



مقاله پژوهشی

شاخص‌های مؤثر بر ارزیابی اوراق بدهی اسلامی در بازار سرمایه ایران^۱

حسن قالیباف اصل^۲، امیرعباس صاحبقرانی^۳، سیده محبوبه جعفری^۴

تاریخ پذیرش: ۱۳۹۹/۰۲/۱۱

تاریخ دریافت: ۱۳۹۷/۱۱/۲۴

چکیده

تأمین مالی از طریق بازار سرمایه در سال‌های اخیر و با تدوین دستورالعمل انتشار و عرضه اوراق بهادار بدهی، رشد قابل توجهی پیدا نموده است. از سوی دیگر، به دلیل جوان بودن انتشار این اوراق در بازار سرمایه، ابعاد و ارکان تأمین مالی از طریق این ابزارها تکمیل نشده است و از جمله مهمترین این ارکان می‌توان به رتبه‌بندی اعتباری اوراق اشاره نمود. بر این اساس، پژوهش حاضر اقدام به استخراج شاخص‌های ارزیابی اوراق بدهی اسلامی با محوریت صکوک در بازار سرمایه نموده است. این شاخص‌ها مبنایی جهت اندازه‌گیری کیفیت اوراق بدهی منتشر شده می‌باشد و در موارد متعدد به ویژه، تدوین الگوی رتبه‌بندی اعتباری یا رتبه‌بندی ارزشی این اوراق کاربرد دارد. در این پژوهش، پس از مطالعه مبانی نظری شامل قوانین و دستورالعمل‌های ابلاغی از سوی نهاد ناظر بازار سرمایه، اصول تئوریک و علمی ناظر بر ارزیابی اوراق بهادار و رویه نهاد‌های مالی مطرح در زمینه ارزیابی اوراق همچون مؤسسه‌های رتبه‌بندی اعتباری، شاخص‌های ارزیابی این نوع اوراق استخراج شده است. سپس، شاخص‌های تهیه شده با استفاده از روش پژوهش دلفی در معرض نظرخواهی خبرگان قرار گرفته است و در نهایت، بر اساس نظرات دریافت شده، شاخص‌های نهایی ارزیابی اوراق بدهی اسلامی در بازار سرمایه ایران تدوین شده است.

واژگان کلیدی: بازار سرمایه، اوراق بدهی اسلامی، معیارهای ارزیابی.

طبقه‌بندی موضوعی: G23, G24

۱. کد DOI مقاله: 10.22051/JFM.2020.25237.2021

۲. دانشیار، دانشگاه الزهرا، تهران، ایران. (نویسنده مسئول). Email: h.ghalibaf@alzahra.ac.ir

۳. استادیار، گروه حسابداری، دانشگاه خوارزمی، تهران، ایران. Email: abbas_sahebgharani@yahoo.com

۴. استادیار، گروه حسابداری، واحد تهران جنوب، دانشگاه آزاد اسلامی، تهران، ایران. Email: jafari.mahbobeh@gmail.com

مقدمه

یکی از نوآوری‌های دهه اخیر در عرصه مباحث پولی و مالی اسلامی، انتشار انواع اوراق بدهی اسلامی به نام صکوک است. این اوراق که عمدتاً برای تأمین مالی دولت، سازمان‌های وابسته به دولت و بنگاه‌های اقتصادی منتشر می‌شوند، براساس عقود اسلامی طراحی شده‌اند و جایگزین مناسبی برای اوراق بدهی ربوی به ویژه اوراق قرضه به شمار می‌آیند. انتشار اوراق بدهی براساس احکام مقدس شریعت اسلامی (صکوک) یکی از مهم‌ترین دستاوردهای بانکداری و مالیه اسلامی و از جمله برجسته‌ترین ابزارهای توسعه اقتصادی اسلامی است، مشروط بر اینکه در سازوکارهای آن تمام اصول بنیادی که اقتصاد اسلامی را از دیگر اقتصادها متمایز می‌سازد، رعایت شود.

صکوک بر اساس تعریف سازمان حسابداری و حسابرسی نهادهای مالی اسلامی عبارت است از: «گواهی‌هایی با ارزش اسمی یکسان است که خریدار پس از پایان عملیات پذیره نویسی متعهد به پرداخت مبلغ اسمی این گواهی‌ها به ناشر می‌باشند و از سوی دیگر، خریداران مالک بخشی از دارایی‌ها، منافع حاصل از دارایی و یا ذی‌نفع یک پروژه یا یک فعالیت سرمایه‌گذاری خاص می‌شود». صکوک اگرچه یک ابزار تأمین مالی مبتنی بر شریعت شناخته می‌شود، اما از جهت ساختاری می‌تواند جزء تأمین مالی ساختاریافته طبقه‌بندی شوند (موسویان، ۱۳۹۱). این روش تأمین مالی، موجب تعدیل مجموعه‌ای از دارایی‌ها به یک یا چند ورقه بهادار می‌شود که به آن اوراق بهادار، به پشتوانه دارایی گفته می‌شود (فبوزی و کوتهری^۱، ۲۰۰۸). پس از بحران مالی ۲۰۰۸ آمریکا، به دلیل نکول برخی از انواع صکوک، تقسیم‌بندی جدیدی از ساختار صکوک شامل؛ صکوک مبتنی بر دارایی و صکوک با پشتوانه دارایی ارائه گردید که پس از بحران مالی اخیر، تفاوت‌های این دو نوع صکوک و تأثیر این تفاوت‌ها روی حمایت از سرمایه‌گذار بیش از پیش روشن شده است. در بحران فوق، اکثر قریب به اتفاق نکول‌ها در بازار صکوک مربوط به صکوک مبتنی بر دارایی بوده و این سؤال برای سرمایه‌گذاران مطرح است که چرا فقط این نوع صکوک نکول کرده است.

در تشریح تمایز اصلی این دو نوع صکوک می‌بایست بیان کرد عمده‌ترین تفاوت آنها در انتقال مالکیت دارایی مبنای انتشار^۲ می‌باشد (مسدی و نایفر، ۲۰۱۳). در اوراق بهادار بر مبنای دارایی، تنها مالکیت انتقال^۳ دارایی پایه به نهاد واسط^۴ منتقل می‌شود و مالکیت حقوقی^۵ و در حقیقت، اصل مالکیت بر دارایی‌های پایه برای تأمین مالی شونده که اصطلاحاً «بانی» نامیده می‌شود، محفوظ می‌ماند. به همین دلیل دارایی‌های پایه از لحاظ حقوقی و حسابداری در ترازنامه بانی باقی می‌ماند. اما در اوراق بهادار به پشتوانه دارایی، فروش واقعی دارایی‌های پایه یا منافع آنها شکل گرفته و انتقال کامل مالکیت از بانی به نهاد واسط صورت می‌پذیرد. بنابراین، دارایی‌های پایه می‌تواند از سایر دارایی‌های بانی از لحاظ حقوقی و حسابداری جدا شده و نهاد واسط از طرف سرمایه‌گذاران، مالک واقعی دارایی‌های پایه محسوب شده و ریسک مالکیت را می‌پذیرد. این

1. Fabozzi & kothari
2. Underlying asset
3. Beneficial Ownership
4. Special purpose vehicle
5. Legal Ownership

امر به دلیل تفاوت در مصون‌سازی سرمایه‌گذاران به واسطه تملک یا عدم تملک دارایی‌های مبنای انتشار، نقش بسزایی در ارزیابی اوراق بهادار اسلامی ایفا می‌نماید.

در ایران بیشتر اوراق بدهی منتشر شده از نوع اوراق به پشتوانه دارایی با محوریت صکوک اجاره می‌باشد (سازمان بورس و اوراق بهادار، ۱۳۹۷). بنابراین، ضروری است شاخص‌هایی جهت ارزیابی اوراق بدهی اسلامی منتشر شده و در بازار سرمایه تدوین گردد که این شاخص‌ها به عنوان مبنایی جهت رتبه‌بندی اعتباری و ارزشی این اوراق، مورد استفاده نهادهای مالی همچون مشاوران عرضه، مؤسسه‌های رتبه‌بندی اعتباری و سایر نهادهایی قرار خواهد گرفت که مسئولیت تعهد پذیره‌نویسی و بازارگردانی این اوراق را بر عهده خواهند داشت. بر همین اساس، سؤال اصلی پژوهش حاضر این است که شاخص‌های ارزیابی اوراق بدهی اسلامی در بازار سرمایه کدام است؟

در پاسخ به این سؤال، ابتدا می‌بایست با بررسی قوانین و دستورالعمل‌های انتشار اوراق بدهی اسلامی، شرایط محیطی انتشار این اوراق مشخص گردد. سپس، با یک بررسی تطبیقی، شاخص‌های ارزیابی این اوراق در سطح بین‌الملل مورد بررسی قرار گیرد. برای این منظور، از رویه مؤسسه‌های رتبه‌بندی بین‌المللی و بومی کشورهای اسلامی بیشتر استفاده شده است. در نهایت، با استفاده از روش پژوهش دلفی شاخص‌های مستخرج و تعدیل شده بر اساس قوانین و دستورالعمل‌های موضوعه، در قالب پرسشنامه استاندارد شده نیمه ساختاریافته، در اختیار خبرگان قرار گرفته و پس از تحلیل و پردازش آنها، شاخص‌های نهایی ارزیابی این اوراق مشخص شده است.

ادبیات پژوهش

در ارتباط با ارزیابی اوراق بدهی اسلامی می‌توان به دو منبع اطلاعاتی مهم اشاره نمود؛ نخست، رویه مؤسسه‌های رتبه‌بندی که به صورت عملیاتی اقدام به رتبه‌بندی اوراق بدهی از قبیل اوراق بدهی به پشتوانه دارایی‌ها می‌نمایند و دوم، پژوهش‌های علمی و دانشگاهی که در این زمینه انجام شده است. در ادامه، به هر یک از منابع اطلاعاتی موجود پرداخته می‌شود.

الف) رویه مؤسسه‌های رتبه‌بندی

همان‌طور که بحث شد مؤسسه‌های رتبه‌بندی اعتباری از جمله نهادهای مالی مهم هستند که اقدام به ارزیابی اوراق بدهی می‌نمایند. بر همین اساس، مؤسسه‌های رتبه‌بندی را می‌توان به دو دسته تقسیم نمود. نخست، مؤسسه‌هایی که در سطح بین‌المللی اقدام به رتبه‌بندی اوراق از جمله صکوک می‌کنند. مهم‌ترین این مؤسسه‌های عبارتند از؛ اس‌اند‌پی^۱، فیچ و مودیز^۲ که بر اساس اطلاعات موجود حدود ۹۰ درصد بازار را پوشش می‌دهند (تیچی^۳، ۲۰۱۱). در سمت دیگر مؤسسه‌های ملی در زمینه رتبه‌بندی صکوک که در برخی کشورهای اسلامی تشکیل شده است و از آن جمله می‌توان به دو مؤسسه مارک و

1. S & P
2. Fitch & Moody's
3. Tai chi

مؤسسه رتبه‌بندی مالی اسلامی^۱ در کشورهای مالزی و بحرین اشاره کرد، این مؤسسه‌ها تعریف و متدولوژی متفاوتی به منظور رتبه‌بندی صکوک نسبت به مؤسسه‌های بین‌المللی داشته که از مهم‌ترین این تفاوت‌ها می‌توان به در نظر گرفتن اصول شریعت در تعیین رتبه صکوک اشاره نمود (مسدی و نایفر^۲، ۲۰۱۳). در ادامه، مشخصه‌های اصلی این دو گروه به منظور رتبه‌بندی صکوک به اختصار بیان می‌شود.

طبق مباحث فوق، سه مؤسسه اس‌اند‌پی، فیچ و مودیز به عنوان پیشگامان رتبه‌بندی در سطح بین‌المللی مطرح شده است که اکثریت بازار رتبه‌بندی را در اختیار دارند. رویه این مؤسسه‌های به منظور ارزیابی تقریباً یکسان بوده است؛ هر سه مؤسسه فرآیند یکسانی را به منظور رتبه‌بندی اوراق قرضه و صکوک انجام می‌دهند، به نحوی که ضریب همبستگی کیفیت رتبه‌بندی کشورهای مختلف انجام شده توسط آنها بین ۹۷ تا ۹۹ درصد می‌باشد (کانتو و همکاران^۳، ۲۰۱۱). در ادامه، شاخصه‌های اصلی ارزیابی اوراق بهادار اسلامی توسط این مؤسسه‌ها ارائه می‌شود.

همان‌طور که ذکر شد، اوراق بهادار اسلامی چه از نوع «به‌پشتوانه دارایی» و چه از نوع «بر مبنای دارایی»، با عنوان صکوک در ادبیات مالی اسلامی و بین‌المللی شناخته می‌شود؛

- این مؤسسه‌های انطباق صکوک با اصول شریعت را به عنوان عاملی مؤثر در تعیین رتبه صکوک در نظر نمی‌گیرند (هاولدر^۴، ۲۰۰۶ و هایسون^۵، ۲۰۰۷ و وودروف^۶، ۲۰۰۷) و اعتقاد دارند اصول شریعت فاقد ماهیت عینی و تأثیرگذار در رتبه‌بندی است.

- فرآیند رتبه‌بندی صکوک و اوراق قرضه در این مؤسسه‌های یکسان بوده و بعضاً مکانیزم‌های مشابهی را به منظور رتبه‌بندی هر دو دسته به کار می‌برند (هایسون، ۲۰۰۷).

- تمرکز این مؤسسه‌های بیشتر بر احتمال نکول ناشر است. به همین دلیل برای ارتقای رتبه ناشر از ابزارهای ارتقای رتبه اعتباری^۷ استفاده می‌کنند. بکارگیری بسیاری از این ابزارها در صکوک از دیدگاه شریعت یا ممنوع بوده و یا مشروعیت آن جای بحث دارد (دماک^۸، ۲۰۰۸).

از سوی دیگر، مؤسسه‌هایی تشکیل شده در کشورهای اسلامی دارای رویکردی متفاوتی از مؤسسه‌های رتبه‌بندی بین‌المللی است و به دلیل شناخت بازارهای داخلی و مقررات شریعت که مدنظر بسیاری از سرمایه‌گذاران در کشورهای اسلامی است، از رویکرد متفاوتی به منظور رتبه‌بندی صکوک استفاده می‌کنند. چارچوب کلی رتبه‌بندی این مؤسسه‌ها به شرح زیر است:

- تحلیل ماهیت اوراق بهادار بدهی: این مؤسسه‌های بین دو طبقه صکوک تفاوت قائل هستند. مهم‌ترین تفکیک صورت پذیرفته تفکیک صکوک به دو دسته؛ صکوک به‌پشتوانه دارایی و صکوک

1. IIRA
2. Mesddi & Naifar
3. Kanto & partners
4. Hawalder
5. Hayson
6. Woodroof
7. Credit enhancement
8. Domagk

بر مبنای دارایی می‌باشد. ویژگی‌های هر یک از این دسته‌ها در قسمت‌های قبل شرح داده شده است.

- **ارزیابی ارکان انتشار:** انتشار صکوک مستلزم ایجاد ارکانی است که هر کدام مسئولیت مشخصی را بر عهده دارند، حداقل ارکان انتشار صکوک عبارتند از؛ بانی (تأمین مالی شونده)، نهاد واسط (ناشر اوراق) و سرمایه‌گذاران (دارندگان صکوک). تفکیک دقیق وظایف ارکان و کیفیت اعتباری آنها، مثل به دور از ورشکستگی بودن نهاد واسط، تأثیر به‌سزایی در ارزیابی صکوک دارد. این موضوع تا جایی اهمیت دارد که بررسی وضعیت اعتباری ارکان را اصطلاحاً «رتبه‌بندی سایه‌ای»^۱ می‌گویند (متدولوژی رتبه‌بندی مؤسسه مارک^۲، ۲۰۰۸). ذکر این نکته ضروری است، وجود نهاد واسط و تأثیر آن بر ارزیابی صکوک، فرآیند ارزیابی صکوک را از اوراق مشارکت و قرضه متمایز می‌کند.
- **ارزیابی دارایی مبنای انتشار:** این بخش مهم‌ترین مرحله ارزیابی صکوک به ویژه صکوک «به پشتوانه دارایی» است، در این مرحله توانایی دارایی مبنای انتشار در ایجاد جریان وجه نقد مورد بررسی قرار می‌گیرد، ارزش روز دارایی مبنای انتشار دقیقاً مشخص شده و هرگونه محدودیت در نقل و انتقال دارایی به دقت بررسی می‌شود، تأکید بر انتقال مالکیت حقوقی دارایی مبنا به نهاد واسط از مراحل مورد تأکید در این بخش می‌باشد (نايفر و مسدی^۳، ۲۰۱۳ و مؤسسه حسابداری و حسابرسی نهادهای مالی اسلامی^۴، ۲۰۰۴).

ب) پژوهش‌های دانشگاهی

مؤسسه بین‌المللی رتبه‌بندی اسلامی (۲۰۱۵) در تشریح ابعاد و مؤلفه‌های موثر بر رتبه‌بندی صکوک به تشریح ریسک‌های موثر بر صکوک پرداخته و آنها را به شرح زیر طبقه‌بندی و احصاء نموده است.

- ۱- ریسک اعتباری
- ۲- ریسک نقدینگی
- ۳- ریسک نرخ بهره
- ۴- ریسک بازار
- ۵- ریسک عملیاتی

مسدی و نايفر با تعریف انواع اوراق بدهی اسلامی و ریسک‌های آن، مدلی به منظور رتبه‌بندی اوراق به پشتوانه دارایی ارائه کردند که در آن فرآیند رتبه‌بندی این اوراق در دو شاخه رتبه‌بندی اعتباری و رتبه‌بندی ارزشی طبقه‌بندی شده بود، در این طبقه‌بندی که از سوی مؤسسه‌های ملی رتبه‌بندی همچون مؤسسه رتبه‌بندی اسلامی بین‌المللی^۵ نیز به کار گرفته شده، الزامات شریعت و ساختار ویژه اوراق بدهی به پشتوانه دارایی نسبت به اوراق قرضه متعارف گنجانده شده است (مسدی و نايفر، ۲۰۱۳). احمد و آمینال نیز با تحلیل متدولوژی به کار رفته در مؤسسه‌های رتبه‌بندی کشور

1. Shadow Rating
2. Mark institution
3. Mesddi & Naifar
4. International Islamic Rating Agency
5. International Islamic Rating Agency

مالزی و مؤسسه‌های رتبه‌بندی بین‌المللی، همچون مودیز^۱ بیان کردند ساختار ویژه اوراق بدهی به پشتوانه دارایی و نقش ارکان مختلف در انتشار این اوراق موجب می‌شود در رتبه‌بندی این اوراق به ساختار این ارکان و اعتبارسنجی آنها نیز توجه شود و از طرف دیگر، نقش دارایی مبنای انتشار و توانایی آن در ایجاد وجه نقد نقش به‌سزایی در تعیین رتبه صکوک خواهد داشت (احمد و آمینال^۲، ۲۰۱۵). مؤسسه بانکداری سرمایه‌گذاری اتحادیه اروپا^۳ (۲۰۰۹) در گزارش خود مبنی بر شناخت و رتبه‌بندی اوراق بهادار به پشتوانه دارایی، ضمن برشمردن ابعاد و مؤلفه‌های رتبه‌بندی اوراق بهادار «به پشتوانه دارایی»، ریسک‌های مترتب بر این اوراق را نیز مورد بررسی قرار داده است.

بخش عمده‌ای از پژوهش‌های صورت گرفته در داخل و خارج از کشور در حوزه عوامل مرتبط با رتبه‌بندی اوراق بدهی اسلامی، بر حوزه شناسایی ریسک‌های مترتب بر اوراق بهادار به پشتوانه دارایی به ویژه صکوک اجاره، تمرکز نموده است. بنابراین، بررسی مجموع پژوهش‌های صورت گرفته می‌تواند به شناسایی ریسک‌های اوراق بدهی اسلامی در بازار سرمایه کمک قابل توجهی نماید.

سروش و صادقی (۱۳۹۷)، مهم‌ترین اوراق بدهی اسلامی یعنی ریسک‌های صکوک اجاره را در سه طبقه؛ ریسک‌های بازار اولیه، ریسک‌های بازار ثانویه و ریسک‌های مرتبط با دارایی طبقه‌بندی نمودند. آنها در مجموع، بیست ریسک را در ارتباط با صکوک اجاره شناسایی و احصاء نمودند. موسویان و همکاران (۱۳۹۱) نیز، در پژوهش خود با عنوان «شناخت و رتبه‌بندی ریسک‌های ابزار مالی اسلامی (صکوک)»، هفت اوراق بهادار اسلامی را مورد بررسی قرار دادند و برای هر یک از این اوراق، دو مجموعه ریسک شامل؛ ریسک اختصاصی هر اوراق و ریسک مشترک شناسایی نمودند. مؤسسه بین‌المللی رتبه‌بندی اسلامی در تشریح ابعاد و مؤلفه‌های مؤثر بر رتبه‌بندی اوراق بدهی اسلامی به تشریح ریسک‌های مؤثر بر صکوک پرداخته و آنها را در پنج طبقه شامل؛ ریسک‌های اعتباری، نقدینگی، نرخ بهره، بازار و عملیاتی طبقه‌بندی و احصاء نموده است.

روش‌شناسی پژوهش

از آنجا که هدف اصلی این پژوهش، شناخت شاخص‌هایی است که انتظار می‌رود در فرآیند ارزیابی اوراق بدهی اسلامی با محوریت صکوک به ایفای نقش بپردازند، از پیمایش دلفی استفاده شده است. این نوع پیمایش را می‌توان گونه‌ای از فنون ساختاریافته برای انجام طوفان فکری در نظر گرفت که اغلب در پژوهش‌های آینده‌نگاری به کار می‌رود و شامل نظرخواهی از کارشناسان به‌وسیله تکرار متوالی یک پرسشنامه است. روش دلفی بر اساس رویکرد پژوهش دیالکتیکی یعنی تز (ایجاد عقیده یا نظر)، آنتی‌تز (نظر و عقیده مخالف) و نهایتاً، سنتز (توافق و اجماع جدید) شکل گرفته است که سنتز، خود تبدیل به تز جدیدی می‌شود. اساس و پایه روش دلفی بر این است که نظر متخصصان هر حوزه علمی در مورد پیش‌بینی آینده، رساترین نظر است (آسواکل^۴، ۲۰۰۸). بر همین اساس، پژوهش حاضر بر اساس روش دلفی و به ترتیب زیر انجام شده است.

1. Moody's
2. Ahmad & Aminal
3. European Investment Bank
4. Swakol

- استخراج مدل مفهومی اولیه: به منظور طراحی مدل مفهومی اولیه پژوهش، ابتدا شاخص‌های ارزیابی اوراق بدهی در بازار سرمایه کشور مورد مطالعه تطبیقی قرار گرفته است. در این مرحله، براساس سوابق موجود از قبیل پژوهش‌های دانشگاهی و همچنین، بررسی رویه مؤسسه‌های رتبه بندی در سطح بین‌الملل و مؤسسه‌های رتبه‌بندی ملی که تخصص بیشتری در زمینه رتبه‌بندی اوراق به پشتوانه دارایی دارند (مثل بحرین و مالزی)، شاخص‌های ارزیابی این اوراق بدهی اسلامی شامل؛ شناسایی انواع ریسک‌ها و الزامات قانونی و الزامات شریعت شناسایی و براساس آنها، پرسش‌های کلیدی قابل درج در پرسشنامه جهت نظرخواهی از خبرگان طراحی شده است.
 - طراحی پرسشنامه: در این مرحله ابعاد کلیدی مبتنی بر مبانی نظری بدست آمده در قسمت قبل که به نظر تیم پژوهش دلفی با ویژگی‌های محیطی کشور جمهوری اسلامی ایران نیز سازگار است، به همراه سایر محرک‌های دیگر انتخاب و براساس آن سئوالات کلیدی قابل درج در پرسشنامه دلفی طراحی گردید.
- از آنجا که پرسشنامه این پژوهش براساس اصول تدوین پرسشنامه استاندارد نیمه ساختاریافته دلفی طراحی شده و این موضوع به تأیید خبرگان نیز رسیده است، پرسشنامه از اعتبار محتوایی لازم (روایی) برخوردار است. همچنین، قابلیت اطمینان پرسشنامه (پایایی) نیز با استفاده از محاسبه آلفای کرونباخ مورد آزمون قرار گرفته است و عدد ۰/۷۸ بدست آمد؛ این عدد بیانگر پایایی قابل قبول پرسشنامه پژوهش می‌باشد.
- نظرخواهی از خبرگان: به‌منظور نظرخواهی از خبرگان و با هدف کسب اجماع نظر عمومی در مورد هر یک از شاخص‌های ارزیابی اوراق بدهی اسلامی در بازار سرمایه کشور، از نظرات بیست‌وپنج خبره در حوزه تأمین مالی در بازار سرمایه کشور استفاده شد، این افراد براساس سه مؤلفه؛ دانش و تجربه عملی در زمینه تأمین مالی از طریق صکوک، تمایل، زمان کافی برای شرکت و مهارت‌های ارتباطی مؤثر انتخاب شده‌اند. بنابراین، تعداد اعضای نمونه این پژوهش با توجه به خبرگی اعضای پژوهش اعتبار علمی پیدا می‌نماید (آذر، ۱۳۸۳).
 - اجماع: منظور از اجماع، به اتفاق نظر رسیدن در مورد یک ایده و گاه تلاش برای مشخص ساختن تفاوت‌ها است. اجماع به معنی یافتن پاسخ صحیح نیست، بلکه صرفاً توافق شرکت‌کنندگان در یک سطح خاص در موضوع است. به منظور دستیابی به اجماع، پرسشنامه چند دور بین اعضای تیم دلفی توزیع می‌گردد (پاول^۱، ۲۰۰۳ و کندی^۲، ۲۰۰۴).

پرسش پژوهش

بر این اساس، پژوهش حاضر به دنبال یافتن پاسخ علمی به این پرسش است که «شاخص‌های ارزیابی اوراق بدهی اسلامی در بازار سرمایه ایران کدام است؟»

تحلیل داده‌های پژوهش

در راستای پاسخ به پرسش پژوهش، پس از اخذ پرسشنامه‌های ارسال شده به خبرگان، از تکنیک دلفی به منظور تحلیل پرسشنامه‌ها استفاده شده است. به همین منظور، از آزمون‌های زیر به منظور تحلیل نتایج پرسشنامه استفاده شده است.

- آزمون دوجمله‌ای به منظور حصول اطمینان از نظر مخالف یا موافق آزمودنی‌ها در مورد هر یک از پرسش‌های پژوهش؛
 - آزمون T یک نمونه‌ای، به منظور آگاهی از میزان (شدت) موافقت یا مخالفت خبرگان با موضوع طرح شده؛
 - آزمون کولموگروف- اسمیرنف^۱، برای تشخیص وجود یا عدم وجود اجماع (توافق نظر) در بین خبرگان راجع به موضوع مطرح شده در هر سؤال؛
 - آزمون کروسکال- والیس^۲ برای تشخیص همسان بودن یا نبودن پاسخ‌های خبرگان راجع به هر پرسش.
- نتایج این تحلیل در دور اول تحلیل پرسشنامه‌های دریافت شده به شرح جدول ۱ می‌باشد.

جدول ۱. خلاصه نتایج تحلیل دلفی در توزیع دور اول پرسشنامه

حوزه شاخص‌ها	تعداد سئوالات	تایید یا رد سؤال	شدت موافقت یا مخالفت	همسان بودن پاسخ‌ها	
				اجماع یا عدم اجماع	پاسخ‌ها
تحلیل ریسک اوراق بدهی اسلامی	۱۰	موافقت - تایید	موافقت - شدید	اجماع	بلی
تحلیل ساختار قانونی اوراق بدهی اسلامی	۵	موافقت - تایید	موافقت - شدید	اجماع	بلی
ریزکاوای ارکان انتشار اوراق بدهی اسلامی	۸	موافقت - تایید	موافقت - شدید	اجماع	خیر
شاخص‌های مؤثر بر تحلیل دارایی مبنای انتشار	۵	موافقت - تایید	موافقت - شدید	اجماع	بلی
شاخص‌های مؤثر بر تحلیل جریان نقد بانسی	۲	موافقت - تایید	موافقت - شدید	اجماع	بلی
استفاده از ابزارهای ارتقای اعتبار	۳	موافقت - تایید	موافقت - شدید	اجماع	بلی
رتبه‌بندی ارزشی	۲	موافقت - تایید	موافقت - شدید	اجماع	بلی

منبع: یافته‌های پژوهش

1. Kolmogorov- Smirnov test
2. Kruskal- Wallis

پرسشنامه دور دوم دلفی

همان‌طور که در جدول ۱ مشاهده می‌شود، نتایج آزمون کروسکال والیس حاکی از عدم وجود اجماع در بین گروه‌های پاسخ‌دهنده به پرسش‌های بخش ریزکاوی ارکان انتشار بوده است. به عبارت دیگر، در این سئوال‌ها شدت موافقت گروه‌های پاسخ‌دهنده از توافق نظر برخوردار نبوده است. در مجموع، برای این شاخص‌ها مجدداً دور دوم روش دلفی اجرا شده است و از خبرگان درخواست شد با توجه به مجموع نظرات جمع‌آوری شده در دور اول، پاسخ قبلی خود را تأیید یا تغییر دهند. بر این اساس تعداد بیست‌وپنج نفر از خبرگان به پرسش‌های پاسخ داده و نظرات آنها با استفاده از روش دلفی به شیوه فازی مجدداً مورد آزمون قرار گرفت. پس از بررسی پاسخ‌ها، نتایج مندرج در جدول ۲ حاصل گردید.

جدول ۲. خلاصه نتایج تحلیل دلفی در اجرای دور دوم پرسشنامه

شماره پرسش	عنوان پرسش	آستانه تحمل	مقدار قطعی	نتیجه
۱	ریزکاوی بازارگردان	0/6	0/667	پذیرش
۲	ریزکاوی متعهد پذیره نویس	0/6	0/695	پذیرش
۳	ریزکاوی حسابرسان	0/6	0/7011	پذیرش
۴	ریزکاوی ضامن	0/6	0/751	پذیرش
۵	ریزکاوی عامل فروش	0/6	0/501	رد
۶	ریزکاوی عامل پرداخت	0/6	0/741	پذیرش
۷	ریزکاوی ناظر	0/6	0/651	پذیرش
۸	ریزکاوی مشاور عرضه	0/6	0/666	پذیرش

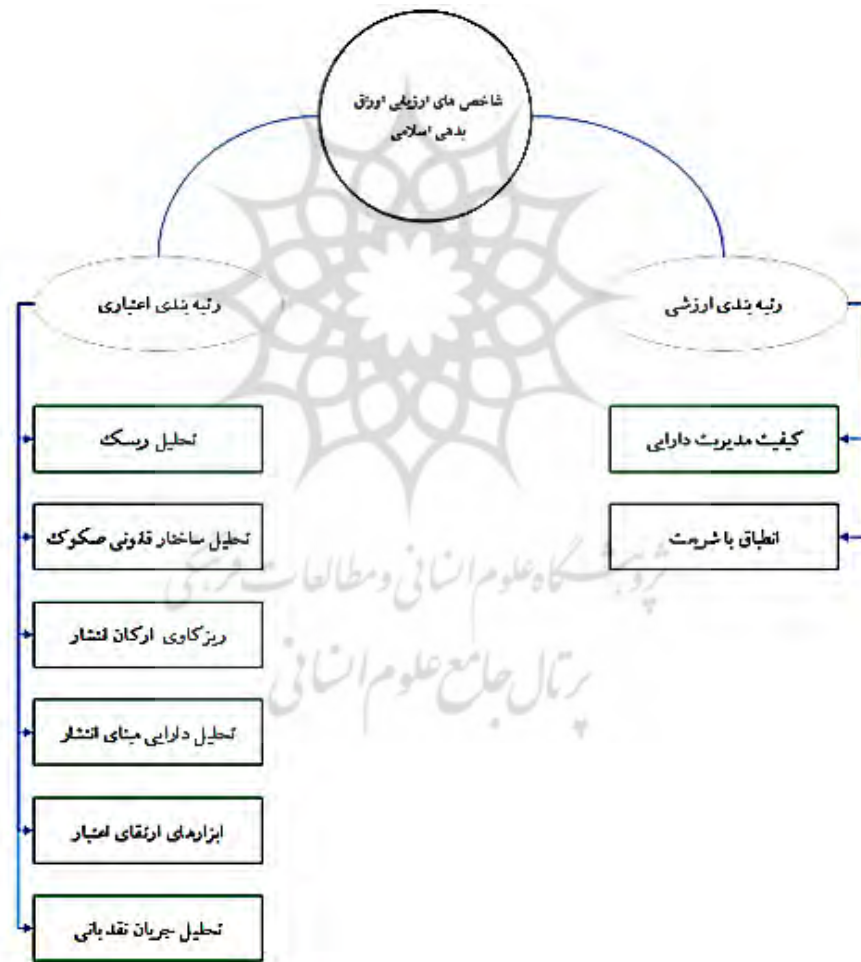
منبع: یافته‌های پژوهش

نتایج پژوهش

مدل نهایی پیشنهاد شده توسط خبرگان را می‌توان در دو بخش شامل؛ رتبه‌بندی اعتباری و رتبه‌بندی ارزشی طبقه‌بندی نمود. رتبه‌بندی اعتباری ناظر بر جنبه‌های کمی ارزیابی اوراق بدهی اسلامی بوده است

که بخش عمده آن مربوط به تحلیل ریسک اوراق می‌باشد. رتبه‌بندی ارزیابی با توجه به ماهیت خاص اوراق بدهی اسلامی و انتقال مالکیت دارایی مبنای انتشار به نهاد واسط ضروری بوده است و بیشتر ناظر بر رعایت حسن امانت‌داری بانی در نگهداری دارایی مبنای انتشار و انطباق اوراق با الزامات شریعت می‌باشد؛ که به صورت شکل ۳ ارائه شده است. این مدل شاخص‌های کلی ارزیابی اوراق بدهی اسلامی را نمایش می‌دهد. این شاخص‌ها می‌بایست بر اساس نوع اوراق مورد ارزیابی به صورت کمی مورد محاسبه و برآورد قرار گیرند.

شکل ۳. شاخص‌های ارزیابی اوراق بدهی اسلامی با محوریت صکوک در بازار سرمایه



جدول ۴. تشریح شاخص‌های موثر بر ارزیابی اوراق بهادار اسلامی

ردیف	عنوان شاخص	تشریح
۱	تحلیل ریسک	مهمترین مؤلفه مرحله رتبه‌بندی اعتباری، تحلیل ریسک اوراق می‌باشد که شاخص - های آن در ۳ حوزه ریسک‌های بازار اولیه، ریسک‌های بازار ثانویه و ریسک‌های مرتبط با دارایی طبقه‌بندی شده است. هرکدام از این شاخص‌ها دارایی زیرمجموعه - هایی می‌باشند که نحوه محاسبه آنها بخش عمده‌ای از فرآیند ارزیابی اوراق را به خود اختصاص داده و نیازمند محاسبات کمی و کیفی متعددی می‌باشد.
۲	تحلیل ساختار قانونی اوراق	بر اساس دستورالعمل انتشار اوراق بدهی در بازار سرمایه، روش‌های مختلفی به منظور انتشار اوراق وجود دارد. انتخاب هر روش، بر جریان‌های نقدی ورودی و خروجی آن تاثیر قابل ملاحظه‌ای دارد.
۳	اعتبارسنجی ارکان	که در انتشار اوراق نقش دارند که بسته به نوع اوراق این ارکان متفاوت بوده و حداقل از ۶ رکن؛ متعهد پذیرهنویس، بازارگردان، بانی، ناشر، عامل فروش و عامل پرداخت تشکیل شده است.
۴	تحلیل دارایی مبنای انتشار	به دلیل آنکه دارایی مبنای انتشار بعضاً در جریان انتشار اوراق بدهی نقش بسزایی ایجاد می‌کند، بررسی نقدشوندگی دارایی مبنای انتشار نقش بسزایی در ارزیابی اوراق بدهی ایفا می‌نماید.
۵	تحلیل جریان نقد بانی	توانایی ایجاد جریان‌های نقدی ناشی از عملیات بانی و تعهدات مالی آن بخش مهمی از فرآیند ارزیابی را تشکیل می‌دهد.
۶	ابزارهای ارتقای اعتبار	در مواردی که بانی مایل به بهبود رتبه اعتباری صکوک اجاره خود باشد می‌تواند از روش‌های ارتقای اعتباری استفاده کند که دارای طیف وسیعی بوده و از جهت مختلف قابل طبقه‌بندی می‌باشد.
۷	کیفیت مدیریت دارایی	شامل نحوه استفاده از وجوه ناشی از انتشار اوراق و نحوه استفاده از دارایی مبنای انتشار می‌باشد.
۸	انطباق با شریعت	شامل رعایت ضوابط شریعت و انطباق با قوانین کمیته فقهی می‌باشد.

منبع: یافته‌های پژوهش

بحث و نتیجه‌گیری

با گسترش تأمین مالی از طریق بازار سرمایه و تنوع اوراق بدهی در این بازار، نیاز به ارزیابی اوراق منتشر شده به منظور راهنمایی و هدایت سرمایه‌گذاران و دارندگان این اوراق ضروری به نظر می‌رسد. از

سوی دیگر، به واسطه تنوع ابزارهای تأمین مالی که با محوریت صکوک در بازار سرمایه شکل گرفته، نیاز به ارزیابی این ابزارها به منظور اندازه‌گیری کیفیت آنها ضروری است. بر همین اساس، پژوهش حاضر از طریق بررسی محتوای اوراق بدهی منتشر شده در بازار سرمایه با محوریت صکوک، شاخص‌های ارزیابی این اوراق را شناسایی و احصاء نموده است که این شاخص‌ها مبنای ارزیابی اوراق بدهی اسلامی در قالب‌های مختلفی همچون؛ رتبه‌بندی اعتباری و ارزشی را تشکیل خواهد داد.

بر پایه بررسی‌هایی تطبیقی صورت گرفته در پژوهش‌های یاد شده در مورد مدل‌های ارزیابی اوراق بدهی توسط مؤسسه‌های مطرح رتبه‌بندی اعتباری، توصیه و رهنمودهای نهادهای مالی بین‌المللی و اسلامی، بررسی قوانین و الزامات مطرح شده توسط نهاد ناظر بازار سرمایه و نهایتاً پژوهش‌های علمی و دانشگاهی انجام شده در این زمینه، شاخص‌هایی استخراج شد که پس از نظرخواهی آن از خبرگان در قالب روش پژوهش دلفی، در قالب ۶ طبقه کلی طراحی و تدوین شد. البته در عرف مالی بین‌المللی ارزیابی اوراق بدهی بر پایه تحلیل ریسک شکل گرفته است. اما، با توجه به ویژگی‌های محیطی انتشار اوراق بدهی اسلامی در بازار سرمایه کشور علاوه بر تحلیل ریسک می‌بایست به عوامل دیگری پرداخته شود که بر اساس نظرخواهی از خبرگان در قالب ۵ طبقه شامل تحلیل ساختار قانونی صکوک، تحلیل جریان نقد بانی، تحلیل دارایی مبنای انتشار، ریزکاوای ارکان انتشار و ابزارهای ارتقای اعتبار ارائه گردد.

نتایج این پژوهش با پژوهش‌های انجام شده توسط مسدی و نایفر (۲۰۱۳) و مؤسسه رتبه‌بندی اسلامی بین‌المللی اسلامی (۲۰۱۵) و مؤسسه‌های بومی رتبه‌بندی همچون مارک و رم^۱ و مؤسسه رتبه‌بندی پاکرا^۲ مبنی بر تفکیک مدل ارزیابی اوراق بدهی اسلامی در دو طبقه؛ رتبه‌بندی اعتباری و ارزشی مطابقت دارد. در این پژوهش به دلیل رعایت الزامات و رهنمودهای نهاد ناظر بازار سرمایه مبنی بر شرایط ارکان انتشار و توجه به نقدینگی دارایی مبنای انتشار و همچنین، استفاده از راهکارهای ارتقای اعتبار، موارد مذکور در مدل پیشنهادی اضافه شد که در مدل‌های مطرح شده در خارج از کشور چنین مواردی به چشم نمی‌خورد. در نهایت، به پژوهشگران حوزه بازار سرمایه پیشنهاد می‌شود با ریزکاوای انواع اوراق بهادار بازار سرمایه شامل اوراق بهادار بدهی و سرمایه، اقدام به طراحی مدل‌های تخصصی ارزیابی انواع ابزارهای مالی بازار سرمایه نمایند. این امر با توجه به ابلاغ دستورالعمل ایجاد و راه‌اندازی مؤسسه‌های رتبه‌بندی در بازار سرمایه در سال‌های اخیر، می‌تواند نقش به‌سزایی در غنای فرآیند رتبه‌بندی اوراق بهادار در بازار سرمایه کشور ایفاء نماید.

ملاحظات اخلاقی

حامی مالی: مقاله حامی مالی ندارد.

مشارکت نویسندگان: تمام نویسندگان در آماده‌سازی مقاله مشارکت داشته‌اند.

تعارض منافع: بنا بر اظهار نویسندگان در این مقاله هیچ‌گونه تعارض منافی وجود ندارد.

تعهد کپی‌رایت: طبق تعهد نویسندگان حق کپی‌رایت رعایت شده است.



منابع

- پایگاه اطلاع‌رسانی بازار سرمایه ایران (۱۳۹۵)، "آمار انتشار اوراق بهادار بدهی به تفکیک نوع اوراق و مبلغ"، قابل دسترسی از طریق لینک <http://www.seo.ir>
- سازمان بورس و اوراق بهادار (۱۳۹۴)، "دستورالعمل انتشار اوراق اجاره"، مصوب سازمان بورس اوراق بهادار تهران ۱۳۸۹، اصلاحیه ۱۳۹۴.
- سازمان بورس و اوراق بهادار (۱۳۹۴)، "دستورالعمل انتشار اوراق مرابحه"، مصوب سازمان بورس اوراق بهادار تهران ۱۳۸۹، اصلاحیه ۱۳۹۴.
- سازمان بورس و اوراق بهادار (۱۳۹۴)، "آیین‌نامه نظام راهبری شرکتی"، مصوب سازمان بورس اوراق بهادار تهران ۱۳۸۶.
- سازمان بورس و اوراق بهادار (۱۳۹۲)، "دستورالعمل انتشار اوراق سفارش ساخت"، مصوب سازمان بورس اوراق بهادار تهران ۱۳۹۲.
- سازمان بورس و اوراق بهادار (۱۳۹۵)، "دستورالعمل تاسیس و فعالیت مؤسسه‌های رتبه‌بندی"، مصوب سازمان بورس اوراق بهادار تهران ۱۳۹۵.
- سروش، ابوذر (۱۳۸۶). "بررسی اوراق صکوک اجاره"، فصلنامه بورس، سال دهم، شماره ۶۵، صص ۱۴-۳۲.
- طالبی، محمد، رحیمی، امیر محمد (۱۳۹۱)، "شناسایی، طبقه‌بندی و اولویت‌بندی ریسک‌های مرتبط با اوراق بهادار اجاره"، دو فصلنامه علمی-پژوهشی جستارهای اقتصادی ایران، سال نهم، پاییز و زمستان ۱۳۹۱.
- مجلس شورای اسلامی (۱۳۸۸)، "قانون توسعه ابزارها و نهادهای مالی جدید در راستای تسهیل اجرای سیاست‌های کلی اصل چهل و چهارم قانون اساسی"، مصوب ۱۳۸۸.
- مجلس شورای اسلامی (۱۳۹۴)، "قانون رفع موانع تولید رقابت‌پذیر و ارتقای نظام مالی کشور"، مصوب ۱۳۹۴.
- می‌شیکین، فردریک. ایکینز، استانی (۲۰۰۶)، "بازارها و نهادهای مالی". انتشارات بورس، ترجمه کردیچ (۱۳۹۱)، چاپ اول.
- دموداران، اسوات (۱۹۷۵). "مالی شرکتی پیشرفته با رویکرد کاربردی". ترجمه بدری و همکاران (۱۳۹۲) چاپ اول، تهران، انتشارات نص.
- موسویان، سید عباس (۱۳۹۱). "بازار سرمایه اسلامی". چاپ اول، سازمان انتشارات پژوهشگاه فرهنگ و اندیشه اسلامی، تهران.
- موسویان، سید عباس (۱۳۹۲). "ابزارهای مالی اسلامی (صکوک)". چاپ ششم، سازمان انتشارات پژوهشگاه فرهنگ و اندیشه اسلامی، تهران.
- موسویان، سید عباس و همکاران (۱۳۹۱). "شناخت و رتبه‌بندی ریسک‌های ابزارهای مالی اسلامی (صکوک)". اندیشه مدیریت راهبردی، سال هفتم، شماره اول، بهار و تابستان ۱۳۹۲.

AAOIFI. (2005). "Shari'ah Standards for Financial Institutions". AAOIFI. Retrieved from http://www.aaofii.com/aaofii_sb_sukuk_Feb2008_Eng.pdf.

AAOIFI. (2008). "standard#1". Retrieved from www.aaofii.com/sharia-board.html Shari'ah Board Statement.

Altman, Edward I., E, Hotchkiss, (2011) "Corporate Financial Distress and Bankruptcy: Predict and Avoid Bankruptcy, Analyze and Invest in Distressed Debt", 3rd edition, *John Wiley and Sons*, New York.

Ahmed, E, Aminul Islam, MD, (2015). "Islamic Sukuk: Pricing Mechanism and Rating" *The Social Sciences* 10.2.

Arundina, T, Azmi, M. (2015) "The predictive accuracy of Sukuk ratings; Multinomial Logistic and Neural Network inferences". *Pacific-Basin Finance Journal*. 34. Pages 273-292.

Beretta. R. (1996). "A critical review of the Delphi technique". *Nurse Res*; 3(4): 79-89.

Damodaran. S (1975). "Advanced Corporate Finance with a Practical Approach." Translation Badri et al. (2014) First edition, Tehran, *Nass Publishing*. (In Persian)

Fabozzi, F. J., & Drake, P. P. (2009). "Finance capital markets, financial management and investment management". Hoboken, NJ: John Wiley & Sons.

Hassoune, A. (2007). "Standard & Poor's approach to rating sukuk". *S&P Ratings Direct*. September.

Howladar, K. (2006). "Shari'ah and sukuk: A Moody's primer". Moody's Investors Service. Retrieved from www.moody.com.

Kothari, V. (2006). *Securitization the financial instrument of the future* (2nd ed). Hoboken, NJ: *John Wiley & Sons*.

Iran Capital Market Information Database (2017), "Issue of debt securities issue statistics broken down by type of bonds and amount", accessible through the link. <http://www.seo.ir/>. (In Persian).

Leong, M. (2008). "Rating approach to sukuk: A MARC perspective". Malaysian Rating Corporation Berhad. Retrieved from <http://www.marc.com.my>

Mishkin, F. Aikins, S (2006), "Markets and Financial Institutions." Translated by Kurdbakhe (2013), First Edition. (In Persian).

Mousavian, Abbas (2013). "Islamic Capital Market". First Printing, Organization of Publications of the Institute of Islamic Culture and Thought, Tehran. (In Persian)

Mousavian, A and colleagues (2013). "Identifying and Ranking the Risks of Islamic Financial Instruments (Sukuk)". *Strategic Management Thought*, 7-year, first issue, spring and summer 2013. (In Persian).

Murcia, F, C, S., Fernando, D, M., Suliani, R., and José, A, B, (2014) "The Determinants of Credit Rating: Brazilian Evidence", Retrieved from <http://www.anpad.org.br/bar>.

Mseddi, S. Naifar, N (2013). "Rating methodology and evaluating the issuer of sukuk". *International Journal of Management Science and Engineering Management*.

McMillen, M. (2008). "Asset securitization sukuk and Islamic capital markets: Structural issues in these formative years". *Wisconsin International Law Journal*, 25, 703-772.

Parliament (2016), "The Law on Elimination of Barriers to Competitive Production and Promoting the Financial System of the Country", adopted in 2016. (In Persian).

Soroush, A. (2007). , "Reviewing the Sukuk Bonds", *Exchange Quarterly Journal*, Vol. 10, No. 65, pp. 14-32. (In Persian).

Talebi, M. Rahimi, A. M (2012), "Identifying, Categorizing and Prioritizing the Risks Associated with Ijareh Sukuk Bond." *Two Quarterly Journal of Iranian Economic Research*, 9 years. Autumn and winter 2012. (In Persian).

The Securities and Exchange Organization (2016), "The Instructions for the Issue of Ijareh Sukuk bond", approved by the Tehran Stock Exchange, 2010, Amendment 1394 (In Persian).

The Securities and Exchange Organization (2016), "The Instructions for the Issue of Murabehe Sukuk bond", approved by the Tehran Stock Exchange, 2010, Amendment 1394 (In Persian).

The Securities and Exchange Organization (2016), "Corporate Governance Instructions", approved by the Tehran Stock Exchange, 2010, Amendment 1394 (In Persian).

The Securities and Exchange Organization (2016), "The Instructions for the Issue of Istisna Sukuk bond", approved by the Tehran Stock Exchange, 2010, Amendment 1394 (In Persian).

The Securities and Exchange Organization (2016), "Establishment Guidelines and Activity of Rating Agencies ", approved by the Tehran Stock Exchange, 2010, Amendment 2016 (In Persian).

COPYRIGHTS



©2022 Alzahra University, Tehran, Iran. This license allows others to download the works and share them with others as long as they credit them, but they can't change them in any way or use them commercially.

پژوهشگاه علوم انسانی و مطالعات فرهنگی
پرتال جامع علوم انسانی