



فصلنامه راهبرد مدیریت مالی

دانشگاه الزهرا

سال سیزدهم، شماره پنجاهم، پاییز ۱۴۰۴

صفحات ۱۶۲-۱۴۵



مقاله پژوهشی

الگوی مفهومی رتبه‌بندی ارزشی شرکت‌ها در بازار سرمایه ایران^۱

امیرعباس صاحبقرانی^۲، مبینا رضانژاد اصل^۳، امید نصیری‌زاد^۴

تاریخ پذیرش: ۱۴۰۴/۰۱/۱۸

تاریخ دریافت: ۱۴۰۳/۰۱/۱۹

چکیده

تأکید فقه اسلامی مبنی بر وجود شفافیت اقتصادی و نهمی غرر در معاملات اقتصادی و گسترش دامنه فعالیت مؤسسات رتبه‌بندی اعتباری در کشورهای اسلامی، منجر به شکل‌گیری نوع خاصی از گزارش‌های اطلاعاتی در بین مؤسسات رتبه‌بندی اعتباری در این کشورها شده است که از آن تحت عنوان رتبه‌بندی ارزشی یا امانتی یاد می‌گردد که خروجی آن ترسیم وضعیت یک شرکت در بکارگیری منابع اقتصادی و سلامت جریان سودآوری آن می‌باشد. هدف از پژوهش پیش‌رو تشریح ابعاد و مولفه‌های انجام رتبه‌بندی ارزشی است که به عنوان یکی از خدمات مؤسسات رتبه‌بندی اعتباری در کشور قابل ارائه خواهد بود. بر اساس همین موارد، با توجه به فعالیت مؤسسات رتبه‌بندی در کشور و ضرورت ارائه گزارش‌های رتبه‌بندی استاندارد و مورد نیاز حرفه، در پژوهش حاضر با بررسی رویه‌های مؤسسات رتبه‌بندی اسلامی و رهنمودهای مؤسسات مالی بین‌المللی و اسلامی، اقدام به ترسیم الگویی مفهومی رتبه‌بندی ارزشی در بازار سرمایه کشور شد سپس، الگوی مفهومی استخراج شده با استفاده از روش تحقیق دلفی در معرض نظرخواهی از خبرگان قرار گرفته و پس از اجماع خبرگان در خصوص ابعاد و مولفه‌های ارائه شده، الگوی مفهومی نهایی و نتیجه این پژوهش، در قالب ۵ بُعد و ۲۱ مؤلفه ارائه گردید. در نهایت، ذکر این نکته ضروری است که دلیل حداقل کردن اثر سوءگیری‌های کلامی در فرآیند نظرخواهی از خبرگان، در این پژوهش روش دلفی فازی مورد استفاده قرار گرفته و از نظر ۵۲ نفر از صاحب‌نظران حوزه مالی به منظور ترسیم الگوی رتبه‌بندی ارزشی در بازار سرمایه ایران استفاده شده است.

واژگان کلیدی: رتبه‌بندی ارزشی، شفافیت اطلاعاتی، دلفی فازی.

طبقه‌بندی موضوعی: G24, O16, G10

۱. doi مقاله: 10.22051/JFM.2025.46777.2914

۲. دکتری، دانشگاه علامه طباطبایی، تهران، ایران. نویسنده مسئول. Email: abbas_sahebgharani@yahoo.com

۳. دانشجوی کارشناسی‌ارشد، گروه حسابداری، موسسه آموزش عالی ارشاد دماوند، تهران، ایران.

Email: rznmoobina@gmail.com

۴. کارشناسی ارشد، دانشگاه ملی مهارت، تهران، ایران. Email:omidnasirizad@gmail.com

مقدمه

تدوین دستورالعمل تأسیس و فعالیت مؤسسات رتبه‌بندی اعتباری در سال ۱۳۹۶ زمینه را به منظور فعالیت مؤسسات رتبه‌بندی اعتباری فراهم نموده و هم اکنون طیف قابل‌توجهی از مؤسسات رتبه‌بندی اعتباری، اقدام به رتبه‌بندی شرکت‌ها و اوراق بهاداری همچون اوراق بدهی منتشر شده در بازار سرمایه می‌نمایند که به منظور تنوع سبد رتبه‌بندی و ارتقای شفافیت در بازار سرمایه ورود به شیوه‌های تلفیقی رتبه‌بندی مبتنی بر مولفه‌هایی همچون راهبری شرکتی و ساختار کلان مدیریتی و مشتری مداری ضروری به نظر می‌رسد (مؤسسه رتبه‌بندی بین‌المللی اسلامی^۱، ۲۰۲۱). از سوی دیگر، شفافیت اقتصادی به عنوان یکی از ابعاد مهم فقه اقتصادی اسلام نظر اندیشمندان تراز اول اسلامی را به خود معطوف نموده‌اند و در کتب خود به نحو مقتضی به آن پرداخته و با استفاده از منابع قرآنی و روایی، ابعاد گوناگون شفافیت اقتصادی را مورد بررسی قرار داده‌اند. به علاوه، مواردی را تشریح کرده‌اند که در صورت نبود این شفافیت، منجر به خدشه‌دار شدن صحت یک فعالیت می‌شود (عبدالله‌زاده و همکاران، ۱۳۹۶). منشاء این توجه را می‌توان ماهیت منحصر به فرد فقه اسلامی در تعریف حقوق طرفین یک فعالیت اقتصادی، در مواردی همچون توزیع سود و نحوه عقد قرارداد و ... برشمرد (موسویان، ۱۳۹۱). در واقع، حساسیت فقه اسلام مبنی بر شفافیت فعالیت‌های اقتصادی و نبود غرر در معاملات اقتصادی منجر به اهمیت بیش از پیش راهبری صحیح در نهادهای مالی فعال در کشورهای اسلامی شده و مکانیزم‌های متعددی به منظور ارزیابی این شفافیت طراحی شده که از مهم‌ترین این مکانیزم‌ها می‌توان به فرآیند رتبه‌بندی ارزشی اشاره نمود که در سال‌های اخیر توسط مؤسسات رتبه‌بندی اسلامی معرفی شده و گزارش‌های متعددی در این حوزه منتشر شده است (مؤسسه رتبه‌بندی اسلامی بین‌المللی، ۲۰۱۵).

در سطح بین‌الملل نیز از سال ۲۰۱۶ به بعد مباحث مربوط به مشاوره مالی ارزشی^۲ بخش قابل‌توجهی از ادبیات مربوط به حوزه مشاوره سرمایه‌گذاری را به خود اختصاص داده است (هیکس^۳، ۲۰۱۷). مشاور مالی ارزشی، شخص یا نهادی است که به دلیل جایگاه یا اطلاعاتی که در اختیار دارد، قادر است اطلاعاتی را به صورت صحیح، صادقانه و بی‌طرفانه در اختیار اشخاص ثالث قرار دهد. همچنین، بر اساس تعریف واژه‌نامه حقوقی کورنل^۴ «ارائه خدمتی به صورت ارزشی (امانتی) بالاترین استاندارد مراقبت اخلاقی را می‌طلبد». از سوی دیگر بر اساس پژوهش‌های انجام شده توسط مؤسسه سلامت‌سنجی مدیریت سرمایه افراد^۵، بیش از نیمی از سرمایه‌گذاران آمریکایی معتقدند الزام قوانین و مقررات به حدی سخت‌گیرانه است که مشاوران سرمایه‌گذاری را وادار به تامین منافع سرمایه‌گذاران می‌نماید (داموداران^۶، ۱۹۷۵). بنابراین،

1. International Islamic Institute Ranking
2. Fiduciary Financial Advisor
3. Hicks
4. Cornell Law Dictionary
5. Wealth Manager Personal Capital (WMPC)
6. Damodaran



حجم قابل توجهی از مشاوران سرمایه‌گذاری با تعریف سرمایه‌های افراد به عنوان "امانت" اقدام به تعریف مبانی مشاوره ارزشی نموده‌اند (هیگس، ۲۰۱۷).

همچنین کمیسیون بورس اوراق بهادار آمریکا^۱ فعالیت ارزشی را فعالیتی می‌داند که در آن تمام حقایق در خصوص یک شرکت یا موضوع مورد درخواست به صورت کامل و منصفانه افشاء می‌گردد. به طوری که تمام تلاش‌ها در جهت کاهش تضاد منافع احتمالی بین طرفین بوده و در صورت وجود تضاد منافع احتمالی، این موضوع افشاء می‌گردد (میشکین و همکاران^۲، ۲۰۰۶).

لازم به ذکر است گزارش‌های رتبه‌بندی ارزشی فارغ از درجه‌بندی کمی شرکت‌ها در قالب نمادهای تعریف شده، اقدام به بررسی وضعیت شرکت مورد بررسی پرداخته و نتایج بررسی خود را در قالب‌های ارزیابی کیفی همچون تحلیل SWOT^۳ و... ارائه می‌نمایند (مؤسسه رتبه‌بندی آرسی پی^۴، ۲۰۱۵ و مؤسسه رتبه‌بندی اسلامی بین‌المللی، ۲۰۱۵) که با توجه به ابلاغ دستورالعمل ایجاد و راه‌اندازی مؤسسات رتبه‌بندی اعتباری در بازار سرمایه کشور و فعالیت این مؤسسات در بازار سرمایه، ارائه گزارش‌های رتبه‌بندی ارزشی می‌تواند منجر به غنای اطلاعاتی در بازار سرمایه کشور گردد.

پژوهش حاضر با بررسی مبانی نظری ارائه گزارش رتبه‌بندی ارزشی منتشر شده توسط نهادهای مالی اسلامی از یک سو و بررسی تطبیقی گزارش‌های رتبه‌بندی ارزشی منتشر شده توسط مؤسسات رتبه‌بندی اسلامی همچون مارک^۵، آرسی پی و مؤسسه رتبه‌بندی اسلامی بین‌المللی، اقدام به طراحی الگوی مفهومی ارائه گزارش‌های رتبه‌بندی ارزشی در بازار سرمایه کشور نموده است که در این راستا تلفیق مبانی رتبه‌بندی اعتباری مؤسسات رتبه‌بندی اعتباری بین‌المللی با چارچوب رتبه‌بندی ارزشی معرفی شده توسط مؤسسات رتبه‌بندی اسلامی بین‌المللی را می‌توان از نوآوری‌های پژوهش پیش رو برشمرد تا زمینه به منظور بهبود شفافیت اطلاعاتی و کاهش عدم تقارن اطلاعاتی در بازار سرمایه فراهم گردد و کیفیت اطلاعات منتشر شده در بازار سرمایه بهبود یابد، پرسشی پژوهش حاضر این است که الگوی مفهومی رتبه‌بندی ارزشی شرکت‌ها در بازار سرمایه ایران چگونه می‌باشد؟

بر همین اساس با بررسی ادبیات موضوعی تحقیق و استخراج الگوی مفهومی اولیه، این الگو به منظور نظرسنجی در اختیار خبرگان بازار سرمایه قرار گرفته و پس از تحلیل نظرات خبرگان با استفاده از تکنیک دلفی فازی، الگوی مفهومی رتبه‌بندی ارزشی مورد تایید خبرگان ارائه گردیده است.

مبانی نظری و پیشینه پژوهش

همان‌طور که بیان شد هدف ارائه گزارش‌های رتبه‌بندی ارزشی ارائه اطلاعاتی شفاف و واقعی از وضعیت یک شرکت است. بنابراین، لازم است ابتدا ضرورت شفافیت اقتصادی از منظر فقه اسلام مورد

1. Security and Exchange Commission
2. Mishikin et al.
3. Strengths, Weaknesses, Opportunities & Threats
4. RCP & Partner
5. Mark

بررسی قرار گیرد تا ضرورت تهیه و انتشار گزارش‌هایی از این دست مشخص شود. لازم به ذکر است تفاوت عمده شفافیت مدنظر رتبه‌بندی ارزشی با رویه معمول در مؤسسات رتبه‌بندی بین‌المللی، در نظر گرفتن مبانی شریعت در حوزه شفافیت اقتصادی است که این مبانی دارای ریشه‌های مستحکمی است. از آنجا که ابعاد شفافیت اقتصادی در منظر اسلام بسیار گسترده بوده و اندیشمندان بزرگ اسلامی در این خصوص قلم فرسایی نموده‌اند، در این پژوهش مهمترین مبانی فقهی مرتبط با موضوع لزوم شفافیت در مراودات اقتصادی تشریح می‌گردد.

به طور کلی T شفافیت اقتصادی را می‌توان جریان افزایشدهنده، به موقع و قابل اطمینان اطلاعات اقتصادی دانست که در اختیار همه افراد مرتبط باشد، این اطلاعات باید قابل دسترس، با کیفیت خوب و قابل اتکاء باشد (کافمن و بلور^۱، ۲۰۰۵). به عبارت بهتر، شفاف بودن بر در دسترس بودن اطلاعات دلالت دارد؛ بررسی ماهیت و وجود چیزی برای فهم آنکه چه چیزی در حال وقوع است شفافیت گویند. زمانی که افراد درون و بیرون یک مؤسسه بتوانند به راحتی اطلاعات مورد نیاز خود را بدست بیاورند، مؤسسه دارای شفافیت می‌باشد. (لیندستد و نورین^۲، ۲۰۰۷). بنابر نظر عبدالله‌زاده و همکاران (۱۳۹۶) چهار ویژگی کلی را می‌توان از اصول تحقق به شفافیت در حوزه انتقال اطلاعات برشمرد؛ ۱- قابل دسترس بودن اطلاعات برای همه؛ ۲- قابل اطمینان بودن اطلاعات؛ ۳- به هنگام بودن اطلاعات؛ ۴- اجتناب از پنهان کردن عمدی اطلاعات. در فقه اقتصادی اسلام به طریق مقتضی به موضوع شفافیت اقتصادی اشاره شده و بر آن تأکید شده است (عبدالله‌زاده و همکاران، ۱۳۹۶).

از مهمترین مبانی فقهی مرتبط با ضرورت ایجاد شفافیت در فعالیت‌های اقتصادی می‌توان به موارد زیر اشاره نمود:

- **تدلیس:** تدلیس ناظر بر نهی اقداماتی است که موجب گمراهی طرف مقابل معامله بشود (قانون مدنی، م. 433) به تدلیس در معامله "فریب" گویند. عدم بازگویی معایب و یا بزرگنمایی مزیت‌های یک کالا یا خدمت نیز، نوعی فریب می‌باشد (شهید ثانی، ۱۳۶۱) در تدلیس غیر قابل اتکاء بودن اطلاعات و پنهان‌کاری عامدانه آن موجب عدم شفافیت اقتصادی و عدم اطلاع خریدار از ماهیت اصلی آن دارایی می‌شود، از دیدگاه اندیشمندان اسلامی تدلیس نه تنها دارای حرمت تکلیفی است بلکه، با حصول شرایطی موجب فسخ معامله نیز می‌شود و شخص گمراه شده، حق مطالبه خسارت را نیز دارد. (شهید ثانی، ۱۳۶۱؛ میرزای قمی ۱۳۵۱) بنابراین، وجود یک بستر اطلاعاتی شفاف و مطمئن نقش بسزایی را در حذف تدلیس در جریان یک فعالیت اقتصادی خواهد داشت.
- **نجش:** این فعل که یکی از مصادیق دروغ است موجب عدم شفافیت اقتصادی می‌شود. نجش به نوعی تبانی بین فروشنده و یک شخص ثالث در خصوص اعلام نادرست قیمت یک کالا به منظور ترغیب و فریب خریدار واقعی در پرداخت مبلغ بالاتر برای کالای مورد نظر است، در واقع در

صورت نبود منابع اطلاعاتی مستند و قابل اتکا، ترفندهایی همچون نجش موجب گمراهی افراد در انجام یک فعالیت اقتصادی می گردد به همین جهت در فقه اسلامی نجش دارای حرمت شدیدی بوده و فرئی که اقدام به این کار می نماید ملعون برشمرده می شود، بنابراین حذف این عامل موجب افزایش خوش بینی و اعتماد بین دست اندرکاران بازار می شود (صدر، ۱۳۸۸) در خصوص ارائه گزارش‌هایی همچون رتبه‌بندی ارزشی راه را به منظور نجش در معامله و حضور افراد صوری در جریان اطلاع از وضعیت واقعی یک شرکت و نهایتاً قیمتگذاری ناصحیح مسدود می نماید.

- **غرر:** اندیشمندان اسلامی همچون شیخ طوسی و علامه حلی غرر را ابهام یا عدم اطمینان در ارکان یا عناصر یک معامله تعریف نموده‌اند که این ابهام موجب ایجاد خطر یا خدعه در جریان یک معامله می گردد (موسویان و علیزاده اصل، ۱۳۹۴) در صورت وجود هرگونه ابهام برای هر دو طرف از یک معامله آن معامله باطل است (عبدالله زاده و همکاران، ۱۳۹۶). بنابراین، لازم است در فرآیند مبادلات اقتصادی با استفاده از جریان‌های اطلاعاتی مستدل و قابل اتکاء و نیز، افزایش شفافیت اقتصادی و بیان بی طرفانه، حقایق موجود در خصوص یک کالا بیان شود که ارائه و انتشار گزارش‌های رتبه‌بندی ارزشی با کارکرد بیان شده در قسمت های قبل می تواند زمینه را به منظور حصول به این مهم فراهم نماید.
- **غش در معاملات:** بر اساس نظر مکارم شیرازی (1385) این مفهوم به صورت ذیل معرفی شده است:

«تقلب در معامله همانند معامله با پول تقلبی یا با پولی که اعتبار خارج شده به جای پول معتبر است.»

همچنین، از دیدگاه فاضل لنکرانی (1385) مفهوم غش در معاملات به شرح ذیل ارائه شده است:

«فروش کالای تقلبی به جای کالای اصلی بدون اطلاع به مشتری، مانند آب ریختن در شیر و امثال آن که به آن غش در معامله گفته می شود.»

در یک سری روایات آمده که با بررسی محتوای آنها می توان به این نتیجه رسید که به دلیل قابل اتکاء نبودن اطلاعاتی که به خریدار داده می شود، عدم شفافیت در معامله ایجاد می شود. نهایتاً، با بررسی روایات به این نکته می توان پی برد که تأکید زیادی نسبت به فراهم آوردن شرایط لازم به منظور آگاه نمودن خریدار نسبت به کالای مورد معامله شده است. از آن جمله می توان به این روایت کلینی (1367) اشاره نمود:

هشام بن حکم از امام کاظم (علیه السلام) نقل کرده است: «حضرت هنگامی که سواره بود، دید من در سایه لباس می فروشم؛ فرمودند ای هشام! معامله در سایه غش می باشد و غش نیز حلال نمی باشد.»

همان طور که مشاهده می شود شفاف و روشن بودن ابعاد یک معامله مورد تأکید فقه اسلامی است که به طرق مختلف به آن اشاره شده و اندیشمندان برجسته اسلامی در خصوص ابعاد مختلف شفافیت

اقتصادی مطالب فراوانی را از منابع قرآنی و روایی استخراج نموده‌اند؛ از آن جمله می‌توان به ابعاد شفافیت در عقد بیع (بهجت فومنی، ۱۳۹۱)، اجاره (مصطفوی، ۱۴۲۳ ق)، صلح (علامه حلی، ج ۲) و سایر عقود اسلامی اشاره نمود. ارائه گزارش‌هایی همچون رتبه‌بندی ارزشی می‌تواند یکی از مصادیق حصول به شفافیت در جریان ارائه اطلاعات و فراهم‌کننده جریان صحیح اطلاعات بین طرفین یک معامله باشد. نهایتاً، ذکر این نکته ضروری است گزارش‌های رتبه‌بندی ارزشی در بازار پول، به دلیل لزوم استقرار بانکداری اسلامی و اطمینان از مصرف منابع پولی در فعالیت‌های مولد، به طور گسترده‌ای مورد استفاده قرار می‌گیرد و در بازار سرمایه نیز، با تعریف انواع ابزارهای اسلامی مبتنی بر شریعت همچون اوراق مشارکت و صکوک، نیاز به ارائه گزارش‌های رتبه‌بندی ارزشی با توجه به خروجی این گزارش‌ها بیش از پیش احساس می‌شود.

چارچوب نظری رتبه‌بندی ارزشی در مؤسسات رتبه‌بندی اسلامی به منظور تطبیق نهادهای فعال در بازار مالی اسلامی با اصول شریعت طراحی و تدوین شده است (زیدی، ۲۰۰۸) و هدف اصلی آن ارائه اطلاعاتی شفاف در خصوص گردش مالی یک شرکت و نبود شبهه شریعت بخصوص در ارتباط با درآمدهای ورودی به شرکت می‌باشد. مفاهیم مطرح شده در این چارچوب از سه عامل اساسی تشکیل شده است که عبارتند از: شفافیت فعالیتهای عملیاتی شرکت، ارزیابی توانایی شرکت در مدیریت بهینه منابع تحت کنترل به منظور ایفای به موقع تعهدات و ارزیابی کیفی استفاده بهینه از منابع تحصیل شده (لئونگ، ۲۰۰۸).

مؤسسه رتبه‌بندی بین‌المللی اسلامی هدف از رتبه‌بندی ارزشی را دستیابی به اهداف ذیل عنوان می‌نماید:

- دستیابی به شفافیت در انجام مراودات اقتصادی که در فقه اسلامی از آن به نبود غرر یاد می‌شود؛
- برآورده شدن درخواست‌های معقول سرمایه‌گذاران در خصوص حفظ حداقل ارزش اسمی سرمایه‌گذاری؛ به طوری که با رعایت اصول شریعت و ایجاد اطمینان در سرمایه‌گذاران که همراه با رعایت موازین شریعت، آنها حداقل قادر به حفظ سرمایه‌گذاری اولیه خود می‌باشند؛
- در نهایت، فارغ از دغدغه سرمایه‌گذاران یکی از اهداف اساسی از پیاده‌سازی رتبه‌بندی ارزشی، اطمینان‌بخشی از فعالیت اقتصادی شرکت و جلب نظر سرمایه‌گذاران به نقاط اصلی قوت و ضعف فعالیت اقتصادی شرکت است.

به این ترتیب، در الگوی پیشنهادی ارائه شده توسط مؤسسه رتبه‌بندی بین‌المللی اسلامی، رتبه‌بندی ارزشی حداقل از اجزای چهارگانه تشکیل شده است: (۱) وضعیت راهبری شرکتی؛ (۲) حاکمیت شریعت؛ (۳) ساختار کلان عملیاتی؛ (۴) ساختار کلان اجرایی. بر همین اساس، ابعاد و مولفه‌های الگوی مفهومی پیشنهادی توسط مؤسسه رتبه‌بندی اسلامی بین‌المللی به منظور رتبه‌بندی ارزشی به شرح جدول ۱ می‌باشد (مؤسسه رتبه‌بندی بین‌المللی اسلامی، ۲۰۲۱):

جدول ۱. ابعاد و مؤلفه‌های مفهوم رتبه‌بندی ارزشی معرفی شده توسط مؤسسه رتبه‌بندی بین‌المللی اسلامی

مؤلفه‌ها	ابعاد
ترکیب هیئت مدیره	حاکمیت شرکتی
تاریخچه فعالیت شرکت	
مالکیت شرکت	
تشکیل هیئت نظارت شریعت	حاکمیت شریعت
میزان انعطاف‌پذیری مالی	
مشخصات تولید	
مشخصات فروشندگان	ساختار کلان سرمایه‌ای
ثبات درآمد شرکت	
بررسی دارایی‌های سرمایه‌ای و مخارج تحقیق و توسعه	
تفکیک مناسب وظایف	ساختار کلان اجرایی
ساختار کنترل‌های داخلی	
کیفیت گزارش‌گری ریسک	
نیروی انسانی و سیستم جبران مخارج	

منبع: مؤسسه رتبه‌بندی بین‌المللی اسلامی (IIRA)

مؤسسات رتبه‌بندی اسلامی در چارچوب گزارشگری ارزشی خود مؤلفه‌های متعددی را به منظور بررسی شرکت‌ها مورد استفاده قرار داده‌اند که در یک دسته‌بندی کلی این مؤلفه‌ها در چهار طبقه شامل؛ راهبری شرکتی، ساختار مدیریتی، ساختار تامین مالی شرکت، تحلیل ریسک شرکت و ساختار عملیاتی شرکت گنجانده می‌شوند. هر یک از این مؤلفه‌ها دارای شاخص‌های متعددی بوده که بسته به شرکت مورد بررسی این شاخص‌ها متفاوت خواهد بود.

جدول ۲. ابعاد و مؤلفه‌های رتبه‌بندی ارزشی مورد استفاده توسط مؤسسات رتبه‌بندی اسلامی

مؤلفه‌ها	ابعاد
ساختار هیئت مدیره	راهبری شرکتی
ساختار مالکیتی شرکت	
کمیته‌های هیئت مدیره	
ترکیب حقوق صاحبان سهام	ساختار تامین مالی
وضعیت مطالبات شرکت	
مخارج تحقیق و توسعه	
زیر ساخت فناوری اطلاعاتی شرکت	تحلیل ریسک شرکت
ساختار کنترل‌های داخلی شرکت	
ساختار سازمانی و نحوه تفکیک وظایف	
انعطاف‌پذیری مالی	ساختار عملیات شرکت
بازار مورد فعالیت شرکت	
ثبات درآمدهای عملیاتی شرکت	

منبع: گزارش‌های مؤسسات رتبه‌بندی اعتباری اسلامی (۱۴۰۲)

احمد و آمینال^۱ (۲۰۱۹) با تحلیل روش‌شناسی به کار رفته در مؤسسات رتبه‌بندی کشور مالزی و مؤسسات رتبه‌بندی بین‌المللی همچون مودیز بیان کردند تفاوت عمده رویه‌های رتبه‌بندی مؤسسات رتبه‌بندی اسلامی و مؤسسات رتبه‌بندی بین‌المللی توجه به رتبه‌بندی ارزشی در فرآیند رتبه‌بندی یک شرکت می‌باشد؛ عمده تفاوت رتبه‌بندی ارزشی ارائه شده توسط مؤسسات رتبه‌بندی اعتباری در کشورهای اسلامی نیز، توجه به جریان عملیات شرکت و تشریح آن برای استفاده‌کننده است که در این میان توجه به منشاء سودآوری بنگاه حائز اهمیت است.

مسدی و نایفر^۲ (۲۰۱۸) با تعریف انواع ابزارهای تامین مالی در بازار سرمایه، مدلی به منظور رتبه‌بندی این ابزارها ارائه کردند که در آن، فرآیند رتبه‌بندی به دو شاخه اعتباری و ارزشی طبقه‌بندی شد؛ در خصوص رتبه‌بندی ارزشی مؤلفه‌های راهبری شرکتی، ساختار دارایی‌های سرمایه‌ای و نحوه تامین مالی آنها و ترکیب هیئت مدیره و مدیریت اجرایی شرکت به عنوان مؤلفه‌های رتبه‌بندی ارزشی معرفی شده‌اند.

مؤسسات رتبه‌بندی بین‌المللی همچون فیچ و مودیز^۳ با برشمردن مبانی فقه اسلامی مبنی نپی غرر بر این عقیده‌اند گزارش‌ها و رتبه‌های اعلامی توسط این مؤسسات دربرگیرنده موارد مدنظر شریعت است و در نتیجه، ارائه گزارش‌های ارزشی برای شرکت‌ها ضرورتی ندارد (هاوسان^۴، ۲۰۰۷ و هولدر^۵، ۲۰۰۶). باید به این نکته نیز توجه داشت که بکارگیری مبانی ارزشی در فرآیند رتبه‌بندی توسط مؤسسات رتبه‌بندی بین‌المللی بیشتر در جریان انتشار اوراق مبتنی بر بدهی صورت می‌پذیرد که با توجه به ماهیت این اوراق و استفاده از دارایی مبنای انتشار، ریزکاو دارایی مبنای انتشار و بررسی عملیات تامین مالی شونده و همچنین، توجه به الزامات شریعت از موارد مورد بررسی این مؤسسات به منظور بررسی اوراق بهادار به پشتوانه دارایی می‌باشد. (کوتهار^۶، ۲۰۲۰)

به دلیل عدم فعالیت مؤسسات رتبه‌بندی اعتباری در کشور و توجه پژوهشگران به مباحث کمی رتبه‌بندی نظیر اندازه‌گیری ریسک اوراق، تاکنون پژوهش مدونی در خصوص الزامات رتبه‌بندی ارزشی صورت نگرفته است و بیشتر تحقیقات در حوزه رتبه‌بندی، معطوف به معرفی و آزمون مدل‌های کمی اندازه‌گیری ریسک اوراق بهادار بوده است، بنابراین، این پژوهش از یک سو اقدام به مطالعه چارچوب رتبه‌بندی ارزشی صورت گرفته توسط مؤسسات رتبه‌بندی اسلامی نموده و از سوی دیگر، با در نظر گرفتن قوانین و الزامات تدوین شده توسط نهاد ناظر بازار سرمایه و همچنین، رهنمودهای مطرح شده توسط نهادهای مالی بین‌المللی اسلامی، اقدام به طراحی الگوی جامعی نموده است که در آن تلاش شده تمامی زوایای مهم و با اهمیت از دیدگاه ذی‌نفعان بالقوه و بالفعل یک شرکت ارائه شود.

1. Ahmed and Aminal
2. Masadi and Naifer
3. Fitch and Moody's
4. Howsan
5. Holder
6. Kotehari



روش‌شناسی پژوهش

در ادامه، به منظور ایجاد یک الگوی رتبه‌بندی ارزشی در بازار سرمایه، به شناسایی ابعاد و مؤلفه‌های اثرگذار در فرآیند رتبه‌بندی ارزشی با استفاده از پیمایش دلفی پرداخته شده است. این روش مبتنی بر سه اصل بررسی تطبیقی، پرسش پژوهی و تحلیل آمار است (باباجانی و صاحبقرانی، ۱۳۹۶). مراحل انجام پژوهش حاضر به ترتیب ذیل است:

- مطالعه میانی نظری؛ در گام اول، سعی شده است به استناد میانی نظری و تجربی، ابعاد و مؤلفه‌های موثر بر تدوین الگوی رتبه‌بندی ارزشی در بازار سرمایه کشور شناسایی شوند. بر این اساس، با توجه به سابقه مؤسساتی که در سطح بین‌المللی دارای تخصص می‌باشند، سوالات کلیدی برای نظرخواهی از خبرگان طراحی شد.
- طراحی پرسشنامه؛ در گام دوم، ابعاد و مؤلفه‌های کلیدی مبتنی بر میانی نظری و تجربی که بنا به نظر پژوهشگران با ویژگی‌های محیطی کشور سازگار است، در کنار برخی از عوامل و سایر محرک‌های تأثیرگذار انتخاب و باتوجه به آنها، تعداد ۲۳ سوال کلیدی برای نظرخواهی از خبرگان طراحی گردید.
- نظرخواهی از خبرگان؛ در ادامه، از پیمایش دلفی به روش فازی که روش تحقیقی با اعتبار علمی و شناخته شده است، جهت نظرخواهی عمومی از خبرگان، استفاده گردید. (پاولوسکی، ۲۰۱۰) در این گام با توجه به مؤلفه‌های استخراج شده از مطالعات تطبیقی، سوالاتی برای درج در پرسشنامه طراحی گردید. این پرسشنامه به تمامی مدیران عامل نهادهای فعال و موثر در بازار سرمایه کشور (از جمله فرابورس ایران، بورس انرژی، مرکز مالی ایران و...)، مدیران سطوح مختلف شاغل در نهادهای مالی، کارشناسان ارشد، اعضای هیأت علمی و کارشناسان ارشد سازمان بورس و اوراق بهادار داده شد.
- تدوین ویژگی‌های کلیدی الگوی مفهومی رتبه‌بندی ارزشی در بازار سرمایه کشور؛ بر پایه این موارد پژوهش حاضر به دنبال یافتن پاسخ علمی به این پرسش است که "الگوی مفهومی رتبه‌بندی ارزشی شرکتها در بازار سرمایه ایران کدام است؟" بر این اساس، سوالات تحقیق به شرح زیر تدوین شده است:
 - ابعاد راهبری شرکتی در رتبه‌بندی ارزشی شرکتها کدام است؟
 - ابعاد ساختار کلان مدیریتی در رتبه‌بندی ارزشی شرکتها کدام است؟
 - ابعاد ساختار کلان سرمایه‌ای در رتبه‌بندی ارزشی شرکتها کدام است؟
 - ابعاد ساختار اجرایی و مدیریت ریسک در رتبه‌بندی ارزشی شرکتها کدام است؟
 - ابعاد مشتری‌مداری و عملیات شرکت در رتبه‌بندی ارزشی شرکتها کدام است؟

تحلیل داده‌های پژوهش

نتایج پرسشنامه‌های ارسال شده به خبرگان که در آن از روش دلفی فازی برای تحلیل پرسشنامه‌ها استفاده شده است، به شرح جدول ۳ می‌باشد:

جدول ۳. نتایج تحلیل دلفی در خصوص سوالات ارائه شده به خبرگان

شماره سوال	عنوان گویه	تایید یا رد سوال	شدت موافقت یا مخالفت	اجماع یا عدم اجماع	همسان بودن پاسخ‌ها
		آزمون دو جمله‌ای	آزمون T یک نمونه‌ای	آزمون کولموگروف اسمیرنوف	آزمون کروسکال والیس
سوالات مربوط به بخش راهبری شرکتی					
۱	تحلیل تاریخچه فعالیت شرکت	موافقت - تایید	موافقت - شدید	اجماع	بلی
۲	ترکیب مالکیتی شرکت	موافقت - تایید	موافقت - شدید	اجماع	بلی
۳	شرکای تجاری و استراتژیک شرکت	موافقت - تایید	موافقت - شدید	اجماع	بلی
۴	ساختار فلوچارتی و ارتباط با شرکتهای گروه	موافقت - تایید	موافقت - شدید	اجماع	بلی
۵	ترکیب هیئت مدیره و کمیته‌های مربوطه	موافقت - تایید	موافقت - شدید	اجماع	بلی
سوالات مربوط به بخش ساختار کلان مدیریتی					
۶	ساختار سازمانی و نحوه تفکیک وظایف	موافقت - تایید	موافقت - شدید	اجماع	بلی
۷	انعطاف پذیری مالی	موافقت - تایید	موافقت - شدید	اجماع	بلی
۸	نیروی انسانی و سیستم جبران مخارج کارکنان	موافقت - تایید	موافقت - شدید	اجماع	بلی
۹	جایگاه شرکت در بازار	موافقت - تایید	موافقت - شدید	اجماع	بلی
۱۰	میزان توسعه یافتگی صنعت مربوطه	موافقت - تایید	موافقت - شدید	اجماع	خیر
سوالات مربوط به بخش ساختار کلان سرمایه‌ای					
۱۱	ترکیب حقوقی صاحبان سهام	موافقت - تایید	موافقت - شدید	اجماع	بلی
۱۲	ثبات درآمدهای عملیاتی شرکت	موافقت - تایید	موافقت - شدید	اجماع	بلی
۱۳	مطالبات شرکت به سایر ذی نفعان	موافقت - تایید	موافقت - شدید	اجماع	بلی
۱۴	ترکیب دارایی‌های سرمایه‌ای و روند پیشرفت طرح‌های توسعه‌ای شرکت	موافقت - تایید	موافقت - بی طرفی	اجماع	خیر
۱۵	مخارج تحقیق و توسعه	موافقت - تایید	موافقت - شدید	اجماع	بلی
سوالات مربوط به بخش ساختار اجرایی و مدیریت ریسک					
۱۶	زیر ساخت فناوری اطلاعاتی شرکت	موافقت - تایید	موافقت - شدید	اجماع	بلی
۱۷	گزارشگری و اندازه‌گیری ریسک‌های شرکت	موافقت - تایید	موافقت - شدید	اجماع	بلی
۱۸	ساختار کنترل‌های داخلی شرکت	موافقت - تایید	موافقت - شدید	اجماع	بلی
سوالات مربوط به مشتری مداری و عملیات شرکت					
۱۹	مشتریان عمده	موافقت - تایید	موافقت - شدید	اجماع	خیر
۲۰	سهام بازار و اندازه بازار	موافقت - تایید	موافقت - شدید	اجماع	بلی
۲۱	به موقع بودن گزارشگری مالی	موافقت - تایید	موافقت - شدید	اجماع	بلی
۲۲	پراکندگی مشتریان عمده	موافقت - تایید	موافقت - شدید	اجماع	بلی
۲۳	ریزکولی تامین کنندگان	موافقت - تایید	موافقت - شدید	اجماع	بلی

منبع: یافته‌های پژوهش

پرسشنامه دور دوم دلفی؛ همان گونه که در جدول ۳ مشاهده شد، نتایج آزمون کروسکال والیس نشان دهنده نبود اجماع بین گروه‌های پاسخ دهنده برای تعداد ۳ سوال است. به عبارت دیگر، در این سوالات شدت موافقت پاسخ دهندگان از توافق برخوردار نبوده است. همچنین، نتایج اجرای آزمون T یک نمونه‌ای نشان دهنده این است که خبرگان در خصوص ۳ سوال موافقت قطعی خود را اعلام نکرده‌اند. بنابراین، برای این سوالات (تعداد ۳ سوال) دور دوم روش دلفی مجدداً اجرا شده و از خبرگان خواسته شد که با توجه به کل نظرات جمع‌آوری شده در دور اول دلفی، پاسخ قبل خود را تایید یا تغییر دهند. به همین سبب تعداد ۵۲ نفر از خبرگان به سوالات جواب دادند و نظراتشان با استفاده از روش دلفی فازی به طور مجدد مورد آزمون قرار داده شده است. پس از بررسی پاسخ‌ها، تنها گزینه "پراکندگی مشتریان شرکت" در دور دوم پرسشنامه مورد پذیرش خبرگان واقع نگردیده و از مدل نهایی حذف گردید. لازم به ذکر است آستانه تحمل مورد استفاده به منظور غربالگری اقلام در روش دلفی فازی، ۶۰ درصد در نظر گرفته شده است (باباجانی و صاحبقرانی، ۱۳۹۷؛ ناصحی فر و همکاران، ۱۳۹۴). همچنین، با استفاده از آزمون فریدمن اقلام مدل پیشنهادی مورد رتبه‌بندی قرار گرفته که نتیجه آن به شرح جدول شماره ۴ می‌باشد.

جدول ۴. نتایج آزمون فریدمن در خصوص رتبه‌بندی مؤلفه‌های پژوهش

رتبه	مؤلفه‌های مربوط به بخش راهبری شرکتی	میانگین رتبه
۱	ترکیب هیئت مدیره و کمیته‌های مربوطه	۶.۵۴
۲	شرکای تجاری و استراتژیک شرکت	۵.۲۵
۳	ترکیب مالکیتی شرکت	۵.۰۱
۴	ساختار قانونگذاری و ارتباط با شرکتهای گروه	۴.۹۱
۵	تحلیل تاریخچه فعالیت شرکت	۴.۸۵
رتبه	مؤلفه‌های مربوط به بخش ساختار کلان مدیریتی	میانگین رتبه
۱	انعطاف پذیری مالی	۶.۰۱
۲	جایگاه شرکت در بازار	۵.۹۱
۳	ساختار سازمانی و نحوه تفکیک وظایف	۵.۸۹
۴	نیروی انسانی و سیستم جبران مخارج کارکنان	۵.۸۵
رتبه	مؤلفه‌های مربوط به بخش ساختار کلان سرمایه‌ای	میانگین رتبه
۱	ثبات درآمدهای عملیاتی شرکت	۵.۹۸
۲	ترکیب حقوق صاحبان سهام	۵.۳۸
۳	مطالبات شرکت به سایر ذی‌نفعان	۴.۷۸
۴	ترکیب دارایی‌های سرمایه‌ای و روند پیشرفت طرح‌های توسعه‌ای شرکت	۴.۱۸
۵	مخارج تحقیق و توسعه	۳.۵۸
رتبه	مؤلفه‌های مربوط به بخش ساختار اجرایی و مدیریت ریسک	میانگین رتبه
۱	گزارشگری و اندازه‌گیری ریسک‌های شرکت	۵.۹۲
۲	ساختار کنترل‌های داخلی شرکت	۵.۸۵
۳	زیرساخت فناوری اطلاعاتی شرکت	۵.۸
رتبه	مؤلفه‌های مربوط به مشتری‌مداری و عملیات شرکت	میانگین رتبه
۱	به موقع بودن گزارشگری مالی	۶.۳۵
۲	مشتریان عمده	۵.۵۱
۳	سهم بازار و اندازه بازار	۵.۱
۴	ریزکالوی تامین‌کنندگان	۵.۰۱

منبع: یافته‌های پژوهش

نتایج پژوهش

مدل نهایی پیشنهاد شده توسط خبرگان به صورت شکل ۱ ارائه شد است. قابل ذکر است که به دلیل تعداد زیاد شاخص‌های رتبه‌بندی اعتباری طرح شده در مدل، اطلاعات ریز شاخص‌های نهایی مدل در قالب شکل‌های ۱ تا ۶ شرح شده است.



شکل ۱. ابعاد رتبه‌بندی ارزشی شرکت‌ها در بازار سرمایه

منبع: یافته‌های پژوهش



شکل ۲. مولفه‌های راهبری شرکتی

منبع: یافته‌های پژوهش





شکل ۳. مولفه‌های ساختار کلان مدیریتی
منبع: یافته‌های پژوهش



شکل ۴. مولفه‌های ساختار کلان سرمایه‌ای



شکل ۵. مولفه‌های ساختار اجرایی و مدیریت ریسک



شکل ۶. مولفه‌های مشتری‌مداری و عملیات شرکت

منبع: یافته‌های پژوهش



بحث و نتیجه گیری

تأکید فقه اسلامی مبنی بر وجود شفافیت اقتصادی از یک سو و فعالیت مؤسسات رتبه‌بندی در کشور از سوی دیگر، زمینه ارتقای شفافیت اطلاعاتی بنگاه‌های اقتصادی را با استفاده گزارش‌های رتبه‌بندی فراهم نموده است. یکی از مصادیق ارتقای شفافیت، ارائه گزارش‌های رتبه‌بندی ارزشی است که توسط مؤسسات رتبه‌بندی اسلامی ارائه می‌گردد، در این گزارش‌ها فارغ از استفاده از نمادهای مرسوم به منظور نمایش وضعیت اعتباری یک شرکت یا ورقه بهادار، در قالب گزارش‌های توصیفی به تشریح وضعیت شرکت پرداخته شده و در برخی مؤسسات رتبه‌بندی اعتباری به بررسی نقاط ضعف، قدرت، فرصت‌ها و تهدیدهای شرکت مورد بررسی نیز پرداخته می‌شود. هدف از ارائه این گزارش‌ها براساس اعلام مؤسسه بین‌المللی رتبه‌بندی اسلامی، بررسی نحوه به کارگیری منابع توسط یک بنگاه اقتصادی و کیفیت سودهای اعلامی توسط آنها است که در قالب بررسی ابعاد مختلف فعالیت یک بنگاه به این مهم دست پیدا می‌نماید.

بر همین اساس، پژوهش حاضر با بررسی رویه مؤسسات مالی رتبه‌بندی اسلامی و رهنمودهای اعلامی توسط نهادهای مالی بین‌المللی، اقدام به تهیه چارچوب مفهومی رتبه‌بندی ارزشی شرکتها توسط مؤسسات رتبه‌بندی در کشور پرداخته است. بر همین اساس، الگوی مذکور در قالب ۵ بُعد و ۲۱ مؤلفه اقدام به ترسیم مدل مفهومی رتبه‌بندی ارزشی شرکتها در بازار سرمایه پرداخته است. ابعاد و مؤلفه‌های مورد استفاده در این الگوی مفهومی عمدتاً در گزارش‌های مؤسسات رتبه‌بندی اعتباری اسلامی مورد استفاده قرار گرفته و پس از نظرخواهی و تأیید خبرگان در قالب روش تحقیق دلفی فازی در این پژوهش به عنوان مدل مفهومی نهایی ارائه گردیده است.

لازم به ذکر است انجام پژوهش با برخی محدودیت‌ها نظیر محدودیت در دسترسی به رویه رتبه‌بندی مؤسسات رتبه‌بندی و نیز طولانی بودن فرآیند تکمیل پرسشنامه به دلیل تصدی مسئولیت‌های عالی توسط پاسخ‌دهندگان مواجه بوده است. همچنین، مدل نهایی و مورد تأیید خبرگان منطبق با الگوی مورد استفاده توسط مؤسسات رتبه‌بندی اسلامی بوده است که از این جهت نتایج این پژوهش با مدل‌های بین‌المللی منطبق می‌باشد.

در نهایت، پیشنهاد می‌گردد با توجه به استخراج ابعاد و مؤلفه‌های کیفی رتبه‌بندی ارزشی در این پژوهش، توصیه می‌شود پژوهش‌های آتی در خصوص تبیین شاخص‌های کمی رتبه‌بندی ارزشی صورت پذیرد و نهادهای نظارتی همچون سازمان بورس اوراق بهادار ضمن افشای رتبه‌بندی شرکت‌های پذیرفته شده، منجر به ارتقای شفافیت در بازار سرمایه گردند.

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 شده‌است.



References

- Abdollahzadeh, R., Abdollahi, M., & Ghafourzadeh, H. (2017). Economic transparency in Islamic economics (with emphasis on Quranic and Hadith sources). *Islamic Economics Quarterly*, 7(68), 1-20. (In Persian)
- Ali, A. K. (2005). Using the Delphi technique to search for empirical measures of local planning agency power. *The Qualitative Report*, 10(4), 718-744.
- Babajani, J., & Sahibqarani, A. A. (2018). Dimensions of credit rating of sukuk issued in the country's capital market. *Bi-Quarterly Scientific Research Journal of Islamic Financial Research*, 7(2), 1-25. (In Persian)
- Bahjat Foumani, M. T. (2002). *Wasilat al-Najat*. Qom: Shafaq. (In Persian)
- Beretta, R. (1996). A critical review of the Delphi technique. *Nurse Researcher*, 3(4), 79-89.
- Damodaran, A. (1975). *Advanced Corporate Finance: An Applied Approach*. Translated by Badri et al. (2013). Tehran: Nass Publications. (In Persian)
- Frank, J. F., & 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.
- Hicks, G. (2017). Credit rating agencies: Part of the solution or part of the problem? *Intereconomics – Review of European Economic Policy*, 46, 232-262.
- Howladar, K. (2006). *Shari'ah and sukuk: A Moody's primer*. Moody's Investors Service. Retrieved from www.moodys.com
- Islamic International Rating Agency. (2015). *Fiduciary rating methodology*. Retrieved from <http://iirating.com/docs/Fiduciary-Methodology.pdf>
- Kaufmann, D., & Bellver, A. (2005). *Transpiercing transparency: Initial empirics and policy applications*. Munich Personal RePEc Archive.
- Kennedy, H. P. (2004). Enhancing Delphi research: Methods and results. *Journal of Advanced Nursing*, 45(5), 504-511.
- Langlands, R. L., Jorm, A. F., Kelly, C. M., & Kitchener, B. A. (2008). First aid for depression: A Delphi consensus study with consumers, carers and clinicians. *Journal of Affective Disorders*, 105(1-3), 157-165.
- Leong, M. (2008). *Rating approach to sukuk: AMARC perspective*. Malaysian Rating Corporation Berhad. Retrieved from <http://www.marc.com.my>
- Majlisi, M. T. (1985). *Rawda al-Mutaqeen fi Sharh man la yahdhuruh al-Faqih*. Qom: Kushanpur Islamic Cultural Institute. (In Persian)
- Mishkin, F., & Eakins, S. (2006). *Markets and Financial Institutions*. Translated by Kurd Bacha (2012). (In Persian)
- Mostafawi, S. M. K., et al. (n.d.). *Ahkam Tejarat* (3rd ed.). Tehran: Talaai Press. (In Persian)
- Mousavian, S. A. (2012). *Islamic Capital Market*. Tehran: Islamic Culture and Thought Research Institute. (In Persian)
- Mousavian, S. A., et al. (2012). Identifying and ranking the risk of Islamic financial instruments. *Strategic Management Thought*, 7(1), 101-120. (In Persian)
- McMillen, M. J. T. (2008). Asset securitization sukuk and Islamic capital markets: Structural issues in these formative years. *Wisconsin International Law Journal*, 25, 703-772.

Okoli, C., & Pawlowski, S. D. (2010). The Delphi method as a research tool: an example, design considerations and applications. *Information and Management*, 42, 15-29.

Sadr, S. K. (2008). *Economics of the Early Islamic Era* (2nd ed.). Tehran: Shahid Beheshti University Press. (In Persian)

Securities and Exchange Organization. (2015). *Corporate governance system regulations*. Tehran Stock Exchange. (In Persian)

Securities and Exchange Organization. (2016). *Guidelines for the establishment and activity of rating institutions*. Tehran Stock Exchange. (In Persian)

Shahid Thani, S. Z. al-D. J. Ameli. (1983). *Al-Rawdha al-Bahiyyah fi Sharh al-Lamma' al-Damshaqiyyah*. Qom: Dar al-Huda Publishing House. (In Persian)

Shabani Varnami, M., Didekhani, H., Khozein, A., & Naderian, A. (2018). "Designing a comprehensive model for identifying and ranking risks of Islamic securities." *Financial Management Strategy Journal*, 6(4), 61-87. (In Persian)

Tusi, A. J. M. ibn H. (2008 AH). *Al-Mabsut fi fiqh al-Imamiyah* (Vol. 3). Tehran: Al-Muktabah al-Murtazawiyyah Lahya al-Athar al-Jaafariyyah. (In Persian)

COPYRIGHTS



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

