

شناسایی و اولویت‌بندی مؤلفه‌های اثرگذار

بر انتخاب ساختار صکوک مناسب جهت تأمین مالی^۱

محمد توحیدی*

سمیرا خوشنود**

مهدی حمزه‌پور***

چکیده

با توجه به گستردگی و تنوع ساختار اوراق بهادار اسلامی (صکوک) قابل‌انتشار، تعیین عوامل اثرگذار در انتخاب ساختار مناسب صکوک برای بانیان متقاضی، یکی از مسائل اصلی بازار اوراق بدهی است؛ بنابراین هدف این پژوهش شناسایی و اولویت‌بندی مؤلفه‌های اثرگذار در تعیین ساختار مناسب صکوک جهت تأمین مالی نیازهای مختلف بخش دولتی و خصوصی است. این پژوهش از منظر هدف کاربردی و از منظر ماهیت توصیفی-پیمایشی است و از روش مدل‌سازی معادلات ساختاری برای شناسایی و اولویت‌بندی مؤلفه‌های مؤثر استفاده شده است. نمونه پژوهش از میان خبرگان حوزه تأمین مالی بازار سرمایه کشور انتخاب شده و داده‌های پژوهش با استفاده از ابزار پرسشنامه جمع‌آوری شده است. در این پژوهش عوامل مؤثر مورد تأیید خبرگان در پنج طبقه اصلی شامل مؤلفه‌های مربوط به بانی، دارایی و منفعت مبنای انتشار اوراق، ارکان انتشار، ساختار بندی و مؤلفه‌های شرعی طبقه‌بندی شده‌اند. نتایج نشان‌دهنده آن است که در بین پنج مؤلفه اصلی، مؤلفه‌های مربوط به دارایی و منفعت مبنای انتشار بیشترین تأثیر و مؤلفه مربوط به ارکان انتشار کمترین تأثیر را در تصمیم‌گیری بانیان انتشار اوراق در انتخاب ساختار مناسب صکوک دارد.

واژگان کلیدی: صکوک، ابزارهای مالی اسلامی، تأمین مالی اسلامی، مدل‌سازی معادلات ساختاری.

طبقه‌بندی JEL: G32، G23، C38

۱. این پژوهش برگرفته از پایان‌نامه دوره DBA بازار سرمایه اسلامی انجمن مالی اسلامی است. از همکاری انجمن مالی اسلامی و مرکز پژوهش، توسعه و مطالعات اسلامی سازمان بورس و اوراق بهادار تشکر و قدردانی می‌شود.

* استادیار گروه مدیریت مالی، دانشکده معارف اسلامی و مدیریت، دانشگاه امام صادق (علیه السلام) di@isu.ac.ir

** شرکت تأمین سرمایه کاردان، تهران، ایران (نویسنده مسئول) Samira.khoshnood@gmail.com

*** استادیار دانشکده معارف اسلامی و مدیریت، دانشکده معارف اسلامی و مدیریت، دانشگاه امام صادق (علیه السلام) hamzehpoor@isu.ac.ir

۱. مقدمه

با توجه به ماهیت ربوی انواع اوراق قرضه متعارف و ممنوعیت شرعی استفاده از آنها، ایده استفاده از اوراق بهادار اسلامی (صکوک) - به عنوان جایگزینی برای اوراق قرضه متعارف - در کشورهای اسلامی مطرح شده است. بر پایه عقود اسلامی متعددی که به عنوان جایگزین عقد قرض ربوی شناخته شده‌اند، گستره‌ای از اوراق بهادار اسلامی طراحی و منتشر شده‌اند. براساس این، سازمان حسابرسی و حسابداری نهادهای مالی اسلامی^۱ در استاندارد شماره ۱۷ شرعی‌اش، براساس نوع قراردادهای شرعی پایه، ۱۴ نوع صکوک را معرفی نموده است.

از نظر شرعی هیچ ترجیحی بین قراردادهای ذکر شده وجود ندارد. انتخاب نوع قرارداد با توجه به نوع نیاز بانی انتشار اوراق صورت پذیرفته و عموماً افزون بر ملاحظه‌های مالیاتی مبتنی بر عوامل مختلفی چون اهداف اقتصادی، دسترسی به دارایی پایه، سطح بدهی شرکت، رتبه اعتباری بانی (ناشر)، چارچوب مقرراتی کشوری تعیین می‌شود که ناشر قصد انتشار اوراق دارد (توحیدی و یار محمدی، ۱۳۹۸: ۴۶).

بیش از یک دهه از تجربه انتشار صکوک در بازار سرمایه جمهوری اسلامی ایران می‌گذرد و این بازار رشد قابل توجهی داشته است. انواع زیادی از اوراق بهادار اسلامی شامل اوراق اجاره، مرابحه، منفعت، سلف، سفارش ساخت و اوراق رهنی به مرحله انتشار رسیده است؛ اما سهم تأمین مالی از طریق انتشار صکوک در ایران فاصله قابل توجهی با بسیاری از کشورهای پیشرفته دنیا دارد.

مدیران مالی برای تصمیم‌گیری جهت انتخاب روش تأمین مالی بنگاه اقتصادی خود همواره با این پرسش جدی مواجه‌اند که معیارهای لازم برای طراحی و انتشار ساختار مناسب صکوک جهت تأمین نیازهای مالی خود چیست؟ پاسخ به این پرسش به عوامل بسیاری از قبیل ساختار و اهداف شرکت، اندازه شرکت، منابع و دارایی‌های شرکت و مهم‌تر از همه هدف از تأمین منابع مالی بستگی خواهد داشت؛ بنابراین برای کمک به مدیران مالی جهت تصمیم‌گیری صحیح در فرایند تأمین مالی بنگاه اقتصادی لازم است معیارهایی برای تصمیم‌گیری بهتر ارائه شود.

در این پژوهش ابتدا به روش اسنادی با مطالعه کتب، مقالات، مصوبات کمیته فقهی، آیین‌نامه‌ها و دستورالعمل‌های اجرایی، مؤلفه‌های اثرگذار در انتخاب نوع ساختار صکوک بیان می‌شود. منظور از ساختار، الگوی انتشار اوراق با لحاظ ارکان مختلف آن است. در ادامه مؤلفه‌های استخراج شده ذیل پنج دسته کلی طبقه‌بندی شده، سپس به روش معادلات ساختاری، این عوامل اثرگذار مورد تجزیه و تحلیل و اولویت‌بندی قرار می‌گیرد.

1. Accounting and Auditing Organization for Islamic Financial Institutions (AAOIFI).

۲. مبانی نظری و پیشینه پژوهش

۲-۱. معرفی صکوک

واژه صکوک برای نخستین بار در سال ۲۰۰۲ در جلسه فقهی بانک توسعه اسلامی جهت ابزارهای مالی اسلامی پیشنهاد شد. صکوک جمع صک به معنای سند و سفته است و معرب واژه چک در فارسی است. عرب‌ها این واژه را توسعه داده‌اند و برای تمامی انواع حوالجات، تعهدات و اسناد مالی به کار می‌برند (نجفی، ۱۳۸۵: ۳۷). به صورت تخصصی صکوک به گواهی‌هایی اطلاق می‌شود که نمایانگر تعهدات مالی ناشی از تجارت و یا هرگونه فعالیت تجاری و سرمایه‌گذاری دیگر است (کمیل،^۱ ۲۰۰۸: ۲۱).

استاندارد شرعی شماره ۱۷ سازمان حسابداری و حسابرسی نهادهای مالی اسلامی، صکوک را این‌گونه تعریف می‌کند: «صکوک گواهی‌هایی با ارزش اسمی یکسان است که پس از اتمام عملیات پذیره‌نویسی، بیانگر پرداخت مبلغ اسمی مندرج در آن توسط خریدار به ناشر است و دارنده آن مالک یک یا مجموعه‌ای از دارایی‌ها، منافع حاصل از دارایی و یا ذی‌نفع یک پروژه یا یک فعالیت سرمایه‌گذاری خاص می‌شود». کمیته خدمات مالی اسلامی (۲۰۰۵)^۲ نیز صکوک را این‌گونه تعریف نموده است: «گواهی‌هایی که نشان‌دهنده مالکیت مشاع دارندگان اوراق در بخش تقسیم نشده دارایی پایه‌ای است که تمام حقوق و تعهدات به آن دارایی پایه مرتبط می‌گردد». با توجه به تعاریف ذکر شده، چه بسا بتوان تعریف زیر را برای اوراق بهادار اسلامی عنوان کرد:

«اوراق بهادار اسلامی اوراق با نام و قابل نقل و انتقالی است که براساس عقود اسلامی طراحی شده و بسته به نوع اوراق، نشان‌دهنده مالکیت مشاع دارنده آن بر عین معین، عین کلی (کلی فی الذمه)، دین، منفعت، خدمات و حقوق قابل واگذاری است».

اوراق بهادار اسلامی (صکوک) انواع مختلفی دارد. موسویان (۱۳۹۱) در کتاب بازار سرمایه اسلامی صکوک را به دو دسته کلی غیرانتفاعی و انتفاعی تقسیم نموده است. توحیدی و همکاران (۱۳۹۳) به دسته‌بندی انواع صکوک از منظر قرارداد پایه، دوره انتشار، هدف انتشار، ماهیت سود و... پرداخته‌اند. همچنین توحیدی (۱۳۹۶) در پژوهشی با عنوان «تحلیلی بر صکوک با پشتوانه دارایی و صکوک مبتنی بر دارایی» صکوک را به دو دسته کلی تقسیم‌بندی کرده و مزایا و معایب ساختار و کارکرد هرکدام را شرح داده است. همچنین توحیدی و یارمحمدی (۱۳۹۸) در مقاله‌ای صکوک را از منظر معیارهای گوناگونی چون ساختار پایه، نوع عقود، نوع انتقال مالکیت، نوع ناشر، سررسید، محل انتشار ماهیت سود، کاربرد و میزان استفاده از اعتبارافزاها طبقه‌بندی کرده‌اند.

1 Kamil.

2. Islamic Financial Services Board (IFSB).

پژوهش‌های متعددی به بررسی کاربرد اوراق بهادار اسلامی (صکوک) در صنایع و بخش‌های مختلف اقتصادی پرداخته‌اند. موسویان (۱۳۸۶) در مقاله‌ای استفاده از صکوک مزارعه و مساقات را برای توسعه بخش کشاورزی پیشنهاد داده‌اند. همچنین موسویان و همکاران (۱۳۸۷) با بهره‌گیری از اوراق بهادار (صکوک) جعاله به ارائه مدل‌های عملیاتی تأمین مالی در بخش گردشگری پرداخته‌اند. مصباحی مقدم و همکاران (۱۳۸۸) اوراق منفعت را ابزار مناسبی برای توسعه موقوفات و به‌عنوان جایگزین اوراق وقف دانسته‌اند.

موسویان و همکاران (۱۳۸۹) با بررسی کاربرد اوراق مضاربه در بخش صادرات نشان می‌دهند که این اوراق از لحاظ فقهی و اقتصادی ابزاری مناسب برای تأمین مالی بخش صادرات است و فعالان مالی بخش صادرات می‌توانند با استفاده از این اوراق، کمبود منابع لازم برای حمایت مالی و اعتباری از صادرکنندگان را پر کنند. مزینی و همکاران (۱۳۹۳) نیز الگویی عملیاتی برای تأمین مالی بخش صادرات از طریق صکوک طراحی نموده‌اند. شهریاری (۱۳۹۵) صکوک مشارکت ترکیبی را برای تأمین مالی طرح‌های دانش‌بنیان ارائه داده است. شیرمردی (۱۳۹۸) کاربرد اوراق جعاله را در تأمین مالی صنعت نفت و گاز بررسی نموده است.

همچنین موسویان و همکاران (۱۳۹۸) به طراحی و بررسی فقهی اوراق جعاله جهت تأمین مالی طرح‌های زیرساختی حمل و نقل جاده‌ای در ایران پرداخته‌اند. پژوهش‌های متعددی (موسویان و همکاران، ۱۳۹۱؛ عربی و همکاران، ۱۳۹۷؛ قلیچ، ۱۳۹۷؛ شیرمردی و فطانت، ۱۳۹۹) به بررسی کاربرد اوراق وکالت در بخش‌های مختلف اقتصادی از جمله پتروشیمی، مسکن و... پرداخته‌اند. فراهانی فرد (۱۳۸۸)، موسویان (۱۳۸۹) و شیرمردی و ندری (۱۳۹۶) کاربرد اوراق سلف را در تأمین مالی بخش مسکن و نفت بررسی کرده‌اند. نظریور و همکاران (۱۳۹۳) نیز الگوی مطلوب تأمین مالی صنعت نفت ایران را بر پایه صکوک استصناع ارائه نموده‌اند.

۲-۲. معیارهای مختلف در انتخاب تأمین مالی بانی

تاکنون طیف متنوعی از ابزارهای تأمین مالی اسلامی در بازار سرمایه ایران منتشر شده است و اشخاص حقوقی غیردولتی، دولتی یا عمومی از این ابزارها برای تأمین منابع مالی خود استفاده کرده‌اند. در اینجا مسئله اساسی این است که متقاضیان تأمین مالی از طریق صکوک، چگونه مناسب‌ترین ساختار صکوک را انتخاب کنند و چه عواملی در تصمیم‌گیری در این زمینه اثرگذار است. در ادامه براساس ادبیات پژوهش برخی معیارهای اثرگذار تبیین می‌شود.

۲-۲-۱. مؤلفه‌های مربوط به بانی و شرکت متقاضی تأمین مالی

۲-۲-۱-۱. نوع و ماهیت بانی انتشار صکوک: صکوک می‌تواند توسط ناشر دولتی، شبه‌دولتی، شرکتی یا نهاد مالی منتشر شود که در ادامه هر یک تبیین می‌شوند:

الف. اوراق دولتی:^۱ اوراقی است که توسط دولت منتشر می‌شود و سررسید آن ممکن است کوتاه‌مدت، میان‌مدت یا بلندمدت باشد و دولت برای تأمین کسری بودجه یا تأمین سرمایه مورد نیاز طرح‌های عمرانی خاص یا عام، اقدام به انتشار این اوراق می‌نماید. صکوک دولتی در عمق بخشی به بازار، ایجاد مبنایی برای قیمت‌گذاری و تشویق و تقویت صکوک در بخش خصوصی یک کشور بسیار اهمیت دارد.

ب. اوراق شبه‌دولتی:^۲ اوراقی است که توسط نهادها و نمایندگی‌هایی (شرکت‌های با مالکیت دولتی یا شرکت‌های با مالکیت عمومی) منتشر می‌شود که دارای پشتوانه دولتی هستند. این اوراق معمولاً صراحتاً یا تلویحاً دارای ضمانت دولتی هستند. در قانون محاسبات عمومی، وزارتخانه‌ها، شرکت‌ها و سازمان‌های دولتی و نهادهای عمومی غیردولتی دارای تعریف هستند؛ اما برخی از نهادها وجود دارند که جزء هیچ‌کدام از این گروه‌ها نبوده و در فهرست‌های تعیین شده هم حضور ندارند. بخش شبه‌دولتی از نظر ساختار دولتی نیست؛ اما غالباً با مدیریت دولتی اداره می‌شود.

ج. اوراق شرکتی:^۳ اوراقی است که توسط بخش خصوصی (بخش شرکتی) یک کشور منتشر می‌شود. هدف از انتشار این نوع صکوک، تأمین مالی سرمایه در گردش، تأمین مالی پروژه‌ها و یا تأمین مالی جهت توسعه کسب‌وکار یک شرکت است. اوراق نهادهای مالی اسلامی، اوراقی هستند که توسط نهادهای مالی مانند بانک‌ها، مؤسسات مالی و اعتباری و... منتشر می‌شوند (توحیدی و یارمحمدی، ۱۳۹۸: ۵۵).

۲-۲-۱-۲. مدت زمان انتشار (افق زمانی تأمین مالی بانی): منظور از دوره انتشار اوراق بهادار اسلامی همان مدت زمان میان انتشار اوراق تا سررسید است. از نظر سررسید، اوراق به سه دسته کوتاه‌مدت، میان‌مدت و بلندمدت تقسیم می‌شوند (همان: ۵۶).

۲-۲-۱-۳. بازار هدف مورد نظر بانی: منظور محل انتشار (داخلی یا بین‌المللی بودن) صکوک توسط ناشر است. صکوک داخلی، صکوکی است که توسط بخش دولتی یا خصوصی در ارز رایج داخل یک کشور منتشر می‌شود و چنین صکوکی عموماً توسط سرمایه‌گذاران داخلی یک کشور خریداری می‌شود. صکوک بین‌المللی به صکوکی گفته می‌شود که در بازارهای بین‌المللی با

1. Sovereign Sukuk

2. Semi Sovereign Sukuk

3. Corporate Sukuk

ارز مورد پذیرش جهانی (عموماً دلار یا یورو) انتشار می‌یابد. هدف از انتشار این نوع صکوک، تأمین مالی و جذب سرمایه از سرمایه‌گذاران بین‌المللی است (همان: ۵۷).

۲-۲-۱-۴. ماهیت پروژه و طرح مورد نظر بانئ (بازدهی ثابت یا متغیر): از منظر سود و بازدهی، صکوک را می‌توان در دو دسته کلی اوراق غیرانتفاعی و انتفاعی تقسیم‌بندی نمود. اوراق غیرانتفاعی شامل اوراق قرض‌الحسنه و وقف است که معمولاً برای طرح‌های عام‌المنفعه استفاده می‌شود. اوراق انتفاعی خود به دو دسته اوراق با سود معین و اوراق با سود انتظاری قابل تفکیک است. عموماً اوراق مبتنی بر عقود مبادله‌ای مانند اوراق مرابحه و اجاره در زمره اوراق بهادار اسلامی با سود ثابت و معین و اوراق مبتنی بر عقود مشارکتی مانند اوراق مشارکت و مضاربه در زمره اوراق با بازدهی انتظاری و متغیر قرار می‌گیرد (همان‌جا).

۲-۲-۱-۵. محل به‌کارگیری عواید توسط بانئ: منظور خرید مواد اولیه، ساختمان، تجهیزات، تأسیسات، وسایل حمل و نقل و یا ساخت و تولید دارایی، تأمین سرمایه در گردش و تأمین نقدینگی یا تأمین خدمات، تجارت و بازرگانی توسط بانئ است.

۲-۲-۱-۶. حجم عملیات تجاری (قابلیت انتشار در مقیاس کوچک و بزرگ): هر یک از منابع تأمین مالی قادرند حجم خاصی از منابع مورد نیاز را تأمین مالی کنند و در آن شرکت یا پروژه خاص سرمایه‌گذاری نمایند و مدیران مالی شرکت‌ها و پروژه‌ها باید توجه داشته باشند که میزان سرمایه یا منابع مورد نیاز برای شرکت یا پروژه چه میزان است و متناسب با منابع مورد نیاز و ظرفیت سنجی منابع تأمین مالی اقدام به انتخاب منبع تأمین مالی نمایند (فدایی‌واحد و مایلی، ۱۳۹۳: ۱۴۹).

۲-۲-۱-۷. هزینه‌کرد یا مصرف وجوه: گاه بانئ برای تأمین یک نیاز خاص مانند تأمین مواد اولیه یا تجهیزات، ساخت پروژه خاص، تولید کالای خاص، تأمین سرمایه در گردش و... اوراق منتشر می‌کند و گاه برای تأمین مالی چند نیاز مالی با هم مبادرت به انتشار اوراق می‌کند. برخی اوراق مانند اوراق مرابحه برای تأمین نیاز خاصی چون تأمین مواد اولیه، کالا و تجهیزات استفاده می‌شود و برخی اوراق، چون اوراق وکالت این قابلیت را دارد که برای تأمین مالی گسترده‌ای از فعالیت‌های اقتصادی استفاده شود. در جدول ذیل، کاربرد هر یک از انواع صکوک با تأکید بر دستورالعمل‌های انتشار صکوک در ایران ذکر شده است (توحیدی و یارمحمدی، ۱۳۹۸: ۶۱).

جدول ۱: انواع کاربردهای اوراق صکوک

انواع صکوک	کاربرد صکوک
اوراق مرابحه	تأمین زمین، ساختمان و تأسیسات، ماشین‌آلات و تجهیزات، وسایل حمل‌ونقل، مواد اولیه و کالا
اوراق اجاره	تأمین زمین، ساختمان و تأسیسات، ماشین‌آلات و تجهیزات، وسایل حمل‌ونقل
اوراق سفارش ساخت	ساخت دارایی به استثناء دارایی‌هایی که به مقادیر زیاد و به‌طور مستمر در کوتاه‌مدت تولید می‌شود
اوراق منفعت	منافع آتی مستمر حاصل از دارایی معین یا حق استفاده از خدمات یا سایر حقوق قابل نقل‌وانتقال
اوراق خرید دین	فروش مطالبات مدت‌دار اشخاص حقوقی به استثنای مطالبات ناشی از عقد سلف، مطالبات ریالی مدت‌دار اشخاص حقیقی و حقوقی ناشی از عقود مبادله‌ای از قبیل فروش اقساطی، اجاره به‌شرط تملیک و جعاله (به استثنای سلف)
اوراق رهنی	فروش مطالبات رهنی: مطالبات مدت‌دار اشخاص حقوقی ناشی از قراردادهای مبادله‌ای از قبیل فروش اقساطی، اجاره به‌شرط تملیک و جعاله (به استثنای سلف) دارای وثیقه رهنی
اوراق مشارکت	تأمین بخشی از منابع مالی موردنیاز طرح‌های عمرانی، انتفاعی دولت، ایجاد، تکمیل و توسعه طرح‌های سودآور تولیدی، ساختمانی و خدماتی توسط دولت، شرکت‌های دولتی، شهرداری‌ها و مؤسسات و نهادهای عمومی غیردولتی و مؤسسات عام‌المنفعه و شرکت‌های وابسته به دستگاه‌های مذکور، شرکت‌های سهامی عام و خاص و شرکت‌های تعاونی
اوراق مضاربه	تجارت و بازرگانی (خریدوفروش کالا)
اسناد خزانه اسلامی	تسویه بدهی مسجل دولت بابت طرح‌های تملک دارایی‌های سرمایه‌ای مطابق ماده ۲۰ قانون محاسبات عمومی کشور
اوراق سلف	پیش‌فروش مقدار معینی دارایی پایه استاندارد
اوراق مزارعه و مساقات	تأمین مالی حوزه کشاورزی و باغبانی

۲-۲-۲. مؤلفه‌های مربوط به دارایی و منفعت مبنای انتشار اوراق

۲-۲-۲-۱. نوع و ماهیت دارایی مبنای انتشار اوراق: نوع و ماهیت دارایی مبنای انتشار اوراق (از قبیل دارایی غیرمنقول مانند زمین و ساختمان، دارایی منقول مانند تجهیزات، ماشین‌آلات، مواد اولیه، دارایی‌های مالی مانند سهام، منافع، خدمات و امتیازات قابل واگذاری) در انتخاب ساختار صکوک مناسب جهت تأمین مالی بانی تأثیرگذار است. همچنین برخی شرایط و ویژگی‌ها نیز برای دارایی مبنای انتشار اوراق در دستورالعمل‌های مربوطه ذکر شده است که در جدول به آن اشاره شده است.

جدول ۲: شرایط و ویژگی‌های دارایی مبنای انتشار اوراق

شرایط و ویژگی‌های دارایی مبنای انتشار اوراق	نوع اوراق
هیچ‌گونه محدودیت یا منع قانونی، قراردادی یا قضایی برای انجام موضوع قرارداد وجود نداشته باشد.	اوراق مرابحه، اوراق اجاره، سفارش ساخت، وکالت، اوراق منفعت، اوراق مضاربه، اوراق جعاله
تصرف و اعمال حقوق مالکیت در آن برای نهاد واسط دارایی هیچ‌گونه محدودیتی نباشد.	اوراق مرابحه، اجاره، منفعت
امکان واگذاری به غیر را داشته باشد.	اوراق مرابحه، اجاره،
دارایی در زمان انتشار اوراق موجود بوده یا شرایط تحویل آن در مواعد زمانی مورد نظر بانی وجود داشته باشد.	اوراق اجاره، مرابحه
به‌کارگیری آن در فعالیت بانی، منجر به ایجاد جریان‌ات نقدی شده یا از خروج وجوه نقد جلوگیری نماید.	اوراق اجاره، مرابحه
تا پایان سررسید اوراق و واگذاری، دارایی از پوشش بیمه‌ای مناسب و کافی برخوردار باشد.	اوراق اجاره، سفارش ساخت، اوراق مضاربه، اوراق جعاله
هر نوع دارایی که امکان ساخت و تحویل آن در مواعد زمانی مورد نظر بانی وجود داشته باشد. دارایی‌هایی که به مقادیر زیاد و به‌طور مستمر در کوتاه‌مدت تولید می‌شود، نمی‌تواند مبنای انتشار اوراق قرار گیرد.	سفارش ساخت
مالکیت دارایی به‌صورت مشاع نباشد	اوراق اجاره
منفعت مبنای انتشار در زمان انتشار اوراق، دارای جریان‌ات نقدی باشد. در خصوص منفعت سهام، ۸۰ درصد سود تقسیم شده دو سال مالی اخیر در مهلت مقرر قانونی پرداخت شده باشد.	اوراق منفعت
تعلق آن به بانی محرز شده و تداوم آن در آینده بیش از عمر اوراق باشد.	منفعت، اوراق جعاله
در صورتی که منفعت مورد نظر ناشی از دارایی معینی است، تأمین مالی بر مبنای عین دارایی و یا توثیق آن برای بانی انجام نشده باشد.	منفعت
عملیات بازرگانی مورد نظر دارای توجیه اقتصادی باشد.	مضاربه
عملیات بازرگانی بانی در خصوص خریدوفروش کالا/کالاهای موضوع قرارداد مضاربه با کالای مشابه آن در دو سال مالی اخیر سودآور باشد.	مضاربه
تمامی مجوزهای قانونی لازم از مراجع ذی‌ربط اخذ شده باشد.	مضاربه، منفعت، سفارش ساخت، اوراق جعاله
موضوع وکالت نیابت پذیر باشد، در شرع و قانون منع نشده باشد و معلوم و معین باشد.	اوراق وکالت
دارایی پایه دارای بازار نقد قوی باشد.	اوراق سلف
طرح‌های سودآور تولیدی و ساختمانی و خدماتی متعلق به دولت و شرکت‌های دولتی و شهرداری‌ها و مؤسسه‌ها و نهادهای عمومی غیردولتی و مؤسسه‌های عام‌المنفعه و شرکت‌های وابسته به دستگاه‌های مذکور و همچنین شرکت‌های سهامی عام و خاص و شرکت‌های تعاونی تولیدی.	اوراق مشارکت

۲-۲-۲-۲. وجود دارایی و یا عدم وجود آن در زمان انتشار اوراق: در برخی اوراق بهادار اسلامی (مانند اوراق مرابحه، اوراق اجاره و اوراق رهنی) در زمان انتشار اوراق دارایی پایه باید وجود داشته باشد. در برخی دیگر (مانند اوراق سفارش ساخت، اوراق وکالت، اوراق سلف و اوراق منفعت) شرط وجود دارایی و تحقق کامل منفعت یا فعالیت اقتصادی در زمان انتشار وجود ندارد؛ بلکه باید امکان تحویل دارایی یا اتمام فعالیت اقتصادی طبق زمان‌بندی مشخص وجود داشته و منافع در آینده استمرار داشته باشد.

۲-۲-۳. مشخصات عمومی دارایی مبنای انتشار اوراق: بانی افزون‌بر ارائه صورت‌های مالی و بیانیه ثبت ملزم به ارائه مشخصات دارایی، برنامه زمان‌بندی ساخت، پیش‌بینی هزینه‌های ساخت به تفکیک فازهای مختلف، مدت و مبلغ پرداخت‌های مرتبط با اوراق و نحوه پرداخت آن به سرمایه‌گذاران، گزارش تحلیل ریسک‌های مرتبط با موضوع فعالیت بانی، گزارش تحلیل ریسک‌های مرتبط رتبه اعتباری اوراق در صورت وجود، تأییدیه مراجع ذی‌صلاح در مورد ساخت دارایی که مشمول رعایت ضوابط خاص یا اخذ مجوزهای قانونی باشد. ماهیت دارایی از نظر اینکه به‌کارگیری آن در فعالیت بانی منجر به ایجاد جریان‌ات نقدی شده (مولد بودن) یا از خروج وجوه نقد جلوگیری نماید.

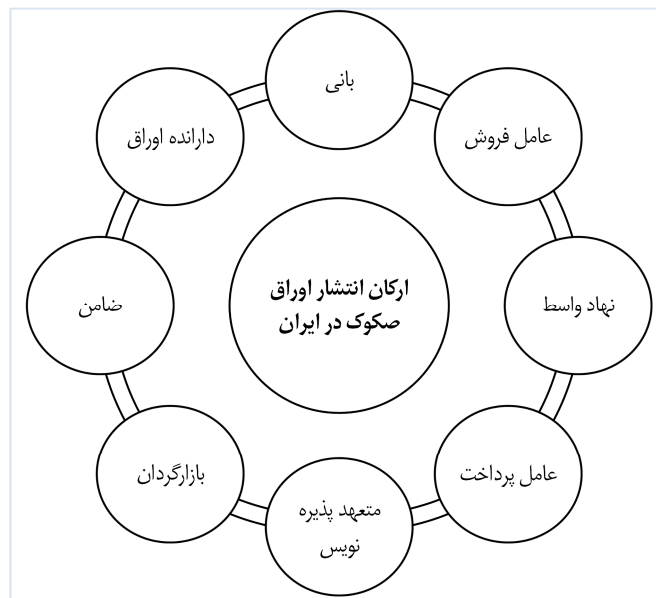
۲-۲-۴. طول عمر اقتصادی دارایی پایه: طول عمر دارایی پایه در مقایسه با مدت زمان انتشار اوراق، در انتخاب ساختار صکوک مناسب جهت تأمین مالی تأثیرگذار است. در برخی اوراق طول عمر اقتصادی دارایی پایه دارای اهمیت است. مثلاً در اوراق اجاره، مدت زمان انتشار اوراق نباید بیش از باقیمانده عمر اقتصادی دارایی مبنای انتشار باشد. همچنین، در اوراق سفارش ساخت سررسید اوراق نمی‌تواند بیش از هشتاد درصد از مجموع دوره ساخت و عمر اقتصادی پیش‌بینی شده برای دارایی باشد.

۲-۲-۵. رعایت حدنصاب ارزش دارایی مبنای انتشار اوراق: نصاب ارزش دارایی طبق دستورالعمل‌های انتشار اوراق بهادار اسلامی، برای اوراق مختلف، متفاوت است.

الف. ارزش مجموع اوراق وکالت منتشره نباید کمتر از پانصد میلیارد ریال باشد (دستورالعمل انتشار اوراق وکالت، ۱۳۹۸)؛ ب. ارزش تقریبی دارایی‌های مبنای انتشار اوراق اجاره نباید کمتر از پنجاه میلیارد ریال باشد (دستورالعمل انتشار اوراق اجاره، ۱۳۹۰)؛ ج. ارزش تقریبی دارایی یا دارایی‌های مبنای انتشار اوراق مباحه نباید کمتر از ده میلیارد ریال باشد (دستورالعمل انتشار اوراق مباحه، ۱۳۹۰)؛ د. ارزش اوراق منفعت نباید کمتر از صد میلیارد ریال باشد (دستورالعمل انتشار اوراق منفعت، ۱۳۹۶).

۲-۲-۳. مؤلفه‌های مربوط به ارکان انتشار اوراق

۲-۲-۳-۱. ارکان انتشار صکوک مورد نظر: همان‌طور که در نمودار ۱: نمایان است، ارکان مختلفی در ساختار انتشار صکوک در ایران مشارکت دارند. این ارکان در بیشتر اوراق بهادار اسلامی (صکوک) منتشره در ایران وجود دارد؛ هرچند در برخی اوراق مانند اوراق سلف یا مشارکت، برخی از این ارکان چون نهاد واسط استفاده نمی‌شود.



نمودار ۱: ارکان انتشار صکوک

- الف. بانی:** شخص حقوقی است که نهاد واسط برای تأمین مالی وی در قالب عقود اسلامی، اقدام به انتشار اوراق بهادار اسلامی می‌نماید. بانی می‌تواند شخص حقوقی غیردولتی (شامل شرکت‌های سهامی، شرکت‌های تعاونی و...) یا شخص حقوقی عمومی یا دولتی باشد؛
- ب. نهاد واسط (ناشر):** نهاد واسط طبق تعریف بند (د) ماده یک قانون توسعه ابزارها و نهادهای مالی جدید، «یکی از نهادهای مالی موضوع قانون بازار اوراق بهادار جمهوری اسلامی ایران است که می‌تواند با انجام معاملات موضوع عقود اسلامی نسبت به تأمین مالی از طریق انتشار اوراق بهادار اقدام نماید». شخص بانی که قصد دارد به منظور تأمین مالی خویش اوراق بهادار منتشر نماید، باید تنها از طریق نهاد واسط به امر انتشار اوراق اقدام نماید؛
- ج. ضامن:** یکی از ارکان اوراق بهادار اسلامی (صکوک) ضامن است. ضامن به‌عنوان عامل تضمین‌کننده سرمایه و سود دارندگان اوراق بهادار عمل می‌نماید (دستورالعمل انتشار اوراق اجاره، ۱۳۸۹، بند و ماده یک). رتبه‌بندی اعتباری عامل تعیین‌کننده وجود یا عدم وجود ضامن است. در صورتی که شرکتی رتبه اعتباری داشته باشد، مطابق دستورالعمل انتشار اوراق، وجود ضامن الزامی نخواهد بود؛
- د. عامل فروش:** عامل فروش در اوراق بهادار اسلامی شخص حقوقی است که نسبت به عرضه اوراق از طرف ناشر برای فروش اقدام می‌نماید و واسطه بین ناشر اوراق یعنی نهاد واسط و

خریداران اوراق یعنی سرمایه‌گذاران است (دستورالعمل انتشار اوراق اجاره، بند (ز) ماده یک). این رکن از بین بانک‌ها یا مؤسسات مالی و اعتباری تحت نظارت بانک مرکزی و شرکت‌های تأمین سرمایه، شرکت‌های کارگزاری بورس اوراق بهادار تهران یا فرابورس ایران تعیین می‌شود (همان، ۱۳۹۰، ماده ۷).

ه. **عامل پرداخت:** شرکت سپرده‌گذاری مرکزی اوراق بهادار و تسویه وجوه، عامل پرداخت در اوراق بهادار اسلامی است. این نهاد برای پرداخت سود و اصل اوراق بهادار، قراردادی تحت عنوان «قرارداد عاملیت پرداخت» با نهاد واسط منعقد می‌کند؛

و. **متعهد پذیرهنویس:** پذیرهنویسی، فرایند خرید اوراق بهادار از ناشر و یا نماینده قانونی آن و تعهد پرداخت وجه کامل آن طبق قرارداد است (قانون بازار اوراق بهادار، ۱۳۸۴، بند ۲۸، ماده ۱) و تعهد پذیرهنویسی تعهد شخص ثالث برای خرید اوراق بهاداری است که ظرف مهلت «پذیرهنویسی» به فروش نرسد. متعهد پذیرهنویس توسط بانی معرفی و در صورت کفایت سرمایه با تأیید سازمان انتخاب می‌گردد (دستورالعمل انتشار اوراق اجاره، ۱۳۹۰، ماده ۹). یکی از کسانی که می‌تواند به‌عنوان متعهد پذیرهنویسی انجام وظیفه کند شرکت تأمین سرمایه است که قانون‌گذار در بند ۱۸ ماده یک قانون بازار اوراق بهادار به این وظیفه شرکت تأمین سرمایه اشاره می‌کند؛

ز. **بازارگردان:** یکی دیگر از ارکان اوراق بهادار اسلامی بازارگردان است. بازارگردان، کارگزار معامله‌گر یا شرکت تأمین سرمایه‌ای است که با اخذ مجوز لازم با تعهد به افزایش نقد شوندگی و تنظیم عرضه و تقاضای اوراق و تحدید دامنه نوسان قیمت آن، به دادوستد آن اوراق می‌پردازد. بازارگردان اوراق توسط بانی معرفی و در صورت کفایت سرمایه با تأیید سازمان انتخاب می‌شود (همان).

۲-۲-۴. مؤلفه‌های مربوط به ساختار بندی

۲-۲-۴-۱. **قابلیت تبدیل اوراق به سهام:** در انتشار برخی از انواع اوراق صکوک در خصوص تبدیل اوراق منتشره در پایان سررسید به سهام پیش‌بینی شده است؛ اما در خصوص برخی از این اوراق این امکان وجود ندارد؛

۲-۲-۴-۲. **ماهیت پروژه و طرح مورد نظر بانی (بازدهی ثابت یا متغیر):** از منظر سود و بازدهی، صکوک را می‌توان در دو دسته کلی اوراق غیرانتفاعی و انتفاعی تقسیم کرد. اوراق غیرانتفاعی شامل اوراق قرض‌الحسنه و وقف است که معمولاً برای طرح‌های عام‌المنفعه استفاده می‌شود. اوراق انتفاعی خود به دو دسته اوراق با سود معین و اوراق با سود انتظاری قابل تفکیک

است. عموماً اوراق مبتنی بر عقود مبادله‌ای مانند اوراق مرابحه و اجاره در زمره اوراق بهادار اسلامی با سود ثابت و معین و اوراق مبتنی بر عقود مشارکتی مانند اوراق مشارکت و مضاربه در زمره اوراق با بازدهی انتظاری و متغیر قرار می‌گیرد (توحیدی و یارمحمدی، ۱۳۹۸: ۵۷):

۲-۲-۴-۳. شیوه عرضه اوراق: شیوه عرضه صکوک براساس قابلیت فروش به قیمت اسمی یا قیمت بازار (ثبت سفارش) تقسیم می‌شود (باباجانی و صاحبقرانی، ۱۳۹۸: ۴۱۱).

۲-۲-۴-۴. استفاده از اختیار تبعی: در برخی از دستورالعمل‌های منتشره در خصوص انواع صکوک امکان انتشار اختیار فروش برای سرمایه‌گذاران و یا اختیار خرید برای بانی منوط به موافقت سازمان بورس و اوراق بهادار در نظر گرفته شده است (دستورالعمل انتشار اوراق منفعت، ۱۳۹۶، ماده ۲۱):

۲-۲-۴-۵. شیوه پرداخت مبالغ مرتبط با اوراق: رویه عملیاتی صکوک به نحوی طراحی شده است که بانی طی دوره انتشار تنها سودهای دوره‌ای را پرداخت نموده و در سررسید اوراق، اصل مبلغ تأمین مالی را یکجا پرداخت می‌نماید. از سوی دیگر، سودهای دوره‌ای صکوک را می‌توان در فواصل زمانی مختلف و برحسب توافق بانی و ناشر پرداخت کرد. برای مثال، در مورد صکوک اجاره دو 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 تصفیه مابقی منابع اوراق اجاره در سررسید نهایی تقسیم نمود (دستورالعمل انتشار صکوک اجاره، ۱۳۹۴، ماده ۱۹). این در حالی است که پرداخت سودهای دوره‌ای صکوک مرابحه و استصناع به توافق میان بانی و ناشر بستگی دارد (دستورالعمل انتشار اوراق اجاره، ۱۳۹۰، ماده ۱۵؛ دستورالعمل انتشار اوراق سفارش ساخت، ۱۳۹۲، ماده ۱۹؛ باباجانی و صاحبقرانی، ۱۳۹۸: ۴۱۱). در اوراق منفعت و مضاربه شیوه پرداخت می‌تواند به صورت قطعی یا علی‌الحساب باشد. در اوراق وکالت سه شیوه سود علی‌الحساب، قطعی و ثابت ذکر شده است؛

۲-۲-۴-۶. قابلیت معامله در بازار ثانویه: امکان و یا عدم امکان معاملات ثانویه اوراق در بازار سرمایه در انتخاب ساختار مناسب صکوک جهت تأمین مالی بانی تأثیرگذار است. توضیح اینکه بازار ثانویه برخی اوراق مانند اوراق قرض‌الحسنه و اوراق وقف، دارای توجیه منطقی مالی و اقتصادی نیست؛ اما طیف گسترده‌ای از اوراق بهادار اسلامی دارای بازار ثانویه هستند؛

۲-۲-۴-۷. هزینه‌های انتشار اوراق: منظور از هزینه‌های فرایندهای مالی، هزینه‌هایی نظیر کارمزدها، هزینه‌های ارزیابی و نظارت، رگلاتوری و انتشار اوراق بهادار است که شرکت برای تأمین مالی از آن طریق باید آنها را پرداخت نماید. این هزینه‌ها می‌تواند کم، متوسط و یا زیاد باشد؛

۲-۲-۴-۸. ماهیت صکوک مورد نظر از منظر نوع مالکیت: منظور از ماهیت صکوک تفاوت قائل شدن بین صکوک بر مبنای دارایی و صکوک به پشتوانه دارایی است (باباجانی و صاحبقرانی، ۱۳۹۸: ۴۰۹). صکوک مبتنی بر دارایی، اوراقی هستند که بانی متعهد می‌شود که در سررسید و یا تاریخی از پیش تعیین شده، دارایی‌ها را از ناشر به ازای بازپرداخت اصل قیمت دارایی بازخريد نماید. در چنان تعهد بازخریدی، ارزش بازاری واقعی دارایی پایه غیر مرتبط با دارندگان صکوک است؛ زیرا مقدار بازپرداخت به صاحبان اوراق، معادل ارزش اسمی اوراق و نه ارزش بازاری دارایی پایه است. در این مورد دارندگان اوراق حقی روی دارایی‌ها نداشته و تنها بر توانایی بانی جهت بازپرداخت مبلغ یا از منابع درونی و یا از منابع بیرونی تکیه می‌کنند؛ بنابراین اگر بانی نتواند به تعهدش برای بازخرید دارایی عمل نماید، آنگاه دارندگان اوراق هیچ ترجیحی بر دیگر طلبکاران ندارند. (لاتر و همکاران،^۱ ۲۰۰۷). صکوک با پشتوانه دارایی، اوراق بدون حق رجوعی هستند که شامل دارایی‌های پایه‌ای می‌باشند که تنها منبع پرداخت اصل و سود سرمایه‌گذاری هستند (مهندور،^۲ ۲۰۰۸). ریسک اعتباری صکوک با پشتوانه دارایی صرفاً براساس عملکرد و کیفیت اعتباری دارایی پایه تعیین می‌شود؛ یعنی کیفیت جریان نقدی دارایی پایه و در موقعیت‌های خاص، ارزش مورد انتظار در سررسید. بنابراین در صکوک با پشتوانه دارایی، دارندگان صکوک مالکان دارایی بوده و بازدهی دارندگان صکوک براساس عملکرد واقعی دارایی پایه تعیین خواهد شد (توحیدی و یارمحمدی، ۱۳۹۸: ۵۲).

۲-۲-۵. مؤلفه‌های شرعی

۲-۲-۵-۱. ملاحظات فقهی و شرعی: به‌عنوان نمونه تفکیک یا اتحاد مالکیت بانی از فروشنده در تعیین ساختار مناسب صکوک جهت تأمین مالی بانی تأثیرگذار است. از نظر شرعی برای جلوگیری از بیع‌العینه، تفکیک مالکیت بانی از فروشنده در اوراق مرابحه، مضاربه، اوراق سفارش ساخت (با شرط فروش نقدی یا اقساطی به خود بانی) و... الزامی است.

۳. روش پژوهش

پژوهش حاضر از منظر هدف کاربردی و از منظر ماهیت و روش پژوهشی توصیفی پیمایشی محسوب می‌شود. هدف اصلی این پژوهش، شناسایی و اولویت‌بندی مؤلفه‌های اثرگذار در انتخاب ساختار مناسب صکوک برای تأمین مالی بانیمان مختلف دولتی و غیردولتی است؛ بنابراین

1. Lotter et al.

2. Mohd Noor.

این مؤلفه‌های اثرگذار به روش پژوهش اسنادی با مطالعه منابع کتابخانه‌ای و همچنین بررسی و مطالعه قوانین، آیین‌نامه‌ها و دستورالعمل‌های مرتبط استخراج شده‌اند، سپس به روش میدانی با توزیع پرسشنامه بین صاحب‌نظران حوزه تأمین مالی و آشنا به بازار صکوک، اعتبارسنجی و اولویت‌بندی این مؤلفه‌ها انجام شده است. مراحل انجام پژوهش به شرح ذیل است:

۱. مطالعه مبانی نظری: در گام اول، عوامل مؤثر در انتخاب نوع صکوک از دیدد بانیان جهت تأمین مالی از طریق بازار سرمایه مطالعه و شناسایی شده است. در این مرحله ابعاد و مؤلفه‌های اثرگذار در انتخاب نوع صکوک استخراج شده که شامل ۲۹ عامل مختلف است؛
۲. طراحی پرسشنامه: در این مرحله براساس مؤلفه‌ها و عوامل کلیدی استخراج‌شده از مبانی نظری، سؤالات مهمی قابل درج در پرسشنامه طراحی شده است (جدول ۳).

جدول ۳: دسته‌بندی معیارها و مؤلفه‌های اثرگذار در انتخاب تأمین مالی بانی

مؤلفه اصلی	زیر معیارها	مؤلفه اصلی	زیر معیارها	مؤلفه اصلی		
مؤلفه‌های مربوط به بانی و شرکت متقاضی تأمین مالی	نوع و ماهیت بانی	مؤلفه‌های مربوط به دارایی و منفعت مبنای انتشار اوراق	نوع و ماهیت دارایی مبنای انتشار اوراق	قابلیت تبدیل اوراق به سهام		
	افق تأمین مالی بانی		وجود دارایی و یا عدم وجود آن در زمان انتشار اوراق (و امکان تحویل آن در آینده)	ثابت یا شناور بودن نرخ اوراق		
	بازار هدف مورد نظر بانی		مشخصات عمومی دارایی مبنای انتشار اوراق	شیوه عرضه اوراق	استفاده از اختیار معامله تبعی	
	ماهیت پروژه و طرح مورد نظر بانی		طول عمر اقتصادی دارایی پایه در مقایسه با مدت زمان انتشار اوراق	شیوه پرداخت مبالغ مرتبط با اوراق	امکان معامله در بازار ثانویه	
	محل به‌کارگیری عواید توسط بانی		رعایت حدنصاب ارزش دارایی مبنای انتشار اوراق	هزینه‌های انتشار انواع اوراق	ماهیت صکوک مورد نظر از منظر نوع مالکیت	
	حجم تأمین مالی مورد نیاز		تعیین رکن متعهد پذیرهنویس نهاد واسط (ناشر)	تفکیک بانی از فروشنده در برخی انواع صکوک		
	تنوع و تعدد نیازهای تأمین مالی بانی (هزینه کرد یا مصرف وجوه)		مؤلفه‌های مربوط به ارکان انتشار	تعیین رکن حسابرسان	بازارگردان	
				عامل پرداخت	تعیین رکن عامل فروش	
				تعیین رکن ضامن و ماهیت آن بانی		

۳. **روایی و پایایی پرسشنامه:** برای سنجش روایی صوری، پرسشنامه تهیه شده از دیدگاه متخصصان و صاحب‌نظران حوزه تأمین مالی بررسی و تأیید شده و هیچ‌گونه ابهام و سؤالی برای پاسخ‌دهندگان در رابطه با سؤالات وجود نداشت و روایی صوری پرسشنامه بدین وسیله تحقق یافته است. جهت سنجش روایی محتوایی پژوهش از ضریب نسبی روایی محتوا (CVR)^۱ استفاده شده است که اولین بار توسط لاوشه^۲ (۱۹۷۵) معرفی شد. برای این کار از خبرگان خواسته شد تا در مورد ضرورت طرح هر یک از سؤالات پرسشنامه به ترتیب از ۱. «ضروری است»، ۲. «مفید است ولی ضرورتی ندارد»، ۳. «ضرورتی ندارد» پاسخ دهند و پس از آن شاخص CVR محاسبه شد. گفتنی است متخصصان مدنظر ۴۰ نفر از خبرگان مالی و اقتصادی متخصص و دارای تجربه در حوزه تأمین مالی و انتشار صکوک بوده که دارای تجربه عملی در زمینه تأمین مالی از طریق انتشار صکوک در بورس اوراق بهادار تهران و فرابورس ایران نیز بوده و تسلط کافی در خصوص انواع روش‌های تأمین مالی را داشته‌اند. با توجه به مقدار محاسبه‌شده برای شاخص روایی محتوا به میزان ۱/۲۳، روایی محتوایی پرسشنامه مورد تأیید قرار گرفته است. همچنین روایی سازه نیز تأیید شده که در قالب تحلیل عاملی تأییدی در نرم‌افزار اسمارت پی ال اس ۲-۳-۳ به جهت سنجش همگرایی شاخص‌های اندازه‌گیری‌کننده متغیرها انجام شده است.

۴. با استفاده از مدل‌سازی معادلات ساختاری روابط بین عوامل مختلف تخمین زده شده و در نهایت عواملی حذف شده که در مدل معنادار نشده‌اند و مدل نهایی ارائه شده است. مدل معادلات ساختاری یک رویکرد آماری جامع برای آزمون روابط بین متغیرهای مشاهده‌شده یا آشکار^۳ و متغیرهای مکنون یا پنهان^۴ است. از طریق این رویکرد می‌توان قابل قبول بودن مدل‌های نظری را در جامعه‌های خاص با استفاده از داده‌ها آزمون نمود.

نتایج مدل معادلات ساختاری به شکل نمودار مسیر^۵ ارائه می‌شود. نمودار مسیر یک نمایش گرافیکی از مدل معادلات ساختاری است که سه جزء اصلی این نمودار عبارت‌اند از مستطیل‌ها (متغیرهای مشاهده‌شده)، بیضی‌ها (متغیرهای پنهان) و پیکان‌ها (روابط). پس از ارائه مدل توسط نرم‌افزار تحلیل معادلات ساختاری، یکی از مهم‌ترین جنبه‌های بحث‌انگیز، اصلاح مدل است. اصلاح مدل مستلزم تطبیق یک مدل بیان شده و تخمین زده شده است که در این حالت می‌توان پارامترهایی را که در مدل معنادار نشده را حذف کرد و مدل را بهبود بخشید.

1. Content Validity Ratio (CVR).

2. Lawshe.

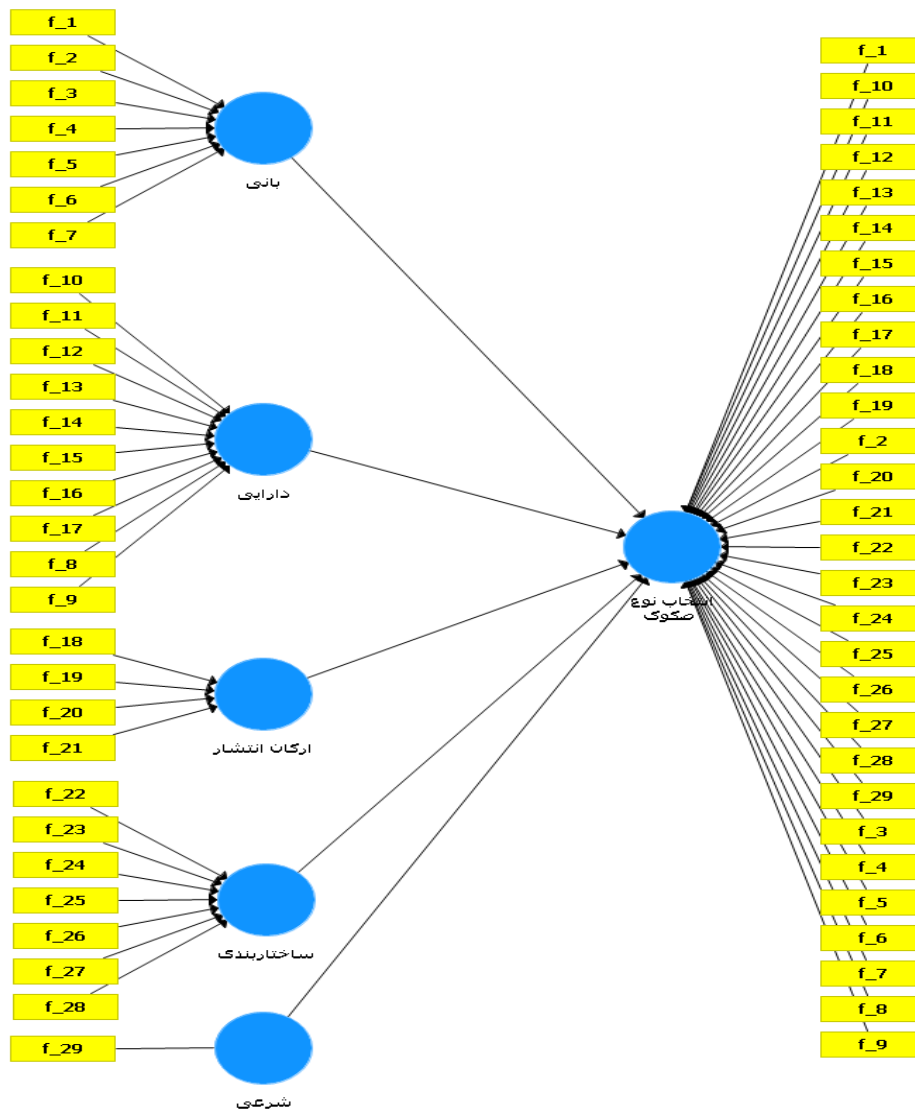
3. Observed.

4. Latent.

5. Path Diagram.

۴. یافته‌های پژوهش

در نمودار ۲: هر یک از عوامل پرسشنامه با نماد f (مثلاً عامل اول از متغیر بانی با نماد f_1) و متغیرهای پژوهش به همان اسم مشخص شده‌اند. در این مدل مؤلفه‌های بانی، دارایی، ارکان انتشار، ساختار بندی و مؤلفه شرعی متغیر مرتبه اول و متغیر انتخاب ساختار صکوک متغیر مرتبه دوم نامیده می‌شود. با توجه به این نمودار، مدل پژوهش حاضر از نوع سازنده (تکوینی) است.



نمودار ۲: مدل معادلات ساختاری پژوهش

به اعتقاد پادساکوف و همکاران^۱ (۲۰۰۵) در مدل سازنده برخلاف انعکاسی نمی‌توان شاخص‌هایی را حذف نمود که مقدار وزن عاملی کمی دارند؛ زیرا در این مدل‌ها شاخص‌هایی با وزن عاملی کم ممکن است شاخص‌های تعیین‌کننده و مهم‌تری به‌شمار آیند. گفتنی است که معیارهایی مانند میانگین واریانس استخراج شده^۲ و اطمینان ساختاری^۳ نیز برای بررسی برازش این نوع مدل‌ها مناسب نیستند. هیر و همکاران^۴ (۲۰۱۱) دو معیار را برای سنجش مدل‌های سازنده معرفی می‌کنند:

۱. معناداری بار عاملی سؤالات از طریق مقادیر t : در صورتی که مقدار قدر مطلق آماره t یک سازه با شاخص‌های آن سازه کمتر از $1/96$ باشد، محقق در فاصله اطمینان ۹۵ درصد مجاز است که آن سؤالات را از مدل حذف نماید. البته این کار باید با در نظر گرفتن مبانی نظری پژوهش، نظر خبرگان و نتایج اعتبار محتوای پژوهش صورت پذیرد؛ بنابراین در صورتی که موارد با حذف آن شاخص‌ها دچار خدشه نمی‌شوند می‌توان آن شاخص‌ها را از مدل سازه حذف کرد. (دیامانتوپولوس و سیگوا،^۵ ۲۰۰۶: ۲۶۳). مقادیر قدر مطلق آماره t به تفکیک متغیرها، مربوط به هر یک از سؤالات پرسشنامه در جدول ۴: مشخص شده‌اند.

جدول ۴: مقدار قدر مطلق آماره t برای سؤالات پرسشنامه به تفکیک متغیرها

مقدار آماره t	سؤال -> متغیر	مقدار آماره t	سؤال -> متغیر
5/241	f_22-> ساختار بندی	3/803	f_1-> انتخاب نوع صکوک
2/317	f_23-> انتخاب نوع صکوک	4/061	f_1-> بانی
2/424	f_23-> ساختار بندی	1/689	f_10-> انتخاب نوع صکوک
1/836	f_24-> انتخاب نوع صکوک	1/752	f_10-> دارایی
1/899	f_24-> ساختار بندی	2/027	f_11-> انتخاب نوع صکوک
1/968	f_25-> انتخاب نوع صکوک	2/1	f_11-> دارایی
2/038	f_25-> ساختار بندی	3/162	f_12-> انتخاب نوع صکوک
2/552	f_26-> انتخاب نوع صکوک	3/289	f_12-> دارایی
2/65	f_26-> ساختار بندی	1/214	f_13-> انتخاب نوع صکوک
1/525	f_27-> انتخاب نوع صکوک	1/251	f_13-> دارایی
1/573	f_27-> ساختار بندی	0/198	f_14-> انتخاب نوع صکوک
0/954	f_28-> انتخاب نوع صکوک	0/204	f_14-> دارایی
0/982	f_28-> ساختار بندی	2/74	f_15-> انتخاب نوع صکوک

1. Podsakoff et al.

2. Average Variance Extracted

3. Composit Reliability

4. Hair et al.

5. Diamantopoulos and Siguaw

مقدار آماره t	سؤال -> متغیر	مقدار آماره t	سؤال -> متغیر
5/203	f_29-> انتخاب نوع صکوک	2/85	f_15-> دارایی
-	f_29-> شرعی	3/087	f_16-> انتخاب نوع صکوک
1/048	f_3-> انتخاب نوع صکوک	3/204	f_16-> دارایی
1/095	f_3-> بانی	3/728	f_17-> انتخاب نوع صکوک
2/992	f_4-> انتخاب نوع صکوک	3/862	f_17-> دارایی
3/205	f_4-> بانی	0/94	f_18-> ارکان انتشار
3/985	f_5-> انتخاب نوع صکوک	0/708	f_18-> انتخاب نوع صکوک
4/295	f_5-> بانی	1/928	f_19-> ارکان انتشار
1/526	f_6-> انتخاب نوع صکوک	1/458	f_19-> انتخاب نوع صکوک
1/591	f_6-> بانی	1/641	f_2-> انتخاب نوع صکوک
3/59	f_7-> انتخاب نوع صکوک	1/699	f_2-> بانی
3/842	f_7-> بانی	0/964	f_20-> ارکان انتشار
2/521	f_8-> انتخاب نوع صکوک	0/829	f_20-> انتخاب نوع صکوک
2/62	f_8-> دارایی	0/167	f_21-> ارکان انتشار
3/653	f_9-> انتخاب نوع صکوک	0/136	f_21-> انتخاب نوع صکوک
3/803	f_9-> دارایی	4/752	f_22-> انتخاب نوع صکوک

همان‌طور که در جدول ۴ قابل مشاهده است، در سؤالات مشخص شده (هاشور خورده)، میزان بار عاملی در سطح ۹۵ درصد معنادار نبوده و بنابراین لازم است آنها را مرحله به مرحله (به ترتیب از ضعیف‌ترین آنها که دارای کمترین قدر مطلق آماره t می‌باشند) از مدل حذف و سپس هر بار مجدداً مدل را اجرا کرد. بعد از نه مرحله اجرای مدل، به ترتیب عوامل تعیین رکن ضامن، دارا بودن پوشش بیمه‌ای مناسب و کافی، تعیین رکن عامل فروش، هزینه‌های انتشار انواع اوراق بهادار، تعیین رکن متعهد پذیرهنویس و بازار گردان، رکن حسابرس، حجم عملیات تجاری، بازار هدف مورد نظر بانی، امکان و یا عدم امکان معاملات ثانویه و سرانجام ماهیت دارایی از نظر اینکه امکان واگذاری به غیر را داشته باشد، از متغیرهای مدل (شامل متغیر مرتبه اول و دوم) حذف شدند. در مدل نهایی تنها دو عامل شیوه عرضه اوراق و افق تأمین مالی صکوک معنادار نیستند که با توجه به معناداری این دو متغیر در عوامل مرتبه اول، از حذف آنها از مدل صرف نظر می‌شود.

۲. همخطی بین شاخص‌ها: در صورت بالا بودن همخطی بین شاخص‌ها در مدل سازنده، برازش مدل زیر سؤال می‌رود؛ از این رو پژوهشگر باید شاخص‌هایی را پیدا کند که باعث همخطی می‌شوند و در مورد حذف یا ماندن آنها تصمیم بگیرد. بررسی همخطی بین شاخص‌ها از طریق معیاری به نام ضریب تورم واریانس^۱ برای هر کدام از آنها بررسی می‌شود (جدول ۵). اگر مقدار این معیار برای یک شاخص برابر و یا بیشتر از ۵ باشد، نشان‌دهنده این است که حداقل ۸۰ درصد

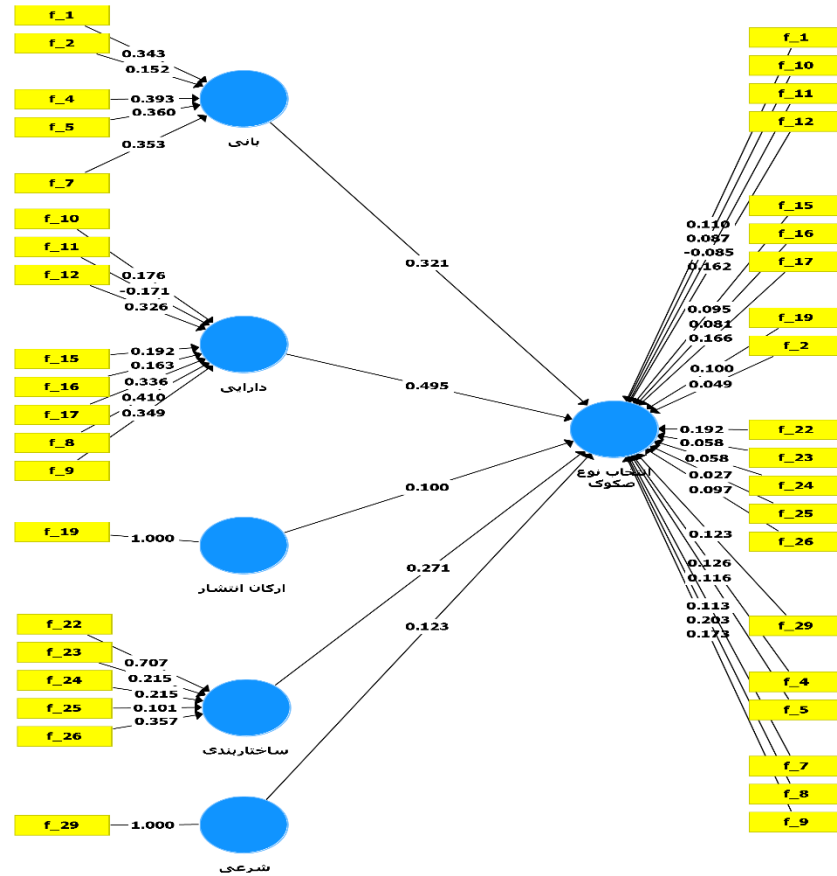
1. Variance Inflation Factor (VIF)

میزانی که آن شاخص سازه را تعریف می‌کند توسط شاخص‌های دیگر نیز تبیین می‌شود و بنابراین احتیاجی به باقی ماندن آن شاخص در مدل نیست (گریوال و همکاران،^۱ ۲۰۰۴: ۵۲۰).

جدول ۵: شاخص تورم واریانس برای سؤالات پرسشنامه به تفکیک متغیرها

شاخص تورم واریانس <i>VIF</i>		
سؤال	عامل مرتبه اول	عامل مرتبه دوم
<i>f</i> ₁ نوع و ماهیت بانی انتشار اوراق	۱/۳۱۴	۱/۵۳۵
<i>f</i> ₂ افق تأمین مالی بانی	۱/۰۸	۱/۲۵۷
<i>f</i> ₄ ماهیت پروژه و طرح مورد نظر بانی	۱/۰۹۶	۱/۴۲۲
<i>f</i> ₅ محل به‌کارگیری عواید توسط بانی	۱/۳۲۸	۱/۶۶
<i>f</i> ₇ تنوع و تعدد نیازهای مالی بانی (هزینه کرد یا مصرف وجوه)	۱/۳۴	۱/۶۴۸
<i>f</i> ₈ نوع و ماهیت دارایی مبنای انتشار اوراق	۱/۱۲۱	۱/۱۲۱
<i>f</i> ₉ وجود دارایی و یا عدم وجود آن در زمان انتشار اوراق	۱/۳۴۴	۱/۷۵۶
<i>f</i> ₁₀ ماهیت دارایی از نظر مولد بودن دارایی	۱/۲۷۳	۱/۶۴۲
<i>f</i> ₁₁ عدم محدودیت یا منع قانونی، قراردادی یا قضایی در انتقال دارایی	۱/۷۳	۲/۱۰۸
<i>f</i> ₁₂ ماهیت دارایی از نظر عدم محدودیت در تصرف و اعمال حقوق مالکیت در آن برای نهاد واسط	۱/۴۵	۱/۶۵۹
<i>f</i> ₁₅ طول عمر اقتصادی دارایی پایه	۱/۲۵۵	۱/۴۱۲
<i>f</i> ₁₆ عدم مشاع بودن مالکیت دارایی مبنای انتشار اوراق	۱/۶۵۵	۱/۸۴۹
<i>f</i> ₁₇ رعایت حدنصاب ارزش دارایی مبنای انتشار اوراق	۱/۳۲۲	۱/۶۸۷
<i>f</i> ₁₉ تعیین رکن حسابرسان بانی	۱	۱/۲۳۱
<i>f</i> ₂₂ ایجاد یا عدم ایجاد قابلیت تبدیل اوراق به سهام	۱/۱۲۱	۱/۶
<i>f</i> ₂₃ ثابت یا شناور بودن نرخ اوراق	۱/۰۹	۱/۳۹۱
<i>f</i> ₂₄ شیوه عرضه اوراق (به قیمت بازار / به قیمت اسمی)	۱/۱۵۴	۱/۶۲۴
<i>f</i> ₂₅ استفاده از اختیار تبعی	۱/۲۹۴	۱/۶۲۲
<i>f</i> ₂₆ شیوه پرداخت مبالغ مرتبط با اوراق	۱/۰۵۳	۱/۳۴۱
<i>f</i> ₂₉ تفکیک بانی از فروشنده در برخی انواع صکوک	۱	۱/۵۷۴

با توجه به جدول ۵، ضریب تورم واریانس همه سؤالات در عوامل مرتبه اول و مرتبه دوم از مقدار ۵ کمتر است؛ بنابراین هم‌خطی بین سؤالات در حد قابل قبولی است. گام بعدی در ارزیابی مدل‌های تکوینی، ارزیابی وزن عاملی بین سؤالات و عوامل مرتبه اول و همچنین ضرایب مسیر بین متغیرهای پنهان مرتبه اول و دوم مدل است. نمودار ۳ این مقادیر را نشان می‌دهد.



نمودار ۳: وزن عاملی و ضرایب مسیر مدل اصلاح شده

در پاسخ به سؤال پژوهش، براساس نتایج و همان طور که در جدول ۶ قابل استنباط است، از میان پنج مؤلفه اصلی تأثیرگذار بر انتخاب ساختار صکوک مؤلفه مربوط به دارایی و منفعت مبنای انتشار، با ضریب مسیر ۰/۴۹۵ بیشترین تأثیر را خواهد داشت. بعد از آن، مؤلفه مربوط به مالی (شرکت متقاضی تأمین مالی) با ضریب مسیر ۰/۳۲۱ بیشترین تأثیر را بر انتخاب ساختار صکوک دارد. به همین ترتیب ساختار بندی، مؤلفه های شرعی و ارکان انتشار به ترتیب بیشترین تأثیر را بر انتخاب نوع صکوک داشته اند (جدول ۶):

جدول ۶: اولویت‌بندی عوامل اصلی مؤثر در انتخاب ساختار صکوک مناسب جهت تأمین مالی

رتبه	عامل وزن	مؤلفه‌های اثرگذار در انتخاب ساختار صکوک مناسب
۲	۰/۳۲۱	مؤلفه‌های مربوط به بانی (شرکت متقاضی تأمین مالی)
۱	۰/۴۹۵	مؤلفه‌های مربوط به دارایی و منفعت
۵	۰/۱۰۰	مؤلفه‌های مربوط به ارکان انتشار
۳	۰/۳۲۱	مؤلفه‌های مربوط به ساختاربندی
۴	۰/۱۲۳	مؤلفه‌های شرعی

در عوامل باقیمانده در مؤلفه مربوط به بانی، عامل ماهیت پروژه و طرح مورد نظر بانی (وزن ۰/۳۹۳) دارای بیشترین تأثیر و عامل افق تأمین مالی بانی (با وزن عاملی ۰/۱۵۲) دارای کمترین تأثیر خواهد بود (جدول ۷:).

جدول ۷: اولویت‌بندی عوامل اثرگذار در مؤلفه مربوط به بانی

بار عاملی	عوامل اثرگذار در مؤلفه مربوط به بانی
۰/۳۹۳	ماهیت پروژه و طرح مورد نظر بانی
۰/۳۶۰	محل به‌کارگیری عواید توسط بانی
۰/۳۵۳	تنوع و تعدد نیازهای تأمین مالی بانی
۰/۳۴۳	نوع و ماهیت بانی انتشار اوراق
۰/۱۵۲	عامل افق تأمین مالی بانی

در مؤلفه مربوط به دارایی و منفعت مورد انتشار، عامل نوع و ماهیت دارایی مبنای انتشار اوراق (وزن ۰/۴۱۰) دارای بیشترین تأثیر و عامل عدم مشاع بودن مالکیت دارایی مبنای انتشار اوراق (وزن ۰/۱۶۳) کمترین وزن عاملی را دارد (جدول ۸:).

جدول ۸: اولویت‌بندی عوامل اثرگذار در مؤلفه مربوط به دارایی و منفعت مورد انتشار

بار عاملی	عوامل اثرگذار در مؤلفه مربوط به دارایی و منفعت مورد انتشار
۰/۴۱۰	عامل نوع و ماهیت دارایی مبنای انتشار اوراق
۰/۳۴۹	وجود دارایی و یا عدم وجود آن در زمان انتشار اوراق (و امکان تحویل آن در آینده)
۰/۳۳۶	رعایت حدنصاب ارزش دارایی مبنای انتشار اوراق
۰/۳۲۶	ماهیت دارایی از نظر اینکه تصرف و اعمال حقوق مالکیت در آن برای نهاد واسط دارایی هیچ‌گونه محدودیتی نباشد.
۰/۱۹۲	طول عمر اقتصادی دارایی پایه در مقایسه با مدت زمان انتشار اوراق
۰/۱۷۶	ماهیت دارایی از نظر اینکه به‌کارگیری آن در فعالیت بانی، منجر به ایجاد جریان نقدی شده (مولد بودن) یا از خروج وجوه نقد جلوگیری نماید.
۰/۱۷۱	عدم محدودیت یا منع قانونی، قراردادی یا قضایی برای انتقال دارایی مبنای انتشار
۰/۱۶۳	عدم مشاع بودن مالکیت دارایی مبنای انتشار اوراق

به همین ترتیب در متغیر ساختار بندی نیز عامل ایجاد و یا عدم ایجاد قابلیت تبدیل اوراق به سهام (وزن ۰/۷۰۷۰) و عامل استفاده از اختیار تبعی (وزن ۰/۱۰۱) به ترتیب دارای بیشترین و کمترین تأثیر بر ساختار بندی هستند (جدول ۹). در مورد مؤلفه شرعی نیز تنها یک زیر معیار با عنوان تفکیک بانای از فروشنده در برخی انواع صکوک ذکر شده بود (جدول ۱۰).

جدول ۹: اولویت بندی عوامل اثرگذار در مؤلفه مربوط به ساختار بندی

بار عاملی	عوامل اثرگذار در مؤلفه مربوط به ساختار بندی
۰/۷۰۷	ایجاد و یا عدم ایجاد قابلیت تبدیل اوراق به سهام
۰/۳۵۷	شیوه پرداخت مبالغ مرتبط با اوراق
۰/۲۱۵	شیوه عرضه اوراق
۰/۲۱۵	ثابت یا شناور بودن نرخ اوراق
۰/۱۰۱	عامل استفاده از اختیار تبعی

جدول ۱۰: اولویت بندی عوامل اثرگذار در مؤلفه شرعی

بار عاملی	عوامل اثرگذار در مؤلفه شرعی
۱	تفکیک بانای از فروشنده در برخی انواع صکوک

همچنین در بین تمامی عوامل باقی مانده مؤثر بر متغیر انتخاب ساختار صکوک عامل ایجاد و یا عدم ایجاد قابلیت تبدیل اوراق به سهام (وزن ۰/۷۰۷) بیشترین و عامل استفاده از اختیار تبعی (وزن ۰/۱۰۱) کمترین تأثیر را خواهند داشت.

۵. جمع بندی و نتیجه گیری

در این پژوهش ابتدا عوامل مؤثر بر انتخاب ساختار صکوک مناسب جهت تأمین مالی بانیان، در پنج مؤلفه اصلی شامل مؤلفه های مربوط به بانای، دارایی و منفعت مبنای انتشار اوراق، ارکان انتشار، ساختار بندی و مؤلفه های شرعی شناسایی شد. سپس با استفاده از روش مدل سازی معادلات ساختاری اولویت بندی این عوامل در مدل مناسب ارائه شد. یافته های پژوهش نشان از این مطلب است که در بین پنج مؤلفه اصلی، مؤلفه های مربوط به دارایی و منفعت مبنای انتشار بیشترین تأثیر و مؤلفه مربوط به ارکان انتشار کمترین تأثیر را در تصمیم گیری بانیان انتشار اوراق در انتخاب ساختار مناسب صکوک دارد.

همچنین از بین عوامل شناسایی شده، عوامل ماهیت پروژه و طرح مورد نظر بانی، نوع و ماهیت دارایی مبنای انتشار اوراق، ایجاد و یا عدم ایجاد قابلیت تبدیل اوراق به سهام، نوع و ماهیت دارایی مبنای انتشار اوراق بیشترین تأثیر و عوامل افق تأمین مالی بانی، عدم مشاع بودن مالکیت دارایی مبنای انتشار اوراق، عامل استفاده از اختیار تبعی کمترین تأثیر را دارد. همچنین عوامل تعیین رکن ضامن، دارا بودن پوشش بیمه‌ای مناسب و کافی، تعیین رکن عامل فروش، هزینه‌های انتشار انواع اوراق بهادار، تعیین رکن متعهد پذیرهنویس و بازار گردان، رکن حسابرس، حجم عملیات تجاری، بازار هدف مورد نظر بانی، امکان و یا عدم امکان معاملات ثانویه و ماهیت دارایی از نظر اینکه امکان واگذاری به غیر را داشته باشد، از متغیرهای مدل حذف شدند.

۶. پیشنهادها

مسئلاً انتشار اوراق بدهی یکی از متداول‌ترین روش‌های تأمین مالی میان‌مدت و بلندمدت بنگاه‌های اقتصادی در جهان است؛ به طوری که در کشورهای توسعه‌یافته سهم بالایی از سبد تأمین مالی شرکت‌ها را تشکیل می‌دهد. با توجه به محدودیت ظرفیت بانک‌ها برای پرداخت تسهیلات و همچنین رسالت در نظر گرفته شده برای بازار سرمایه مبنی بر تأمین مالی بلندمدت بنگاه‌های اقتصادی، پیشنهاد می‌شود با تنوع‌سازی اوراق بهادار اسلامی، تسهیل فرایند انتشار و تشویق و راهنمایی بنگاه‌های اقتصادی، زمینه برای توسعه بازار اوراق بدهی فراهم شود. در این پژوهش تلاش شده است عواملی که در تعیین ساختار مناسب صکوک دارای اهمیت است شناسایی شده و در اختیار بنگاه‌های اقتصادی و فعالان بازار قرار گیرد تا براین اساس، بتوانند تصمیم‌گیری مناسبی در انتخاب ساختار مناسب تأمین مالی داشته باشند.

منابع

۱. باباجانی، جعفر و امیرعباس صاحبقرانی (۱۳۹۸)، «ابعاد رتبه‌بندی صکوک منتشره در بازار سرمایه کشور»، تحقیقات مالی اسلامی، ۷ (۱۴)، ص ۳۹۷-۴۲۴.
۲. توحیدی، محمد و رضا یارمحمدی (۱۳۹۸)، «نوع‌شناسی و طبقه‌بندی اوراق بهادار اسلامی (صکوک) از منظر معیارهای گوناگون»، فصلنامه علمی ترویجی اقتصاد و بانکداری اسلامی، ۸ (۲۸)، ص ۴۱-۷۶.
۳. توحیدی، محمد (۱۳۹۶)، تحلیلی بر صکوک به پشتوانه دارایی و صکوک مبتنی بر دارایی، مرکز پژوهش، توسعه و مطالعات اسلامی سازمان بورس و اوراق بهادار.
۴. توحیدی، محمد؛ مجتبی کاونند و امیرحسین اعتصامی (۱۳۹۳)، طبقه‌بندی اوراق بهادار اسلامی (صکوک)، مرکز پژوهش، توسعه و مطالعات اسلامی سازمان بورس و اوراق بهادار.
۵. هیئت مدیره سازمان بورس و اوراق بهادار (۱۳۹۰)، دستورالعمل انتشار اوراق اجاره.
۶. شهریار، مجید (۱۳۹۵)، «صکوک مشارکت ترکیبی، ابزار اسلامی تأمین مالی طرح‌های دانش‌بنیان»، دو فصلنامه علمی و پژوهشی تحقیقات مالی اسلامی، ۵ (۱۰)، ص ۱۳۳-۱۵۴.
۷. شیرمردی احمدآباد، حسین و محمد فطانت‌فرد (۱۳۹۹)، «صکوک وکالت، ابزار مالی نوین در تأمین مالی مسکن»، پژوهش‌های راهبردی بودجه و مالی، ۱ (۲)، ص ۳۲-۵۸.
۸. شیرمردی احمدآباد، حسین و کامران ندری (۱۳۹۶)، «اوراق سلف موازی، ابزاری مناسب برای تأمین مالی مسکن»، دو فصلنامه جستارهای اقتصادی، ۱۴ (۲۸)، ص ۱۲۱-۱۵۱.
۹. شیرمردی احمدآباد، حسین (۱۳۹۸)، «اوراق جعاله، ابزاری مناسب برای تأمین مالی صنعت نفت و گاز»، مطالعات اقتصاد اسلامی، ۱۱ (۲)، ص ۲۱۸-۲۴۸.
۱۰. عربی، سیدهادی؛ سیدمهدی موسوی برودی و حسین شیرمردی احمدآباد (۱۳۹۷)، «صکوک وکالت»، «ابزار مناسب تأمین مالی کارآفرینی دانشگاهی»، دو فصلنامه معرفت اقتصاد اسلامی، ۱۰ (۱۹)، ص ۵-۲۴.
۱۱. فدائی‌واحد، میثم و محمدرضا مایلی (۱۳۹۳)، «اولویت‌بندی عوامل مؤثر بر تأمین مالی در ایران با استفاده از روش تحلیل سلسله مراتبی»، فصلنامه سیاست‌های مالی و اقتصادی، ۲ (۶)، ص ۱۴۱-۱۶۰.

۱۲. سعید فراهانی فرد (۱۳۸۸)، «صکوک سلف، ابزاری مناسب برای تأمین مالی و پوشش ریسک»، اقتصاد اسلامی، ۹ (۳۳)، ص ۷-۳۲.
۱۳. قلیچ، وهاب (۱۳۹۷)، «بررسی اوراق وکالت دولتی مالزی و ارائه الگویی بومی برای اقتصاد ایران»، اقتصاد اسلامی، ۱۸ (۷۲)، ص ۱۸۳-۲۱۱.
۱۴. مزینی، امیرحسین؛ سعید قربانی و نسرين صلح‌خواه (۱۳۹۳)، «طراحی الگوی عملیاتی تأمین مالی بخش صادرات با استفاده از صکوک در اقتصاد ایران»، فصلنامه پژوهش‌های اقتصادی (رشد و توسعه پایدار)، ۱۴ (۲)، ص ۲۵۵-۲۳۳.
۱۵. مصباحی مقدم، غلامرضا؛ مجتبی کاوند و حمیدرضا اسمعیلی‌گیوی (۱۳۸۸)، «ارائه الگوی تأمین مالی توسعه موقوفات با استفاده از انتشار اوراق منفعت (صکوک انتفاع)»، دوفصلنامه جستارهای اقتصادی، ۵ (۱۰)، ص ۶۹-۹۲.
۱۶. موسویان، سیدعباس (۱۳۸۶)، «صکوک مزارعه و مساقات، ابزار مالی مناسب برای توسعه بخش کشاورزی ایران»، فصلنامه علمی پژوهشی اقتصاد اسلامی، ۷ (۲۶)، ص ۷۱-۹۶.
۱۷. موسویان، سیدعباس؛ مجتبی کاوند و علی‌رمدادی (۱۳۸۹)، «اوراق بهادار (صکوک) مضاربه، ابزاری مناسب برای توسعه بخش صادرات ایران»، دوفصلنامه جستارهای اقتصادی، ۷ (۱۳)، ص ۱۴۵-۱۷۱.
۱۸. موسویان، سیدعباس (۱۳۸۶)، ابزارهای مالی اسلامی (صکوک)، تهران: انتشارات پژوهشگاه فرهنگ و اندیشه اسلامی.
۱۹. موسویان، سیدعباس؛ محمدهاشم بت‌شکن و فرشته رحیمی‌الماسی (۱۳۹۸)، «طراحی و بررسی فقهی اوراق جعاله جهت تأمین مالی طرح‌های زیرساختی حمل‌ونقل جاده‌ای در ایران»، تحقیقات مالی اسلامی، ۸ (۲)، ص ۳۰۷-۳۳۸.
۲۰. موسویان، سیدعباس؛ حسین‌پور، محمد و مجتبی کاوند (۱۳۹۱)، «اوراق بهادار (صکوک) وکالت، ابزاری مناسب برای تأمین مالی صنعت پتروشیمی»، نشریه اقتصاد اسلامی، ۱۲ (۴۷)، ص ۱۰۳-۱۳۰.
۲۱. موسویان، سیدعباس؛ مجتبی کاوند و حمیدرضا اسمعیلی‌گیوی (۱۳۸۷)، «اوراق بهادار (صکوک) جعاله، ابزاری کارآمد برای توسعه صنعت گردشگری»، نشریه اقتصاد اسلامی، ۸ (۳۲)، ص ۱۴۱-۱۷۰.
۲۲. موسویان، سیدعباس (۱۳۸۹)، «اوراق سلف، ابزاری برای تأمین مالی پروژه‌های بالادستی صنعت نفت»، نشریه اقتصاد اسلامی، ۱۰ (۳۹)، ص ۸۵-۱۱۶.

۲۳. موسویان، سیدعباس (۱۳۹۱)، بازار سرمایه اسلامی، تهران: پژوهشگاه فرهنگ و اندیشه اسلامی.
۲۴. نجفی، مهدی (۱۳۸۵)، «بررسی فرایند تأمین مالی از طریق انتشار صکوک»، ماهنامه بورس اقتصادی، ۵۳، ص ۳۶-۴۳.
۲۵. نظرپور، محمدنقی؛ سیدمحسن فاضلیان و ناهید مؤمنی نژاد (۱۳۹۳)، «ارائه الگوی مطلوب تأمین مالی صنعت نفت ایران بر پایه صکوک استصناع و رتبه‌بندی ریسک‌های آن با استفاده از روش تحلیل سلسله‌مراتبی»، تحقیقات مالی اسلامی، ۳ (۶)، ص ۶۷-۹۸.
۲۶. مجلس شورای اسلامی (۱۳۸۴)، قانون بازار اوراق بهادار.
27. Arabi, Syed Hadi; Mousavi Barroudi, Seyed Mehdi and Shirmardi Ahmadabad, Hossein (2019), "Wakala Sukuk, a Suitable Instrument for Financing University Entrepreneurship", *Bi-Quarterly Journal of Islamic Economics*, 10 (19), pp. 5-24. (in persian).
28. Diamantopoulos, A. & Siguaw, J. A. (2006), "Formative Versus Reflective Indicators in Organizational Measure Development: a Comparison and Empirical Illustration", *British Journal of Management*, 17, 263-282.
29. Grewal, Rajdeep, Cote, Joseph A. and Baumgartner, Hans (2004), "Multicollinearity and Measurement Error in Structural Equation Models: Implications for Theory Testing", *Marketing Science*, 23(4), 519-29.
30. Hair, J. F. Hult, T. Ringle, C. M. and Sarstedt, M. (2011), *Partial Least Squares Structural Equation Modelling (PLS-SEM)*. Azar, A. and Gholamzadeh, R. Negahedanesh, Tehran.
31. IFSB. (2005), *Islamic Financial Services Board (IFSB)' s Capital Adequacy Standard For Institution (Other than Insurance Institutions) Offering Only Islamic Financial Services*. Kuala Lumpur: Islamic Financial Services Board.
32. Kamil, W. A. (2008), *Introduction to Sukuk*, In R. Ratings, Malaysian Sukuk Market Handbook - Your Guide to the Malaysian Islamic Capital Market, (pp. 21-49). (Kuala Lumpur: RAM Rating.
33. Lawshe, C. A. (1975), "Quantitative Approach to Contentvalidity", *Personnel Psychology*, 28, pp.563-575 .
34. Lotter, Philipp & Howlader, Khalid. (2007), *Underestanding Moody's Approach to Unseured Corporate Sukuk*. Dubai: Moody's Investor Service.

35. Mohd Noor, L. (2008), *Sukuk Rating - General Approach, Criteria and Methodology*, In R. Ratings, Malaysian Sukuk Market Handbook - Your Guide to the Malaysian Islamic Capital Market (pp .147-161 .(Kuala Lumpur: RAM Ratings).
36. Mousavian, Seyed Abbas (2008), *Islamic Financial Instruments (Sukuk)*, Tehran, Publications of the Institute of Islamic Culture and Thought. (in persian).
37. Podsakoff, P.M. Mackenzie, S.B.B. Bachrach, D.G.& Podsakoff, N.P. (2005), "the Influence of Management Journals in the 1980's and 1990's", *Strategic Management Journal*.