




<https://amf.ui.ac.ir>

**Journal of Asset Management and Financing**  
E-ISSN: 2383-1189  
Vol. 11, Issue 4, No. 43, Winter 2024, p 93-120  
Received: 26/05/2023 Accepted: 03/04/2024

**Research Paper**

**Identifying Production Financing with Emphasis on the Debt Market in Iran**

**Mohammad Solgi** \*

Assistant Professor, Department of Islamic Financial Management, Faculty of Management, Imam Hussein University, Tehran, Iran  
kpmsolgi@ihu.ac.ir

**Seyed Morteza Nazari**

M.A., Department of Management and Insurance, Faculty of Management, University of Tehran, Tehran, Iran  
mortezanazaari70@gmail.com

**Abstract**

An efficient financial system leads to the aggregation and optimal allocation of resources in the economy. In advanced financial markets such as the United States, the economy is mainly financed through debt securities and stocks. This is despite the fact that in Iran, a small part of financing is done through debt securities and shares, and most of it is done through the banking system. The purpose of this study is to analyze the financing system of the country with an emphasis on the debt market. To achieve the above goal, a combined quantitative and qualitative method was used. At first, using the qualitative method of semi-structured interviews with selected experts, the factors of the lack of development of the debt market in the country were identified, and then the relationships between the factors were identified through the ISM method, and the identified factors were classified using MICMAC analysis. In this research, 24 factors were identified as obstacles to the development of the debt market, the highest-level factors were interest rate control by supervisory institutions, the existence of the government as an active member in the debt market, and international sanctions of the country.

**Keywords:** Debt Market, Production Financing, Islamic Securities, Interpretive Structural Modeling (ISM).

**Introduction**

Sustainable growth and development is the main economic ideal in any country. The most important criterion for determining and measuring economic growth, GDP growth, and the main driver of production is the amount of investment. Several factors including monetary and financial policies and different methods of financing can affect the amount and volume of investments. An efficient financial system leads to the aggregation and optimal allocation of resources in the economy. Considering the role of the financial system in the functioning and economic growth, studies in the field of financial development have found a special place in the economic literature. As the economy is in the early stages of development, due to the lack of proper infrastructure for market activity, the financial system tends to be bank-oriented. In Iran, banks are mainly responsible for financing, and the capital market has not played a significant role in this process. The deeper and more developed the financial market is the companies, and investors will be able to choose the optimal ratio of debt to finance their investment projects, and this will lead to the expansion of economic opportunities, income distribution, and the reduction of income inequalities. Finally, it leads to economic growth in the society. In most advanced financing systems, the major part of financing is done via debt instruments that are issued through the capital market. Therefore, the purpose of this study is to analyze the damages of the financing system of the country in the sector of debt market development.

**Materials and Methods**

In this study, to achieve the goals, in the first stage, a literature review and identification of patterns and dimensions were done. In the next step, using a semi-structured interview, the best criteria and their relationship were identified in each dimension. In the last stage of the research model, the relationship model between the factors was identified using the interpretive structural modeling (ISM) technique.

**Findings**

By reviewing the literature on the identified factors and by using the in-depth interview technique, the identified factors were completed. Finally, by using the structural interpretive modeling technique, the relationship between patterns was determined. The

\*Corresponding author

Solgi, M., & Nazari, S. M. (2024). Pathology of production financing with emphasis on the debt market in Iran. *Journal of Asset Management and Financing*, 11(4), 93-120.



2383-1189 © University of Isfahan

This is an open access article under the CC BY-NC-ND/4.0/ License (<https://creativecommons.org/licenses/by-nc-nd/4.0/>).



<https://doi.org/10.22108/amf.2024.137439.1795>

factors and their leveling are shown in Figure 1:

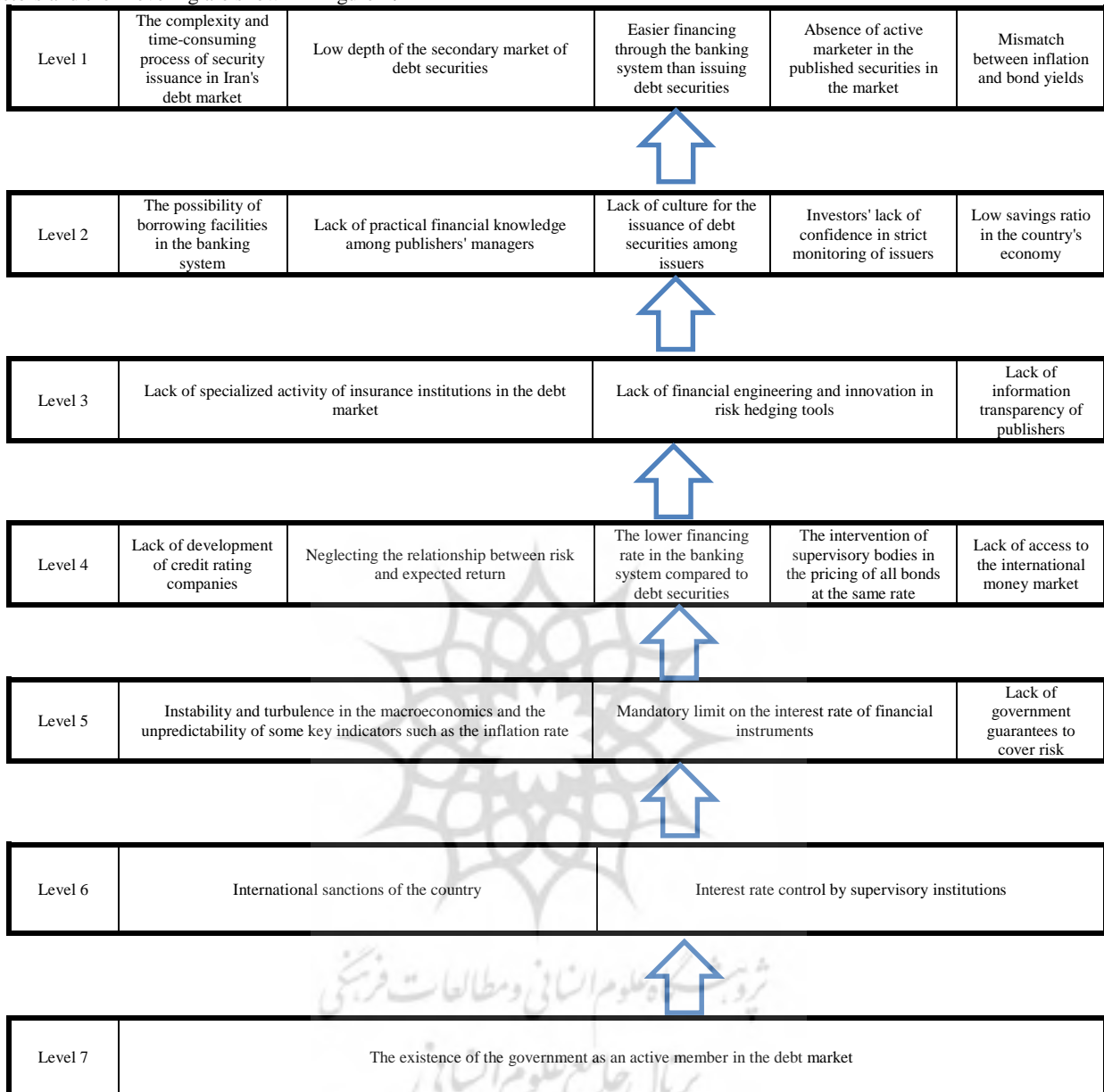



Figure 1. The leveling of the components

**Discussion and conclusions**

The purpose of this study was to analyze the country's financing system damages with an emphasis on the debt market, and to achieve this, a combined quantitative and qualitative method was used. At first, using the qualitative method of semi-structured interviews with selected experts, the factors of the lack of development of the debt market in the country were identified, and then the relationships between the factors were identified through the ISM method, and the identified factors were classified using the MICMAC analysis. Twenty-four factors were identified as obstacles to the development of the debt market, and the highest-level factors were interest rate control by supervisory institutions, the existence of the government as an active performer in the debt market, and international sanctions of the country.

In this study, in comparison with previous studies, the cause and effect leveling of the obstacles to the development of the debt market in Iran was done, on the basis of which it can be suggested that the supervisory institutions should first prevent the influence of the government as the issuer of bonds on the policies of bond issuance. Then, by actualizing the interest rate, they set the interest rate freely so that each publisher can finance debt in the market based on their own risk. Finally, for future research, it is suggested to deal with how to fix the damages identified in this study. In addition, it is suggested to conduct studies on the effectiveness of inflation-based tools to fix the real interest rate in Iran's economy and examine the component of determining the mandated interest rate in the economy.

## آسیب‌شناسی تأمین مالی تولید با تأکید بر بازار بدهی در ایران

محمد سلگی 

استادیار، گروه مدیریت مالی اسلامی، دانشکده مدیریت و اقتصاد، دانشگاه جامع امام حسین

(ع)، تهران، ایران

kpmsoigi@ihu.ac.ir

سید مرتضی نظاری

کارشناسی ارشد، گروه مالی و بیمه، دانشکده مدیریت، دانشگاه تهران، تهران، ایران

mortezanazaari70@gmail.com

### چکیده

هدف: نظام مالی کارآمد به تجمیع و تخصیص بهینه منابع در اقتصاد منجر می‌شود. در بازارهای مالی پیشرفته عمده تأمین مالی اقتصاد از طریق اوراق بدهی و عرضه سهام صورت می‌گیرد. این اتفاق در حالی است که در ایران بخش کمی از تأمین مالی از طریق اوراق بدهی و سهام و عمده آن از طریق سیستم بانکی انجام می‌گیرد. هدف این پژوهش آسیب‌شناسی نظام تأمین مالی کشور با تأکید بر بازار بدهی در ایران است.

روش: برای دستیابی به هدف پیشین، از روش ترکیبی کیفی - کمی - کیفی استفاده شده است. در ابتدا با استفاده از مرور نظام‌مند ادبیات و مصاحبه‌های نیمه ساختاریافته با خبرگان، عوامل توسعه نیافتن بازار بدهی در کشور شناسایی شده است. سپس با روش ISM روابط میان عوامل شناسایی شده است و با استفاده از تحلیل MICMAC طبقه‌بندی عوامل شناسایی شده انجام گرفت.

نتایج: در این پژوهش ۲۴ عامل به‌عنوان موانع توسعه بازار بدهی شناسایی شد که عوامل بالاترین سطح عبارت‌اند از: کنترل نرخ بهره توسط نهادهای ناظر، وجود دولت به‌عنوان عضوی فعال در بازار بدهی و محدودیت‌ها و تحریم‌های بین‌المللی. کلیدواژه‌ها: بازار بدهی، تأمین مالی تولید، اوراق بهادار اسلامی، مدل‌سازی تفسیری ساختاری (ISM).

\* نویسنده مسئول

سلگی، محمد، نظاری، سید مرتضی. (۱۴۰۳). آسیب‌شناسی تأمین مالی تولید با تأکید بر بازار بدهی در ایران. مدیریت دارایی و تأمین مالی،

۱۱ (۴)، ۹۳-۱۲۰.



## مقدمه

رشد و توسعه پایدار عمده‌ترین آرمان اقتصادی در هر کشوری است. مهم‌ترین معیار تعیین و اندازه‌گیری رشد اقتصادی، رشد تولید ناخالص داخلی و محرک اصلی تولید میزان سرمایه‌گذاری است؛ بنابراین، اقتصاددانان همواره بر خود فرض دانسته‌اند که در هر زمان و مکانی شرایطی که عوامل اقتصادی را به انجام سرمایه‌گذاری سوق می‌دهد، بررسی کنند. عوامل گوناگونی ممکن است بر میزان و حجم سرمایه‌گذاری‌ها تأثیر بگذارد، از جمله سیاست‌های پولی و مالی و شیوه‌های گوناگون تأمین مالی. فرایند تأمین مالی و ترکیب بهینه ساختار تأمین مالی از یک سو و اخذ تصمیم درباره سرمایه‌گذاری منابع به‌دست‌آمده در بخش‌های گوناگون دارایی‌ها از سوی دیگر از جمله مسائلی است که در حوزه تصمیم‌گیری مدیریت مالی حائز اهمیت است (Hasanzade & Ahmadian, 2012).

به‌طورکلی، در مطالعات اثر توسعه مالی بر رشد اقتصادی دو دیدگاه وجود دارد: گروه اول، کینزین‌ها هستند که به مداخله دولت در بازارهای مالی و تعیین سقف‌های نرخ بهره معتقدند. آنها تابع سرمایه‌گذاری را تابع معکوس از نرخ بهره و تابع پس‌انداز را تابع مستقیم از درآمد می‌دانند. از سوی دیگر، طبق نظر کینز به وجود رجحان نقدینگی بالا معتقدند. در نتیجه، سیاست سرکوب مالی و تعیین سقف نرخ بهره توسط دولت را برای افزایش رشد اقتصادی تجویز می‌کنند. گروه دوم، اقتصاددانان نئوکلاسیک‌اند که سیاست‌های حاکمیت قیمت‌ها و آزادسازی را آغاز کرده‌اند و در بازارهای مالی بر آزادسازی نرخ بهره تأکید دارند. این الگوها با این فرض که هزینه‌های مبادله صفرند و بازار سرمایه کامل است، در دو الگوی ایستا و پویا فرایند تصمیم‌گیری خانوارها و بنگاه‌ها را تحلیل و بررسی می‌کنند. در الگوی ایستا، خانوار مطلوبیتش را باتوجه‌به قید بودجه و بدون توجه به سیستم پرداخت تعریف‌شده و صریح حداکثر و سبدهی از کالاها را برای مصرف انتخاب می‌کند. بنگاه‌ها نیز بدون در نظر گرفتن نحوه تأمین مالی هزینه‌های خود، سطح بهینه داده‌ها و ستانده‌ها را با هدف حداکثر کردن سود انتخاب می‌کنند. اصولاً در نظریه سرمایه نئوکلاسیک منبع تأمین مالی مهم نیست (Ghadamyari et al., 2017).

در کشورهای در حال توسعه به دلیل غیررقابتی بودن بازارهای مالی توسعه مالی لازم صورت نگرفته است. بازارهای مالی ایران نیز تعمیق مالی لازم را ندارد و بانک‌محور است. براساس پژوهش‌های گوناگون اشاره‌شده وجود یک بازار مالی توسعه‌یافته می‌تواند بر رشد بخش واقعی اقتصاد اثر مثبت بگذارد. در پژوهش‌های گوناگون صورت‌گرفته از محیط اقتصادی ایران و آسیب‌شناسی‌های صورت‌گرفته در زمینه موانع توسعه بخش واقعی اقتصاد و تولیدات صنعتی یکی از آسیب‌های مهم ناممکن بودن تأمین مالی سریع و آسان است. براساس شاخص سهولت کسب‌وکار در سال ۲۰۲۰ از بین ۱۹۰ کشور، ایران در رتبه ۱۲۷ قرار دارد. از عوامل تعیین‌کننده در این شاخص سهولت تأمین مالی ارزان‌قیمت برای فعالان کسب‌وکار است. در یک نظر سنجی فصلی طی سال‌های ۱۳۹۸ و ۱۳۹۹ از فعالان اقتصادی تقاضا شده است که ۵ دغدغه اصلی خود را بیان کنند. براساس این نظرسنجی دسترسی به منابع مالی همواره در جایگاه دوم و سوم اهمیت قرار گرفته است (Samadian, 2021).

الگوی متیسون (1979) برای کشورهای در حال توسعه با فرض وجود نرخ واقعی سپرده منفی، با اتخاذ سیاست‌های آزادسازی بخش مالی و حرکت نرخ بهره به سمت نرخ بهره تعادلی بازار موجب افزایش سرمایه‌گذاری و رشد اقتصادی می‌شود. نتایج پژوهش حاکی از آن بود که آزادسازی مالی در کشورهای کمتر توسعه‌یافته باعث کاهش توسعه مالی در این گونه کشورها شده است؛ در حالی که تأثیر این سیاست‌ها در کشورهای نوظهور مثبت بوده است. از سوی دیگر، رابطه مثبت بین شاخص‌های نهادهای مالی و شاخص‌های توسعه مالی تأیید می‌شود (Abbasi, 2009).

<sup>1</sup> Keynesian

<sup>2</sup> Neoclassic

نظام مالی کارآمد به تجمیع و تخصیص بهینه منابع در اقتصاد منجر می‌شود. باتوجه به نقش نظام مالی در کارکرد و رشد اقتصادی، مطالعات در حیطه توسعه مالی جایگاه ویژه‌ای در ادبیات اقتصادی یافته است. بخش زیادی از مطالعات بر رابطه علت و معلولی و برای اثرگذاری توسعه مالی بر رشد اقتصادی متمرکز شده‌اند. مطالعات زیادی درباره عوامل مؤثر بر توسعه مالی بحث می‌کنند. هرچه اقتصاد در مراحل اولیه توسعه یافتگی قرار داشته باشد، به دلیل نبود زیرساخت‌های مناسب برای فعالیت بازار، نظام مالی به سمت بانک‌محوری متمایل می‌شود. در ایران نیز به‌طور عمده بانک‌ها عهده‌دار تأمین مالی بوده‌اند و بازار سرمایه در این فرآیند نقش چشمگیری نداشته است. باین حال، باید این نکته مهم را در نظر گرفت که یکی از ارکان نظام مالی بازار مالی است. هرچه بازار مالی عمیق‌تر و توسعه‌یافته‌تر باشد، بنگاه‌ها و سرمایه‌گذاران برای تأمین مالی پروژه‌های سرمایه‌گذاری خود امکان انتخاب نسبت بهینه‌ای از بدهی را خواهند داشت. این اتفاق به گسترش فرصت‌های اقتصادی، توزیع در آمد و کاهش نابرابری‌های درآمدی و درنهایت، رشد اقتصادی در جامعه منجر می‌شود (Akbari Rooshan & Shakeri, 2014).

براساس آمار موجود در کشورهای پیشرفته، عمده تأمین مالی شرکت‌ها از اوراق بدهی و سهام صورت می‌گیرد. این نسبت در ایران بسیار کمتر است. چنین اتفاقی نشان‌دهنده وابستگی شدید شرکت‌ها به تأمین مالی از سیستم بانکی است. اگر زیرساخت‌های لازم برای توسعه بازار مالی غیربانکی فراهم باشد و تدابیری برای تسهیل دسترسی بنگاه‌ها به تأمین مالی با هزینه کم اتخاذ شود، مقدمات تأمین مالی تولید و در نتیجه رشد بنگاه‌ها و افزایش ورود بنگاه‌ها به حوزه‌های گوناگون کسب‌وکار فراهم خواهد شد.

در بازارهای مالی پیشرفته‌ای مانند ایالات متحده ۷۵٪ تأمین مالی اقتصاد از اوراق بدهی و سهام صورت می‌گیرد و تنها حدود ۱۵٪ از تأمین مالی اقتصاد برعهده سیستم بانکی است (SIFMA, 2022).

ارزش بازار بدهی ایران در انتهای سال ۱۴۰۱ برابر با ۵۲۲ همت بوده است که در مقایسه با خالص تسهیلات بانکی به ارزش ۴۱۰۰ همت (براساس آمار بانک مرکزی) می‌توان دریافت که بیش از ۸۵٪ تأمین مالی صورت‌گرفته از این دو محل از محل سیستم بانکی بوده است. ضعف اصلی در نظام تأمین مالی کشور توسعه نیافتن بازار اوراق بدهی است. از این رو، باید موانع توسعه بازار بدهی در ایران بررسی کرد و برنامه‌ای برای رفع آنها توسعه داد.

شفافیت پایین در سیستم بانکی موجب ناکارآمدی سیستم بانکی طی دهه‌های اخیر در تجهیز صحیح و شایسته منابع به بخش‌های تولیدی مورد نیاز شده است. در مقابل، بازار سرمایه به دلیل شفافیت بالا و نظارت آحاد مردم بر آن حتی دولت را در انتشار اسناد خزانه به فعالی خوش حساب تبدیل کرده است. دولت معمولاً طرف حساب بدقولی محسوب می‌شود. در بیشتر نظام‌های تأمین مالی پیشرفته بخش زیادی از تأمین مالی به‌عهده ابزارهای بدهی است که از بازار سرمایه منتشر می‌شود. تعمیق بازارهای مالی از این ابزارها صورت می‌گیرد. هدف از این پژوهش آسیب‌شناسی نظام تأمین مالی تولید کشور با تأکید بر بازار بدهی است.

## مبانی نظری

شومپتر<sup>۱</sup> (1911) از بنیان‌گذاران اصلی دیدگاه اثرگذاری بازارهای مالی بر رشد اقتصادی است. اولین بار شومپتر بر اهمیت توسعه نظام مالی در افزایش رشد اقتصادی، تأکید کرد. براساس نظر او، در یک نظام مالی توسعه‌یافته واسطه‌های مالی با هدایت پس‌اندازهای خانوارها به بهره‌ورترین پروژه‌های سرمایه‌گذاری باعث افزایش تشکیل و کارایی سرمایه و به تبع آن تقویت رشد اقتصادی می‌شوند. نظریه شومپتر بلافاصله با استقبال چشمگیر اقتصاددانان روبه‌رو شد و مطالعات تجربی گوناگونی برای آزمون فرضیه او انجام گرفت.

<sup>1</sup> Joseph Schumpeter

گلد اسمیت<sup>۱</sup> (۱۹۹۹)، مک‌کینون<sup>۲</sup> (۱۹۷۳) و شاو<sup>۳</sup> (۱۹۷۳) مسیرهای جدیدی را برای تبیین ارتباط بین توسعه بازارهای مالی و رشد اقتصادی ارائه کرده‌اند. الگوهای مک‌کینون و شاو با بررسی اثرات سرکوب مالی به بیان اثرگذاری سیاست‌های آزاد سازی مالی بر انباشت سرمایه و رشد اقتصادی پرداخته‌اند. بحث اصلی در الگوی مک‌کینون اثرات نرخ بهره واقعی بر سرمایه‌گذاری و رشد اقتصادی است و نهادهای مالی نقش واسطه‌گری مالی را بین سپرده‌گذاران و سرمایه‌گذاران برعهده دارند. مک‌کینون در الگوی خود ارتباط بین سرمایه مالی (پولی) و سرمایه فیزیکی را همانند دو عامل مکمل سرمایه‌گذاری نشان می‌دهد. الگوی شاو بر نقش نهادهای مالی در تخصیص کارآمد منابع بین پس‌اندازکنندگان و سرمایه‌گذاران تأکید دارد. با آزاد سازی مالی و افزایش نرخ بهره واقعی از طریق گسترش فعالیت‌های واسطه‌های مالی و ایجاد شرایط توسعه مالی انگیزه پس‌اندازکنندگان در راستای ارتقای پس‌اندازها افزایش می‌یابد. این افزایش موجب ارتقاء سرمایه‌گذاری‌ها و کارایی در سرمایه‌گذاری و افزایش رشد اقتصادی می‌شود. با وجود تفاوت‌هایی بین دو الگوی مک‌کینون و شاو این دو الگو مثل دو الگوی مکمل مطرح می‌شوند (Abbasi, 2009).

بازار بدهی یکی از مهم‌ترین و مؤثرترین اجزای نظام‌های اقتصادی و مالی نوین است. هم‌نظریه اقتصادی و هم تجربه کشورهای گوناگون توسعه یافته و در حال توسعه در چند دهه گذشته نشان می‌دهد که دستیابی به نظام مالی پویا، عمیق و کارا بدون وجود بازار بدهی سالم با کارکرد مناسب و عمق کافی اساساً امکان‌پذیر نیست (Ahmadi et al., 2018).

اوراق قرضه ورقه‌ای است که قابلیت معامله شدن دارند و دارندگان این اوراق در فواصل زمانی از پیش تعیین شده مبلغی سود دریافت می‌کنند و در سررسید مشخص کل مبلغ آن به خریدار اوراق پرداخت می‌شود. این اوراق انواع گوناگونی دارد که براساس عوامل مختلفی همچون سررسید، نرخ بهره، ماهیت وام‌گیرنده، میزان انتشار، نوع وثیقه، شدت قابلیت و تسعیر (نوسانات)، نوع وابستگی وام‌گیرنده یا بدهی، هدف انتشار و نوع پولی که اوراق با آن پول انتشار می‌یابد، تقسیم‌بندی می‌شوند.

توسعه بازار بدهی کارکردهای متفاوتی در اقتصاد دارد که مهم‌ترین آنها عبارت‌اند از: تعیین غیردستوری نرخ بهره در بازار و براساس ریسک بازده و سررسید اوراق، کمک به اعمال سیاست‌های مالی توسط دولت، اثرگذاری بیشتر سیاست‌های پولی با آزادی عمل بیشتر بانک مرکزی، تقویت بسیار نقدشوندگی در بازارهای پول و سرمایه، تخفیف اثرات بحران‌های مالی، هدایت نقدینگی به مسیر صحیح و جلوگیری از رشد بازارهای ناسالم رقیب، افزایش شفافیت مالی، ایجاد تنوع در بازارهای مالی، تأمین منابع مالی برای توسعه فعالیت‌های بخش خصوصی، گذار از اقتصاد بانک‌محور به اقتصاد بازارمحور.

بیشتر اقتصادهای نوظهور مانند مالزی، برزیل و کره جنوبی از سال ۱۹۹۷ به سوی راه‌اندازی بازار استقراضی و انتشار این اوراق متمایل شد. طی سال‌های ۱۹۹۷-۱۹۹۸، تجربه بحران بانکی کشورهای آسیای جنوب شرقی نشان داد که بی‌تنوعی در نهادهای واسطه‌گری مالی باعث تشدید و طولانی شدن بحران می‌شود. در صورت اختلال کانال‌های اصلی واسطه‌گری مالی در یک اقتصاد، وجود مسیرهای دیگر (غیر از سیستم بانکی) برای تبدیل پس‌اندازها به سرمایه‌های استفاده‌شونده از گسترش بحران جلوگیری می‌کند. اهمیت بازار اوراق استقراضی به‌عنوان یکی از منابع تأمین مالی در سال‌های پس از بحران اقتصادی ۲۰۰۷-۲۰۰۸ و کندشدن رشد اقتصادی کشورها افزایش یافت. دلیل این امر تکیه کمتر شرکت‌ها به سیستم بانکی برای تأمین منابع موردنیاز خود و افزایش استقراض دولت‌ها بود (Ahmadi et al., 2018).

رابطه بین بازار سهام ایران و بخش حقیقی اقتصاد، صرف‌نظر از مواردی چون پذیره‌نویسی و عرضه‌های اولیه بیشتر یک رابطه یک‌سویه بوده است؛ بدین معنا که با وجود رشد قیمت‌ها و رونق بازار بورس و فرابورس، میزان تأمین مالی شرکت‌ها از

<sup>1</sup> Edward Goldsmith

<sup>2</sup> Ronald McKinnon

<sup>3</sup> Edward Shaw



این بازار چندان چشمگیر نبوده است. از طرف دیگر، بازار مغفول بدهی در ایران با اندازه و جایگاه خود فاصله بسیاری دارد. در حالی نسبت بازار بدهی به بازار سهام در ایران به زیر ۱۰ درصد رسیده است که میانگین جهانی این نسبت ۲۵۰ درصد است (Pourebrahimi, 2020).

توسعه بازار بدهی در ایران مخالفانی نیز دارد. یکی از این دلایل مخالفت اعتقاد به کشش نداشتن اقتصاد ایران برای عرضه بیشتر اوراق است. مطرح‌کنندگان این نکته اعتقاد دارند انتشار اوراق بدهی و بازار بدهی توسعه‌یافته مختص اقتصادهای بزرگ است؛ در حالی که براساس پژوهش‌های سازمان‌های معتبر مانند پژوهش بانک تسویه بین‌المللی (BIS) رابطه مستقیم و مثبتی میان رشد اقتصادی کشورهای نوظهور و توسعه بازار بدهی این کشورها وجود داشته است (Ahmadi et al., 2018).

یکی دیگر از دلایل مخالفت با توسعه بازار بدهی در ایران اعتقاد به اثر منفی نبود انطباق نرخ اوراق در این بازار با نرخ سود بانک‌ها است. در این استدلال بیان می‌کنند که بالاتر بودن نرخ اوراق نسبت به نرخ سود بانکی موجب هدایت وجوه از بازار بانکی و سهام به این بازار می‌شود و ممکن است برای این بازارها تهدید اساسی به شمار برود. این اتفاق در حالی رخ می‌دهد که بازدهی اوراق بدهی تحت تأثیر شرایط روز اقتصاد است و با تغییر نرخ بهره اقتصاد با بازار بدهی توسعه‌یافته بازدهی مؤثر نگه‌داری اوراق متغیر می‌شود و با تغییر قیمت اوراق خود را با واقعیات اقتصاد تطبیق می‌دهد.

با نگاهی به شرایط ذیل ضرورت توسعه بازار بدهی در ایران بیش‌ازپیش آشکار می‌شود: وضعیت ایران در شاخص رقابت‌پذیری جهانی و تضعیف زیر شاخص توسعه مالی، افزایش فشار تأمین مالی به بانک‌های کشور و فاصله گرفتن بانک‌ها از کارکرد اصلی خود، حجم بالای مطالبات غیرجاری بانک‌ها در مقایسه با کل تسهیلات پرداختی، کسری تراز عملیاتی بودجه دولت و لزوم تحقق منابع از طریق واگذاری دارایی‌های مالی (Ahmadi et al., 2018).

با وجود تأکید بر توسعه بازار بدهی همانند یک راهبرد هدایت اعتبار، همچنان بازار اوراق بهادار اسلامی در ایران رونق نگرفته است. در حال حاضر، از کل تأمین مالی اقتصاد ۷٪ از طریق بازار بدهی (صکوک) صورت می‌گیرد؛ در حالی که در کشورهای توسعه‌یافته این عدد در حدود ۷۰٪ است. آسیب‌شناسی دلایل توسعه نیافتن بازار بدهی اسلامی احتمالاً به رفع موانع و توسعه این بخش از نظام مالی کمک کند. ذوالفقاری و همکاران به شناسایی چالش‌ها و محدودیت‌های موجود در راه پیاده‌سازی اوراق اجاره در بازار پول و سرمایه پرداخته‌اند. روش پژوهش در این پژوهش به دو صورت کتابخانه‌ای و مصاحبه و نظرسنجی از متخصصان و خبرگان حوزه دانشگاهی و اجرایی (بازار پول و سرمایه) انجام شده است. در نهایت، پژوهشگران نتیجه گرفته‌اند که مهم‌ترین چالش‌ها و محدودیت‌های موجود زیرساخت‌های قانونی و عملیاتی و وابستگی بازدهی این اوراق به نوسان‌های متغیرهای کلانی مانند تورم و نرخ تسهیلات نظام بانکی است (Zoulfaghari et al., 2012).

موسویان و کشاورزین به بررسی موانع انتشار صکوک اجاره در بانک‌های دولتی و ارائه راهکارهای کاربردی پرداخته‌اند. برای دستیابی به این هدف از روش توصیفی — تحلیلی استفاده کرده و به مقایسه تطبیقی دستورالعمل‌ها، رویه‌ها و مقررات حاکم بر سازمان بورس اوراق بهادار و بانک مرکزی ایران پرداخته‌اند. یافته‌های پژوهش نشان می‌دهد که با وجود تدوین فرایند انتشار صکوک اجاره در سازمان بورس و بانک مرکزی، به دلیل مشکلات ساختاری نظیر فقدان راهکار مشخص برای فروش دارایی بانک‌های دولتی به شرکت واسط، فقدان نهادهای مرتبط با انتشار صکوک اجاره در دستورالعمل و رویه‌های بانک مرکزی، نبود شمولیت قانون توسعه ابزارها و نهادهای مالی جدید درباره معافیت عوارض و مالیات در دستورالعمل بانک مرکزی، فقدان متولی واحد برای انتشار صکوک اجاره و... امکان بهره‌گیری بانک‌های دولتی از این ابزار کارآمد تأمین مالی اسلامی وجود ندارد. در این پژوهش راهکارهای اجرایی و عملیاتی برای نهادینه کردن ابزار صکوک اجاره ارائه شده است (Mousavian & Keshavarzian, 2014).

توحیدی به بررسی الزامات توسعه اوراق بهادار اسلامی (صکوک) پرداخته است. آنچه در این پژوهش اهمیت دارد، شناخت کاستی‌ها و نقایص بازار اوراق بهادار اسلامی است تا با ارائه راهکارهای کارشناسی بتوان این بازار را بیش‌ازپیش گسترش داد و نقش و جایگاه این بازار را در تأمین مالی دولت و بنگاه‌های اقتصادی بهبود بخشید. در این گزارش ضمن شناسایی برخی آسیب‌ها و نقایص بازار صکوک، الزامات توسعه این بازار بررسی و راهکارهای لازم تا حد امکان در راستای ارتقای جایگاه این بازار ارائه شده است (Tohidi, 2015).

عمادی و خمیس آباد در پژوهشی تلاش کرده‌اند با استفاده از روش تحلیلی — توصیفی آسیب‌شناسی چالش‌های موجود تأمین مالی در بانکداری بدون ربا را با تأکید بر اوراق صکوک در کشور انجام دهند. نتیجه پژوهش حاکی از آن است که صکوک ابزاری جدید، آزمون شده و مناسب برای فرآیند تأمین مالی، هم برای شرکت‌های دولتی و هم برای شرکت‌های غیردولتی است. صکوک می‌تواند ابزاری مکمل یا جانشین اوراق مشارکت برای کنترل نقدینگی باشد. صکوک ابزاری قانونی، مقبول و کارا است که امکان به‌کارگیری آن در ایران فراهم وجود دارد، هرچند به فراهم کردن زیرساخت‌هایی نیاز دارد که به‌طور خلاصه عبارت‌اند از: استاندارد کردن دارایی‌های استفاده شده در صکوک و فرآیند ارزیابی آنها، تسهیل امور مربوط به انتشار و رتبه‌بندی اوراق صکوک و ایجاد مؤسسات رتبه‌بندی، ایجاد بازار ثانویه مناسب برای خرید و فروش اوراق صکوک و تسهیل نقدشوندگی آنها (Emadi & Khamisabadi, 2017).

دره شیری به شناسایی و اولویت‌بندی چالش‌ها و آسیب‌های پیش روی گسترش بازار صکوک در ایران پرداخته است. روش پژوهش روش ترکیبی — اکتشافی است که از دو مرحله کیفی و کمی تشکیل شده است. در مرحله کیفی با بهره‌گیری از روش تحلیل مضمون، شبکه مضامین چالش‌های گسترش بازار صکوک در ایران در قالب ۲۶۱ مضمون پایه، ۲۱ مضمون سازمان‌دهنده و ۶ مضمون فراگیر تهیه شده است. در مرحله کمی ابتدا با روش آنتروپی شانون وزن هر یک از ابعاد چالش‌ها مشخص و پس‌از آن ۲۱ چالش شناسایی شده اولویت‌بندی شد. در پایان پژوهش مشخص شد که نداشتن تبلیغات درست و فهم شدنی برای بیشتر مردم در رسانه‌های دیداری و شنیداری درباره سرمایه‌گذاری مهم‌ترین مانع گسترش بازار صکوک در ایران و توزیع نامناسب تسهیلات و منابع تأمین مالی دارای اولویت پایین‌تری است (Dareshiri et al., 2019).

حسن‌زاده به بررسی چندجانبه چالش‌های مطرح شده درباره نقش بازار صکوک رقابتی در تجهیز منابع بانکی پرداخته است. در این پژوهش پس از مطالعه پژوهش‌های پیشین و مرور منابع گوناگون، با خبرگان حوزه تأمین مالی مصاحبه‌های هدفمند انجام و با استفاده از روش تحلیل مضمون چالش‌های صکوک استخراج شده است. سپس چالش‌های شناسایی شده در ۶ دسته چالش‌های عملیاتی، قانونی، فرهنگی، رقابتی و اقتصادی در سطوح خرد و کلان دسته‌بندی شدند. برای اعتبارسنجی یافته‌ها، خبرگان چالش‌های استخراج شده را مشاهده کردند. یافته‌ها نشان داد که لزوم وجود رکن ضامن در فرایند انتشار صکوک، طولانی بودن فرایند انتشار اوراق و زمان دستیابی به منابع، اختلاف دو نهاد ناظر انتشار صکوک بانکی و بالابودن هزینه انتشار اوراق از مهم‌ترین چالش‌های استفاده از این ابزار برای تجهیز منابع شبکه بانکی است. در پایان با تشکیل گروه کانونی راهکارهای اصلاح و تقویت بازار صکوک رقابتی به‌عنوان ابزاری برای تجهیز منابع نظام بانکی ارائه شد. در بازار صکوک رقابتی مؤلفه‌هایی مانند اصلاح نقش رکن ضامن، رتبه‌بندی اعتباری اوراق و افزایش تعداد و تنوع صکوک متشهره وجود دارند که ممکن است کارکرد این ابزار را بهبود بخشند (Hasanzade et al., 2021).

عرب به بررسی تأثیر توسعه مالی و ثبات مالی بر رشد اقتصادی ایران با استفاده از رهیافت گشتاورهای تعمیم‌یافته پرداخته است. هدف اصلی این پژوهش ارزیابی تأثیر توسعه مالی و ثبات مالی بر رشد اقتصادی ایران در دوره زمانی ۱۳۷۰ تا ۱۳۹۷ با استفاده از رهیافت گشتاورهای تعمیم‌یافته بوده است. نتایج بیانگر تأثیر مثبت و معنادار متغیرهای توسعه مالی و ثبات مالی بر رشد اقتصادی است. علاوه بر این، متغیرهای وقفه رشد اقتصادی، آموزش، سرمایه‌گذاری ثابت آزادسازی تجاری، اثر مثبت و



معنادار داشته‌اند؛ ولی تورم و مخارج دولت و جمعیت فعال بر رشد اقتصادی تأثیر منفی گذاشته‌اند. بنابراین، توصیه می‌شود با عنایت به نقش مهم آموزش، با سرمایه‌گذاری در این بخش و ارتقای زیربنای تولید، انجام اصلاحات ساختاری لازم در بازار سرمایه و بانک، هدایت اعتبارات و نقدینگی به سمت تقویت تولید بخش خصوصی و اصلاح سطح و ترکیب مخارج دولت به‌نحوی به افزایش بهره‌وری تولید کمک شود (Arab et al., 2021).

حبیب‌اللهی در پژوهشی به بررسی تأثیر توسعه بازارهای مالی و درآمدهای مالیاتی بر رشد اقتصاد در کشورهای جنوب شرقی آسیا با استفاده از داده‌های دوره زمانی ۲۰۱۹-۱۹۸۰ پرداخته است. در این پژوهش از یک الگوی رشد درون‌زای عرض‌محور و همچنین به دلیل رابطه غیرخطی بین متغیرهای پژوهش از الگو PSTR استفاده شده است. برای مؤلفه‌سازی بازارهای مالی از سه مؤلفه عمق مالی، دسترسی و کارایی و برای مؤلفه رشد اقتصادی از تولید ناخالص داخلی استفاده شده است. نتایج حاصل از برآورد تغییرات مؤلفه‌های توسعه بازارهای مالی و درآمدهای مالیاتی حاکی از واکنش مؤلفه‌ها به شوک‌های مالیاتی تقاضای کل و بازارهای کالایی به لحاظ جهت و شدت رابطه در کشورهای جنوب شرق آسیا مثبت و معنادار است. نتایج آزمون فرضیه نشان داد رابطه معنی‌داری بین مؤلفه‌های بازارهای مالی و درآمدهای مالیاتی برقرار است، به طوری که با افزایش این مؤلفه‌ها در شرایط ثبات اقتصادی رشد اقتصادی افزایش می‌یابد و باعث افزایش امنیت درآمد و کاهش فساد در هر کشور به‌ویژه در کشورهای مطالعه‌شده می‌شود (Habibollahi et al., 2022).

آیچنگرین و همکاران در پژوهشی با عنوان «چرا آسیا بازار بدهی بزرگ‌تری ندارد» دلایل توسعه نیافتن بازار بدهی آسیا تا دهه ۲۰ میلادی را بررسی کرده‌اند. براساس یافته‌های این پژوهش کشورهای با اقتصاد بزرگ‌تر بازار بدهی توسعه یافته‌تری دارند؛ اما این عامل تنها عامل نبوده است و اقتصادهای با بروکراسی کمتر در فرایند انتشار اوراق توانسته‌اند بازار بدهی خود را به شکل بهتری توسعه دهند. از جمله سایر عوامل توسعه بازار بدهی ثبات نرخ بهره و پیروی از استانداردهای حسابداری بین‌المللی بوده است (Eichengreen et al., 2004).

سوارز به بررسی الزامات توسعه بازار سرمایه و بدهی پرداخته است. براساس یافته‌های این پژوهش برای توسعه بازار حداقل این ۴ رکن باید توسعه یابد: ثبات اقتصادی، سیستم بانکی عمیق، چارچوب حمایت از حقوق سهامداران، چارچوب نظارتی قوی (Suarez, 2014).

برگر و همکاران موانع توسعه بازار بدهی در کشورهای درحال توسعه آسیا را بررسی کرده‌اند. یافته‌های این پژوهش حاکی از آن است که کشورهای با نوسان تورم کمتر بازار بدهی توسعه یافته‌تری دارند. سایر موانع توسعه بازار بدهی در این پژوهش رشد اقتصادی پایین، ساختار قانونی ضعیف در راستای دفاع از حقوق قرض‌دهندگان و ساختار نظارتی ضعیف بیان شده است (Burger et al., 2015).

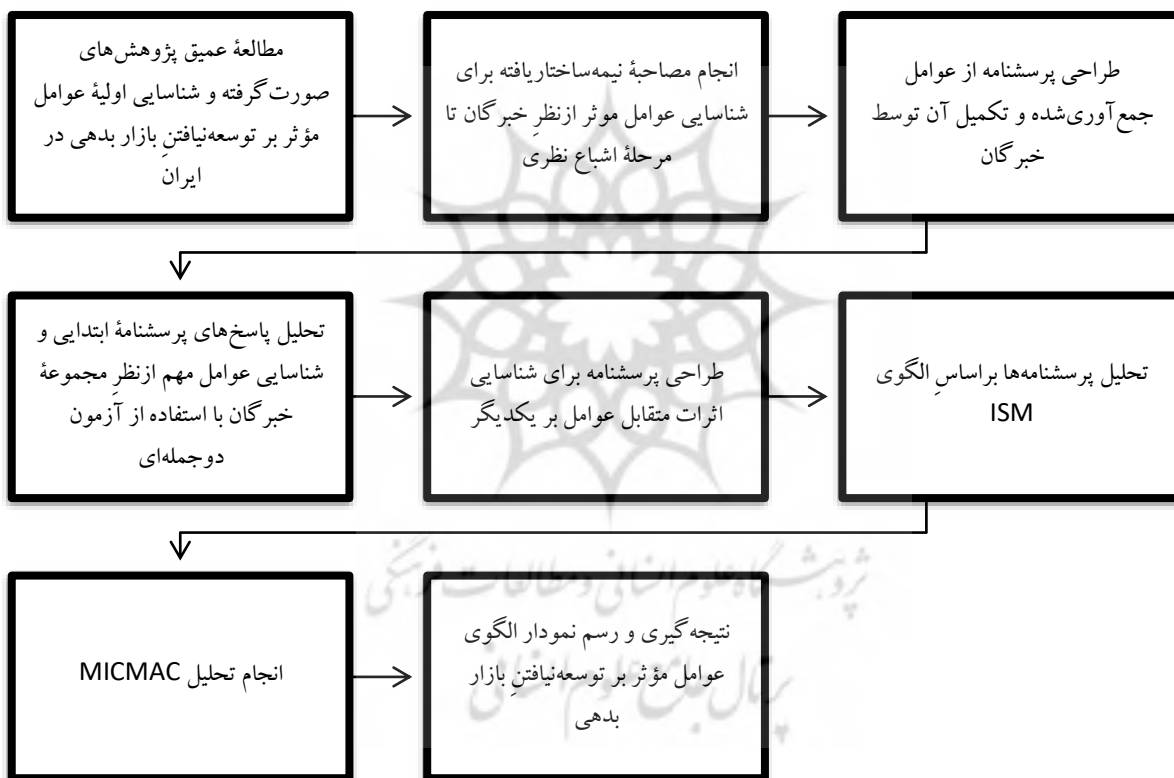
اسمائویی و همکاران موانع توسعه بازار بدهی در ۲۲ کشور درحال توسعه را بررسی کرده‌اند. براساس این پژوهش ثبات اقتصادی، سهولت مبادلات مالی بین‌المللی و درآمد سرانه بالا با توسعه بازار بدهی رابطه مثبت و مستقیم دارند. از طرف دیگر، نوسان نرخ بهره، تمرکز سیستم بانکی و بروکراسی بالا عوامل منفی برای توسعه بازار بدهی است (Smaoui et al., 2017).  
تامارا و همکاران عوامل توسعه بازار بدهی در کشورهای درحال توسعه طی بازه سال‌های ۲۰۰۶ تا ۲۰۱۵ را بررسی کرده‌اند. یافته‌های این پژوهش حاکی از آن است که ثبات نرخ تورم و نرخ ارز از عوامل مؤثر بر توسعه بازار بدهی است (Teplova & Sokolova, 2018).

امان و همکاران به بررسی عوامل مؤثر بر توسعه بازار بدهی پرداخته‌اند و بیان می‌کنند که ثبات نرخ بهره، توسعه اندازه اقتصاد (شاخص اندازه تولید ناخالص داخلی)، جذب سرمایه‌گذاری خارجی، افزایش هرچه بیشتر صادرات کالا و خدمات، افزایش درآمد سرانه، ایجاد توازن در تراز پرداخت‌های کشور ممکن است اثر مثبتی بر توسعه بازار بدهی داشته باشد (Aman et al., 2019).

ابو خاتم عوامل مؤثر بر توسعه بازار بدهی اوراق داخلی در عربستان را بررسی کرده است. براساس این مطالعه اندازه اقتصاد و مخارج دولت رابطه مستقیم و مثبت و تورم بالا در اقتصاد رابطه معکوس و منفی با توسعه بازار بدهی دارد. همچنین، هرچه توسعه نهادهای مالی و سیستم قانونی و حقوقی کشورها توسعه یابد، به توسعه بازار بدهی کمک شایانی می کند (BuKhatam, 2021).

### روش پژوهش

پژوهش حاضر پژوهشی ترکیبی از نوع آمیخته اکتشافی است. در این نوع پژوهش از دو رویکرد کمی و کیفی بهره گرفته می شود (Bazargan, 2007). در مرحله اول برای شناسایی ابعاد و مولفه های الگو ادبیات پژوهش مرور شد. است. در مرحله بعد با استفاده از مصاحبه نیمه ساختاریافته معیارهای برتر و ارتباط آنها باهم در هر بعد شناسایی شده است. در مرحله الگو پژوهش با استفاده از روش مدل سازی تفسیری ساختاری (ISM) الگوی ارتباطی بین عوامل شناسایی شد. در نمودار (۱) الگوی فرآیندی پژوهش به صورت گرافیکی نشان داده شده است.



نمودار (۱) فرایند انجام پژوهش

Figure (1) Research process

آزمون دو جمله ای یک آزمون ناپارامتریک است که در آن بر مبنای یک مقدار یا مشخصه موفقیت و شکست بررسی می شود. منظور از موفقیت و شکست وجود یا نبود یک متغیر در جامعه بررسی شده است. در آزمون دو جمله ای فرض صفر بی تأثیری عامل بر توسعه بازار بدهی بوده است. آزمون در سطح معناداری ۹۵٪ اجرا شده است. در هر عامل که سطح خطا از ۵٪ بیشتر باشد، فرض صفر تأیید می شود. در نتیجه، در عواملی که سطح خطا زیر ۵٪ است، فرض صفر رد و فرض ۱ تأیید می شود که اثرگذاری مؤلفه بر توسعه بازار بدهی است.

## یافته‌ها

در ابتدا با مطالعه حدوداً ۱۰ کتاب، ۳۰ پایان‌نامه مقطع کارشناسی ارشد و دکتری و حدوداً ۷۰ مقاله علمی پژوهشی داخلی و خارجی، ۴۱ عامل به‌عنوان آسیب‌های توسعه نیافتن بازار بدهی شناسایی شد. عوامل شناسایی شده در جدول (۱) گزارش شده است:

جدول (۱) عوامل مستخرج از ادبیات پژوهش

Table (1) factors identified from research literature

شماره	مضامین سازمان‌دهنده	مضامین پایه: عامل توسعه نیافتن بازار بدهی	منبع
۱	بستر اقتصادی	بی‌ثباتی و تلاطم در اقتصاد کلان و پیش‌بینی ناپذیر بودن برخی شاخص‌های کلیدی همچون نرخ تورم	Burger & Warnock (2007); Ebrahimnejad (1991)
۲	بستر اقتصادی	وضعیت نامناسب سرمایه‌گذاران نهادی مهم مانند صندوق‌های بازنشستگی و بانک‌ها	Burger & Warnock (2007); Ebrahimnejad (1991); Dareshiri et al. (2019)
۳	بستر قانونی	نبود شفافیت و ضعف قوانین در حمایت از حقوق سرمایه‌گذاران	Tohidi (2015); Ebrahimnejad (1991)
۴	نهادهای	توسعه نیافتن شرکت‌های رتبه‌بندی اعتباری برای تخمین ریسک اعتباری و رتبه‌بندی ناشران	Ebrahimnejad (1991), Hassanzadeh et al. (2021), Dareshiri et al. (2019)
۵	نهاد تنظیم‌کننده	مغفول ماندن رابطه میان ریسک و بازده موردانتظار سرمایه‌گذاری در اوراق بدهی	Burger & Warnock (2007), Hassanzadeh et al. (2021), Dareshiri et al. (2019)
۶	نهادهای	فقر دانش کاربردی مالی بین مدیران ناشران	Bayat et al. (2017), Dareshiri et al. (2019)
۷	نهاد تنظیم‌کننده	محدودیت دستوری نرخ سود ابزارهای مالی	Bayat et al. (2017)
۸	نهادهای	حمایت و پشتیبانی نکردن نظام مالی بانک‌محور ایران از بازارهای بدهی	Hassanzadeh et al. (2021), Bayat et al. (2017), Dareshiri et al. (2019)
۹	نهادهای	ضعف ارتباطات بین‌المللی با بازارهای مالی توسعه یافته	Tohidi (2015), Dareshiri et al. (2019)
۱۰	نهادهای	ضعف بسترهای فناوری اطلاعات	Burger & Warnock (2007), Bayat et al. (2017)
۱۱	بستر قانونی	پیچیدگی و زمان‌بر بودن فرایند انتشار اوراق در بازار بدهی ایران	Tohidi (2015), Dareshiri et al. (2019)
۱۲	بستر اقتصادی	بهای تمام‌شده بالای منابع جذب‌شده از طریق انتشار اوراق	Tohidi (2015)
۱۳	ابزارهای مالی	عمق پایین بازار ثانویه اوراق بدهی	Emadi & Khamisabadi (2017), Hassanzadeh et al. (2021)
۱۴	بستر قانونی	امکان استمهال تسهیلات در نظام بانکی	Hassanzadeh et al. (2021)
۱۵	بستر قانونی	ساده‌تر بودن تأمین مالی از طریق نظام بانکی به نسبت انتشار اوراق	Hassanzadeh et al. (2021)
۱۶	بستر اقتصادی	پایین‌تر بودن نرخ تأمین مالی در سیستم بانکی به نسبت اوراق بدهی	Hassanzadeh et al. (2021)
۱۷	نهاد تنظیم‌کننده	مداخله نهادهای ناظر در نرخ‌گذاری همه اوراق با نرخ یکسان	Bayat et al. (2017), Hassanzadeh et al. (2021)
۱۸	نهادهای	فرهنگ‌سازی نکردن برای انتشار اوراق بدهی بین ناشران	Tohidi (2015), Bayat et al. (2017), Hassanzadeh et al. (2019)

شماره	مضامین سازمان‌دهنده	مضامین پایه: عامل توسعه نیافتن بازار بدهی	منبع
۱۹	نهادهای	فرهنگ‌سازی نکردن برای سرمایه‌گذاری در اوراق بدهی بین آحاد سرمایه‌گذاران	Bayat et al. (2017), Hassanzadeh et al. (2021)
۲۰	نهادهای	هزینه بالای رکن ضامن در انتشار اوراق	Tohidi (2015)
۲۱	نهاد تنظیم‌کننده	بی‌اطمینانی سرمایه‌گذاران از نظارت دقیق بر ناشران	Hassanzadeh et al. (2021), Dareshiri et al. (2019)
۲۲	نهادهای	ضعف در اطلاع‌رسانی درباره بازار بدهی و نحوه سرمایه‌گذاری در آن	Tohidi (2015), Dareshiri et al. (2019)
۲۳	نهادهای	ضعف در اطلاع‌رسانی درباره بازار بدهی و نحوه انتشار اوراق در آن	Tohidi (2015), Dareshiri et al. (2019)
۲۴	نهادهای	تعداد فعالان پایین در بازارهای سرمایه و بدهی ایران	Emadi & Khamisabadi (2017)
۲۵	نهادهای	فقدان تبلیغات در رسانه‌های گروهی برای سرمایه‌گذاری درباره اوراق بازار بدهی	Tohidi (2015), Dareshiri et al. (2019)
۲۶	نهادهای	ضعف در فرهنگ سرمایه‌گذاری جامعه نبود بازارگردانی فعال در اوراق منتشره در بازار	Tohidi (2015), Bayat et al. (2017), Hassanzadeh et al. (2021), Dareshiri et al. (2019)
۲۷	نهادهای	فقدان بازاریابی در اوراق منتشره در بازار	Hassanzadeh et al. (2021)
۲۸	نهادهای	دسترسی نداشتن به بازار پول بین‌المللی	Tohidi (2015), Dareshiri et al. (2019)
۲۹	ابزارهای مالی	کمبود مهندسی مالی و نوآوری در ابزارهایی برای پوشش ریسک	Burger & Warnock (2007), Bayat et al. (2017)
۳۰	ابزارهای مالی	فقدان محصولات مکمل برای پوشش ریسک اوراق	Bayat et al. (2017)
۳۱	نهاد تنظیم‌کننده	بی‌تناسبی بازده و ریسک برای جذب سرمایه‌گذاری خارجی	Tohidi (2015), Dareshiri et al. (2019)
۳۲	نهادهای	محدودیت‌ها و تحریم‌های بین‌المللی کشور	Tohidi (2015)
۳۳	نهادهای	نقدشوندگی پایین اوراق بدهی	Emadi & Khamisabadi (2017), Hassanzadeh et al. (2021)
۳۴	نهادهای	هزینه معاملاتی بالا اوراق بدهی	Emadi & Khamisabadi (2017)
۳۵	نهادهای	فقدان تضمین‌های دولتی برای پوشش ریسک	Tohidi (2015)
۳۶	نهاد تنظیم‌کننده	فقدان شفافیت اطلاعاتی ناشران	Tohidi (2015), Dareshiri et al. (2019)
۳۷	نهادهای	نبود اعتماد به بازار بدهی بین آحاد جامعه	Dareshiri et al. (2019)
۳۸	نهاد تنظیم‌کننده	کنترل نرخ بهره توسط نهادهای ناظر	Tohidi (2015), Dareshiri et al. (2019)
۳۹	بستر اقتصادی	وجود دولت به‌عنوان عضو فعال در بازار بدهی	Dareshiri et al. (2019)
۴۰	بستر اقتصادی	پایین بودن نسبت پس‌انداز در اقتصاد کشور	Tohidi (2015)
۴۱	نهاد تنظیم‌کننده	تطابق نداشتن میان تورم و بازده اوراق	Dareshiri et al. (2019)

در مرحله بعد با انجام مصاحبه نیمه‌ساختاریافته با ۶ نفر از خبرگان عوامل شناسایی شده از دیدگاه خبرگان بررسی و عوامل جدیدی از طرف آنها معرفی شد. نخبگان بر اساس معیارهای سابقه کار مرتبط (بازار سرمایه و نهادهای فعال در بازار

سرمایه، آموزش و پژوهش در حوزه بازار سرمایه) و تحصیلات مرتبط (کارشناسی ارشد یا دکتری مالی) انتخاب شدند. مشخصات این خبرگان در جدول (۲) ارائه شده است:

جدول (۲) مشخصات خبرگان

Table (2) Profile of selected experts

ردیف	تحصیلات	عنوان پست	شرکت	کد مصاحبه شونده
۱	دکتری مدیریت مالی	مدیرعامل	گروه مالی صندوق بازنشستگی	M1
۲	دکتری مدیریت مالی	استادیار دانشگاه	شهید چمران اهواز	M2
۳	دکتری مدیریت مالی	مدیر مطالعات ابزارهای مالی	فراپورس	M3
۴	کارشناسی ارشد مدیریت مالی	مدیرعامل	تأمین سرمایه	M4
۵	دکتری مدیریت مالی	مدیر تأمین مالی	تأمین سرمایه	M5
۶	دکتری مدیریت مالی	مدیر تأمین مالی	تأمین سرمایه	M6

در این مرحله، به‌طور میانگین طی ۳ جلسه با هر نخبه ۵ ساعت مصاحبه صورت گرفت. فرایند مصاحبه از نفر چهارم به اشباع نظری رسید؛ اما برای اطمینان از آن دو نفر از خبرگان خارج از نمونه اولیه برای بررسی نتایج اولیه انتخاب شدند. نتایج حاکی از کفایت مصاحبه‌ها تا نفر چهارم بود. فرایند مصاحبه‌ها به صورت حضوری و در چند مرحله انجام شد. این فرایند تقریباً دو ماه از زمان پژوهش را به خود اختصاص داد. در این مرحله، خبرگان ۶ عامل جدید معرفی کردند که در جدول (۳) گزارش شده است.

جدول (۳) عوامل شناسایی شده در مرحله مصاحبه

Table (3) Factors identified in interviews

شماره	مؤلفه (عامل توسعه‌یافتن بازار بدهی)	کد مصاحبه‌شونده
۱	بی‌تمایلی شرکت‌ها به تأمین مالی از طریق بازار بدهی	M1
۲	وجود دو نهاد ناظر بر انتشار اوراق (بانک مرکزی و سازمان بورس اوراق بهادار)	M2
۳	نگرانی سرمایه‌گذاران از وضعیت آینده بنگاه‌های ناشر اوراق	M1
۴	بی‌فعالیتی تخصصی نهادهای بیمه در بازار بدهی	M1
۵	فقدان محصولاتی مانند اوراق تبدیل‌شدنی به سهام	M3
۶	ترکیب دولتی شورای عالی بورس و تصمیم‌گیری در راستای منافع دولت	M1

### مدل اشباع‌شده پژوهش

در این مرحله، از ادغام نتایج تحلیل محتوای ادبیات و مصاحبه با خبرگان، مدل اشباع پژوهش استخراج شد. که در جدول (۴) مشاهده می‌شود.





مؤلفه (عامل توسعه نیافتن بازار بدهی)	بعد
تناسب‌نداشتن بازده و ریسک برای جذب سرمایه‌گذاری خارجی	ابزارهای مالی
فقدان شفافیت اطلاعاتی ناشران	
تطابق‌نداشتن تورم و بازده اوراق	
کنترل نرخ بهره توسط نهادهای ناظر	
ترکیب دولتی شورای عالی بورس و تصمیم‌گیری در راستای منافع دولت	
عمق پایین بازار ثانویه اوراق بدهی	
کمبود مهندسی مالی و نوآوری در ابزارهایی برای پوشش ریسک	
فقدان محصولات مکمل برای پوشش ریسک اوراق	
فقدان محصولاتی مانند اوراق تبدیل‌شدنی به سهام	

در ادامه، برای نهایی‌سازی مدل پژوهش با به‌کارگیری روش دلفی و استفاده از استراتژی نمونه‌گیری هدفمند — قضاوتی ۲۴ خبره با در نظر گرفتن معیارهای سابقه کاری و تحصیلات مرتبط شناسایی شدند. ویژگی جمعیت شناختی این خبرگان در جدول (۵) ارائه شده است. در این مرحله الگوی اشباع‌شده پژوهش در قالب پرسشنامه‌ای به این خبرگان ارائه شد.

جدول (۵) ویژگی جمعیت شناختی نمونه آماری

Table (5) The profile of the sample

تحصیلات	زمینه شغلی	سابقه کاری
دکتری	مدیر مالی شرکت	بین ۵ تا ۱۵ سال
کارشناسی ارشد	استاد دانشگاه	۱۵ تا ۲۵ سال
۱۸	۹	۸
۶	۴	۱۶

بر اساس آزمون دوجمله‌ای از میان ۴۷ عامل ابتدایی، ۲۴ عامل به‌عنوان آسیب‌های توسعه‌نیافتن بازار بدهی شناسایی شد. نتایج آزمون دوجمله‌ای در جدول (۶) گزارش شده است.

جدول (۶) نتایج آزمون دوجمله‌ای

Table (6) Binominal test results

ردیف	مؤلفه (عامل توسعه نیافتن بازار بدهی)	سطح معنی داری
۱	ضعف بسترهای فناوری اطلاعات	۰/۳۲
۲	فرهنگ‌سازی نکردن برای انتشار اوراق بدهی بین ناشران	۰/۲۹
۳	ضعف در اطلاع‌رسانی درباره بازار بدهی و نحوه انتشار اوراق در آن	۰/۲۸
۴	نقدشوندگی پایین اوراق بدهی	۰/۲۸
۵	ضعف ارتباطات بین‌المللی با بازارهای مالی توسعه‌یافته	۰/۲۷
۶	نگرانی سرمایه‌گذاران از وضعیت آینده بنگاه‌های سرمایه‌گذاران	۰/۲۴
۷	حمایت و پشتیبانی نکردن نظام مالی بانک‌محور ایران از بازارهای بدهی	۰/۲۲
۸	تعداد فعالان پایین در بازارهای سرمایه و بدهی ایران	۰/۲۲
۹	شفاف نبودن و ضعف قوانین در حمایت از حقوق سرمایه‌گذاران	۰/۱۹
۱۰	ضعف در فرهنگ سرمایه‌گذاری جامعه	۰/۱۹
۱۱	نبود اعتماد به بازار بدهی بین آحاد جامعه	۰/۱۹
۱۲	هزینه معاملاتی بالا اوراق بدهی	۰/۱۸
۱۳	وجود دو نهاد ناظر بر انتشار اوراق (بانک مرکزی و سازمان بورس اوراق بهادار)	۰/۱۸
۱۴	فقدان محصولاتی مانند اوراق تبدیل‌شدنی به سهام	۰/۱۷

۰/۱۶	هزینه بالای رکن ضامن در انتشار اوراق	۱۵
۰/۱۵	بی‌تمایلی شرکت‌ها به تأمین مالی از طریق بازار بدهی	۱۶
۰/۱۵	ضعف در اطلاع‌رسانی درباره بازار بدهی و نحوه سرمایه‌گذاری در آن	۱۷
۰/۱۵	ترکیب دولتی شورای عالی بورس و تصمیم‌گیری در راستای منافع دولت	۱۸
۰/۱۴	وضعیت نامناسب سرمایه‌گذاران نهادی مهم مانند صندوق‌های بازنشستگی و بانک‌ها	۱۹
۰/۱۴	فقدان تبلیغات در رسانه‌های گروهی برای سرمایه‌گذاری درباره اوراق بدهی	۲۰
۰/۱۴	تناسب‌نداشتن بازده و ریسک برای جذب سرمایه‌گذاری خارجی	۲۱
۰/۱۲	بهای تمام‌شده بالای منابع جذب‌شده از طریق انتشار اوراق	۲۲
۰/۰۸	فقدان محصولات مکمل برای پوشش ریسک اوراق	۲۳
۰/۰۱	پایین‌بودن نسبت پس‌انداز در اقتصاد کشور	۲۴
۰/۰۱	توسعه‌نیافتن شرکت‌های رتبه‌بندی اعتباری برای تخمین ریسک اعتباری و رتبه‌بندی ناشران	۲۵
۰/۰۰	بی‌ثباتی و تلاطم در اقتصاد کلان و پیش‌بینی‌ناپذیری برخی شاخص‌های کلیدی همچون نرخ تورم	۲۶
۰/۰۰	پایین‌تر بودن نرخ تأمین مالی در سیستم بانکی به نسبت اوراق بدهی	۲۷
۰/۰۰	دسترسی‌نداشتن به بازار پول بین‌المللی	۲۸
۰/۰۰	محدودیت‌ها و تحریم‌های بین‌المللی کشور	۲۹
۰/۰۰	وجود دولت به‌عنوان عضو فعال در بازار بدهی	۳۰
۰/۰۰	پیچیدگی و زمان‌بر بودن فرایند انتشار اوراق در بازار بدهی ایران	۳۱
۰/۰۰	امکان استمهال تسهیلات در نظام بانکی	۳۲
۰/۰۰	ساده‌تر بودن تأمین مالی از طریق نظام بانکی به نسبت انتشار اوراق	۳۳
۰/۰۰	فقر دانش کاربردی مالی بین مدیران ناشران	۳۴
۰/۰۰	فرهنگ‌سازی نکردن برای سرمایه‌گذاری در اوراق بدهی بین آحاد سرمایه‌گذاران	۳۵
۰/۰۰	نبود بازارگردانی فعال در اوراق منتشره در بازار	۳۶
۰/۰۰	فعالیت تخصصی‌نداشتن نهادهای بیمه در بازار بدهی	۳۷
۰/۰۰	فقدان تضمین‌های دولتی برای پوشش ریسک	۳۸
۰/۰۰	مغفول‌ماندن رابطه میان ریسک و بازده موردانتظار سرمایه‌گذاری در اوراق بدهی	۳۹
۰/۰۰	محدودیت دستوری نرخ سود ابزارهای مالی	۴۰
۰/۰۰	مداخله نهادهای ناظر در نرخ‌گذاری همه اوراق با نرخ یکسان	۴۱
۰/۰۰	بی‌اطمینانی سرمایه‌گذاران از نظارت دقیق بر ناشران	۴۲
۰/۰۰	فقدان شفافیت اطلاعاتی ناشران	۴۳
۰/۰۰	تطابق‌نداشتن تورم و بازده اوراق	۴۴
۰/۰۰	کنترل نرخ بهره توسط نهادهای ناظر	۴۵
۰/۰۰	عمق پایین بازار ثانویه اوراق بدهی	۴۶
۰/۰۰	کمبود مهندسی مالی و نوآوری در ابزارهایی برای پوشش ریسک	۴۷

نتایج آزمون دوجمله‌ای عوامل نهایی برای ورود به فرآیند مدل‌سازی مسیری ساختاری را مشخص کرد. این عوامل همراه با ابعاد مربوط در جدول (۷) گزارش شده است.

جدول (۷) مدل نهایی پژوهش

Table (7) Final research model

شماره مؤلفه	مؤلفه (عامل توسعه‌نیافتن بازار بدهی)	بعد
مؤلفه ۱	بی‌ثباتی و تلاطم در اقتصاد کلان و پیش‌بینی‌ناپذیری برخی شاخص‌های کلیدی همچون نرخ تورم	بستر اقتصادی
مؤلفه ۲	پایین‌تر بودن نرخ تأمین مالی در سیستم بانکی به نسبت اوراق بدهی	
مؤلفه ۳	دسترسی‌نداشتن به بازار پول بین‌المللی	
مؤلفه ۴	محدودیت‌ها و تحریم‌های بین‌المللی کشور	
مؤلفه ۵	وجود دولت به عنوان عضو فعال در بازار بدهی	
مؤلفه ۶	پایین بودن نسبت پس‌انداز در اقتصاد کشور	بستر قانونی
مؤلفه ۷	پیچیدگی و زمان‌بر بودن فرایند انتشار اوراق در بازار بدهی ایران	
مؤلفه ۸	امکان استمهال تسهیلات در نظام بانکی	
مؤلفه ۹	ساده‌تر بودن تأمین مالی از طریق نظام بانکی به نسبت انتشار اوراق	
مؤلفه ۱۰	توسعه‌نیافتن شرکت‌های رتبه‌بندی اعتباری برای تخمین ریسک اعتباری و رتبه‌بندی ناشران	
مؤلفه ۱۱	فقر دانش کاربردی مالی بین مدیران ناشران	نهادهای
مؤلفه ۱۲	فرهنگ‌سازی نکردن برای سرمایه‌گذاری در اوراق بدهی بین آحاد سرمایه‌گذاران	
مؤلفه ۱۳	نبود بازارگردانی فعال در اوراق منتشره در بازار	
مؤلفه ۱۴	فعالیت تخصصی‌نداشتن نهادهای بیمه در بازار بدهی	
مؤلفه ۱۵	فقدان تضمین‌های دولتی برای پوشش ریسک	
مؤلفه ۱۶	مغفول‌ماندن رابطه میان ریسک و بازده موردانتظار سرمایه‌گذاری در اوراق بدهی	نهاد تنظیم‌کننده
مؤلفه ۱۷	محدودیت دستوری نرخ سود ابزارهای مالی	
مؤلفه ۱۸	مداخله نهادهای ناظر در نرخ‌گذاری همه اوراق با نرخ یکسان	
مؤلفه ۱۹	بی‌اطمینانی سرمایه‌گذاران از نظارت دقیق بر ناشران	
مؤلفه ۲۰	فقدان شفافیت اطلاعاتی ناشران	
مؤلفه ۲۱	تطابق‌نداشتن تورم و بازده اوراق	ابزارهای مالی
مؤلفه ۲۲	کنترل نرخ بهره توسط نهادهای ناظر	
مؤلفه ۲۳	عمق پایین بازار ثانویه اوراق بدهی	
مؤلفه ۲۴	کمبود مهندسی مالی و نوآوری در ابزارهایی برای پوشش ریسک	

مدلسازی تفسیری - ساختاری (ISM)

پس از مرور ادبیات موضوعی پژوهش و شناسایی اولیه عوامل پرسشنامه طراحی و عوامل اصلی از طریق پاسخ به پرسشنامه شناسایی شد. در این مرحله ۲۴ عامل به‌عنوان آسیب‌های توسعه‌نیافتن بازار بدهی تعیین شدند. پس از آن، پرسشنامه مدلسازی تفسیری - ساختاری برای تعیین ارتباط درونی بین متغیرها و تقدم و تأخر آنها مطابق با گام‌های روش ISM طراحی شد. ۵ خبره ارتباطات درونی مستقیم بین متغیرها را تعیین کردند (جدول ۸) و ماتریس خودتعاملی ((SSIM)) بین متغیرها مشخص شد (جدول ۹)).

جدول (۸) ویژگی جمعیت‌شناختی نمونه آماری

Table (8) The profile of the sample

تحصیلات		زمینه شغلی	
دکتری	کارشناسی ارشد	مدیرعامل صندوق	تأمین سرمایه
۴	۱	۱	۴

در پرسشنامه موصوف، مقایسه‌های زوجی بین متغیرها با مقیاس‌هایی مشخص می‌شود. برای این کار در جلسه حضوری با هر خبره عوامل اعلام و از او خواسته شد که نوع رابطه میان دو متغیر را تعیین کند. در صورتی که عامل سطر بر ستون اثرگذار باشد، عدد ۱، در صورتی که عامل ستون بر سطر اثرگذار باشد، عدد -۱، در صورتی که عوامل متقابلاً بر یکدیگر اثرگذار باشند، عدد ۲ و در صورتی که عوامل با یکدیگر رابطه‌ای نداشته باشند، عدد ۰ در جدول قرار داده شد. در نهایت، با آماره مد نتایج در جدول (۹) خلاصه شد.

جدول (۹) نتایج ماتریس خود تعاملی SSIM  
Table (9) SSIM self-interaction matrix results

مؤلفه	۱	۲	۳	۴	۵	۶	۷	۸	۹	۱۰	۱۱	۱۲	۱۳	۱۴	۱۵	۱۶	۱۷	۱۸	۱۹	۲۰	۲۱	۲۲	۲۳	۲۴	
۱ م	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
۲ م	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
۳ م	-1	0	-1	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
۴ م	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
۵ م	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
۶ م	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
۷ م	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
۸ م	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
۹ م	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
۱۰ م	-1	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
۱۱ م	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
۱۲ م	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
۱۳ م	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
۱۴ م	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
۱۵ م	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
۱۶ م	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
۱۷ م	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
۱۸ م	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
۱۹ م	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
۲۰ م	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
۲۱ م	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
۲۲ م	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
۲۳ م	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
۲۴ م	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0

### ماتریس دستیابی

با تبدیل نمادهای روابط ماتریس SSIM به اعداد صفر و یک برحسب قواعد زیر می‌توان به ماتریس دستیابی رسید. این قواعد به صورت زیر است: (۱) اگر خانه (i,j) در ماتریس SSIM عدد ۱ گرفته است، خانه مربوط به این نماد در ماتریس دستیابی عدد ۱ و خانه قرینه آن یعنی (j,i) عدد صفر می‌گیرد. (۲) اگر خانه (i,j) در ماتریس SSIM نماد عدد -۱ گرفته است، خانه مربوط به این نماد در ماتریس دستیابی عدد صفر می‌گیرد و خانه قرینه آن یعنی (j,i) عدد ۱. (۳) اگر خانه (i,j) در ماتریس SSIM عدد ۲ گرفته است، خانه مربوط به این نماد در ماتریس دستیابی عدد ۱ و خانه قرینه آن یعنی (j,i) عدد

امی‌گیرد. ۴) اگر خانه  $(i,j)$  در ماتریس SSIM نماد عدد ۰ گرفته است، خانه مربوط به این نماد در ماتریس دستیابی عدد صفر و خانه قرینه آن یعنی  $(j,i)$  عدد صفر می‌گیرد.

به عبارت دیگر، اگر فرض شود که  $(i,j)_{SS}$  معادل مؤلفه  $(i,j)$  ام ماتریس SSIM و  $R(i,j)$  معادل مؤلفه  $(i,j)$  ام ماتریس دستیابی باشد، جایگزینی طبق روابط بالا انجام می‌پذیرد. براساس روش بالا ماتریس دستیابی تهیه شده که نتایج آن در جدول (۱۰) آمده است.

جدول (۱۰) نتایج ماتریس دستیابی اولیه

Table (10) The results of the primary achievement matrix

مؤلفه	۱	۲	۳	۴	۵	۶	۷	۸	۹	۱۰	۱۱	۱۲	۱۳	۱۴	۱۵	۱۶	۱۷	۱۸	۱۹	۲۰	۲۱	۲۲	۲۳	۲۴	
۱ م	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
۲ م	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
۳ م	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
۴ م	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
۵ م	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
۶ م	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
۷ م	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
۸ م	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
۹ م	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
۱۰ م	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
۱۱ م	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
۱۲ م	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
۱۳ م	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
۱۴ م	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
۱۵ م	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
۱۶ م	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
۱۷ م	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
۱۸ م	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
۱۹ م	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
۲۰ م	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
۲۱ م	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
۲۲ م	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
۲۳ م	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
۲۴ م	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0

### سازگار کردن ماتریس دستیابی

پس به دست آمدن ماتریس اولیه دستیابی، باید سازگاری درونی آن برقرار شود. برای مثال، اگر متغیر ۱ بر متغیر ۲ اثر می‌گذارد و از طرف دیگر متغیر ۲ بر متغیر ۳، در نتیجه باید متغیر ۱ بر متغیر ۳ اثرگذار باشد. اگر در ماتریس دستیابی این روابط برقرار نبود، باید ماتریس را اصلاح کرد و روابط مدنظر جایگزین شوند. برای سازگار کردن ماتریس دستیابی ۲ روش پیشنهاد می‌شود: در روش اول تعدادی از پژوهشگران بر این باورند که پس از جمع‌آوری نظرات خبرگان و به دست آوردن ماتریس‌های SSIM و دستیابی، در صورتی که ناسازگاری درون ماتریس دستیابی مشاهده شد، خبرگان باید دوباره پرسشنامه را پر کنند. سپس دوباره سازگاری ماتریس چک شود و این کار آنقدر ادامه یابد تا سازگاری برقرار شود. در روش دوم از

قواعد ریاضی برای ایجاد سازگاری در ماتریس دستیابی استفاده می‌شود. در این روش ماتریس دستیابی را آنقدر به توان  $K+1$  به شرط  $K \geq 1$  می‌رسانیم تا ماتریس دستیابی سازگار شود. البته عملیات به‌توان‌رساندن ماتریس باید طبق قاعده بولن ۱ باشد. طبق این قاعده  $1+1=1$  و  $1 \times 1=1$  است. ماتریس دستیابی نهایی پس از سازگاری در جدول (۱۱) آمده است.

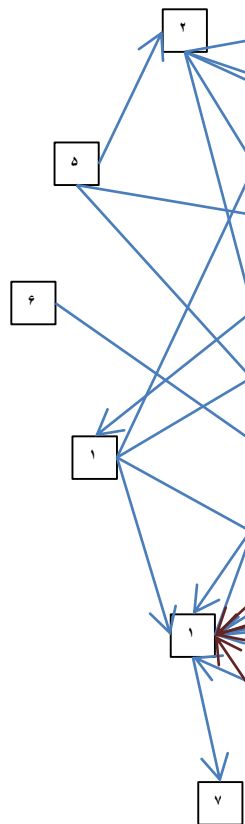
جدول (۱۱) نتایج ماتریس دستیابی نهایی

Table (11) Results of the final achievement matrix

مؤلفه	۱	۲	۳	۴	۵	۶	۷	۸	۹	۱۰	۱۱	۱۲	۱۳	۱۴	۱۵	۱۶	۱۷	۱۸	۱۹	۲۰	۲۱	۲۲	۲۳	۲۴	میزان نفوذ
۱ م	۱	۰	۰	۰	۰	۰	۰	۰	۰	۰	۰	۰	۰	۰	۰	۰	۰	۰	۰	۰	۰	۰	۰	۰	۱۴
۲ م	۰	۱	۰	۰	۰	۰	۰	۰	۰	۰	۰	۰	۰	۰	۰	۰	۰	۰	۰	۰	۰	۰	۰	۰	۹
۳ م	۰	۰	۱	۰	۰	۰	۰	۰	۰	۰	۰	۰	۰	۰	۰	۰	۰	۰	۰	۰	۰	۰	۰	۰	۱۵
۴ م	۰	۰	۰	۱	۰	۰	۰	۰	۰	۰	۰	۰	۰	۰	۰	۰	۰	۰	۰	۰	۰	۰	۰	۰	۱۵
۵ م	۰	۰	۰	۰	۱	۰	۰	۰	۰	۰	۰	۰	۰	۰	۰	۰	۰	۰	۰	۰	۰	۰	۰	۰	۱۰
۶ م	۰	۰	۰	۰	۰	۱	۰	۰	۰	۰	۰	۰	۰	۰	۰	۰	۰	۰	۰	۰	۰	۰	۰	۰	۳
۷ م	۰	۰	۰	۰	۰	۰	۱	۰	۰	۰	۰	۰	۰	۰	۰	۰	۰	۰	۰	۰	۰	۰	۰	۰	۱
۸ م	۰	۰	۰	۰	۰	۰	۰	۱	۰	۰	۰	۰	۰	۰	۰	۰	۰	۰	۰	۰	۰	۰	۰	۰	۲
۹ م	۰	۰	۰	۰	۰	۰	۰	۰	۱	۰	۰	۰	۰	۰	۰	۰	۰	۰	۰	۰	۰	۰	۰	۰	۱
۱۰ م	۰	۰	۰	۰	۰	۰	۰	۰	۰	۱	۰	۰	۰	۰	۰	۰	۰	۰	۰	۰	۰	۰	۰	۰	۱۴
۱۱ م	۰	۰	۰	۰	۰	۰	۰	۰	۰	۰	۱	۰	۰	۰	۰	۰	۰	۰	۰	۰	۰	۰	۰	۰	۶
۱۲ م	۰	۰	۰	۰	۰	۰	۰	۰	۰	۰	۰	۱	۰	۰	۰	۰	۰	۰	۰	۰	۰	۰	۰	۰	۴
۱۳ م	۰	۰	۰	۰	۰	۰	۰	۰	۰	۰	۰	۰	۱	۰	۰	۰	۰	۰	۰	۰	۰	۰	۰	۰	۲
۱۴ م	۰	۰	۰	۰	۰	۰	۰	۰	۰	۰	۰	۰	۰	۱	۰	۰	۰	۰	۰	۰	۰	۰	۰	۰	۱۰
۱۵ م	۰	۰	۰	۰	۰	۰	۰	۰	۰	۰	۰	۰	۰	۰	۱	۰	۰	۰	۰	۰	۰	۰	۰	۰	۱۰
۱۶ م	۰	۰	۰	۰	۰	۰	۰	۰	۰	۰	۰	۰	۰	۰	۰	۱	۰	۰	۰	۰	۰	۰	۰	۰	۱۳
۱۷ م	۰	۰	۰	۰	۰	۰	۰	۰	۰	۰	۰	۰	۰	۰	۰	۰	۱	۰	۰	۰	۰	۰	۰	۰	۱۴
۱۸ م	۰	۰	۰	۰	۰	۰	۰	۰	۰	۰	۰	۰	۰	۰	۰	۰	۰	۱	۰	۰	۰	۰	۰	۰	۱۰
۱۹ م	۰	۰	۰	۰	۰	۰	۰	۰	۰	۰	۰	۰	۰	۰	۰	۰	۰	۰	۱	۰	۰	۰	۰	۰	۳
۲۰ م	۰	۰	۰	۰	۰	۰	۰	۰	۰	۰	۰	۰	۰	۰	۰	۰	۰	۰	۰	۱	۰	۰	۰	۰	۵
۲۱ م	۰	۰	۰	۰	۰	۰	۰	۰	۰	۰	۰	۰	۰	۰	۰	۰	۰	۰	۰	۰	۱	۰	۰	۰	۱
۲۲ م	۰	۰	۰	۰	۰	۰	۰	۰	۰	۰	۰	۰	۰	۰	۰	۰	۰	۰	۰	۰	۰	۱	۱	۰	۹
۲۳ م	۰	۰	۰	۰	۰	۰	۰	۰	۰	۰	۰	۰	۰	۰	۰	۰	۰	۰	۰	۰	۰	۰	۰	۰	۲
۲۴ م	۰	۰	۰	۰	۰	۰	۰	۰	۰	۰	۰	۰	۰	۰	۰	۰	۰	۰	۰	۰	۰	۰	۰	۰	۱۰
میزان وابستگی	۲	۸	۱۴	۱	۱	۱	۱	۹	۱	۱	۱۳	۱۴	۱	۹	۱	۱	۱	۱	۱	۱۴	۸	۲	۱۰	۱۶	۱۰

نمودار (۲) رابطه عوامل با یکدیگر را نشان می‌دهد. در این نمودار روابط بین سطوح گوناگون عوامل براساس میزان اثرگذاری و اثرپذیری ارائه شده است.





نمودار (۲) الگوی روابط عوامل با یکدیگر

Figure (2) The relationships of the factors

### سطح‌بندی عناصر ماتریس دستیابی

در این مرحله مجموعه خروجی (مجموعه دستیابی / دریافتی) و مجموعه ورودی (مجموعه پیش‌نیاز<sup>۲</sup> / مقدماتی) برای هر یک از متغیرها از روی ماتریس دستیابی سازگار شده استخراج می‌شود. مجموعه خروجی برای یک متغیر خاص عبارت است از خود آن متغیر به‌انضمام سایر متغیرهایی که در به‌وجود آمدن آن نقش دارند. به عبارت دیگر، یعنی متغیرهایی که می‌توان از این متغیر به آنها رسید. مجموعه ورودی برای هر متغیر شامل خود آن متغیر است به‌انضمام سایر متغیرهایی که در ایجاد آن نقش دارند. به عبارت دیگر، مجموعه ورودی شامل متغیرهایی است که از آنها می‌شود به این متغیر رسید. پس از تعیین مجموعه خروجی و ورودی برای هر متغیر، عناصر مشترک در مجموعه خروجی و ورودی برای هر متغیر شناسایی می‌شوند.

پس از تعیین مجموعه خروجی، ورودی و مشترک برای هر متغیر، نوبت به تعیین سطح متغیرها می‌رسد. متغیرهایی که اشتراک مجموعه خروجی و ورودی‌شان یکی است، در سلسله‌مراتب ISM متغیر سطح بالا محسوب می‌شوند، به طوری که این متغیرها در ایجاد هیچ متغیر دیگری مؤثر نیستند. پس از شناسایی عنصری که در بالاترین سطح قرار می‌گیرد، آن عنصر از لیست سایر متغیرها کنار گذاشته می‌شود. این تکرارها تا زمانی ادامه می‌یابد که سطح همه متغیرها مشخص شود. سطوح شناسایی شده در ساخت الگوی نهایی ISM به پژوهش کمک می‌کند. جدول (۱۲) این سطح‌بندی را نشان می‌دهد:

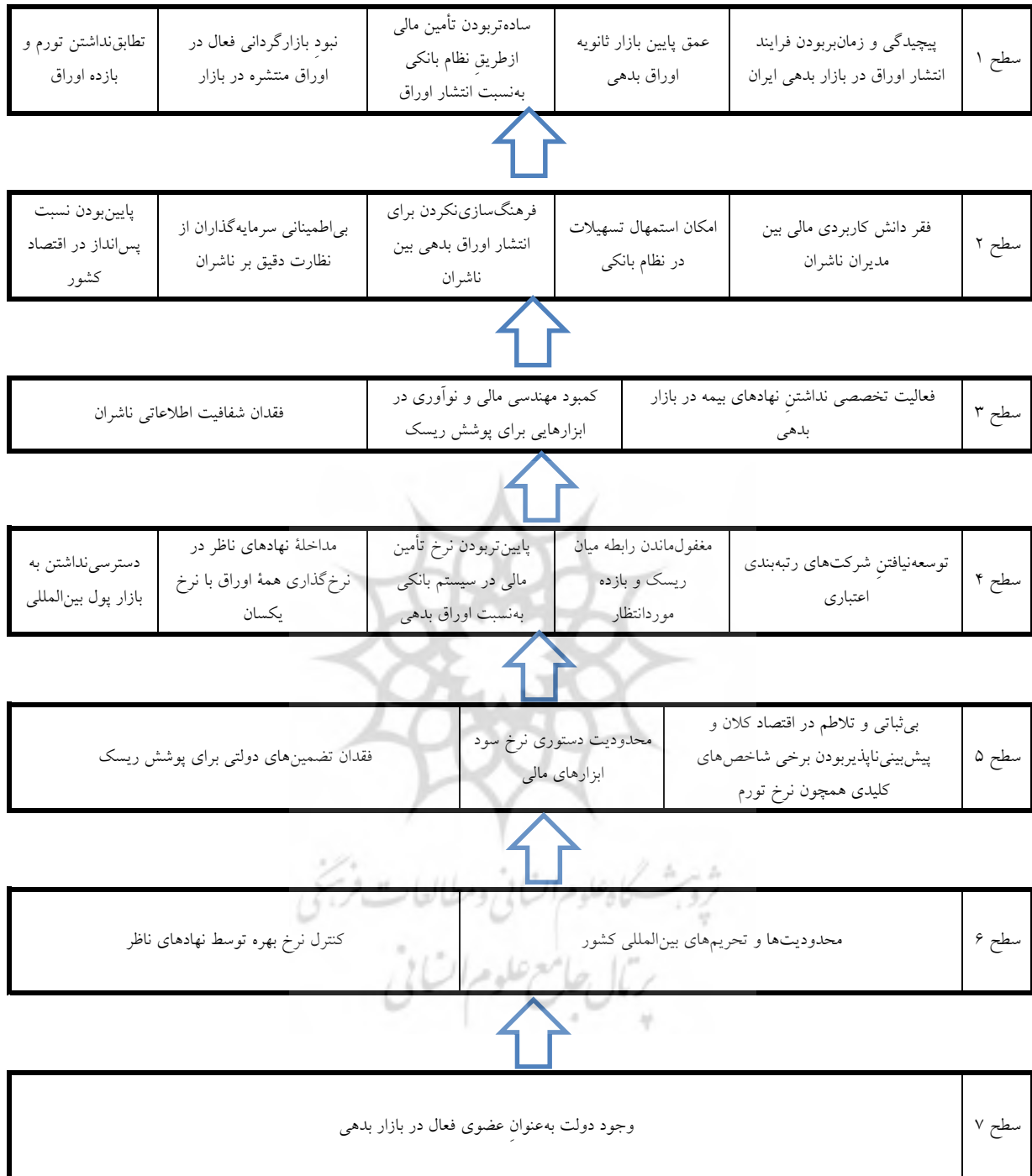
جدول (۱۲) سطوح بندی عوامل

Table (12) leveling of factors

سطح	عناصر مشترک	مجموعه پیش نیاز	مجموعه دستیابی	مؤلفه
۵	۱	۱-۴	۱-۱۰-۱۶-۷-۲۳-۹-۱۸-۱۹-۱۳-۳-۲۴-۱۴-۲۰-	مؤلفه-۱ ۲۱
۴	۱۰-۱۶-۲-۳	۱۰-۱۶-۱۷-۲-۳-۲۲-۵	۱۰-۱۶-۷-۹-۲-۱۸-۱۹-۳-۲۰	مؤلفه-۲
۴	۱۰-۱۶-۱۱-۲-۱۸-۳-۲۴- ۱۴	۱-۱۰-۱۶-۱۱-۱۷-۲-۱۸-۳-۲۴-۱۴-۴-۱۵-۲۲-۵	۱۰-۱۶-۱۱-۷-۲۳-۹-۲-۱۸-۱۹-۱۳-۳-۲۴-۱۴-	مؤلفه-۳ ۲۰-۲۱
۶	۴	۴	۱-۱۰-۱۶-۷-۲۳-۹-۱۸-۱۹-۱۳-۳-۲۴-۱۴-۴-	مؤلفه-۴ ۲۰-۲۱
۷	۵	۵	۱۰-۱۶-۱۷-۹-۲-۱۸-۳-۲۱-۲۲-۵	مؤلفه-۵
۲	۶	۶	۲۳-۱۳-۶	مؤلفه-۶
۱	۷	۱-۱۰-۱۶-۱۷-۷-۲-۱۸-۳-۴	۷	مؤلفه-۷
۲	۸	۸	۸-۹	مؤلفه-۸
۱	۹	۱-۱۰-۱۶-۱۱-۱۷-۸-۹-۲-۱۸-۳-۲۴-۴-۲۲-۵	۹	مؤلفه-۹
۴	۱۰-۱۶-۲-۱۸-۳-۲۴-۱۴	۱-۱۰-۱۶-۱۷-۲-۱۸-۳-۲۴-۱۴-۴-۱۵-۲۲-۵	۱۰-۱۶-۷-۲۳-۹-۲-۱۸-۱۲-۱۹-۳-۲۴-۱۴-۲۰-	مؤلفه-۱۰ ۲۱
۲	۱۱-۳-۲۴-۱۴	۱۱-۳-۲۴-۱۴	۱۱-۲۳-۹-۳-۲۴-۱۴	مؤلفه-۱۱
۲	۱۲-۱۹	۱۰-۱۲-۱۹-۱۴-۱۵-۲۰	۲۳-۱۲-۱۹-۱۳	مؤلفه-۱۲
۱	۲۳-۱۳	۱-۲۳-۱۲-۱۳-۳-۲۴-۱۴-۴-۱۵-۲۰-۶	۲۳-۱۳	مؤلفه-۱۳
۳	۱-۱۰-۱۶-۳-۱۴-۴	۱-۱۰-۱۶-۱۱-۱۷-۳-۲۴-۱۴-۴-۱۵	۱-۱۰-۱۶-۷-۲۳-۹-۱۸-۱۹-۱۳-۳-۲۴-۱۴-۴-	مؤلفه-۱۴ ۲۰-۲۱
۵	۱۵	۱۵	۱۰-۱۶-۲۳-۱۲-۱۹-۱۳-۳-۲۴-۱۴-۱۵	مؤلفه-۱۵
۴	۱۰-۱۶-۲-۱۸-۳-۲۴-۱۴	۱-۱۰-۱۶-۱۷-۲-۱۸-۳-۲۴-۱۴-۴-۱۵-۲۲-۵	۱۰-۱۶-۷-۲۳-۹-۲-۱۸-۱۹-۳-۲۴-۱۴-۲۰-۲۱	مؤلفه-۱۶
۵	۱۷	۱۷-۲۲-۵	۱۰-۱۶-۱۷-۷-۲۳-۹-۲-۱۸-۱۹-۳-۲۴-۱۴-۲۰-	مؤلفه-۱۷ ۲۱
۴	۱۰-۱۶-۲-۱۸-۳	۱-۱۰-۱۶-۱۷-۲-۱۸-۳-۴-۲۲-۵	۱۰-۱۶-۷-۹-۲-۱۸-۱۹-۳-۲۰-۲۱	مؤلفه-۱۸
۲	۱۲-۱۹	۱-۱۰-۱۶-۱۷-۲-۱۸-۱۲-۱۹-۳-۲۴-۱۴-۴-۱۵-۲۰	۲۳-۱۲-۱۹	مؤلفه-۱۹
۳	۲۰	۱-۱۰-۱۶-۱۷-۲-۱۸-۳-۴-۲۰	۲۳-۱۲-۱۹-۱۳-۲۰	مؤلفه-۲۰
۱	۲۱	۱-۱۰-۱۶-۱۷-۱۸-۳-۴-۲۱-۲۲-۵	۲۱	مؤلفه-۲۱
۶	۲۲	۲۲-۵	۱۰-۱۶-۱۷-۹-۲-۱۸-۳-۲۱-۲۲	مؤلفه-۲۲
۱	۲۳-۱۳	۱-۱۰-۱۶-۱۱-۱۷-۲۳-۱۲-۱۹-۱۳-۳-۲۴-۱۴-۴- ۱۵-۲۰-۶	۲۳-۱۳	مؤلفه-۲۳
۳	۱۰-۱۶-۱۱-۲۴-۱۴	۱-۱۰-۱۶-۱۱-۱۷-۳-۲۴-۱۴-۴-۱۵	۱۰-۱۶-۱۱-۲۳-۱۲-۱۹-۱۳-۳-۲۴-۱۴	مؤلفه-۲۴

سطح‌بندی آسیب‌ها

سطح‌بندی مؤلفه‌ها در قالب نمودار (۳) نیز نشان داده شده است.



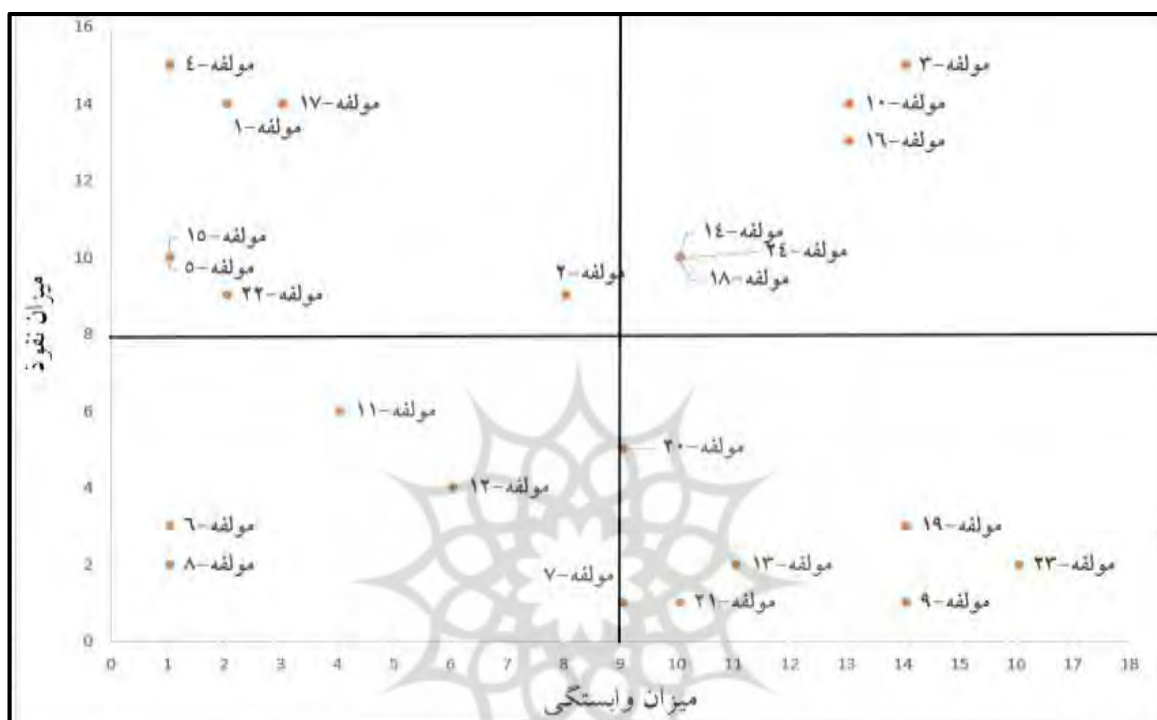
نمودار (۳) سطح‌بندی موانع توسعه بازار بدهی

Chart (3) The leveling of obstacles to the development of the debt market

تجزیه و تحلیل MICMAC

هدف تجزیه و تحلیل MICMAC تشخیص و تحلیل قدرت‌هدایت و وابستگی متغیرهاست. قدرت نفوذ براساس تعداد عناصری تعیین می‌شود که عنصر نام بر آنها اثر می‌گذارد. میزان وابستگی براساس تعداد عناصری که بر عنصر نام اثر گذارند.

در این تحلیل، متغیرها بر اساس قدرت هدایت و وابستگی به چهار دسته تقسیم می‌شوند؛ دسته اول شامل «متغیرهای خودمختار» است که قدرت هدایت و وابستگی ضعیف دارند. این متغیرها تقریباً غیرمتصل به سیستم هستند و ارتباط کم و وضعی با سیستم دارند. «متغیرهای وابسته» دومین دسته هستند که قدرت هدایت کم، ولی وابستگی زیاد دارند. سومین دسته «متغیرهای متصل (پیوندی)» هستند که قدرت هدایت و وابستگی زیاد دارند. این متغیرها غیرایستا هستند؛ زیرا هر نوع تغییر در آنها ممکن است سیستم را تحت تأثیر قرار دهد و در نهایت بازخورد سیستم نیز می‌تواند این متغیرها را دوباره تغییر دهد. چهارمین دسته «متغیرهای مستقل» هستند که قدرت هدایت قوی، ولی وابستگی ضعیف دارند.



نمودار (۴) نمودار تحلیل MICMAC

Chart (4) MICMAC analysis chart

### نتیجه‌گیری

در یک نظام مالی توسعه‌یافته، واسطه‌های مالی با هدایت پس‌اندازهای خانوارها به بهره‌ورترین پروژه‌های سرمایه‌گذاری، باعث افزایش تشکیل و کارایی سرمایه، و به تبع آن تقویت رشد اقتصادی می‌شوند. تخصیص بهینه منابع مالی به بخش‌های گوناگون اقتصاد از طریق بازارهای مالی کارا ممکن است. در کشورهای توسعه‌یافته ابزارهای بدهی نقش اصلی تأمین مالی بنگاه‌های اقتصادی را برعهده دارند. در ایران به دلیل قوانین ضد-ربوبی، ابزارهای مالی اسلامی (صکوک) جایگزین ابزارهای بدهی توسعه‌یافته شده‌اند؛ اما نتوانسته‌اند سهم لازم را به خود اختصاص دهند.

هدف این پژوهش آسیب‌شناسی نظام تأمین مالی کشور با تأکید بر بازار بدهی بود که برای تحقق آن از روش ترکیبی کمی و کیفی استفاده شده است. در ابتدا با استفاده از روش کیفی مصاحبه‌های نیمه‌ساختاریافته با خبرگان منتخب عوامل توسعه‌نیافتن بازار بدهی در کشور شناسایی شده است. سپس با روش ISM روابط میان عوامل شناسایی شده و با استفاده از تحلیل MICMAC طبقه‌بندی عوامل شناسایی شده انجام گرفته است. در این پژوهش ۲۴ عامل به‌عنوان موانع توسعه بازار بدهی شناسایی شد که عوامل بالاترین سطح عبارت‌اند از: کنترل نرخ بهره توسط نهادهای ناظر، وجود دولت به‌عنوان عضو فعال در بازار بدهی، محدودیت‌ها و تحریم‌های بین‌المللی کشور.

در این پژوهش در مقایسه با پژوهش‌های سابق به سطح‌بندی علت و معلولی موانع توسعه بازار بدهی در ایران اقدام شد. براین اساس، می‌توان پیشنهاد کرد که نهادهای ناظر در ابتدا باید از اثرگذاری دولت به‌عنوان منتشرکننده اوراق بر سیاست‌های انتشار اوراق جلوگیری و با واقعی سازی نرخ بهره به تعیین آزادانه نرخ بهره اقدام کنند تا هر ناشری بتواند بر اساس ریسک خود به تأمین مالی در بازار بدهی اقدام کند.

درنهایت، برای پژوهش‌های آتی پیشنهاد می‌شود که نحوه رفع آسیب‌های شناسایی شده در این پژوهش بررسی شود. علاوه‌براین، پیشنهاد می‌شود که بر اثرگذاری ابزارهای مبتنی بر تورم برای رفع نرخ بهره حقیقی در اقتصاد ایران مطالعاتی صورت گیرد و مؤلفه تعیین نرخ دستوری نرخ بهره در اقتصاد بررسی شود.

## منابع

- ابراهیم نژاد، علی (۱۳۷۰). *چالش‌های توسعه بازار بدهی در ایران*. مرکز بررسی‌های استراتژیک ریاست جمهوری.
- ابزری، مهدی، دستگیر، محسن، و قلیپور، علی (۱۳۸۶). بررسی و تجزیه و تحلیل روش‌های تأمین مالی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. *فصلنامه بررسی‌های اقتصادی*، ۴(۱۵)، ۷۳-۸۹.
- احمدی، سید محمدرضا، مهدوی عادل، محمد حسن، و احمدی شاد مه‌ری، محمد طاهر (۱۳۹۷). اوراق بدهی، ابزاری برای تأمین مالی پروژه‌های صنعت نفت (با تأکید بر اسناد خزانه اسلامی). *اقتصاد مالی*، ۱۲(۴۵)، ۲۱۳-۲۴۲.
- اکبری روشن، مهدیه و شاکری، عباس (۱۳۹۳). اثر مخارج دولت، نقدینگی و ساختار بازار بر توسعه مالی بازار سهام. *فصلنامه پژوهشنامه اقتصادی*، ۱۴(۵۳)، ۱۰۹-۱۴۲.
- بازرگان، عباس (۱۳۸۷). *مقدمه‌ای بر روش‌های تحقیق کیفی و آمیخته*. نشر دیدآور.
- بهریزی مفروزلو، واقف، سلطانی، علیرضا، و میرزایی، مسعود (۱۳۹۴). بررسی موانع و محدودیت‌های داخلی سرمایه‌گذاری خارجی در ایران. *فصلنامه پژوهش‌ها و سیاست‌های اقتصادی*، ۲۳(۷۴)، ۱۹۳-۲۳۳.
- بیات، میثم، طالبی، محمد، و قدوسی، حامد (۱۳۹۷). بررسی علل عدم پذیرش ابزارهای مالی اسلامی در بازار سرمایه ایران. *تحقیقات مالی اسلامی*، ۷(۲)، ۲۷۷-۳۰۸. <https://doi.org/10.30497/ifr.2018.2237>
- پورابراهیمی، محمد رضا (۱۳۹۹). *ضرورت توسعه بازار بدهی. هفته نامه تجارت فردا*. (۳۹۳). دسترسی در: [www.tejaratefarda.com](http://www.tejaratefarda.com)
- توحیدی، محمد (۱۳۹۴). صندوق ضمانت راهکاری نوین در توسعه اوراق بهادار اسلامی. *فصلنامه علمی پژوهشی تحقیقات مالی اسلامی*، ۷(۱)، ۹۱-۱۲۶. <https://doi.org/10.30497/ifr.2017.2128>
- حافظ نیا، محمد رضا (۱۳۸۴). *مقدمه‌ای بر روش تحقیق در علوم انسانی*. سازمان مطالعه و تدوین کتب علوم انسانی دانشگاه‌ها.
- حبیب الهی، مرجان، معبودی، رضا، و خرسند، محمد (۱۴۰۱). بررسی تأثیر توسعه بازارهای مالی و درآمدهای مالیاتی بر رشد اقتصاد در کشورهای جنوب شرقی آسیا. *نشریه اقتصاد و بانکداری اسلامی*، ۱۱(۴۰)، ۶۵-۸۶.
- حسن زاده، حسین، قزلباش، محمد، رستمی پور، علی، و قوام، محمد حسین (۱۴۰۰). آسیب‌شناسی صکوک بانکی و ارائه راهکار بازار صکوک رقابتی در تجهیز منابع نظام بانکی ایران. *اقتصاد اسلامی*، ۲۱(۸۱)، ۱۵۷-۱۸۹.
- حسن‌زاده، علی، و احمدیان، اعظم (۱۳۹۱). پیش‌بینی ظرفیت انتشار صکوک در ایران. *فصلنامه تحقیقات مالی اسلامی*، ۱(۲)، ۵۷-۸۷.
- حسن‌زاده، علی، و کاظم نژاد، مهدی (۱۳۸۷). *تعامل صنعت بیمه با بازار پول*. پانزدهمین همایش ملی و دومین همایش بین‌المللی بیمه و توسعه.

- حسین زاده بحرینی، محمد حسین (۱۳۸۳). عوامل مؤثر بر امنیت سرمایه گذاری در ایران. فصلنامه پژوهش های اقتصادی، (۲)۱، ۱۵۶-۱۰۹.
- خادم علیزاده، امیر (۱۳۹۲). بررسی نقش بازار سرمایه در رشد اقتصادی ایران با رویکرد اقتصاد خرد (سطح بنگاه، ۱۳۹۰-۱۳۷۰). فصلنامه پژوهش های اقتصادی ایران، ۱۸(۵۴)، ۹۳-۱۱۸.
- خانی، عبدالله، افشاری، حمیده، و حسینی کندلجی، میرهادی (۱۳۹۲). بررسی تصمیمات تأمین مالی، زمانبندی بازار و سرمایه گذاری واقعی در بورس اوراق بهادار تهران. فصلنامه علمی پژوهشی مدیریت دارایی و تأمین مالی، ۱(۱)، ۱-۱۲۲.
- دره شیر، علی، فاضلیان، سید محمد، و غلامی، حسین (۱۳۹۹). شناسایی و اولویت بندی چالش های گسترش بازار صکوک در ایران. نشریه تحقیقات مالی اسلامی، ۹(۲)، ۶۱۱-۶۴۶. <https://doi.org/10.30497/ifr.2019.2599>
- ذوالفقاری، مهدی، گودرزی، آتوسا، و سجایی، بهرام (۱۳۹۱). آسیب شناسی پیاده سازی اوراق اجاره در بازارهای پول و سرمایه کشور. اقتصاد اسلامی، ۱۲(۴۵)، ۱۳۱-۱۵۶.
- صمدیان، فرزانه (۱۴۰۰). تولید: پشتیبانی ها و مانع زدایی ها. مرکز پژوهش های اتاق ایران. آدرس دستیابی: <https://otaghiranonline.ir>
- عباسی، غلامرضا (۱۳۸۸). همگرایی توسعه مالی و تولید بخش صنعتی در ایران. فصلنامه مدل سازی اقتصادی، ۳(۱)، ۱-۱۳۷.
- عرب، آزاده، سرلک احمد، قیاسی، مجتبی، و شریف نژاد، مریم (۱۴۰۰). بررسی تأثیر توسعه مالی و ثبات مالی بر رشد اقتصادی ایران با استفاده از رهیافت گشتاورهای تعمیم یافته. پژوهش های اقتصادی (رشد و توسعه پایدار)، ۲۱(۴)، ۸۶-۶۷.
- عمادی، سید جواد، و خمیس آبادی، زینب (۱۳۹۶). آسیب شناسی چالش های تأمین مالی اسلامی با تأکید بر اوراق صکوک. نشریه علمی رویکردهای پژوهشی نوین مدیریت و حسابداری، ۱(۲)، ۱۶-۳۳.
- فلاحی، اکرم، طغیانی، مهدی، آسایش، حمید، و زاهد قروی، مهدی (۱۴۰۱). آزمون اثر جهش نرخ ارز و بحران مالی جهانی با بهره گیری از الگو پرتاب دورنبوش بر ثبات مالی سیستم بانکداری دولتی اقتصاد ایران. مدیریت دارایی و تأمین مالی، ۱۰(۱)، ۱۱۷-۱۴۱. <https://doi.org/10.22108/amf.2022.125736.1605>
- قدمیاری، فروغ، رضایی، مبینا، و رجایی، حسینعلی (۱۳۹۶). تأثیر توسعه مالی بر رشد اقتصادی. اولین همایش بین المللی برنامه ریزی اقتصادی، توسعه پایدار و متوازن منطقه ای: رویکردها و کاربردها، سندج.
- محمدی، مهدی، اصلانی، فرشید، و سیدی قهفرخی، فاطمه سادات (۱۳۹۹). موانع تأمین مالی بخش عمومی برای پروژه های عمرانی استان اصفهان با رویکرد چندمعیاره. مدیریت دارایی و تأمین مالی، ۸(۴)، ۱۰۱-۱۱۶. <https://doi.org/10.22108/amf.2020.123215.1543>
- موسویان، سید عباس، و کشاورزین پیوستی، اکبر (۱۳۹۳). آسیب شناسی انتشار صکوک اجاره در بانک های ایران. فصلنامه پژوهش ها و سیاست های اقتصادی، ۲۲(۶۹)، ۱۵۱-۱۷۸.
- فعال قیومی، علی، مومنی، منصور (۱۳۸۶). تحلیل های آماری با استفاده از SPSS. انتشارات کتاب نو.

## References

- Abzari, M., Dastgir, M., & Qalipour, A. (2006). Review and analysis of financing methods of companies admitted to the Tehran Stock Exchange. *Quarterly Journal of Economic Reviews*, 4(15), 73-89. [In Persian].
- Allen, F., Qian, J., & Qian, M. (2005). Law, finance, and economic growth in China. *Journal of Financial Economics*, 77(1), 57-116.



- Aman, A., Isa, M. Y., & Naim, A. M. (2023). The role of macroeconomic and financial factors in bond market development in selected countries. *Global Business Review*, 24(4), 626-641.
- Arab A., Sarlak A., Ghiasi M., & Sharifnezhad M. (2021). Investigating the impact of financial development and financial stability on Iran's economic growth using the generalized method of moments (GMM). *Quarterly Journal of Economic Research*, 21(4), 67-86. [In Persian].
- Bank for International Settlements (2002). *The Development of Bond Markets in Emerging Economies*. BIS Papers. No 11.
- Bayat, M., Talebi, & Qudousi, H. (2017). Investigating the causes of non-acceptance of Islamic financial instruments in the capital market of Iran. *Journal of Islamic Financial Research*, 7(2), 277-308. [In Persian].
- Bazargan, A. (2007). *An Introduction to Qualitative and Mixed Research Methods*. Nasridavar. [In Persian].
- Beck, T., Levine, R., & Loayza, N. V. (2000). Finance and the sources of growth. *Journal of Financial Economics*, 58(1-2), 261-300. [https://doi.org/10.1016/S0304-405X\(00\)00072-6](https://doi.org/10.1016/S0304-405X(00)00072-6)
- BehrouziMaforouzlou, W., Soltani, A., & Mirzaei, M. (2014). Investigating the internal barriers and limitations of foreign investment in Iran. *Journal of Economic Research and Policy Quarterly*, 23(74), 193-233. [In Persian].
- Boukhatem, J. (2021). What drives local currency bond market development in Saudi Arabia: Do macroeconomic and institutional factors matter?. *Future Business Journal*, 7(1), 65. <https://doi.org/10.1186/s43093-021-00110-8>
- Burger J. D., Warnock F. E., & Warnock V. C. (2015). Bond Market Development in Developing Asia, *ADB Economics Working Paper Series*, (448).
- Burger, J. D., & Warnock, F. E. (2007). Foreign participation in local currency bond markets. *Review of Financial Economics*, 16(3), 291-304. <https://doi.org/10.1016/j.rfe.2006.09.001>
- Demirguc-Kunt, A., & Levine, R. (1996). Stock market development and financial intermediaries: Stylized facts. *The World Bank Economic Review*, 10(2), 291-321.
- Dereshiri, A., Fazelian, S. M., & Gholami, H. (2019). Identifying and prioritizing the challenges of expanding the sukuk market in Iran. *Journal of Islamic Financial Research*, 9(18), 611-646. <https://www.doi.org/10.30497/IFR.2019.2599> [In Persian].
- Dorflleitner, G., Grebler, J., and Utz, S. (2020). The impact of corporate social and environmental performance on credit rating prediction: North America versus Europe. *Journal of Risk*, 22(1), 38-49.
- Ebrahimnejad, A. (1991). *Debt Market Development Challenges in Iran*. Center for Strategic Studies of the Republic of Iran. [In Persian].
- Eichengreen B., & Luengnaruemitchai P. (2004). Why doesn't asia have bigger bond markets? *NBER Working Paper*, (105).
- Emadi, S. J., & Khamisabadi, Z. (2017). Pathology of Islamic financing challenges with emphasis on Sukuk. *Specialized Scientific Quarterly of New Research Approaches in Management and Accounting*, 1(2), 16-33. [In Persian].
- Fallahi, A., Toghiani, M., Asayesh, H., & Zahidqaravi, M. (2022). The test of the effect of the exchange rate jumps and the global financial crisis on the financial stability of the state banking system of the Iranian economy using the Dornbush launch model. *Asset Management and Financing*, 10(1), 117-141. <https://doi.org/10.22108/amf.2022.125736.1605> [In Persian].
- Fazzari, S. M., & Petersen, B. C. (1993). Working capital and fixed investment: new evidence on financing constraints. *The RAND Journal of Economics*, 24(3), 328-342. <https://doi.org/10.2307/2555961>
- Habibollahi, M., Maabudi, R., & Khorsand, M. (2022). Investigating the impact of developing financial markets and tax revenues on economic growth in southeast asian countries. *Islamic Economics and Banking*, 11(40), 65-86. [In Persian].
- Hafeznia, M. (2005). *An Introduction to Research Methods in Humanities*. Samt. [In Persian].
- Hassanzadeh, A., & Ahmadian, A. (2012). Prediction of sukuk issuance capacity in Iran. *Quarterly Journal of Islamic Financial Research*, 1(2), 57-87. [In Persian].
- Hassanzadeh, A., & Kazemnejad, M. (2007). The interaction of the insurance industry with the money market. *The 15th National Conference and the 2nd International Conference on Insurance and Development*. [In Persian].
- Hassanzadeh, H., Ghezlbash, M., Rostami, E., & Ghavami, M. H. (2021). Pathology of banking sukuk and offering a solution for competitive sukuk market in equipping the resources of Iran's banking system. *Journal of Scientific Quarterly of Islamic Economics*, 21(81), 157-189. [In Persian].
- HosseinzadehBahraini, M. H. (2013). Factors affecting investment security in Iran. *Journal of Economic Research Quarterly*, 2(1), 109-154. [In Persian].
- JannatiFard, M., & NikBehatar, H. (2012). *Iran's Competitiveness Report*. Iran Chamber of Commerce, Industries and Mines. [In Persian].
- John P. Calamos, (2020). *Convertible Securities: Structures, Valuation, Market Environment, and Asset*

- Allocation*. Calamos Investments LLC.
- KhadimAlizadeh, A. (2012). Investigating the role of the capital market in Iran's economic growth with a microeconomics approach. *Journal of Iranian Economic Research Quarterly*, 18(54), 93-118. [In Persian].
- Khani, A., Afshari, H., & HosseiniKandelji, M. (2012). Investigating financing decisions, market timing and real investment in Tehran Stock Exchange. *Journal of Scientific Research of Asset Management and Financing*, 1(1), 122-190. [In Persian].
- Langohr, H. M., & Langohr P. T. (2019). *The Rating Agencies and Their Credit Ratings*. Wiley, John & Sons.
- Liberadzki, M., & Liberadzki, K. (2019). *Contingent Convertible Bonds, Corporate Hybrid Securities and Preferred Shares: Instruments, Regulation, Management*. Springer.
- Mohammadi, M., Aslani, F., & SidiGhafarakhi, F. S. (2019). Public sector financing obstacles for construction projects in Isfahan province with a multi-criteria approach. *Journal of Asset Management and Financing*, 8(4), 101-116. <https://doi.org/10.22108/amf.2020.123215.1543> [In Persian].
- Fa`alGhayoomi, A., Momeni, M. (2007). *Statistical Analysis using SPSS*. Ketabe Nou Publications. [In Persian].
- Mousavian, A., & Keshavarzian, A. (2014). Pathology of sukuk issuance in Iranian banks. *Journal of Economic Research and Policy Quarterly*, 22(69), 151-178. [In Persian]
- Pourebrahimi, M. R. (2019). Necessity of debt market development. *Farda business weekly*. (393). Access address: [www.tejaratefarda.com](http://www.tejaratefarda.com) [In Persian].
- Samadian, F. (2021). *Production: Supports and Obstacles*. Iran Chamber Research Center. Access address: <https://otaghironline.ir> [In Persian].
- Securities Industry and Financial Markets Association (SIFMA). (2022). *Capital Markets Fact Book*.
- Smaoui, H., Grandes, M., & Akindele, A. (2017). The determinants of bond market development: Further evidence from emerging and developed countries. *Emerging Markets Review*, 32, 148-167. <https://doi.org/10.1016/j.ememar.2017.06.003>
- Suarez, L. (2014). *Towards Strong and Stable Capital Markets in Emerging Market Economies*. CGD Policy Paper.
- Teplova, T. V., & Sokolova, T. V. (2018). Market development determinants for corporate bonds in national currencies: Emerging markets review. *Journal of East-West Business*, 24(1), 50-80. <https://doi.org/10.1080/10669868.2017.1340387>
- Tohidi, M. (2014). Guarantee fund, a new solution in the development of Islamic securities. *Journal of Islamic Financial Research Quarterly*, 7(1), 91-126. <https://www.doi.org/10.30497/IFR.2017.2128> [In Persian].