



مدیریت ریسک در ابزارهای مالی اسلامی

مصطفی قناد*

دانشجوی دکتری حسابداری، دانشگاه شهید بهشتی تهران، تهران، ایران

محمود لاری دشت‌بیاض

استادیار گروه حسابداری، دانشگاه فردوسی مشهد، مشهد، ایران

تاریخ دریافت مقاله: ۱۳۹۶/۰۱/۱۵ تاریخ پذیرش نهایی: ۱۳۹۶/۰۴/۱۸

چکیده

ابزارهای مالی اسلامی به تازگی به‌عنوان یکی از انواع اوراق بهادار مهم در جهت تأمین مالی و سرمایه‌گذاری اسلامی به‌کار برده می‌شوند. ابزارهای مالی اسلامی یکی از اثرگذارترین عوامل در نظام اقتصاد اسلامی است که به‌منزله‌ی جایگزینی مناسب برای وجوه نقد و انواع سرمایه‌گذاری‌ها در نظام اقتصادی از آنها یاد می‌شود. امروزه ابزارهای مالی در اقتصاد اسلامی یکی از موفق‌ترین سازوکارها در صنعت مالی قلمداد شده و رشد چشم‌گیری در نظام مالی جهانی داشته؛ به‌گونه‌ای که در چشم‌اندازهای مالی جهان، یکی از اساسی‌ترین ابزارهای توسعه‌ی دانش مالی مطرح می‌شود. مقاله حاضر به روش توصیفی - تحلیلی پس از بحث و بررسی در خصوص سازوکارهای اقتصاد اسلامی، ابزارهای مالی اسلامی و توسعه آنها در کشورهای مختلف جهان، به معرفی انواع ریسک‌های متوجه اوراق بهادار اسلامی پرداخته و در نهایت توجه خود را به مدیریت ریسک ابزارهای مالی اسلامی معطوف می‌دارد. هدف اصلی این پژوهش، تبیین و معرفی ریسک‌های پیش‌رو در ابزارهای مالی اسلامی است و معرفی مکانیزم مناسب جهت مدیریت ریسک این‌گونه اوراق و در نهایت ارتباط تأمین مالی بهینه و رویکرد سرمایه‌گذاری اسلامی می‌باشد. تحقیق حاضر نشان می‌دهد ابزارهای مالی اسلامی مانند کلیه دارایی‌های مالی با انواع ریسک‌های بازار و ریسک‌های خاص ناشر این اوراق مواجه است؛ بنابراین می‌توان از ابزارهای رایج ریسک برای مصون‌سازی این اوراق استفاده نمود.

واژه‌های کلیدی

ابزارهای مالی اسلامی، اقتصاد اسلامی، تأمین مالی، ریسک شریعت، مدیریت ریسک.

* نویسنده‌ی مسوول مکاتبات: m_ghanad@sbu.ac.ir

۱. مقدمه

ظهور بازارهای اسلامی در جهان طی دهه اخیر، بی شک مرهون احکام بنیادین اسلام و پویایی شریعت در معرفی ابزارهای نوین اسلامی توسط صاحب نظران حوزه‌ی مالی اسلامی بوده است. به گونه‌ای که در حال حاضر نه تنها اقتصاد کشورهای اسلامی از ابزارهای متعارف که اکثراً ربوی می‌باشند، بی‌نیاز گشته‌اند؛ بلکه محصولات آن به اقصی نقاط جهان و به خصوص کشورهای پیشرفته‌ای همچون آمریکا، آلمان، ژاپن، کانادا، انگلیس و بسیاری از کشورهای دیگر رسوخ یافته است. بازارهای مالی کشورمان نیز از این قاعده مستثنی نبوده و صاحب نظران حوزه‌ی مالی کشور به حق در این راه تمام تلاش خود را مصروف داشته و ابزارهای نوین مالی اسلامی را براساس اصول بنیادین اسلام و مبتنی بر فقه شیعه طراحی و به بازارهای کشور معرفی نموده‌اند. در این راستا، تصویب اوراق صکوک اسلامی هم در سازمان بورس و اوراق بهادار و هم در بانک مرکزی جمهوری اسلامی ایران نشانه‌های عزم جدی کشور در این ارتباط بوده و ظهور عملی این حرکت رو به جلو را می‌توان در تأمین مالی شرکت‌ها از طریق ابزارهای نوین مالی اسلامی یافت (قاسمی‌ارمکی، ۱۳۹۱). مطالعات مالی اسلامی در ادبیات پژوهش، بر روش‌های تأمین مالی اسلامی و توانمندی‌های اسلام برای رفع موانع و مشکلات مالی و حل مؤثر مشکلات و معضلات مالی در خصوص وام و منافع حاصل از آن متمرکز می‌باشند. بنابراین، نیاز به این مسأله به روشنی حس می‌شود که مردم از پروژه کسب و کار در قوانین بانکداری بین‌المللی و اسلامی حمایت کنند. با این همه، وجود جای خالی مدیریت ریسک در نظام بانکداری اسلامی و ابزارهای مالی اسلامی بر کسی پوشیده نیست. گرچه قرارداد فی‌مابین بانک و مشتریان در نظام بانکداری اسلامی، شامل سهم هر دو وجه معامله در سود و زیان ناشی از معامله است؛ اما بانک مسوول ریسک سپرده‌ی مشتریان شناخته می‌شود. افزون بر این، ریسک انجام هرگونه معامله‌ی تجاری توسط بانک متوجه سپرده‌گذار خواهد بود (Gamaluddin, 1986). مطالعه حول محور مدیریت ریسک در نظام بانکداری اسلامی و ابزارهای مالی اسلامی و همچنین توجه به الزامات فنی و به‌طور ویژه موارد مرتبط با حسابرسی در بانک‌های اسلامی که در نتیجه موجب ارزیابی عملکرد مناسبی از بانک‌ها خواهد شد، ضروری به نظر می‌رسد. در این مطالعه، علاوه بر بحث و بررسی در خصوص مدیریت ریسک در ابزارهای مالی اسلامی پرداخته شده است؛ سعی شده تا ادعای وجود احتمال ریسک بیشتر در نظام بانکداری اسلامی نسبت به بانکداری متعارف در دنیا، نیز رد شود. ریسک، عدم اطمینان در دستیابی به اهداف و احتمال بالای روبرویی با پیامد ناخوشایند یک عمل را نشان می‌دهد. این تعریف

برای ریسک در مطالعات مالی که شامل دو احتمال (یعنی شکست و پیروزی) هستند؛ کاملاً مناسب است. در حالی که تأمین مالی مطمئن، نشان‌دهنده‌ی وضعیت با تنها یک پیامد است (Elgari, 2003).

ریسک از جمله مهم‌ترین مسائل مورد توجه سرمایه‌گذاران است. اهمیت این بُعد از ابزارهای مالی سبب شده تا طراحان، ناشرین و سرمایه‌گذاران بدان توجه خاصی داشته باشند. فرهنگ وبستر^۱ ریسک را «در معرض خطر قرار گرفتن» تعریف کرده است (Gilman, 1989). ریسک در اصطلاح عبارت است از امکان تفاوت بازده واقعی از بازده مورد انتظار. در مورد سرمایه‌گذاری، ریسک یعنی احتمال اینکه بازده واقعی (برحسب ریال یا درصد) از بازده مورد انتظار تفاوت داشته باشد (پارسائیان، ۱۳۸۴؛ ص ۳۷). در برخی مواقع ریسک را به صورت تغییر نامطلوب در بازدهی تحقق‌یافته نیز تعریف می‌کنند؛ به عبارتی تنها تغییرات رو به پایین بازدهی ریسک^۲ تلقی می‌شود (Crouchy et al., 2006). وان و وان (۲۰۰۷) ریسک را این‌چنین تعریف کرده‌اند: «وضعیتی که با انحراف از مسیر بی‌خطر همراه است»؛ در حالی که مگینسون در کتاب تئوری‌های مالی شرکتی از آن صرفاً به‌عنوان «احتمال زیان» یاد می‌کند (Megginson, 1997). بوسلاما و لاهریچی (۲۰۱۶) پس از بررسی عدم قطعیت و مدیریت ریسک از دیدگاه اسلام به این نتیجه رسیدند که قوانین اسلامی حاوی یک چارچوب قانونی مشخص است که توسط آن ریسک قابل درک است.

بانکداری اسلامی با گستره‌ی وسیعی از منابع ریسک مربوط به مشتری، بخش‌های داخلی بانک و تأثیرات اقتصادی و محیطی بر بانک مواجه است. ریسک علاوه بر اعتبار بانک، بر مقادیر قابل توجهی از منابع وجوه و نقدینگی نیز تأثیر می‌گذارد. برخی از این منابع، می‌توانند توسط بانک کنترل و اصلاح شوند؛ در حالی که سایر منابع خارجی هستند و کنترل آنها دشوار است. بنابراین باید برای دستیابی به یک قاعده‌ی مدیریت ریسک خوب در بانکداری اسلامی روش‌های مشخصی تعیین شود. قاعده‌ی مدیریت ریسک بهینه شامل تعریف، سنجش، کاهش، نظارت، کنترل و گزارش ریسک‌ها می‌باشد. یک سیاست مدیریت ریسک مناسب، بایستی دربرگیرنده‌ی یک سیستم اطلاعاتی جامع و مدیریت بهینه برای رسیدن به تصمیمات و نوشتن گزارشات مرتبط با ریسک داخلی باشد؛ این موارد متناسب با اندازه و فعالیت‌های مؤسسات متغیر هستند. در این مقاله پس از گریزی مختصر به مؤسسات و ابزارهای مالی اسلامی به معرفی ریسک‌های مورد توجه در ابزارهای مالی اسلامی، از جمله ریسک‌های بازار، اعتباری، شریعت، عملیاتی و انعطاف‌ناپذیری نهادی پرداخته شده است؛ افزون بر این به سه رویکرد «اوراق اختیار معامله»، «اختیار ترکیب شده بر مبنای صکوک» و «استفاده از سوآپ برای مدیریت ریسک در صکوک» در راستای مدیریت و مصون‌سازی از این‌گونه ریسک‌ها اشاره شده است.

۲. مزایای مؤسسات مالی اسلامی

نظام مالی اسلامی متشکل از بانکداری بازرگانی، بیمه و بازار سرمایه‌ی اسلامی، با پیشرفت خود به یک بخش مهم و اساسی در بازار مالی جهانی بدل شده است و به‌مثابه‌ی یک مدل مالی جانشین کارا و قابل اجرا در مقابل نظام مالی کلاسیک بسیار مورد توجه صاحب‌نظران قرار گرفته است (الشکری و بهزادارجمندی، ۱۳۹۱). همچنین در راستای توسعه این‌گونه مؤسسات، گوندادگو و گوندادگو (۲۰۱۶) روش‌های تأمین مالی اسلامی در حمایت از صادرات سازمان کنفرانس اسلامی را تشریح کردند. مؤسسات مالی اسلامی، از هفتاد سده گذشته رشد و پیشرفت قابل ملاحظه‌ای داشته است؛ به‌گونه‌ای که برخی از کشورها، خدمات اسلامی را حتی دوشادوش خدمات بانکداری متعارف قرار داده‌اند. پاکستان و سودان تصمیم گرفته‌اند برای سازگاری با قوانین تأمین مالی اسلامی در سیستم مالی خود، اصلاحات عمده‌ای انجام دهند. براساس گزارش انجمن بین‌المللی بانکداری اسلامی^۳، ۱۷۶ مؤسسه مالی اسلامی تا پایان سال ۱۹۹۷ دارای سرمایه کل معادل ۷/۳ میلیارد دلار بوده‌اند. در سال ۱۹۹۷ میزان ارز در گردش در این مؤسسات اسلامی ۱۱۲/۶ میلیارد دلار با درآمد خالص ۱/۲ میلیارد دلار بوده است. جدول ۱ وضعیت مالی مؤسسات اسلامی را نشان می‌دهد.

جدول ۱. وضعیت مالی مؤسسات مالی اسلامی
(International Association of Islamic Banks, 1997)

| سال | تعداد بانک‌ها | سرمایه تلفیقی | دارایی‌های تلفیقی | پول جمع‌آوری شده در بخش مدیریت | سود خالص تلفیقی |
|--------------------------|---------------|---------------|-------------------|--------------------------------|-----------------|
| ارقام بر حسب میلیون دلار | | | | | |
| ۱۹۹۳ | ۱۰۰ | ۳۰۹/۲ | ۸۱۵/۵۳ | ۵۸۷/۴۱ | ناموجود |
| ۱۹۹۴ | ۱۳۳ | ۹۵۴/۴ | ۵۶۷/۱۵۴ | ۰۴۴/۷۰ | ۸۰۹ |
| ۱۹۹۵ | ۱۴۴ | ۳۰۸/۶ | ۰۵۳/۱۶۶ | ۵۱۶/۷۷ | ۲۴۵/۱ |
| ۱۹۹۶ | ۱۶۶ | ۳۷۱/۷ | ۱۲۳/۱۳۷ | ۱۶۳/۱۰۱ | ۶۸۴/۱ |
| ۱۹۹۷ | ۱۷۶ | ۳۳۳/۷ | ۶۸۵/۱۴۷ | ۵۹۰/۱۱۲ | ۲۱۸/۱ |

تأمین مالی اسلامی موفقیت امیدبخشی را ارائه داده است. مطالعه جدید نشان داده است که بانک‌های اسلامی به ثبات رسیده‌اند و همراه با درآمد قابل توجه شهرت زیادی به‌دست آورده‌اند (Iqbal, 2001). این دستاوردها تنها شامل رشد سریع و دوشادوش بانکداری متعارف نبوده است؛ بلکه همان‌طور که در پژوهشی مشابه اشاره شده، از برخی از بانک‌های همتای خود در بعضی از بخش‌ها نیز فراتر رفته‌اند.

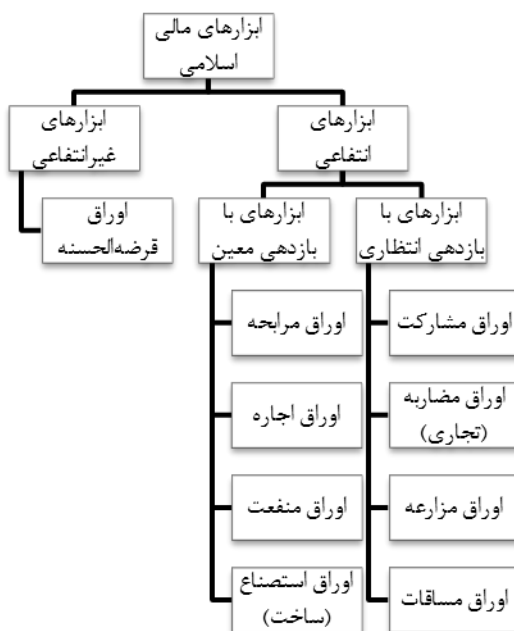
به طور کلی، بانک‌های اسلامی در مقایسه با بانک‌های متعارف سرمایه‌های بالاتری دارند و با متوسط درآمدی بالاتر از مزیت بهره‌برداری بهتر از منابع برخوردار هستند (Ahmed et al., 2014). با نگاهی به جدول ۱ می‌توان مشاهده کرد که مؤسسات مالی اسلامی با توجه به یک الگوی جهانی در چند سال گذشته نرخ رشد سریعی داشته‌اند. یکی از شاخص‌های موفقیت این مؤسسات همکاری با برخی از مؤسسات مالی بزرگ مانند ANZ^۴، شرکت مورگان استنلی و دین ویتزر^۵، HSBC^۶، کامرز بانک سیتی کورپ^۷، چیس منهتن^۸ و گرینلیز^۹ است.

۳. ابزارهای مالی اسلامی

بخش عمده‌ای از جمعیت دنیا را مسلمانان تشکیل می‌دهند؛ آنان از سالیان پیش به دنبال اوراق بهاداری بودند که ویژگی‌های آن اوراق، مطابق احکام شرع مقدس اسلام باشد. در نتیجه سال‌های اخیر اوراق قرضه اسلامی به عنوان ابزار جایگزین اوراق قرضه طراحی گردید که به صکوک معروف است. انتشار آن اوراق در سال‌های اخیر توسط دولت‌ها و شرکت‌ها رشد چشم‌گیری داشته است. استاندارد شرعی شماره ۱۷ سازمان حسابداری و حسابرسی مؤسسات مالی اسلامی (AAOIFI)^{۱۰}، صکوک را چنین تعریف می‌کند: «گواهی با ارزش اسمی یکسان که پس از اتمام عملیات پذیره‌نویسی، بیانگر پرداخت مبلغی اسمی مندرج در آن توسط خریدار به ناشر است و دارنده آن مالک یک یا مجموعه‌ای از دارایی‌ها، منافع حاصل از دارایی‌ها یا ذی‌نفع یک پروژه یا یک فعالیت سرمایه‌گذاری خاص می‌شود.»

پس از مطالعات گسترده‌ای که بر روی عقود شرعی و قابلیت آنها برای ابزارسازی صورت گرفت، متفکران مسلمان توانستند با رعایت ضوابط شرعی و نیازهای واقعی جوامع اسلامی، انواعی از ابزارهای مالی ارائه کنند. این ابزارها که برخی از آنها بیشتر از ده سال تجربه‌ی عملی دارد و برخی در حد ایده و تفکر است، با توجه به نمودار ۱ به سه گروه تقسیم می‌شود (موسویان، ۱۳۹۱):

گروه نخست؛ ابزارهای مالی غیرانتفاعی که براساس قرارداد قرض الحسنه طراحی شده‌اند. گروه دوم؛ ابزارهای مالی انتفاعی که با نرخ‌های سود معین که مبتنی بر قراردادهای مبادله‌ای ارائه شده‌اند. گروه سوم؛ ابزارهای مالی انتفاعی با نرخ‌های سود انتظاری که با توجه به قراردادهای مشارکتی عرضه شده‌اند.^{۱۱}



نمودار ۱. ابزارهای مالی اسلامی

ایران برای نخستین بار در سال ۱۳۸۹ اقدام به انتشار اوراق صکوک اجاره که یکی از ابزارهای مالی اسلامی است، نمود. اوراق صکوک اجاره افزون بر فراهم نمودن شرایط لازم جهت تأمین مالی بنگاه‌های تولیدی و خدماتی، قابلیت خرید و فروش در بازار ثانویه فرابورس را نیز داشته و می‌تواند به عنوان ابزار مالی کارآمد مورد استفاده قرار گیرد (قاسمی‌ارمکی، ۱۳۹۱).

۳-۱. گذری بر ابزارهای مالی اسلامی در سطح بین‌المللی

ابزارهای نوین مالی نه تنها در کشورهای اسلامی رواج چشم‌گیری یافته‌اند؛ بلکه به کشورهای پیشرفته‌ای همچون آمریکا، انگلیس، آلمان، ژاپن و سنگاپور نیز رسوخ پیدا کرده است. جدول ۲ تعداد اوراق منتشره، ارزش (به میلیون دلار آمریکا) و درصد کل اوراق انتشار یافته صکوک عمده جهان از سال ۲۰۰۱ تا پایان سال ۲۰۱۴ م. را نشان می‌دهد.

جدول ۲. معاملات بین‌المللی صکوک در جهان از سال ۲۰۰۱ تا سال ۲۰۱۴
(International Islamic Financial Market SUKUK Report, 2014)

| ردیف | نام کشور | تعداد اوراق منشره | ارزش (میلیون دلار) | درصد از کل |
|------|-------------------|-------------------|--------------------|------------|
| ۱ | امارات متحده عربی | ۶۸ | ۴۵/۹۸۶ | ٪۳۹/۳۵ |
| ۲ | عربستان سعودی | ۳۰ | ۲۱/۵۴۲ | ٪۱۸/۴۳ |
| ۳ | مالزی | ۳۲ | ۱۶/۳۳۹ | ٪۱۳/۹۸ |
| ۴ | قطر | ۱۰ | ۸/۹۳۵ | ٪۷/۶۵ |
| ۵ | بحرین | ۹۴ | ۶/۸۳۰ | ٪۵/۸۴ |
| ۶ | اندونزی | ۷ | ۵/۷۸۵ | ٪۴/۹۵ |
| ۷ | ترکیه | ۱۲ | ۵/۷۵۳ | ٪۴/۹۲ |
| ۸ | کویت | ۱۳ | ۲/۱۲۷ | ٪۱/۸۲ |
| ۹ | آمریکا | ۳ | ۷۶۷ | ٪۰/۶۶ |
| ۱۰ | سنگاپور | ۴ | ۷۱۱ | ٪۰/۶۱ |
| ۱۱ | انگلستان | ۸ | ۶۸۷ | ٪۰/۵۹ |
| ۱۲ | پاکستان | ۱ | ۶۰۰ | ٪۰/۵۱ |
| ۱۳ | هنگ کنگ | ۲ | ۱۹۶ | ٪۰/۱۷ |
| ۱۴ | ژاپن | ۳ | ۱۹۰ | ٪۰/۱۶ |
| ۱۵ | سودان | ۲۱۵ | ۱۳۰ | ٪۰/۱۱ |
| ۱۶ | چین | ۱ | ۹۷ | ٪۰/۰۸ |
| ۱۷ | قزاقستان | ۱ | ۷۷ | ٪۰/۰۷ |
| ۱۸ | لوکزامبورگ | ۲ | ۶۰ | ٪۰/۰۵ |
| ۱۹ | آلمان | ۱ | ۵۵ | ٪۰/۰۵ |
| ۲۰ | فرانسه | ۱ | ۰/۶۵ | ٪۰/۰۰۱ |
| | جمع | ۲۹۴ | ۱۱۶/۸۶۷ | ٪۱۰۰ |

معاملات ابزارهای مالی اسلامی (صکوک) در جمهوری اسلامی ایران نیز با تصویب این اوراق در شورای فقهی سازمان بورس و اوراق بهادار و بانک مرکزی جمهوری اسلامی ایران و ابلاغ دستورالعمل‌های مربوطه آغاز شده و برای اولین بار در بهمن ماه ۱۳۸۹ توسط شرکت هواپیمایی ماهان به صورت اوراق اجاره به مبلغ ۲۹۱/۵ میلیارد ریال با نماد «ماهان ۱» در شرکت فرابورس ایران معامله شد و برای بار دوم نیز این شرکت اقدام به انتشار اوراق اجاره با نماد «ماهان ۲»، توسط شرکت تأمین سرمایه بانک ملت نمود. پس از آن شرکت‌های متعددی جهت تأمین مالی از طریق این ابزارهای نوین، اعلام آمادگی نمودند (همان). همان‌طور که ملاحظه می‌گردد میل و رغبت به سمت و سوی ابزارهای مالی اسلامی روزبه‌روز رو به افزایش است؛ بنابراین، ضروری است نسبت به شناخت انواع ریسک‌های این اوراق بهادار اقدام نموده و در راستای مدیریت ریسک ابزارهای مالی اسلامی تمهیداتی توسط سرمایه‌گذاران اندیشیده شود.

۴. ریسک‌های خاص ابزارهای مالی اسلامی

یکی از مسائل جدی اقتصاد ایران، اتکای بیش از حد بنگاه‌های اقتصادی به‌ویژه شرکت‌های تولیدی به بانک‌ها جهت تأمین مالی است که این نسبت در ایران با استانداردهای جهانی همخوانی نداشته و باعث فشار مضاعف به بانک‌ها و ظهور و بروز مشکلاتی در انجام وظایف آنها شده است. در تقابل با تقاضای بیش از حد بنگاه‌ها، توان مدیریت بانکی در منابع مالی کم شده و باعث افزایش هزینه مالی شده و بالتبع موجب بالاتر رفتن هزینه‌های تمام شده و کاهش قدرت رقابتی و در مجموع آسیب‌پذیری اقتصاد ایران شده است. یکی از مواردی که موجب کاهش ریسک‌های بالقوه ابزارهای مالی اسلامی در ایران شده است، پیش‌بینی ارکان اوراق بهادار اسلامی در ایران می‌باشد. وجود امین، ضامن و به‌ویژه عامل مهم نظارتی تحت عنوان حسابرس موجب کاهش ریسک ناشی از این اوراق می‌شود. حسابرس موظف است در خصوص مصرف صحیح وجوه، نگهداری حساب‌ها و میزان اصل و سود اوراق و نیز میزان پیشرفت طرح موضوع اوراق بهادار، رسیدگی و اظهارنظر کند. حسابرس معمولاً ملزم است در دوره‌های زمانی مشخصی گزارش‌های مربوط را به نهاد ناظر بازار سرمایه ارائه کند (همان). به‌کارگیری ابزارهای مالی اسلامی که مطابق قواعد اسلامی هستند، ریسک‌ها و چالش‌های مشخصی را ایجاد می‌کنند. در نتیجه مدیریت ریسک کارآمد در مؤسسات مالی اسلامی اهمیت به‌سزایی دارد؛ زیرا آنها تلاش می‌کنند تا با چالش‌های جهانی شدن مقابله کنند. با این همه، این امر مستلزم ایجاد یک چارچوب قانونی مناسب و ابزارهای مالی جدید به‌منظور ارائه‌ی یک محیط عملیاتی توانمند برای تأمین مالی اسلامی است. این بخش به‌طور خلاصه برخی از این ریسک‌ها را که منحصراً با مؤسسات مالی اسلامی در ارتباط هستند؛ برجسته می‌کند. هر چند مطابق با نتایج پژوهش عبدالله و همکاران (۲۰۱۵)، ریسک شرکت‌های بزرگ کشورهای عضو شورای همکاری خلیج فارس، در مؤسسات مالی اسلامی نسبت به مؤسسات مالی متعارف پایین‌تر می‌باشد. همچنین آب‌منان و شفیعی (۲۰۱۵) به بررسی مدیریت ریسک قرضه‌های اسلامی کوچک (IMF)^{۱۲} ارائه شده توسط مؤسسات مالی اسلامی در مالزی پرداختند و دریافته‌اند که مؤسسات مالی اسلامی در مالزی، اقدامات لازم در زمینه‌ی مدیریت ریسک اوراق قرضه اسلامی کوچک را انجام داده و سپس اقدام به انتشار این اوراق کرده‌اند. با این همه، نوآوری در ابزارهای مالی، اساساً شامل افزایش احتمال ایجاد ریسک‌های بازار و مالی مشخص است. این ریسک‌ها شامل ریسک بازار، ریسک اعتباری، ریسک رعایت شرع، ریسک عملیاتی و انعطاف‌ناپذیری نهادی است.

۴-۱. ریسک بازار

ریسک بازار به عنوان ریسک موجود در ابزارهای قابل معامله در بازار تعریف می‌شود. افزون بر این، دو دسته ریسک بازاری شناسایی شده‌اند: ریسک‌های عمومی یا سیستماتیک و ریسک‌های خاص شرکت یا غیرسیستماتیک. ریسک‌های سیستماتیک می‌توانند از تغییرات دولت و سیاست اقتصادی ناشی شوند؛ حال آنکه ریسک‌های غیرسیستماتیک به این دلیل پدید می‌آیند که ابزارهای خاص شرکتی مختلف بدون نظر گرفتن ارتباط با سایر ابزارهای شرکت ارزش گذاری می‌شوند. ریسک بازار از ریسک‌های نرخ بازده، ریسک نرخ ارز خارجی، ریسک بهای سهام و ریسک کالا تشکیل شده است. نکته قابل توجه اینکه صکوک بیشتر در معرض ریسک‌های نرخ بازده و نرخ ارز است (Tariq, 2004).

ریسک نرخ بازده هنگامی مورد توجه قرار می‌گیرد که نرخ بازده صکوک ثابت باشد؛ این نرخ‌های ثابت به همان شیوه‌ای در معرض این ریسک قرار می‌گیرند که سهام با نرخ ثابت در معرض ریسک نرخ بازده است. افزایش نرخ بهره بازار منجر به کاهش ارزش‌های ابزارهایی با نرخ بازده ثابت می‌شود و بدین علت است که به این نوع ریسک، ریسک نرخ بازده نیز اطلاق می‌شود. با این وجود، تمام دارایی‌های بازده ثابت شامل اجاره، استصناع (ساخت)، سلم^{۱۳} یا هر منبع دیگری با این ریسک مواجه خواهند شد. این امر، ریسک سرمایه‌گذاری مجدد و هزینه فرصت سرمایه‌گذاری در نرخ‌های جدید را نیز در بر می‌گیرد؛ به‌ویژه اگر دارایی مانند ابزارهای غیرقابل معامله کوپن - صفر نقد نباشد. ریسک نرخ بازده صکوک به طول دوره‌ی انتشار و تاریخ سررسید آن بستگی دارد. تغییرات نرخ بهره در بازارهای متعارف مالی بر ارزش اعتباری گواهی‌های صکوک اثر گذاشته، منجر به افزایش ریسک اعتباری صدور اوراق می‌شود. به همین دلیل گفته می‌شود که صکوک به صورت غیرمستقیم در معرض نوسانات نرخ لایبور^{۱۴} قرار دارد (Ahmed Khalid, 2009; Abu-Alkheil, 2012) در حالی که ریسک ارز خارجی، از نوسانات نامطلوب نرخ ارز پدید می‌آید و بر موقعیت‌های ارز خارجی تأثیر می‌گذارد. چالش ابزارهای مالی اسلامی در نهادها و حاکمیت‌های شرکتی پدید می‌آید و برای طراحی استراتژی مدیریت اثربخش ریسک ارز متناسب با قواعد شرع مناسب است (Tariq, 2004).

۴-۲. ریسک اعتباری

ریسک اعتباری احتمال غیرقابل وصول شدن یک دارایی یا بدهی به دلیل قصور یا تأخیر در تسویه آن است. در حالی که ریسک طرف مقابل این احتمال است که اگر رابطه شامل ترتیبات قراردادی باشد؛ طرف مقابل از شرایط قرارداد عقب بکشد. این پیامدها می‌توانند با کاهش ارزش دارایی‌های یک بانک

شدت بگیرند. ریسک‌های اعتباری و طرف مقابل بخش اصلی تأمین مالی اسلامی هستند و به دلیل ماهیت ابزارهای مالی اسلامی منحصر به فرد می‌باشند. این ابزارها پایه مخزن منافع ابزارها را تشکیل می‌دهند. بانک‌های اسلامی برخلاف مؤسسات مالی متعارف به دلیل ملاحظات شرعی به ابزارهای مشتقه و سایر سازوکارهای مدیریت ریسک اعتباری دسترسی ندارند (Ahmed-Khalid, 2009; Tariq, 2004). با این همه، ریسک اعتباری در فضای مالی اسلامی به ندرت اتفاق می‌افتد و دلیل آن ماهیت ابزارهایی است که پرتفوی دارایی‌های صکوک بر آن قرار گرفته است. به عنوان نمونه، صکوک اجاره بر دارایی‌های شرکت ذی نفع ایجاد می‌شود و به دلیل موجود بودن این دارایی‌ها، ریسک اعتباری نزدیک به صفر می‌شود (عقیلی کرمانی، ۱۳۸۱)

۳-۴. ریسک شریعت (منطبق بر شریعت)^{۱۵}

ریسک‌های منطبق بر شریعت یا به طور خلاصه ریسک شریعت، از دست رفتن ارزش دارایی در نتیجه‌ی تخلف ناشران اوراق صکوک در قبال مسئولیت‌های امین نسبت به رعایت احکام شریعت است. نمونه‌های مختلفی از تخلف‌های عمدی یا غیرعمدی در گذشته وجود دارد. شروط فسخ موجود در امیدنامه‌ی صکوک، اشاره به وقایعی دارد که قرارداد صکوک را به علت ناسازگاری با شریعت، باطل و بی‌اثر می‌کند؛ لذا آنچه اهمیت پیدا می‌کند رقابت‌پذیری و بقا در بازارهای سرمایه به‌عنوان یک دسته از دارایی‌های منطبق بر شریعت می‌باشد. برای نمونه برای ریسک منطبق با شریعت، اگر ابزار مالی اسلامی براساس ترکیبی از دارایی‌های اجاره و استصناع باشد، اجاره باید در مخزن همیشه بیشتر از استصناع باشد، در غیر این صورت گواهی ابزار مالی اسلامی منحل خواهد شد. بنابراین، ریسک شریعت باید این چنین تعریف شود: «نرخ بازده از پیش تعیین شده در مقایسه با نرخ‌های بازار در نتیجه رعایت احکام و اصول شرعی» (Tariq, 2004). افزون بر این، ابزار مالی اسلامی با نرخ ثابت با ریسک‌های بازاری جدی مواجه می‌شود. در نتیجه برای تطبیق الزامات بازاری ابزارهای مالی اسلامی با نرخ شناور و الزامات شرعی اجاره‌بها با نرخ ثابت، قراردادهای اجاره براساس یک قرارداد اجاره ارشد همراه با چند قرارداد اجاره تابع تنظیم می‌شوند. با این همه، سرمایه‌گذاران باید همچنان تا حد معینی با ریسک نرخ سود مواجه شوند و از آنجا که بانی^{۱۶} تنها می‌تواند بازده ثابت را در مخزن منافع زیربنایی تضمین کند؛ موضوع بازده نرخ شناور به‌ویژه در ابزارهای تلفیقی/ترکیبی همچنان بحث‌برانگیز باقی می‌ماند. بنابراین، انجمن نظارت بر شریعت با موضوعات ابزارهای مالی اسلامی اطمینان سرمایه‌گذاران را حاصل می‌کنند. (Ahmed Khalid, 2009;

(Tariq, 2004) ریسک شریعت در ایران به علت وجود قوانین و مقررات اسلامی دقیق، نسبت به سایر کشورها پایین تر است (قاسمی‌ارمکی، ۱۳۹۱).

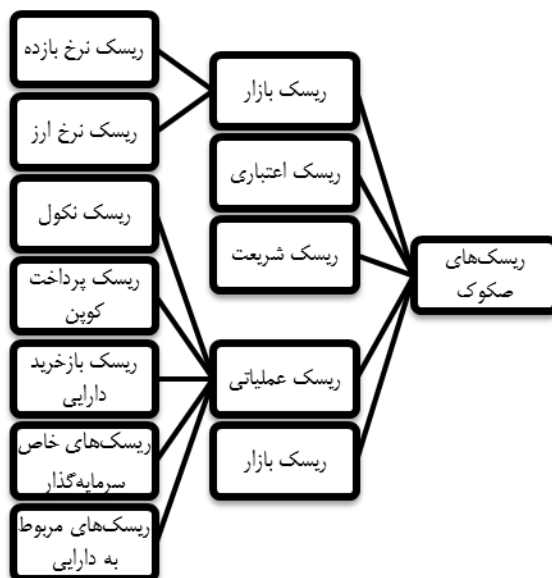
۴-۴. ریسک عملیاتی

این نوع ریسک در واقع در بازارهای متعارف اوراق بهادار نیز وجود دارند. بدین معنی که ریسک عملیاتی به جای اینکه ناشی از اصول اساسی اسلامی باشد، ناشی از ماهیت و ذات ساختار انتشار این اوراق می‌شود. این ریسک‌ها شامل ریسک نکول^{۱۷} (عدم انجام تعهدات مالی)، ریسک پرداخت کوپن^{۱۸}، ریسک بازخرید دارایی^{۱۹}، ریسک‌های خاص سرمایه‌گذار و ریسک‌های مربوط به دارایی هستند (Ahmed Khalid, 2009; Tariq, 2004) در درجه‌ی اول، ریسک نکول زمانی رخ می‌دهد که هر یک از طرفین برای خاتمه گواهی‌نامه در صورت قصور فرد متعهد الزاماتی داشته باشند. در درجه‌ی دوم، ریسک پرداخت کوپن زمانی رخ می‌دهد که فرد بانی (متعهد)^{۲۰} موفق به پرداخت به موقع کوپن‌های مورد نیاز نشود. نپرداختن کوپن در زمان‌های تعیین شده، موجب زیان دارنده‌ی صکوک می‌شود؛ زیرا درآمدهای صکوک در زمان مناسب آن دریافت نمی‌شود. در درجه‌ی سوم، ریسک بازخرید دارایی زمانی روی می‌دهد که بانی می‌بایست دارایی‌های زیربنایی را از دارنده‌ی گواهی‌نامه بازخرید کند. مبالغ بازخرید ممکن است با مبلغ اسمی انتشار صکوک برابر نشود. به همین دلیل این ریسک وجود دارد که مبلغ دارایی کاملاً بازپرداخت نشود. در درجه‌ی چهارم، ریسک‌های خاص سرمایه‌گذار زمانی روی می‌دهند که دارنده‌ی گواهی‌نامه با چند ریسک مربوط به ساختارهای ابزارهای مالی اسلامی مواجه می‌شود، مهم‌ترین ریسکی که سرمایه‌گذار را تهدید می‌کند؛ قابلیت نقدشوندگی اوراق بهادار اسلامی است. به دلیل اینکه بازار ثانویه منسجمی برای این اوراق وجود ندارد، گواهی‌های صکوک با ریسک نقدشوندگی بالایی همراه هستند. هر چند این اوراق در بازارهای مختلفی بر روی تابلو آمده‌اند؛ لیکن این مسأله بیانگر قابلیت نقدشوندگی آنها نخواهد بود. در درجه‌ی پنجم، ریسک‌های مربوط به دارایی زمانی رخ می‌دهند که دارایی‌های پایه در معرض خسارت و اتلاف قرار داشته باشند. هر چند این ریسک در مورد زمین، تجهیزات و ساختمان کم است؛ لیکن در مورد سایر دارایی‌ها حائز اهمیت فراوانی است. افزون بر این، دارایی‌ها در معرض ریسک‌های متعددی از جمله ریسک از دست دادن دارایی‌ها قرار دارند (همان). به جهت مصون‌سازی این نوع ریسک، تحت پوشش قراردادهای بیمه‌ای قرار دادن دارایی‌های پایه و شیوه نگهداری دارایی‌ها بسیار حائز اهمیت است.

۴-۵. انعطاف‌ناپذیری نهادی (استحکام سازمانی) ^{۲۱}

اوراق صکوک توسط کشورهای در حال توسعه راه‌اندازی شده است؛ زیرساخت مالی در بیشتر اقتصادهای نوظهور ضعیف است اما این زیرساخت در برخی از این کشورها مانند بحرین و مالزی به خوبی پیشرفت کرده است. با این همه، الزامات مالی اسلامی مستلزم ساختارهای خاص مربوط به رعایت شریعت است و وضعیتی را پدید می‌آورد که می‌توان از آن به‌عنوان یکی از انعطاف‌ناپذیری‌های نهادی نام برد و این امر نمی‌تواند در کوتاه‌مدت از بین برود و بدون استثنا ریسک‌های ابزارهای مالی اسلامی را افزایش می‌دهد. نقصان فرایندهای مهندسی مالی عدم وجود مصونیت از ریسک اسلامی، فقدان بازارهای پولی بین بانکی اسلامی، استانداردهای یکپارچه‌ی قانونی و حمایت‌های قانونی و نظارت یکپارچه، ضعف در دادخواهی، به‌ویژه در خصوص نکول، نبود سیستم یکپارچه حسابداری، حسابرسی و سیستم‌های شناسایی سود و زیان، نبود زیرساخت‌های ارزیابی، نظارت و ارتقای سرمایه‌گذاری، ناکارایی سیستم‌های اعتباری خارجی و وضعیت بدوی بازارهای مالی و ارتباطات و حمایت بین‌بخشی ضعیف است (Tariq, 2004).

جمع‌بندی کلیه ریسک‌های ذکر شده، در نمودار ۲ به تصویر کشیده شده است:



نمودار ۲. ریسک‌های ابزارهای مالی اسلامی (صکوک)

۵. مدیریت ریسک در ابزارهای مالی اسلامی

ابزارهای مالی اسلامی جهت بازتولید کارکردهای اوراق قرضه متعارف و اوراق بهادار قابل معامله در تجهیز منابع از بازارها، تزریق نقدینگی به مؤسسات یا دولت و ایجاد منبع باثبات درآمدی برای سرمایه‌گذاران، به کار گرفته می‌شود. اگر ساختار صکوک رقابتی شود و بازار آن توسعه یابد، آنگاه اقتصادهای نوظهور که پدیدآوردندگان صکوک شناخته شده‌اند، به‌طور گسترده‌ای منتفع خواهند شد. مدیریت و پوشش ریسک ساختارهای صکوک در جهت بهبود رقابت‌پذیری این ابزارها بسیار ضرورت دارد. اوراق صکوک ابزاری جهت تأمین مالی است که با اوراق قرضه کارکردی مشابه دارد. استفاده از این ابزار می‌باید مطابق با اصول و موازین شرعی صورت پذیرد. این مسأله، ریسک‌هایی برای صکوک ایجاد می‌کند که باعث می‌شود نتوان از ابزارهای رایج مدیریت ریسک بهره برد؛ زیرا این مشتقات بر بهره و ربا بنا شده‌اند. در این بخش به چند مورد از مهم‌ترین و پرکاربردترین ابزارهای مدیریت و کاهش ریسک که می‌تواند در ساختار صکوک مؤثر باشد؛ پرداخته شده است. این ابزارها شامل اوراق اختیار معامله، اختیار ترکیب شده بر مبنای صکوک و استفاده از سوآپ برای مدیریت ریسک در صکوک می‌باشد.

۵-۱. اوراق اختیار معامله

یکی از مهم‌ترین ابزارهای مدیریت ریسک در اوراق قرضه، اختیار^{۲۳} معامله است. حق اختیار معامله، سند یا قراردادی است که دارنده یا خریدار می‌تواند در قبال پرداخت قیمت اختیار معامله با صادرکننده یا فروشنده، این حق را به‌دست آورد تا دارایی پایه قرارداد با قیمت توافقی در تاریخ معین یا پیش از آن، از صادرکننده این قرارداد بخرد یا به وی بفروشد بدون آنکه به این خرید یا فروش متعهد باشد. اختیار خرید معامله به دو نوع کلی تقسیم می‌شود؛ اختیار خرید و اختیار فروش. اختیار خرید به خریدار حق می‌دهد که دارایی پایه را به قیمت معین و در تاریخ معین یا پیش از آن از وی خریداری کند. اختیار فروش به خریدار حق می‌دهد دارایی پایه را به قیمت معین و در تاریخ معین یا پیش از آن به فروشنده اختیار بفروشد (حسنی‌مقدم، ۱۳۸۶).

۵-۲. اختیار ترکیب شده بر مبنای صکوک

اوراق صکوک اغلب بلندمدت بوده و معمولاً دارای نرخ سود ثابت هستند. به‌دلیل طول مدت قراردادهای صکوک و ثابت بودن شرایط آن، توانایی انطباق این نوع قراردادها با اموری از قبیل تغییر قیمت، تغییر نرخ بهره و مباحث مربوط به نرخ ارز وجود نداشته و به‌همین دلیل سرمایه‌گذاران در این اوراق در معرض ریسک

بازار قرار می‌گیرند. در صورتی که اوراق صکوک با اختیارات ترکیب شوند، انعطاف بیشتری نسبت به شرایط بازار داشته و به‌همین دلیل موجب نقدشوندگی بیشتر این اوراق می‌شود. از سوی دیگر خرید این گونه ابزارها سرمایه‌گذار را در مقابل زیان‌های تغییر قیمت بیمه می‌کند. اختیارات ترکیب شده ابزارهایی هستند که با اختیارات مرسوم متفاوتند. این ابزارها قابل تجزیه نبوده و به‌صورت مجزا قابل معامله نیستند؛ لیکن به‌عنوان بخشی از قرارداد انتشار اولیه شکل می‌گیرند. کارکرد این اختیارات ایجاد اختیار خرید یا فروش بر روی اوراق قرضه می‌باشد (فلاح‌شمس و رشنو، ۱۳۸۷)

۵-۳. استفاده از سوآپ^{۳۳} برای مدیریت ریسک در صکوک

سوآپ یکی از جذاب‌ترین ابزارهایی است که برای مدیریت ریسک از آن استفاده می‌شود. سوآپ توافقی است بین دو شرکت برای معاوضه‌ی جریان‌های نقدی در آینده (با دو نوع پرداخت متفاوت از بدهی یا دارایی‌ها) (صالح‌آبادی و سیاح، ۱۳۸۴). به بیان دیگر طبق این قرارداد جریان‌های نقدی در آینده معاوضه می‌شود و سوآپ معاوضه بدهی‌ها و تعهدات است. براساس قرارداد سوآپ می‌توان انواع مختلف صکوک را با هم معاوضه کرد. معاوضه انواع صکوک به‌دلیل نیاز سرمایه‌گذار آن (دارنده این اوراق) صورت می‌گیرد. به‌عنوان نمونه، سرمایه‌گذاری مالک اوراق صکوک شناور است و به‌دلیل تغییرات نرخ بازده این اوراق و ریسک بالای آن، متقاضی معاوضه آن با اوراق صکوک با نرخ ثابت است. در طرف دیگر سرمایه‌گذاری وجود دارد که دارای اوراق صکوک با نرخ ثابت است و به‌دلیل ثابت بودن نرخ این اوراق از مزایای افزایش نرخ بازده بازار در طول زمان بی‌بهره است. در این صورت این سرمایه‌گذار متقاضی معاوضه این نوع اوراق با اوراق با درآمد متغیر می‌باشد (گردشکنان، ۱۳۸۱).

۶. نتیجه‌گیری

مؤسسات مالی اسلامی امروزه قوی‌ترین بخش تأمین مالی اسلامی هستند. در بازار بین‌المللی دخیل هستند و جریان وجوه قابل‌توجه فرامرزی را ایجاد می‌کنند و در برخی عملیات، مشارکتی فراتر از بازار داخلی دارند. تمام کشورها همراه با کار سخت، رشد و دستور کار توسعه‌ی متوازن پتانسیل گسترش نقش تأمین مالی اسلامی را دارند. این نقش برای کمک به رشد جهانی و ثبات مالی در حال افزایش است. همان‌طور که مشخص شد صکوک مانند کلیه دارایی‌های مالی با انواع ریسک‌های بازار و ریسک‌های خاص ناشر این اوراق مواجه است. بنابراین استفاده ابزارهای رایج ریسک برای مصون‌سازی این اوراق امکان‌پذیر خواهد بود.

در این مقاله ضمن اشاره‌ی مختصر به مؤسسات و بازارهای مالی اسلامی و وضعیت کنونی آنها، به پنج دسته از ریسک‌های متوجه ابزارهای مالی اسلامی اشاره شد. این پنج دسته عبارتند از ریسک‌های بازار، اعتباری، شریعت، عملیاتی و انعطاف‌ناپذیری نهادی. در ادامه به رویکردهای مدیریت ریسک ابزارهای مالی اسلامی پرداخته شد. سه رویکرد «اوراق اختیار معامله»، «اختیار ترکیب شده بر مبنای صکوک» و «استفاده از سوآپ برای مدیریت ریسک در صکوک» به‌عنوان روش‌های مدیریت و مصون‌سازی ریسک صکوک پیشنهاد شد. در این بین، اختیار ترکیب شده اسلامی بر مبنای صکوک موجب منعطف شدن اوراق صکوک می‌شود و بر نقدشوندگی این اوراق می‌افزاید.

علی‌رغم پیشرفت‌های صورت گرفته در زمینه‌ی صکوک و سایر ابزارهای مالی اسلامی، هنوز بازارهای مالی اسلامی از جنبه‌های بسیاری (از قبیل مدیریت ریسک) مراحل ابتدایی تکامل خود را طی می‌کند و نیازمند مطالعات بیشتر و همکاری نزدیک‌تر تمامی کشورهای اسلامی است. برخی از ریسک‌ها و چالش‌ها وجود دارد که نیازمند راه‌حل‌های سریع برای حفظ توسعه بازار سرمایه اسلامی هستند. این امر مستلزم یک همکاری نزدیک در میان مدیریت عالی، دانشمندان کارشناس مالی شرع از یک طرف و تعاملات بیشتر در هیأت مدیره شرع از طرف دیگر است. هدف، تمرکز بر بازار سرمایه اسلامی و مورد قبول واقع شدن در نهادهای مالی بین‌المللی است. اگرچه این‌ها اهداف قانونی و ضروری هستند اما برای رعایت شرع مهم‌ترین و اولین هدف به‌شمار می‌آیند. این امر به رشد اقتصاد واقعی و توسعه اجتماعی - اقتصادی جامعه نیز کمک می‌کند.

پی‌نوشت‌ها

1. Webster's dictionary
2. Downside risk
3. International Association of Islamic Banks
4. The Australia and New Zealand (ANZ)
5. Morgan Stanley, Dean Witter Discover Co.
6. HongKong and Shanghai Banking Corporation (HSBC)
7. Commerzbank Citigroup
8. Chase Manhattan
9. Grindlays
10. Accounting and Auditing Organization for Islamic Financial Institutions (AAOIFI)
۱۱. برای مطالعه بیشتر در خصوص انواع ابزارهای مالی اسلامی و تشریح هر یک از آنها به کتاب «ابزارهای مالی اسلامی (صکوک)» تألیف سیدعباس موسویان مراجعه شود.
12. Islamic Microfinance (IMF)

۱۳. صکوک سلم (Salam) به نوعی از فروش اطلاق می‌شود که در آن فروشنده بهای کالا را پیشاپیش به صورت نقد دریافت می‌کند و در مقابل متعهد می‌شود که کالای مشخص شده را در تاریخ معینی در آینده به خریدار تحویل دهد. بنابراین پرداخت وجه، نقداً (آنی) انجام می‌شود اما تحویل کالا برای مدت مشخصی به تعویق می‌افتد.

۱۴. نرخ بهره بین بانکی لندن (London Interbank Offered Rate)

15. Shariah compliance risk
16. Originator
17. Default risk
18. Coupon payment risk
19. Asset redemption risk
20. Obligor
21. Institutional rigidity
22. Option
23. Swap

منابع

۱. پارسائیان، ع. (مترجم)، (۱۳۸۴). «مدیریت مالی میانی»، نویسندگان: ری گام، اوجین اف؛ لوئیس سی. گاپسنگی و فیلیپ آردی‌وز، انتشارات ترمه. تهران.
۲. حسنی مقدم، ر. (۱۳۸۶). «بررسی روش‌های مدیریت و چگونگی کاهش ریسک در سیستم بانکداری مالیه اسلامی»، پایان‌نامه کارشناسی‌ارشد، دانشگاه پیام نور.
۳. صالح‌آبادی، ع. و سیاح، س. (مترجمین)، (۱۳۸۴). «مبانی مهندسی مالی و مدیریت ریسک»، نویسنده: هال، جان‌ادوارد. تهران، شرکت کارگزاری مفید، چاپ اول.
۴. عقیلی کرمانی، پ. (۱۳۸۱). «مدیریت ریسک در بانکداری سنتی در مقایسه با بانکداری بدون ربا»، تهران، مؤسسه عالی بانکداری اسلامی: مجموعه مقالات سیزدهمین همایش بانکداری اسلامی: مدیریت ریسک در بانکداری اسلامی: ۱۰ شهریور ماه ۱۳۸۱.
۵. فلاح‌شمس، م. و رشنو، م. (۱۳۸۷). «ریسک در صکوک و مصون‌سازی آن براساس موازین شرعی»، تهران: مؤسسه عالی بانکداری اسلامی: مجموعه مقالات نوزدهمین همایش بانکداری اسلامی.
۶. قاسمی‌ارمکی، ع. (۱۳۹۱). «راهنمای انتشار صکوک»، تهران: انتشارات کیومرث.
۷. گردشکنان، ح.م. (۱۳۸۱). «امکان‌سنجی طراحی ابزار مالی سواپ با توجه به فقه و عقود اسلامی»، پایان‌نامه کارشناسی‌ارشد، دانشگاه امام صادق(ع).
۸. لشکری، م. و بهزاد ارجمندی، م. (۱۳۹۱). «بررسی روش‌های تأمین مالی در سیستم اسلامی با تأکید بر صکوک»، نشریه اقتصاد و بانکداری اسلامی، سال ۱، ش ۱، صص ۳۳-۷۶.
۹. موسویان، س.ع. (۱۳۹۱). «ابزارهای مالی اسلامی (صکوک)»، تهران: انتشارات پژوهشگاه فرهنگ و اندیشه اسلامی.
10. AbManan, S.K. & Shafiai, M.H.B.M. (2015), "Risk management of Islamic Microfinance (IMF) product by financial institutions in Malaysia", *Procedia Economics and Finance*, 31, 83-90.

11. Abdallah, A.A.N.; Hassan, M.K. & McClelland, P.L. (2015), "Islamic financial institutions, corporate governance, and corporate risk disclosure in gulf cooperation council countries", *Journal of multinational financial management*, 31, 63-82.
12. Abu-Alkheil, A. (2012), "Ethical banking and finance: A theoretical and empirical framework for the cross-country and inter-bank analysis of efficiency, productivity, and financial performance", University of Hohenheim-Germany.
13. Ahmed-Khalid, A.M. (2009), "Sukuk: An inside study of its background, structures, challenges & cases".
14. Ahmed, E.R.; Islam, A.; Zuqibeh, A.; & Alabdullah, T.T.Y. (2014), "Risks management in Islamic financial instruments", *Advances in environmental biology*, 8(9), 402-406.
15. Bouslama, G. & Lahrichi, Y. (2016), "Uncertainty and risk management from Islamic perspective", *Research in international business and finance*, Available online 28 January 2016.
16. Crouhy, M.; Galai, D. & Mark, R. (2006), "The essentials of risk management", Vol. 1, New York: McGraw-Hill.
17. Elgari, M.A. (2003), "Credit risk in Islamic banking and finance", *Islamic economic studies*, 10(2), 1-25.
18. Gamaluddin. (1986). "Islamic banks between freedom and regulation, tradition and jurisprudence, the theory and application", the presidency of the Islamic Courts and Affairs, Qatar.
19. Gilman, E.W. (1989), "Webster's dictionary of English usage", Merriam-Webster.
20. Gundogdu, A.S. & Gundogdu, A.S. (2016), "Exploring novel Islamic finance methods in support of OIC exports", *Journal of Islamic accounting and business research*, 7(2), 78-92.
21. IFM (International Islamic Financial Market) Sukuk Report (2014), "A comprehensive study of the global Sukuk market", (4th edition).
22. International association of Islamic banks (1997), "Directory of Islamic banks and financial institutions", Jeddah.
23. Iqbal, M. (2001), "Islamic and conventional banking in the nineties: A comparative study", *Islamic economic studies*, 8(2), 1-27.
24. Megginson, W.L. (1997), "Corporate finance theory", Addison-Wesley.
25. Tariq, A.A. (2004). "Managing financial risks of Sukuk structures", Loughborough University, UK, September (mimeo).
26. Vaughan, E.J. & Vaughan, T. (2007), "Fundamentals of risk and insurance", John Wiley & Sons Ltd, UK.

