فصلنامه علمی _ترویجی اقتصاد و بانکداری اسلامی، شماره بیست و یکم، زمستان ۱۳۹۶- صفحات ۱۸۳-۱۵۷

پوشش ریسک صکوک مرابحه در بازار سرمایه اسلامی

محمدنقی نظرپور[۱]
حسین کفشگر جلودار[۲]

تاریخ دریافت:۹۵/۰۸/۲۷ تاریخ پذیرش:۹۶/۰۳/۲۵

چکیده

مدیریت ریسک پدیده‌ای نسبتاً پویا است که پیشرفت چشم‌گیری از چند دهه اخیر در حوزه مالی و صنعت بانکداری به وجود آورده است. لکن در حوزه مالی اسلامی و همچنین بانکداری اسلامی علی‌الخصوص در کشور ایران، تلاش چندانی برای مدیریت ریسک و مواجه با خطرات احتمالی که این فعالیت‌ها را تهدید می‌کند صورت نگرفته است. صکوک هم به عنوان نماینده ابزارهای مالی اسلامی، به‌صورت ذاتی نسبت به دیگر ابزارهای مالی از ریسک بیشتری برخوردار است. باید اذعان نمود گرچه ابزارهای مالی اسلامی در بازارهای مالی به سرعت در حال گسترش هستند؛ ولی در حوزه مدیریت و پوشش ریسک، هنوز به رشدی مشابه با رشد صنعت مالی اسلامی دست نیافته‌اند. لذا ضرورت توجه به طراحی پوشش ریسک این ابزارها در بازارهای مالی اسلامی بیش از پیش احساس می‌شود. یکی از این ابزارهای مالی اسلامی صکوک مرابحه است که سهم قابل‌توجهی از کل را به خود اختصاص داده است که در صورت تنظیم سازوکار مناسب برای نقدشوندگی و مدیریت ریسک آن، می‌تواند ابزار مناسبی برای تامین مالی دولت و سرمایه‌گذاران و بنگاه‌های اقتصادی باشد تا در کنار پذیرش عموم سرمایه‌گذاران خصوصاً افراد ریسک گریز و به دنبال آن رونق بازار سرمایه کشور، آسیب‌های اقتصادی و یا اجتماعی انتشار این اوراق را به حداقل رسانده شود. در این پژوهش سعی شده است تا با استفاده منابع کتابخانه‌ای ریسک‌های این ورقه شناسایی و مهم‌تر ازآن راه‌های مدیریت آن در بازار سرمایه بیان گردد. این تحقیق به بررسی و اثبات این فرضیه می‌پردازد که پوشش ریسک اوراق‌مرابحه در بازار سرمایه امکان‌پذیر بوده و خریداران این اوراق در بازار سرمایه با ریسک بسیار کمتری نسبت به اوراق با بازدهی انتظاری مواجه خواهند شد.

واژگان‌کلیدی: ریسک، مدیریت ریسک، مرابحه، اوراق مرابحه، ابزار مالی اسلامی
طبقه‌بندی JEL: G32 ,Z12

۱- دانشیار دانشکده اقتصاد دانشگاه مفید nazarpur@mofidu.ac.ir
۲- دانشجوی دوره دکتری اقتصاد اسلامی پژوهشگاه حوزه و دانشگاه hkj6066@gmail.com

[Downloaded from mieaoi.ir on 2026-11-09]

مقدمه

با توجه به قانون توسعه ابزارها و بازارهای مالی در راستای تسهیل سیاست‌های اصل ۴۴ قانون اساسی مصوب آذرماه ۱۳۸۸در مجلس شورای اسلامی و ضرورت جذب سرمایه‌گذاران داخلی و خارجی مسلمان و غیرمسلمان، باید به توسعه و تنوع در ابزارهای مالی اسلامی همت گماشت. ابزارهایی که هم منطبق با اصول شریعت باشند و هم توجیه مالی و اقتصادی داشته باشند. براین اساس با اعلام مصوبه دولت به وزارت اقتصاد، بانک‌مرکزی و معاونت برنامه‌ریزی، سه عقد"استصناع "، "مرابحه" و "خرید دین"رسماً به آیین‌نامه فصل سوم قانون عملیات بانکی بدون ربا (بهره) اضافه شدند. این سه عقد در ماده ۹۸ قانون برنامه توسعه سال ۱۳۸۹به تصویب مجلس شورای اسلامی و سپس شورای نگهبان رسید و آیین‌نامه‌های اجرایی آن در تاریخ ۱۳۹۰/۵/۲۵به تصویب شورای پول و اعتبار رسید و به مدیران عامل بانک‌های دولتی، غیردولتی، شرکت دولتی پست بانک و موسسه اعتباری توسعه ابلاغ گردید. در کنار این عقود، اوراق متناسب با این عقود هم طراحی شده است و اخیراً جنبه اجرایی پیدا کرده است. در این میان آن‌چه که در تنوع ابزارهای مالی اسلامی لازم است، مدیریت ریسک اوراق در کنار طراحی مدل مالی و بحث‌های فقهی مربوط به آن است تا سرمایه‌گذاران با خیال راحت‌تر و با اطمینان بیشتر به سرمایه‌گذاری مشغول شوند. این امر نیازمند بیان روش‌هایی برای پوشش ریسک تمامی اوراق من جمله اوراق مرابحه با توجه به مبانی فقهی اسلامی است.

صکوک‌مرابحه: برخی متفکران مسلمان با استفاده از وِیژگی‌های بیع مرابحه اقدام به طراحی اوراق‌بهاداری به نام اوراق‌مرابحه یا صکوک مرابحه کرده‌اند و در برخی کشورهای اسلامی مانند مالزی تحت عنوان اوراق‌قرضه اسلامی به مرحله اجرا نیز درآمده است.(علی صالح آبادی، ص۱۷) اوراق‌مرابحه یکی از رایج‌ترین ابزارهای تامین مالی کوتاه‌مدت است که بیشترین کاربرد در پروژه‌های سرمایه‌گذاری و خرید و فروش کالا را دارد.(باباقادری و فیروزی، ص۲۳۲) اوراق‌مرابحه، اوراق‌بهاداری است که بیانگر مالکیت دارندگان واحدهای سرمایه‌گذاری با ارزش برابر از کالایی در قالب عقد مرابحه است و برای تامین مالی کالای موضوع عقد مرابحه منتشر می‌شود. به عبارت دیگر اوراقی است که حکایت از بدهی ناشی از بیع مرابحه می‌کند و دارنده ورق مالک و طلبکار دین است. (پژوهشکده پولی و بانکی، صکوک، ۱۳۸۵، ص۸) در این صکوک، سرمایه‌گذاران حقوق مالکیت دارایی را قبل از فروش آن، چه به صورت نقد و چه به صورت نسیه، در اختیار می‌گیرند و سپس به فروش آن براساس مرابحه اقدام می‌کنند.(نظیف‌جی و توماس، ۱۳۸۸، ص۲۷۷)

این صکوک توانسته است در بازارهای مالی اسلامی سهم قابل توجهی از کل بازار را به خود اختصاص دهد چرا که با انتشار این صکوک می‌توان سرمایه‌های کوچک و بزرگ موجود در جامعه را

[Downloaded from mieaoi.ir on 2026-11-09]

به سمت فعالیت‌های مولد سوق داد و زمینه تولید بیشتر و اشتغال گسترده‌تر را فراهم آورد. در صورت تنظیم سازوکار مناسب برای نقدشوندگی این اوراق وکارایی بالاتر به جهت تنوع زیاد انواع آن و سرمایه‌گذاری با سررسیدهای کوتاه‌مدت و ریسک کمتر برای دارندگان این اوراق می‌تواند ابزار مناسبی برای تامین مالی دولت و سرمایه‌گذاران و بنگاه‌های اقتصادی از طریق اوراق‌بهادار بازخرید دارایی‌ها به جای استقراض(بدین‌صورت که وجوه سرمایه‌گذاران را جمع‌آوری و به وکالت از طرف آنان کالای مورد نیاز بانی را از تولیدکننده (فروشنده) به صورت نقد خریداری نموده و به صورت بیع مرابحه نسیه به قیمت بالاتر به بانی می‌فروشد) و تبدیل‌کردن تسهیلات بانک‌ها و شرکت‌های لیزینگ به اوراق‌بهادار(بدین‌صورت که بانک یا شرکت لیزینگ که دارایی‌هایی را به صورت مرابحه به دولت، بنگاه‌ها و خانوارها واگذار کرده است می‌توانند با تبدیل مطالبات به اوراق‌بهادار کردن حاصل از تسهیلات مرابحه، منابع خود را نقد کنند) و همچنین تامین مالی خانوارها و مصرف‌کنندگان جهت خرید کالاهای مصرفی و همچنین تأمین مالی بنگاه‌های تولیدی بازرگانی و خدماتی جهت خرید ماشین‌آلات، ابزار تولید، مواد اولیه، مال‌التجاره و لوازم کار باشد. البته باید دقت نمود صرف وجود مزایایی برای این اوراق موجبات توجیه انتشار آن را فراهم نمی‌سازد؛ بلکه برای توسعه ابزارها خصوصاً صکوک مرابحه نیازمند تجزیه و تحلیل ریسک و راهکارهایی برای کنترل و مدیریت ریسک‌های این ابزار مالی است تا ضمن پذیرش‌عموم سرمایه‌گذاران و به دنبال آن رونق بازار سرمایه کشور، آسیب‌های اقتصادی و یا اجتماعی انتشار این اوراق به حداقل رسانده شود. در این بررسی به روش توصیفی و تحلیل محتوی ریسک صکوک مرابحه از جنبه‌های مختلف ارزیابی و تجزیه و تحلیل شده و به اثبات این فرضیه می‌پردازد که پوشش ریسک اوراق مرابحه در بازار سرمایه امکان‌پذیر بوده و خریداران این اوراق در بازار سرمایه با ریسک بسیار کمتری نسبت به اوراق با بازدهی انتظاری مواجه خواهند شد. لذا در این تحقیق بعد از معرفی صکوک مرابحه و بیان ضرورت مدیریت آن را در بازارهای مالی اسلامی، روش‌های مدیریت آن مورد بررسی قرار می‌گیرد و جمع‌بندی و نتایج تحقیق ارائه می‌شود.

ادبیات و پیشینه تحقیق

با توجه به پتانسیل‌های موجود نظام مالی اسلامی در جذب سرمایه و همچنین سهم ۷۰ تا ۸۰ درصدی عقود مرابحه (یا فروش اقساطی) در برخی از کشورهای اسلامی در تامین مالی سال‌های اخیر(علیزاده، ۱۳۸۶، ص۴۷) و همچنین رشد ۶۷ درصد عقد مرابحه در بین کل بانک‌های اسلامی به عنوان برجسته‌ترین شیوه تامین مالی(پژوهشکده پولی و بانکی،۱۳۹۰، ص۱۸) و در کنار آن به کارگیری صکوک مرابحه با استفاده از عقد مرابحه در بازارهای مالی و گسترش روز افزون آن،

[Downloaded from mieaoi.ir on 2026-11-09]

تقریباً پژوهش کاملی درباره موضوع پیشنهادی و دیگر زوایای این صکوک بـه صـورت جـدی انجـام نشده و درکارهای انجام شده، به روش‌های تامین مالی از طریـق ایـن اوراق و یـا بحـث‌هـای فقهـی آن‌هم به صورت کلی پرداخته شده است.

رضا اکبریان و همایون‌شیرازی(۱۳۸۹) در مقاله خود تحت عنوان«برنامه مرابحه کالایی، ابـزاری نو برای مدیریت نقدینگی» به تعریف مدیریت نقدینگی پرداخته و در ادامه به نحـوه اجـرای مرابحـه کالایی پرداخته و مزایا و معایب آن را بیان نموده است.

محمدعلیزاده(۱۳۸۶)در مقاله خود تحت‌عنوان«مرابحه ابزاری برای پوشش ریسک در نظام مالی اسلامی»، مرابحه را به عنوان یکی از ابزارهای مالی کوتاه‌مدت ذکر کرده کـه بـرای پوشـش ریسـک بهتر از ابزارهای مشتقات می‌تواند کاربرد داشته باشد. اما راهکاری برای انواع ریسک‌هـای شناسـایی شده این نوع ورقه اسلامی ارائه نداده است.

سیدعباس موسویان(۱۳۸۸) در مقاله خود تحت‌عنوان«صکوک مرابحه، ابزار مالی مناسـب بـرای بازار پول و سرمایه» و همچنین در کتاب خود(۱۳۸۶) با نام «ابزارهای مالی اسلامی» برخی از انـواع این صکوک را از جهات فقهی مورد بررسی قرار داده و بیـان نمـوده اسـت کـه از بـین انـواع رایـج صکوک مرابحه، تنها سه نمونه را مطابق با قوانین شرعی دانسته و در ادامه هـم بـه نتـایج اقتصـادی اشاره نموده است. وی همچنین در مقاله دیگر خود با عنوان«صکوک مرابحه، ابزار تامین مالی کوتاه مدت»(۱۳۸۶) چنین عمل نموده است.

محمد عبیدالله (۲۰۰۲) در مقاله‌ای بـا عنـوان«مـدیریت ریسـک اسـلامی: بـه سـوی کـارایی و اخلاقیات بیشتر»به تعریف کارایی و بررسی استفاده از قرارداد اختیار معامله برای کاهش و مـدیریت ریسک در چارچوب قانون‌های اسلامی پرداخته و ثابت کـرده قـرارداد اختیـار معاملـه در چـارچوب اسلامی کاراتر از اختیار معامله در نظام ربوی است. وی همچنین با استفاده از خیار شرط و بیع‌الوفاء چندین روش برای کاهش و مدیریت ریسک ارایه می کنـد و بـا مقایسـه ایـن روش‌هـا و روش‌هـای مرسوم در نظام ربوی به این نتیجه می‌رسد که با کاربرد این روش‌ها مسئله بـازی بـا مجمـوع صـفر (zero – sum game) محقق می‌گردد.

خان و احمد[1](۲۰۰۱) در تحقیقی با عنوان«مدیریت ریسک: تحلیل بررسی عوامـل بـروز آن در صنعت خدمات مالی اسلامی» که برای بانک توسعه اسلامی انجام دادند، به صورت تجربی به تحلیل مدیریت ریسک در مؤسسـه هـای مـالی و بـانکی اسـلامی پرداختـه انـد. آن‌هـا بـرای ایـن تحقیـق، پرسشنامه‌ای را برای کمی‌کردن ریسک‌هـای عملیـاتی، نقـدینگی، بـازار و اعتبـاری بـرای عقـدهای مضاربه، مشارکت، سلم، استصناع، مرابحه و اجاره، به ۶۸ بانک و مؤسسه مالی اسلامی در ۲۸ کشـور

1. Khan & Ahmed

[Downloaded from mieaoi.ir on 2026-11-09]

ارسال کردند. آن‌ها مقدار ریسک‌های عقدهای مالی اسلامی را برآورد کرده‌اند و به این نتیجه رسیدند که عقدهای مضاربه، سلم، استصناع و مشارکت نسبت به عقدهای مرابحه و اجاره ریسک بیشتری دارند و سرانجام با استفاده از روش رتبه بندی داخلی[1] میزان مطلوب ذخیره سرمایه مورد نیاز برای مقابله با ریسک عقدهای اسلامی را تعیین کردند.

در تمامی تحقیقات انجام شده به کاربردهای این عقد و در برخی موارد جزئی به کارکردهای صکوک مرابحه در بانک‌ها اشاره کرده و این ابزار را بهتر از ابزارهای بانکداری متعارف بیان کردند. اما یکی از دغدغه‌های اصلی اوراق در سطح کشور و حتی بین بانک‌های کشورهای اسلامی و غیر اسلامی، ریسک‌ها و خطراتی است که ممکن است متوجه دارندگان این اوراق شود. از طرف دیگر برخی از تحقیقات به بررسی ریسک‌های اوراق‌بهادار اسلامی من جمله اوراق‌اجاره و مدیریت آن پرداخته‌اند و راهکارهایی را ارائه داده‌اند(رحیمی نجف‌آبادی، ۱۳۸۹)که البته اوراق مرابحه چه به لحاظ ماهیت و چه به لحاظ کارکردی حوزه عمل و چه به لحاظ ریسک‌های مربوطه خیلی متفاوت از صکوک اجاره خواهد بود. اوراق مرابحه برخلاف اوراق‌اجاره علاوه بر این که در کالاهای مصرفی خانوارها و هم در کالاهای بادوام با سررسیدهای کوتاه‌مدت قابل استفاده است؛ به صورت ذاتی با توجه به ماهیت عقد مرابحه قابلیت مالکیت را در همان مرحله اول انتشار ورقه‌داراست و به تبع آن ریسک‌هایی که متوجه این ورقه می‌شود متفاوت خواهد بود. بر همین اساس صکوک مرابحه بعد از تصویب برای اجرایی شدن نیاز به بحث‌های تخصصی مالی- اقتصادی فراوان دارد. لذا در این پژوهش سعی شده است تا با استفاده منابع کتابخانه‌ای ریسک‌های این ورقه شناسایی و مهم‌تر ازآن راه‌های مدیریت آن در بازار سرمایه بیان گردد که البته این‌کار در هیچ یک از تحقیقات موجود انجام نشده است. بنابراین خلا انجام این تحقیق با توجه به کارکردها و قابلیت‌های بسیار زیاد آن در بازار سرمایه اسلامی احساس می‌شود.

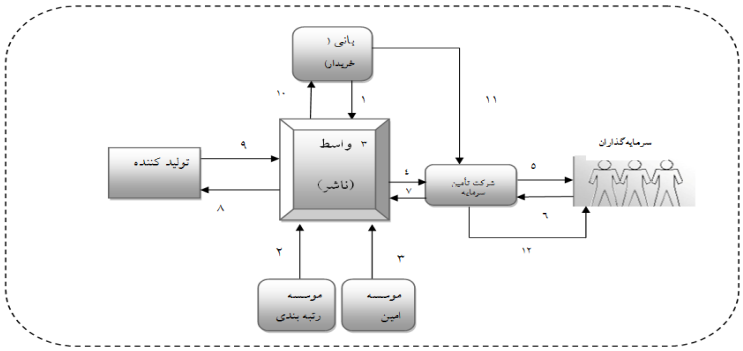
مدل عملیاتی انتشار اوراق مرابحه: با توجه به قابلیت‌های این اوراق، چه در تامین مالی خانوارها و مصرف‌کنندگان جهت خرید کالاهای مصرفی و چه در تامین مالی بنگاه‌های تولیدی بازرگانی و خدماتی جهت خرید ماشین‌آلات، ابزار تولید، مواد اولیه، مال‌التجاره و لوازم کار (موسویان، ۱۳۸۶، ص۳۵۸) و یا تامین مالی طرح‌های توسعه‌ای و حتی تامین مالی دولت‌ها و موسسات وابسته به دولت جهت خرید کالاهای مورد نیاز می‌توان از این ابزار استفاده مناسبی نمود. بسیاری از تشکل‌های اجتماعی مانند خانواده در سطح کوچک و بنگاه‌های تولیدی و دولت در حد وسیع، برای تهیه کالاهای مورد نیاز مصرفی خود و یا ابزار تولیدی و یا خرید زمین و لوازم کسب و کار خود، دچار محدودیت مالی بوده و توانایی خرید آن‌ها را ندارند. در مقابل هم کسانی وجود دارند

1. Internal Rating System

[Downloaded from mieaoi.ir on 2026-11-09]

که در یک مقطع ولو کوتاه‌مدت نیاز به نقدینگی ندارند. با ارتباط دادن بین این دو گروه توسط بانی و از طریق انتشار اوراق مرابحه می‌توان هم به نیاز نیازمندان به وسائل کسب و کار و تولید و حتی کالاهای مصرفی پاسخ داد و هم برای سپرده‌گذارانی که در پی‌کسب سود هستند یک سود ثابت و قابل قبولی در پی‌داشته باشد. علاوه بر این با انتشار اوراق مرابحه می‌توان به اعمال سیاست‌های پولی درمواقع ضروری اقدام کرد. در مواقعی که دولت و یا بنگاه‌های اقتصادی با کسری بودجه مواجه شوند و نیاز به نقدینگی داشته باشد، می‌تواند نقدینگی خود را از طریق فروش اوراق‌مرابحه تامین نمایند. این عمل به مراتب از استقراض و یا انتشار پول بسیار مفیدتر خواهد بود و حالت تورمی ایجاد نخواهد داشت. البته برای اوراق‌مرابحه انواع مختلفی پیشنهاد شده است. اوراق‌مرابحه تامین مالی؛ اوراق‌مرابحه تامین نقدینگی(باز خرید دارایی‌ها)که در اقتصاد مالزی منتشر می‌شود و مبتنی بر بیع‌العینه یا بازخرید دارایی است؛ اوراق‌مرابحه جهت تشکیل سرمایه شرکت‌های تجاری؛ اوراق‌مرابحه رهنی که یکی از کاربردهای مهم اوراق‌مرابحه برای تبدیل کردن تسهیلات بانک‌ها و شرکت‌های لیزینگ به اوراق‌بهادار می‌باشد و اوراق مرابحه تامین مالی صادرات.[1]مدل عملیاتی نوع اول کلی بوده و بجز اوراق‌مرابحه تامین نقدینگی، که شبیه بیع‌العینه است، بقیه موارد شبیه هم بوده و مدل عملیاتی انتشار این اوراق به صورت زیر می‌باشد:

مدل عملیاتی اوراق مرابحه تامین مالی؛



۱. برای مطالعه بیشتر می توانید به مقالات سید عباس موسویان مراجعه نمایید.

[Downloaded from mieaoi.ir on 2026-11-09]

فرض کنید بانی(خریدار) جهت تامین مالی خود، با محدودیت بودجه مواجه است و تامین نقدینگی خود اقدام به انتخاب یا تاسیس موسسه مالی به منظور خاص تحت عنوان واسط می کند.(ش۱) واسط (ناشر) با انتشار اوراق‌مرابحه، از طریق شرکت تامین سرمایه، (ش۴ و ۵) وجوه سرمایه‌گذاران مالی(مردم) را جمع‌آوری کرده (۶) و به وکالت از طرف آنان، (ش۷) کالای مورد نیاز بانی را از تولیدکننده(فروشنده)(ش۸) به صورت نقد خریداری(ش۹) و به صورت بیع مرابحه نسیه، به قیمت بالاتر به بانی می‌فروشد.(ش۱۰) بانی متعهد می‌شود در سررسید مشخص، قیمت نسیه کالا را از طریق شرکت تامین سرمایه به دارندگان اوراق برساند.(ش۱۱) دارندگان اوراق می‌توانند تا سررسید منتظر بمانند و از سود مرابحه استفاده کنند و یا پیش از سررسید، اوراق خود را در بازار ثانویه به فروش برسانند. قابل ذکر است که تمامی مراحل انتشار این اوراق می‌بایست تحت نظارت مؤسسه امین و با اخذ وثائق لازم از ضامن صورت پذیرد. (ش۳) همچنین پس از اتمام طرح و واگذاری آن می‌بایست مؤسسه اعتبارسنجی جهت تکمیل اطلاعات در مورد رتبه اعتباری بانی وارد عمل شود.(ش۳)

در حالت کلی با توجه به توجیه و آثار اقتصادی این ورقه اسلامی، می‌توان از این ابزار در بازارهای مالی استفاده نمود و این منوط به این است که ریسک و مدیریت آن هم بعد از بحث فقهی، مورد توجه جدی قرار گیرد تا سرمایه‌گذاران هم با سلایق مختلف بتواند وارد این بازارها شوند و هم از جهت ریسک‌های آن یک اطمینان نسبی داشته باشند.

مدیریت ریسک

تغییرات متغیرهای مالی به عوامل متعددی بستگی دارند و از آن‌جا که در بسیاری از مواقع رفتار بازار به راحتی قابل پیش‌بینی نیست، تغییرات متغیرهای مالی نیز به راحتی قابل پیش‌بینی نبوده و حتی میزان حساسیت این متغیرها نسبت به تغییر عوامل دیگر در شرایط و زمان‌های متفاوت تغییر می‌کند. به عبارتی تغییرات در محیط پیچیده‌ای روی می‌دهند که ارزیابی و تحلیل آن‌ها کار چندان ساده‌ای نیست. نکته دیگر این که ما در جهانی مملو از انواع ریسک زندگی می‌کنیم و برای ایجاد جوی قابل اعتمادتر، باید این ریسک‌ها را در مرحله اول بشناسیم و سپس آن را به روشی نظام‌مند مدیریت کنیم.

مدیریت ریسک فرایندی است که از طریق آن یک سازمان یا سرمایه‌گذاری با روشی بهینه در مقابل انواع ریسک‌ها از خود واکنش نشان می‌دهد. کلیه سازمان‌ها اعم از تولیدی و خدماتی منابعی را جمع‌آوری و در پروژه‌های خاص سرمایه‌گذاری می‌کنند که شرایط عدم اطمینان برکلیه این سرمایه‌گذاری‌ها حاکم است. سازمان‌های موفق سازمان‌هایی خواهند بود که این شرایط منجر به

[Downloaded from mieaoi.ir on 2026-11-09]

شکست آن‌ها نشود.(راعی و سعیدی، ص۱۵۴) به طورکلی عناصر اصلی جهت موفقیت در مدیریت ریسک را می‌توان در پنج مرحله زیر جستجو کرد ۱)تشخیص منابع ریسک ۲)اندازه‌گیری میزان ریسک ۳) ارزیابی میزان تأثیر ریسک مورد نظر بر کل سازمان و استراتژی‌های مالی ۴) ارزیابی توانایی‌های سازمان در برنامه‌ریزی برای مدیریت ریسک با استفاده از ابزارهای مدیریت ریسک ۵) انتخاب ابزارهای مناسب و مفید مدیریت ریسک(پیشین) همچنین برای مدیریت ریسک رویکردهای متفاوتی وجود دارد مانند حذف و اجتناب؛ انتقال ریسک؛ نگهداری و اداره نمودن ریسک؛ افزایش تنوع؛ بیمه کردن و نگهداری سرمایه که البته با توجه به نوع دارایی‌ها و ترکیب آن‌ها برای یک بانک یا موسسه مالی مشخص می‌شود که کدامیک از رویکردهای مدیریت ریسک مناسب‌تر می‌باشد.

ضرورت مدیریت ریسک در نظام مالی اسلامی

مدیریت ریسک پدیده‌ای نسبتاً پویا است که پیشرفت چشم‌گیری از چند دهه اخیر در حوزه مالی و صنعت بانکداری جهان به وجود آورده است. لکن در حوزه مالی اسلامی و همچنین بانکداری اسلامی تلاش چندانی برای مدیریت ریسک و مواجه با خطرات احتمالی که این فعالیت‌ها را تهدید می‌کند صورت نگرفته است. ظهور و طراحی انواع اوراق در بازارهای مالی باعث تحولات اقتصادی و بروز نظرات جدید شد و حوزه‌ی مالی را نیز دچار تغییرات عمده‌ای ساخت. بدیهی است صاحبان اوراق‌بهاداری که به طور محدود در این بازار حضور داشتند، از یک‌طرف در زمینه پیش‌بینی متغیرهایی چون نرخ‌های بهره، نرخ برابری ارزها و قیمت‌های کالا از تخصص و مهارت کافی برخوردار نیستند و از طرف دیگر صاحبان اوراق‌بهاداری که به طور محدود در این بازار حضور داشتند، تغییرات نرخ ارز، تغییرات قیمت سهام، تغییرات قیمت شاخص‌ها، تغییرات قیمت طلا و نفت و دیگر کالاهای اساسی که باعث دگرگونی در انتظارات و تغییرات دیگر می‌شود را به راحتی قبول نمی‌کردند. بنابراین منطقی است که پوشش ریسک ناشی از متغیرهای مذکور صورت پذیرفته و از این طریق بر فعالیت‌های اصلی خود تمرکز نمایند.

مدیریت ریسک یکی از شعب اصلی علم مالی می‌باشد و در کلیه نهادهای پولی و مالی در سطح بین‌المللی، بخش مدیریت ریسک اهمیت زیادی دارد.(راعی و سعیدی، ص ۳- ۷)در حوزه مالی اسلامی نیز، صکوک به عنوان نماینده ابزارهای مالی اسلامی، به صورت ذاتی نسبت به دیگر ابزارهای مالی از ریسک بیشتری برخوردار است.(Tariq, Humayon, 2007:209) علت این موضوع آن است که به طور تقریبی تمام ابزارهای مالی اسلامی مبتنی برمالکیت دارایی بوده، بنابراین ریسک این دارایی به سرمایه‌گذاران منتقل می‌شود.(Nathif j & Thomas, , 2004: 8)

[Downloaded from mieaoi.ir on 2026-11-09]

باید اذعان نمود گرچه ابزارهای مالی اسلامی در بازارهای مالی به سرعت در حال گسترش هستند ولی در حوزه مدیریت و پوشش ریسک هنوز به رشدی مشابه با رشد صنعت مالی اسلامی دست نیافته‌اند.(السویلم، پیشین، ص۱۹) لذا ضرورت توجه به طراحی پوشش ریسک این ابزارها در بازارهای مالی اسلامی بیش از پیش احساس می‌شود. در کنار این عامل عوامل مهمی مانند مسئله جهانی شدن؛ تشدید رقابت در عرصه‌های بازارهای بین‌اللملی و داخلی؛ افزایش روند ورشکستگی شرکت‌های بزرگ و ضرورت پیش‌بینی آن‌ها؛ توسعه و تکامل بازارهای مالی و افزایش ابداع‌ها و نوآوری‌ها در بازارهای سرمایه؛ افزایش و تنوع عامل‌های ریسک به علت پیچیده‌شدن معامله‌ها و روابط اقتصادی ناشی از جهانی شدن، توسعه و نوع‌آوری؛ (فرتوت‌زاده و الهی، ۱۳۸۹، ص۱۵۲) ذاتی بودن برخی ریسک‌ها برای سرمایه‌گذاران اسلامی و همچنین بحران‌ها و تحریم‌های به وجود آمده در سال‌های اخیر و افزایش شدید قیمت کالاو خدمات و به عبارتی افزایش تورم پیش‌بینی نشده از جمله مواردی است که ضرورت این موضوع را بیش از پیش زیاد می‌کند.

پوشش ریسک‌های صکوک مرابحه

در این قسمت به انواع ریسک‌های صکوک مرابحه اشاره کرده و راهکارهای پوشش آن را با استفاده از اطلاعات کتابخانه‌ای بیان می‌نماییم. البته تقسیم‌بندی انواع ریسک‌ها به دو گروه کلی ریسک‌های بازار اولیه و ریسک های بازار ثانویه و ریسک‌های بازار ثانویه به دو دسته ریسک سیستماتیک و غیر سیستماتیک است که در ادامه توضیحات آن خواهد آمد.

الف) مدیریت ریسک‌های صکوک مرابحه در بازار اولیه

منظور از بازار اولیه، جایی است که بنگاه اقتصادی می‌تواند در آن‌جا دارایی‌های مالی خود را با منابع مالی بلندمدت مبادله کند. در این بازار منتشر کننده اوراق‌بهادار اقدام به فروش این اوراق می‌کند تا وجوه مورد نیاز خود را تامین نماید.(ختایی، ۱۳۷۸، ص۴۰) ریسک‌های این بازار عبارتند از:

۱. ریسک عدم جمع‌آوری وجوه نقد به میزان کافی؛ ممکن است شرکت تامین مالی نتواند وجوه لازم را برای اجرای پروژه جمع‌آوری نماید و علت آن را می‌توان عدم استقبال سرمایه‌گذاران دانست. این ریسک را ریسک بازارپذیری نیز می‌گویند.(هرورانی و همکاران، ص۱۲۰)ناشر از طریق یک شرکت تامین سرمایه برای انتشار اوراق‌مرابحه، امیدنامه اوراق را به عموم عرضه می‌کند و از این رو اقدام به پذیره‌نویسی اوراق نموده و با وجوه دریافتی به وکالت از دارندگان اوراق امور مربوط به این اوراق را مدیریت می‌نماید. در این صورت انتشار اوراق فقط از طریق"تعهدپذیره‌نویسی" قابل انجام است. طبق بند ۲۹ ماده۱ قانون بازار اوراق‌بهادار تعهد پذیره‌نویسی عبارت است از تعهد شخص ثالث

[Downloaded from mieaoi.ir on 2026-11-09]

برای خرید اوراق‌بهاداری که ظرف مهلت پذیره‌نویسی به فروش نرود. در این روش بعد از این که واسط در خواست انتشار اوراق از طریق تعهد پذیره‌نویسی را به شرکت تامین سرمایه می‌دهد، شرکت تامین سرمایه مبلغی معادل کل ارزش صکوک را به حساب مشترک امین و واسط واریز می‌نماید و سپس اقدام به انتشار اوراق به قیمت دلخواه می‌نماید یا آن که اگر بعد از فرآیند انتشار اوراق فروش نرفت، باقیمانده اوراق را به قیمت از پیش‌تعیین شده می‌خرد. یکی دیگر از راهکارهای پوشش این ریسک این است که خود شرکت تامین سرمایه کلیه اوراق‌مرابحه را به صورت یک‌جا از واسط خریداری کرده، سپس به تدریج و با قیمت بالاتری به سرمایه‌گذاران واگذار می‌کند. در این صورت قطعاً کالا خریداری خواهد شد و به واسط داده می‌شود و طبعاً نگرانی در مورد این ریسک از جانب واسط وجود نخواهد داشت.

۲. ریسک سوء استفاده واسط یا شرکت تامین مالی از وجه‌های دریافتی؛ از آن‌جا که واسط با انتشار این اوراق اقدام به جمع‌آوری وجوه نقد کرده است، ممکن است از وجه‌های نقددریافتی سوء استفاده کند و یا در فعالیت‌هایی غیر از انتشار اوراق به کار گیرد و لذا ممکن است این فعالیت‌ها بر واسط تاثیر منفی گذاشته و آن‌را با خطر ورشکستگی مواجه سازد.

جهت پوشش این ریسک، می‌توان از حساب امین استفاده نمود. بدین‌نحو که وجه‌های جمع‌آوری‌شده به حسابی که نزد امین است واریز شود و واسط هنگام پرداخت وجه‌نقد، جهت خرید دارایی، باید از این حساب که با امین مشترک است استفاده کند. همچنین ممکن است شرکت تأمین سرمایه،که رابط بین واسط و مردم در جمع‌آوری وجوه لازم برای سرمایه‌گذاری است، از در اختیار گذاشتن وجوه نقد به واسط خودداری کرده و وجوه را مورد سوء استفاده قرار دهد. همچنین می‌توان وثیقه یا ضمانت‌نامه‌های لازم را از شرکت تامین مالی و یا شخص ثالث به اخذ نماید تا این مخاطره اخلاقی پیش نیاید.

۳. ریسک عدم توان خرید کالا توسط واسط؛ ممکن است بانی یا واسط، قبل از خرید کالا و پس از انتشار صکوک مرابحه توسط شرکت تامین مالی و جمع‌آوری وجوه از مردم، به دلیل تغییرات ناگهانی قیمت مواد و مصالح و در نتیجه افزایش کالای مورد نیاز مشتری آن‌طورکه مورد انتظار او بوده است، پیش نرود و وی نتواند کالای مورد نیاز مشتری را خریداری نماید. در این صورت هر چند که بر عهده بانی است که کالای مورد نیاز مشتری را تهیه نماید، واسط می‌تواند این ریسک را هم مدیریت کند بدین نحو که واسط بعد از توافق اولیه و حین انتشار اوراق، از قبل با خریدار وارد قرارداد اختیار معامله می‌شود و مبلغی را به عنوان حق خرید کالا به خریدار می‌پردازد. اگر وجوه به اندازه کافی جمع شود واسط می‌تواند کالای مورد نظر را با همان قیمت قبلی به دست آورد و از تغییرات ناگهانی در امان باشد. این قرارداد در واقع ابزاری است برای انتقال ریسک از کسانی که

[Downloaded from mieaoi.ir on 2026-11-09]

ریسک گریز هستند به طالبین ریسک و این موجب تمایل صاحبان سرمایه برای به کارگیری سرمایه بیشتر در بازارهای مالی می‌شود که در مجموع به نفع کل اقتصاد است.

۴. ریسک عدم‌پذیرش کالا توسط مشتری(یا فسخ قرارداد اولیه)؛ در فرایند تامین مالی از طریق صکوک مرابحه ممکن است مشتری پس از خرید دارایی توسط بانک، تمایلی به خرید دارایی از بانک نشان ندهد، این ریسک غالباً در مواردی که قیمت کالا دائماً در نوسان باشد و قیمت دارایی پس از خرید توسط بانک کاهش یابد و یا این که کالا با نرخ پایین‌تری قابل تهیه باشد، شایع است.

ریسک فوق را می‌توان در چارچوب قاعده خیار شرط تحت کنترل درآورد. در این حالت بانک اسلامی در هنگام خرید دارایی از فروشنده اصلی، یک اختیار را در ضمن قرارداد به نفع خود در نظر می‌گیرد. پس از آن اگر مشتری دارایی را طبق قول داده شده از بانک خریداری کند این شرط به طور خودکار منقضی می‌شود و اجرای قرارداد اول(بین بانک و فروشنده) ضرورت می‌یابید. اما اگر مشتری به تعهد خود عمل نکرد، بانک اسلامی می‌تواند از اختیار خود استفاده کند و قرارداد خرید دارایی را فسخ نماید. بنابراین این اختیار بانک را قادر می‌سازد تا ریسک مذکور را به فروشنده منتقل کند. در این حالت معمولاً بانک اسلامی باید از قسمتی از سودش چشم‌پوشی کند. چرا که فروشنده اصلی برای فروش همراه با اختیار می‌تواند قیمت بالاتری را در مقایسه با فروش بدون اختیار، مطالبه کند. این عمل کاملاً منطقی و عادلانه است زیرا فروشنده اصلی اکنون با ریسک بیشتری مواجه است. همچنین این عمل از نظر قواعد اسلامی کاملاً صحیح است. زیرا قیمت مذکور شامل مبلغی بابت جریمه ریسک است.(عبیدالله، ۱۳۸۹، ص۲۵۱)

۵. ریسک عدم فروش دارایی به واسط؛ ممکن است واسط پس از انتشار اوراق و جمع‌آوری وجه‌های نقد، جهت خرید دارایی به تولیدکننده مراجعه کند، اما تولیدکننده دارایی را به واسط نفروشد. علل این‌کار ممکن است از افزایش قیمت دارایی در بازار یا موردهای مشابه این موضوع ناشی شود. جهت پوشش این ریسک می‌توان از روش‌های گوناگونی مانند استفاده از قرارداد صلح یا بیع‌نسیه استفاده کرد.

۱. قرارداد تعهد خرید در مقابل تعهد فروش: براین اساس واسط پیش از انتشار اوراق با فروشنده وارد قرارداد صلح مبنی براین‌که واسط ملزم به تهیه پول و فروشنده به تهیه کالا در زمان مشخص و با قیمت مشخص‌شده در زمان قرارداد است. با انعقاد قرارداد صلح، واسط مالک دارایی می‌شود و می‌تواند به پشتوانه آن، اوراق منتشر کند؛

۲. بیع‌نسیه: به این ترتیب که فروشنده دارایی را به واسط بفروشد و مبلغ آن‌را پس از انتشار صکوک از واسط مطالبه کند. جهت فسخ قرارداد بیع‌نسیه از طرف واسط نیز شرط ضمن عقدی قرار خواهد گرفت تا اگر به هر علت وجه‌های مورد نیاز از راه انتشار صکوک جمع‌آوری نشد، قرارداد

[Downloaded from mieaoi.ir on 2026-11-09]

بیع‌نسیه فسخ شده و دارایی به فروشنده برگشت داده شود. بدیهی است هزینه‌هایی که ممکن است در این‌باره صورت گیرد را واسط پرداخت خواهد کرد که این مبلغ در میزان کارمزد دریافتی بانی اثر می‌گذارد.

راه‌های پوشش دیگری نیز وجود دارد که عبارتند از:

أ. استفاده از ضمانت‌نامه بانکی بی‌قید و شرط: تولیدکننده ضمانت می‌کند که پس از جمع‌آوری وجه‌ها به وسیله واسط، دارایی را به وی خواهد فروخت؛

ب. گنجاندن شرط وجه التزام در قرارداد در این حالت طرفین وجه التزامی را در قرارداد مشخص می‌کنند تا در صورت عدم ایفای تعهدها، طرف مقابل آن‌را به‌صورت خسارت دریافت کند.

۶. ریسک عدم پرداخت وجوه دریافتی (نکول)؛ ممکن است در سررسید مورد نظر خریدار نتواند به تعهدات خود عمل کند و توانایی پرداخت بدهی خود به همراه سود را نداشته باشد. همچنین ممکن است در صورت تقسیط شدن بدهی‌اش به اقساط ماهیانه، واسط یا شرکت تامین مالی، نتواند در سررسیدهای مقرر بدهی خود را پرداخت کند. در این صورت بانی یا واسط هم نمی‌تواند برای تاخیر در بازپرداخت اقساط و یا اصل و فرع وجوه دریافتی، مبلغی را به عنوان دیرکرد یا جریمه تاخیر دریافت کند. برای پوشش دادن این ریسک بانک‌ها معمولاً از وثیقه استفاده می‌کنند و یا می‌توان شخص ثالث را به عنوان ضامن در برابر تعهدات مالی مشتری به بانک معرفی کرد. البته برخی از محققان اقتصاد اسلامی راه‌حل‌های دیگری را هم برای حل این مشکل پیشنهاد کردند:

۱. استفاده از نرخ بالاتر سود؛ که این نرخ بالاتر شامل سود قرارداد مرابحه به علاوه نرخ جریمه تاخیر باشد و در صورتی که بازپرداخت دیون در تاریخ مشخص پرداخت شود به اندازه نرخ جریمه تاخیر تخفیف داده شود. در این صورت علاوه برکاهش نرخ عدم پرداخت بدهی، مشکل فقهی جریمه تاخیر نیزحل می‌شود.(موسویان، نظرپور و کفشگر، ۱۳۸۸، ص۸۱) البته قریب به اتفاق فقهای شیعه و علمای اهل سنت و همچنین روایت‌های متعدد صحیح‌السند در کتاب‌های روایی شیعه و سنی وارد شده که با دادن تخفیف یا استرداد وجه به وسیله قرض‌گیرنده در صورت پرداخت زودتر از موعد مقرر و یا در وقت مقرر مخالفتی ابراز نداشتند و آن را جایز دانسته‌اند.(معصومی‌نیا، ۱۳۸۵، ص۱۵۰) اما این تخفیف یا استرداد باید کاملا داوطلبانه و در حوزه اختیار قرض‌دهنده باشد. همچنین نرخ تخفیف نمی‌تواند از قبل در قرارداد تعیین شود زیرا قرارداد به خودی خود نمی‌تواند قید و الزامی برای افزایش و یا کاهش قیمت ایجاد کند. با این همه امروزه بسیاری از بانک‌های اسلامی این چنین تخفیف‌هایی را در نظر می‌گیرند.

۲. برخی‌ها پیشنهاد کردند که در صورت تاخیر در پرداخت دیون، بانک یا شرکت تامین مالی می‌تواند از مشتری بخواهد مبلغ مشخص را در به یک صندوق خیریه کمک کند. مبلغ قابل

[Downloaded from mieaoi.ir on 2026-11-09]

پرداخت به صندوق خیریه بسته به مدت زمان تاخیر در پرداخت متفاوت باشد. همچنین می‌تواند به صورت درصدی محاسبه شود. (عبیدالله، ۱۳۸۹، ص۱۲۶)

۳. برخی‌ها هم پیشنهاد داده‌اند برای کاهش دادن و یا به حداقل رساندن ریسک عدم پرداخت، لازم است که از خریدار تضمینی به صورت وثیقه یا به شکل حق تصرف وثیقه یا تصرف در یکی از دارایی‌های موجود مشتری گرفته شود و همچنین قرض‌دهنده می‌تواند از مشتری بخواهد که تضمین شخص ثالثی را فراهم کند و هنگام قصور در پرداخت توسط مشتری، بانک یا قرض‌دهنده می‌تواند در سررسید به شخص ثالث رجوع کرده و طلب خود را وصول نماید.

۴. برخی هم عقیده دارند که باید روشی به کار گرفته شود که هم جریمه و هم عامل بازدارنده باشد و هم ضرر ناشی از تاخیر و قصور در بازپرداخت را برای بانک جبران کند. براساس این دیدگاه، مشتریانی که از روی عمد در پرداخت به بانک قصور ورزند، برای جبران ضرر بانک باید نرخی برابر نرخ سود سپرده‌ها به بانک جریمه پرداخت نمایند. اما برای حصول اطمینان از عمدی و آگاهانه بودن قصور در پرداخت، باید مراقبت‌های کافی صورت پذیرد. علاوه براین جریمه زمانی می‌تواند وجود داشته باشد که حساب‌های سرمایه‌گذاری بانک اسلامی سودی برای تقسیم کردن بین سپرده‌گذاران کسب کرده باشد. اگر طی دوره قصور در پرداخت، حساب‌های سرمایه‌گذاری بانک موفق به کسب درآمدی نشود، جریمه‌ای هم بر عهده مشتری نخواهد بود.(عبیدالله، ۱۳۸۹، ص۱۰۹) البته دریافت جریمه تاخیر و خسارت تاخیر تادیه به صورت شرط ضمن عقد اگر چه مخالف با فتاوی بعضی از فقیهان است و آن را از مصادیق حیله ربا یا خود ربا می‌دانند، اما برخی از فقهیان، از جمله فقهای شورای نگهبان آن را جایز دانسته‌اند و آوردن شرط در ضمن عقد را جایز و مطابق قاعده «المومنون عند شروطهم» لازم الوفا می‌دانند.(موسویان، ۱۳۹۰، ص ۴۷۸) البته اخذ جریمه تاخیر ممکن است باعث شود افرادی که از تسهیلات این قرارداد استفاده کردند در شرایط طبیعی حاضر به پرداخت سود بیشتر از سود متعارف(مثلاً شش درصد بیشتر از نرخ تسهیلات متعارف) نشوند.

[Downloaded from mieaoi.ir on 2026-11-09]

به طور خلاصه روش‌های پوشش ریسک صکوک مرابحه در بازار اولیه را می‌توان این‌گونه بیان نمود:

ریسک‌های بازار اولیه صکوک مرابحه	روش‌های پوشش ریسک‌ها
ریسک عدم جمع‌آوری وجوه نقد به میزان کافی	خرید کلیه اوراق توسط شرکت تامین سرمایه به صورت یکجا و واگذاری به سرمایه‌گذاران به قیمت بالاتر؛ تعهد پذیره‌نویسی
ریسک سوء استفاده واسط یا شرکت تامین مالی از وجه‌های دریافتی	استفاده از موسسه امین؛ یا استفاده از وثیقه یا ضمانت نامه‌های لازم را از شرکت تامین مالی و یا شخص ثالث
ریسک عدم توان خرید کالا توسط واسط	قرارداد اختیار معامله
ریسک عدم پذیرش کالا توسط مشتری (یا فسخ قرارداد اولیه)	قاعده خیار شرط
ریسک عدم فروش دارایی به واسط	استفاده از قرارداد صلح یا بیع نسیه؛ استفاده از ضمانتنامه بانکی بی‌قید و شرط؛ گنجاندن شرط وجه التزام در قرارداد.
ریسک عدم پرداخت وجوه دریافتی(نکول)	استفاده از وثیقه از خود شخص یا شخص ثالث به عنوان ضامن؛ استفاده از نرخ بالاتر سود؛ کمک‌های خیریه؛ تضمینی به صورت وثیقه یا به شکل حق تصرف وثیقه یا تصرف در یکی از دارایی‌های موجود.

ب) مدیریت ریسک‌های صکوک مرابحه در بازار ثانویه[1]

در این بازار، اوراق‌بهاداری که قبلاً منتشر شده‌اند مورد خرید و فروش قرار می‌گیرد. وجود بازارهای ثانویه مشارکت‌کنندگان را مطمئن می‌سازد که می‌توانند اوراق بهادار را به راحتی به فروش رسانند و مشکلی از نظر تبدیل به نقد کردن دارایی‌های مالی‌شان نداشته باشند. در مورد اوراقی که دارای سررسید مشخصی می‌باشند، وجود این بازارها این امکان را فراهم می‌آورد تا دارندگان این اوراق مجبور به نگهداری آن‌ها تا تاریخ سررسید نباشند(ختایی، پیشین، ص۴۰) ریسک‌های بازار ثانویه به دو دسته تقسیم می‌شوند: الف) ریسک‌های سیستماتیک ب) ریسک‌های غیرسیستماتیک. با توجه به تقسیم کلی ریسک‌های بازار ثانویه، روش‌های مدیریت آن‌ها را هم طبق این دو دسته ادامه می‌دهیم:

۱-ب) ریسک‌های سیستماتیک[2]؛ این ریسک‌ها به روند کلی بازار نسبت داده می‌شوند و به ماهیت خود اوراق و وضعیت اقتصادی ناشر آن مربوط نمی‌شود بلکه متأثر از سیکل‌های تجاری، موقعیت سیاسی، اقتصادی و اجتماعی کشور و وضعیت اقتصاد جهانی می‌باشد. این ریسک‌ها را ریسک‌های کاهش‌ناپذیر نیز می‌نامند. زیرا هرچند با اقداماتی می‌توان این ریسک‌ها را کاهش داد، اما به طور کلی کاهش احتمال مواجهه با این نوع ریسک‌ها به راحتی امکان‌پذیر نیست.(نظرپور و خزائی، ۱۳۸۹، ص۱۴)

۱. ریسک بازار[3]؛ ریسک بازار ناشی از تغییرات در قیمت ابزارها و دارایی‌های معامله شده در بازارهای خاص می‌باشد. گاهی به ریسک بازار، ریسک سیستماتیک نیز می‌گویند. بدین‌معنی که

1. Secondary Securities Market Risk
2. Nondiversifiable Risk
3. Market Risk

[Downloaded from mieaoi.ir on 2026-11-09]

تقریباً همه‌ی دارایی‌های موجود در بازار را با درجات متفاوت تحت تاثیر ریسک قرار می‌دهد. تغییرات قیمت در بازارهای مختلف منشاء ایجاد ریسک‌های مختلف بازار است. از این رو ریسک بازار را به ریسک قیمت سهام(اوراق بهادار)، ریسک نرخ بهره، ریسک نرخ ارز و ریسک قیمت کالا تقسیم می‌نمایند.(خان و احمد، ص۳۶) جهت اندازه‌گیری آن می‌توان از روش‌های مرسوم همانند ارزش در معرض ریسک[1] استفاده کرد.

۲. ریسک تورم (قدرت خرید)[2]؛ به‌معنای مخاطرات مرتبط با زیان سرمایه‌گذار در اثر کاهش ارزش پول(یا تورّم) است.(جمشیدی، ۱۳۸۲، ص۱۲۳) تورم از قدرت خرید عایدات آتی می‌کاهد. به عبارت دیگر نرخ تورم به‌طور منفی میزان بازده واقعی را متأثر می‌سازد. به ریسک ناشی از کاهش ارزش سرمایه به علت تورم، ریسک تورم گویند.(ختائی، پیشین، ص۴۵) همه اوراق‌بهادار با ریسک تورم یا قدرت خرید مواجه‌اند. نرخ‌های بالای تورم اغلب به‌عنوان نشانه بی‌ثباتی محیط اقتصادی و ناتوانی دولت به منظور کنترل سیاست‌های کلان اقتصادی ملاحظه می‌شوند و در نتیجه عدم اعتماد به آینده را به دنبال خواهند داشت.

در صکوک مرابحه چون دارندگان آن سود ثابتی را دریافت می‌کنند با افزایش تورم، بازدهی واقعی سرمایه‌گذاران و به تبع آن سوددارندگان صکوک کاهش می‌یابد. لذا میزان سود یا زیان سرمایه‌گذاران، به انتظار و پیش‌بینی آنان از سطح تورم در آینده حساس خواهد بود. لذا سرمایه‌گذاران می‌توانند در تنظیم و دریافت سود ثابت صکوک مرابحه، پیش‌بینی خود را از آینده انجام داده و براساس آن اقدام به گرفتن سود ثابتی کنند و از آن‌جایی که صکوک مرابحه معمولاً ابزارهای انتفاعی با سررسیدهای کوتاه مدت هستند این نگرانی که ممکن است تورش میان پیش‌بینی تورم و مقدار تحقق یافته آن، خیلی‌زیاد باشد و باعث زیان مالی فراوان شود، تقریباً کم شده و یا از بین می‌رود. پس در صکوک با سررسیدهای کوتاه مدت در حالت کلی و صکوک مرابحه در حالت خاص این نگرانی خیلی کمرنگ می‌شود. اما در اوراق مرابحه با سررسیدهای بلندمدت و حتی در سررسیدهای میان‌مدت همچنان این نگرانی کاهش ارزش پول وجود دارد. در نتایج کار تحقیقی با عنوان«رتبه‌بندی ریسک صکوک مرابحه در بازار سرمایه اسلامی» نشان داده شده است که از بین تمامی ریسک‌های اوراق مرابحه، ریسک تورم بیشترین اهمیت (۰۰۶۷۴۵۱۱) برخوردار است.(کفشگر، ۱۳۹۱، ص۱۶۱) علت این امر هم روشن است. عواملی متعدد مانند تامین کسری بودجه با استقراض از بانک‌مرکزی، افزایش حجم نقدینگی، افزایش حامل‌های انرژی، حذف یارانه صنعتی و صنفی پس از اجرای سیاست‌های تعدیل، افزایش ریسک فعالیت‌های مولد اقتصادی،

1. Value at risk
2. Inflation Risk

[Downloaded from mieaoi.ir on 2026-11-09]

ضعف مدیریت خصوصاً مدیریت ارز و کاهش ارزش پول و بالاخره افزایش قیمت‌های جهانی دست به دست هم داده و باعث شده است انتظارات تورمی بالایی شکل بگیرد و این ریسک از اهمیت ویژه‌ای برخوردار باشد. این عوامل قطعاً بر دیگر ریسک‌های بازار ثانویه – البته نه به شدت ریسک تورم- اثر گذاشته و باعث شده است تا تحلیل‌گران به این ریسک‌ها درجه اهمیت بالاتری را قرار دهند. همچنین از آن‌جایی که در ابزارهای مالی می‌توان اکثر ریسک‌های بازار اولیه را طراحی مناسب و قراردادن ابزارهای مدیریتی مانند استفاده از وثیقه یا ضمانت نامه‌های لازم را از شرکت تامین مالی و یا شخص ثالث، استفاده از موسسه امین و یا قرارداد اختیار معامله پوشش داد. لذا نگرانی در مورد این ریسک‌ها کمتر خواهد شد. اما ریسک‌های بازار ثانویه بسته به شرایط و سیاست‌های دولت و همچنین ثبات سیاسی کشور و دیگر عوامل قابل تغییر است لذا کنترل و مدیریت کردن این ریسک‌ها از اهمیت بیشتری برخوردار خواهد بود.

۳. ریسک نوسان نرخ ارز[1]؛ به‌طور کلی، ریسک نرخ ارز عبارت است از احتمال زیانی که از نوسانات نامطلوب نرخ ارز به وجود می‌آید و ناشی از عدم تطابق دریافتی‌ها و پرداختی‌های ارزی است. (اسدی‌پور، ص۴۴) مسئله نرخ ارز یکی از عوامل تعیین کننده در محاسبه سودآوری و کارایی پروژه‌های سرمایه‌گذاری است و این موضوع می‌تواند کل فرآیند سرمایه‌گذاری و انتقال وجوه سرمایه به داخل اقتصاد کشور را تحت‌الشعاع قرار دهد. در حقیقت، ثبات نرخ ارز باعث اطمینان در محیط اقتصاد داخلی شده و در نتیجه سرمایه‌گذاران به سهولت در مورد سرمایه‌گذاری در زمان حال و آینده تصمیم‌گیری می‌کنند. این نوع ریسک معمولاً در پروژه‌های بین‌المللی وجود دارد و اوراق‌مرابحه(خصوصا اوراق مرابحه جهت تامین صادرات) از این قاعده مستثنی نیست.

یکی از گزینه‌های جانشینی که در پوشش ریسک نرخ ارز اوراق مرابحه وجود دارد، انتقال ریسک به طرف مقابل است. به عنوان نمونه فرض شود دولت اسلامی یا شرکت‌های تامین مالی برای تامین مالی بخش خارجی خود اقدام به انتشار اوراق مرابحه براساس پول داخلی خود (مثلایورو) کند. اما سفارش‌دهنده کالا براساس دلار آمریکا اقدام به خرید کالا می‌کند. در این صورت مشتری(بدهکار) می‌بایست بدهی خود را به جای یورو به صورت دلاری پرداخت کند و روشن است که مشتری این ریسک را نمی‌پذیرد. بنابراین مشتری ممکن است به احتمال زیاد وارد یک قرارداد سلف با بانک خودش شود به گونه‌ای که این بانک خودش تعهد به پرداخت دلاری برای شرکت‌های تامین مالی اسلامی و یا دولت اسلامی را بر عهده می‌گیرد. اگر در فرض مذکور، شرکت تامین‌کننده مالی بخش خارجی باشد و مشتری، بانک‌خصوصی یا دولتی و دیگر نهادهای اسلامی باشد، ممکن است استفاده از سلف برای آن وجود نداشته باشد. بنابراین مشتری یا بدهکار می‌تواند

1. Currency Risk

[Downloaded from mieaoi.ir on 2026-11-09]

از طریق"قرارداد مرابحه موازی" اقدام به پوشش ریسک نرخ ارزی نماید. بدین‌نحو که مشتری (بانک یا بخش‌خصوصی و یا دیگر نهادهای اسلامی) وجوه دریافتی از طریق انتشار اوراق مرابحه را در اختیار موسسه یا بانک دیگر اسلامی قرار می‌دهد و یا کالا را به او به صورت دلار آمریکا می‌فروشد و بانک مذکور نیز به نوبه خود این بدهی را به صورت یورو دوباره به خود مشتری می‌فروشد. این نوع قرارداد مرابحه‌ی واسطه‌ای می‌تواند به وسیله یک نهاد یا بانک سنتی تا زمانی که تمایل به پذیرش چنین ریسکی وجود دارد انجام شود. بر اساس این نقطه نظر نرخ ارز را می توان از طریق یک قرارداد مرابحه دیگری، پوشش داد. البته باید توجه داشت که این نوع قراردادها با این نگرش مدیریت ریسک می‌بایست با فعالیت‌های واقعی اقتصاد درگیر باشد و در این صورت با مبانی اسلامی سازگار خواهد بود و این نوع نگرش می‌تواند به عنوان بخش از معاملات ارزش افزا در نظر گرفته شود که پوشش ریسک را برای ما تسهیل می‌کند و در کنار آن عملیات سفته بازی را هم کنترل می‌کند.

البته ممکن است دارندگان اوراق احتیاج به نقدینه داشته باشند و بخواهند سرمایه خود را به کشور خود یا سایر کشورها منتقل نمایند، همواره با خطر کاهش نرخ برابری ارز کشور مقصد به کشوری که در آن سرمایه‌گذاری نموده‌اند، مواجه خواهند بود. در این صورت هم بانک‌های کشور خودشان می‌تواند با تضمین خرید اوراق از دارندگان اوراق آن‌ها را از ریسک کاهش ارزش اوراق به علت تغییرات نرخ ارزی بیمه نماید. همچنین با این شیوه خریدارانی که انتظار دارند در زمان سررسید اوراق یا در هر زمان که بخواهند سرمایه خود را از کشور میزبان خارج کنند، ارزش پول ملی کشورشان کاهش یابد، می‌توانند ارز کشورشان را به صورت نقدی فروخته و اقدام به خرید همان ارز در بازار سلف نمایند. البته اگر در کشور ایران سیستم نرخ ارز ثابت از سوی دولت اجرا شود، ریسک ناشی از نوسانات نرخ ارز تا حدود بسیار زیادی کاهش خواهد یافت.

۴. ریسک سیاسی[1]؛ این ریسک از تحوّلاتی ناشی می‌شود که به‌وسیله تصمیم دولت‌ها پدید آمده و به‌شکل‌های گوناگون سرمایه‌گذاری را با مشکل روبه‌رو می‌کند. هنگامی که این تغییرها از ناحیه مراجع حقوقی، قضایی یا ادارات دولتی باشد، صرف‌نظر از این‌که آیا منافع سیاسی یا اقتصادی در پشت‌صحنه وجود دارد، ریسک به‌وجود آمده ریسک‌سیاسی نامیده می‌شود.(راعی و سعیدی، ص ۷۷) در میان عوامل سیاسی مسائلی نظیر ثبات اجتماعی و سیاسی، ساختار سیاسی جامعه، نوع حکومت، قدرت دولت، نحوه تصمیم‌سازی، سازمان‌های اداری، مدیریت و... در جذب سرمایه‌های خارجی دارای اهمیت دارد. سرمایه‌گذاران داخلی نیز تا حدودی با ریسک سیاسی مواجه هستند اما

1. Political Risk

[Downloaded from mieaoi.ir on 2026-11-09]

در این‌جا ریسک‌سیاسی عمدتاً ناشی از تغییرات قوانین و سیاست‌های حمایتی از صنایع خاص است؛ البته نباید از نقش حوادثی چون انتخابات، جنگ و... نیز غافل شد.

به عنوان مثال نوعی ریسک که ممکن است دارنده صکوک مرابحه را تهدید کند وضع مالیات از طرف دولت است. به این صورت که ممکن است دولت اقدام به وضع مالیات تبعیض آمیز نماید به‌گونه‌ای که نرخ مالیات برای برخی کالاها - که سرمایه‌گذار در آن کالا سرمایه‌گذاری کرده و اقدام به خرید صکوک آن کالا را کرده- بالاتر از دیگر کالاها وضع کند. بنابراین سود دریافتی این سرمایه‌گذار به خاطر سیاست‌های دولت کاهش می‌یابد و یا ممکن است دولت برای سرمایه‌گذاران خارجی نرخ مالیات بالاتری از سرمایه‌گذاران داخلی وضع کند. با این کار، حاشیه سود سرمایه‌گذاران خارجی کاهش می‌یابد. همچنین دولت ممکن است با وضع قوانین و محدودیت‌ها برای جلوگیری از خروج ارز از کشور سرمایه‌گذاران خارجی را در تامین مالی(خصوصا تامین مالی صادرات) با مشکل مواجه کند.

برای تقسیم و کاهش ریسک‌های سیاسی علاوه برثبات سیاسی کشورها، از ابزارهای متعددی می‌تواند به کار برد از جمله تاسیس صندوق‌های ذخیره مالی(برای پوشش ضررهای احتمالی)، انجام سرمایه‌گذاری مشترک برای تقسیم ریسک و در نتیجه کاهش آن، مشارکت موسسات دو جانبه یا چند جانبه در سرمایه‌گذاری، مشارکت بانک‌های محلی در تامین مالی سرمایه‌گذاری، حمایت‌های قراردادی از طریق انتخاب قانون حاکم برقرارداد، گشایش حساب‌های فرامرزی، درج قیود و شروط ثابت و غیرقابل تغییر در قرارداد.

از جمله دیگر روش‌های کاهش ریسک‌های سیاسی عبارتند از: انعقاد یک قرار داد امتیازی یا تفاهم‌نامه‌ای با دولت میزبان که بخشی از ریسک‌های فوق را در برگیرد. قرارداد امتیازی قراردادی است که میان دولت میزبان و سرمایه‌گذاران خارجی قبل از انجام سرمایه‌گذاری منعقد می‌شود. در این قرارداد مواردی چون معافیت‌های مالیاتی، نحوه انتقال مالکیت اموال سرمایه‌گذاری و مزایای خاصی که سرمایه‌گذار می‌تواند از آن بهره گردد درج می‌شود. صدور ضمانت‌نامه دولتی درمورد عدم مصادره با ملی کردن اموال سرمایه‌گذاری؛ صدور تضمین بانک مرکزی دولت میزبان در خصوص ریسک‌های مربوط به ارز(میر فیض فلاح شمس و مهدی رشنو، ص۵۴۶ و ۵۴۷) علاوه براین راهکارها، راهکار بیمه می‌تواند در پوشش ریسک مفید باشد، اما به طور کلی کاهش این نوع ریسک‌ها به راحتی امکان‌پذیر نیست. بنابراین به طور خلاصه برای ریسک‌های سیستماتیک بازار ثانویه داریم:

[Downloaded from mieaoi.ir on 2026-11-09]

ریسک‌های بازار ثانویه (سیستماتیک) صکوک مرابحه	روش‌های پوشش ریسک‌ها
ریسک‌های بازار	متنوع‌سازی پرتفو با اوراق مختلف
ریسک تورم (قدرت خرید)	متنوع سازی پرتفو با اوراق مختلف؛ اوراق با سررید کوتاه مدت
ریسک نوسان نرخ ارز	انتقال ریسک به طرف مقابل؛ قرارداد مرابحه موازی؛ تضمین خرید توسط خود بانک
ریسک سیاسی	تاسیس صندوق ذخیره مالی؛ ثبات قوانین؛ ضمانت‌های دولتی؛ درج شروط غیرقابل تغییر در امیدنامه؛ قراردادامتیازی، بیمه

۲.ب) ریسک‌های غیرسیستماتیک[1]؛این ریسک‌ها مختص یک شرکت یا صنعت خاص می‌باشند. این ریسک‌ها را ریسک‌های کاهش‌پذیر نیز می‌نامند. زیرا سرمایه‌گذار می‌تواند با مدیریت صحیح این نوع ریسک‌ها را کاهش دهد. عواملی که باعث پدیدآمدن ریسک‌های غیرسیستماتیک می‌شوند عبارتند از کالاها و خدمات تولیدی شرکت یا صنعت، اقدامات رقیبان، نوع مدیریت و ساختار هزینه‌های شرکت.

۱. ریسک عملیاتی[2]؛ریسک عملیاتی می‌تواند از قصور و عدم کارایی پرسنل و افراد، تکنولوژی و روندکاری رخ دهد.(اصغر ابوالحسنی و رفیع حسنی‌مقدم، ۱۳۸۸، ص۱۵۲) مهم‌ترین عوامل مؤثر بر بروز ریسک عملیاتی عبارتند از: «کلاهبرداری داخلی؛ یعنی کلاهبرداری توسط کارکنان بانک؛ کلاهبرداری خارجی؛ یعنی آن دسته از کلاهبرداری‌هایی که توسط افراد خارج از بانک انجام می‌شوند. عوامل غیرعمدی یا سهل‌انگاری‌های ناشی از کارکنان، یا عدم ایمنی محل کار؛ که باعث از بین‌رفتن فیزیکی دارایی‌ها می‌شود. عوامل ناشی از عملکرد گیرندگان تسهیلات؛ عوامل بیرونی از قبیل محدودیت‌های قانونی، تحولات سیاسی، عوامل طبیعی و...» (نیازی، ۱۳۸۴، ص۲۰) برای پوشش این ریسک‌ها می‌توان از افراد خبره و آشنا به ابزارهای مالی اسلامی و متعهد استفاده کرد و با آموزش‌های لازم به افراد و کارکنان تا حدود زیادی این ریسک را کم کرد. همچنین لازم به ذکر است که یکی از علل اصلی به وجود آمدن این ریسک‌ها، نبودن یک سیستم و نظارت دقیق بانکی است. هرچند که می‌توان در مقاطعی ولوکوتاه‌مدت به بیان راه‌هایی برای مدیریت ریسک این صکوک اشاره کرد اما در حالت کلی پوشش این نوع مخاطرات، نیازمند توجه بیشتر مسئولین به امر نظارت بر سیستم بانکی و یا تغییر زیرساخت‌های اساسی این شیوه نظام بانکی است.

1.Unsystematic Risk
2.Operation Risk

[Downloaded from mieaoi.ir on 2026-11-09]

۲. ریسک عدم نقدشوندگی[1]؛ نقدشوندگی به معنای توانایی بازار در جذب حجم زیاد معاملات بدون ایجاد نوسانات شدید در قیمت است و ریسک عدم نقدشوندگی حاکی از ناتوانی در فروش سریع دارایی به ارزش کامل آن است. این ریسک ناشی از ضعف بازار سرمایه در نقد کردن دارایی به سرعت و هزینه‌کم است در صورتی که بازار ثانویه فعال نباشد امکان نقد کردن دارایی کاهش می‌یابد و یا این که مجبور می‌شویم دارایی را به قیمتی کمتر از ارزش ذاتی بفروشیم.(باباقادری و فیروزی، ص ۲۵۷) به طور کلی سه منبع برای ریسک نقدشوندگی نام برده‌اند:

- تفاوت بین زمان رسیدن سفارش خرید و سفارش فروش در بازار؛
- وجود قوانین مشخص در مورد معامله اوراق بهادار؛
- وجود تقاضای بسیار کم برای معامله و مبادله اوراق بهادار؛ نقدشوندگی بالای بازار در ثبات سیستم‌های مالی نیز تاثیر به سزایی دارد، زیرا بازارهای نقد می‌توانند شوک‌های سیستماتیک را جذب کنند. کسی که روی سرمایه فیزیکی به صورت مستقیم سرمایه‌گذاری می‌کند، برای مثال زمین، ساختمان و کارخانه می‌خرد، در مواقع نیاز به نقدینگی به آسانی نمی‌تواند دارایی خود را به پول‌نقد تبدیل کند؛ در حالی خریداران ابزارهای مالی به آسانی می‌توانند با مراجعه به بازار بورس اوراق‌بهادار، دارایی خود را با کمترین هزینه و با سرعت مناسب و به قیمت بازار به پول نقد تبدیل کنند. هیچ‌الزامی وجود ندارد که صاحبان دارایی تا پایان عمر، مالک آن دارایی‌ها باشند، بلکه حق دارند به هنگام نیاز آن را بفروشند و یا به دارایی دیگری تبدیل کنند. یکی از لوازم اساسی این رویکرد، قابلیت ابزار مالی به خرید و فروش در بازار ثانویه است؛ لازمه دوم فراهم شدن بازار ثانوی مناسب و فعال است. بنابراین ابزارهای مالی جدید باید به گونه‌ای طراحی شوند که اولاً خودشان قابلیت نقل و انتقال داشته باشند و ثانیاً بازار ثانویه برای آن‌ها شکل بگیرد.(موسویان، ۱۳۸۶، ص۲۵۹)

از جمله روش‌ها جهت پوشش این ریسک عبارتند از : تعهد بازخرید توسط ناشر (بانی) یا شخص ثالث به عنوان ضامن است؛ بدین‌صورت که ناشر متعهد می‌شود که در صورت عدم خرید آن در بازار خود ناشر و یا شخص ثالث به ضمانت از ناشر اوراق مرابحه را و یا از طریق قرارداد اختیار فروش- در صورت تطابق با شرع- برای سرمایه‌گذاران پوشش داد. سازمان بورس هم می‌تواند با تایید رکن"بازارگردان"در نقدشوندگی این اوراق نقش بسزایی داشته باشد و سرمایه‌گذاران زیادی را به سرمایه گذاری در این اوراق جذب کند.

3. Unliquidability Risk

[Downloaded from mieaoi.ir on 2026-11-09]

۳. ریسک نرخ بازده[1](هزینه فرصت سرمایه‌گذاری)؛ ریسک نرخ بازده عبارت است از تغییری که در ارزش اوراق‌بهادار، به دلیل تغییر در نرخ بازده سایر فرصت‌های سرمایه‌گذاری اتفاق می‌افتد. (سروش و صادقی، ۱۳۸۷،ص۱۶۸) اوراق بهادار با بازدهی ثابت در معرض این ریسک قرار دارند. افزایش در نرخ بازدهی بازار منجر به کاهش ارزش اوراق با بازدهی ثابت می‌شود.(Tariq& Dar 2007,p49) در انتقال سرمایه اصلی‌ترین عامل که بایستی بدان توجه شود، سود و بازدهی انتظاری است. به عبارت دیگر، سرمایه‌گذاری و انتقال سرمایه مستقیماً تابع انگیزه سود است. سرمایه چه در سطوح داخلی و چه در سطح بین‌المللی به فعالیتی انتقال می‌یابد که سودآورتر باشد. لذا حصول اطمینان از سودآور بودن زمینه‌ای که در آن سرمایه‌گذاری صورت می‌پذیرد به نسبت سایر فرصت‌های سرمایه‌گذاری از دید فعالان عرصه سرمایه‌گذاری از جمله سرمایه‌گذاران در بازارهای مالی، امری حیاتی تلقی می‌شود و می‌بایست حداکثر تلاش ممکن جهت به حداقل‌رسانی ریسک نرخ بازده صورت پذیرد.

از آن‌جایی که صکوک مرابحه براساس بازدهی ثابت طراحی شده است لذا ریسک‌های ناشی از نوسانات قیمت بازاری تاثیر بسزایی در افزایش نرخ سود اوراق مرابحه می‌شود و دارندگان اوراق با ریسک سود و هزینه فرصت سرمایه‌گذاری روبه‌رو شوند؛ به‌عبارت دیگر، افزایش نرخ سود متداول در بازار پول یا سرمایه، سبب می‌شود سرمایه‌گذاران در مقایسه با نرخ سود بازار، سود کمتری را دریافت کنند. فرض کنید یک سرمایه‌گذار صکوک مرابحه با سررسید یک‌ساله را با نرخ بازده‌ی ثابت ۱۵ درصد خریداری می‌کند. اما در طول این این یک سال، نرخ‌های بازار، از ۱۵درصد به ۲۵ درصد افزایش می‌یابد. در این تغییر با وجود نرخ بازاری ۲۵ درصد همچنان دارنده‌ی صکوک ۱۵ درصد دریافت می‌نماید. از این رو اکنون دارایی او کمتر از نرخ ۲۵ درصد بازار عایدی دارد. لذا دارنده صکوک مرابحه با این نوع ریسک مواجه می‌شود. همچنین این تغییر باعث می‌شود که بازار ثانویه این اوراق با مشکل مواجه شود و سرمایه‌گذاران، عملاً رقبتی به خرید این اوراق نشان ندهند. لذا تغییر در نرخ بازده می‌تواند تاثیر زیادی بر روی ارزش و بازار ثانویه این اوراق بگذارد. باید قبول کنیم که کسانی که اقدام به خرید این اوراق می‌زنند(اوراق با بازدهی ثابت) افراد ریسک‌گریز هستند و لذا مقداری از زیان وارده باید تحمل کنند.

اما نکته‌ای که نباید فراموش کرد این است که این افراد معمولاً در جامعه‌ای که شرایط تورمی وجود دارد نرخ سود بالاتری را برای اوراق با بازدهی ثابت درخواست می‌کنند. این طور نیست که آن‌ها هیچ پیش‌بینی نسبت به آینده نداشته باشند، بلکه همیشه براساس اطلاعات دست به اقدام خرید اوراق می‌نمایند و تا حدود زیادی تغییرات نرخ بازده را رصد می‌کنند.

1. Rate of Return Risk

[Downloaded from mieaoi.ir on 2026-11-09]

یکی از راهکارهای مدیریتی این نوع ریسک‌ها، این می‌باشد که سرمایه‌گذاران به جای خرید اوراق مرابحه با سررسیدهای بلندمدت(مثلا یک‌ساله یا دوساله) اقدام به خرید اوراق با سررسیدهای سه ماهه یا شش‌ماهه کنند که با پیش‌بینی‌های انجام شده از سوی آن‌ها و انتظارات تورمی آن‌ها، این ریسک به حداقل می‌رسد.

۴. ریسک قوانین مقررات؛ این ریسک یکی از انواع مهم ریسک سرمایه‌گذاران است. ریسک قوانین و مقررات شامل احتمال تغییر تمام قوانین و مقررات مرتبط با انتشار اوراق، قوانین‌مالیاتی، قوانین‌خاص(مانند ممنوعیت تملک زمین به‌وسیله اتباع بیگانه) و ریسک قراردادهای حقوقی منعقدشده بین طرف‌های گوناگون است.(کاوند، ۱۳۸۹، ص ۳۰۵) عدم وجود قوانین و مقررات مشخص و شفاف، عدم ثبات قوانین و قابلیت ضعیف اجرای آن‌ها از عمده‌ترین ریسک‌های کشورهای در حال توسعه است. در یک تقسیم‌بندی می‌توان این نوع از ریسک را جزء ریسک‌های سیاسی دانست. لذا راهکارهایی که در ریسک سیاسی بیان می‌شود عموماً دراین نوع ریسک قابل پیشگیری است. من جمله راهکارهای پوشش ریسک می‌توان ثبات قوانین؛ ضمانت‌های دولتی؛ درج شروط غیرقابل تغییر در امیدنامه؛ قرارداد امتیازی را بیان نمود.

۵. ریسک شریعت[1]؛ ریسک شریعت به کاهش ارزش دارایی در نتیجه تخطی از رعایت الزامات شرعی اشاره دارد. تاریخ تحولات کشورهای اسلامی به‌ویژه ایران نشان می‌دهد شرط نخست موفقیت بلندمدت مؤسسات و نهادهای اقتصادی در سازگاری آن‌ها با اعتقادات و فرهنگ اسلامی مسلمانان نهفته است و هر نهاد یا گروهی که با باورها و فرهنگ دینی مردم سازگار بودند، ماندگار و ما بقی آن دچار چالش شده‌اند. موضوع ابزارهای مالی نیز از این قاعده مستثنی نیست. تثبیت و گسترش بازار اوراق سهام و عدم استقبال مردم از اوراق‌قرضه، شاهد گویای این مطلب است. (موسویان، ۱۳۸۶، ص۴۱) به طور مشخص می‌توان به انتشار اوراق‌قرضه قبل از انقلاب اشاره کرد که با استقبال گسترده مواجه نشد. علاوه بر این در انتشار اوراق اگر با ریسک شریعت مواجه باشیم و فقیهان با ابزاری مثل جریمه تاخیر موافقت ننمایند ممکن است تجهیز و یا تخصیص منابع دچار اختلال شود و یا اساسا اعتماد مردم از نظام بانکی سلب شود و یا آن‌گونه که ظرفیت بالقوه جذب منابع است به فعلیت نرسد.

لذا در صورتی می‌توان به موفقیت ابزارهای مالی امیدوار بود که ضمن برخورداری از کارایی اقتصادی، موازین شرعی نیز در آن‌ها رعایت شده باشد و ریسک شریعت در آن‌ها به حداقل ممکن تقلیل یافته باشد. اخیراً شورایی در بانک مرکزی به نام شورای فقهی بانک مرکزی جمهوری اسلامی ایران تشکیل شده است که متشکل از صاحب‌نظران فقهی، اقتصادی و بانکی بوده و در عرصه نظارت

1. Shariah Risk

[Downloaded from mieaoi.ir on 2026-11-09]

برانطباق معامله‌های ابزارهای جدید پیشنهادی با موازین شرعی فعالیت می‌کند.(موسویان، نظرپور وکفشگر، ۱۳۸۸، ص۶۷)[1] بی‌تردید وجود این شورا و نظارت شرعی برفرایند انتشار و تضمین‌های مرتبط با اوراق مشارکت ارزی می‌تواند ریسک شریعت را کاهش داده و سبب شود مردم با اطمینان بیشتری از طریق خرید این اوراق وارد عرصه مشارکت شوند.

۶. ریسک ورشکستگی؛ زمانی است که ارزش دارایی‌های نهاد مالی کمتر از بدهی‌هایش است لذا سرمایه کافی برای تسویه بدهی‌ها را نخواهد داشت، ریسک ورشکستگی خود می‌تواند نتیجه نهایی ریسک‌های مختلفی باشد. بدهی زیاد ناشی از فعالیت‌هایی غیر از انتشار اوراق ممکن است موسسه مالی را دچار ورشکستگی کند.

در صکوک مرابحه از آن‌جایی که واسط نقش وکیل دارندگان صکوک را ایفا می‌کند و ثانیاً سند دارایی در دست امین به وکالت از سرمایه‌گذاران قرار دارد تا حدود زیادی این ریسک کنترل می‌گردد. همچنین می‌توان با استفاده از شروط در امیدنامه اوراق قرار داد تا این ریسک به حداقل ممکن برسد.

به طور خلاصه مهم‌ترین روش‌های پوشش ریسک غیرسیستماتیک بازار ثانویه عبارت خواهد بود از:

ریسک‌های بازار ثانویه(غیر سیستماتیک) صکوک مرابحه	روش‌های پوشش ریسک‌ها
ریسک عملیاتی	استفاده از افراد خبره و آشنا به ابزارهای مالی اسلامی ؛ آموزش کارکنان؛ سیستم نظارت؛
ریسک عدم نقدشوندگی	تعهد بازخرید توسط ناشر (بانی) یا شخص ثالث به عنوان ضامن؛ قرارداد اختیار فروش
ریسک نرخ بازده (هزینه فرصت سرمایه‌گذاری)	خرید اوراق با سررسیدهای کوتاه مدت
ریسک قوانین مقررات	ثبات قوانین؛ ضمانت های دولتی؛ درج شروط غیر قابل تغییر در امیدنامه؛ قرارداد امتیازی،
ریسک شریعت	تشکیل شورای فقهی- تخصصی نظارت
ریسک ورشکستگی	استقلال مالی واسط ، شروط امیدنامه ، اصلاح قوانین

نتیجه‌گیری

در این مقاله بعد از بیان ضرورت مدیریت ریسک و اهمیت اوراق مرابحه در نظام بانکی به شناسایی ریسک صکوک مرابحه و روش‌های مدیریت آن از طریق منابع کتابخانه‌ای پرداختیم که نتایج زیر حاصل شده است:

۱. شورای مذکور هنوز جایگاه رسمی و قانونی ندارد.

[Downloaded from mieaoi.ir on 2026-11-09]

۱. هدف از بکارگیری صکوک به عنوان ابزاری جدید در نظام مالی اسلامی ایجاد ابزاری جدید منطبق برقوانین شریعت اسلام می‌باشد. زیرا با حذف کامل بهره از نظام مالی اسلامی، می‌بایست ابزارهای متناسب با دیدگاه اسلام طراحی و وارد بازار گردد.

۲. صکوک هم به عنوان نماینده ابزارهای مالی اسلامی، به صورت ذاتی نسبت به دیگر ابزارهای مالی از ریسک بیشتری برخوردار است. گرچه ابزارهای مالی اسلامی به سرعت در حال گسترش هستند ولی در حوزه مدیریت و پوشش ریسک هنوز به رشدی مشابه با رشد صنعت مالی اسلامی دست نیافته‌اند.

۳. صکوک مرابحه همانند دیگر اوراق با بازدهی ثابت و متغیر با ریسک‌هایی مواجه است.

۴. از آن‌جایی که اوراق مرابحه، اوراق با بازدهی ثابت است در اکثر مواقع با ریسک کمتری نسبت به بقیه اوراق مواجه است. البته این نکته به لحاظ تجربی به اثبات رسیده وبه لحاظ توصیفی نیز قابل اثبات است که ریسک اوراق با بازدهی ثابت نسبت به اوراق با بازدهی انتظاری ریسک کمتری دارد. اما این امر نیاز به پوشش ریسک اوراق مرابحه را کم نمی‌کند؛ بلکه لازم است با بیان راهکارهای مدیریتی پوشش ریسک، طیف گسترده‌ای از سرمایه‌گذاران بخصوص افراد ریسک گریز را جذب نمود و سرمایه‌های لازم برای اجرای طرح‌ها فراهم آورد.

۵. ریسک صکوک مرابحه با استفاده از منابع فقهی و راه‌حل‌های اسلامی نیز به راحتی قابل پوشش بوده و خریداران این اوراق با ریسک کمی مواجه خواهند شد.

۶. ریسک‌های صکوک مرابحه به دو گروه ریسک بازار اولیه و ریسک بازار ثانویه تقسیم می‌شود. در ریسک‌های بازار اولیه روش‌هایی مانند استفاده از موسسه امین؛ یا استفاده از وثیقه یا ضمانت نامه‌های لازم را از شرکت تامین مالی و یا شخص ثالث؛ قرارداد اختیار معامله؛ استفاده از قرارداد صلح یا بیع‌نسیه؛ استفاده از ضمانتنامه بانکی بی‌قید و شرط؛ گنجاندن شرط وجه التزام در قرارداد، استفاده می‌شود. در ریسک‌های بازار ثانویه، روش‌هایی مانند متنوع‌سازی پرتفوی با اوراق مختلف؛ ثبات قوانین؛ ضمانت‌های دولتی؛ درج شروط غیرقابل تغییر در امیدنامه؛ قراردادامتیازی، بیمه؛ تشکیل شورای فقهی- تخصصی نظارت از جمله روش‌های مدیریتی در کنترل ریسک است.

[Downloaded from mieaoi.ir on 2026-11-09]

منابع

۱. ابوالحسنی، اصغر و حسنی‌مقدم، رفیع، بررسی انواع ریسک و روش‌های مدیریت آن در نظام بانکداری بدون ربای ایران، مجله اقتصاد اسلامی، ۱۳۸۸، شماره ۳۰
۲. اسدی‌پور، «نوشین، نظارت بر بانک‌ها و شیوه‌های اجرای آن»، تهران، پژوهشکده پولی و بانکی، چاپ اول.
۳. باباقادری، آزاده و فیروزی، اعظم، صکوک، رایج‌ترین ابزار تامین مالی اسلامی، کنفرانس بین‌المللی تامین مالی اسلامی، تهران، دانشگاه صنعتی شریف، ۱۳۸۶
۴. پژوهشکده پولی و بانکی، مرابحه، خرید دین و استصناع، تهران، پژوهشکده پولی و بانکی، ۱۳۹۰
۵. جمشیدی، ابوالقاسم، «بازار سرمایه»، تهران: رسا ؛ ۱۳۸۲
۶. خان، طریق الله و احمد، حبیب، مدیریت ریسک: بررسی عوامل بروز آن در صنعت خدمات مالی اسلامی، محمد مهدی موسوی بیوکی، تهران، دانشگاه امام صادق، ۱۳۸۷، چاپ اول
۷. ختایی، محمود، گسترش بازاهای مالی و رشد اقتصادی، تهران، موسسه تحقیقات پولی و بانکی، ۱۳۷۸، چاپ اول
۸. راعی، رضا و سعیدی، علی، مبانی مهندسی مالی و مدیریت ریسک، تهران، دانشکده مدیریت دانشگاه تهران و سازمان مطالعه و تدوین کتب علوم انسانی دانشگاه‌ها (سمت)، بهار ۱۳۸۳ش، چاپ اوّل
۹. رحیمی نجف آبادی، محمد، شناسایی و طبقه‌بندی ریسک‌های مربوط به اوراق بهادار اجاره (صکوک اجاره)، تهران، دانشگاه امام صادق، ۱۳۸۹، پایان‌نامه
۱۰. رشیدی، مهدی، مدیریت ریسک، نوسانات نرخ ارز و بهره، تهران، موسسه عالی بانکداری ایران بانک مرکزی جمهوری اسلامی ایران، ۱۳۷۹، چاپ اول
۱۱. زاهدی، شمس‌السادات، «مدیریت ریسک‌سیاسی»، فصلنامه مطالعات مدیریت، ۱۳۷۹ش، ش ۲۵و ۲۶
۱۲. سازمان بین‌المللی کمیسیون‌های اوراق‌بهادار، ۱۳۸۸
۱۳. سروش، ابوذر و صادقی، محسن، «مدیریت ریسک اوراق‌بهادار اجاره (صکوک اجاره)»، مجله علمی پژوهشی اقتصاد اسلامی، تهران: پژوهشگاه فرهنگ و اندیشه اسلامی، ۱۳۸۷، ش۲۲
۱۴. شیرمردی، مجید، شناسایی و رتبه‌بندی صکوک مضاربه، تهران، پایان‌نامه دانشگاه امام صادق، ۱۳۹۰

[Downloaded from mieaoi.ir on 2026-11-09]

۱۵. عبیدالله، محمد، خدمات مالی اسلامی، محمد واعظ برزانی و حامد طاهری، تهران، انتشارات سمت، ۱۳۸۹، چاپ اول
۱۶. علیزاده، محمد، مرابحه ابزاری برای پوشش ریسک در نظام مالی اسلامی، ماهنامه بورس، مرداد ۱۳۸۶، شماره۶۵
۱۷. فرتوت‌زاده، حمیدرضا و لهی، مهدی، اشناسایی و اولویت‌بندی ریسک‌های راهبردی در بانکداری بدون ربا(مطالعه موردی بانک ملت)، مجله علمی- پژوهشی اقتصاد اسلامی، ۱۳۸۹، ش۳۷، ص ۱۵۲
۱۸. فلاح شمس، میرفیض و رشنو، مهدی، «ریسک در صکوک و مصون‌سازی آن براساس موازین شرعی»، مجموعه مقالات نوزدهمین همایش بانکداری اسلامی، تهران، مؤسسه عالی بانکداری ایران، ۱۳۸۸
۱۹. کاوند، مجتبی، گفتارهایی درباره اوراق‌بهادار اسلامی، تهران، دانشگاه امام صادق، ۱۳۸۹، چاپ اول
۲۰. کدخدایی، حسین، «چالش عدم اطمینان ریسک‌های طبیعی در ایران»، فصلنامه صنعت بیمه، ۱۳۷۸، شماره ۵۵
۲۱. معاونت امور اقتصادی وزارت امور اقتصادی و دارایی، «سرمایه‌های فیزیکی خارجی و روش‌های جذب آن»، تهران: وزارت امور اقتصادی و دارایی،۱۳۷۴، چاپ اول
۲۲. معصومی‌نیا، غلام علی، تخفیف مبلغ بدهی در دیون مدت‌دار در برابر کاهش مدت سررسید، مجله اقتصاد اسلامی، پژوهشگاه فرهنگ و اندیشه اسلامی، ۱۳۸۵، شماره ۲۴
۲۳. موسویان، سید عباس، ابزارهای مالی اسلامی، تهران، پژوهشگاه فرهنگ و اندیشه اسلامی،۱۳۸۶، چاپ اول
۲۴. طرح تحول نظام بانکی، تهران، پژوهشگاه فرهنگ و اندیشه اسلامی،۱۳۹۰، چاپ اول، ویراست دوم
۲۵. موسویان، سید عباس و نظرپور، محمدنقی وکفشگر جلودار، حسین، «نقش شورای تخصصی فقهی در ارتقای سطح مشروعیت و کارایی بانک‌های اسلامی(مطالعه تجربی چند کشور اسلامی)»، فصلنامه علمی پژوهشی اقتصاد اسلامی، زمستان ۱۳۸۸، سال نهم، شماره ۳۶
۲۶. نظرپور، محمدنقی و خزائی، ایوب،«پوشش ریسک صکوک استصناع در بازار بورس اوراق بهادار»، مجله علمی پژوهشی سیاست‌های اقتصادی(نامه مفید)، ۱۳۸۹، شماره۸۱.
۲۷. نیازی، مهدی، مروری بر ریسک فعالیت‌های بانکی و راهکارها، مجلّه بانک و اقتصاد، ۱۳۸۴، ش۶۲،

[Downloaded from mieaoi.ir on 2026-11-09]

۲۸. هرورانتی، حسین و همکاران، نقدی بربانکداری اسلامی، تهران، دانشگاه امام صادق علیه السلام، ۱۳۸۹، چاپ اول

29. Adam, Nathif j & Thomas, Abdulkader, Islamic Bonds: "Your Guide to issuing, structuring and investing in Sukuk", Euromoney Books, 2004
30. Arsalan Tariq, Ali & Dar, Humayon, Risks of Sukuk structures: Implications for resource mobilization, Thunderbird International Business Review, 2007 Vol 49 March-April.

[Downloaded from mieaoi.ir on 2026-11-09]

[Downloaded from mieaoi.ir on 2026-11-09]