

## **Components of Rating Sukuk in Iran's Capital Market**

**Jafar Babajani\***

Received: 11/07/2017

**Amir Abbas Sahebgharani\*\***

Accepted: 10/03/2018

### **Abstract**

The establishment of rating agencies as important financial institutions in the capital market has been emphasized by SEO in recent years and its related instructions were officially published in 2016. Meanwhile, with the growth of financing instruments in the capital market and the priority given to sukuk, the need for the former's rating is necessary for determining its value and accelerating the financing process of economic organizations by using it. Presently, the lack of this rating has been compensated by including a guarantor in the structure, but this has for some reasons created obstacles in the way of issuing it and challenged the financing process with this kind of instrument. On the other hand, the capital market supervising agent's requirements for rating sukuk have been set out before its being issued and the sukuk rating has replaced guaranty in sukuk structure.

This article demonstrates how the dimensions and components of sukuk rating in Iran capital market were assessed by experts using Delphi technique with the aim of achieving consensus on it. The theoretical foundations of the presented model were derived from three sources, namely sukuk issue instructions, rating institutes' methods at both national and international levels, and Islamic financial institutes' instructions in regard to rating sukuk. These factors altogether, which have been approved by experts, can illustrate the general framework of rating sukuk in the country's capital market.

### **Keywords**

Sukuk, Sukuk Rating, Sukuk Rating Components, Delphi Method.

JEL Classification: G31, G32.

---

\* Accountant Professor, Allameh Tabataba'i University, Tehran, Iran, drjafar@babajani.ir

\*\* Ph.D. Student of Accounting, Allameh Tabataba'i University, Tehran, Iran, (Corresponding Author), abbas\_sahebgharani@yahoo.com

## ابعاد رتبه‌بندی اعتباری صکوک منتشر شده در بازار سرمایه کشور

جعفر باباجانی\*

امیرعباس صاحبقرانی\*\*

تاریخ دریافت: ۱۳۹۶/۰۴/۲۰ تاریخ پذیرش: ۱۳۹۶/۱۲/۱۹

مقاله برای اصلاح به مدت ۲۶ روز نزد نویسنده (گان) بوده است.

### چکیده

ایجاد و راه‌اندازی مؤسسات رتبه‌بندی به‌عنوان یکی از مهم‌ترین نهادهای مالی بازار سرمایه، در سال‌های اخیر در دستور کار نهاد ناظر بازار سرمایه قرار گرفته و در همین راستا دستورالعمل ایجاد و راه‌اندازی مؤسسات رتبه‌بندی در سال ۱۳۹۵ تدوین و ابلاغ شد. از سوی دیگر با گسترش ابزارهای تأمین مالی در بازار سرمایه با محوریت صکوک، نیاز به رتبه‌بندی این ورقه بهادار به منظور ارزش‌گذاری آن و تسریع در روند تأمین مالی بنگاه‌های اقتصادی از طریق صکوک بیش از پیش احساس می‌شود. در حال حاضر خلاء عدم رتبه‌بندی صکوک با گنجانده شدن رکن ضامن در ساختار آن جبران شده که فرآیند ضمانت صکوک بنابر دلایلی که تشریح خواهد شد، رویه انتشار آن را با مشکلات جدی مواجه ساخته و روند تأمین مالی بنگاه‌های اقتصادی از طریق این ابزارها را با چالش مواجه ساخته است، از سوی دیگر الزامات نهاد ناظر بازار سرمایه بر رتبه‌بندی صکوک، پیش از انتشار آن بوده و رتبه‌بندی صکوک جایگزین رکن ضامن در ساختار صکوک بیان شده است.

در این پژوهش پس از مطالعه مبانی نظری حاکم بر رتبه‌بندی صکوک، ابعاد و مؤلفه‌های رتبه‌بندی این ورقه بهادار در قالب سوالاتی مورد نظرخواهی از خبرگان قرار گرفت، نظرات ارزی خبرگان با استفاده از تکنیک دلفی و با هدف کسب اجماع در مورد ابعاد و مؤلفه‌ها مورد ارزیابی واقع گردید، مبانی نظری مدل ارائه شده از ۳ منبع شامل قوانین و دستورالعمل‌های انتشار صکوک، رویه مؤسسات رتبه‌بندی در سطح بین‌المللی و ملی و همچنین رهنمودهای مؤسسات مالی اسلامی در خصوص رتبه‌بندی صکوک استخراج شده است که مجموعه این عوامل که به تأیید خبرگان نیز رسیده است چارچوب کلی رتبه‌بندی صکوک در بازار سرمایه کشور را ترسیم می‌نماید.

### واژگان کلیدی

صکوک، رتبه‌بندی صکوک، ابعاد رتبه‌بندی صکوک، روش دلفی.

طبقه‌بندی JEL: G32, G31.

drjafar@babajani.ir

\* استاد حسابداری، دانشگاه علامه طباطبایی، تهران، ایران

\*\* دانشجوی دکتری حسابداری، دانشگاه علامه طباطبایی، تهران، ایران (نویسنده مسئول)

abbas\_sahebgharani@yahoo.com

#### مقدمه

صکوک طبق استاندارد شماره ۱۷ سازمان حسابداری و حسابرسی نهادهای مالی اسلامی<sup>۱</sup>، عبارتند از «اوراقی با ارزش اسمی یکسان که بیانگر پرداخت مبلغ اسمی مندرج در آن توسط خریدار به بانی است و دارنده اوراق، مالک یک یا مجموعه‌ای از دارایی‌ها یا ذی‌نفع یک پروژه خاص می‌شود». بر این اساس، صکوک به ۱۴ نوع شامل صکوک اجاره، سلف، استصناع، مرابحه، مشارکت، مضاربه، نماینده سرمایه‌گذاری، مزارعه، مساقات، ارائه خدمات، حق‌الامتياز، مالکیت دارایی‌هایی آتی، مالکیت منافع دارایی‌های موجود و مالکیت منافع دارایی‌هایی آتی، طبقه‌بندی می‌شود. در ایران صکوک در اواخر سال ۱۳۸۹ با انتشار صکوک اجاره متعلق به هواپیمایی ماهان عملیاتی شده و تاکنون حجمی بالغ بر ۱۱۵ هزار میلیارد ریال از طریق این ابزار تأمین مالی شده است که این میزان در مقایسه با حجم تأمین مالی صورت گرفته از طریق بازار پول که براساس اطلاعات صورت‌های مالی بانک‌ها دارای حجمی بالغ بر ۸۵۰ هزار میلیارد ریال می‌باشد، رقم ناچیزی است (بانک مرکزی، ۱۳۹۶، ص. ۱۹). از سوی دیگر به منظور تغییر سیستم تأمین مالی بانک‌محور کنونی که در حال حاضر دارای مشکلات متعددی مثل کمبود منابع و حجم زیاد مطالبات معوق و عدم تخصیص بهینه منابع است، توسعه ابزارهایی نظیر صکوک اجتناب‌ناپذیر است، اما مشکل انتشار صکوک در کشور چیست و چگونه می‌توان فرآیند آن را سرعت بخشید؟

پاسخ این پرسش را باید در رویه اجرایی صکوک جستجو کرد، در حال حاضر انتشار انواع صکوک دارای گلوگاه‌هایی است که فرآیند انتشار را با وقفه مواجه می‌کند، مهم‌ترین این گلوگاه‌ها فرآیند ضمانت اوراق است، ضامن که در حال حاضر از ارکان انتشار صکوک است شرکت را از دو جهت با مشکل مواجه می‌سازد، نخست انتخاب ضامن که فرآیند طولانی را به خود اختصاص داده و دوم هزینه‌های ضمانت که موجب افزایش هزینه‌های مالی انتشار صکوک می‌شود. ذکر این نکته ضروری است که در حال حاضر مهم‌ترین ضامن صکوک، بانک‌ها می‌باشند، که به دلیل محدودیت کفایت سرمایه خود و وثایق درخواستی به‌منظور پذیرش رکن ضامن، فرآیند تأمین مالی از طریق صکوک را طولانی کرده و هزینه مالی آن را بالا می‌برد. البته راهکار حل این

مشکل توسط قانون‌گذار پیش‌بینی شده و آن رتبه‌بندی صکوک است<sup>۳</sup>، به عبارت دیگر در صورت رتبه‌بندی صکوک نیازی به وجود ضامن نمی‌باشد. در کشور نیز سال‌هاست ضرورت رتبه‌بندی اوراق و وجود مؤسسات رتبه‌بندی به‌عنوان یکی از نهادهای مالی بازار سرمایه، مطرح شده و اخیراً دستورالعمل تأسیس و راه‌اندازی مؤسسات رتبه‌بندی به تصویب هیأت مدیره سازمان بورس و اوراق بهادار رسیده است (پایگاه اطلاع‌رسانی بازار سرمایه ایران، ۱۳۹۵). بنابراین بحث و بررسی تحلیلی ابعاد، مؤلفه‌ها و شاخص‌های رتبه‌بندی انواع مختلف صکوک در بازار سرمایه ایران امری ضروری است. ماده ۱ دستورالعمل یاد شده، مؤسسات رتبه‌بندی را به ارائه شیوه‌نامه رتبه‌بندی<sup>۴</sup> خود ملزم کرده است. هدف مقاله حاضر، بررسی تحلیلی ابعاد، مؤلفه‌ها و شاخص‌های رتبه‌بندی صکوک است تا در صورت لزوم در تدوین شیوه‌نامه رتبه‌بندی صکوک مورد استفاده قرار گیرد.

فرآیند رتبه‌بندی اوراق را می‌توان نوعی اظهارنظر هدفمند و مستقل در رابطه با ظرفیت‌های بالقوه بانای در خصوص ایفای تعهدات مالی خود بیان نمود (Zaidi, 2008, p. 36)، به بیان دیگر، رتبه‌های اعتباری را می‌توان نوعی اظهارنظر تخصصی مؤسسه رتبه‌بندی در مورد توانایی و تمایل بانای به برآورده کردن کامل و به موقع تعهدات خود به شمار آورد (S & P, 2011, p. 4). بنابراین، وجود مؤسسات رتبه‌بندی از یک‌سو موجب تسریع رویه اجرایی صکوک شده و از سوی دیگر به‌عنوان یک منبع اطلاعاتی معتبر، نقش به‌سزایی در شفافیت مالی در بازار سرمایه ایفا کند. از آنجا که تاکنون مؤسسات مذکور سابقه فعالیت در ایران نداشته و سوابق ارزشمندی از فعالیت مؤسسات رتبه‌بندی کشورهای توسعه یافته در دسترس است، به نظر می‌رسد تحلیل و بررسی متدولوژی مؤسسات رتبه‌بندی در زمینه رتبه‌بندی صکوک می‌تواند چارچوبی برای شناسایی عوامل مؤثر در رتبه‌بندی صکوک در بازار سرمایه کشور فراهم کند. در مقاله حاضر تلاش شده رویه مؤسسات رتبه‌بندی در زمینه تعیین رتبه اعتباری صکوک و ویژگی‌های محیطی صکوک تشریح شود.

### ۱. تأکید قوانین و مقررات بر رتبه‌بندی صکوک

سازمان بورس و اوراق بهادار در جایگاه نهاد ناظر بر بازار سرمایه و مجلس شورای به طریق مقتضی به وجود مکانیزم رتبه‌بندی صکوک به عنوان جایگزینی برای رکن ضامن در ساختار اجرایی صکوک در کشور تأکید کرده‌اند. به لحاظ اهمیت موضوع، مجلس شورای اسلامی در سال ۱۳۹۴ در قانون «رفع موانع تولید رقابت‌پذیر و ارتقای نظام مالی کشور» مکانیزم رتبه‌بندی را جایگزینی مناسب برای ضمانت صکوک اجاره به شمار آورده است، در تبصره ۲، ماده ۲۳ اصلاحیه سال ۱۳۹۴ دستورالعمل اوراق اجاره و مباحه مصوب شورای عالی بورس نیز بر تعیین رتبه اوراق در صورت وجود مؤسسات رتبه‌بندی تأکید و مقرر می‌دارد: «اوراق اجاره باید قبل از دریافت مجوز انتشار در صورت فعالیت مؤسسات رتبه‌بندی دارای مجوز فعالیت، از مؤسسات یاد شده رتبه اعتباری دریافت نمایند». افزون بر این، قوانین و مقررات مصوب مجلس شورای اسلامی و شورای عالی بورس رتبه‌بندی صکوک را به طریق مقتضی و به شرح جدول ذیل مورد توجه قرار داده‌اند:

**جدول ۱: ضرورت رتبه‌بندی صکوک از منظر قوانین و مقررات**

عنوان قانون/ دستورالعمل	توضیحات
تبصره ۳ ماده ۴ آیین‌نامه رفع موانع تولید مصوب مجلس شورای اسلامی (۱۳۹۴)	در صورتی که صکوک اجاره منتشره دارای رتبه اعتباری باشد، وجود ضامن الزامی نیست.
تبصره ۲ ماده ۵ دستورالعمل انتشار صکوک اجاره شورای عالی بورس (۱۳۸۹) و اصلاحیه (۱۳۹۴)	در صورتی که صکوک اجاره منتشره دارای رتبه اعتباری باشد، وجود ضامن الزامی نیست.
ماده ۲۳ دستورالعمل انتشار صکوک اجاره شورای عالی بورس (۱۳۸۹) و اصلاحیه (۱۳۹۴)	اوراق اجاره باید قبل از دریافت مجوز انتشار در صورت فعالیت مؤسسات رتبه‌بندی دارای مجوز فعالیت، از مؤسسات یاد شده رتبه اعتباری دریافت نمایند.
تبصره ۲ ماده ۵ دستورالعمل انتشار صکوک مباحه شورای عالی بورس (۱۳۸۹) و اصلاحیه (۱۳۹۴)	در صورتی که صکوک مباحه منتشره دارای رتبه اعتباری باشد، وجود ضامن الزامی نیست.

منبع: یافته‌های تحقیق

به نظر می‌رسد تأکید بر فرآیند رتبه‌بندی از یک سو به دلیل تکمیل حلقه نهادهای مالی در بازار سرمایه بوده و از سوی دیگر اصلاح ساختار فعلی انتشار صکوک مدنظر قرار دارد.

## ۲. ویژگی‌های محیطی مؤثر بر رتبه‌بندی صکوک

صکوک اگرچه به عنوان یک ابزار تأمین مالی مبتنی بر شریعت شناخته می‌شود (موسویان، ۱۳۹۱، ص. ۴۳۱)، اما از جهت ساختاری می‌تواند جزء تأمین مالی ساختار یافته طبقه‌بندی شود. این روش تأمین مالی، موجب تبدیل مجموعه‌ای از دارایی‌ها به یک یا چند ورقه بهادار می‌شود که به آن اوراق بهادار به پشتوانه دارایی گفته می‌شود (Fabozzi & Kothari, 2008, p. 21). مهم‌ترین ویژگی این شیوه تأمین مالی که نقش به‌سزایی در فرآیند رتبه‌بندی ایفا می‌کند، به شرح ذیل است:

### ۲-۱. جدا بودن شخصیت حقوقی تأمین مالی شونده و ناشر اوراق

در واقع خریداران اوراق به‌طور مستقیم با شرکتی که قصد تأمین مالی دارد ارتباط نداشته و ارتباط آنها با ناشر اوراق است که براساس دستورالعمل بازار سرمایه یک شرکت با مسئولیت محدود به نام نهاد واسط<sup>۴</sup> است (ماده ۳ دستورالعمل فعالیت نهادهای واسط، ۱۳۸۹). بنابراین، مکانیزم تأمین مالی از طریق صکوک دارای ۳ رکن اساسی شامل بانی (تأمین مالی شونده)، نهاد واسط (ناشر) و دارندگان صکوک (سرمایه‌گذاران) می‌باشد.

### ۲-۲. انتقال مالکیت دارایی مبنای انتشار به نهاد واسط

بر این اساس، صکوک را می‌توان به ۲ نوع شامل صکوک بر مبنای دارایی و صکوک به پشتوانه دارایی<sup>۵</sup> تقسیم نمود. تمایز اصلی این ۲ نوع صکوک در انتقال مالکیت دارایی مبنای انتشار است (Mseddi & Naifar, 2013, p. 4). در صکوک بر مبنای دارایی، بانی تنها مالکیت انتفاع دارایی پایه را به نهاد واسط منتقل می‌کند و مالکیت حقوقی و در حقیقت اصل مالکیت بر دارایی‌های پایه را برای خود محفوظ می‌دارد. به همین دلیل دارایی‌های پایه از لحاظ حقوقی و حسابداری در ترازنامه بانی باقی می‌ماند. اما در صکوک به پشتوانه دارایی، فروش واقعی دارایی‌های پایه و یا منافع آنها و انتقال مالکیت

کامل اعم از حقوقی و انتفاعی از بانی به نهاد واسط صورت می‌پذیرد. بنابراین، دارایی‌های پایه از سایر دارایی‌های بانی از لحاظ حقوقی و حسابداری جدا می‌شود و نهاد واسط از طرف سرمایه‌گذاران مالک واقعی دارایی‌های پایه شده و ریسک مالکیت را می‌پذیرد (Elmalki & Dennis, 2010, p. 4). این ویژگی، نقش به‌سزایی را در رتبه‌بندی صکوک خواهد داشت.

### ۲-۳. ادغام نهاد واسط و امین

در مدل اولیه انتشار صکوک، حضور دست‌کم سه نهاد مالی شامل بانی، واسط و امین ضرورت داشت (سروش و صادقی، ۱۳۸۷، ص. ۴).

وظیفه امین، نظارت بر کل فرآیند عملیاتی انتشار صکوک به‌منظور حفظ منافع سرمایه‌گذاران در چارچوب ضوابط اجرایی صکوک بود. بانک‌ها و مؤسسات اعتباری دارای مجوز و شرکت‌های تأمین سرمایه می‌توانستند رکن امین را برعهده گیرند (سازمان بورس و اوراق بهادار، ۱۳۸۶، ص. ۱).

با تصویب قانون «توسعه ابزارها و نهادهای مالی جدید به منظور تسهیل اجرای سیاست‌های کلی اصل ۴۴ قانون اساسی» در سال ۱۳۸۸ و با پیشنهاد سازمان بورس و اوراق بهادار، دستورالعمل فعالیت نهادهای واسط در سال ۱۳۸۹ به تصویب شورای عالی بورس رسید و نهاد واسط نسبت به برخی امور وکیل بانی است و در انجام پاره‌ای امور دیگر وکیل دارندگان اوراق است. عمده فعالیت‌های نهاد واسط تا زمان انتشار اوراق و قبل از انتقال آن به سرمایه‌گذاران به وکالت از بانی صورت می‌گیرد (مدیریت دارایی مرکزی بازار سرمایه، ۱۳۹۵، ص. ۱)، بنابراین، نهاد واسط از یک‌سو تنها ناشر صکوک خواهد بود (قانون توسعه ابزارها و نهادهای مالی، ۱۳۸۸) و از سوی دیگر حافظ صرفه و صلاح سرمایه‌گذاران و دارندگان صکوک (دستورالعمل فعالیت نهاد واسط، ۱۳۸۹) به همین منظور وظیفه امین اوراق نیز برعهده این نهاد مالی خواهد بود.

### ۳. ادبیات تحقیق

#### ۳-۱. تحقیقات دانشگاهی

در مقالات داخلی بیشتر بر مباحثی همچون شناسایی ریسک‌های صکوک پرداخته شده است.

سروش و صادقی در مقاله با عنوان «ریسک‌های اوراق اجاره و روش‌های پوشش آن» به تشریح انواع مدل‌های عملیاتی انتشار صکوک اجاره، ریسک‌های صکوک اجاره را در قالب ۳ دسته ریسک‌های بازار اولیه، ریسک‌های بازار ثانویه و ریسک‌های مرتبط با دارایی تشریح کرده و مجموعاً ۲۰ ریسک مرتبط با صکوک اجاره شناسایی نمودند (سروش و صادقی، ۱۳۸۶).

طالبی و رحیمی در مقاله با عنوان «شناسایی، طبقه‌بندی و اولویت‌بندی ریسک‌های مربوط به اوراق بهادار اجاره» نیز ریسک‌های صکوک اجاره را در ۳ طبقه ریسک‌های مربوط به بانی، ریسک‌های مربوط به مؤسسه مالی و ریسک‌های مربوط به سرمایه‌گذاران تقسیم نمودند، مجموعه ریسک‌های شناسایی شده بالغ بر ۳۳ ریسک می‌باشد (طالبی و رحیمی ۱۳۹۱).

موسویان، وثوق و فرهادیان‌آرانی در مقاله با عنوان «شناخت و رتبه‌بندی ریسک‌های ابزارهای مالی اسلامی (صکوک)» با طبقه‌بندی ریسک‌های صکوک مجموعاً ۷ ریسک مشترک بین انواع صکوک شناسایی نمودند (موسویان، وثوق و فرهادیان‌آرانی، ۱۳۹۲).

مسدی و نایفر<sup>۶</sup> در مقاله با عنوان «متدولوژی رتبه‌بندی و ارزیابی صکوک» با تعریف انواع صکوک و ریسک‌های آن، مدلی به‌منظور رتبه‌بندی صکوک ارائه کردند که در آن فرآیند رتبه‌بندی صکوک در ۲ 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 صکوک نسبت به اوراق قرضه متعارف گنجانده شده است (Mesdi & Naifar, 2013).

احمد، اسلام و عبدالله<sup>۷</sup> در مقاله با عنوان «صکوک اسلامی، مکانیزم قیمت‌گذاری و رتبه‌بندی» با تحلیل متدولوژی به‌کار رفته در مؤسسات رتبه‌بندی کشور مالزی و



مؤسسات رتبه‌بندی بین‌المللی همچون مودیز<sup>۸</sup> بیان کردند ساختار ویژه صکوک و نقش ارکان مختلف در انتشار صکوک موجب می‌شود در رتبه‌بندی صکوک به ساختار این ارکان و اعتبارسنجی آنها نیز پرداخته شود و از طرف دیگر نقش دارایی مبنای انتشار و توانایی آن در ایجاد وجه نقد نقش به‌سزایی در تعیین رتبه صکوک خواهد داشت (Ahmed, Islam & Alabdullah, 2013).

در سایر تحقیقات صورت گرفته درباره ضرورت وجود مؤسسات رتبه‌بندی نیز این مؤسسات به عنوان عاملی مهم در تکمیل سیستم‌های نظارت بر توانگری مالی شرکت‌های بیمه، همچنین ارتقای فعالیت‌های ارزیابی و گزینش تحلیل‌گران مالی و ناشران اوراق بدهی شرکتی بیان شده است (Adams et al, 2003, p. 645).

### ۲-۳. رویه مؤسسات رتبه‌بندی

مؤسسات معتبر در زمینه رتبه‌بندی صکوک را می‌توان در ۲ طبقه جای داد. نخست مؤسساتی که در سطح بین‌المللی اقدام به رتبه‌بندی اوراق از جمله صکوک می‌کنند که مهم‌ترین این مؤسسات عبارتند از اس‌اندپی<sup>۹</sup>، فیچ<sup>۱۰</sup> و مودیز که براساس اطلاعات موجود حدود ۹۰ درصد بازار را پوشش می‌دهند (Tichy, 2011, p. 262). در سمت دیگر، مؤسسات ملی در زمینه رتبه‌بندی صکوک که در برخی کشورهای اسلامی تشکیل شده و از آن جمله می‌توان به ۲ مؤسسه مارک و ایرا<sup>۱۱</sup> در کشورهای مالزی و بحرین اشاره کرد.

این مؤسسات، تعریف و متدولوژی متفاوتی به‌منظور رتبه‌بندی صکوک نسبت به مؤسسات بین‌المللی داشته که از مهم‌ترین این تفاوت‌ها می‌توان به در نظر گرفتن اصول شریعت در تعیین رتبه صکوک اشاره نمود (Mseddi & Naifar, 2013, p. 7). مشخصه‌های اصلی این ۲ گروه نهادهای رتبه‌بندی صکوک به شرح موارد ذیل است:

### ۳-۲-۱. ابعاد رتبه‌بندی صکوک توسط مؤسسات بین‌المللی

همانطور که عنوان شد ۳ مؤسسه اس‌اندپی، فیچ و مودیز به عنوان پیشگامان رتبه‌بندی در سطح بین‌المللی مطرح شده که اکثریت بازار رتبه‌بندی را در اختیار دارند. رویه این مؤسسات برای رتبه‌بندی تقریباً یکسان بوده و هر ۳ مؤسسه فرآیند یکسانی را به‌منظور

رتبه‌بندی اوراق قرضه و صکوک انجام می‌دهند به نحوی که ضریب همبستگی کیفیت رتبه‌بندی کشورهای مختلف که توسط این ۳ مؤسسه انجام شده بین ۹۷ تا ۹۹ درصد می‌باشد (Kanto, 2011, p. 10). ویژگی‌های اصلی رتبه‌بندی صکوک توسط این مؤسسات به شرح ذیل است.

### ۳-۱-۱. مؤسسه رتبه‌بندی اس‌اندپی

فرآیند رتبه‌بندی صکوک در این مؤسسه نوعی اظهار نظر در خصوص توانایی بانی نسبت به ایفای تعهدات مالی خود می‌باشد، این مؤسسه، اصول شریعت را در فرآیند رتبه‌بندی خود نادیده گرفته و رعایت نمی‌کند و اصولاً رویه یکسانی را به منظور رتبه‌بندی صکوک و سایر اوراق قرضه متعارف به کار می‌برد (Hassoune, 2007, p. 5) از نظر این مؤسسه، صکوک به ۳ طبقه ذیل تقسیم‌بندی می‌شود:

ا. صکوک با مکانیزم ارتقای اعتباری کامل: این نوع صکوک دارای ضمانت کامل یک شخص ثالث بوده که پرداخت اصل و سودهای دوره‌ای صکوک را متعهد شده است. اعتبارسنجی<sup>۱۲</sup> ضامن بخش عمده رتبه‌بندی صکوک را در این حالت تشکیل می‌دهد. لازم به ذکر است ساختار انتشار صکوک حال حاضر بازار سرمایه کشور در این دسته قرار می‌گیرد، براساس تبصره ۳ ماده ۲ دستورالعمل انتشار صکوک اجاره و مرابحه و تبصره ۲ ماده ۲ دستورالعمل انتشار صکوک استصناع، به شرط وجود ضامن بانکی معتبر و تأیید بانک مرکزی حتی اگر بانی توانایی پرداخت سودهای دوره‌ای را نیز نداشته باشد می‌تواند از طریق انتشار صکوک اقدام به تأمین مالی نماید.

ب. صکوک 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 دارد. بنابراین فرآیند رتبه‌بندی اوراق در این حالت بستگی به ریزکاوی ضامن و تحلیل دارایی مبنای انتشار دارد.

ت. صکوک بدون مکانیزم ارتقای اعتبار: در این حالت اتکای صکوک تنها بر توانایی بانی و دارایی مبنای انتشار خواهد بود، بنابراین ریزکاوی بانی و تحلیل

دارایی مبنای انتشار بخش عمده فرآیند رتبه‌بندی را به خود اختصاص خواهد داد، مؤسسه اس‌اندپی دارایی مبنای انتشار را در شرایط مختلف اقتصادی مورد ارزش‌گذاری قرار می‌دهد و بر این اساس کیفیت وجه نقد مورد انتظار از این دارایی را پیش‌بینی می‌نماید.

### ۳-۲-۱-۲. مؤسسه رتبه‌بندی مودیز

این مؤسسه صکوک را در ۲ طبقه مورد بررسی قرار می‌دهد:

ا. صکوک بر مبنای دارایی: در این نوع صکوک، بانی تنها مالکیت انتفاع<sup>۱۳</sup> دارایی پایه را به نهاد واسط منتقل می‌کند و مالکیت حقوقی<sup>۱۴</sup> و در حقیقت اصل مالکیت بر دارایی‌های پایه را برای خود محفوظ می‌دارد. این نوع صکوک بیشتر مبتنی بر ضمانت بانی یا شخص ثالث بوده و رتبه اعتباری بانی در تعیین رتبه اعتباری اوراق شرکت نقش به‌سزایی خواهد داشت.

ب. صکوک به‌پشتوانه دارایی: در صکوک به‌پشتوانه دارایی، فروش واقعی دارایی - های پایه یا منافع آنها شکل گرفته و انتقال کامل مالکیت از بانی به نهاد واسط صورت می‌پذیرد. بنابراین، دارایی‌های مبنای انتشار از سایر دارایی‌های بانی از لحاظ حقوقی جدا شده و نهاد واسط از طرف سرمایه‌گذاران مالک واقعی دارایی‌های مبنای انتشار شده و ریسک مالکیت را می‌پذیرد. بنابراین در این نوع صکوک تمرکز بر دارایی مبنای انتشار و میزان نقدشوندگی دارایی مبنای انتشار خواهد بود.

### ۳-۲-۱-۳. مؤسسه رتبه‌بندی فیچ

ابعاد رتبه‌بندی مؤسسه فیچ ترکیبی از ۲ مؤسسه قبلی است به این معنی که فیچ در ابتدا صکوک را به دو دسته صکوک بر مبنای دارایی و صکوک به‌پشتوانه دارایی تفکیک می‌کند (همانند رویه مودیز). در ارتباط با صکوک بر مبنای دارایی، به‌دلیل فقدان مالکیت دارایی مبنای انتشار در ساختار صکوک، تمرکز بر رتبه اعتباری بانی<sup>۱۵</sup> است که مشابه رویه رتبه‌بندی اوراق قرضه متعارف است. در ارتباط با صکوک به‌پشتوانه دارایی تمرکز فیچ بر خود دارایی مبنای انتشار و همچنین مکانیزم‌های ارتقای اعتباری است که

به اعتبار همین دارایی مبنای انتشار ایجاد می‌گردد، که اصطلاحاً به آن وثیقه‌گذاری بیش از حد<sup>۱۲</sup> گفته می‌شود (Woodruff, 2007, p. 2). بنابراین به طور کلی ابعاد و مؤلفه‌های رتبه‌بندی توسط مؤسسات مذکور در قالب جدول ذیل نمایش داده می‌شود.

**جدول ۲: ابعاد رتبه‌بندی صکوک از منظر مؤسسات رتبه‌بندی بین‌المللی**

نام مؤسسه رتبه‌بندی	ابعاد رتبه‌بندی	مؤلفه‌های رتبه‌بندی
اس اندپی	صکوک با مکانیزم ارتقای اعتباری کامل	اعتبارسنجی ضامن
	صکوک با مکانیزم ارتقای اعتباری جزئی	اعتبارسنجی ضامن
	صکوک بدون مکانیزم ارتقای اعتبار	تحلیل نقدینگی دارایی مبنای انتشار
		اعتبارسنجی بانی
مودیز	صکوک بر مبنای دارایی	اعتبارسنجی بانی
	صکوک به پشتوانه دارایی	تحلیل دارایی مبنای انتشار و نقدشوندگی آن
	صکوک بر مبنای دارایی	اعتبارسنجی بانی
فیچ	صکوک به پشتوانه دارایی	تحلیل نقدینگی دارایی مبنای انتشار با پتانسیل ارتقای اعتباری ایجاد شده از طریق دارایی مبنای انتشار

منبع: یافته‌های تحقیق

### ۲-۲-۳. ویژگی‌های رتبه‌بندی صکوک توسط مؤسسات بومی

این مؤسسات که در کشورهای اسلامی تشکیل شده است دارای رویکردی متفاوت از مؤسسات 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 صکوک استفاده می‌کنند. چارچوب کلی رتبه‌بندی این مؤسسات به شرح ذیل است:

أ. تحلیل ماهیت صکوک: این مؤسسات نیز قائل به تفاوت بنیادی بین ۲ دسته صکوک بر مبنای دارایی و صکوک به پشتوانه دارایی با ویژگی‌های پیش گفته

می‌باشند و مدل‌های رتبه‌بندی خود را به تفکیک هر یک از این دو نوع صکوک ارائه می‌نمایند (Brand Ranking Procedure<sup>۱۶</sup>, 2008).

ب. ارزیابی ارکان انتشار: انتشار صکوک مستلزم ایجاد ارکانی است که هر کدام مسئولیت مشخصی را بر عهده دارند، حداقل ارکان انتشار صکوک عبارتند از بانی (تأمین مالی شونده)، نهاد واسط (ناشر اوراق) و سرمایه‌گذاران. تفکیک دقیق وظایف ارکان و کیفیت اعتباری آنها نظیر به دور از ورشکستگی بودن<sup>۱۷</sup> نهاد واسط تأثیر به‌سزایی در رتبه‌بندی صکوک دارد. اهمیت این موضوع تا جایی است که بررسی وضعیت اعتباری ارکان را اصطلاحاً «رتبه‌بندی سایه‌ای»<sup>۱۸</sup> می‌گویند (Brand Ranking Procedure, 2008).

ت. ارزیابی دارایی مبنای انتشار: این بخش مهم‌ترین مرحله ارزیابی صکوک به ویژه صکوک 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 هر گونه محدودیت در نقل و انتقال دارایی به دقت بررسی می‌گردد، تأکید بر انتقال مالکیت حقوقی دارایی مبنای نهاد واسط از مراحل مورد تأکید در این بخش است (AAOIFI, 2004; Nipper & Mosque, 2013, p. 12).

ث. ارزیابی راهکارهای ناشر به منظور ارتقای اعتبار اوراق: مکانیزم ارتقای اعتبار از راهکارهای لازم به منظور بهبود رتبه صکوک می‌باشد، که در ۲ طبقه کلی مکانیزم‌های داخلی و خارجی قرار می‌گیرند (Fabozzi & Kothari, 2008, p. 109). مکانیزم‌های داخلی، مربوط به اقدامات شرکت در جهت ارتقای رتبه صکوک می‌باشد که در این زمینه می‌توان به مواردی مثل ایجاد ذخایر لازم، استفاده از دارایی مبنای به ارزشی بیشتر از مبلغ انتشار و یا انتقال دارایی با جریان درآمدی که اصل و سودهای صکوک را پوشش دهد اشاره نمود. مکانیزم‌های خارجی 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.

ج. ارزیابی قانونی: انطباق با قوانین و مقررات داخلی و به‌ویژه انطباق با اصول شریعت، از مهم‌ترین ویژگی‌های ارزیابی‌های قانونی این مؤسسات را تشکیل

می‌دهد که یکی از عوامل مهم تفاوت در ابعاد رتبه‌بندی مؤسسات رتبه‌بندی بین‌المللی و این مؤسسات است.

#### ۴. الزامات تدوین ابعاد رتبه‌بندی صکوک در بازار سرمایه

با توجه به مباحث مطرح شده به‌منظور تدوین الگوی رتبه‌بندی صکوک باید موارد ذیل مدنظر قرار گیرد:

- نوع صکوک: همانطور که در قسمت‌های قبل بیان گردید، صکوک را از لحاظ ماهیت می‌توان به دو دسته صکوک بر مبنای دارایی و صکوک به‌پشتوانه دارایی طبق‌بندی نمود. اغلب مدل‌های موجود رتبه‌بندی صکوک، این طبقه‌بندی را مدنظر قرار داده و برای هر طبقه مدل جداگانه‌ای را تجویز نموده‌اند (Mseddi & Naifar, 2013, p. 4).
- الزامات نهاد ناظر و قوانین و مقررات بازار سرمایه: علاوه بر قانون بازار سرمایه، سایر قوانین و مقررات نظیر دستورالعمل انتشار صکوک، رویه اجرایی انتشار صکوک، دستورالعمل ایجاد و راه‌اندازی مؤسسات رتبه‌بندی و... باید مدنظر قرار گیرد. مجموعه این قوانین، چارچوبی کلی برای انتشار صکوک به صورت هنجاری ترسیم نموده که قاعداً در مدل مورد طراحی باید مورد توجه قرار گیرد.
- رویه مؤسسات رتبه‌بندی: بررسی تطبیقی رویه اجرایی مؤسسات رتبه‌بندی در سطح بین‌المللی و مؤسسات ملی رتبه‌بندی می‌تواند نقش به‌سزایی در شناسایی ابعاد و مؤلفه‌های الگوی رتبه‌بندی صکوک ایفا نماید. همچنین نهادهای مالی اسلامی همچون سازمان حسابداری و حسابرسی نهادهای مالی اسلامی و مؤسسه رتبه‌بندی بین‌المللی اسلامی<sup>۱۹</sup> نیز رهنمودهای ارزشمندی را در این زمینه ارائه نموده است.

بر این اساس، عوامل تأثیرگذار بر رتبه‌بندی صکوک را که در هر دو دسته صکوک بر مبنای دارایی و صکوک به‌پشتوانه دارایی کاربرد دارد را می‌توان به عنوان ابعاد رتبه‌بندی به شرح ذیل شناسایی و تشریح نمود:

ا. تحلیل ریسک: تحلیل ریسک مهم‌ترین عامل تعیین رتبه یک ورقه بهادار از جمله صکوک است. تاکنون تحقیقات مختلفی در ارتباط با طبقه‌بندی ریسک‌های صکوک صورت پذیرفته و ریسک‌های مختلفی نیز مطرح شده‌اند (موسویان، وثوق و فرهادیان‌آرانی، ۱۳۹۱، صص. ۱۸-۲۳ و طالبی و رحیمی، ۱۳۹۱، صص. ۹۱-۱۰۰). به طور کلی شاخص‌های ریسک را می‌توان در سه حوزه شامل ریسک‌های بازار اولیه، ریسک‌های بازار ثانویه و ریسک‌های مرتبط با دارایی طبقه‌بندی نمود (سروش، ۱۳۸۶، صص. ۸-۹ و پاک‌نیت، ۱۳۹۱، ص. ۱). هر یک از این شاخص‌ها دارای زیر مجموعه‌هایی می‌باشند که نحوه محاسبه آنها بخش عمده‌ای از فرآیند رتبه‌بندی اعتباری را به خود اختصاص داده و نیازمند محاسبات کمی و کیفی متعددی می‌باشد. از مهم‌ترین اجزای ریسک اوراق بهادار نظیر صکوک، ریسک اعتباری (نکول) است که برای دارندگان اوراق از اهمیت به‌سزایی برخوردار بوده و تأثیر قابل ملاحظه‌ای بر رتبه اوراق خواهد داشت (Damodaran, 2014, p. 71).

ب. ساختار قانونی صکوک: براساس دستورالعمل انتشار صکوک، روش‌های مختلفی به‌منظور انتشار صکوک وجود دارد که انتخاب هر روش، بر جریان‌های نقدی ورودی و خروجی صکوک تأثیر قابل ملاحظه‌ای دارد، این روش‌ها عبارتند از:

✓ نوع قرارداد اوراق: قرارداد صکوک بر حسب نوع اوراق متفاوت است. برای مثال، صکوک اجاره براساس ۲ نوع قرارداد شامل اجاره به‌شرط تملیک یا اجاره با اختیار فروش دارای در سررسید اجاره با قیمت معین، قابل طراحی و اجرا می‌باشد (ماده ۱۲ دستورالعمل انتشار صکوک اجاره مصوب ۱۳۸۹ و اصلاحیه ۱۳۹۴). افزون بر این، قرارداد صکوک مرابحه از نوع قرارداد فروش اقساطی بوده (ماده ۱۲ دستورالعمل انتشار صکوک مرابحه مصوب ۱۳۸۹ و اصلاحیه ۱۳۹۴) و قرارداد استصناع از نوع قرارداد ساخت می‌باشد (ماده ۱۱ دستورالعمل انتشار صکوک سفارش ساخت مصوب ۱۳۹۰ و اصلاحیه ۱۳۹۴). بدیهی است هر یک از

قراردادهای یاد شده می‌تواند بر فرآیند انتشار اوراق و تعهدات بانی و ناشر تأثیر به‌سزایی خواهد داشت.

✓ شیوه عرضه: در این روش، صکوک براساس قابلیت فروش به قیمت اسمی یا قیمت بازار (ثبت سفارش) تقسیم می‌شود (بند ۶ گزارش توجیهی انتشار صکوک اجاره و مرابحه و استصناع، بازنگری شده در سال ۱۳۹۵).

✓ نوع پرداخت: 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 منافع اوراق اجاره در سررسید نهایی تقسیم نمود (ماده ۱۹ دستورالعمل انتشار صکوک اجاره، بازنگری شده در سال ۱۳۹۴). این در حالی است که پرداخت سودهای دوره‌ای صکوک مرابحه و استصناع به توافق میان بانی و ناشر بستگی دارد (ماده ۱۵ دستورالعمل انتشار صکوک اجاره، بازنگری شده در سال ۱۳۹۴ و ماده ۱۹ دستورالعمل انتشار صکوک سفارش ساخت مصوب ۱۳۹۰، اصلاحیه ۱۳۹۴).

ت. ریزکاوی ارکان انتشار اوراق نیز در انتشار صکوک نقش داشته و بسته به نوع صکوک این ارکان متفاوت است. این ارکان حداقل از ۶ رکن شامل متعهد پذیره‌نویس، بازارگردان، بانی، ناشر، عامل فروش و عامل پرداخت تشکیل شده است (ماده ۱۲ دستورالعمل انتشار صکوک اجاره مصوب ۱۳۸۹ و اصلاحیه ۱۳۹۴). ضوابط و نحوه فعالیت هر یک از ارکان فوق توسط



قانون‌گذار تعریف شده است که بررسی وضعیت اعتباری هر یک از آنها نقشی کلیدی در رتبه‌بندی صکوک به خود اختصاص می‌دهد. یکی از مهم‌ترین این ارکان، رکن بانی است که مسئول پرداخت سودهای دوره‌ای و اصل مبلغ در سررسید می‌باشد. بنابراین ریزکاوی بانی نقش به‌سزایی را در تعیین رتبه صکوک دارد.

ث. تحلیل دارایی مبنای انتشار: تحلیل دارایی مبنای انتشار در صکوک به پشتوانه دارایی مثل صکوک اجاره و استصناع از جهات مختلف قابل توجه است به نحوی که در ماده ۱۰ و تبصره ۲ ماده ۱۰ دستورالعمل انتشار صکوک اجاره به شرح موارد ذیل به آن اشاره شده است:

✓ به‌کارگیری آن در فعالیت بانی، منجر به ایجاد جریان‌ات نقدی شده یا از خروج وجوه نقد جلوگیری نماید.

✓ تصرف و اعمال حقوق مالکیت در آن برای نهاد واسط هیچ‌گونه محدودیتی نداشته باشد.

✓ ارزش‌گذاری قابل اتکای دارایی مبنای انتشار.

ج. تحلیل جریان نقد: توانایی ایجاد جریان‌های نقدی ناشی از عملیات بانی و تعهدات مالی آن، بخش مهمی از فرآیند رتبه‌بندی را تشکیل می‌دهد (Damodaran, 2014, p. 72). در صکوک به پشتوانه دارایی، تحلیل جریان وجه نقد در دو بعد شامل تحلیل جریان نقد بانی و تحلیل جریان نقد دارایی مبنای انتشار صورت می‌پذیرد (Mseddi & Naifar, 2013, p. 13).

ح. روش‌های ارتقای اعتبار بانی: در مواردی که بانی مایل به بهبود رتبه اعتباری صکوک 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 شامل مکانیزم‌های داخلی و خارجی ارتقای اعتبار تقسیم می‌گردد (Kothari, 2006, p. 25).

(Fabozzi & Drake, 2008, p. 151). از سوی دیگر می‌توان این روش‌ها را در سه طبقه زیر تقسیم‌بندی نمود (Fabozzi, 2008, p. 11).

✓ روش‌های فراهم شده توسط بانکی: که شامل مواردی نظیر شکاف یا سود اضافی<sup>۲۰</sup>، وثیقه نقدی<sup>۲۱</sup> و وثیقه‌گذاری بیش از حد<sup>۲۰</sup> است.

✓ روش‌های ارتقای رتبه اعتباری ساختاری: در این روش، با طبقه‌بندی صکوک اجاره، این اوراق از لحاظ دریافت سود اولویت‌بندی<sup>۲۲</sup> می‌شوند. در این حالت صکوک در ۳ طبقه اوراق با کیفیت بالا، متوسط و کیفیت پایین طبقه‌بندی شده و سود صکوک به ترتیب با اولویت صکوک با کیفیت بالا، متوسط و کیفیت پایین پرداخت می‌شود. در صورت نکول نیز صکوک بر حسب طبقه خود در دریافت اصل و سودهای باقیمانده اولویت خواهند داشت.

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

خ. رتبه‌بندی ارزشی<sup>۲۳</sup>: رتبه‌بندی ارزشی با هدف ایجاد اطمینان در سرمایه‌گذاران انجام می‌شود. بدین معنی 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 گردد. مؤسسه رتبه‌بندی بین‌المللی اسلامی نیز بر فرآیند رتبه‌بندی ارزشی مبتنی بر عملکرد مدیریت بانکی و مدیریت استفاده از دارایی مبنای انتشار، تأکید دارد. در رتبه‌بندی ارزشی بر مواردی همچون ساختار مالکیت، مدیریت بانکی و میزان رعایت مؤلفه‌های راهبری شرکتی تأکید می‌شود (Mseddi & Naifar, 2013, pp. 8-13). بنابراین به طور

کلی ابعاد مربوط به رتبه‌بندی صکوک را می‌توان به شرح جدول ذیل برشمرد:

**جدول ۴: ابعاد رتبه‌بندی صکوک استخراج شده از مطالعه مبانی نظری**

منبع / عنوان شاخص	قوانین و دستورالعمل‌های بازار سرمایه	رویه مؤسسات رتبه‌بندی	نهادهای مالی اسلامی	مقالات و تحقیقات علمی
تحلیل ریسک		*		*
تحلیل ساختار قانونی صکوک	*	*	*	*
ریزکاوی ارکان انتشار	*	*		*
تحلیل دارایی مبنای انتشار	*			
تحلیل جریان نقد بانی	*	*		*
ابزارهای ارتقای اعتبار		*		*
کیفیت مدیریت دارایی	*		*	
ساختار راهبری شرکتی بانی		*	*	*

منبع: یافته‌های تحقیق

### ۵. روش تحقیق

این تحقیق از نظر شیوه تجزیه و تحلیل روش ارائه نتایج تحقیق، در بخش مطالعه تطبیقی عمدتاً توصیفی و در بخش پرسش پژوهی از نوع تحلیلی تلقی می‌شود. از جنبه معیار زمانی، از نوع مقطعی (در مقابل سری زمانی یا پنل داده‌ها) تلقی می‌شود، چرا که به جستجو و کنکاش در یک برهه از زمان می‌پردازد و از لحاظ هدف تحقیق، از نوع

کاربردی - توسعه‌ای است (زیرا در جستجوی پیش‌بینی ویژگی‌های الگوی مورد استفاده برای رتبه‌بندی صکوک در بازار سرمایه کشور می‌باشد).

#### ۵-۱. مراحل تحقیق

از آنجا که هدف اصلی این پژوهش، شناخت عوامل و محرک‌هایی است که انتظار می‌رود در فرآیند رتبه‌بندی صکوک به ایفای نقش پردازند و سرانجام الگویی برای رتبه‌بندی صکوک در بازار سرمایه کشور شود، از پیمایش دلفی استفاده شده است، مراحل انجام تحقیق که به ترتیب انجام شده است، به شرح ذیل است:

ا. مطالعه مبانی نظری: در گام اول، ابعاد مؤثر بر تدوین الگوی رتبه‌بندی صکوک در بازار سرمایه کشور مورد مطالعه تطبیقی و شناسایی قرار گرفته تا از پشتوانه نظری و تجربی برخوردار باشند. در این مرحله براساس مطالعه سوابق موجود از قبیل تحقیقات دانشگاهی صورت گرفته در خصوص رتبه‌بندی اوراق بهادار به‌طور کلی و رتبه‌بندی صکوک به‌طور ویژه و همچنین بررسی رویه مؤسسات رتبه‌بندی در سطح بین‌الملل و مؤسسات رتبه‌بندی ملی که تخصص بیشتری در زمینه رتبه‌بندی اوراق بهادار اسلامی نظیر صکوک دارند (مثل بحرین و مالزی)، ابعاد و مؤلفه‌های رتبه‌بندی صکوک شامل شناسایی انواع ریسک‌ها و الزامات قانونی و الزامات شریعت شناسایی می‌گردد و براساس آنها، سوالات کلیدی قابل درج در پرسشنامه جهت نظرخواهی از خبرگان طراحی می‌شود.

ب. طراحی پرسشنامه: در این مرحله ابعاد کلیدی مبتنی بر مبانی نظری بدست آمده در بند «الف» که به نظر تیم تحقیق دلفی با ویژگی‌های محیطی کشور جمهوری اسلامی ایران نیز سازگار است به همراه سایر محرک‌های دیگر انتخاب و براساس آن سوالات کلیدی قابل درج در پرسشنامه دلفی طراحی گردید.

ت. از آنجا که پرسشنامه این تحقیق براساس اصول تدوین پرسشنامه استاندارد نیمه ساختاریافته دلفی طراحی شده و این موضوع به تأیید خبرگان نیز رسیده است، پرسشنامه از اعتبار محتوایی لازم (روایی) برخوردار است، همچنین

قابلیت اطمینان پرسشنامه (پایایی) نیز با استفاده از محاسبه آلفای کرونباخ مورد آزمون قرار گرفته و عدد ۰/۷۳ بدست آمد که این عدد بیانگر پایایی قابل قبول پرسشنامه تحقیق می‌باشد.

ث. نظرخواهی از خبرگان: به منظور نظرخواهی از خبرگان با هدف کسب اجماع نظر عمومی در مورد هر یک از ابعاد رتبه‌بندی صکوک در بازار سرمایه کشور، از نظرات ۱۲ خبره در حوزه تأمین مالی در بازار سرمایه کشور استفاده شد، این افراد براساس ۳ مؤلفه دانش و تجربه عملی در زمینه تأمین مالی از طریق صکوک، تمایل، زمان کافی برای شرکت و مهارت‌های ارتباطی مؤثر انتخاب شده‌اند، بنابراین تعداد اعضای نمونه این تحقیق با توجه به خبرگی اعضای تحقیق اعتبار علمی پیدا می‌نماید (آذر، ۱۳۸۳، ص. ۱۳۵).

ج. اجماع: منظور از اجماع، رسیدن به اتفاق نظر در مورد یک ایده و گاه تلاش برای مشخص ساختن تفاوت‌ها است. اجماع به معنی یافتن پاسخ صحیح نیست، بلکه صرفاً توافق شرکت‌کنندگان در یک سطح خاص در موضوع است (Powell, 2003, p. 376; Kennedy, 2004, p. 504) به منظور دستیابی به اجماع، پرسشنامه چند دور، بین اعضای تیم دلفی توزیع می‌گردد.

ح. توزیع پرسشنامه در دور اول: در این دور، پرسشنامه تحقیق که در آن مدل رتبه‌بندی صکوک در قالب ۲ بعد اعتباری و ارزشی و ۹ مؤلفه تعریف شده بود بین خبرگان توزیع شده که براساس نتایج بدست آمده اطلاعات جدول جدول استخراج گردیده است:

جدول ۵: نتایج آماری تحقیق

ردیف	ابعاد رتبه‌بندی	آزمون دوجمله‌ای	میزان موافقت یا مخالفت	مقدار Z کلموگروف- اسمیرنف	آزمون کروسکال وایس <sup>۲۴</sup>
۱	تحلیل ریسک	موافقت- تأیید	موافقت شدید	اجماع	بلی
۲	تحلیل ساختار قانونی صکوک	موافقت- تأیید	موافقت شدید	اجماع	بلی
۳	اعتبارسنجی ارکان	موافقت- تأیید	موافقت شدید	اجماع	بلی
۴	تحلیل دارایی مبنای انتشار	موافقت- تأیید	موافقت شدید	اجماع	بلی
۵	تحلیل جریان نقد بانی	موافقت- تأیید	موافقت شدید	اجماع	بلی
۶	ابزارهای ارتقای اعتبار	موافقت- تأیید	موافقت شدید	اجماع	بلی
۷	کیفیت مدیریت دارایی	موافقت- تأیید	موافقت شدید	اجماع	بلی
۸	ساختار راهبری شرکتهای بانی	موافقت- تأیید	موافقت شدید	اجماع	بلی
۹	انطباق با شریعت	موافقت- تأیید	موافقت شدید	اجماع	بلی

منبع: یافته‌های تحقیق

با توجه به نتایج آزمون دوجمله‌ای، کلیه محرک‌ها و عوامل استخراج شده از مطالعات تطبیقی، مورد موافقت کلیه خبرگان قرار گرفت. شدت این موافقت با در نظر گرفتن درجه موافقت پاسخ دهندگان در پرسشنامه (علامت‌گذاری اعداد ۱ تا ۵ توسط

خبرگان) با آزمون T یک نمونه‌ای مورد سنجش قرار گرفت و مشخص گردید که خبرگان نسبت به این محرک‌ها و عوامل با شدت بالایی (بیش از ۳ و ۴) موافقت خود را اظهار نموده‌اند. همچنین توزیع نتایج آماری توسط آزمون کلموگروف اسمیرنوف آزمون شده و عدم یک‌نواختی توزیع پاسخ‌ها تأیید شد و بر این اساس اجماع در خصوص شدت موافقت پاسخ دهندگان مورد تأیید قرار گرفت. از سوی دیگر به دلیل اینکه در دور اول پرسشنامه بین خبرگان در خصوص ابعاد مؤثر بر رتبه‌بندی صکوک اجماع حاصل گردید، از توزیع پرسشنامه در دور دوم صرف‌نظر شده است. حال باید به این سوال پاسخ داد که از منظر خبرگان کدام یک از محرک‌های تأیید شده از اهمیت و رتبه بالاتری برخوردار بوده است. بدین منظور از آزمون فریدمن جهت رتبه‌بندی محرک‌ها استفاده شده که در جدول ذیل نتایج آزمون ارائه شده است.

**جدول ۶: رتبه‌بندی محرک‌های پژوهش با استفاده از روش فریدمن**

میانگین رتبه	محرک‌ها
۷/۴۶	تحلیل ریسک
۶/۲۵	تحلیل جریان نقد بانی
۵/۷۹	اعتبارسنجی ارکان
۵/۳۳	تحلیل دارایی مبنای انتشار
۵/۱۷	تحلیل ساختار قانونی صکوک
۴/۷۵	ساختار راهبری شرکتی بانی
۳/۷۱	کیفیت مدیریت دارایی
۳/۲۹	ابزارهای ارتقای اعتبار
۳/۲۵	انطباق با شریعت

منبع: یافته‌های پژوهش

**۶. تدوین ابعاد و مؤلفه‌های کلیدی مدل رتبه‌بندی صکوک در بازار سرمایه کشور**  
 با توجه به نتایج بدست آمده از تحلیل نظرات خبرگان، مدل نهایی مربوط به ابعاد مؤثر بر رتبه‌بندی صکوک در بازار سرمایه کشور طراحی می‌گردد. این مدل براساس مطالعه

مبانی نظری موضوع تحقیق و رویه مؤسسات رتبه‌بندی در سطح بین‌المللی و ملی تدوین گردیده و از طریق نظرخواهی از خبرگان مورد تأیید قرار گرفته است.

### جمع‌بندی و نتیجه‌گیری

براساس ماده ۱ دستورالعمل ایجاد و راه‌اندازی مؤسسات رتبه‌بندی، یک مؤسسه رتبه‌بندی می‌بایست دارای یک شیوه‌نامه رتبه‌بندی و یک فرآیند رتبه‌بندی ورقه بهادار باشد. بدیهی است تدوین این شیوه‌نامه و فرآیند رتبه‌بندی مستلزم بررسی دقیق قوانین و الزامات مورد نظر نهاد ناظر بازار سرمایه از یک‌سو و بررسی تطبیقی رویه مورد استفاده توسط مؤسسات رتبه‌بندی بین‌المللی از سوی دیگر می‌باشد. افزون بر این، با گسترش بازار تأمین مالی از طریق صکوک در بازار سرمایه، نیاز به رتبه‌بندی این ورقه بهادار بیش از پیش احساس می‌شود و نهاد ناظر بازار سرمایه نیز به طرق مختلف بر ضرورت رتبه‌بندی این ورقه بهادار تأکید نموده است. با رتبه‌بندی صکوک هم رویه انتشار صکوک در عمل تسریع می‌شود و هم امکان حضور در بازارهای بین‌المللی و دسترسی به منابع این بازار فراهم می‌گردد.

بر همین اساس مقاله حاضر با بررسی منابع ذکر شده اقدام به شناسایی و تحلیل ابعاد و مؤلفه‌های مؤثر بر رتبه‌بندی صکوک نموده که خود جزئی از تدوین شیوه‌نامه رتبه‌بندی صکوک خواهد بود. سپس در قالب روش دلفی که یک روش معتبر پژوهشی و پیمایشی است اجماع خبرگان را در خصوص ابعاد مدل پیشنهادی کسب نمود. براساس مدل نهایی به دست آمده، شیوه‌نامه رتبه‌بندی صکوک به تفکیک صکوک برمبنای دارایی و صکوک به پشتوانه دارایی ارائه گردید، هر یک از این دو طبقه نیز دارای دو بعد شامل رتبه‌بندی اعتباری و رتبه‌بندی ارزشی می‌باشند. رتبه‌بندی اعتباری به نوبه خود شامل مؤلفه‌هایی است که به صورت استاندارد، به‌منظور تعیین رتبه یک ورقه بهادار مورد استفاده قرار می‌گیرد. تحلیل ریسک، ریزکاوی ارکان انتشار، تحلیل ساختار صکوک، تحلیل جریان نقد بانی و دارایی مبنای انتشار و مکانیزم‌های ارتقای اعتبار، مهم‌ترین مؤلفه‌های بعد رتبه‌بندی اعتباری صکوک هستند. بررسی رویه مؤسسات رتبه‌بندی بین‌المللی همچون فیچ، مودیز و اس‌ان‌دی‌پی نشان می‌دهد این



مؤسسات بیشترین توجه خود را بر سه حوزه شامل تحلیل نقدینگی بانوی، تحلیل نقدینگی دارایی مبنای انتشار و مکانیزم‌های ارتقای اعتبار متمرکز نموده‌اند، مؤسسات رتبه‌بندی ملی که در برخی کشورهای اسلامی ایجاد شده و اقدام به رتبه‌بندی اوراق بهادار از جمله صکوک نموده‌اند، علاوه بر رتبه‌بندی اعتباری بر رتبه‌بندی ارزشی نیز تأکید می‌نمایند. عمده مؤلفه‌های بعد رتبه‌بندی ارزشی بر رعایت کامل اصول شریعت و مدیریت صحیح دارایی مبنای انتشار استوار است (RCP et Partners, 2003, p. 95).

این موضوع وجه تمایز رویه مؤسسات مطرح رتبه‌بندی در دنیا و مؤسسات رتبه‌بندی در کشورهای اسلامی است. به بیان دیگر، مؤسسات رتبه‌بندی بین‌المللی اصولاً بین صکوک و سایر اوراق قرضه مرسوم تفاوت خاصی قائل نبوده و بعضاً مکانیزم‌های مشابهی را برای رتبه‌بندی آنها تجویز می‌نمایند (Hassoune, Howladar, 2006, p. 101; Woodruf, 2007, p. 25; 2007, p. 70). که مؤلفه‌های آن در بعد رتبه‌بندی اعتباری تشریح شد. این در حالی است که رتبه‌بندی ارزشی با محوریت موضوعات مطرح شده از سوی مؤسسات رتبه‌بندی مستقر در کشورهای اسلامی ارائه و تبیین شده است که به نظر می‌رسد در مدل مورد طراحی در کشور می‌بایست مورد توجه قرار گیرد.

## یادداشت‌ها

### 1. Accounting and Auditing Organization for Islamic Financial Institutions

۲. براساس دستورالعمل انتشار صکوک، ۵ نهاد شامل بانک‌ها، شرکت‌های بیمه، شرکت‌های تأمین سرمایه، شرکت‌های سرمایه‌گذاری و نهادهای دولتی، صلاحیت قبولی رکن ضمانت صکوک را دارند که مهم‌ترین آنها بانک‌ها هستند که تا کنون ضمانت بیش از ۸۰ درصد صکوک منتشر شده را برعهده گرفته‌اند.

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

### 4. SPV

### 5. Asset Back Sukuk

### 6. Mesdi & Naifar

### 7. Ahmad, Islam & Alabdullah

8. Moody's
9. S & P
10. Fitch
11. Mark & Iira
12. Creditworthiness
13. Beneficial Ownership
14. Legal Ownership
15. Issuer Default Risk

۱۶. رویه رتبه‌بندی مؤسسه مارک.

17. Bankruptcy-Remote Entity
18. Shadow Rating
19. Islamic International Rating Agency
20. Excess spread
21. Cash Collateral
22. Tranching Securities
23. Fiduciary Rating

۲۴. آیا شدت موافقت در گروه‌های آزمودنی یکسان است؟


#### کتابنامه

- سازمان بورس و اوراق بهادار (۱۳۸۹). دستورالعمل انتشار اوراق اجاره، تهران: مرکز پژوهش، توسعه سازمان بورس. اصلاحیه ۱۳۹۴.
- سازمان بورس و اوراق بهادار (۱۳۸۹). دستورالعمل انتشار اوراق سفارش ساخت، تهران: مرکز پژوهش، توسعه سازمان بورس. اصلاحیه ۱۳۹۴.
- سازمان بورس و اوراق بهادار (۱۳۹۲). رویه عملیاتی انتشار اوراق اجاره، تهران: مرکز پژوهش، توسعه سازمان بورس.
- سازمان بورس و اوراق بهادار (۱۳۹۴). آیین‌نامه نظام راهبری شرکتی، تهران: مرکز پژوهش، توسعه سازمان بورس.
- سازمان بورس و اوراق بهادار (۱۳۹۵). دستورالعمل تأسیس و فعالیت مؤسسات رتبه‌بندی، تهران: مرکز پژوهش، توسعه سازمان بورس. اصلاحیه ۱۳۹۴.
- دموداران، اسوات (۱۹۷۵). مالی شرکتی پیشرفته با رویکرد کاربردی، مترجمان: احمد بدری، روح‌اله فرهادی و سارا شهریاری، تهران: نص.
- مجلس شورای اسلامی (۱۳۸۸). قانون توسعه ابزارها و نهادهای مالی جدید در راستای تسهیل اجرای سیاست‌های کلی اصل چهل و چهارم قانون اساسی.

مجلس شورای اسلامی (۱۳۹۴). قانون رفع موانع تولید رقابت‌پذیر و ارتقای نظام مالی کشور. موسویان، سیدعباس (۱۳۹۲). *ابزارهای مالی اسلامی (صکوک)*. تهران: سازمان انتشارات پژوهشگاه فرهنگ و اندیشه اسلامی.

موسویان، سیدعباس، بلال وثوق و علی فرهادیان‌آرانی (۱۳۹۲). شناخت و رتبه‌بندی ریسک‌های ابزارهای مالی اسلامی (صکوک). *اندیشه مدیریت راهبردی*، شماره ۱۳، ۱۸۷-۲۱۲.

- Altman, E. I., & Hotchkiss, E. (2010). *Corporate Financial Distress and Bankruptcy: Predict and Avoid Bankruptcy, Analyze and Invest in Distressed Debt* (Vol. 289). John Wiley & Sons.
- Ahmed, E. R., Islam, M. A., & Alabdullah, T. T. Y. (2014). Islamic Sukuk: Pricing Mechanism and Rating. *Journal of Asian Scientific Research*, 4(11), 640.
- Arundina, T., Omar, M. A., & Kartiwi, M. (2015). The Predictive Accuracy of Sukuk Ratings; Multinomial Logistic and Neural Network Inferences. *Pacific-Basin Finance Journal*, 34, 273-292.
- Fabozzi, F. J., & Drake, P. P. (2009). *Finance: Capital Markets, Financial Management, and Investment Management* (Vol. 178). John Wiley & Sons.
- Hassoune, A. (2007). Standard & Poor's Approach to Rating sukuk. *S&P Ratings Direct*. September.
- Kothari, V. (2006). *Securitization: The Financial Instrument of the Future* (Vol. 385). John Wiley & Sons.
- Murciai, F. C. D. S., Dal-Ri Murcia, F., Rover, S., & Borba, J. A. (2014). The Determinants of Credit Rating: Brazilian Evidence. *BAR-Brazilian Administration Review*, 11(2), 188-209.
- Mseddi, S., & Naifar, N. (2013). Rating Methodology and Evaluating the Issuer of Sukuk. *International Journal of Management Science and Engineering Management*, 8(4), 262-275.
- McMillen, M. J. (2007). Asset Securitization Sukuk and Islamic Capital Markets: Structural Issues in These Formative Years. *Wis. Int'l LJ*, 25, 703.
- Poon, W. P., & Chan, K. C. (2008). An Empirical Examination of the Informational Content of Credit Ratings in China. *Journal of Business Research*, 61(7), 790-797.
- RCP, M., & Partners, A. (2003). Risk Rating of Asset Managers: The Investor's Measure of Trust. Report.
- Tichy, G. (2011). Credit Rating Agencies: Part of the Solution or Part of the Problem?. *Intereconomics*, 46(5), 232-262.
- Usmani, M. T. (2007). Sukuk and Their Contemporary Applications. In *Translated From the Original Arabic by Sheikh Yusuf Talal DeLorenzo, AAOIFI Shari'a Council Meeting, Saudi Arabia*.

ابعاد رتبه‌بندی اعتباری اوراق صکوک منتشر شده در ... / جعفر باباجانی و امیرعباس صاحبقرانی  ۴۲۳

<http://www.aaoifi.com>

<http://www.aaoifi.com>

<http://www.iifm.net>

<http://www.marc.com>

<http://www.anpad.org>

<http://is.njit.edu/pubs/delphibook>

<http://www.iirating.com>.

[http:// www.iefpedia.com](http://www.iefpedia.com)