Archive of SID

Bi-quarterly Scientific Journal of Islamic Finance Researches, Research Article,
Vol. 9, No. 1 (Serial 17), Autumn 2019 & Winter 2020

Identification and Ranking of Guarantee Alternatives in the Process of Issuing Islamic Securities in the Iranian Capital Market

Mirfeyz Fallahshams Layalestani*
Reza Yarmohammadi ****
Sayyed Mohamad Hasan Malihi *****
Golam Reza Abotorabi****

Received: 21/08/2017
Accepted: 06/02/2019

Abstract

Today, the role of capital markets in financing projects and businesses has more than ever been recognized by economic policy-makers. In spite of designing various instruments of financing, the capital markets' share in financing is far from policy- makers' expectations. So to let capital markets attain their desirable place in financing economic enterprises, investigating and removing the hindrances in the process of issuing sukuk is essential. The present study intends to examine alternatives to guarantee in the process of issuing Islamic securities due to the former's delaying effect on fulfilling the task and its impact on the ultimate costs of financing, then to provide solutions from experts' viewpoints.

Based on the existing literature, warranty replacements were identified. In the next step, questionnaires based on the obtained factors were distributed among capital market experts. The criteria were then ranked based on TOPSIS method.

The results indicate that determining the top companies for issuing securities without guarantors, supervising the issuer's revenues by an intermediary agent, issuing securities together with permission for their sale, sinking fund, Sukuk guarantee fund, and bond ratings, act as substitute guarantees respectively in the process of issuing sukuk for the capital market.

Keywords

Warranty, Iran's Capital Market, Sukuk, Topsis Method.
JEL Classification: G32, O16.

* Assistant Professor at Financial Management, Islamic Azad University, Central Tehran Branch, Tehran, Iran. fallahshams@gmail.com

** PhD Student in Financial Management, Imam Sadiq University, Tehran, Iran (Corresponding Author). yarmohammadi@isu.ac.ir

*** PhD Student in International Finance, Islamic Azad University, Central Tehran Branch, Tehran, Iran. malihi.86@gmail.com

**** M.A. in Financial Management, University of Tehran, Tehran, Iran. reza_seo1@yahoo.com

www.SID.ir

Archive of SID

دو فصلنامه علمی تحقیقات مالی اسلامی، مقاله پژوهشی، سال نهم، شماره اول (پیاپی ۱۷)، پاییز و زمستان ۱۳۹۸، صص. ۱۷۵-۲۰۴

شناسایی و رتبه‌بندی جایگزین‌های ضمانت در فرآیند انتشار اوراق بهادار اسلامی در بازار سرمایه ایران

میرفیض فلاح‌شمس لیالستانی*
رضا یارمحمدی**
سیدمحمدحسن ملیحی***
غلامرضا ابوترابی****

تاریخ دریافت: ۱۳۹۶/۰۵/۳۰ تاریخ پذیرش: ۱۳۹۷/۱۱/۱۷
مقاله برای اصلاح به مدت ۱۵ روز نزد نویسنده(گان) بوده است.

چکیده

امروزه نقش بازار سرمایه در تأمین مالی طرح‌ها و بنگاه‌های اقتصادی، بیش‌ازپیش مورد توجه سیاست‌گذاران اقتصادی قرارگرفته است. علی‌رغم طراحی ابزارهای متنوع تأمین مالی، سهم تأمین مالی از طریق بازار سرمایه، با انتظارات سیاست‌گذاران فاصله دارد. بنابراین به‌منظور دستیابی به‌جایگاه مطلوب برای بازار سرمایه در تأمین مالی بنگاه‌های اقتصادی، بررسی و رفع گلوگاه‌های موجود در فرآیند انتشار صکوک ضروری می‌باشد. تحقیق حاضر به‌دنبال آن است تا راه‌حل‌های جایگزین ضمانت در فرآیند انتشار اوراق بهادار اسلامی را به‌دلیل نقش ضمانت در طولانی‌تر کردن زمان انجام فرآیند و تأثیر آن بر هزینه نهایی تأمین مالی، بررسی نموده و درنهایت راه‌حل‌های احصاء شده از منظر خبرگان را رتبه‌بندی نماید.

در تحقیق حاضر براساس ادبیات موضوع، جایگزین‌های ضمانت احصاء گردید. در گام بعد پرسشنامه‌هایی مبتنی‌بر عوامل به‌دست‌آمده تهیه و در اختیار خبرگان بازار سرمایه قرار گرفت. در ادامه براساس روش تاپسیس معیارها رتبه‌بندی شد. یافته‌ها حاکی از آن است که به‌ترتیب تعیین شرکت‌های برتر جهت انتشار اوراق بدون رکن ضامن، تحت نظارت درآوردن وجوه درآمدهای بانی توسط نهاد واسط، عرضه اوراق به همراه اختیار فروش آن، صندوق وجوه استهلاکی، صندوق ضمانت صکوک و رتبه‌بندی اوراق به‌عنوان جایگزین‌های ضمانت در فرآیند انتشار اوراق بهادار اسلامی در بازار سرمایه حائز اهمیت هستند.

واژگان کلیدی

بازار سرمایه ایران، اوراق بهادار اسلامی (صکوک)، ضمانت، روش تاپسیس.

طبقه‌بندی JEL: G32, O16.

* استادیار مدیریت مالی، دانش آزاد اسلامی واحد تهران مرکزی، تهران، ایران fallahshams@gmail.com

** دانشجوی دکتری مدیریت مالی، دانشگاه امام صادق علیه‌السلام، تهران، ایران (نویسنده مسئول)
yarmohammadi@isu.ac.ir

*** دانشجوی دکتری مالی بین‌الملل، دانشگاه آزاد اسلامی واحد تهران مرکزی، تهران، ایران malihi.86@gmail.com

**** دانش‌آموخته کارشناسی ارشد مدیریت مالی دانشگاه تهران، تهران، ایران reza_seo1@yahoo.com

www.SID.ir

Archive of SID

مقدمه

ظهور بازارهای اسلامی در جهان طی دهه اخیر بدون شک مرهون احکام بنیادین اسلام و پویایی شریعت در معرفی ابزارهای نوین اسلامی توسط صاحب‌نظران مالی اسلامی بوده است. به‌طوری‌که در حال حاضر نه‌تنها اقتصاد کشورهای اسلامی از ابزارهای متعارف که اکثراً ربوی است بی‌نیاز گردیده است، بلکه محصولات آن به اقصی نقاط جهان رسوخ یافته است. بازارهای مالی کشورمان نیز از این قاعده مستثنا نبوده و صاحب‌نظران حوزه مالی کشور به‌حق در این راه تمام تلاش خود را مصروف داشته و ابزارهای مالی اسلامی را براساس اصول بنیادین اسلام و مبتنی‌بر فقه شیعه طراحی و به بازارهای کشور معرفی نموده‌اند.

در چند سال اخیر اوراق طراحی‌شده و منتشرشده توسط شرکت‌ها و دولت‌ها که مطابق با احکام اسلامی بوده و به صکوک معروف است، رشد چشم‌گیری داشته است. صکوک، اوراق بهادار منعطفی است که می‌توان از آن برای پاسخ‌گویی به نیازهای تأمین مالی در بازار سرمایه استفاده نمود. برای بنگاه‌های اقتصادی صکوک ابزار بسیار جالبی برای تأمین مالی محسوب می‌شود؛ چراکه ازیک‌طرف ریسک از دست‌دادن دارایی را تعدیل کرده و از طرف دیگر سرمایه‌گذاران نسبت به دریافت نرخ سود معیّنی به اطمینان خاطر دست‌یافته‌اند. علاوه‌بر این‌ها، نظر مثبت کمیته فقهی ابعاد شرعی موضوع را تا حدود زیادی روشن کرده و تکلیف مشخص‌شده است (حسن‌زاده و احمدیان، ۱۳۹۱، صص. ۳۱-۳۶).

در حال حاضر با عنایت به نبود شرکت‌های رتبه‌بندی اعتباری، ریسک طرح‌های موضوع تأمین مالی درنهایت به «ناشر/ بانی» و ریسک بازپرداخت‌ها نیز در ابتدا به رکن ضامن و درنهایت به ناشر/ بانی متقاضی تأمین مالی انتقال می‌یابد. طبق مقررات موجود، در صورت عدم‌پرداخت مبالغ مربوط به اوراق بهادار منتشره (سود و اصل) توسط ناشر/ بانی تا یک هفته قبل از مقطع زمانی سررسید، ضامن بایستی نسبت به تأمین و پرداخت وجوه مزبور اقدام نماید. الزام به معرفی رکن ضامن در فرآیند انتشار اوراق بهادار تأمین مالی هدف پوشش ریسک نکول ناشر/ بانی بر دو فرض زیر استوار است:

www.SID.ir

Archive of SID

- بانک‌ها و مؤسسات مالی و اعتباری دسترسی سهل‌تری به منابع مالی داشته و در زمان کوتاه‌تری قادر به تأمین وجوه موردنیاز خواهند بود.
- در مقایسه با عموم سرمایه‌گذاران، امکان بررسی و تحلیل اطلاعات اعتباری ناشر/بانی (به‌دلیل امکان دریافت اطلاعات تفصیلی و دارا بودن افراد متخصص در این حوزه) برای ضامن سهل‌تر خواهد بود.

علی‌رغم مؤثر بودن ترتیبات فوق در پوشش ریسک نکول، این الزامات پیامدهایی به‌همراه دارد. به‌عنوان‌مثال، انتخاب رکن ضامن، منجربه طولانی‌تر شدن زمان فرآیند انتشار و همچنین بالا رفتن هزینه‌برای بانی اوراق بهادار اسلامی می‌گردد. این امر سبب می‌شود شرکت‌های کوچک و متوسط که معمولاً درآمد بالایی در ابتدای فعالیت خود ایجاد نمی‌کنند عملاً قادر به تأمین مالی از طریق صکوک نباشند. همچنین استفاده از رکن ضامن منجربه تبدیل انواع اوراق بهادار منتشرشده توسط اشخاص حقوقی مختلف به ابزارهای سرمایه‌گذاری یکسانی از منظر ریسک شده که تنها با ذائقه طبقه سرمایه‌گذاران ریسک‌گریز مطابقت دارد.

براساس آسیب‌شناسی انجام‌شده در خصوص اوراق بهادار اسلامی، یکی از چالش‌های جدی بر سر راه توسعه بازار صکوک، اصلاح و تعدیل رکن ضامن است. در این راستا، تحقیق حاضر در پی تسهیل شرایط تضمین انتشار صکوک می‌باشد.

۱. پیشینه پژوهش

تاکنون پژوهش جامعی پیرامون جایگزین‌های ضمانت در فرآیند انتشار اوراق بهادار اسلامی در بازار سرمایه ایران صورت نگرفته است، اما مطالب زیادی مرتبط با این موضوع انجام‌شده که در زیر به آنها اشاره می‌شود:

پیرایش و باقری (۱۳۹۴) در مقاله‌ای با عنوان «بررسی به‌کارگیری ابزارهای تأمین مالی اسلامی (صکوک) در ایران» این‌گونه تقریر می‌نمایند که یکی از نوآوری‌های دهه اخیر در عرصه بحث‌های پولی و مالی اسلامی، انتشار انواع اوراق بهادار اسلامی به نام صکوک است. این اوراق به‌طور عمده برای تأمین مالی دولت، سازمان‌های وابسته به دولت و بنگاه‌های اقتصادی منتشر می‌شوند، در ادامه به ابزارهای مالی اسلامی با تأکید

www.SID.ir

Archive of SID

بر تعریف انواع اوراق و نقش آنها در کاهش ریسک‌ها پرداخته‌شده و در پایان انواع صکوک و مشکلات و ریسک‌های مربوط به انواع صکوک را بررسی می‌نمایند.

طالبی و رحیمی (۱۳۹۱) در پژوهشی با عنوان «شناسایی، طبقه‌بندی و اولویت‌بندی ریسک‌های مربوط به اوراق بهادار اجاره»، به آشکارسازی و مستندسازی ریسک‌های این اوراق براساس روش دلفی و اولویت‌بندی آنها با استفاده از روش Topsis پرداخته‌اند.

حسن‌زاده و احمدیان (۱۳۹۱) در پژوهشی با عنوان «پیش‌بینی ظرفیت انتشار صکوک در ایران» سعی کرده‌اند ضمن برآورد ظرفیت بالقوه انتشار صکوک در ایران، قابلیت انتشار صکوک در سال‌های آتی را برای کشور پیش‌بینی کنند. به‌همین‌منظور ابتدا با استفاده از روش داده‌های تابلویی و دوره زمانی ۲۰۰۰-۲۰۰۹ میلادی، مدل مناسب برای صکوک طراحی و سپس با استفاده از روش خود رگرسیون برداری و آمار سری زمانی دوره ۱۳۵۲-۱۳۸۷، ظرفیت انتشار صکوک در ایران را پیش‌بینی کرده‌اند.

شعبانی و قلیچ (۱۳۹۰) در مقاله‌ای با عنوان «قابلیت اوراق بهادار اسلامی در مهار تورم به‌عنوان ابزار سیاستی» قابلیت‌های ابزارهای مالی اسلامی جهت کاهش تورم را بحث کرده‌اند. یافته‌های تحقیق که بر روی چهار نوع اوراق مشارکت، اجاره، مرابحه و استصناع تمرکز می‌کند نشان‌دهنده آن است که اوراق مذکور به کاهش تورم پولی، تورم فشار هزینه، تورم فشار تقاضا و تا حدودی تورم وارداتی منجر می‌شوند.

ندری و کارگر (۱۳۸۹) در مقاله‌ای با عنوان «امکان‌سنجی استفاده از صکوک در جهت تأمین مالی صادرات»، با بررسی ناکارآمدی ابزارهای رایج در نظام بانکداری بدون‌ربا، مجموعه‌ای از ابزارها و روش‌های نوین تأمین مالی اسلامی را شناسایی کرده‌اند و ضمن تبیین ماهیت و مزیت‌های آنها، فرآیند بهره‌برداری از این ابزارها در جهت حمایت از توسعه صادرات را پیشنهاد می‌کنند.

دولتی و جعفری (۱۳۸۸) در مقاله‌ای با عنوان «بررسی چالش‌های مالیاتی تأمین مالی از طریق اوراق اجاره» با مطرح‌کردن مباحث نظری مالیاتی، مبانی اوراق اجاره و چالش‌های مالیاتی آن، لزوم حذف مالیات از انتشار صکوک اجاره را همانند معافیت مالیاتی سپرده‌های بانکی و اوراق مشارکت، مطرح نموده‌اند.

www.SID.ir

Archive of SID

موسویان (۱۳۸۶) در کتابی با عنوان «ابزارهای مالی اسلامی (صکوک)»، به بررسی فقهی و اقتصادی انواع ابزارهای مالی اسلامی، ازجمله اوراق مضاربه پرداخته است. وی علاوه‌بر تبیین ماهیت این اوراق، به کارکردهای این اوراق در بخش‌های مختلف بازرگانی، مانند بخش صادرات اشاره نموده است.

اسمویی و نچی[۱] (۲۰۱۷) در مقاله‌ای با عنوان «آیا رشد بازار صکوک رشد اقتصادی را تحریک می‌کند؟» به تأثیر توسعه بازار صکوک در رشد اقتصادی با استفاده از نمونه‌ای از کشورهای منتشرکننده صکوک طی سال‌های ۱۹۹۵-۲۰۱۵، پرداخت. علاوه‌بر این، شواهد از رابطه منفی شناخته‌شده بین توسعه مالی و رشد اقتصادی حمایت می‌کند.

احمد[۲] (۲۰۱۲) در مقاله‌ای با عنوان «نیروهای اقتصادی و بازار صکوک[۳]» ارائه کرد. هدف از این مطالعه بررسی تأثیرات اقتصاد کلان بر انتشار صکوک در مالزی طی سال‌های ۱۹۹۶ تا ۲۰۱۱ در سطح کلان بود. او درنتیجه آورده است یک معضل برای سرمایه‌گذاران نهادی بین‌المللی این است که صکوک مزیت رقابتی دارد، زیرا یک بخش از بازارهای جهانی را هدف قرار داده که توسط رقبای دیگر نفوذناپذیر است.

فبوزی و کوزاری[۴] (۲۰۰۸) در پژوهشی با عنوان «آشنایی با اوراق بهادارسازی[۵]» سازوکارهای ارتقای کیفیت اعتباری را در اوراق بهادار اسلامی در سه دسته طبقه‌بندی می‌کند. دسته اول، سازوکارهای فراهم‌شده توسط بانی که شامل حمایت‌های اعتباری می‌شود که در آن بخشی از ریسک اعتباری اوراق، توسط خود بانی یا فروشنده پذیرفته می‌شود. دسته دوم، سازوکارهای ساختاری که این امکان را می‌دهد تا اوراقی طراحی شوند که رتبه اعتباری آنها بالاتر از متوسط رتبه اعتباری مجموعه دارایی‌های پایه گردد و یا براساس مجموعه‌ای از دارایی‌های بدون رتبه اعتباری، بتوان اوراق بهادار دارای رتبه اعتباری مناسب طراحی کرد و دسته سوم، سازوکارهای فراهم‌شده توسط شخص ثالث که از طریق تضمین شخص ثالث غیر از ناشر اوراق بهادار اسلامی صورت‌می‌پذیرد.

www.SID.ir

Archive of SID

میلر، کالونر و آتا[۶] (۲۰۰۷) در مقاله‌ای با عنوان «انگلیس از صکوک استقبال می‌کند»[۷] بحث می‌کنند که ساختار صکوک همانند اوراق بهادار می‌باشد با این تفاوت که بازدهی آن ناشی از ارزش دارایی تحت قرارداد است.

طریق[۸] (۲۰۰۴) در مقاله‌ای با عنوان «مدیریت ریسک‌های مالی ساختارهای صکوک[۹]» مقوله مدیریت ریسک مالی ساختارهای انواع اوراق بهادار اسلامی را موردتحلیل قرار داده و ضمن بررسی انواع ریسک و ارتباط آن با ساختارهای مختلف اوراق بهادار اسلامی، به روش‌هایی برای پوشش ریسک این اوراق پرداخته است.

جنسن و مکلینگ[۱۰] (۱۹۷۶) در مقاله‌ای با عنوان «تئوری شرکت؛ رفتارهای مدیریتی، هزینه‌های آژانس و ساختار سرمایه[۱۱]» این‌گونه تقریر می‌نمایند که تأمین مالی بدهی مشوق‌های بهتری برای مدیران در اجرای بهتر وظایفشان می‌باشد. درنتیجه انتشار بدهی یک شاخص مثبت برای عملکرد بنگاه است. از طرف دیگر بازار سهام ممکن است اثر منفی بر انتشار اوراق بدهی داشته باشد. اول اینکه اوراق بدهی ریسک ورشکستگی بانک را افزایش می‌دهد. دوم اینکه اوراق بدهی هزینه‌های بنگاه‌ها را به خاطر تضاد منافع بین سهامداران و بنگاه بالا می‌برد. سهامداران منافع خود را با تحمیل هزینه به بدهکاران به‌دست می‌آورند. بنابراین سهامداران نیازی به حداکثر نمودن ارزش بنگاه نمی‌بینند. همچنین سهامداران تشویق می‌شوند که در پروژه‌هایی سرمایه‌گذاری کنند که دارای ریسک بالاتر می‌باشد.

همان‌طور که ملاحظه می‌شود، تحقیقات پیشین به‌صورت پراکنده برخی از مبانی و ابعاد انتشار صکوک را موردبررسی قرار داده‌اند و تحقیقی که با رویکردی جامع به بحث چالش‌های پیش‌رو در مسیر انتشار صکوک بالأخص رکن ضامن ارائه‌شده باشد، انجام‌نشده است. در این تحقیق سعی شده راهکارهایی نوین جهت ضمانت اوراق بهادار اسلامی ارائه گردد که در صورت تحقق می‌تواند راه ورود شرکت‌ها و بنگاه‌های مختلف با سطوح اعتباری متفاوت را به بازار صکوک تسهیل نموده و به توسعه همراه باثبات بازار اوراق بهادار اسلامی کمک نماید. در مرحله بعد، این راهکارها اولویت‌بندی شده و به‌صورت کمی نشان داده می‌شوند؛ از این منظر پژوهش حاضر دارای نوآوری می‌باشد.

www.SID.ir

Archive of SID

۲. ادبیات موضوع

۲-۱. تقسیم‌بندی انواع اوراق بهادار اسلامی

اوراق بهادار اسلامی را می‌توان از ابعاد مختلف دسته‌بندی کرد، براساس ترکیب عقود مختلف در طراحی اوراق بهادار اسلامی، می‌توان آنها را به ۱۲ نوع تقسیم‌بندی کرد که شامل اوراق اجاره، مشارکت، سفارش ساخت (استصناع)، خرید دین (اوراق رهنی) مرابحه (فروش اقساطی)، سلف، جعاله، مساقات، مضاربه، مزارعه، وقف و قرض‌الحسنه می‌باشد. منذرقحف، تقسیم‌بندی دیگری را براساس بازدهی اوراق بهادار اسلامی (صکوک) ارائه نموده است. ازنظر وی اوراق بهادار اسلامی را می‌توان به‌صورت زیر تقسیم‌بندی کرد:

۱. اوراق بهادار با بازدهی ثابت؛
۲. اوراق بهادار با بازدهی متغیّر؛
۳. اوراق بهادار قابل‌تبدیل.

تقسیم‌بندی دیگری نیز توسط آیت‌الله تسخیری ارائه‌شده است. براساس این تقسیم‌بندی می‌توان ابزارهای مالی را با توجه به بازدهی اوراق بهادار اسلامی و نوع قرارداد منعقدشده برای آن و با توجه به دارایی پایه به‌صورت زیر تقسیم نمود:

۱. اوراق مبتنی‌بر خرید دین (مانند اوراق سفارش ساخت، اوراق مرابحه)؛
۲. اوراق مبتنی‌بر خریدوفروش دارایی فیزیکی (اوراق اجاره)؛
۳. اوراق مبتنی‌بر مشارکت در سود طرح اقتصادی (اوراق مشارکت، مضاربه، مزارعه و مساقات) (سروش، ۱۳۹۰، صص. ۷-۸).

به‌نظر می‌رسد تقسیم‌بندی ابزارهای مالی در قالب زیر از تقسیم‌بندی‌های صورت گرفته کامل‌تر باشد. این تقسیم‌بندی مبتنی‌بر هدف سرمایه‌گذار ایجادشده است:

۱. اوراق بهادار غیرانتفاعی (اوراق وقف و اوراق قرض‌الحسنه)؛
۲. اوراق بهادار انتفاعی:

- با درآمد ثابت (اوراق اجاره، اوراق مرابحه، اوراق سلف، اوراق سفارش ساخت (استصناع) و اوراق رهنی)؛

www.SID.ir

Archive of SID

- با درآمد متغیّر (اوراق مشارکت، اوراق مضاربه، اوراق مساقات و اوراق مزارعه) (حسینی، حکمت و کاشف، ۱۳۹۲، ص. ۸).

۲-۲. قوانین و مقررات مربوط به ضمانت اوراق بهادار اسلامی

در باب دهم قانون تجارت (مواد ۴۰۲ تا ۴۱۱) با عنوان ضمانت، احکام خاصی بیان گردیده که در زیر به‌صورت خلاصه بدان اشاره‌شده است:

با توجه به مقررات قانونی می‌توان ضمانت را عبارت از تعهدی دانست که شخص ثالث از طرف یکی از مسئولان سند نسبت به پرداخت آن در سررسید با رعایت شرایط قانونی، متعهد می‌گردد. به چنین شخصی «ضامن» و شخصی که از او ضمانت شده «مضمون عنه» و شخصی که ضمانت به نفع او می‌باشد «مضمون له» می‌گویند.

به‌موجب ماده (۴۱۱) قانون تجارت که در مقام حمایت از استیفا حق ضامن و تسهیل در رجوع او به مضمون عنه وضع گردیده، پس‌ازآنکه ضامن دین اصلی را پرداخت، مضمون له باید تمام اسناد و مدارکی را که برای رجوع ضامن به مضمون عنه لازم و مفید است به او داده و اگر دین اصلی با وثیقه باشد آن را به ضامن تسلیم نماید. اگر دین اصلی وثیقه غیرمنقول داشته باشد، مضمون عنه مکلف به انجام تشریفاتی است که برای انتقال وثیقه به ضامن لازم است. و در کلیه مواردی که به‌موجب قانون، موافق قراردادهای خصوصی ضمانت تضامنی باشد طلب‌کار می‌تواند به ضامن و مدیون اصلی مجتمعا رجوع کرده یا پس از رجوع به یکی از آنها و عدم‌وصول طلب خود برای تمام یا بقیه طلب، به دیگری رجوع نماید. همچنین، شرایط و ضوابطی که در دستورالعمل انتشار اوراق بهادار اسلامی در مورد ضمانت، به آنها اشاره‌شده به شرح ذیل است:

الف) ضامن باید مستقل از بانی باشد: تبصره (۱) ماده (۵) دستورالعمل انتشار اوراق بهادار اسلامی مقرر می‌دارد که ضامن باید مستقل از بانی باشد؛ زیرا قانون‌گذار به‌دنبال آن است که ضامن و مضمون عنه از یکدیگر جدا باشند تا اگر بانی در امر پرداخت سود و اصل اوراق ناتوان شد، ضامن نسبت به ایفای تعهدات او اقدام نماید. درصورتی‌که ضامن وابسته به بانی باشد، به‌طوری‌که شعبه یا نماینده بانی باشد، این امر محقق نخواهد شد.

www.SID.ir

Archive of SID

ب) ضامن باید ملائت لازم برای امر ضمانت را دارا باشد: ماده (۵) دستورالعمل انتشار اوراق بهادار اسلامی تنها مؤسسات و نهادهای مالی ازجمله بانک‌ها، مؤسسات مالی و اعتباری تحت نظارت بانک مرکزی جمهوری اسلامی ایران، بیمه‌ها، شرکت‌های تأمین سرمایه، شرکت‌های سرمایه‌گذاری و... را در نقش ضامن می‌پذیرد. این امر به این معناست که ملائت و وضعیت مالی مطلوب برای ضامن شرط خواهد بود.

ج) ضامن در صورتی متعهد به پرداخت مبلغ مورد ضمانت است که بانی از پرداخت آن خودداری نماید. به‌طورمعمول و در حالت اطلاق، عقد ضمانت باعث بری شدن ذمه مضمون عنه و مشغول شدن ذمه ضامن خواهد شد، اما این امکان برای ضامن در ماده (۶۹۹) قانون این‌طور مدنی پیش‌بینی‌شده که التزام خویش به پرداخت دین را منوط به عدم‌تأدیه مضمون عنه نماید.

د) ضمانت ضامن صرف‌نظر از روابط مبنایی میان ضامن و بانی است: ضامن درهرصورت موظف است تا تعهداتی که از سوی بانی صورت نگرفته است را برعهده گیرد، هرچند بانی در قبال ضامن تعهدات خویش را نادیده انگاشته باشد. این قید مقرر می‌دارد «تعهدات ضامن در این قرارداد در برابر ناشر از هر حیث بدون قید و شرط بوده و راجع به تعهدات بانی در مقابل ضامن اثری بر اجرای تعهدات این قرارداد توسط ضامن ندارد و ضامن نمی‌تواند به عذر عدم‌تأمین وجوه کافی یا عدم‌پرداخت مبلغ کارمزد یا هردلیل دیگری انجام تعهدات خود در این قرارداد را به تعویق انداخته یا معلق نماید».

و) در برخی شرایط نیاز به ضامن الزامی نخواهد بود. درصورتی‌که شرکتی رتبه اعتباری داشته باشد، مطابق دستورالعمل انتشار اوراق بهادار اسلامی (اوراق اجاره، مرابحه و سفارش ساخت) وجود ضامن الزامی نخواهد بود (دستورالعمل انتشار اوراق بهادار اسلامی، مصوب ۱۳۹۵/۰۸/۱۸).

www.SID.ir

Archive of SID

۲-۳. چالش‌های مربوط به رکن ضامن

طبق دستورالعمل انتشار اوراق بهادار اسلامی، ضامن به‌عنوان عامل تضمین‌کننده وجود یا عدم‌وجود سرمایه و سود دارندگان اوراق بهادار عمل می‌نماید و رتبه اعتباری عامل تعیین‌کننده وجود یا عدم‌وجود ضامن در ساختار انتشار اوراق بهادار اسلامی است.

در قسمت‌های قبل اشاره شد که مؤسسات و نهادهای مالی ازجمله بانک‌ها، مؤسسات مالی و اعتباری تحت‌نظارت بانک مرکزی جمهوری اسلامی ایران، بیمه‌ها، شرکت‌های تأمین سرمایه، شرکت‌های سرمایه‌گذاری و... می‌توانند به‌عنوان رکن ضامن قبول مسئولیت کنند. ولی تا چندی پیش گرایش و تأکید سازمان بورس و اوراق بهادار بر این بوده است که رکن ضامن از بین بانک‌ها انتخاب شود و نهادهای مالی دیگر که ازنظر دستورالعمل انتشار اوراق می‌توانند رکن ضمانت اوراق را قبول کنند، معمولاً دارای مشکلاتی بودند که عملاً مشاور عرضه و نهاد ناظر از انتخاب آنها صرف‌نظر می‌کرد. ازاین‌رو یک وابستگی مهم به بانک‌ها برای پذیرش سمت ضمانت وجود داشت که همچنان این مسأله، حل‌نشده است و اغلب بانک‌ها به‌دلایل مختلف از پذیرش این رکن خودداری می‌کنند و یا شرایط سختی را برای آن در نظر می‌گیرند.

همان‌طور که در مقدمه این تحقیق بدان اشاره شد، انتشار صکوک به همراه رکن ضامن می‌تواند پیامدهای زیر را به همراه داشته باشد:

- افزایش ریسک تمرکز بر روی سیستم بانکداری؛
- گره‌زدن توسعه بازار صکوک به بازار پول؛
- زمان‌بر بودن تعیین رکن ضامن: در برخی موارد فرآیند تا حدی طولانی می‌شود که مفروضات طرح تغییر می‌کند یا صورت‌های مالی میان‌دوره‌ای جدید ارائه می‌شود.
- هزینه استفاده از ضامنین بانکی: هزینه‌های جانبی انتشار صکوک، تقریباً معادل نیمی از سود پرداختی اوراق است که بخش زیادی از آن به‌عنوان کارمزد به ضامن، متعهد پذیره‌نویس و بازارگردان پرداخت می‌گردد. بنابراین لازم است مطالعات کارشناسی لازم جهت کاهش هزینه‌های انتشار از طریق حذف یا تعدیل ارکان انتشار صورت پذیرد.

www.SID.ir

Archive of SID

- محدودیت‌های شرکت‌های تأمین سرمایه برای ضمانت اوراق؛
- لزوم تبعیت از برخی قوانین بانک مرکزی در صورت استفاده از ضامنین بانکی.

ازاین‌رو، باید به‌عنوان جایگزین یا مکمل ضامن بانکی، راهکاری ارائه شود تا با استفاده از آن بتوان به تسهیل تأمین مالی از طریق بازار صکوک و توسعه بیش‌ازپیش این بازار کمک نمود.

۲-۴. بررسی فقهی ضمانت در اوراق

عقد ضمان یکی از عقود معاملاتی است که در زمان شارع مقدس وجود داشته است. به بیانی دیگر، این عقد جزء عقود امضایی است که در زمان شارع مقدس موجود بوده است. به‌طور خلاصه می‌توان عقد ضمان را نوعی تعهد اعتباری دانست که عقلا از این طریق، چیزی را بر ذمه خود اعتبار می‌کنند (مشکینی، ۱۳۹۲، ص. ۳۵۰).

۲-۴-۱. ارکان عقد ضمان

۱. ایجاب و قبول: یکی از ارکان مهم هر عقدی است. هر نوع رفتاری که کاشف از قصد و رضایت طرفین قرارداد نسبت به مفاد آن باشد، به‌عنوان ایجاب و قبول در قرارداد ضمان صحیح است. بنابراین ضامن برای تحقق ایجاب لازم نیست لفظ خاصی را بر زبان جاری سازد، بلکه با امضای ضمانت‌نامه‌ای که توسط خود او یا هر شخص دیگری (حقیقی یا حقوقی) تنظیم‌شده، واقع می‌شود (موسویان و بهاری قراملکی، ۱۳۹۱، صص. ۴۱۷-۴۲۱).

۲. طرفین قرارداد: طرفین قرارداد ضمان دارای سه شخصیت است:
   - ضامن: ضامن کسی است که تعهدات را می‌پذیرد.
   - مضمون له: همان طلب‌کار است.
   - مضمون عنه: بدهکاری که بدهی او ضمانت می‌شود. (قانون مدنی، ماده ۶۸۵).

۳. موضوع ضمانت: منظور از موضوع ضمانت، طلبی است که ضامن، پرداخت آن را به‌عهده گرفته است. موضوع ضمانت شرایطی دارد که در صورت اجتماع آنها

www.SID.ir

Archive of SID

قرارداد ضمانت صحیح خواهد بود و چنانچه یکی از آنها منتفی گردد، ضمانت نیز درست نمی‌شود. این شرایط به‌شرح زیر است:

- مالیت داشته باشد.
- بر ذمه بدهکار ثابت باشد.
- مشخص و متمایز باشد (محقق‌حلی، ۱۴۱۵ق، صص. ۷۵-۹۶).

۲-۴-۲. انواع ضمان

عقد ضمان را می‌توان از ابعاد مختلف تقسیم کرد. یکی از انواع دسته‌بندی عقد ضمان از منظر زمان حال یا موجل‌بودن متعلق عقد ضمان که همان دین است، از آنجا که دین به دو دسته دین حال و مؤجل تقسیم می‌شود، لذا برای عقد ضمان چهار حالت می‌توان متصور شد:

۱. ضمان حال برای دین حال؛ از نظر شیخ طوسی این حالت صحیح نیست، اما از نظر علامه حلی و فاضل مقداد صحیح است.
۲. ضمان حال برای دین مؤجل؛ ازنظر شیخ طوسی در کتاب النهایه و شیخ مفید در کتاب المقنعه منع شده است.
۳. ضمان مؤجل برای دین حال؛ اجماع داریم که صحیح است.
۴. ضمان مؤجل برای دین مؤجل؛ در این حالت چنانچه اجل ضمان بیشتر از اجل دین باشد، ازنظر اجماع صحیح است و چنانچه مساوی باشد، بنابر اقوی صحیح است و اجل ضمان کمتر از اجل دین باشد، محل اختلاف بین علما است، که ازنظر مقداد صحیح است (مقداد، ۱۴۰۴ق، ج۲، ص۱۸۸).

۳. روش پژوهش

پژوهش حاضر در پی پاسخ‌گویی به دو سؤال زیر است:

۱- راهکارهای جایگزین ضمانت در فرآیند انتشار اوراق بهادار اسلامی (صکوک) در بازار سرمایه ایران چیست؟
۲- اولویت‌بندی میزان اهمیت راهکارهای جایگزین ضمانت در فرآیند انتشار صکوک در بازار سرمایه ایران چگونه است؟

www.SID.ir

Archive of SID

برای پاسخ‌گویی به این سؤال‌ها در پژوهش حاضر از روش‌های پژوهشی گوناگونی استفاده‌شده است.

روش انجام این پژوهش بر پایه تلفیقی از مطالعات کتابخانه‌ای و رویکرد آماری MADM می‌باشد. در این تحقیق با استفاده از مطالعات کتابخانه‌ای، شناسایی راهکارهای جایگزین ضمانت در فرآیند انتشار صکوک در بازار سرمایه ایران انجام گرفت. در مرحله دوم از پژوهش از ابزار مصاحبه باز برای اطمینان نسبت به نتایج به‌دست‌آمده و روش گروه کانونی جهت تکمیل اطلاعات، استفاده شد. گروه کانونی یکی از روش‌های بسیار مفید برای فراهم کردن دامنه‌ای از دیدگاه‌ها در رابطه با یک موضوع ویژه از طریق تعامل بین شرکت‌کنندگان است و منجر به کم‌شدن تأثیر پژوهشگر و افزایش دقت روش‌شناختی می‌شود. گروه تشکیل‌شده شامل ۶ نفر از خبرگان و اساتید و مدیران آشنا به بازار سرمایه ایران بودند که همگی تخصص و سابقه بالایی در حوزه تأمین مالی داشتند. از این افراد خواسته شد تا در مورد جایگزین‌های رکن ضامن در فرآیند انتشار اوراق بهادار اسلامی اظهارنظر نموده و مواردی را به معیارهای احصاء شده در ادبیات موضوع اضافه نمایند. سپس در گام بعد پرسشنامه‌هایی مبتنی‌بر عوامل به‌دست‌آمده تهیه شد و دوباره در اختیار خبرگان قرار گرفت تا امتیازدهی نسبت به عوامل مستخرج صورت پذیرد. در گام آخر با استفاده از روش تاپسیس، عوامل به ترتیب اهمیّت و تأثیر از دید خبرگان اولویت‌بندی شد.

جدول (۱): مشخصات مصاحبه‌شوندگان

ردیف	سمت	سن (سال)	جنسیت	سوابق (سال)
۱	عضو شورای عالی بورس و اوراق بهادار	۴۳	مرد	۱۶
۲	مدیرعامل تأمین سرمایه لوتوس پارسیان	۳۹	مرد	۱۳
۳	رئیس اداره نظارت بر انتشار و ثبت اوراق بدهی سازمان بورس و اوراق بهادار	۳۴	زن	۱۷
۴	مدیر تحقیق و توسعه شرکت سپرده‌گذاری مرکزی اوراق بهادار و تسویه وجوه	۳۳	مرد	۸

www.SID.ir

Archive of SID

ردیف	سمت	سن (سال)	جنسیت	سوابق (سال)
۵	عضو هیأت علمی دانشگاه امام صادق علیه‌السلام	۳۵	مرد	۷
۶	مدیرعامل شرکت تأمین سرمایه بانک ملت	۳۴	مرد	۱۱

منبع: یافته‌های تحقیق

درروش تاپسیس علاوه‌بر در نظر گرفتن فاصله یک نقطه Ai از نقطه ایده‌آل، فاصله آن از نقطه ایده‌آل منفی هم در نظر گرفته می‌شود. بدان معنی که گزینه انتخابی باید دارای کمترین فاصله از راه‌حل ایده‌آل بوده و درعین‌حال دارای دورترین فاصله از راه‌حل ایده‌آل منفی باشد.

مراحل روش Topsis به‌شرح زیر است:

گام اول: تبدیل ماتریس تصمیم، به یک ماتریس بی‌مقیاس شده با استفاده از نُرم اقلیدسی، که رابطه آن به شرح زیر است:

رابطه (۱): $$n_{ij} = \frac{r_{ij}}{\sqrt{\sum_{i=1}^{m} r_{ij}^{2}}}$$

گام دوم: ایجاد ماتریس بی‌مقیاس وزین با مفروض بودن بردار W به‌عنوان ورودی به الگوریتم، یعنی: $W=\{w_1,w_2,\ldots,w_n\} \approx$ (مفروض از تصمیم‌گیرنده)

رابطه (۲): $$\mathbf{V = N_D \,.\, W_{n\times n}} = \text{ماتریس بی‌مقیاس وزین} = \begin{pmatrix} v_{11} & \cdots & v_{1j} & \cdots & v_{1n} \\ \vdots & \vdots & \vdots & \vdots & \vdots \\ v_{m1} & \cdots & v_{mj} & \cdots & v_{mn} \end{pmatrix}$$

به‌طوری‌که N_D ماتریسی است که امتیازات شاخص‌ها در آن بی‌مقیاس و قابل‌مقایسه شده است، و $W_{m\times n}$ ماتریسی است قطری که فقط عناصر قطر اصلی آن غیرصفر خواهد بود.

گام سوم: مشخص نمودن راه‌حل ایده‌آل مثبت و راه‌حل ایده‌آل منفی.

رابطه (۳): $$A^{+} = (v^{+}_1, v^{+}_2, \ldots, v^{+}_j, \ldots, v^{+}_n) \mid v^{+}_j = \{\max_i v_{ij} \mid j \in j^{+} \;;\; \min_i v_{ij} \mid j \in j^{-}\}$$

رابطه (۴): $$A^{-} = (v^{-}_1, v^{-}_2, \ldots, v^{-}_j, \ldots, v^{-}_n) \mid v^{-}_j = \{\min_i v_{ij} \mid j \in j^{+} \;;\; \max_i v_{ij} \mid j \in j^{-}\}$$

www.SID.ir

Archive of SID

گام چهارم: محاسبه فاصله نسبی از A^+ و A^-، در این مرحله فاصله اقلیدسی هر یک از گزینه‌ها از راه‌حل ایده‌آل مثبت (d_i^+) و فاصله اقلیدسی هریک از گزینه‌ها از راه‌حل ایده‌آل منفی (d_i^-) محاسبه می‌شود. رابطه زیر فرمول محاسبه این فاصله را بیان می‌کند.

رابطه (۵): $$d^+{}_i = \left[\left(\sum_{j=1}^{n}\left(v_{ij} - v^+{}_j\right)^2\right)\right]^{\frac{1}{2}} \quad ; \quad \text{به ازای همه } i \text{ ها}$$

رابطه (۶): $$d^-{}_i = \left[\left(\sum_{j=1}^{n}\left(v_{ij} - v^-{}_j\right)^2\right)\right]^{\frac{1}{2}} \quad ; \quad \text{به ازای همه } i \text{ ها}$$

گام پنجم: محاسبه شاخص نزدیکی نسبی (c_i^+)

رابطه (۷): $$0 \le C^+{}_i = \frac{d^-{}_i}{d^+{}_i + d^-{}_i} \le 1$$

گام ششم: رتبه‌بندی گزینه‌ها براساس بزرگی شاخص نزدیکی نسبی (آذر و رجب‌زاده، ۱۳۸۷، ص. ۱۲۱).

۴. یافته‌های پژوهش

راهکارهای زیر جهت رفع مشکلات مربوط به رکن ضامن ارائه‌شده است که در ادامه به برخی از مهم‌ترین آنها اشاره می‌گردد:

۴-۱. تعیین شرکت‌های برتر جهت انتشار اوراق بدون رکن ضامن:

موفقیت، پیشرفت و توسعه یک شرکت و مؤسسه اقتصادی را می‌توان در چارچوب برنامه‌ای دقیق و با شاخص‌های مشخص و استاندارد، موردسنجش و ارزیابی قرار داد و طبق آن معیار، درصد رشد کمی و کیفی را برآورد نمود تا بتوان براساس آن فعالیت و خدمات شرکت یا مؤسسه اقتصادی خود را گسترش داد. تردیدی نیست که اقتصاد جهان، در حال حاضر یک اقتصاد رقابتی است و هرگونه فعالیت و تلاش بدون مطالعه و برنامه‌ریزی دقیق و عملی به سرانجام نخواهد رسید و یا اینکه در انزوا قرارگرفته و از رقابت بازخواهد ماند. اقتصاد جهانی به ما هشدار می‌دهد که اقتصادی ماندنی است که

www.SID.ir

Archive of SID

قدرت و توان رقابت‌پذیری با بازارهای خارجی و بین‌المللی را داشته باشد. امروزه شناخت شرکت‌های برتر و شناسایی آنها کاری بسیار مهم می‌باشد و این امر در اکثر کشورهای پیشرفته جهان حتی در سطح بین‌المللی نیز با دقت بیشتری منتشر می‌شود. برای مثال در خردادماه سال ۱۳۹۷، اوراق اجاره مبتنی‌بر سهام شرکت مخابرات ایران، اولین اوراق بدهی بود که بدون وجود رکن ضامن، در بازار سرمایه کشور عرضه شد؛ درواقع سهام شرکت مخابرات ایران و نیز سهام شرکت ارتباطات سیار به‌عنوان وثیقه انتشار این اوراق قرار گرفتند.

۴-۲. رتبه‌بندی اوراق

شفافیت اطلاعات و نظام تسهیم آن بدون شک یکی از الزامات توسعه اقتصادی هر کشوری است. در شرایطی که با حجم بالای مطالبات غیرجاری روبرو هستیم، جای خالی وجود نظام جامع اطلاعاتی و اعتبارسنجی برمبنای آن بسیار احساس می‌شود. به این دلیل می‌توان نقش شرکت‌های اعتبارسنجی و رتبه‌بندی را از الزامات توسعه عنوان کرد. این نهادها با رتبه‌بندی اوراق بهادار اسلامی علاوه‌بر کاهش هزینه‌های انتشار اوراق (به خاطر حذف یا کاهش نقش برخی از ارکان مانند ضامن) سبب تنوع در نرخ‌های بازدهی اوراق متناسب با ریسک آنها خواهند شد که این امر خود بر جذابیت بیشتر این بازار هم برای بانیان و هم برای سرمایه‌گذاران خواهد افزود. اعتبارسنجی همان‌قدر که در نظام بانکی از اهمیت درخور ملاحظه‌ای برخوردار است، در بازار سرمایه نیز نقشی حیاتی را برعهده دارد. ازنقطه‌نظر مهندسی مالی یکی از ارکان اصلی هر ساختار تأمین مالی رکن اعتبارافزا آن است. شرکت‌های رتبه‌بندی اعتباری با توجه به نقش تأییدی مستقلی که در این راستا دارند، نقش فعالی در اقتصاد تأمین مالی نهادی ایفا می‌کنند.

حوزه‌های فعالیت مؤسسات رتبه‌بندی:

مؤسسات رتبه‌بندی را ازنظر مقیاس فعالیت می‌توان به سه دسته کلی ملی، منطقه‌ای و جهانی تقسیم کرد:

- حیطه ملی به رتبه‌بندی اشخاص حقیقی و یا حقوقی یک کشور می‌پردازد.

www.SID.ir

Archive of SID

- حیطه منطقه‌ای به رتبه‌بندی در یک منطقه جغرافیایی خاص می‌پردازد.
- حیطه جهانی این مؤسسات به رتبه‌بندی در سراسر دنیا می‌پردازد (مهرپرور، ۱۳۹۴، صص. ۲-۶).

یکی از مشکلات بازار سرمایه، مربوط به‌طرف تقاضاست؛ همان‌طوری که سیستم بانکی نیز در اعطای تسهیلات ملزم به رعایت مقررات خاصی است، در بازار سرمایه نیز الزامات خاصی وجود دارد که از طریق مقام نظارتی وضع‌شده است و متأسفانه به دلیل اهرمی بودن خیلی از شرکت‌ها امکان استفاده از پتانسیل بازار سرمایه جهت تأمین مالی آنها وجود ندارد و صرفاً در صورت تجدید ساختار مالی شرکت‌ها، این امر می‌تواند محقق شود. به‌عنوان‌مثال سازمان بورس با انعطاف بالا و باهدف کمک به شرکت‌ها نسبت بدهی ۹۰ درصد را وضع کرده است ولی برخی از شرکت‌های متقاضی دارای نسبت بدهی بالای ۹۰ درصد هستند و این نشان می‌دهد که این شرکت‌ها به‌شدت اهرمی هستند و ریسک بالایی دارند. ساختاردهی مجدد این شرکت‌ها مستلزم زمان و هزینه بوده، بنابراین پروسه تأمین مالی را طولانی می‌کند. در حقیقت، رتبه‌بندی اوراق موجب می‌شود شاخص‌های مختلفی برای سنجیدن رتبه اعتباری اوراق به‌کار گرفته شود و از یک زاویه به مسأله پرداخته نشود.

مشکل دیگر، به زیرساخت‌های سیستم مالی مربوط است. محدودیت ابزارها، نهادها و بازارها در سیستم مالی کشور به‌معنای عدم تنوع در بازار است؛ ولی تمام نهادهای درگیر به جد و با سرعت در حال بهبود سیستم نهادهای جدید هستند که روزبه‌روز سیستم نهادی بازار سرمایه کشور را توسعه داده و تقویت می‌کند. بنابراین در صورت بهبود در شرایط مذکور می‌توان انتظار داشت بازار سرمایه نقش فعال‌تری در تأمین مالی بنگاه‌های اقتصادی ایفا کند و منابع کشور به سمت منابع کارا هدایت شود (قاسمی، ۱۳۹۳، صص. ۱-۵).

۴-۳. تحت نظارت درآوردن وجوه درآمدهای بانی توسط نهاد واسط

براساس مقررات، نهاد واسط ازنظر مالکیت، یک شرکت کاملاً مستقل است که تحت‌نظارت شرکت مدیریت دارایی مرکزی بازار سرمایه تأسیس و اداره می‌شود.

www.SID.ir

Archive of SID

بنابراین ازنظر ساختاری ارتباطی میان بانی (متقاضی تأمین مالی) و فروشنده دارایی وجود ندارد و این احتمال تبانی را به حداقل ممکن می‌رساند. ضمن آنکه هر دو شرکت به‌عنوان نهاد مالی تحت‌نظارت سازمان بورس و اوراق بهادار فعالیت می‌کنند (رادفر، ۱۳۹۱، صص. ۱-۳).

وجود نهاد واسط از جنبه مدیریت ریسک دارای اهمیت است، زیرا مالکیت دارایی به وکالت از طرف دارندگان اوراق به‌نام وی است. این امر موجب می‌گردد تا در صورت عدم‌ایفای تعهدات شرکت متقاضی به اشخاص ثالث یا در صورت ورشکستگی آن، خطری متوجه دارایی مبنای انتشار اوراق نگردد و جهت تسویه مطالبات اشخاص ثالث مورداستفاده قرار نگیرد. همچنین موجب تسهیل ارتباط میان بانی و دارندگان اوراق می‌گردد. به‌طورکلی سرمایه‌گذاری در طرح موضوع انتشار اوراق با ریسک‌های مختلفی همراه است که باید تلاش شود تا آنجا که ممکن است، آنها به حداقل برسد. به‌عنوان نمونه، یکی از ریسک‌های بااهمیت در انتشار اوراق، ریسک‌های مرتبط با فعالیت بانی است. این ریسک می‌تواند شامل عوامل مرتبط با کسب‌وکار و صنعت، وضعیت فعلی صنعت، وضعیت رقابتی صنعت و تکنولوژی باشد. جهت بررسی این ریسک، اطلاعات مالی آتی بانی طی گزارش توجیهی دریافت می‌شود تا در مقایسه با عملکرد واقعی آن طی سنوات گذشته، ارزیابی از توانایی بانی در پرداخت به‌موقع اقساط صورت گیرد. بنابراین به‌دلیل آنکه نهاد واسط امین و وکیل سرمایه‌گذاران محسوب می‌شود، می‌تواند در غیاب رکن ضامن، به‌منظور عدم‌نکول اوراق یا اطمینان از پرداخت اقساط توسط بانی، وجوه درآمدهای بانی (متقاضی تأمین مالی) را تحت نظارت خود درآورده و همواره از اینکه بانی توانایی پرداخت اقساط در سررسیدهای مشخص را دارد، اطمینان حاصل نماید.

۴-۴. تشکیل صندوق ضمانت

صندوق ضمانت صکوک نهادی مالی است که باهدف تضمین اوراق بهادار اسلامی شکل‌گرفته و مجوز تأسیس و فعالیت آن توسط نهاد ناظر بازار سرمایه صادرشده و فعالیت آن تحت نظارت سازمان بورس و اوراق بهادار است. در این راهکار، صندوق

www.SID.ir

Archive of SID

ضمانت صکوک جایگزین یا مکمل رکن ضامن در ساختار انتشار اوراق بهادار اسلامی خواهد شد و این صندوق شخص حقوقی خواهد بود که پرداخت مبالغ و وجوهی را که بانی ملزم به پرداخت آن به ناشر می‌باشد، تعهد و تضمین می‌نماید. این سازوکار مبتنی‌بر کمک متقابل و پذیرش ریسک توسط خود متقاضیان انتشار اوراق بهادار اسلامی است (توحیدی، ۱۳۹۴، صص. ۵-۸).

در حقیقت طراحی صندوق ضمانت می‌تواند راهکاری مبتنی‌بر عقد مشارکت متقابل بانیان انتشار اوراق بهادار اسلامی در ضمانت صکوک توسط خود آنان باشد. بدین‌صورت که در ضمانت از طریق صندوق، ریسک نکول بانیان، به‌جای تجمیع و تمرکز بر روی بانک و یا نهادی خاص، بین طیف وسیعی از سرمایه‌گذاران توزیع‌شده و به‌نظر می‌رسد تشریفات اداری ضمانت از طریق صندوق کمتر از ضمانت بانکی فعلی باشد. لازم به ذکر است در ضمانت بانکی، کارمزدی که بانی پرداخت می‌کند قابل بازیافت نمی‌باشد، اما در صندوق مبتنی‌بر الگوی تکافل، که بانیان مالکان صندوق محسوب می‌گردند، بانی آورده خود را در صندوقی قرار داده که این مبالغ سرمایه‌گذاری شده و در صورت عدم‌بروز نکول و خسارت، تمام منافع صندوق پس از کسر کارمزدهای مربوطه متعلق به خود بانیان است. بنابراین لازم است با توجه به تعداد بانیان عضو صندوق، حجم انتشار اوراق و میزان تعهد صندوق برای پوشش ریسک، آورده بانیان تعیین گردد که قاعدتاً اگر تنها واریزی صندوق از طریق بانیان باشد، لازم است مبالغ قابل‌توجه‌تری در صندوق سرمایه‌گذاری شود.

این نوع صندوق درواقع مبتنی‌بر کمک متقابل و پذیرش مشترک ریسک توسط بانیان به‌عنوان اعضای صندوق طراحی‌شده است و مالکان واقعی صندوق درواقع بانیان انتشار اوراق بهادار اسلامی هستند و مدیر صندوق به‌عنوان وکیل بانیان در قبال حق-الوکاله دریافتی، وجوه آنان را جمع‌آوری و مدیریت نموده تا در مواقع لزوم بتواند ریسک نکول بانیان را پوشش دهد (توحیدی، ۱۳۹۶، صص. ۹-۱۲).

www.SID.ir

Archive of SID

۴-۵. عرضه اوراق بدون ضمانت به همراه عرضه اختیار فروش آن

ریسک و عدم‌اطمینان، یکی از امور جدانشدنی فعالیت‌های اقتصادی می‌باشد. گرچه برخی افراد ریسک‌پذیر هستند ولی می‌توان گفت بیشتر انسان‌ها مایل‌اند ریسک فعالیت‌های خود را به حداقل برسانند، هرچند سود کمتری نصیب آنها شود. یکی از ابداعات مالی در جهت ایجاد اطمینان برای فعالان اقتصادی، ابزارهای مالی مشتقه است. ازجمله مزایای استفاده از این ابزارها می‌توان به کاهش ریسک قیمت‌ها، افزایش معاملات، افزایش نقدینگی و افزایش کارایی بازار سرمایه اشاره نمود.

قرارداد اختیار معامله یکی از پرکاربردترین و پیچیده‌ترین مشتقات بازارهای مالی است که باهدف پوشش ریسک سرمایه‌گذاران ابداع گردیده است. در میان ابزارهای مشتقه، قرارداد اختیار معامله تنها موردی است که در بورس و خارج از بورس قابل معامله است. همچنین انعطاف‌پذیری این ابزار در مقایسه با سایر مشتقات مالی سبب گردیده تا بدین‌وسیله بتوان بهتر ریسک ناشی از نوسانات قیمت را پوشش داد. به‌طورکلی می‌توان حق اختیار معامله را به دو دسته تقسیم کرد: اختیار خرید و اختیار فروش. یک اختیار خرید درواقع این حق را به دارنده آن می‌دهد که دارایی موضوع قرارداد را باقیمت معیّن و در تاریخ مشخص یا قبل از آن بخرد. به همین ترتیب، یک اختیار فروش به دارنده آن این حق را می‌دهد که دارایی موضوع قرارداد را باقیمت معیّن و در تاریخ مشخصی و یا قبل از آن بفروشد. هنگام انعقاد قرارداد هیچ‌گونه معامله‌ای صورت نمی‌گیرد. اگر کسی که حق اختیار خرید یا فروش دارد به اعمال حق خود مبادرت کند، بیع صورت خواهد گرفت؛ اما وی می‌تواند از اعمال حق خود منصرف شده و فقط به میزان وجه پرداختی بابت خرید حق اختیار، متضرر شود. در تمامی موارد، فقط حق خریدوفروش می‌شود. (اعتصامی، ۱۳۹۲، صص. ۳-۴).

کمیته فقهی سازمان بورس و اوراق بهادار، روش صلح را برای تصحیح این قرارداد پیشنهاد کرده است. استفاده از عقد صلح، مصالحه بر سر حق اختیار می‌باشد. ازآنجاکه صلح، بسیاری از ضوابط بیع را ندارد این راهکار مناسب می‌باشد. البته باید ابتدا در مورد موضوع اینکه اختیار معامله حق است به توافق رسید تا بتوان آن را ذیل صلح حق بیان نمود.

www.SID.ir

Archive of SID

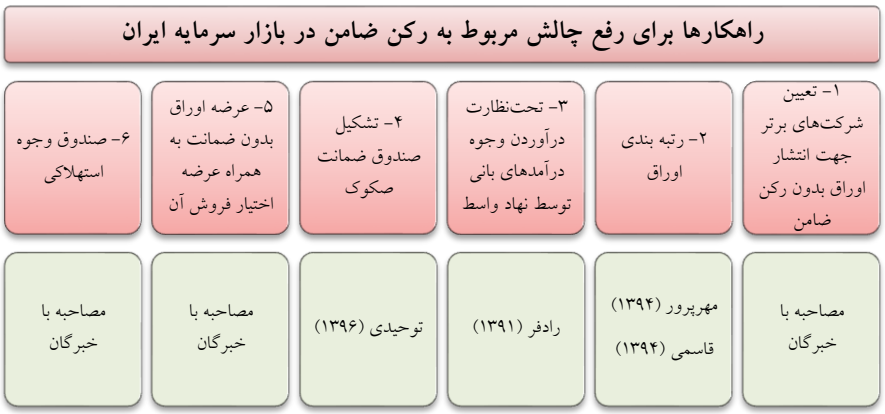
۴-۶. صندوق وجوه استهلاکی

ذخیره وجوه استهلاکی پولی است که از درآمدهای یک شرکت کنار گذاشته می‌شود تا برای بازخرید دوره‌ای اوراق، قبل از سررسید و مطابق با شرایط قرارداد اوراق، مورداستفاده قرار گیرد. وقتی انتشار یک اوراق بهادار با ذخیره وجوه استهلاکی همراه باشد، هرساله باید مقدار مشخصی از این اوراق انتشاریافته بازخرید شود. یکی از مزایای وجود ذخیره وجوه استهلاکی برای سرمایه‌گذاران این است که با کاستن از مقدار بدهی‌های موجود شرکت در طول زمان، مخاطره اعتباری یا نکول را پایین می‌آورد. مزیت دیگر آن است که این ذخیره از قیمت اوراق انتشاریافته، خصوصاً در دوره‌ای که نرخ سود بانکی یا نرخ اوراق بهادار مشابه در بازار افزایش می‌یابد، حمایت می‌کند. به‌عبارت‌دیگر، سرمایه‌گذار مطمئن است که (باوجود افزایش نرخ سود بانکی یا نرخ اوراق بهادار مشابه و درنتیجه کاهش قیمت اوراق در بازار) قیمت اسمی پرداختی را از ناشر دریافت خواهد کرد، اما ضعف آن که اغلب در نظر سرمایه‌گذاران، به‌ویژه در هنگام کاهش نرخ و افزایش قیمت اوراق، بااهمیت‌تر جلوه می‌کند، این است که قیمت یا مبلغ اسمی بازخرید اوراق (پرداختی از محل ذخیره وجوه استهلاکی) بابت بازخرید کمتر از قیمت جاری اوراق در بازار است. لازم به ذکر است که تاکنون صندوق وجوه استهلاکی به‌صورت خاص در کمیته فقهی سازمان بورس و اوراق بهادار بررسی نشده است و برای اجرایی شدن، نیازمند بررسی فقهی است. در حقیقت نویسنده مقاله، این راهکار را راهکاری بالقوه برای جایگزین ضمانت در فرآیند انتشار اوراق بهادار اسلامی می‌داند که برای بالفعل شدن نیازمند بررسی فقهی جداگانه‌ای است.

در نمودار (۱)، راهکارها و منبع استخراج هرکدام برای رفع چالش‌های مربوط به رکن ضامن، در بازار سرمایه ایران نشان داده‌شده است. لازم به ذکر است که چون معیارهای احصاء شده، معیارهایی کلی می‌باشند در کلیه انواع صکوک می‌توانند مورداستفاده قرار گیرند.

www.SID.ir

Archive of SID



نمودار (۱): راهکارها و منبع استخراج هرکدام برای رفع چالش مربوط به رکن ضامن در بازار سرمایه ایران

۵. اولویت‌بندی معیارهای احصاء شده

اولویت‌بندی راهکارهای جایگزین ضمانت در فرآیند انتشار اوراق بهادار اسلامی، باید از منظر خبرگان انجام گیرد. بدین‌منظور پرسشنامه‌ای برای سنجش اهم و مهم بودن عوامل طراحی گردید و بین خبرگان توزیع شد. در پرسشنامه مذکور، برای سنجش از طیف لیکرت استفاده گردید، چراکه اطلاعات خروجی این طیف قابل‌استفاده در تکنیک‌های زیادی از فنون نرم آماری است. خبرگانی که پرسشنامه‌ها را تکمیل نمودند همگی از تحصیلات عالیه در رشته مالی برخوردار بوده و آشنایی کاملی با بازار سرمایه اسلامی داشتند.

پس از جمع‌آوری پرسشنامه‌های تکمیل‌شده ابتدا پاسخ‌های خبرگان با طیف لیکرت کمی‌سازی شد سپس عوامل به‌عنوان سطرهای (گزینه‌های) ماتریس و هرکدام از خبرگان به‌عنوان ستون (شاخص‌های) ماتریس در نظر گرفته شدند. سپس نزدیکی نسبی گزینه‌ها به راه‌حل ایده‌آل محاسبه می‌گردد تا به کمک آن بتوان گزینه‌ها را رتبه‌بندی نمود. نزدیکی نسبی محاسبه‌شده برای تحقیق در ستون سوم جدول (۲) نشان داده‌شده است:

www.SID.ir

Archive of SID

جدول (۱): نزدیکی نسبی محاسبه‌شده

راه‌حل‌های احصاء شده	Ci (نزدیکی نسبی)
تعیین شرکت‌های برتر	۰,۷۳۱۸۶
رتبه‌بندی اوراق	۰,۳۴۴۵۲
تحت‌نظارت درآوردن وجوه درآمدهای بانی	۰,۵۹۸۵۱
تشکیل صندوق ضمانت	۰,۴۲۴۰۸
عرضه اوراق بدون ضمانت به‌همراه اختیار فروش	۰,۵۶۲۵۲
صندوق وجوه استهلاکی	۰,۵۱۷۷۳

منبع: یافته‌های تحقیق

حال براساس جدول (۲)، می‌توان عوامل را رتبه‌بندی نمود. بنابراین مقادیر نزدیکی نسبی به‌دست‌آمده را از بزرگ به کوچک مرتب می‌کنیم.

جدول (۲): رتبه‌بندی عوامل براساس روش تاپسیس

رتبه	رتبه‌بندی عوامل براساس روش Topsis	نمرات
۱	تعیین شرکت‌های برتر جهت انتشار اوراق بدون رکن ضامن	۰,۷۳۱۸۶
۲	تحت‌نظارت درآوردن وجوه درآمدهای بانی توسط نهاد واسط	۰,۵۹۸۵۱
۳	عرضه اوراق بدون ضمانت به همراه عرضه اختیار فروش آن	۰,۵۶۲۵۲
۴	صندوق وجوه استهلاکی	۰,۵۱۷۷۳
۵	تشکیل صندوق ضمانت	۰,۴۲۴۰۸
۶	رتبه‌بندی اوراق	۰,۳۴۴۵۲

منبع: یافته‌های تحقیق

جمع‌بندی و نتیجه‌گیری

لزوم دستیابی به اهداف مندرج در برنامه‌های توسعه و سند چشم‌انداز، افزایش نیازهای مالی بنگاه‌های اقتصادی و به‌تبع توسعه فعالیت‌های اقتصادی، عدم‌پاسخ‌گویی منابع بانکی جهت تأمین نیازهای مالی فعالان اقتصادی و لزوم مشارکت عمومی در فعالیت‌های اقتصادی ازجمله محرک‌هایی است که منجربه جهت‌گیری سیاست‌های

www.SID.ir

Archive of SID

اقتصادی سنوات اخیر به سمت توسعه بازار سرمایه به‌عنوان یکی از منابع تأمین مالی بنگاه‌های اقتصادی گردیده است.

توسعه بازار اوراق بهادار اسلامی مستلزم شناخت دقیق کاستی‌ها و چالش‌های این بازار و ارائه راه‌حل‌های مؤثر و کارا در جهت رشد روزافزون آن است که در حل این چالش‌ها می‌توان از تجربه کشورهای موفق نیز استفاده نمود. در طول تجربه چندساله بازار سرمایه ایران در انتشار اوراق بهادار اسلامی، شاهد برخی چالش‌ها در این حوزه بوده‌ایم که به‌واقع مسأله ضمانت اوراق بهادار یکی از چالش‌های مهم این بازار محسوب می‌گردد. برای مثال انتشار صکوک به‌همراه رکن ضامن می‌تواند پیامدهایی همچون گره‌زدن توسعه بازار صکوک به بازار پول، زمان‌بر بودن تعیین رکن ضامن، هزینه‌بر بودن ضمانت، لزوم تبعیت از قوانین بانک مرکزی و مواردی از این قبیل را در برداشته باشد.

در این راستا، نویسنده در مقاله حاضر با الهام از ادبیات موضوع و مصاحبه‌های انجام‌شده با خبرگان بازار سرمایه، درصدد رفع این چالش‌ها برآمده و طی آسیب‌شناسی انجام‌شده در خصوص انتشار اوراق بهادار اسلامی، یافته‌ها حاکی از آن است که به ترتیب، تعیین شرکت‌های برتر جهت انتشار اوراق بدون رکن ضامن، تحت‌نظارت درآوردن وجوه درآمدهای بانی توسط نهاد واسط، عرضه اوراق به‌همراه اختیار فروش آن، صندوق وجوه استهلاکی، تشکیل صندوق ضمانت صکوک و رتبه‌بندی اوراق، به‌عنوان جایگزین‌های ضمانت در فرآیند انتشار صکوک در بازار سرمایه ایران حائز اهمیت هستند. برای مثال در خصوص عرضه اوراق به‌همراه اختیار فروش آن، می‌توان گفت که سرمایه‌گذاران در صورت ناراضی بودن از اوراق خریداری‌شده یا کاهش قیمت اوراق در بازار می‌توانند به‌واسطه اختیار فروشی که دارند، اوراق مذکور را در بازار فروخته و از بازار خارج شوند. به‌عبارتی قرار دادن حق اختیار برای خریداران اوراق (اختیار فروش) یا تأمین مالی شونده (اختیار خرید)، همان نقش ضامن را ایفا می‌کند؛ با این تفاوت که هزینه‌های تعیین رکن ضامن و زمان‌بر بودن ضمانت اوراق در اینجا مطرح نمی‌باشد. یا به‌عنوان‌مثال دیگر، رتبه‌بندی اوراق سبب می‌شود شرکت‌های

www.SID.ir

Archive of SID

برتر از شرکت‌های غیربرتر جداشده و بتوان به شرکت‌هایی که رتبه اعتباری بالایی دارند مجوز عرضه اوراق بدون رکن ضامن را صادر کرد.

یادداشت‌ها

1. Smaoui & Nechi
2. Ahmad
3. Economic Forces & the Sukuk Market
4. Fabozzi & Kothari
5. Introduction to securitization
6. Miller, Challoner & Atta
7. UK Welcomes the Sukuk
8. Tariq
9. Managing Financial Risks of Sukuk Structures
10. Jensen & Meckling
11. Theory of the Firm: Managerial Behavior,Agency Costs & Capital Structure

کتابنامه

آذر، عادل؛ و رجب‌زاده، علی (۱۳۸۷). *تصمیم‌گیری کاربردی با رویکرد MADM* (چاپ سوم)، تهران: نگاه دانش.

آیین‌نامه اجرایی انتشار اوراق مشارکت شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار مصوب هیأت دولت، (۱۳۸۴).

اعتصامی، سیدامیرحسین (۱۳۹۴). *بازار قراردادهای اختیار معامله اسلامی*. تهران: سازمان بورس و اوراق بهادار.

پیرایش، رضا؛ و باقری، زهرا (۱۳۹۴). *بررسی به‌کارگیری ابزارهای تأمین مالی اسلامی (صکوک) در ایران*، کنفرانس ملی هزاره سوم و علوم انسانی. شیراز: مرکز توسعه آموزش‌های نوین ایران (متانا).

توحیدی، محمد (۱۳۹۴). *الزامات توسعه بازار اوراق بهادار اسلامی (صکوک)*. تهران: سازمان بورس و اوراق بهادار.

توحیدی، محمد (۱۳۹۶). صندوق ضمانت صکوک؛ راهکاری نوین در توسعه بازار اوراق بهادار اسلامی. *دوفصلنامه تحقیقات مالی اسلامی*، ۷(۱۳)، ۹۱-۱۲۶.

حسن‌زاده، علی؛ و احمدیان، اعظم (۱۳۹۱ - الف). پیش‌بینی ظرفیت انتشار صکوک در ایران، *دوفصلنامه تحقیقات مالی اسلامی*، ۱(۲)، ۵۷- ۸۷.

www.SID.ir

Archive of SID

حسن‌زاده، علی، و احمدیان، اعظم (۱۳۹۱ - ب). تأثیر ابزارهای مالی اسلامی بر رشد سرمایه‌گذاری. *دو فصلنامه مطالعات اقتصاد اسلامی*، ۵(۱۰)، ۲۹-۵۸.

حسینی، سیدعلی، حکمت، هانیه و کاشف، معصومه (۱۳۹۲). نقش صکوک اجاره و اوراق مشارکت در تأمین مالی شرکت‌ها. *فصلنامه پژوهش حسابداری*، ۳(۸)، ۱-۲۶.

دولتی، نیکو؛ و جعفری، ابوالفضل (۱۳۸۸). بررسی چالش‌های مالیاتی تأمین مالی از طریق اوراق صکوک اجاره. *دوفصلنامه مطالعات اقتصاد اسلامی*، ۱(۲)، ۱۴۹-۱۶۵.

رادفر، مهسا (۱۳۹۱). ابعاد نظارتی دارای اهمیت در انتشار صکوک اجاره. *فصلنامه تازه‌های اقتصاد*، ۳۴(۱۳۶)، ۱-۳.

سازمان بورس و اوراق بهادار (۱۳۸۹، ۱۳۹۰، ۱۳۹۴). دستورالعمل انتشار اوراق اجاره، مصوب ۱۳۸۹/۰۵/۱۱، اصلاحیه مصوب ۱۳۹۰/۰۸/۲۳ و ۱۳۹۴/۰۳/۱۱.

سازمان بورس و اوراق بهادار (۱۳۹۰). دستورالعمل انتشار اوراق مرابحه، مصوب ۱۳۹۰/۰۹/۲۶.

سازمان بورس و اوراق بهادار (۱۳۹۲). دستورالعمل انتشار اوراق سفارش ساخت، مصوب ۱۳۹۲/۰۹/۰۲.

سروش، ابوذر (۱۳۹۰). *مروری بر ابزارهای مالی اسلامی* (ویراش دوم). تهران: کانون کارگزاران بورس و اوراق بهادار.

شعبانی، احمد؛ و قلیچ، وهاب (۱۳۹۰). قابلیت اوراق بهادار اسلامی در مهار تورم به‌عنوان ابزار سیاستی. *فصلنامه اقتصاد اسلامی*، ۱۱(۴۳)، ۱۲۷-۱۵۶.

طالبی، محمد؛ و رحیمی، امیرمحمد (۱۳۹۱). شناسایی، طبقه‌بندی و اولویت‌بندی ریسک‌های مربوط به اوراق بهادار اجاره (صکوک اجاره). *دوفصلنامه جستارهای اقتصادی ایران*، ۹(۱۸)، ۷۷-۱۰۳.

قاسمی، علی (۱۳۹۳). اعتبار افزا، رکنی حیاتی؛ جای خالی شرکت‌های رتبه‌بندی در بازار سرمایه. *فصلنامه کلید سرمایه*، ۳(۱۰)، ۸-۱۰.

قانون مدنی جمهوری اسلامی ایران.

محقق‌حلی، نجم‌الدین جعفر بن حسن (۱۴۱۵ق). *شرائع الاسلام فی مسائل الحلال و الحرام* (جلد دوم، چاپ اول). بیروت: مؤسسه المعارف الاسلامیه.

مشکینی اردبیلی، علی (۱۳۹۲). *مصطلحات الفقه*. قم: مؤسسه دارالحدیث العلمیه و الثقافیه.

www.SID.ir

Archive of SID

مقداد، فاضل (۱۴۰۴ق). *التنقیح الرائع لمختصر الشرائع*. قم: کتابخانه آیت‌الله مرعشی‌نجفی(ره) (چاپ اول، جلد دوم).

موسویان، سیدعباس؛ و بهاری قراملکی، حسن (۱۳۹۱). *مبانی فقهی بازار پول و سرمایه* (چاپ اول). تهران: دانشگاه امام صادق علیه السلام.

موسویان، سیدعباس (۱۳۸۶). *ابزارهای مالی اسلامی (صکوک)* (چاپ ششم). تهران: پژوهشگاه فرهنگ و اندیشه اسلامی.

مهرپرور، الهه (۱۳۹۴). ناپرهیزی پرهیزکاران صنعت مالی؛ نگاهی به انتقادهای مطرح در مورد شرکت‌های رتبه‌بندی. *فصلنامه کلید سرمایه*، ۳(۹)، ۲-۶.

ندری، کامران؛ و کارگرمطلق، احمد (۱۳۸۹). امکان‌سنجی استفاده از صکوک در جهت تأمین مالی صادرات. *فصلنامه اقتصاد اسلامی*، ۱۰(۳۷)، ۸۹-۱۲۰.

Ahmad, N., Daud, S. N. M., & Kefeli, Z. (2012). Economic Forces and the Sukuk Market. *Procedia-Social and Behavioral Sciences*, *65*, 127-133.

Azar, A & Rajabzadeh, A. (2009). Applied Decision Making MADM Approach (Third Edition). Tehran. Negahedanesh Publication (In Persian).

Civil Code of the Islamic Republic of Iran.

Executive Regulations on Issuance of Corporate Bonds Listed by Government Securities Exchange (2006) (In Persian).

Etesami, S. A. (2016). Islamic Option Contracts Market. Tehran. Securities and Exchange Organization (in Persian).

Fabozzi, F. J., & Kothari, V. (2008). *Introduction to Securitization* (Vol. 182). John Wiley & Sons.

Fazal, M. (1984). Al-Tanqih al-Rae'e Lemokhtasar-e Sharae'e. Gom: Ayatollah Marashi Najafi Library.

Ghasemi, A., (2014). Credit Enhancement, A Critical Pillar; Vacancy of Rating Companies in the Capital Market. Quarterly of Kelide Sarmayeh. 3(10). 8-10 (In Persian).

Hassanzadeh, A., & Ahmadian, A. (2012 - a). Prediction the Capacity of Sukuk's Issuance in Iran. *A bi-quarterly Journal of Islamic Financial Research (IFR)*, 1(2), 57-87 (In Persian).

Hassanzadeh, A., & Ahmadian, A. (2012 - b). The Impact of Islamic Financial Instruments on Investment Growth Rate. *A bi-quarterly Journal of Islamic Economics Studies*. 5(10). 29-58 (In Persian).

Hosseini, S. A; Hekmat, H., & Kashef, M. (2013). The Role of Ijara and Musharakah Sukuk in Firms Financing. *Journal of Research in Accounting and Auditing*, 3(8), 1-26 (In Persian).

www.SID.ir

Archive of SID

Jensen, M. C., & Meckling, W. H. (1976). Theory of the firm: Managerial Behavior, Agency costs and Ownership Structure. *Journal of Fnancial Economics, 3*(4), 305-360.

Meshkini, A. (2014). Mostalehat al-figh. Qom: Dar Al-Hadith Institue Congresse (in Persian).

Mehrparvar, E. (2016). Infidelity of the Financial Industry; a Review of Criticism of Rating Companies. *Quarterly of Kelide sarmayeh*, 3(9). 2-6 (In Persian).

Miller, N. D., Challoner, J., & Atta, A. (2007). UK Welcomes the Sukuk-How the UK Finance Bill Should Stimulate Islamic Finance in London, Much to the Delight of the City's Banks. *Int'l Fin. L. Rev.*, *26*, 24.

Mohaghegh Helli, N. (1994). Sharaye Al-Islam on the Issues of Halal and al-Haram. Beirut. Institute of Islamic Education (In Persian).

Moosavian, S. A. & Bahari Qaramaleki, H. Jurisprudential Foundations of Money and Capital Market. Tehran. Imam Sadeq University (In Persian).

Moosavian, S. A. (2008). Islamic Financial Tools, Tehran. *Islamic Research Institute for Culture and Thought* (In Persian).

Nadri, K., & Karghar Motlagh, A. (2011). Feasibility of Using Sukuk for Exports Financing. *Quarterly of Islamic Economics*, 10(37), 89-120 (In Persian).

Nikoo, D., & Jafari, A. (2009). A Study of the Taxation Challenges of Financing through Ijara Sukuk Certificates. *A bi-quarterly Journal of Islamic Economics Studies*. 1(2). 149-165 (In Persian).

Pirayesh, R & Bagheri, Z. (2016). Investigating The Use of Islamic financial instruments (Sukuk) In Iran. National Conference on the Millennium and Humanities, Shiraz (**I**n Persian).

Radfar, M. (2012). Important Regulatory Dimensions in the Issuance of Ijara Sukuk. *Journal of Tazehaye eghtesad*. 34(136), 1-3 (In Persian).

Securities & Exchange Organization (2010, 2011, 2015). Guidelines for Ijara Sukuk Approved 02/08/2010, Amendment Approved 14/11/2011 & 01/06/2015 (In Persian).

Securities & Exchange Organization (2011). Guidelines for Murabaha Sukuk Approved 17/12/2011 (In Persian).

Securities and Exchange Organization (2013). Guidelines for Istisna Sukuk Approved 23/11/2013 (In Persian).

Shabani, A $ Ghelich, V. (2011). The Ability of Islamic Securities to Contain Inflation as a Policy Tool. *Islamic Econimics Quarterly*. 11(43), 127-156 (In Persian).

Soroush, A. (2011). A Review of Islamic Financial Instruments with Emphasis on Ijara Sukuk. Tehran. Securities & Exchange Brokers Association (In Persian).

www.SID.ir

Archive of SID

Smaoui, H., & Nechi, S. (2017). Does Sukuk Market Development Spur Economic Growth? *Research in International Business and Finance*, *41*, 136-147 (In Persian).

Talebi, M & Rahimi, A. (2012). Identifying, Classifycation & Prioritizing the Risks Associated with Ijara Securities (Ijara Sukuk). *Journal of Iran's Econimic Essays*, 9(18), 77-103 (In Persian).

Tariq, A. A. (2004). Managing Financial Risks of Sukuk Structures. *Loughborough University, UK, September (Mimeo)*.

Tohidi, M. (2016). Islamic Securities Market Development Requirements (Sukuk). Tehran: Securities and Exchange Organization (In Persian).

Tohidi, M. (2018). Guarantee Fund; a New Approach to the Development of the Islamic Securities Market. *A bi-quarterly Journal of Islamic Financial Research (IFR)*, 7(13), 91-126 (In Persian).

www.SID.ir