

مدلی به منظور رتبه‌بندی اوراق اجاره در بازار سرمایه ایران

تاریخ دریافت: ۱۳۹۷/۱۰/۲۰

تاریخ پذیرش: ۱۳۹۸/۰۶/۱۲

۲۱۳

امیرعباس صاحبقرانی*
قاسم بولو**

چکیده

تنوع ابزارهای تأمین مالی در بازار سرمایه و گسترش روزافزون حرفه‌ی رتبه‌بندی در این بازار، به کارگیری الگوهای تخصصی را به منظور رتبه‌بندی هر ابزار مالی در بازار سرمایه ایجاد می‌نماید، از سوی دیگر ابزارهای تأمین مالی مبتنی بر بدهی در بازار سرمایه با محوریت صکوک شکل گرفته که هر یک از انواع این اوراق، از حیث رویه عملیاتی انتشار و تعهدات تأمین مالی شونده دارای تفاوت‌های متعددی می‌باشند. بر این اساس در پژوهش حاضر، الگوی رتبه‌بندی اوراق اجاره به عنوان مهم‌ترین و باسابقه‌ترین ابزار تأمین مالی مبتنی بر دارایی در بازار سرمایه ارائه شده است تا از یک سو مشکلات اجرایی انتشار اوراق اجاره از جمله وجود رکن ضامن مرتفع گردد و از سوی دیگر زمینه شفافیت بازار تأمین مالی و تسریع در فرآیند تأمین مالی از طریق این بازار فراهم شود، به همین منظور پس از مطالعه مبانی نظری موضوع پژوهش، مدل اولیه رتبه‌بندی اوراق اجاره استخراج گردید، سپس ابعاد، مؤلفه‌ها و شاخص‌های مدل تهیه شده با استفاده از روش پژوهش دلفی در معرض نظرخواهی خبرگان قرار گرفته و نهایتاً بر اساس نظرات دریافت شده، چارچوب نهایی مدل رتبه‌بندی اوراق اجاره در بازار سرمایه ایران تدوین گردید. این مدل به‌طور کلی از ۲ بُعد شامل رتبه‌بندی اعتباری و رتبه‌بندی ارزشی تشکیل شده و هر بُعد دارای مؤلفه‌ها و شاخص‌هایی است که مجموعه این عوامل، مدل مفهومی رتبه‌بندی اوراق اجاره را شکل می‌دهد؛ شایان گفتن است در این پژوهش علاوه بر تحلیل نتایج در قالب دلفی کلاسیک، از روش دلفی فازی نیز استفاده شده است تا اثر سوگیری‌های کلامی در فرآیند پژوهش تا حد امکان کاهش یابد.

واژگان کلیدی: اوراق اجاره، رتبه‌بندی اعتباری، دلفی کلاسیک، دلفی فازی.

طبقه‌بندی JEL: G23, G24.

*. دکتری حسابداری دانشگاه علامه طباطبائی (نویسنده مسئول).

Email: abbas_sahebgharani@yahoo.com.

Email: ghblue20@yahoo.com.

** عضو هیئت علمی دانشگاه علامه طباطبائی.

مقدمه

طراحی ابزارهای مالی اسلامی به عنوان جایگزینی برای اوراق قرضه که به طور معمول مبتنی بر بهره و ربا بود، بخش قابل توجهی از تلاش اندیشمندان مسلمان را به خود اختصاص داد و به این منظور مطالعه‌ی گسترده‌ای روی عقود شرعی و قابلیت‌های آن برای اوراق بهادارسازی صورت پذیرفت که نتیجه آن طراحی مجموعه اوراق اسلامی تحت عنوان صکوک بود (موسویان، ۱۳۹۲، ص ۳۴۲) اوراق بهادار اسلامی مطابق استاندارد شماره ۱۷ سازمان حسابداری و حسابرسی نهادهای مالی اسلامی (AAOIFI)، عبارت است از «اوراقی با ارزش اسمی یکسان که بیانگر پرداخت مبلغ اسمی مندرج در آن توسط خریدار به بانی (تأمین مالی شونده) است و دارنده اوراق، مالک یک یا مجموعه‌ای از دارایی‌ها یا ذی‌نفع یک پروژه یا یک فعالیت سرمایه‌گذاری خاص می‌شود.» اوراق بهادار اسلامی اگرچه به عنوان یک ابزار تأمین مالی مبتنی بر شریعت شناخته می‌شود اما از جهت ساختاری می‌تواند جزو تأمین مالی ساختاریافته طبقه‌بندی شود (موسویان، ۱۳۹۱ ص ۲۵۱). این روش تأمین مالی، موجب تبدیل مجموعه‌ای از دارایی‌ها به یک یا چند ورقه بهادار می‌شود که به آن اوراق به پشتوانه دارایی گفته می‌شود (Fabozzi & Drake، ۲۰۰۸، P.151).

تاکنون دستورالعمل انتشار ۷ اوراق شامل اوراق اجاره، اوراق مرابحه، اوراق سفارش ساخت، اوراق خرید دین، اوراق رهنی، اوراق منفعت و اوراق سلف موازی استاندارد توسط نهاد ناظر بازار سرمایه ابلاغ شده است که در این میان اوراق اجاره در حدود ۷۵ درصد کل مبلغ تأمین مالی از طریق اوراق بهادار اسلامی را به خود اختصاص داده و از این جهت بیشترین اوراق مورد استفاده در بازار سرمایه می‌باشد؛ اما در مجموع آنچه تاکنون در حوزه تأمین مالی از طریق اوراق بهادار اسلامی انجام شده در حدود ۱ درصد مجموع تأمین مالی انجام شده از طریق بازار پول می‌باشد که با توجه به مشکلات تأمین مالی از طریق بازار پول، لزوم توجه به بازار سرمایه و تأمین مالی از طریق ابزارهای این بازار من جمله اوراق بهادار اسلامی بیش‌ازپیش احساس می‌شود.

از سوی دیگر انتشار اوراق بهادار اسلامی در ایران در حال حاضر مستلزم وجود ارکانی است که بر اساس دستورالعمل انتشار اوراق بهادار اسلامی حداقل از ۶ رکن شامل متعهد پذیره‌نویس، بازارگردان، بانی، ناشر (نهاد واسطه)، عامل فروش و عامل پرداخت تشکیل شده است (ماده ۱۲ دستورالعمل انتشار اوراق اجاره مصوب ۱۳۸۹، اصلاحیه ۱۳۹۴) البته بر اساس دستورالعمل انتشار اوراق بهادار اسلامی رکن هفتمی با عنوان ضامن در ساختار اوراق بهادار اسلامی دیده شده است که ضامن نقدشوندگی اصل و سودهای دوره‌ای اوراق می‌باشد. نهادهای واجد شرایط رکن ضامن اوراق باید با دقت و حساسیت بالایی نسبت به قبول این رکن اقدام نمایند که قاعدتاً منطقی به نظر می‌رسد ولی این دقت و حساسیت از سوی ضامن بعضاً موجب اخلال در فرآیند انتشار اوراق شده و بازه‌ی زمانی تأمین مالی از طریق این ابزارها را با وقفه‌های طولانی مواجه می‌سازد. از سوی دیگر؛ ضمانت اوراق هزینه‌های زیادی را بر بانی تحمیل نموده که این هزینه‌ها در قالب کارمزد ضمانت و وثایق درخواستی تعریف شده که فشار مضاعفی را بر بانی تحمیل نموده به‌نحوی که امکان استفاده از این ابزار را برای شرکت‌های کوچک و متوسط در عمل غیرممکن می‌سازد.

البته راهکار حل این مشکل توسط قانون‌گذار پیش‌بینی شده و آن رتبه‌بندی اوراق بهادار اسلامی است*، به عبارت دیگر در صورت رتبه‌بندی این اوراق نیازی به وجود ضامن نمی‌باشد. در ایران نیز سال‌هاست ضرورت رتبه‌بندی اوراق و وجود نهادهای رتبه‌بندی به عنوان یکی از نهادهای مالی بازار سرمایه، مطرح شده و اخیراً دستورالعمل مربوط به تأسیس نهادهای رتبه‌بندی نیز به تصویب هیئت‌مدیره سازمان بورس و اوراق بهادار رسیده است (پایگاه اطلاع‌رسانی بازار سرمایه ایران، ۱۳۹۵)؛ بنابراین پژوهش حاضر در پی آن است که به این پرسش اساسی پاسخ دهد که الگوی رتبه‌بندی اوراق اجاره در بازار سرمایه ایران چگونه است؟ بر اساس این پرسش و مطالعات تطبیقی صورت گرفته، پرسش‌های پژوهش به شرح زیر تدوین شده است:

* تبصره ۳ ماده ۴ قانون "رفع موانع تولید رقابت‌پذیر" مصوب سال ۱۳۹۴ مجلس شورای اسلامی و تبصره ۲ ماده ۵ "دستورالعمل انتشار اوراق اجاره و مراحله" مصوب سال ۱۳۸۹ سازمان بورس و اوراق بهادار اصلاحیه ۱۳۹۴.

- ۱- مؤلفه‌های رتبه‌بندی اعتباری اوراق اجاره کدام است؟
- ۲- مؤلفه‌های رتبه‌بندی ارزشی اوراق اجاره کدام است؟
- الف) سؤالات فرعی مربوط به بُعد رتبه‌بندی اعتباری اوراق اجاره:
 - ۱-۱- شاخص‌های تعیین ریسک اوراق اجاره کدام است؟
 - ۲-۱- شاخص‌های تحلیل ساختار قانونی اوراق اجاره کدام است؟
 - ۳-۱- شاخص‌های اعتبارسنجی ارکان اوراق اجاره کدام است؟
 - ۴-۱- شاخص‌های تحلیل دارایی مبنای انتشار کدام است؟
 - ۵-۱- شاخص‌های تحلیل جریان وجه نقد کدام است؟
 - ۶-۱- شاخص‌های ارتقای اعتبار اوراق اجاره کدام است؟
- ب) سؤالات فرعی مربوط به بُعد رتبه‌بندی ارزشی اوراق اجاره:
 - ۱-۲- شاخص‌های کیفیت مدیریت دارایی کدام است؟
 - ۲-۲- شاخص‌های انطباق با شریعت در فرآیند انتشار اوراق اجاره کدام است؟

۲. ادبیات پژوهش

۲-۱. رویه انواع نهادهای رتبه‌بندی

نهادهای معتبر در زمینه رتبه‌بندی اوراق بهادار اسلامی را می‌توان در دو طبقه جای داد. نخست نهادهایی که در سطح بین‌المللی اقدام به رتبه‌بندی اوراق بهادار از جمله اوراق بهادار اسلامی می‌کنند که مهم‌ترین این نهادها عبارت‌اند از اس‌اندپی (S&P)، فیچ (Fitch) و مودیز (Moody's) که بر اساس اطلاعات موجود حدود ۹۰ درصد بازار را پوشش می‌دهند (Tichy, 2011, P.11). در سمت دیگر، نهادهای ملی در زمینه رتبه‌بندی اوراق بهادار در برخی کشورهای اسلامی تشکیل شده و از آن جمله می‌توان به دو نهاد MARK و IIRA در کشورهای مالزی و بحرین اشاره کرد. این نهادها تعریف و روش‌شناسی متفاوتی به منظور رتبه‌بندی اوراق نسبت به نهادهای بین‌المللی داشته که از مهم‌ترین این تفاوت‌ها می‌توان به در نظر گرفتن اصول شریعت در تعیین رتبه اوراق اشاره نمود (Mseddi & Naifar, 2013, P.5). در ادامه مشخصه‌های اصلی نهادهای رتبه‌بندی به منظور رتبه‌بندی اوراق بهادار اسلامی به اختصار بیان می‌شود.

۱-۲-۱. مؤلفه‌های رتبه‌بندی اوراق بهادار اسلامی توسط نهادهای بین‌المللی

همان‌طور که عنوان گردید سه نهاد اس‌اندپی، فیچ و مودیز به عنوان پیشگامان رتبه‌بندی در سطح بین‌المللی مطرح شده که اکثریت بازار رتبه‌بندی را در اختیار دارند. شاخصه‌های اصلی رتبه‌بندی اوراق بهادار اسلامی توسط این نهادها به شرح زیر می‌باشد.

الف) این نهادها انطباق اوراق بهادار اسلامی با اصول شریعت را به عنوان عاملی مؤثر در تعیین رتبه اوراق در نظر نمی‌گیرند و اعتقاد دارند اصول شریعت فاقد ماهیت عینی و تأثیرگذار در رتبه‌بندی است (Howladar, 2006, P.23 & Hassoune, 2007, P. 9 & Usmani, 2008, P. 17).

ب) فرآیند رتبه‌بندی اوراق بهادار اسلامی و اوراق قرضه در این نهادها یکسان بوده و بعضاً مکانیزم‌های مشابهی را به منظور رتبه‌بندی هر دو دسته به کار می‌برند (Hassoune, 2007, P. 17).

ج) تمرکز این نهادها بیشتر بر احتمال نکول ناشر است، به همین دلیل برای ارتقای رتبه ناشر از ابزارهای ارتقای رتبه اعتباری (Credit Enhancement) استفاده می‌کنند که به‌کارگیری بسیاری از این ابزارها در اوراق بهادار اسلامی از دیدگاه شریعت یا ممنوع بوده و یا مشروعیت آن جای بحث دارد (Zaidi, 2008, P.13). به‌طور کلی از این منظر اوراق بهادار اسلامی را می‌توان به سه دسته طبقه‌بندی نمود:

الف) اوراق با مکانیزم ارتقای اعتباری کامل

این نوع اوراق بهادار دارای ضمانت کامل یک شخص ثالث بوده که پرداخت اصل و سودهای دوره‌ای آن را متعهد شده است. اعتبارسنجی (creditworthiness) ضامن، بخش عمده‌ی رتبه‌بندی اوراق را در این حالت تشکیل می‌دهد. شایان گفتن است ساختار انتشار اوراق حال حاضر بازار سرمایه در این دسته قرار می‌گیرد، بر اساس تبصره ۳ ماده ۲ دستورالعمل انتشار اوراق اجاره و مرابحه و تبصره ۲ ماده ۲ دستورالعمل انتشار اوراق سفارش ساخت، به شرط وجود ضامن بانکی معتبر و تأیید بانک مرکزی حتی اگر بانی توانایی پرداخت سودهای دوره‌ای را نیز نداشته باشد می‌تواند اقدام به تأمین مالی از طریق انتشار اوراق بهادار اسلامی نماید.

ب) اوراق با مکانیزم ارتقای اعتباری جزئی

در این حالت تنها سودهای دوره‌ای اوراق توسط یک شخص ثالث (ضامن) متعهد شده و اصل مبلغ، بستگی به میزان نقدشوندگی دارایی مبنای انتشار اوراق دارد، بنابراین فرآیند رتبه‌بندی اوراق در این حالت بستگی به ریزکاوی ضامن و تحلیل دارایی مبنای انتشار دارد.

ج) اوراق بدون مکانیزم ارتقای اعتبار

در این حالت اتکای اوراق بهادار اسلامی تنها بر توانایی بانی و دارایی مبنای انتشار اوراق خواهد بود، بنابراین ریزکاوی بانی و تحلیل دارایی مبنای انتشار بخش عمده‌ی فرآیند رتبه‌بندی را به خود اختصاص خواهد داد، مؤسسه اس‌اندپی دارایی مبنای انتشار را در شرایط مختلف اقتصادی ارزش‌گذاری می‌کند و بر این اساس، کیفیت وجه نقد مورد انتظار از این دارایی را پیش‌بینی می‌نماید.

۲-۱-۲. رتبه‌بندی اوراق بهادار اسلامی توسط نهادهای رتبه‌بندی ملی

این نهادها که در کشورهای اسلامی تشکیل شده است، دارای رویکردی متفاوت از نهادهای رتبه‌بندی بین‌المللی هستند و به دلیل شناخت بازارهای داخلی و مقررات شریعت (که مدنظر بسیاری از سرمایه‌گذاران مسلمان می‌باشد) از رویکرد متفاوتی به منظور رتبه‌بندی اوراق بهادار اسلامی استفاده می‌کنند. چارچوب کلی رتبه‌بندی این نهادها به شرح زیر است:

الف) تحلیل ماهیت اوراق بهادار اسلامی: این نهادها بین دو طبقه اوراق، تفاوت قائل هستند. در ادبیات مالی اسلامی اوراق بهادار اسلامی در دو طبقه بررسی می‌شود، اوراق بر مبنای دارایی و اوراق به پشتوانه دارایی (Asset back sukuk) تمایز اصلی این دو نوع در انتقال مالکیت دارایی مبنای انتشار (Underlying asset) می‌باشد (مسدی و نایفر، ۲۰۱۳، ص ۱۴). در اوراق بر مبنای دارایی بانی تنها مالکیت منافع (Beneficial Ownership) دارایی پایه را به نهاد واسط (SPV) منتقل می‌کند و مالکیت حقوقی (Ownership Legal) و در حقیقت اصل مالکیت بر دارایی‌های پایه را برای خود در اختیار دارد. به همین دلیل دارایی‌های پایه از لحاظ حقوقی و حسابداری در ترازنامه بانی باقی می‌ماند؛ اما در اوراق به پشتوانه دارایی فروش واقعی دارایی‌های

پایه یا منافع آنها شکل گرفته و انتقال کامل مالکیت از بانی به نهاد واسط صورت می‌پذیرد؛ بنابراین، دارایی‌های پایه از سایر دارایی‌های بانی از لحاظ حقوقی و حسابداری جدا شده و نهاد واسط از طرف سرمایه‌گذاران مالک واقعی دارایی‌های پایه گردیده و ریسک مالکیت را می‌پذیرد.

ب) ارزیابی ارکان انتشار: انتشار اوراق بهادار اسلامی مستلزم وجود ارکانی است که هر کدام مسئولیت مشخصی را بر عهده دارند. حداقل ارکان انتشار اوراق عبارت‌اند از: بانی (تأمین مالی شونده)، نهاد واسط (ناشر اوراق) و سرمایه‌گذاران (دارندگان اوراق). تفکیک دقیق وظایف ارکان و کیفیت اعتباری آنها مانند به دور از احتمال ورشکسته شدن (bankruptcy-remote entity) نهاد واسط تأثیر بسزایی در رتبه‌بندی اوراق دارد. اهمیت این موضوع تا جایی است که بررسی وضعیت اعتباری ارکان را به اصطلاح «رتبه‌بندی سایه‌ای (shadow rating)» می‌گویند (روش‌شناسی رتبه‌بندی موسسه مارک، ۲۰۰۸، ص ۴). ذکر این نکته ضروری است که وجود نهاد واسط و تأثیر آن بر رتبه اعتباری اوراق بهادار اسلامی، فرایند رتبه‌بندی این اوراق را از اوراق مشارکت و اوراق قرضه متمایز می‌نماید.

ج) ارزیابی دارایی مبنای انتشار: این بخش مهم‌ترین مرحله ارزیابی اوراق بهادار اسلامی به‌ویژه اوراق به پشتوانه دارایی می‌باشد، در این مرحله توانایی دارایی مبنای انتشار در ایجاد جریان وجه نقد مورد بررسی قرار می‌گیرد، ارزش روز دارایی مبنای انتشار دقیقاً مشخص شده و هرگونه محدودیت در نقل و انتقال دارایی به‌دقت بررسی می‌شود. تأکید بر انتقال مالکیت حقوقی دارایی مبنا به نهاد واسط از مراحل مورد تأکید در این بخش است. (Mseddi & Naifar, 2013, P.5 & AAOIFI, 2004, P.26)

د) ارزیابی راهکارهای ناشر به منظور ارتقای اعتبار اوراق: همان‌طور که بیان شد سازوکار ارتقای اعتباری از راهکارهای لازم به منظور بهبود رتبه اوراق بهادار اسلامی می‌باشد که در دو طبقه کلی سازوکارهای داخلی و خارجی قرار می‌گیرند (فبوزی و کوتاری، ۲۰۰۸، ص ۸). مکانیزم‌های داخلی، مربوط به اقدامات شرکت در جهت ارتقای رتبه اوراق بهادار اسلامی می‌باشد که در این زمینه می‌توان به مواردی همچون

ایجاد ذخایر لازم، استفاده از دارایی مبنا به ارزشی بیشتر از مبلغ انتشار و یا انتقال دارایی با جریان درآمدی که اصل و سودهای اوراق را پوشش دهد، اشاره نمود. سازوکارهای خارجی نیز دارای انواع مختلفی می‌باشد که مهم‌ترین آنها که با اصول شریعت نیز سازگار است استفاده از یک ضامن به منظور تضمین پرداخت اصل و سود اوراق توسط بانی می‌باشد.

ه) ارزیابی قانونی: انطباق با قوانین و مقررات داخلی و به‌ویژه انطباق با اصول شریعت از جمله مهم‌ترین ارزیابی‌های قانونی این نهادها است.

۲-۳. ساختار عملیاتی انتشار اوراق اجاره

بر اساس دستورالعمل انتشار اوراق اجاره، روش‌های مختلفی به منظور انتشار این اوراق وجود دارد که انتخاب هر روش، بر جریان‌های نقدی ورودی و خروجی اوراق و در نتیجه فرآیند رتبه‌بندی آن تأثیر قابل ملاحظه‌ای دارد این روش‌ها عبارت‌اند از:

الف) نوع قرارداد اوراق: قرارداد اوراق اجاره بر اساس ۲ نوع قرارداد شامل اجاره به شرط تملیک یا اجاره با اختیار فروش دارایی در سررسید اجاره با قیمت معین قابل طراحی و اجرا می‌باشد (ماده ۱۲ دستورالعمل انتشار اوراق اجاره مصوب ۱۳۸۹، اصلاحیه ۱۳۹۴)، بدیهی است هر یک از قراردادهای مطرح‌شده بر فرآیند انتشار اوراق و تعهدات بانی و ناشر تأثیر بسزایی خواهد داشت.

ب) شیوه عرضه: بر این اساس اوراق بهادار اسلامی قابلیت فروش به قیمت اسمی یا قیمت بازار (ثبت سفارش) تقسیم می‌شود (بند ۶ گزارش توجیهی انتشار اوراق اجاره مصوب ۱۳۸۹، اصلاحیه ۱۳۹۴).

ج) نوع پرداخت: رویه عملیاتی اوراق بهادار اسلامی به نحوی طراحی شده است که بانی می‌تواند طی دوره انتشار تنها سودهای دوره‌ای را پرداخت نموده و در سررسید اوراق اصل مبلغ تأمین مالی را یکجا پرداخت نماید، از سوی دیگر سودهای دوره‌ای اوراق اجاره را می‌توان در فواصل زمانی

مختلف بسته به توافق بانی و ناشر پرداخت نمود برای مثال در مورد اوراق اجاره ۲ نوع پرداخت شامل پرداخت کامل مبلغ اجاره‌بها در مواعد مقرر تا سررسید نهایی یا پرداخت بخشی از اجاره‌بها در مواعد مقرر تا سررسید نهایی و تصفیۀ مابقی منافع اوراق اجاره در سررسید نهایی وجود دارد (ماده ۱۹ دستورالعمل انتشار اوراق اجاره، بازنگری شده در سال ۱۳۹۴)

د) ریزکاوی ارکان انتشار اوراق: که در انتشار اوراق نقش دارند و بسته به ۲۲۱ نوع اوراق این ارکان متفاوت می‌باشد و حداقل از ۶ رکن متعهد پذیره- نویس، بازارگردان، بانی (تأمین مالی شونده)، ناشر (نهاد واسطه)، عامل فروش و عامل پرداخت تشکیل شده است (ماده ۱۲ دستورالعمل انتشار اوراق اجاره مصوب ۱۳۸۹، اصلاحیه ۱۳۹۴). ضوابط و نحوه فعالیت هر یک از ارکان فوق توسط قانونگذار تعریف شده که بررسی وضعیت اعتباری هر یک از ارکان فوق نقش کلیدی در رتبه‌بندی اوراق اجاره را به خود اختصاص می‌دهد.

ه) تحلیل دارایی مبنای انتشار: تحلیل دارایی مبنای انتشار در اوراق اجاره از جهات مختلف قابل توجه است و در قوانین و دستورالعمل‌ها ویژگی‌های مختلفی برای آن بیان شده است که از آن جمله می‌توان به موارد زیر اشاره کرد:

- به‌کارگیری آن در فعالیت بانی، منجر به ایجاد جریان‌ات نقدی شده یا از خروج وجوه نقد جلوگیری نماید (ماده ۱۰ دستورالعمل انتشار اوراق اجاره مصوب ۱۳۸۹، اصلاحیه ۱۳۹۴)

- تصرف و اعمال حقوق مالکیت در آن برای نهاد واسطه دارای هیچ‌گونه محدودیتی نباشد. (ماده ۱۰ دستورالعمل انتشار اوراق اجاره مصوب ۱۳۸۹، اصلاحیه ۱۳۹۴)

- ارزشگذاری قابل اتکای دارایی مبنای انتشار (تبصره ۲ ماده ۱۰ دستورالعمل انتشار اوراق اجاره مصوب ۱۳۸۹، اصلاحیه ۱۳۹۴)

و) تحلیل جریان نقد: توانایی ایجاد جریان‌های نقدی ناشی از عملیات بانسی و تعهدات مالی آن بخش مهمی از فرآیند رتبه‌بندی را تشکیل می‌دهد (دموداران، ۲۰۱۴، ص ۱۵۷) که در رابطه با اوراق اجاره، تحلیل جریان وجه نقد در ۲ بُعد صورت می‌پذیرد، نخست تحلیل جریان نقد بانسی و دوم تحلیل جریان نقد دارایی مبنای انتشار (Mseddi & Naifar, 2013, P.14).

ز) روش‌های ارتقای اعتبار بانسی: در مواردی که بانسی مایل به بهبود رتبه اعتباری اوراق خود باشد می‌تواند از روش‌های ارتقای اعتباری استفاده کند که دارای طیف وسیعی بوده و از جهات مختلف قابل طبقه‌بندی می‌باشد، در یک طبقه‌بندی کلی این روش‌ها به دو دسته کلی مکانیزم‌های داخلی و خارجی ارتقای اعتبار تقسیم می‌گردد (Kothari, 2006, Fabozzi & Drake, ۲۰۰۸، P.159 & P.151). از سوی دیگر می‌توان این روش‌ها را در ۳ طبقه زیر تقسیم‌بندی نمود (P.203, Fabozzi & Drake, 2008):

- روش‌های فراهم‌شده توسط بانسی: که از آن جمله می‌توان به شکاف یا سود اضافی (Excess spread)، وثیقه نقدی (Cash Collateral) و وثیقه‌گذاری بیش‌ازحد (Overcollateralization) اشاره نمود.

- روش‌های ارتقای رتبه اعتباری ساختاری: در این روش با طبقه‌بندی اوراق اجاره، این اوراق از لحاظ دریافت سود اولویت‌بندی (Tranching Securities) می‌شوند. در این حالت اوراق در ۳ طبقه اوراق با کیفیت بالا، متوسط و کیفیت پایین طبقه‌بندی شده و سود اوراق به ترتیب با اولویت اوراق با کیفیت بالا، متوسط و کیفیت پایین پرداخت می‌شود. در صورت نکول نیز اوراق بر حسب طبقه خود در دریافت اصل و سودهای باقیمانده اولویت خواهند داشت.

- روش‌های ارتقای رتبه اعتباری فراهم‌شده توسط اشخاص ثالث: در این روش ارتقای رتبه توسط شخصی غیر از بانسی صورت پذیرفته و دارای انواع مختلفی از جمله ضمانت‌نامه بانکی یا بیمه مجموعه دارایی‌ها می‌باشد.

۴-۲. پیشینه پژوهش

تاکنون پژوهش‌های متعددی در مورد اوراق اجاره و ابعاد مختلف آن انجام شده که برخی از مهم‌ترین آنها به شرح زیر است: مسدی و نایفر (Mseddi & Naifar, 2013) در مقاله خود با عنوان «الگوی رتبه‌بندی اوراق بهادار اسلامی به پشتوانه دارایی» با تعریف انواع اوراق بهادار اسلامی و ریسک‌های آن، مدلی به منظور رتبه‌بندی اوراق بهادار اسلامی ارائه کردند که در آن فرآیند رتبه‌بندی این اوراق در دو شاخه رتبه‌بندی اعتباری و رتبه‌بندی ارزشی طبقه‌بندی شده بود، در این طبقه‌بندی که از سوی مؤسسات ملی رتبه‌بندی همچون IIRA نیز به کار گرفته شده است الزامات شریعت و ساختار ویژه اوراق بهادار اسلامی نسبت به اوراق قرضه متعارف گنجانده شده است. احمد و آمینال (Ahmed & Aminul, 2015) نیز در مقاله خود با عنوان «سازوکارهای رتبه‌بندی و ارزشگذاری اوراق بهادار اسلامی» با تحلیل روش‌شناسی به‌کاررفته در نهادهای رتبه‌بندی کشور مالزی و نهادهای رتبه‌بندی بین‌المللی همچون مودیز بیان کردند ساختار ویژه اوراق بهادار اسلامی و نقش ارکان مختلف در انتشار این اوراق موجب می‌شود در رتبه‌بندی اوراق بهادار اسلامی به ساختار این ارکان و اعتبار سنجی آنها نیز پرداخته شود و از طرف دیگر نقش دارایی مبنای انتشار و توانایی آن در ایجاد وجه نقد نقش بسزایی در تعیین رتبه اوراق بهادار اسلامی خواهد داشت، نهاد بین‌المللی رتبه‌بندی اسلامی (۲۰۱۵) در «شیوه‌نامه رتبه‌بندی ارزشی» خود به تشریح ابعاد رتبه‌بندی ارزشی پرداخته است، از دیدگاه این نهاد هدف رتبه‌بندی ارزشی ایجاد اطمینان در سرمایه‌گذاران بوده که اولاً منابع منتقل شده از سوی آنها به نحو مطلوب مدیریت می‌شود که این امر مستلزم آن است که از یک سو طرحی که شرکت قصد تأمین مالی برای آن را دارد بررسی شده و از سوی دیگر نحوه مدیریت دارایی مبنای انتشار بررسی شود، ثانیاً الزامات شریعت در فرآیند تأمین مالی و مصرف منابع رعایت می‌گردد. سروش (۱۳۸۶) در مقاله خود با عنوان «بررسی اوراق صکوک اجاره» ریسک‌های اوراق اجاره را در سه طبقه ریسک‌های بازار اولیه، ریسک‌های بازار ثانویه و ریسک‌های مرتبط با دارایی طبقه‌بندی نمودند، آنها در مجموع بیست ریسک را در ارتباط با اوراق اجاره شناسایی و احصاء نمودند.

طالبی و رحیمی (۱۳۹۱) نیز در مقاله خود با عنوان «شناسایی، طبقه‌بندی و اولویت‌بندی ریسک‌های مرتبط با اوراق بهادار اجاره» ریسک‌های اوراق اجاره را در سه طبقه ریسک-های مربوط به بانی، ریسک‌های مربوط به نهاد مالی و ریسک‌های مربوط به سرمایه‌گذاران تقسیم نمودند، مجموعه ریسک‌های شناسایی شده بالغ بر سی‌وسه ریسک می‌باشد. موسویان و همکاران (۱۳۹۱) نیز در پژوهش خود با عنوان «شناخت و رتبه‌بندی ریسک-های اوراق بهادار اسلامی» در مجموع هفت اوراق بهادار اسلامی را مورد بررسی قرار دادند و برای هر یک از این اوراق ۲ مجموعه ریسک شامل ریسک اختصاصی هر اوراق و ریسک مشترک شناسایی نمودند. در یک طبقه‌بندی کلی از پژوهش‌های صورت گرفته در خصوص شناسایی ریسک‌های اوراق بهادار اسلامی به‌ویژه اوراق اجاره می‌توان آنها را به شرح جدول شماره ۲ طبقه‌بندی نمود:

جدول شماره ۲. شناسایی و طبقه‌بندی ریسک‌های اوراق اجاره

ریسک عدم جمع‌آوری وجوه به میزان کافی		بازار اولیه	
ریسک سوءاستفاده واسط از وجوه دریافتی			
ریسک عدم فروش کالا به واسط			
ریسک عدم اجاره کالا توسط بانی			
ریسک نرخ سود (اجاره‌بها)		ریسک مالی	بازار ثانویه
ریسک اعتباری			
ریسک نقدینگی			
ریسک تورم			
ریسک نقدشوندگی			
ریسک بازار			
ریسک سرمایه‌گذاری مجدد			
ریسک اعمال اختیارات			
ریسک نرخ ارز			
ورشکستگی نهادهای مالی			

ریسک سیاسی	ریسک غیرمالی	
ریسک قوانین و مقررات		
ریسک ابعاد شرعی (شریعت)		
ریسک از بین رفتن کلی یا جزئی دارایی	مرتبط با دارایی	
ریسک استهلاک تدریجی دارایی		
ریسک هزینه‌های غیرعملیاتی		

در مجموع پژوهش‌های انجام‌شده داخلی بیشتر به حوزه شناسایی و تفکیک ریسک‌های اوراق بهادار اسلامی پرداخته است ولی پژوهش حاضر به صورت تخصصی اقدام به طراحی الگوی مفهومی رتبه‌بندی اوراق اجاره نموده است که تحلیل و شناسایی ریسک تنها بخشی از مدل معرفی شده بوده و قاعداً طراحی الگوی رتبه‌بندی انواع اوراق بهادار اسلامی نیازمند شناسایی عوامل متعددی است که در فرآیند رتبه‌بندی این اوراق می‌بایست مدنظر قرار گیرد.

۳. روش پژوهش

ازآنجا که هدف اصلی این پژوهش، شناخت ابعاد، مؤلفه‌ها و شاخص‌هایی است که انتظار می‌رود در فرآیند رتبه‌بندی اوراق اجاره دارای نقش باشد و سرانجام الگویی برای رتبه‌بندی اوراق اجاره در بازار سرمایه ایران شود، از پیمایش دلفی استفاده شده است. مراحل انجام پژوهش که به ترتیب انجام شده است به شرح ذیل است:

الف- مطالعه مبانی نظری: در گام نخست، ابعاد، مؤلفه‌ها و شاخص‌های مؤثر بر تدوین الگوی رتبه‌بندی اوراق اجاره در بازار سرمایه کشور مورد مطالعه تطبیقی و شناسایی قرار گرفته تا از پشتوانه نظری و تجربی برخوردار باشند. در این مرحله بر اساس مطالعه سوابق موجود از قبیل پژوهش‌های دانشگاهی صورت گرفته در خصوص رتبه‌بندی اوراق بهادار به‌طورکلی و رتبه‌بندی اوراق اجاره و اوراق مبتنی بر دارایی به‌طور ویژه و همچنین بررسی رویه نهادهای رتبه‌بندی در سطح بین‌الملل و نهادهای رتبه‌بندی ملی که تخصص بیشتری در زمینه رتبه‌بندی اوراق بهادار اسلامی نظیر اوراق اجاره دارند (مثل بحرین و مالزی)،

ابعاد و مؤلفه‌های رتبه‌بندی اوراق اجاره شامل شناسایی انواع ریسک‌ها و الزامات قانونی و الزامات شریعت شناسایی می‌گردد و بر اساس آنها، پرسش‌های کلیدی قابل درج در پرسشنامه جهت نظرخواهی از خبرگان طراحی می‌شود.

ب- طراحی پرسشنامه: در این مرحله ابعاد، مؤلفه‌ها و شاخص‌های کلیدی مبتنی بر مبانی نظری و تجربی موضوع بند (الف) که به نظر پژوهشگر با ویژگی‌های محیطی ایران نیز سازگار است به همراه برخی از عوامل و محرک‌های تأثیرگذار دیگر انتخاب و بر اساس آنها، تعداد ۴۶ پرسش کلیدی قابل درج در پرسشنامه، برای نظرخواهی از خبرگان طراحی گردید.

ج- نظرخواهی از خبرگان: به منظور نظرخواهی از خبرگان با هدف کسب اجماع نظر عمومی در مورد هر یک از محرک‌ها و عوامل مؤثر در رتبه‌بندی اوراق اجاره در بازار سرمایه کشور، از پیمایش دلفی به روش فازی که یک روش پژوهش معتبر علمی و شناخته‌شده برای نظرخواهی عمومی از خبرگان است، استفاده گردید. در این مرحله با توجه به ابعاد و مؤلفه‌های مؤثر استخراج‌شده از مطالعات تطبیقی، پرسش‌های پژوهش طراحی و در قالب پرسشنامه در اختیار خبرگان، شامل مدیران عامل نهادهای فعال و مؤثر در بازار سرمایه کشور (همچون فرابورس ایران، بورس انرژی، مرکز مالی ایران و...)، مدیران عالی و میانی شاغل در نهادهای مالی، کارشناسان ارشد واحدهای تأمین مالی مبتنی بر بدهی، اعضای هیئت علمی قرار گرفت، همچنین به دلیل لزوم اخذ نظرات خبرگان صاحب‌نظر در امور فقهی از کارشناسان ارشد اداره نظارت بر انتشار و ثبت اوراق بهادار بدهی سازمان بورس و اوراق بهادار که در جلسات کمیته فقهی سازمان بورس و اوراق بهادار در خصوص تدوین و تصویب دستورالعمل انتشار اوراق اجاره حضور داشته‌اند، استفاده گردید. شایان گفتن است به دلیل عدم اجماع در برخی پرسش‌های پژوهش میان گروه‌های خبرگان، بخشی از پرسش‌های پژوهش در دور دوم پرسشنامه بین خبرگان توزیع گردید.

د- تدوین ویژگی‌های کلیدی مدل رتبه‌بندی اوراق اجاره در بازار سرمایه ایران: در این مرحله از پژوهش، با استفاده از نتایج حاصل از تحلیل آماری پاسخ‌ها و عوامل مستخرج‌ه در مرحله نظرخواهی از خبرگان که در خصوص آنها اجماع حاصل شده است، ابعاد،

مؤلفه‌ها و شاخص‌های مؤثر بر تدوین الگوی رتبه‌بندی اوراق اجاره در بازار سرمایه کشور استخراج گردیده، به نحوی که قابلیت ایجاد یک خط‌مشی برای نهادهای رتبه‌بندی به منظور تعیین رتبه اعتباری این ورقه بهادار را داشته باشد.

۴. تحلیل داده‌های پژوهش

در این پژوهش پس از اخذ پرسشنامه‌های ارسال‌شده به خبرگان از روش دلفی به منظور تحلیل پرسشنامه‌ها استفاده شده است که نتایج این تحلیل که در دور اول تحلیل پرسشنامه - ۲۲۷ ها دریافت شده، به شرح جدول شماره سه می‌باشد:

جدول شماره ۳. خلاصه نتایج تحلیل دلفی در توزیع دور اول پرسشنامه

عنوان مؤلفه	تعداد پرسش	آزمون دوجمله‌ای		آزمون T یک نمونه‌ای		آزمون کولموگروف اسمیرنف		آزمون کروسکال والیس		آزمون فریدمن
		تأیید پرسش	رد پرسش	موافقت	مخالفت	اجماع	عدم اجماع	همسان بودن پاسخ‌ها	عدم همسان بودن پاسخ‌ها	
تحلیل ریسک اوراق اجاره	۱۳	۱۳	۰	۱۱	۲	۱۳	۰	۹	۴	دارای تفاوت معنادار
تحلیل ساختار قانونی اوراق اجاره	۶	۶	۰	۶	۰	۶	۰	۵	۱	دارای تفاوت معنادار
ریزکای ارکان انتشار اوراق اجاره	۸	۸	۰	۷	۱	۸	۰	۷	۱	دارای تفاوت معنادار
تحلیل دارایی مبنای انتشار	۵	۵	۰	۵	۰	۵	۰	۵	۰	دارای تفاوت معنادار
تحلیل جریان نقد بانی	۲	۲	۰	۲	۰	۲	۰	۱	۱	دارای تفاوت معنادار
استفاده از ابزارهای ارتقای اعتبار	۱۰	۱۰	۰	۱۰	۰	۱۰	۰	۷	۳	دارای تفاوت معنادار
ابزارهای رتبه‌بندی ارزشی	۲	۲	۰	۲	۰	۲	۰	۱	۱	دارای تفاوت معنادار
جمع‌بندی	۴۶	۴۶	۰	۴۳	۳	۴۶	۰	۳۵	۱۱	-

۴-۱. پرسشنامه دور دوم دلفی

همان‌طور که در جدول شماره سه مشاهده می‌شود، نتایج آزمون کروسکال والیس حاکی از عدم وجود اجماع در بین گروه‌های پاسخ‌دهنده برای تعداد یازده پرسش بوده است. به عبارت دیگر در این پرسش‌ها شدت موافقت گروه‌های پاسخ‌دهنده از توافق نظر برخوردار نبوده است. علاوه بر این، نتایج اجرای آزمون T یک نمونه‌ای می‌دهد خبرگان در خصوص سه پرسش به صورت قطعی موافقت خود را اعلام نکرده‌اند. همچنین، بر اساس پیشنهاد یکی از پاسخ‌دهندگان در دور دوم، یک پرسش جدید در بخش شاخص‌های مربوط به ریزکاوی ارکان اضافه گردید. این پرسش مبنی بر ریزکاوی مؤسسه بیمه‌کننده دارایی مبنای انتشار اوراق بود که با نسبت بالایی از سوی پاسخ‌دهندگان در دور دوم مورد پذیرش قرار گرفت؛ بنابراین در مجموع برای این پرسش‌ها (تعداد دوازده پرسش با توجه به این موضوع که تعداد سه پرسش در دو آزمون همپوشانی داشته‌اند و یک پرسش جدید) به‌طور مجدد دور دوم روش دلفی اجرا شده و از خبرگان درخواست شد که با توجه به مجموع نظرات جمع‌آوری‌شده در دور اول دلفی، پاسخ قبلی خود را تأیید یا تغییر دهند. بر این اساس تعداد ۱۲ نفر از خبرگان به سؤالات پاسخ داده و نظرات آنها با استفاده از روش دلفی فازی مجدداً مورد آزمون قرار گرفت، شایان گفتن است به دلیل آنکه استفاده از روش دلفی فازی به منظور غربالگری تنها در یک دور توزیع پرسشنامه صورت می‌پذیرد (حبیبی و فیروزی و صفرزاده، ۲۰۱۵، ص ۵)، به دلیل جلوگیری از توزیع مجدد پرسش‌نامه و طولانی شدن فرآیند اخذ نظرات خبرگان، دور دوم پرسشنامه با روش دلفی فازی تحلیل گردید که پس از بررسی پاسخ‌ها، نتایج مندرج در جدول شماره چهار حاصل گردید.

جدول شماره ۴. خلاصه نتایج تحلیل دلفی در اجرای دور دوم پرسشنامه

نوع پرسش	شماره پرسش	عنوان پرسش	آستانه تحمل	مقدار قطعی	نتیجه
پرسش‌های دور اول پرسشنامه	۱	ریسک نرخ ارز	0.6	0.667	پذیرش
	۲	ریسک عملیاتی	0.6	0.695	پذیرش
	۳	ریسک استهلاک تدریجی دارایی	0.6	0.7011	پذیرش
	۴	ریسک از بین رفتن دارایی	0.6	0.751	پذیرش
	۵	مدل تأمین مالی بانی	0.6	0.751	پذیرش
	۶	ریزکاوای عامل فروش	0.6	0.501	رد
	۷	توانایی بانی در ایجاد وجه نقد ناشی از عملیات اصلی و مستمر خود	0.6	0.741	پذیرش
	۸	شکاف یا سود اضافی	0.6	0.651	پذیرش
	۹	وثیقه نقدی	0.6	0.666	پذیرش
	۱۰	وثیقه‌گذاری بیش از حد	0.6	0.751	پذیرش
پرسش جدید	۱۱	نحوه مدیریت دارایی مبنای انتشار	0.6	0.695	پذیرش
	۱۲	ریزکاوای مؤسسه بیمه‌کننده دارایی مبنای انتشار اوراق	0.6	0.888	پذیرش

۲۲۹

فصلنامه علمی اقتصاد اسلامی / مقاله علمی پژوهشی / مدل‌ی به منظور رتبه‌بندی اوراق اجاره ...

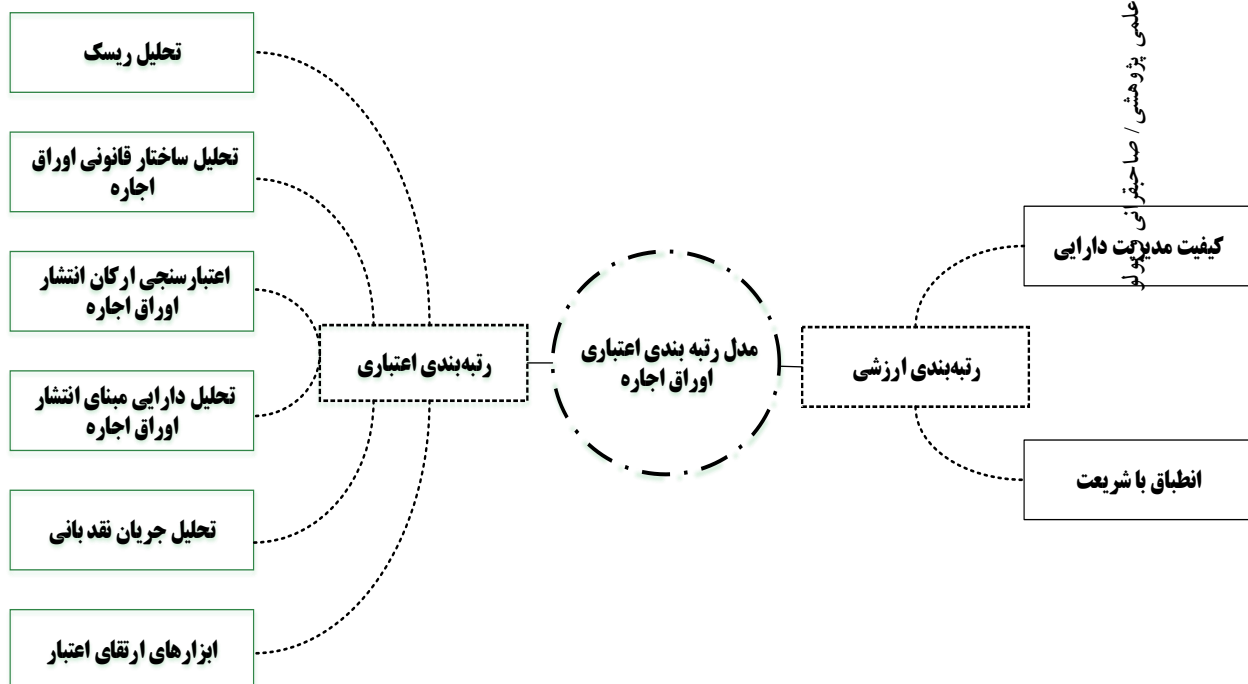
همان‌طور که عنوان گردید در دور دوم توزیع پرسشنامه به روش دلفی، تنها پرسش‌هایی که در دور اول مورد تأیید خبرگان واقع نشده یا در مورد آنها اجماع حاصل نشده بود مجدداً در قالب دور دوم نظرخواهی بین خبرگان توزیع گردید و بر همین اساس، در مورد کلیه پرسش‌ها به جز پرسش شماره شش در خصوص ریزکاوای عامل فروش، خبرگان نظر موافق خود را در خصوص پرسش‌های مطرح‌شده اعلام نموده‌اند و در خصوص این پرسش‌ها اجماع حاصل گردید، شایان گفتن است آستانه تحمل به منظور غربال آیت‌ها و انتخاب شاخص‌های مؤثر بر رتبه‌بندی اوراق اجاره به روش دلفی فازی ۰/۶ در نظر گرفته شده است (ناصری‌فر و همکاران، ۱۳۹۴، ص ۱۱).

۵. نتایج پژوهش:

مدل نهایی پیشنهادشده توسط خبرگان را می‌توان به شرح شکل شماره شش ارائه نمود، شایان گفتن است به دلیل تعدد شاخص‌های رتبه‌بندی اعتباری مطرح‌شده در مدل، اطلاعات مربوط به ریز شاخص‌های نهایی مدل در قالب شکل‌های هفت تا نه تشریح شده است.

۲۳۰

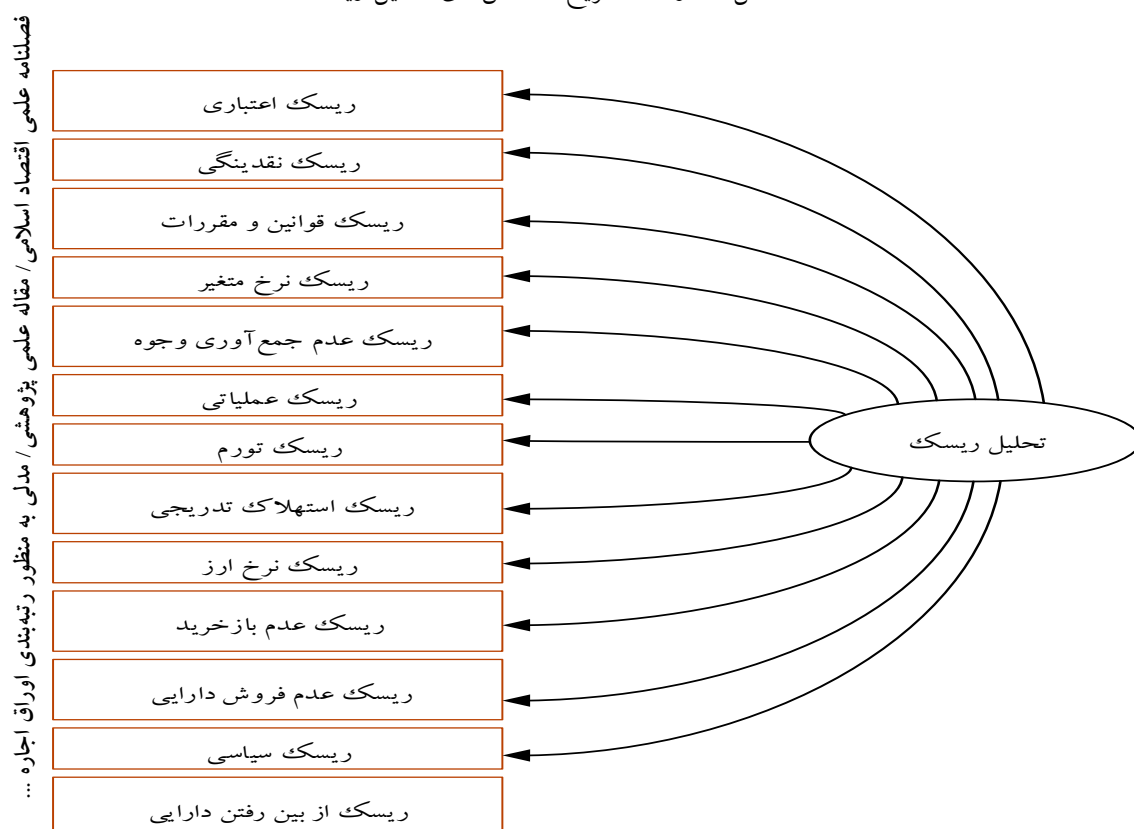
شکل شماره ۶. مدل رتبه‌بندی اعتباری اوراق اجاره (ابعاد- مؤلفه‌ها)



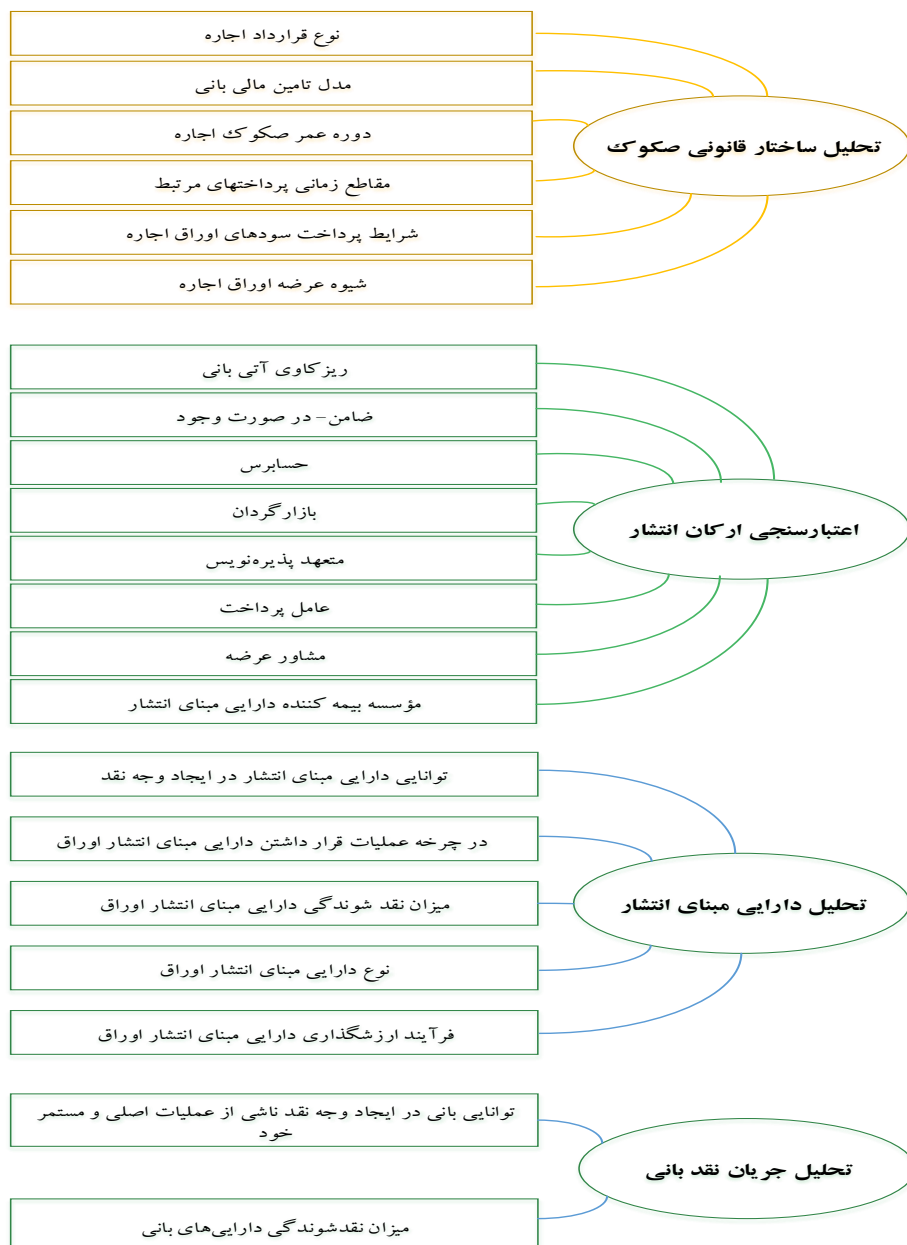
مدل مطرح شده در بالا ابعاد و مؤلفه‌های رتبه‌بندی اوراق اجاره را نمایش می‌دهد که هر کدام از ابعاد مطرح شده در مدل دارای شاخص‌هایی به شرح شکل‌های زیر می‌باشد:

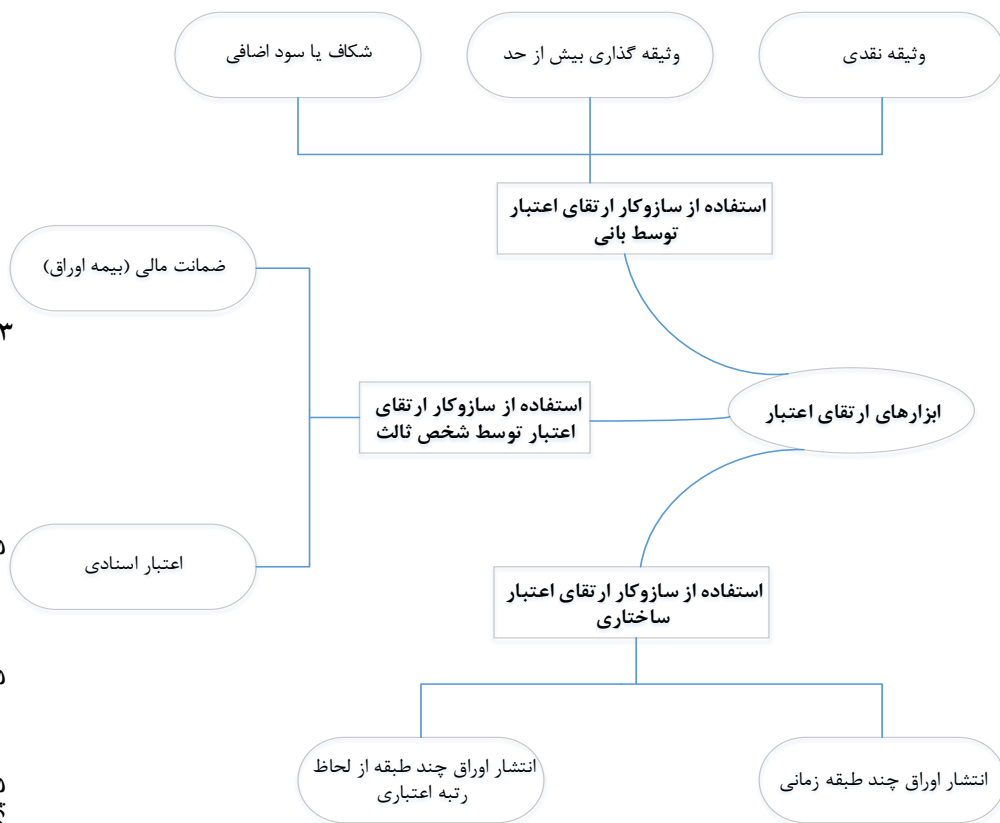
۲۴۱

شکل شماره ۷. تشریح شاخص‌های تحلیل ریسک

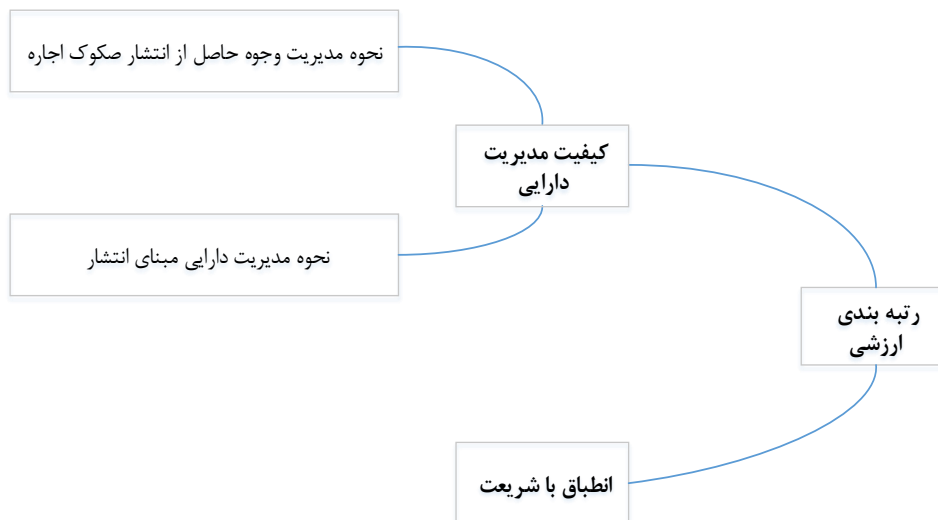


شکل شماره ۸. تشریح سایر شاخص‌های رتبه‌بندی اعتباری اوراق اجاره





شکل شماره ۹. تشریح شاخص‌های رتبه‌بندی ارزشی



۶. جمع بندی و نتیجه گیری

به منظور تکمیل حلقه‌ی نهادهای مالی بازار سرمایه، ایجاد و راه‌اندازی نهادهای رتبه‌بندی اعتباری در دستور کار نهاد ناظر بازار سرمایه قرار گرفته است، وظیفه اصلی این نهادها را می‌توان مشخص نمودن درجه اعتبار یک ورقه بهادار دانست که قاعدتاً انجام چنین کاری مستلزم تجهیز علمی و عملی نهادهای رتبه‌بندی است، با این رویکرد پژوهش حاضر به تدوین چارچوب مفهومی رتبه‌بندی اعتباری اوراق اجاره به عنوان یکی از ابزارهای شاخص و پرکاربرد تأمین مالی از طریق بازار سرمایه پرداخته است. با توجه به این موضوع که اوراق بهادار اسلامی از لحاظ ماهیت دارای تفاوت‌های اساسی با اوراق قرضه متعارف می‌باشد، بنابراین اولاً فرآیند رتبه‌بندی اعتباری اوراق بهادار اسلامی با فرآیند رتبه‌بندی اوراق قرضه دارای تفاوت‌های اساسی است، ثانیاً فرآیند رتبه‌بندی اوراق بهادار اسلامی با فرآیند رتبه‌بندی اعتباری بانی نیز متفاوت خواهد بود که مجموعه این موارد ضرورت طراحی مدل‌های مخصوص به انواع اوراق بهادار اسلامی را ضروری می‌نماید.

بر پایه همین موارد و با بررسی تطبیقی صورت پذیرفته در خصوص مدل‌های رتبه‌بندی اعتباری اوراق اجاره توسط نهادهای مطرح رتبه‌بندی اعتباری، توصیه و رهنمودهای

نهادهای مالی بین‌المللی و اسلامی، بررسی قوانین و الزامات مطرح‌شده توسط نهاد ناظر بازار سرمایه و نهایتاً پژوهش‌های علمی و دانشگاهی انجام‌شده در این خصوص، مدلی طراحی شد که پس از نظرخواهی آن از خبرگان در قالب روش پژوهش دلفی، در ۳ سطح شامل ابعاد، مؤلفه‌ها و شاخص‌های رتبه‌بندی اعتباری اوراق اجاره طراحی و تدوین شد. از منظر ابعاد رتبه‌بندی، در عرف مالی بین‌المللی، رتبه‌بندی اعتباری تنها دارای یک بُعد بوده که تحت عنوان رتبه‌بندی اعتباری شناخته می‌شود و بیشتر بر پایه تحلیل ریسک استوار است درحالی‌که اوراق بهادار اسلامی به دلیل ماهیت اسلامی خود دارای یک بُعد دیگر تحت عنوان رتبه‌بندی ارزشی است که ناظر به رعایت حسن امانت‌داری بانی در خصوص مدیریت دارایی‌هایی است که تا قبل از تأمین مالی در اخبار وی بوده ولی هم‌اکنون متعلق به دارندگان اوراق است، در بُعد رتبه‌بندی اعتباری نیز علاوه بر تحلیل ریسک که بخش عمده‌ای از فرآیند رتبه‌بندی اعتباری اوراق اجاره را تشکیل می‌دهد، ویژگی‌های محیطی اوراق اجاره در مدل پیشنهادی اضافه شده که مورد تأیید خبرگان نیز قرار گرفته است.

در مجموع به نظر می‌رسد به منظور طراحی سازوکار رتبه‌بندی اعتباری در بازار سرمایه ایران می‌بایست اوراق بهادار این بازار به تفکیک مورد بررسی و تحلیل قرار گرفته و برای هر ابزار مالی، مدل رتبه‌بندی اعتباری مخصوص ارائه نمود، این مدل‌ها مطابق دستورالعمل ایجاد و فعالیت نهادهای رتبه‌بندی اعتباری می‌بایست در دو دسته شامل فرآیند رتبه‌بندی و متدولوژی رتبه‌بندی ارائه گردد، فرآیند رتبه‌بندی بیشتر ناظر بر اصول کلی و خط‌مشی‌هایی است که در رتبه‌بندی اعتباری یک ابزار می‌بایست مدنظر قرار گیرد و به نظر می‌رسد می‌بایست نهاد ناظر بازار سرمایه متولی تدوین آن گردد اما متدولوژی رتبه‌بندی اعتباری بیشتر ناظر بر نحوه اجرای اصول کلی مطرح شده بوده و نیازمند مدل‌های اندازه‌گیری کمی متعددی است که بیشتر بر عهده نهادهای رتبه‌بندی اعتباری خواهد بود. امید است این پژوهش سرآغاز تدوین مدل‌های رتبه‌بندی اعتباری به تفکیک سایر انواع اوراق بهادار اسلامی و ابزارهای تأمین مالی در بازار سرمایه باشد که به تفکیک فرآیند رتبه‌بندی و متدولوژی رتبه‌بندی بتواند ادبیات غنی و کاملی را به منظور اعتباربخشی بهینه به ابزارهای مالی بازار سرمایه ارائه نماید.

منابع و مأخذ

۱. پایگاه اطلاع‌رسانی بازار سرمایه ایران؛ «آمار انتشار اوراق بهادار بدهی به تفکیک نوع اوراق و مبلغ»؛ قابل دسترسی از طریق لینک <http://www.seo.ir>، ۱۳۹۵.
۲. سازمان بورس و اوراق بهادار؛ «دستورالعمل انتشار اوراق اجاره»؛ مصوب سازمان بورس اوراق بهادار تهران ۱۳۸۹، اصلاحیه ۱۳۹۴.
۳. سازمان بورس و اوراق بهادار؛ «دستورالعمل انتشار اوراق مرابحه»؛ مصوب سازمان بورس اوراق بهادار تهران ۱۳۸۹، اصلاحیه ۱۳۹۴.
۴. سازمان بورس و اوراق بهادار؛ «آیین‌نامه نظام راهبری شرکتی»؛ مصوب سازمان بورس اوراق بهادار تهران، ۱۳۹۴.
۵. سازمان بورس و اوراق بهادار؛ «دستورالعمل انتشار اوراق سفارش ساخت»؛ مصوب سازمان بورس اوراق بهادار تهران، ۱۳۹۲.
۶. سازمان بورس و اوراق بهادار (۱۳۹۵)؛ «دستورالعمل تأسیس و فعالیت مؤسسات رتبه-بندی»؛ مصوب سازمان بورس اوراق بهادار تهران ۱۳۹۵.
۷. سروش، ابوذر؛ «بررسی اوراق صکوک اجاره»؛ فصلنامه بورس، سال دهم، شماره ۶۵، صص ۱۴-۳۲، ۱۳۸۶.
۸. طالبی، محمد. رحیمی، امیرمحمد؛ «شناسایی، طبقه‌بندی و اولویت‌بندی ریسک‌های مرتبط با اوراق بهادار اجاره»؛ دو فصلنامه علمی-پژوهشی جستارهای اقتصادی ایران، سال نهم. پاییز و زمستان، ۱۳۹۱.
۹. مجلس شورای اسلامی؛ «قانون توسعه ابزارها و نهادهای مالی جدید در راستای تسهیل اجرای سیاست‌های کلی اصل چهل و چهارم قانون اساسی»؛ مصوب ۱۳۸۸.
۱۰. مجلس شورای اسلامی؛ «قانون رفع موانع تولید رقابت‌پذیر و ارتقای نظام مالی کشور»؛ مصوب ۱۳۹۴.
۱۱. میثیکین، فردریک. ایکینز، استانی؛ «بازارها و نهادهای مالی»؛ ترجمه کردبچه، چاپ اول، تهران، ۱۳۹۱.
۱۲. دموداران، اسوات؛ «مالی شرکتی پیشرفته با رویکرد کاربردی»؛ ترجمه بدری و همکاران، چاپ اول، تهران، انتشارات نص، ۱۳۹۲.

۱۳. موسویان، سید عباس؛ «بازار سرمایه اسلامی»؛ چاپ اول، سازمان انتشارات پژوهشگاه فرهنگ و اندیشه اسلامی، تهران، ۱۳۹۱.
۱۴. موسویان، سید عباس؛ «ابزارهای مالی اسلامی (صکوک)»؛ چاپ ششم، سازمان انتشارات پژوهشگاه فرهنگ و اندیشه اسلامی، تهران، ۱۳۹۲.
۱۵. موسویان، سید عباس و همکاران؛ «شناخت و رتبه‌بندی ریسک‌های ابزارهای مالی اسلامی (صکوک)»؛ اندیشه مدیریت راهبردی، سال هفتم، شماره اول، بهار و تابستان، ۱۳۹۲.
16. AAOIFI, "Shari'ah Standards for Financial Institutions".
AAOIFI. Retrieved from http://www.aaofii.com/aaofii_sb_sukuk_Feb2008_Eng.pdf
17. Altman, Edward I., E, Hotchkiss, "Corporate Financial Distress and Bankruptcy: Predict and Avoid Bankruptcy, Analyze and Invest in Distressed Debt", 3rd edition, **John Wiley and Sons**, New York, 2011.
18. Ahmed, E, Aminul Islam, MD, "Islamic Sukuk: Pricing Mechanism and Rating", **The Social Sciences**, NO 10, 2015.
19. Arundina, T, Azmi, M, "The predictive accuracy of Sukuk ratings; Multinomial Logistic and Neural Network inferences". **Pacific-Basin Finance Journal**, NO 34. Pages 273–292, 2015.
20. Beretta R, "A critical review of the Delphi technique". **Nurse Res**; NO 3(4): 79-89, 1996.
21. Fabozzi, F. J., & Drake, P. P, "Finance capital markets, financial management and investment management". Hoboken, NJ: **John Wiley & Sons**, 2009.
22. Hassoune, A, "Standard & Poor's approach to rating sukuk". **S&P Ratings Direct**. September, 2007.

23. 23. Howladar, K, "Shari'ah and sukuk: A Moody's primer".
Moody's Investors Service. Retrieved from www.moodys.com.
24. 24. Kothari, V, "Securitization the financial instrument of the
future", Hoboken, NJ: **John Wiley & Sons**, 2006.
25. 25. Leong, M, "Rating approach to sukuk: A MARC
perspective". **Malaysian Rating Corporation Berhad**. Retrieved
from <http://www.marc.com.my>
26. 26. Murcia, F, C, S., Fernando, D, M., Suliani, R., and José, A,
B, "The Determinants of Credit Rating: Brazilian Evidence",
Retrieved from <http://www.anpad.org.br/bar>.
27. 27. Mseddi, S. Naifar, N, "Rating methodology and evaluating
the issuer of sukuk". **International Journal of Management
Science and Engineering Management**, 2013.
28. 28. McMillen, M. J. T, "Asset securitization sukuk and Islamic
capital markets: Structural issues in these formative years".
Wisconsin International Law Journal, 25, 703–772, 2008.
29. 29. Okoli C., Pawlowski, S.D., "The Delphi method as a
research tool: an example, design considerations and applications",
Information and Management, Vol. 42, 2004.
30. 30. McKenna H, Hasson F, Smith M. "A Delphi survey of
midwives and midwifery students to identify nonmidwifery
duties". **Midwifery**, 2002.
31. 31. Poon, W. P. H. and Chan, K. C., "An empirical
examination of the informational content of credit ratings in
China". **Journal of Business Research**, 61(7): 790-797, 2008.

32. 32. Standard & Poors, “Methodology for Rating Sukuk”. Retrieved from [www. Standard & Poors.com/ratinggsdirect](http://www.Standard & Poors.com/ratinggsdirect).
33. 33. RCP and Partners, “Risk rating of asset managers: The investor’s measure of trust. Report”. **RCP and Partners GmbH**, 2013.
34. 34. Tichy, G, “Credit rating agencies: Part of the solution or part of the problem? Intereconomics” – **Review of European Economic Policy**, 46, 232–262, 2011.
35. 35. Turoff M, Linstone HA, “The Delphi method: techniques and applications”. Cited 2008 Oct 19, Available from: <http://is.njit.edu/pubs/delphibook/>
36. 36. Usmani, M. T, “Sukuk and their contemporary applications. Working paper. Bahrain, AAOIFI Shari’ah Council”. Retrieved from <http://www.kantakji.com/fiqh/Files/Markets/f213.pdf>
37. 37. Zaidi, J. A, “Workshop on Financial Institutions Analysis. Islamic International Rating Agency”. Retrieved from www.iirating.com.