نفتی و ... اوراق اجاره تامین دارائی منتشر نماید.

بنابراین به نظر می رسد که در شرائط کنونی کشور، یکی از راههای جذب سرمایه برای تامین مالی برخی از پروژه های کوچکتر صنعت نفت و گاز کشور استفاده از اوراق (صکوک) اجاره می باشد که این مهم با همکاری با سازمان بورس اوراق بهادار تهران و شرکتهای تامین سرمایه قابل دستیابی است.

منابع و مواخذ

- ۱- ، سروش، ابوذر- صادقی، محسن، "ریسکهای اوراق اجاره (صکوک اجاره) و روش های پوشش آن"، ۱۳۸۷
- ۲- سروش، ابوذر، "مروری بر ابزارهای مالی اسلامی با تاکید بر اوراق اجاره (صکوک اجاره) و اوراق سفارش ساخت (صکوک استصناع) در ایران"، بهار ۱۳۹۰
- ۳- بانک اطلاعات کارآفرینی، مرکز اسناد و مستندات کارآفرینی، وزارت کار و امور اجتماعی- ۱۳۸۶
- ۴- شرکت تامین سرمایه نوین، کتابچه "خلاصه ابزارها"، ۱۳۹۰
- ۵- پهلوان، حمید و رضوی، سیدروح الله، "اوراق صکوک: تعریف، انواع و ساختار"، مدیریت پژوهش، توسعه و مطالعات اسلامی سازمان بورس اوراق بهادار"، ۱۳۸۶
- ۶- دکتر غضنفری- ترجمه پاکدامن، مهدی، "ریسک و بازده مورد انتظار"
- ۷- صالح آبادی، علی و نجفی، مهدی، "اصول و مبانی بازارهای مالی اسلامی و درسهایی برای ایران (با ارائه تجربه کشورهای اسلامی)"، ۱۳۸۴

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

- ⁱⁱ (Investment Bank)
- ⁱⁱⁱ (Prospectus)
- ^{iv} (Best Effort)
- ^v (Firm commitment)
- ^{vi} (Asymmetric Information)
- ^{vii} (Liquidity Risk)
- ^{viii} (Liquidity gap analysis)
- ^{ix} (Inflation Risk)
- ^x (Market Risk)
- ^{xi} (Over The Counter - OTC)
- ^{xii} Call Risk
- ^{xiii} (Call Premium)
- ^{xiv} Current Swap