



مقاله پژوهشی:

صکوک اجاره و رتبه‌بندی مخاطرات (ریسک‌های آن

محمد رجایی باغ‌سیانی / استادیار دانشکده اقتصاد دانشگاه علامه طباطبائی، تهران، ایران

rajaei@atu.ac.ir  orcid.org/0000-0002-9437-071X

حسین پارسائیان / دانشجوی دکتری دانشکده اقتصاد دانشگاه علامه طباطبائی، تهران، ایران hossein.parsaiian@gmail.com

دریافت: ۱۴۰۱/۰۷/۲۰ - پذیرش: ۱۴۰۱/۱۱/۲۳  <https://creativecommons.org/licenses/by-nc/4.0>

چکیده

صکوک یکی از ابزارهایی است که طی چند سال اخیر طراحی و توسط شرکت‌ها و دولت‌های اسلامی منتشر شده است. این مقاله به دنبال معرفی اوراق اجاره، تشریح مخاطرات (ریسک‌های) مربوطه و رتبه‌بندی آن می‌باشد. برای این منظور از روش کتابخانه‌ای و توزیع پرسشنامه استفاده شده است. روش نمونه‌گیری قضاوتی بوده و معیار انتخاب کارشناسان، خبرگی، تجربه و تحصیلات است. در این بررسی از دانشجویان ارشد، دکترا و فعالان بازار سرمایه و حوزه مدیریت ریسک استفاده شده است. پرسشنامه تحقیق براساس مقیاس لیکرت تنظیم گردیده است. براساس نتایج به‌دست‌آمده خبرگان در مورد وجود ریسک و انواع آن همچون ریسک‌های عدم جمع‌آوری وجوه کافی، عدم اجاره‌داری توسط بانی و هزینه‌های عملیاتی اختلاف‌نظر کمتری داشتند. اما براساس تعدیل نمرات ریسک‌ها براساس انحراف معیار، آنها ریسک اعتباری، ریسک ورشکستگی، ریسک عدم فروش‌داری به واسطه، ریسک سوءاستفاده از وجوه و ریسک سرمایه‌گذاری مجدد را با توافق نسبتاً بالا و به ترتیب ذکر شده جزء ۵ ریسک مهم ارزیابی کردند.

کلیدواژه‌ها: صکوک، اوراق اجاره، مخاطره (ریسک)، بازار سرمایه اسلامی.

طبقه‌بندی P4 ، G32، G12:JEL

گسترش و اسلامی‌سازی بانک‌ها و بازار بورس از اقداماتی است که باید در هر جامعه اسلامی انجام شود تا درآمدهای حاصله از نظر شرع مقدس مشروع باشد. برای اینکه یک محصول مالی یا بانکی، در زمره محصولات مالی و بانکی اسلامی قرار گیرد، بایستی چند شرط اصلی را محقق سازد: ۱) نباید متضمن دریافت یا پرداخت ربا باشد؛ ۲) نباید موجب غرر، ضرر و ضرار واکل مال به باطل باشد؛ ۳) نباید از سرمایه‌های جمع‌آوری شده در فعالیت‌های نامشروع استفاده شود. یکی از ابزارهایی که شروط فوق به‌ویژه شروط اول و دوم را محقق می‌سازد و استفاده از آن حتی در کشورهای غیراسلامی رو به افزایش است، اوراق بهادار اسلامی (صکوک) به‌ویژه اوراق اجاره و اجاره به شرط تملیک می‌باشد.

مسئلاً توسعه زیرساخت‌های بازار سرمایه اسلامی و نهادهای زیربنایی امری الزامی بوده و به منظور جلب بیشتر سرمایه‌ها لازم است قوانین و مقررات با در نظر گرفتن شرایط خاص و متفاوت کشورهای اسلامی و غیراسلامی تدوین شود. از یک طرف، بارزترین ابزار تأمین مالی در بازار سرمایه اسلامی صکوک است که خود انواع گوناگون دارد و الگوهای جدید صکوک دائماً به بازارهای مالی کشورهای اسلامی و غیراسلامی وارد می‌شود. از طرف دیگر، توسعه و رونق بازارهای مالی در گرو توانایی این بازارها در جذب منابع سرمایه‌گذاران مختلف و انتقال بهینه این منابع به‌دست متقاضیان آنها می‌باشد تا به این ترتیب در کنار برآوردن انتظارات هر دو گروه، به رشد اقتصادی در جامعه نیز کمک شود.

طی سال‌های اخیر رشد فزاینده حجم معاملات و فعالیت‌های کسب و کار نیاز به ایجاد روشی برای تأمین مالی منطبق با احکام اسلامی را تشدید کرده است. یکی از ابزارهای مالی اسلامی که جایگاه ویژه‌ای پیدا کرده و توجه زیادی را به خود جلب کرده است، اوراق اجاره می‌باشد. یکی از مسائلی که در مقبولیت و رایج شدن اوراق مالی نقش مهمی ایفا می‌کند میزان ریسک موجود در آن می‌باشد. بنابراین شناخت ریسک‌های موجود در این ابزار مالی و انواع و میزان آن می‌تواند به تصمیم‌گیری فعالان اقتصادی در مورد استفاده از آن کمک کند. در این مقاله به بررسی این سؤال می‌پردازیم که ابزارهای مالی اسلامی مبتنی بر عقد اجاره با چه ریسک‌هایی مواجه بوده چگونه باید رتبه‌بندی شود؟ در این راستا، ضمن معرفی اجمالی صکوک اجاره، مخاطرات (ریسک‌های) این صکوک به‌عنوان یک ابزار کارآمد در ایران مورد بررسی و تحلیل قرار خواهد گرفت.

پیشینه تحقیق

موسویان و فرهانی‌فرد (۱۳۸۵) در پژوهشی با عنوان «اوراق بهادار اجاره (صکوک اجاره)» به شرح اوراق اجاره و جنبه‌های قانونی، فقهی، بانکی، عملیاتی و اقتصادی آن پرداخته و آثار صدور آن بر اقتصاد کشور را مورد بررسی قرار دادند.

دولتی و جعفری (۱۳۸۸) در مقاله‌ای با نام «بررسی چالش‌های مالیاتی تأمین مالی از طریق اوراق صکوک اجاره»، چالش‌های مالیاتی مرتبط با آن را مورد بررسی قرار دادند.

حسینی و همکاران (۱۳۹۲) در تحقیقی با نام «نقش صکوک اجاره و اوراق مشارکت در تأمین مالی شرکت‌ها»، صنعت اوراق بهادار ایران، متولیان انتشار صکوک در کشور، انواع صکوک و سازوکار انتشار انواع صکوک اجاره در ایران را بررسی کرده‌اند.

نکو و باقی‌زاده (۱۳۹۸) در مقاله‌ای با عنوان «نگاه فقهی و اقتصادی به اوراق اجاره» ویژگی‌ها و مزایای آن را بررسی کرده و مزیت آن را بر اوراق مشارکت نتیجه گرفته‌اند.

پاک‌نیت (۱۳۹۱) در مقاله‌ای با عنوان «ریسک‌های صکوک اجاره و مدیریت آن» ریسک و اهمیت آن را مورد بررسی قرار داده و ضمن شناسایی ریسک‌هایی که ممکن است در عملیاتی شدن صکوک اجاره به وجود بیاید را شناسایی و سعی کرده راهکارهایی برای مدیریت آنها بیابد.

طالبی و رحیمی (۱۳۹۱) در مقاله‌ای با عنوان «شناسایی، طبقه‌بندی و اولویت‌بندی ریسک‌های مربوط به اوراق بهادار اجاره» با استفاده از روش دلفی ریسک‌های اوراق بهادار را مستندسازی کرده و با استفاده از روش Topsis آنها را اولویت‌بندی کرده‌اند. نتایج این بررسی نشان می‌دهد سرمایه‌گذاران در معرض ریسک‌های جدی‌تری بوده و در این میان ریسک نرخ ارز و تورم اولویت بالایی نزد سرمایه‌گذاران دارد.

نوآوری مقاله حاضر این است که بحث طبقه‌بندی ریسک را وارد رتبه‌بندی ریسک‌ها نمی‌کند؛ بلکه از روش اندازه‌گیری ریسک بر اساس مؤلفه‌های بزرگی، احتمال و شدت برآوردی کارشناس از ریسک بهره می‌برد. این مطلب که میزان پارامتر ریسک تخصیص داده شده توسط کارشناس احتمال، بزرگی و شدت ریسک را تحلیل کنند در تحقیقات قبلی مشاهده نشده است.

روش تحقیق

مخاطره (ریسک) جزء جدانشدنی بازده است. سخن از بازده سرمایه‌گذاری بدون توجه به مخاطره (ریسک) مترتب بر آن امکان‌پذیر نیست. به بیانی دیگر، مخاطره (ریسک) صفت بازده است و نمی‌توان هیچ موصوفی را صرف‌نظر از صفتش تشریح کرد. همه سرمایه‌گذاران در بورس اوراق بهادار نیز با موضوع مخاطره (ریسک) روبه‌رو می‌باشند. بنابراین، اندازه‌گیری مخاطره (ریسک) از مهم‌ترین مسائل نزد سرمایه‌گذاران می‌باشد.

در این مقاله با استفاده از روش تحلیلی و پرسشنامه‌ای، ضمن تبیین اجاره و اوراق اجاره به بررسی ریسک‌های این اوراق و رتبه‌بندی آن می‌پردازیم. برای این منظور پس از شناسایی ریسک‌ها، با استفاده از پرسش‌نامه، نظر خبرگان را جویا می‌شویم. کارشناسان خبره نظر کارشناسی خود را در مورد احتمال، بزرگی و شدت ریسک‌های صکوک اجاره با پر کردن پرسشنامه بیان می‌کنند. با توجه به بررسی یک طرفه کیفی، اثرات متقابل ریسک‌ها مانند

روش‌های اقتصادسنجی قابل سنجش نیست؛ از این رو فرض می‌کنیم هر ریسک و هر پرسش جدا ارزیابی می‌شود. از نتایج این ارزیابی‌ها در زمانی استفاده می‌شود که بخواهیم سطح مخاطرات (ریسک‌های) احتمالی را در آینده مدنظر قرار داده و تحلیل کنیم.

در این تحقیق اندازه مخاطره (ریسک) براساس ادبیات رایج مدیریت مخاطره (ریسک) عبارت است: شدت مخاطره (ریسک) * بزرگی مخاطره (ریسک) * احتمال مخاطره (ریسک) = اندازه مخاطره (ریسک) منظور از احتمال وقوع مخاطره (ریسک)، امکان بروز شرایط خاص در یک وضعیت معین یا محیط اقتصادی می‌باشد. مراد از بزرگی مخاطره (ریسک) نیز، میزان دارایی است که در مواجهه با خطر (ریسک) ممکن است تحت تأثیر اثرات نامطلوب آن قرار بگیرد. منظور از شدت ریسک، توصیف طبقه‌بندی‌شده سطح خطرات براساس پتانسیل واقعی یا مشاهدات گذشته می‌باشد.

تعاریف بالا مبتنی بر روش‌شناسی کمی مورداستفاده در ادبیات اندازه‌گیری ریسک اعتباری و سایر ریسک‌ها است که معمولاً در ارزیابی ریسک مالی بانک‌ها و همچنین ریسک‌های غیرمالی نیز مورد استفاده قرار می‌گیرد. براین اساس ریسک به سه مؤلفه بزرگی، شدت و احتمال تجزیه می‌شود.

در این پژوهش، پرسشنامه بین حدود ۵۰ نفر از خیرگان بازارهای مالی به صورت چاپ‌شده و تعداد کمی هم در قالب فایل در پیام‌رسان‌های مجازی توزیع شد. روش نمونه‌گیری قضاوتی بوده و معیار انتخاب کارشناسان خبرگی، تجربه و تحصیلات بود. خبرگان شامل دانشجویان ارشد، دکترا و فعالان بازار سرمایه و حوزه مدیریت ریسک می‌باشد. افراد به صورت تشریحی در خصوص پرسش‌ها، تعاریف و گزینه‌ها توجیه شدند. این پرسشنامه براساس مقیاس لیکرت تنظیم گردیده است، که یکی از رایج‌ترین مقیاس‌های اندازه‌گیری در تحقیقاتی است که براساس پرسشنامه انجام می‌شود. در این مقیاس یا طیف، محقق با توجه به موضوع تحقیق خود، تعدادی گویه را در اختیار شرکت‌کنندگان قرار می‌دهد تا براساس گویه‌ها و پاسخ‌های چندگانه، میزان گرایش خود را مشخص کنند. این پرسشنامه براساس مقیاس لیکرت ۵ تایی (خیلی کم، کم، متوسط، زیاد و بسیار زیاد) تنظیم گردیده است. به هر کدام از گزینه‌ها یک عدد به صورت زیر، نسبت داده شده است.

خیلی کم: ۱۰٪، کم: ۳۰٪، متوسط: ۵۰٪، زیاد: ۷۰٪، خیلی زیاد: ۹۰٪

اعداد احتمال ریسک بین (۰ تا ۱۰۰ درصد)، بزرگی ریسک بین (۰ تا ۱۰۰) و شدت ریسک بین (۰ تا ۱۰۰) تعیین می‌گردد؛ جدول نهایی به صورت میانگینی از حاصل ضرب نتایج سه مؤلفه دخیل در ریسک به‌دست می‌آید و براساس انحراف معیار که حاکی از عدم توافق خبرگان است نرمال‌سازی می‌شود. در انتها نتایج براساس اندازه نرمال‌شده ریسک مورد توافق رتبه‌بندی می‌شود.

برای بررسی توافق کلی کارشناسان در خصوص اندازه ریسک‌های ارزیابی‌شده نیز از آزمون تحلیل واریانس استفاده شده است. این آزمون برخلاف آزمون کای - دو که در آن مقدار موردانتظار را برای تک‌تک افراد مقایسه می‌کند، ارزیابی یک‌باره و کلی در خصوص اختلاف ناشی از پاسخ‌ها با تغییر پاسخ‌دهنده ارائه می‌کند.

تعریف اجاره

اجاره عبارت است از: «عقدی که به موجب آن مستأجر در برابر مالی که به موجر می‌پردازد برای مدت معین مالک منافع عین مستأجره می‌شود» (موسوی خمینی، بی‌تا، ج ۱، ص ۵۲۴).

شرایط اجاره

اجاره علاوه بر اینکه باید شرایط اساسی صحت معاملات را دارا باشد، شرایط ویژه‌ای نیز دارد که به برخی از آنها اشاره می‌شود.

۱. با دوام بودن موضوع اجاره: بنابراین چیزهایی که با یک بار مصرف از بین می‌روند و در تقسیم‌بندی اقتصادی کالاها جزء کالاهای بی‌دوام محسوب می‌شوند، قابل اجاره دادن نیستند، چون اجاره، استفاده از منافع با بقاء عین است.

۲. قدرت بر تسلیم: موجر باید توانایی اینکه عین مستأجره را در اختیار مستأجر قرار دهد داشته باشد؛ «زیرا در صورتی که نسبت به این امر ناتوان باشد این موضوع با ماهیت اجاره ناسازگار است؛ در این صورت دریافت پول به‌عنوان مال الاجاره، امر غیرمنطقی و مصداق اکل مال به باطل است. چنین اجاره‌ای مصداق معاملات غرری است. براین اساس، اجاره دادن ماشینی که به سرقت رفته و مالک قادر به تحویل آن نیست، باطل است» (عبداللهی، ۱۳۷۱، ص ۱۷۹).

۳. تعیین مدت: مدت اجاره نیز همانند اجاره بهاء باید معلوم و مشخص باشد. کسی که خانه، کارگاه و یا ماشینی را اجاره می‌دهد باید تاریخ شروع و پایان اجاره را مشخص کند.

۴. مالکیت منفعت: موجر باید مالک منفعت باشد و لازم نیست مالک عین باشد. بنابراین مستأجر می‌تواند عین مستأجره را به دیگری اجاره دهد؛ مگر اینکه در عقد اجاره عدم واگذاری به غیر شرط شده باشد (نجفی، ۱۳۶۲، ج ۲۷، ص ۲۵۷).

۵. مشروعیت منافع اجاره: منافع اجاره باید مشروع باشد (موسوی خمینی، بی‌تا، ج ۱، ص ۵۲۵).

اجاره به شرط تملیک

اجاره به شرط تملیک نهاد حقوقی جدیدی است که مدت کمی از عمرش می‌گذرد. این قرارداد برای اولین بار در آئین‌نامه مصوب ۲۶ آبان ۱۳۶۱ شورای پول و اعتبار به صورت مکتوب وارد متون حقوقی ایران شد.

آنچه امروز به نام اجاره به شرط تملیک مشهور شده است از نظر ماهیت، همان اجاره است و بدین صورت تعریف می‌شود: اجاره به شرط تملیک عقدی است که در آن شرط می‌شود مستأجر در پایان مدت اجاره در صورت عمل به شرایط مندرج در قرارداد، عین مستأجره را مالک گردد (ماده ۵۷ دستورالعمل فصل سوم قانون بانکداری بدون ربا؛ ماده ۱ دستورالعمل اجاره به شرط تملیک بانک ملت).

صکوک اجاره

صکوک اجاره یک نوع اوراق بهادار است که دارنده آن به صورت مشاع، مالک بخشی از یک دارایی اجاره داده شده است. در واقع در صکوک اجاره حق استفاده از منافع یک دارایی یا مجموعه‌ای از دارایی‌ها، در قبال اجاره‌بها از مالک به شخص دیگری منتقل می‌شود. مدت قرارداد اجاره هم مشخص است و می‌توان اجاره بها را در ابتدای دوره، انتهای دوره، با سررسیدهای ماهانه، فصلی یا سالانه پرداخت کرد. از آنجاکه صکوک اجاره، اوراق بهاداری است که بیانگر مالکیت مشاع فرد است، می‌توان آن را در بازار ثانویه و به قیمتی که توسط عوامل بازار تعیین می‌شود، معامله کرد.

وقتی یک شرکت احتیاج به نقدینگی دارد (بانی)، دارایی‌های مناسب اجاره را انتخاب می‌کند. در ادامه یک شرکت با مقصد خاص (شرکت ناشر) تأسیس می‌شود؛ این شرکت از لحاظ قانونی دارای شخصیت کاملاً مستقل است. در ادامه بانی دارایی‌های منتخب را به صورت یک سبد دارایی به ناشر می‌فروشد. ناشر پس از خریداری دارایی، آن در قالب قرارداد اجاره در اختیار بانی قرار دهد. وقتی مدت اجاره و همچنین مبلغ اجاره بها با توافق طرفین تعیین شد، ناشر از طریق انتشار صکوک اجاره، دارایی‌های خود را به اوراق بهادار (صکوک) تبدیل می‌کند.

تعریف مخاطره (ریسک)

در فرهنگ وبستر ریسک در معرض خطر قرار گرفتن تعریف شده است (وبستر، ۱۹۸۱). ریسک در اصطلاح عبارت است از: احتمال تفاوت بازده از مقدار مورد انتظار (رک: راعی و سعیدی، ۱۳۸۴). ریسک یعنی احتمال اینکه بازده واقعی (بر حسب ریال یا درصد) از بازده موردانتظار متفاوت شود. تغییر، مهم‌ترین عامل ایجاد مخاطره (ریسک) است. از آنجاکه تغییر همیشه وجود دارد و دامنه آن روز به روز گسترش می‌یابد، پس ریسک نیز همواره وجود دارد و بلکه روزبه‌روز بر اهمیت آن افزوده می‌شود. البته در برخی مواقع ریسک را به صورت تغییر نامطلوب در بازدهی، تحقق یافته تعریف می‌کنند (راعی و سعیدی، ۱۳۸۴). به عبارت دیگر، تنها تغییرات رو به پایین بازدهی ریسک تلقی می‌شود.

ریسک در ابزارهای مالی اسلامی نیز مانند نظام مالی متعارف وجود دارد. در حالت کلی می‌توان گفت تقریباً تمامی ابزارهای مالی اسلامی مبتنی بر مالکیت یک دارایی بوده و بنابراین ریسک این دارایی به سرمایه‌گذاران منتقل می‌شود.

انواع مخاطرات (ریسک‌های) صکوک اجاره

ریسک‌های صکوک اجاره را می‌توان به ریسک‌های بازار اولیه، بازار ثانویه و ریسک‌های مرتبط با دارایی و در یک تقسیم‌بندی کلی‌تر به مالی و غیرمالی تقسیم کرد:

ریسک‌های مالی

(الف) ریسک بازار اولیه (The primary market risk)

۱) ریسک عدم جمع‌آوری وجوه نقد به میزان کافی

هنگام انتشار اوراق اجاره، واسط از طریق شرکت تأمین سرمایه امیدنامه اوراق را به عموم عرضه می‌کند و اقدام به پذیرهنویسی صکوک اجاره کرده و مالکیت دارایی را به صاحبان اوراق منتقل، وجوه را دریافت کرده و به وکالت از طرف آنان امور مربوط به دارایی را مدیریت می‌کند که فرایند آن صورت زیر است:

۱-۱. اگر دارایی قابل تقسیم باشد، از روش نسبت تقسیم یا تعهد پذیرهنویسی استفاده می‌شود.

۱-۲. اگر دارایی قابل تقسیم نباشد (مانند هواپیما)، انتشار اوراق از طریق تعهد پذیرهنویسی انجام می‌شود. در این حالت، واسط درخواست انتشار اوراق از طریق تعهد پذیرهنویسی را به شرکت تأمین سرمایه می‌دهد. شرکت تأمین سرمایه هم مبلغی معادل کل ارزش صکوک را به حساب مشترک امین و واسط واریز می‌کند. سپس شرکت تأمین سرمایه اقدام به انتشار اوراق به قیمت دلخواه می‌کند. مسئله‌ای که وجود دارد این است که ممکن است اوراق به‌اندازه کافی فروش نرود و نتوان کالای موردنظر را خریداری کرد (سروش و صادقی، ۱۳۸۶).

۲) ریسک سوءاستفاده واسط از وجوه دریافتی

از آنجاکه واسط با انتشار اوراق اجاره اقدام به جمع‌آوری وجوه نقد می‌کند، وی ممکن است از وجوه نقد دریافتی سوءاستفاده کند (همان).

۳) ریسک عدم فروش دارایی به واسط

ممکن است واسط پس از انتشار اوراق و جمع‌آوری وجوه نقد، جهت خرید دارایی به تولیدکننده (یا بانی در صکوک نوع دوم) مراجعه کند، ولی تولیدکننده دارایی را به واسط نفروشد. این مشکل ممکن است به دلیل افزایش قیمت دارایی در بازار و یا دلیل دیگر رخ دهد.

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 همچون تأمین مالی از روش‌های دیگر با نرخ پایین‌تر منصرف شود (همان).

(ب) ریسک بازار ثانویه (Secondary Market Risk)

اوراق اجاره با ریسک‌هایی در بازار ثانویه نیز مواجه می‌باشند. البته برخی از این ریسک‌ها همانند ریسک تورم حتی در صورت عدم وجود بازار ثانویه برای اوراق نیز وجود دارد. ریسک‌های بازار ثانویه خودشان به دو دسته ریسک‌های مالی و غیرمالی تقسیم می‌شوند (همان).

۱) ریسک نرخ سود (Profitt Rate Risk)

ریسک نرخ سود عبارت است از: تغییری که در ارزش اوراق بهادار، به دلیل تغییر در نرخ بازده سایر فرصت‌های سرمایه‌گذاری اتفاق می‌افتد (همان، ص ۱۶۸، به نقل از: لیا، ۲۰۰۰، ص ۱۷۳). به بیان دیگر، مبلغ اجاره بها معمولاً ثابت تعیین می‌شود و دارندگان اوراق صکوک در هر دوره اجاره بهای ثابتی را دریافت می‌کنند؛ بنابراین چنانچه نرخ سود متداول در بازار افزایش یابد، آنگاه آنها در مقایسه با نرخ سود بازار، سود کمتری را دریافت می‌کنند. در مورد سهام شرکت‌ها که نوعی اوراق بهادار محسوب می‌شوند، نرخ بازده حاصل از سهام، تحت تأثیر سایر انواع ریسک‌های مالی و غیرمالی 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 سهام را تحت تأثیر قرار دهد. در مورد اوراق اجاره نکته حائز اهمیت آن است که برخلاف سود سهام، یا برخی دیگر از انواع اوراق بهادار، سود (نرخ اجاره بها) سرمایه‌گذاران (موجرها) ثابت است. به عبارت دیگر، میزان اجاره بهای 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 آنجاکه نمی‌توان اجاره بها را به نرخ دیگری مانند نرخ سود علی‌الحساب اوراق مشارکت دولتی، و نرخ سود علی‌الحساب سپرده‌های بانکی وابسته کرد، دارندگان اوراق اجاره در هر دوره اجاره بهای 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 به‌طور دقیق مشخص است. به دلیل ثابت بودن اجاره بهای اوراق اجاره، افزایش نرخ سود علی‌الحساب اوراق مشارکت یا سود سپرده‌های بانکی سبب می‌شود دارندگان اوراق با ریسک سود و هزینه فرصت سرمایه‌گذاری مواجه شوند. در صورتی که صکوک اجاره دارای بازار ثانویه باشند، کاهش ارزش بازاری آن را در پی خواهد داشت. به عبارت دیگر، افزایش نرخ سود متداول در بازار پول یا سرمایه، سبب می‌شود سرمایه‌گذاران در مقایسه با نرخ سود بازار، سود کمتری را دریافت کنند. بنابراین با کاهش قیمت بازاری آن، سعی در جبران نرخ بازده مورد انتظار خواهند داشت. از این‌رو دارندگان صکوک اجاره با ریسک نرخ سود مواجه می‌باشند. البته عکس حالت فوق نیز صادق است؛ یعنی زمانی که نرخ سود علی‌الحساب اوراق مشارکت یا سپرده‌های بانکی کاهش یابد، قیمت بازاری اوراق اجاره افزایش خواهد داشت (همان، ص ۱۶۸).

۲) ریسک اعتباری (Credit Risk)

عدم احتمال 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 (همان، ص ۱۶۹، به نقل از: کروچی، گالای، مارک، ۲۰۰۶، ص ۲۹). ریسک اعتباری براساس نوع قرارداد 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. در صورتی که اجاره از نوع اجاره به شرط تملیک باشد، به احتمال عدم دریافت اجاره بها ریسک اعتباری گفته می‌شود. 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 کاهش یابد (همان، ص ۱۶۹).

۳) ریسک نقدینگی (Liquidity Risk)

احتمال ناتوانی شرکت در ایفای تعهدات مالی کوتاه‌مدت، ریسک نقدینگی نامیده می‌شود. این ریسک ناشی از سه عامل عدم توانایی اجرای تعهدات مالی کوتاه‌مدت، عدم توانایی تأمین منابع مالی کوتاه‌مدت در هنگام نیاز و نیز عدم توانایی تأمین مالی کوتاه‌مدت با هزینه می‌باشد. به عبارت دیگر، ریسک نقدینگی دارایی مربوط به توانایی شرکت جهت به دست آوردن وجه نقد کافی جهت پرداخت بدهی‌های خود است. در مورد صکوک اجاره ریسک نقدینگی عبارت است از ریسکی که بانی 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. ریسک نقدینگی، یکی از ریسک‌های مهم و قابل توجه برای بانی بوده و حتی ممکن است سبب ورشکستگی آن در شرایط نامناسب اقتصادی شود. مؤسسات رتبه‌بندی اعتباری هنگام اعطای رتبه اعتباری به این ریسک توجه ویژه‌ای دارند. برای مدیریت این ریسک می‌توان از روش‌هایی همچون تنظیم تنظیم جریان نقدی ورودی و خروجی، کسب خطوط اعتباری کوتاه‌مدت برای مواقع بحرانی، توسعه همکاری و ارتباطات با بانک‌ها و قرار دادن مقداری وجه نقد در حسابی مسدودی نزد امین جهت پرداخت اجاره بهای حاصل از سرمایه‌گذاری در مواقع لزوم توسط امین استفاده کرد.

۴) ریسک تورم (Inflation Risk)

تورم عبارت است از: وضعیتی در اقتصاد که در آن سطح عمومی قیمت‌ها به طور بی‌رویه، یا بی‌تناسب، معنی دار و مداوم و غالباً به صورت غیرقابل برگشت افزایش می‌یابد (تفضلی، ۱۳۷۸، ص ۵۵۳) ریسک تغییرات سطح عمومی قیمت‌ها به عنوان ریسک قدرت خرید نیز شناخته می‌شود. هنگامی که سطح عمومی قیمت‌ها افزایش می‌یابد بدین معناست که با مقدار ثابتی دارایی مالی مقدار کمتری کالا می‌توان خرید. به عبارت دیگر، تورم به معنی کاهش قدرت دارایی‌های مالی به نسبت دارایی‌های حقیقی است (راعی و سعیدی، ۱۳۸۴، ص ۷۰). با افزایش تورم دارندگان صکوک اجاره چون اجاره بهای ثابتی دریافت می‌کنند،

قدرت خریدشان کاهش یافته و در حقیقت سود دارندگان صکوک کاهش می‌یابد. افزایش تورم بازده واقعی سرمایه‌گذاران را کاهش می‌دهد. در واقع، میزان سود یا زیان سرمایه‌گذاران بستگی به انتظار و پیش‌بینی از میزان تورم آتی دارد. در صورتی که سطح تورم کاهش یابد، ریسک کاهش بازده واقعی سرمایه‌گذاران کاهش می‌یابد.

۵) ریسک نقدشوندگی (Liquidity Risk)

نقدشوندگی یکی از اصلی‌ترین عوامل مؤثر در انتخاب اوراق بهادار به حساب می‌آید. ریسک نقدشوندگی یک ورقه بهادار به سهولت معامله، زمان انتظار معامله و هزینه آن بستگی دارد. معامله اوراق بهادار ممکن است برای یافتن یکی از طرفین معامله (فروشنده و خریدار) مستلزم صرف وقت زیادی باشد. به‌طور کلی سه منبع برای ریسک نقدینگی نام برده‌اند. اول، تفاوت بین زمان رسیدن سفارش خرید و سفارش فروش در بازار؛ دوم، وجود قوانین مشخص در مورد معامله اوراق بهادار و سوم، وجود تقاضای بسیار کم برای معامله و مبادله اوراق بهادار (فتحتی، ۱۳۸۵). با پذیرش صکوک اجاره در بورس اوراق بهادار تهران، ریسک نقدشوندگی صکوک کاهش یافته و قابلیت تبادل پیش از سررسید ایجاد شده است (نظریور، ۱۳۸۵).

۶) ریسک بازار

احتمال اینکه یک سرمایه‌گذار به خاطر عواملی که بر عملکرد کل بازارهای مالی تأثیر می‌گذارد، زیان‌هایی را تجربه کند، ریسک بازار گفته می‌شود (بریگام و دیگران، ۱۳۸۴، ص ۴۳). ریسک بازار که به آن «ریسک سیستماتیک» هم می‌گویند، نمی‌تواند از طریق متنوع‌سازی حذف شود، گرچه می‌توان در برابر آن پوششی ایجاد کرد. ریسکی که یک فاجعه طبیعی باعث افت شاخص در بازار خواهد شد، مثالی از ریسک بازار است. سایر منابع ریسک بازار شامل رکودها، تغییرات در نرخ‌های بهره، حملات تروریستی و جنگ است. ریسک بازار به صورت طبیعی در اوراق بهادار قابل معامله در بازارهای ثانویه وجود دارد و به هیچ‌وجه نمی‌توان با متنوع ساختن پرتفوی آن را از بین برد. این نوع ریسک برای صکوک اجاره پذیرفته‌شده در بازار ثانویه نیز وجود دارد. جهت اندازه‌گیری این ریسک می‌توان از روش‌های مرسوم همانند ارزش در معرض ریسک استفاده کرد. وجود یا عدم وجود ریسک بازار به نوع طراحی اوراق بستگی دارد. از این حیث می‌توان اوراق اجاره را به دو صورت طراحی کرد. حالت اول این است که اوراق در هیچ بازار ثانویه‌ای پذیرفته نشده باشند و به وسیله ناشر یا شخص ثالث دیگری امکان بازخرید آن وجود داشته باشد. در این حالت ریسک بازار و ریسک نقدشوندگی برای سرمایه‌گذاران وجود نخواهد داشت. حالت دوم این است که اوراق به گونه‌ای طراحی شوند که امکان معامله در بازار ثانویه شامل بورس اوراق بهادار یا بازارهای خارج از بورس داشته باشند (سروش و صادقی، ۱۳۸۶).

۷) ریسک سرمایه‌گذاری مجدد (Reinvestment Risk)

یکی از ریسک‌های مرتبط با سرمایه‌گذاری، بخصوص در اوراق بهادار با درآمدهای میان‌دوره‌ای، ریسک سرمایه‌گذاری مجدد جریان‌های میان‌دوره‌ای است. ریسک سرمایه‌گذاری مجدد، مربوط به دارایی‌های مالی است که بیش از یک جریان نقدی دارند. بازدهی این‌گونه سرمایه‌گذاری‌ها به نحوه سرمایه‌گذاری مجدد جریان‌های نقدی که در طول دوره سرمایه‌گذاری دریافت می‌شوند بستگی دارد. در محاسبات مربوط به ارزش فعلی خالص سرمایه‌گذاری‌ها فرض بر این است که نرخ بازدهی مورد انتظار در دوره سرمایه‌گذاری برای کل جریانانات نقدی میان‌دوره‌ای مشخص است و تمام جریانانات نقدی میان‌دوره‌ای همین نرخ مجدداً سرمایه‌گذاری می‌شوند تا بتوان به ارزش فعلی خالص موردنظر دست یافت. اگر در زمان دریافت درآمدهای میان‌دوره‌ای و یا حتی سرمایه‌گذاری‌های میان‌دوره‌ای، نرخ بازدهی مورد انتظار و یا نرخ تنزیل تغییر کند، می‌تواند ارزش فعلی خالص و در نتیجه ثروت دارنده را تحت تأثیر مثبت یا منفی قرار دهد. برای اوراق بهاداری که فقط یک بار جریان نقدی خود را ارائه می‌کنند مثل صکوک اجاره‌ای که همانند اوراق قرضه بدون بهره باشد این ریسک وجود ندارد (راعی و سعیدی، ۱۳۸۴، ص ۷۴).

۸) ریسک اعمال اختیارات

برخی از اوراق بهادار اسلامی دارای یک سری از اختیارات برای طرفین (ناشر و سرمایه‌گذاران) می‌باشند. اوراق اجاره به‌عنوان نوع خاصی از ابزارهای اسلامی نیز می‌تواند دارای چنین ویژگی‌هایی باشد. بحث در ماهیت شرعی این اختیارات در این مقاله نمی‌گنجد، ولی در صورت وجود، ریسک‌هایی را دربر دارد. این اختیارات ممکن است برای ناشر اوراق باشد که به آن اختیار بازخرید اوراق گفته می‌شود. در صورت وجود چنین اختیاری برای ناشر، وی می‌تواند تا قبل از پایان سررسید یا در زمان‌های خاص، اوراق را بازخرید کند. 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 می‌کند. وی در صورت نیاز اوراق جدیدی را با نرخ کمتر منتشر می‌کند. علت این امر این است که وی هزینه تأمین مالی خود را کاهش می‌دهد و این اختیار از ریسک وی می‌کاهد. در اوراق اجاره بدون حق بازخرید، تنها توافق دو طرف ناشر و سرمایه‌گذار می‌تواند رابطه قراردادی را فسخ کند و اختیار یک‌طرفه وجود ندارد. ناشر با بررسی منافع حاصل از کاهش هزینه‌های مالی (به دلیل کاهش سود در بازار) و مقایسه آن با صرف قیمتی که برای بازخرید اوراق قبل از سررسید متحمل می‌شود، تصمیم به بازخرید اوراق و تأمین مالی مجدد از طریق انتشار اوراق جدید کرده 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 کند و براین‌اساس سرمایه‌گذار نتواند بر روی جریان‌های نقدی ثابت خود برای دوره‌های آتی برنامه‌ریزی کند. وجود شرط بازخرید در اوراق

سبب افزایش ریسک و به تبع بازده مورد انتظار سرمایه‌گذاران خواهد شد. در مقابل، اگر سرمایه‌گذاران دارای اختیار فروش اوراق باشند، می‌توانند در طول سررسید اوراق، در صورت کاهش قیمت اوراق با اعمال اختیار، آن را به ناشر یا بانی بفروشند و بدین ترتیب خود را در مقابل ریسک‌های مختلف (ریسک تورم، ریسک سود و...) پوشش دهند. این نوع اختیارت در ابتدای قرارداد اجاره و در قالب شرط ضمن عقد ایجاد می‌شوند (سروش و صادقی، ۱۳۸۶).

۹) ریسک نرخ ارز

اکثر صکوک منتشرشده در دنیا به صورت بین‌المللی بوده و بنابراین نوسانات نرخ ارز بر آن تأثیر می‌گذارد. این ریسک تنها برای صکوک اجاره نیست و شامل سایر ابزارهای تأمین مالی که توسط سرمایه‌گذاران خارجی خریداری می‌شود، وجود دارد. همچنین در صورتی که ناشر خارجی باشد، سرمایه‌گذاران داخلی با این ریسک مواجه خواهند بود (سیدعلی، ۲۰۰۵، ص ۴۶). ریسک نرخ ارز حاشیه سود سرمایه‌گذاران و ناشر را تحت‌الشعاع قرار می‌دهد.

۱۰) ریسک ورشکستگی

یکی از ریسک‌های پیش‌روی دارندگان اوراق اجاره، ریسک ورشکستگی نهادهای مالی فعال در فرایند انتشار اوراق اجاره است. نهادهای اصلی شامل واسط و امین است. از آنجاکه ممکن است واسط، فعالیت‌هایی غیر از انتشار اوراق را نیز بر عهده داشته باشد، ممکن است این فعالیت‌ها بر واسط تأثیر منفی گذاشته و آن را با خطر ورشکستگی مواجه سازد. در صورت ورشکستگی واسط، طلبکاران، اقدام به مصادره اموال می‌کنند؛ ولی واسط نقش وکیل دارندگان صکوک را ایفا کرده، سند دارایی در دست امین به وکالت از سرمایه‌گذاران قرار دارد و قرارداد اجاره از قبل منعقد شده و مالکان جدید (طلبکاران) بر روی قرارداد منعقدشده از قبل حق تصرف ندارند. از این‌رو ریسکی که از این ناحیه متوجه مالکان صکوک می‌شود، چندان درخور توجه نیست.

در بررسی ریسک ورشکستگی امین هم باید به سه نکته توجه داشت. نخست آنکه دارایی قبل از ورشکستگی امین براساس قرارداد اجاره به مستأجر (بانی) اجاره داده شده است. در این صورت، ورشکستگی احتمالی امین و تعیین مدیران جدید برای واسط ریسکی برای قراردادهای قبلی واسط ایجاد نمی‌کند. ثانیاً، هرگونه تغییر در اساسنامه واسط که ممکن است ناشی از تغییر مدیریت واسط باشد باید به تأیید سازمان بورس و اوراق بهادار برسد؛ زیرا واسط یک نهاد مالی محسوب می‌شود. در نهایت، امین بانک یا نهاد مشابهی است که احتمال ورشکستگی آن بسیار اندک است. بنا بر آنچه گفته شد ریسک ورشکستگی امین در مدل عملیاتی صکوک اجاره بر ریسک سرمایه‌گذارانی که اقدام به سرمایه‌گذاری کرده‌اند، تأثیری نخواهد گذاشت (سروش و صادقی، ۱۳۸۶).

ریسک‌های غیرمالی

۱) ریسک سیاسی

این ریسک از تحولاتی ناشی می‌شود که توسط تصمیم دولت‌ها به وجود آمده و به اشکال گوناگون سرمایه‌گذاری را با مشکل روبه‌رو می‌کند. حتی اگر 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 به وجود آمده ریسک سیاسی نامیده می‌شود. تغییرات قوانین از جمله قوانین مالیات و قوانین مربوط به صادرات و واردات منجر به ریسک سیاسی خواهد شد (فرانسیس، ۱۹۸۶، ص ۴۱۵). سرمایه‌گذاران داخلی عمدتاً با ریسک سیاسی داخلی مواجه‌اند که عمدتاً ناشی از تغییرات قوانین، موارد لازم‌الاجرا برای مناطق خاص به عنوان مثال افزایش قیمت فروش تراکم برای ساخت‌وساز شهری سبب خواهد شد در صورتی که دارایی صکوک اجاره ساختمان باشد با افزایش قیمت مواجه شود (راعی و سعیدی، ۱۳۸۴، ص ۷۷). علاوه بر این، حوادث اجتماعی و سیاسی از جمله انتخابات، انقلاب، جنگ، شورش‌ها و اعتصابات مختلف به تناسب، بر ریسک سرمایه‌گذاری تأثیر می‌گذارد (همان، ص ۱۷۶).

۲) ریسک قوانین و مقررات

ریسک قوانین و مقررات یکی از انواع مهم ریسک سرمایه‌گذاران است. در حالت کلی می‌توان این ریسک را به دو دسته داخلی و خارجی تقسیم کرد. 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 منعقدشده بین طرف‌های مختلف است. در این زمینه دو نکته حائز اهمیت است. نکته اول آنکه مسئولیت اجازه انتشار و عرضه عمومی اوراق بهادار در بازار اولیه و ثانویه بر عهده سازمان بورس و اوراق بهادار است. در صورتی که این نهاد نظارتی رویه ثابتی در زمینه وضع مقررات مربوطه داشته باشد، ریسک قوانین و مقررات کاهش می‌یابد. نکته دوم آنکه بسیاری از ریسک‌های صکوک اجاره را می‌توان در قالب عقد قراردادهای حقوقی معتبر پوشش داد. از این رو نوع و میزان اعتبار قرارداد حقوقی منعقد شده بین طرف‌های فعال در فرایند انتشار صکوک اجاره اهمیت زیادی دارد. این موضوع تحت تأثیر قوانین حقوقی هر کشور است. در موارد معدودی قراردادهای حقوقی منعقدشده، سرمایه‌گذاران را دچار مشکلاتی کرده است. مهم‌ترین نمونه آن، صکوک اجاره‌ای است که در سال ۲۰۰۲ در مالزی منتشر شد. در این صکوک اجاره به دلیل عدم استفاده از قراردادهای حقوقی معتبر و متناسب با بستر حقوقی کشور مالزی، مشکلات حقوقی متعدد برای سرمایه‌گذاران و دارندگان صکوک اجاره ایجاد شد. بعد دیگر ریسک قوانین و مقررات خارجی است. هنگامی این ریسک به وجود می‌آید که اوراق اجاره در سطوح بین‌المللی منتشر شود (سروش و صادقی، ۱۳۸۶).

ج) ریسک‌های مرتبط با دارایی

۱. ریسک از بین رفتن کلی یا جزئی دارایی‌ها

فرض کنید در یک قرارداد اجاره، موجر به دنبال اجاره دادن منزل خود است. پس از عقد اجاره در صورتی که منزل به دلیل زلزله ویران شود، آیا مسئولیتی متوجه مستأجر خواهد شد؟ براساس قواعد فقهی، مستأجر ید امانی داشته و اگر افراط یا تفریط نکرده 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.

۲. ریسک استهلاک تدریجی دارایی

در صورتی که دارایی پایه اوراق اجاره استهلاک‌پذیر باشد، ممکن است در پایان مدت اجاره استهلاکی بیشتر از مقدار پیش‌بینی شده توسط سرمایه‌گذار اتفاق بیفتد؛ در این حالت، عایدی سرمایه‌گذار کمتر از مقدار مورد انتظار خواهد بود.

۳. ریسک هزینه‌های غیر جاری (هزینه نگهداری)

براساس قوانین فقهی و حقوقی، هزینه‌های نگهداری دارایی موضوع قرارداد اجاره، بر عهده موجر است. از این رو در صکوک اجاره نیز تمامی هزینه‌های غیرعملیاتی بر عهده موجر (دارندگان صکوک اجاره) است. در این حالت سرمایه‌گذاران با ریسک هزینه‌های غیرعملیاتی مواجه خواهند شد.

بررسی نتایج حاصل از تحلیل

پس از بررسی و مطالعه، فهرست انواع ریسک‌های صکوک اجاره که شرح کامل آن در بالا بیان شد، استخراج شد. پرسشنامه دربرگیرنده ۱۹ نوع ریسک بود و به تعداد بیش از ۵۰ برگه چاپ و توزیع شد. پرسشنامه مجازی نیز در وبگاه «پرس‌لاین» ایجاد شد و پیوند اینترنتی آن برای گروه‌های هدف فرستاده شد. همچنین پرسشنامه از سایر روش‌ها نیز برای برخی دیگر از افراد هدف ارسال شد. با توجه به اینکه با ارسال اولین پرسشنامه سؤالاتی در خصوص سؤالات در ذهن کارشناسان شکل گرفته بود، جهت همگرایی دقیق در درک مسئله، موضوع و ریسک‌ها و پارامترها در چارچوب تعریف‌شده در روش تحقیق و چک‌لیست استخراجی مورد تشریح قرار گرفت. این اقدام به صورت تلفنی، حضوری و در پیام‌رسان‌ها صورت گرفت تا پرسش‌شوندگان با آگاهی کامل به ابعاد موضوع اقدام به تکمیل پرسشنامه کنند.

بخش الف) پس از دریافت پرسشنامه‌های تکمیل‌شده، ۵۲ عدد واجد شرایط تشخیص داده شد. پس از ثبت نتایج، اندازه ریسک صکوک اجاره محاسبه شد. جدول (۱)، اطلاعات توصیفی نتایج ارزیابی ریسک صکوک اجاره را نمایش می‌دهد.

جدول ۱: نتایج ارزیابی ریسک‌های صکوک اجاره

رتبه ریسک	عنوان ریسک	میانگین	انحراف معیار	چولگی	کشیدگی	اندازه توافقی ریسک
1	اعتباری	159.65	117.17	1.02	1.52	1.36
2	ورشکستگی	159.31	131.42	1.81	5.76	1.21
3	عدم فروش دارایی به واسط	156.81	134.85	1.69	5.04	1.16
4	سوء استفاده واسط از وجوه دریافتی	132.65	114.33	0.78	-0.30	1.16
5	سرمایه گذاری مجدد	136.50	123.39	2.60	9.77	1.11
6	عدم اجاره دارایی توسط بانی در مرحله بعد	85.88	78.93	1.70	4.00	1.09
7	عدم جمع آوری وجوه نقد به میزان کافی	72.00	67.64	1.97	4.92	1.06
8	استهلاک تدریجی دارایی	106.46	102.52	1.44	1.32	1.04
9	نقدینگی	171.85	171.20	1.70	2.95	1.00
10	از بین رفتن کلی یا جزئی دارایی‌ها	121.08	128.60	1.90	4.01	0.94
11	نرخ ارز	204.46	219.20	1.33	0.87	0.93
12	تورم	170.08	193.32	1.57	2.15	0.88
13	سیاسی	168.04	194.16	1.47	1.41	0.87
14	قوانین و مقررات	105.77	126.03	2.81	11.03	0.84
15	نرخ سود	104.50	128.05	2.75	10.41	0.82
16	بازار	117.88	148.04	2.35	6.14	0.80
17	نقدشوندگی	105.35	149.98	2.49	6.51	0.70
18	هزینه‌های غیر جاری (غیر عملیاتی)	58.42	94.42	2.82	7.63	0.62
19	اعمال اختیارات	108.35	177.21	2.47	5.60	0.61

براساس یافته‌های پژوهش، ریسک‌های نرخ ارز، نقدینگی، تورم، سیاسی، اعتباری، ورشکستگی و عدم فروش دارایی به واسط بیشترین نمره ریسک چک‌لیست را به خود اختصاص دادند. بیشترین توافق پاسخ‌دهندگان بر روی ریسک‌های عدم جمع‌آوری وجوه نقد به میزان کافی، عدم اجاره دارایی توسط بانی در مرحله بعد، هزینه‌های غیر جاری (غیر عملیاتی)، استهلاک تدریجی دارایی، سوء استفاده واسط از وجوه دریافتی، اعتباری و سرمایه‌گذاری مجدد بوده است.

در جدول (۱) رتبه‌بندی میزان استاندارد شده ریسک براساس توافق یا انحراف معیار در ستون آخر درج شده است. براین اساس، پاسخ‌دهندگان بر روی اینکه به ترتیب پنج ریسک اعتباری، ورشکستگی، عدم فروش دارایی به واسط، سوء استفاده واسط از وجوه دریافتی، و سرمایه‌گذاری مجدد بیشترین ریسک‌های مترتب بر اوراق اجاره می‌باشند، توافق دارند. سایر ریسک‌ها به ترتیب ارائه شده در جدول در رتبه‌های بعدی قرار می‌گیرند. توافق حاصله نشان‌دهنده این است که ریسک‌هایی نظیر اعمال اختیارات، هزینه‌های غیر جاری (غیر عملیاتی)، نقدشوندگی، بازار، و نرخ سود اثر کمی در ارزیابی کارشناسان دارند و ریسک‌های خاص این اوراق اهمیت بیشتری دارند.

بخش ب) حال به بررسی این مسئله می‌پردازیم که توافق کلی پاسخ‌دهندگان در ارزیابی به چه صورت بوده است. در صورتی که تمامی افراد بر روی پاسخ‌های داده‌شده توافق داشته باشند، تغییر پاسخ‌دهنده منجر به تغییر پاسخ نخواهد شد، ولی اگر با تغییر پاسخ‌دهنده‌ها هرچه بیشتر انتظار به تغییر پاسخ رود، نشان از عدم توافق در پاسخ‌ها و ارزیابی‌های ارائه‌شده خواهد داشت. نتایج آزمون تحلیل واریانس جهت بررسی این مسئله در جدول (۲) مشاهده می‌شود.

جدول ۲: نتایج تحلیل واریانس جهت ارزیابی توافق کلی

ANOVA						
Source of Variation	SS	df	MS	F	P-value	F crit
Between Groups	6195269.422	51	121475.871	8.51161153	4.57803E-49	1.36062359
Within Groups	13272758	930	14271.7828			
Total	19468027.42	981				

بر اساس نتایج تحلیل واریانس، می‌توان ادعا نمود که در سطح خطای ۵٪ پاسخ‌دهندگان جواب‌ها و ارزیابی‌های مشابهی در پر نمودن چک‌لیست ریسک‌های اوراق اجاره دارند.

نتیجه‌گیری و پیشنهادات

در این پژوهش پس از تبیین صکوک اجاره و ریسک‌های مربوطه، برای رتبه‌بندی ریسک‌ها از طریق نظر خبرگان، ابتدا فهرستی از ریسک‌های مختلف در قالب چک لیست تهیه شد. سپس اندازه، شدت و احتمال ریسک‌ها به‌طور جداگانه مورد پرسش قرار گرفت. مقدار هر ریسک به صورت حاصل ضرب اندازه، شدت و احتمال ریسک در نظر گرفته شد. خبرگان درباره هر یک از سه پارامتر هر قلم از ریسک‌های نوزده‌گانه به‌طور مجزا در مقیاس لیکرت اظهار نظر کردند؛ عدد نهایی هر قلم ریسک از نظر هر کارشناس بر حسب عدد اختصاص داده‌شده در مقیاس لیکرت محاسبه شد.

بررسی‌ها نشان می‌دهد که کارشناسان مختلف نظرات همگنی نسبت به کلیه اقسام ریسک داشته و در مورد نتیجه کلی رتبه‌بندی هم‌نظر بودند؛ ولی دیدگاه ایشان در مورد هر یک از اقسام ریسک لزوماً این‌گونه نبود. بررسی‌ها از سه جنبه میزان توافق، میزان ریسک و تلفیق آن دو انجام شد. بر این اساس، پرسش‌شوندگان در مورد ریسک‌های عدم جمع‌آوری وجوه کافی، عدم اجاره‌داری توسط بانی و هزینه‌های عملیاتی اختلاف نظر کمتری داشتند. ولی با تعدیل نمرات ریسک‌ها بر اساس انحراف معیار پاسخ مشخص شد که آنها ریسک‌های اعتباری، ورشکستگی، عدم فروش دارایی به واسطه، سوءاستفاده از وجوه و سرمایه‌گذاری مجدد را با توافق نسبتاً بالا و به ترتیب ذکر شده جزء ۵ ریسک مهم ارزیابی کردند.

از نظر کارشناسان مورد پرسش در این پژوهش، ریسک اعتباری مهم‌ترین ریسک در بین اوراق مختلف تأمین مالی است. بررسی اعتباری بانی توسط نهاد واسط و شرکت تأمین سرمایه در خصوص این ریسک اجتناب‌ناپذیر است. از این رو بررسی و کنترل ریسک اعتباری در هنگام انتشار صکوک اجاره ضروری است. سرمایه‌گذاران علاقه‌مند به این اوراق نیز خواهان حفظ سرمایه خود و داشتن جریان نقدی می‌باشند، بنابراین ارزیابی دقیق این ریسک در تعیین بازده مورد انتظار برای ایشان ضروری است. نهاد ناظر در خصوص ریسک ورشکستگی باید نظارت‌های پیشینی دقیقی انجام دهد؛ زیرا هزینه ورشکستگی برای کلیت بازار زیاد است؛ همچنین نهاد ناظر نسبت به سرمایه‌گذار، در جایگاه اطلاعاتی بهتری برای ارزیابی این ریسک قرار دارد.

مدیریت ریسک عدم فروش دارایی به نهاد واسط نیز نیازمند تمهیدات قراردادی است که باید توسط نهاد ناظر تأمین شده و توسط شرکت‌های تأمین سرمایه و بانی عملی شود. بهتر است برای اطمینان سرمایه‌گذار، این تمهیدات قراردادی در خصوص همکاری فروشنده از قبل و طی اعلامیه پذیره‌نویسی اعلام شود. ریسک سوءاستفاده از وجوه در چارچوب مرتبط با نهاد واسط حداقل است؛ ولی لکن در هنگام اجرای پروژه اگر حسابرسی مناسب وجود نداشته باشد، ممکن است دارایی پروژه مانند هر پروژه دیگر مورد سوءاستفاده قرار گیرد. ریسک سرمایه‌گذاری مجدد نیز ذاتی اوراق تأمین مالی است که جنبه منفی آن در هنگام کاهش نرخ‌ها برای اوراق دارای کوپن خود را نشان می‌دهد. با ایجاد و مدیریت صندوق فعال در اوراق صکوک اجاره و توسعه راهکارهای فقهی و مالی آن توسط سازمان بورس تا حدودی این ریسک توسط نهادهای مالی قابل کنترل می‌شود.

منابع

- بریگام، اوچین اف و دیگران، ۱۳۸۴، *مدیریت مالی میانه*، ترجمه علی پارساییان، تهران، ترمه.
- پاک‌نیت، محمدجواد، ۱۳۹۱، «ریسک‌ها صکوک اجاره و مدیریت آن»، *تازه‌های اقتصاد*، ش ۱۲۶، ص ۱۱۷-۱۱۹.
- تفضلی، فریدون، ۱۳۷۸، *اقتصاد کلان*، تهران، نشر نی.
- حسینی، سیدعلی و همکاران، ۱۳۹۲، «نقش صکوک اجاره و اوراق مشارکت در تأمین مالی شرکت‌ها»، *پژوهش حسابداری*، ش ۸، ص ۱-۲۶.
- دولتی، نیکو و ابوالفضل جعفری، ۱۳۸۸، «بررسی چالش‌های مالیاتی تأمین مالی از طریق اوراق صکوک اجاره»، *مطالعات اقتصاد اسلامی*، ش ۴، ص ۱۴۹-۱۶۵.
- راعی، رضا و علی سعیدی، ۱۳۸۴، *مبانی مهندسی مالی و مدیریت ریسک*، تهران، سمت.
- سروش، ابوذر و محسن صادقی، ۱۳۸۶، «مدیریت ریسک اوراق بهادار اجاره (صکوک اجاره)»، *اقتصاد اسلامی*، ش ۲۷، ص ۱۵۷-۱۸۶.
- طالبی، محمد و امیرمحمد رحیمی، ۱۳۹۱، «شناسایی، طبقه‌بندی و اولویت‌بندی ریسک‌های مربوط به اوراق بهادار اجاره»، *جستارهای اقتصادی ایران*، ش ۱۸، ص ۷۷-۱۰۴.
- عبداللهی، محمود، ۱۳۷۱، *مبانی فقهی اقتصاد اسلامی*، قم، دفتر انتشارات اسلامی.
- فتحی، سعید، ۱۳۸۵، «ریسک مالی، شاخص‌سازی و اندازه‌گیری»، *تدبیر*، ش ۱۶۸، ص ۵۴-۵۸.
- موسوی خمینی، سیدروح‌الله، بی‌تا، *تحریرالوسیله*، قم، مطبعة الاداب.
- موسویان، سیدعباس و سعید فراهانی‌فرد، ۱۳۸۵، «اوراق بهادار اجاره (صکوک اجاره)»، *اقتصاد اسلامی*، ش ۲۴، ص ۷۱-۹۳.
- نجفی، محمدحسن، ۱۳۶۲ق، *الجواهر*، چ هشتم، بیروت، دار احیاء التراث العربی.
- نظرپور، محمدنقی، ۱۳۸۵، «عملیات بازار باز از طریق اوراق استصناع مشکلات و راه‌حل‌ها»، *اقتصاد اسلامی*، ش ۲۲، ص ۴۷-۳۳.
- نکو، عزیز و محمدجواد باقی‌زاده، ۱۳۹۸، «نگاه فقهی و اقتصادی به اوراق بهادار اجاره»، *دانش مالی تحلیل اوراق بهادار*، ش ۴۱، ص ۱۹۵-۲۱۰.

Francis J. C., 1986, *Investment Analysis and Management*, McGrawhill Book Co.

Leea, Jae Ha, 2000, "Embedded options and Interest Rate Risk for Insurance companies, banks and other financial Institutions", *The Quarterly Review of Economics and Finance*, V. 40, N. 40, p. 169-187.

Seyed Ali, salman, 2005, "Islamic Capital Market Products: Developments and Challenges, Islamic Development Bank Group", *Occasional Paper*, N. 9, p. 1-86.

Webster's New Collegiate Dictionary, 1981.