

Investigating and Prioritizing the Attractiveness Factors of Ijarah Securities from the Investors' Perspective

Mahdi Mohammadi Nasab*
Mahdi Rashidirad**

Received: 22/07/2018

Accepted: 10/03/2019

Abstract

Ijarah sukuk is one of the new securities in Islamic finance. They provide a partial ownership of the property whose interests are paid, according to the rental agreement, to the issuer. Due to the newness of Ijarah securities and their complete legal status, their importance is on the increase, and in recent years, with the issuance of them in secondary markets, including the stock market, these securities are becoming more attractive to investors. Hence, in this study, we are going to investigate and prioritize the attractiveness factors of ijarah securities (sukuk ijarah) from the investors' perspective. The statistical society of this study includes investors and experts in ijarah securities in Iran. The time of the research is the first half of 1396, Solar Hegira. The data gathering tool was interview and questionnaire. At the beginning, through using the background of the research and interviewing investors and experts on these securities, 9 factors that influenced the attractiveness of ijarah securities were investigated. In the next step, using the Analytic Network Process (ANP) and Analytic Hierarchical Process (AHP) techniques, we determined the weight of the factors. According to research findings by ANP technique, the ranking of those factors are as follow: 1. low risk 2- trust 3-the ability to exchange in secondary market 4- low agency cost 5- guarantee of basic capital 6- specific profit 7. different investment periods 8- sharia 9. tax exemption.

Keywords

Sukuk, Ijarah Security, Attractiveness, Prioritizing, Analytic Network Process (ANP), Analytic Hierarchical Process (AHP).

JEL Classification: G21, G23, G25.

* Assistant Professor, Department of Management, School of Management and Economics, Qom University, Qom, Iran (Corresponding Author). mohammadinasab@qom.ac.ir

** M.A. in Business Administration, Majoring in Finance, School of Management and Economics, Qom University, Qom, Iran. mahdirashidirad@yahoo.com

شناسایی و اولویت‌بندی عوامل جذابیت اوراق اجاره از دید سرمایه‌گذاران

مهدی محمدی نسب*

تاریخ دریافت: ۱۳۹۷/۰۴/۳۱ تاریخ پذیرش: ۱۳۹۷/۱۲/۱۹

مهدی رشیدی‌راد**

مقاله برای اصلاح به مدت ۷ روز نزد نویسنده (گان) بوده است.

چکیده

اوراق اجاره یکی از ابزارهای جدید مالی اسلامی است که می‌تواند نیازهای تأمین مالی متقاضیان سرمایه و سرمایه‌گذاران را به صورت شرعی برآورده نماید. صکوک اجاره اوراق بهاداری است که دارنده آن، به صورت مشاع، مالک بخشی از دارایی است که منافع آن براساس قرارداد اجاره به بانی واگذار شده است. اگر سیاست‌گذاران بخواهند این ابزار مالی را برای جذب سرمایه سرمایه‌گذاران و هدایت آنها به سوی تولید و خدمات توسعه و ترویج کنند، نیازمند شناخت عوامل ایجاد جذابیت این اوراق از دید سرمایه‌گذاران هستند.

مسئله اصلی این تحقیق شناسایی و رتبه‌بندی عوامل جذابیت اوراق اجاره (صکوک اجاره) از دید سرمایه‌گذاران است. این مقاله پژوهشی - کاربردی باهدف اکتشافی است که با استفاده از مرور ادبیات پژوهش و انجام مصاحبه با سرمایه‌گذاران و خبرگان اوراق اجاره در ایران به کدگذاری و شناسایی عوامل جذابیت می‌پردازد. در ادامه با استفاده از پرسشنامه، ضمن تأیید عوامل ۹ گانه شناسایی شده، با استفاده از تکنیک‌های تحلیل شبکه‌ای (ANP) تحلیل سلسله مراتبی (AHP) به رتبه‌بندی عوامل می‌پردازد و در نهایت نتایج این دو تکنیک باهم مقایسه می‌شود.

یافته‌های پژوهش عوامل ریسک پایین، اعتماد، قابلیت معامله در بازار ثانویه، هزینه نمایندگی پایین، تضمین اصل سرمایه، بازدهی و سود معین، افق سرمایه‌گذاری، شریعت و معافیت مالیاتی را به ترتیب به‌عنوان مهم‌ترین عوامل جذابیت اوراق اجاره شناسایی کرده است.

واژگان کلیدی

صکوک، اوراق اجاره، جذابیت، اولویت‌بندی، تحلیل شبکه‌ای (AHP)، تحلیل سلسله مراتبی (ANP).
طبقه‌بندی JEL: G21, G23, G25.

* استادیار گروه مدیریت دانشکده مدیریت و اقتصاد، دانشگاه قم، قم، ایران (نویسنده مسئول)

mohammadinasab@qom.ac.ir

** دانش‌آموخته کارشناسی ارشد مدیریت بازرگانی گرایش مالی، دانشکده مدیریت و اقتصاد، دانشگاه قم، قم، ایران
mahdirashidirad@yahoo.com

مقدمه

افراد معمولاً به دنبال آن هستند که با سرمایه خود اقدام به سرمایه‌گذاری در فعالیت‌هایی نمایند که علاوه بر بازدهی و سود مناسب، ریسک کمتر و زمان کمتری را نیز جهت بازدهی و بازگشت سرمایه خود بگذرانند. از طرفی، افرادی که نیاز به سرمایه جهت تأمین مالی پروژه‌های خود دارند، به دنبال این هستند که در زمان کمتری سرمایه مورد نیاز خود را به دست آورند. این دودسته حلقه ارتباط سرمایه‌گذاری در اوراق مالی هستند. از سوی دیگر، تأمین منابع مالی به عنوان بازوی توانمند نهادهای مالی و از عوامل مهم در تعمیق نظام مالی هر کشوری محسوب می‌شود، به همین جهت در دنیا ابزارهای مالی متنوعی طراحی شده است. امروزه همه نیازهای مالی سرمایه‌گذاران در بازارهای مالی و با استفاده از ابزارهای نوین مالی برآورده می‌شوند و مهندسان مالی جهت رفع این نیازها در حال طراحی ابزارهای نوین مالی هستند که این ابزارها متناسب با نیازهای متنوع سرمایه‌گذاران (در بازار پول و سرمایه) طراحی می‌شوند.

مسلمانان جهان و به‌ویژه در کشورهای اسلامی به دلیل حرمت ربا، تمایل به سرمایه‌گذاری در فعالیت‌های سرمایه‌گذاری دارند که مغایر با قواعد و اصول اسلامی نبوده و سودی که از این طریق به دست می‌آید، شرعی باشد. مؤثرترین تجربه در جهان اسلام در این زمینه، ابزار مالی صکوک است. از میان انواع مختلف اوراق اسلامی، صکوک اجاره^۱ مهم‌ترین آن محسوب می‌شود، که به‌طور قابل توجهی بین سرمایه‌گذاران مسلمان مورد پذیرش قرار گرفته است. همچنین ناشران این اوراق، یعنی دولت‌ها و شرکت‌ها نیز صکوک اجاره را روش مناسبی برای تأمین منابع مالی می‌دانند (نجفی، ۱۳۸۵، ص. ۳۷).

برای سیاست‌گذاران و ناشران اوراق، شناسایی عوامل جذابیت اوراق اجاره از دید سرمایه‌گذاران از اهمیت خاصی برخوردار است، چراکه با شناخت دیدگاه سرمایه‌گذاران، می‌توان ویژگی‌های و انتظاراتی را که سرمایه‌گذاران از این اوراق دارند و باعث ترغیب سرمایه‌گذاران جهت سرمایه‌گذاری در این اوراق می‌شود را شناخت و اوراقی منتشر کرد که علاوه بر داشتن ویژگی‌های مورد نظر سرمایه‌گذاران، باعث تأمین منابع لازم جهت سرمایه‌گذاری در زمانی کوتاه شود. از این رو، پژوهش حاضر به دنبال پاسخ‌گویی به دو

سؤال است: اول، مهم‌ترین عوامل جذابیت اوراق اجاره از دید سرمایه‌گذاران کدام‌اند؟ دوم، اولویت این عوامل جذابیت اوراق اجاره از نظر سرمایه‌گذاران چگونه است؟

۱. اوراق مالی اسلامی (صکوک)

در فقه اسلامی کلیه عقود و قراردادها باید تحت ضوابط کلی معاملات قرار داشته باشند. برخی از این اصول و ضوابط را می‌توان به صورت زیر نام برد: ممنوعیت اکل مال به باطل، ممنوعیت ضرر و ضرار، ممنوعیت غرر، ممنوعیت ربا. در همین راستا ابزارهای مختلفی برای تأمین مالی و انجام معاملات مطرح شده است. ابزارهای مالی اسلامی^۲ مبتنی بر عقود به دو گروه کلی تقسیم می‌شوند: گروه اول، مبتنی بر عقد قرض بوده و با اهداف خیرخواهانه و غیرانتفاعی منتشر می‌شوند و گروه دوم مبتنی بر ابزارهای انتفاعی بوده که خود متناسب با نیازها و سلیقه مختلف به دو گروه کلی تقسیم می‌شود (حدادی، موسویان، صبحیه و فلاح، ۱۳۹۰، ص. ۷۲-۷۴). گروهی مبتنی بر عقود مشارکتی هستند، مانند عقد مشارکت و استصناع؛ و گروه دوم ابزارهای مبتنی بر عقود مبادله‌ای می‌باشند، مانند عقد اجاره به شرط تملیک و خرید نسیه و روش سهام پروژه.

۲-۱. تعریف ابزارهای مالی اسلامی (صکوک)

صکوک که برخی اوقات به اشتباه از آن با عنوان اوراق قرضه اسلامی یاد می‌شود، مبتنی بر مالکیت یک دارایی (ها) خاص توسط سرمایه‌گذاران است (Cakir & Raei, 2007, p. 3-4). واژه «صک» (جمع آن اصک، صکوک و صکاک) به معنای کتاب، نامه و رسید دریافت پول (بندریگی، ۱۳۷۴، ص. ۹۴۳)؛ همچنین به معنای سند و سفته (سفته) ترجمه شده است. این واژه معرب چک در فارسی است. اعراب این واژه را توسعه داده‌اند و آن را بر تمامی انواع حواله‌ها و تعهدها به کار برده‌اند. به طور کلی، صکوک به جای اینکه ورقه بدهی مبتنی بر قرض باشد، ورقه بدهی براساس یک دارایی پایه است که در نقل و انتقال‌های مالی واقعی منتشر می‌شود. صکوک، اوراق بهادار اسلامی است که با درگیر کردن یک دارایی مشخص فیزیکی و به میان آوردن قراردادهایی مانند اجاره و مضاربه منطبق با قانون بانکداری بدون ربا است. سازمان حسابداری و حسابرسی نهادهای مالی اسلامی^۳، صکوک را این گونه تعریف کرده است: «گواهی‌هایی با ارزش اسمی یکسان 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. صکوک انواع مختلفی دارد که سازمان حسابداری و حسابرسی نهادهای مالی اسلامی، ۱۴ نوع آن را معرفی کرده است. از بین انواع صکوک برخی از آنها مانند صکوک اجاره، از اهمیت بیشتری برخوردار است و بیشتر مورد استفاده قرار گرفته است (سازمان بورس و اوراق بهادار، ۱۳۸۶، ص. ۱).

۲. صکوک اجاره

یکی از مهم‌ترین انواع صکوک معرفی شده صکوک اجاره است. صکوک اجاره اوراق بهاداری است، که دارنده آن به صورت مشاع مالک بخشی از دارایی است که منافع آن براساس قرارداد اجاره به مصرف‌کننده یا بانی واگذار شده است (سروش و صادقی، ۱۳۸۶، ص. ۱۶۰). همچنین این اوراق نشان‌دهنده مالکیت مشاع دارندگان آن، در دارایی مبنای انتشار اوراق است که اجاره داده می‌شود (سازمان بورس و اوراق بهادار، ۱۳۸۶، ص. ۱). اوراق اجاره به انواع مختلف، انتشارپذیر است که از مهم‌ترین آنها می‌توان به اوراق اجاره تأمین دارایی، اوراق اجاره تأمین نقدینگی و اوراق اجاره رهنی اشاره کرد. مدت قرارداد اجاره مشخص است و می‌توان اجاره‌بها را در ابتدای دوره، انتهای دوره، با سررسیدهای ماهانه، فصلی یا سالانه پرداخت کرد. از آنجاکه صکوک اجاره اوراق بهاداری است که بیان‌گر مالکیت مشاع فرد است، می‌توان آن را در بازار ثانویه و به قیمتی که به وسیله عوامل بازار تعیین می‌شود، معامله کرد (دهقان و صادقی، ۱۳۹۴، ص. ۴-۵).

۲-۱. تاریخچه صکوک اجاره

تاریخچه انتشار اوراق صکوک اجاره به دهه ۱۹۹۰ میلادی برمی‌گردد، جایی که نخستین بار ایده استفاده از این اوراق در مقاله‌ای تحت عنوان «استفاده از اوراق اجاره دارایی برای پوشش شکاف بودجه» در سال ۱۹۹۷ میلادی توسط قحف^۴ بیان شد (پهلوان و رضوی، ۱۳۸۶، ص. ۲۳). استفاده از لفظ صکوک از سال ۲۰۰۲ میلادی در جلسه فقهی بانک توسعه اسلامی پیشنهاد شد که یکی از انواع آن صکوک اجاره بود. در ایران نیز برای

نخستین بار انتشار اوراق صکوک اجاره به سال ۱۳۸۹ شمسی برمی‌گردد که با نهایه شدن دستورالعمل این اوراق در همان سال، شرکت‌های خصوصی اقدام به انتشار این اوراق براساس دارایی‌های ثابت خود کردند و نسبت به فروش آن در بازار اولیه بورس و اوراق بهادار اقدام نمودند. شرکت ماهان نیز به‌عنوان اولین شرکت، اقدام به انتشار صکوک برای خرید یک فروند هواپیمای ایرباس نمود (موسویان و کشاورزیان، ۱۳۹۳، ص. ۱۵۵).

۲-۲. ارکان صکوک اجاره

ارکان صکوک اجاره شامل بانی، واسط، امین، سرمایه‌گذار، شرکت تأمین سرمایه، عامل، ضامن، حسابرس، مؤسسه رتبه‌بندی، بازار گردان و ناظر است که به‌اختصار در زیر توضیح داده شده است:

- بانی: نهادی است که برای تأمین مالی خود اوراق بهادار منتشر می‌کند (مطابق بند «ج» ماده (۱) دستورالعمل انتشار اوراق بهادار اجاره). شخص بانی باید شرکت تجاری یا شخص عمومی دولتی باشد. اشخاص حقوقی عمومی غیردولتی نیز در صورتی می‌توانند اوراق بهادار منتشر کنند که امکان انتشار اوراق توسط آنها و صلاحیت مالی آنها به تأیید سازمان بورس و اوراق بهادار رسیده باشد.
- واسط (ناشر): 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 (طبق تعریف بند «د» ماده (۱) قانون توسعه ابزارها و نهادهای مالی جدید). لازم به ذکر است که نهاد واسط تنها نهادی است که می‌تواند اوراق بهادار را منتشر نماید. نهاد واسط براساس الگویی که به‌موجب مقررات تنظیم یافته است نقش وکالتی دوجانبه ایفا می‌نماید. از یک‌سو نسبت به برخی امور وکیل بانی است و در انجام پاره‌ای امور دیگر وکیل دارندگان اوراق است. از جمله مهم‌ترین علل پدید آمدن واسط کاهش ریسک اعتباری و ریسک ورشکستگی و افزایش اطمینان سرمایه‌گذاران از مالکیت مشاع در دارایی می‌باشد (Adam & Thomas, 2004, p.8 و سروش و صادقی، ۱۳۸۶، ص. ۱۷۶).

- امین: شخص حقوقی است که به نمایندگی از سرمایه‌گذاران و به منظور حفظ منافع آنان فعالیت می‌کند و مسئولیت نظارت بر کل فرآیند عملیاتی اوراق اجاره را برعهده دارد (سازمان بورس و اوراق بهادار، ۱۳۸۶، ص. ۱). بانک‌ها، مؤسسات مالی و اعتباری غیربانکی دارای مجوز بانک مرکزی یا شرکت‌های تأمین سرمایه می‌توانند به پیشنهاد بانی با دریافت مجوز از سازمان بورس و اوراق بهادار در جایگاه امین فعالیت کنند (سازمان بورس و اوراق بهادار، ۱۳۸۶، ص. ۲).
- سرمایه‌گذاران (دارندگان اوراق): اشخاص حقوقی یا حقیقی‌ای هستند که بانی را تأمین مالی نموده و مالکان مشاع دارایی محسوب می‌شوند.
- شرکت تأمین سرمایه: شرکتی است که به‌عنوان واسطه بین ناشر و سرمایه‌گذاران فعالیت می‌نماید. در فرآیند انتشار اوراق، ناشر باید اوراق را از طریق شرکت تأمین سرمایه در بازار اولیه به فروش رساند. شرکت تأمین سرمایه توسط واسط (ناشر) تعیین می‌شود.
- عامل: بانک یا مؤسسه مالی و اعتباری‌ای است که از طرف ناشر نسبت به دریافت وجوه از سرمایه‌گذاران پرداخت اصل و سود اوراق در سررسیدهای معین طبق قرارداد عاملیت مبادرت می‌ورزد. در خصوص دریافت وجوه از سرمایه‌گذاران و پرداخت اصل و سود اوراق در سررسیدهای معین چنانچه شرکت تأمین سرمایه شعب گسترده داشته باشد خودش نقش عامل را هم ایفا می‌کند، در غیراین صورت از طریق یک عامل، مثل بانک وارد می‌شود.
- ضامن: شخص حقوقی‌ای است که بازپرداخت اصل و سود متعلق به اوراق را در سررسیدهای مقرر تعهد و تضمین می‌نماید.
- حسابرس: منظور حسابرس معتمد سازمان است که زیر نظر امین فعالیت می‌کند.
- مؤسسه رتبه‌بندی: شرکتی است که با أخذ مجوز از سازمان بورس اقدام به تعیین رتبه اعتباری اوراق می‌نماید. از آنجایی که خریداران اوراق با ریسک‌های مختلفی روبه‌رو بوده و از سوی دیگر زمان و تخصص لازم جهت بررسی ریسک اوراق برای تمامی آنان ممکن نیست، لذا باید اوراق توسط مؤسسه رتبه‌بندی اعتباری، رتبه‌بندی شوند.

- بازارگردان: کارگزار معامله‌گر یا شرکت تأمین سرمایه‌ای است که با اخذ مجوز لازم با تعهد به افزایش نقدشوندگی و تنظیم عرضه و تقاضای اوراق و تحدید دامنه نوسان قیمت آن، به دادوستد آن اوراق می‌پردازد.
- ناظر: سازمان بورس و اوراق بهادار است که صدور اوراق به‌صورت عمومی منوط به اخذ مجوز از آن می‌باشد (موسویان و کریمی، ۱۳۸۸، ص. ۷).

۳. جذابیت اوراق مالی

جذابیت در لغت به معنای دلربایی، گیرایش، ملاحظت می‌باشد، و در اصطلاح عبارت است از عاملی که باعث می‌شود نظر و توجه افراد را به یک شی، فرد، عامل، سخن و یا هر چیزی اعم از مادی و معنوی جلب و جذب کند. در اوراق مالی و به‌عبارتی جذابیت سرمایه‌گذاری می‌توان گفت، اهمیت یک سرمایه‌گذاری برای یک سازمان یا کشور و افراد که اولویت‌های سرمایه در بخش مربوط را تعیین می‌کنند، که مستقیماً بانگیزه افراد در ارتباط است. انگیزش به‌عنوان فرآیندی تلقی می‌شود که شدت، جهت‌گیری و تداوم تلاش افراد در نیل به هدفی را مورد محاسبه قرار می‌دهد (رابینز، ۱۳۸۴، ص. ۲۰۳).

در بحث جذابیت می‌توان با اشاره به تئوری جذابیت وروم^۵ بیان کرد که قبل از اینکه رفتاری انتخاب شود، فرد شقوق مختلف را براساس فعالیت مورد نظر و پاداش، مورد ارزیابی قرار می‌دهد. بر پایه این تئوری ۳ عامل بر رفتار اثر می‌گذارد: ارزش پاداش‌ها، ارتباط پاداش‌ها با عملکرد مورد نیاز و تلاش مورد نیاز برای عملکرد.

به‌طور کلی شواهد تجربی به‌دست‌آمده از مطالعات صورت گرفته در بازارهای سرمایه، گویای این واقعیت است که فرآیند تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران و رفتار آنها بسیار پیچیده بوده و امکان ارائه یک الگوی واحد برای پیش‌بینی رفتار آنها در بازار، به‌راحتی میسر نخواهد بود (شجری و امام، ۱۳۹۱، ص. ۴). به‌عبارت‌دیگر در تصمیم‌گیری افراد عوامل ذهنی و روانی تأثیر به‌سزایی خواهد داشت به‌گونه‌ای که افراد در مواقعی که از حفظ سرمایه و بازدهی سرمایه‌شان اطمینان خاطر پیدا نمایند باعث انگیزه روانی و رغبت آنها جهت سرمایه‌گذاری می‌شود که این نیز خود از بار ریسک حاصله می‌کاهد. عوامل و شاخص‌های مختلفی در جذابیت سرمایه و سرمایه‌گذاری برای سرمایه‌گذاران مهم

می‌باشند. از جمله این عوامل می‌توان به فعالیت‌های اقتصادی، عمق بازارهای سرمایه، مالیات، حمایت سرمایه‌گذاران، همکاری و حمایت‌های دولتی، محیط‌های انسانی و اجتماعی و فرهنگ کارآفرینی اشاره کرد (Groh, Liechtenstein & Lieser, 2011, p. 13). البته بدون شک معیارهای ذکر شده در کشورها و جوامع مختلف با یکدیگر با توجه به فرهنگ و بسترهای متفاوت اقتصادی فرق می‌کنند. فعالیت‌های اقتصادی به‌عنوان چرخ محرک سرمایه‌گذاری در هر جامعه‌ای نقش مهمی را در جذب افراد و سرمایه‌گذاران بازی می‌کند. قطعاً اگر این فعالیت‌ها همراه با اطمینان خاطر (اعتماد) و بازدهی نسبتاً خوب هم باشند بیشتر می‌توانند در جذب سرمایه‌گذاران موفق باشند. معافیت مالیاتی عامل دیگر است که می‌تواند نه تنها به‌عنوان عامل کاهش‌دهنده ریسک و هزینه، بلکه به‌عنوان عاملی تشویق‌کننده برای جذابیت سرمایه‌گذاری از نظر سرمایه‌گذاران باشد. از سوی دیگر، فرهنگ‌های متفاوت الگوهای اجتماعی و رفتارهای خاص خود را می‌طلبند و به‌دنبال فعالیت در راستای فرهنگ موردنظر خود می‌باشند. به‌عنوان مثال کشورهای مسلمان به‌دلیل حرمت ربا، بیشتر به‌دنبال سرمایه‌گذاری در اوراقی می‌باشند که ناقض اصول شرعی نباشند و در کنار فعالیت سودآور و پرریزه، ریسک موردنظر را هم در چارچوب اصول شرعی و اسلامی تقلیل داده و با فرهنگ و محیط اجتماعی مسلمانان هم‌خوانی و هماهنگی داشته باشد.

۴. پیشینه پژوهش

نورانی و علیمرادی (۱۳۹۴) در مقاله‌ای با عنوان «ارزیابی و مقایسه صکوک اجاره و مشارکت از دید هزینه‌های نمایندگی» به بررسی یکی از عوامل جذابیت اوراق صکوک اجاره از دید سرمایه‌گذاران در مقایسه با اوراق صکوک مشارکت پرداخته‌اند. آنها براساس تحلیل نظری در قالب مدل‌های ریاضی و با تکیه بر نظریه بازی‌ها و نظریه نمایندگی با بررسی، ارزیابی و مقایسه صکوک مشارکت و اجاره از دید هزینه‌های نمایندگی موجود در آنها به این نتایج رسیدند که، صکوک اجاره نسبت به صکوک مشارکت دارای هزینه نمایندگی کمتری است و عدم تقارن اطلاعات به بازار صکوک مشارکت نسبت به صکوک اجاره آسیب بیشتری وارد می‌کند. همچنین سرمایه‌گذاران صکوک اجاره را نسبت به

صکوک مشارکت به این علت ترجیح می‌دهند که این اوراق دارای هزینه نمایندگی کمتری هستند و همین علت باعث تحمیل شدن هزینه‌های کمتر نمایندگی به سرمایه‌گذاران می‌شود و از همین جهت برای سرمایه‌گذاران دارای جذابیت بیشتری است.

توحیدی (۱۳۹۳) در مقاله‌ای تحت عنوان «بررسی فقهی انتشار اوراق اجاره و مرابحه چندطبقه اعتباری» در ابتدا به بررسی سازوکار اوراق بهادار چندطبقه پرداخته و در مرحله بعد کاربرد این سازوکار را در انتشار اوراق صکوک اجاره و مرابحه مورد بررسی قرار می‌دهد و سپس با روش توصیفی - تحلیلی به بررسی و تحلیل فقهی انتشار اوراق اجاره و مرابحه چندطبقه پرداخته و سازگاری آن را با موازین فقه امامیه مورد بررسی قرار داده است. محقق در پایان این پژوهش به این نتیجه رسیده که طبقه‌بندی اوراق اجاره و مرابحه در دریافت سودوزیان می‌تواند گامی مهم در جهت توسعه بازارهای مالی و رفع نقایص آن و کاهش مدت‌زمان تأمین مالی برای ناشران و در آخر عاملی جذاب برای سرمایه‌گذاران جهت سرمایه‌گذاری در این اوراق باشد.

ذوالفقاری، گودرزی و سحابی (۱۳۹۱) در پژوهشی با عنوان «آسیب‌شناسی پیاده‌سازی اوراق اجاره در بازارهای پول و سرمایه کشور» با روش کتابخانه‌ای و مصاحبه و نظرسنجی از خبرگان و متخصصان حوزه، دانشگاهی و اجرایی به بررسی مشکلات اوراق اجاره جهت پیاده‌سازی این اوراق در کشور پرداخته‌اند و به این نتیجه رسیده‌اند که امکان معامله در بازار ثانویه و برخی شبهه‌های شرعی این اوراق، در الگوی صکوک اجاره، مرتفع شده و می‌تواند به عنوان یک ابزار کارآمد جهت جذب سرمایه‌گذاران و انتقال پس‌اندازها به بخش‌های مولد اقتصاد عمل کند.

ولی‌نژادترکمانی و زارعی (۱۳۹۱) در مقاله‌ای با عنوان «مقایسه تطبیقی تأمین مالی بانک‌ها از طریق انتشار گواهی سپرده و اوراق صکوک اجاره (با تأکید بر مکانیسم اجرایی و هزینه تأمین مالی)» به دنبال این بوده‌اند که با روش اسنادی تحلیلی دو روش تأمین مالی از طریق انتشار گواهی سپرده سرمایه‌گذاری و اوراق صکوک اجاره را از نظر مکانیسم اجرایی و نرخ هزینه مؤثر تأمین مالی آنها برای بانک‌های خصوصی کشور مورد مطالعه تطبیقی قرار دهند. نتایج حاصله نشان‌دهنده این است که نرخ هزینه مؤثر تأمین مالی برای بانک‌های خصوصی از طریق انتشار اوراق صکوک اجاره به نسبت پایین‌تر از گواهی

سپرده سرمایه‌گذاری قرار دارد و همین دلیل باعث روی آوردن بانک‌ها برای پذیرش سرمایه از طریق این اوراق در صورت بررسی مشکلات آن می‌گردد.

سلیمی فر و خزایی (۱۳۹۰) در مقاله‌ای با عنوان «صکوک اجاره ابزاری کارآمد جهت تأمین مالی پروژه‌ها» با مروری بر روش‌های تأمین مالی شهرداری‌ها، در پی پاسخ به این سؤال بوده‌اند که آیا اوراق اجاره (صکوک اجاره) به لحاظ اقتصادی ابزار کارآمدی برای تأمین مالی پروژه‌های شهری است. نتایج این پژوهش که با به‌کارگیری روش‌های توصیفی کاربردی به‌دست آمده، ضمن ارائه مدل‌های عملیاتی صکوک اجاره، نشان می‌دهد که این اوراق از لحاظ اقتصادی ابزاری مناسب برای تأمین مالی می‌باشند و شهرداری‌ها با کمک این ابزار می‌توانند منابع مالی مناسبی جهت تأمین و اجرای پروژه‌های عمرانی و زیرساختی به‌دست آورند.

فطرس و محمودی (۱۳۸۸) در مقاله‌ای با عنوان «صکوک ابزاری مناسب برای جانشینی اوراق قرضه» به بررسی و تأثیر استفاده از اوراق صکوک اجاره در فرآیند تأمین مالی می‌پردازند، و در پایان به این نتیجه رسیدند که این اوراق برای موفقیت در ایران باید دارای سه ویژگی کارا بودن، قانونی بودن و مقبول شدن باشند و با توجه به بازدهی مناسب و قطعی بودن سود و نقدشوندگی بالای آن در صورت تشکیل بازار ثانویه و نداشتن هیچ‌گونه شبهه غیرشرعی، این اوراق می‌تواند مورد توجه عموم مردم و به‌ویژه سرمایه‌گذاران خرد خطرگریز قرار گیرد و برای سرمایه‌گذاران جذاب باشد.

موسویان و کریمی (۱۳۸۸) در تحقیق «بررسی فرآیند تأمین مالی از طریق انتشار اوراق اجاره (صکوک اجاره)» سعی کرده‌اند با استفاده از مطالعات انجام شده در ایران و برخی کشورهای دیگر به‌خصوص کشورهای شباهت‌های زیادی با ایران دارند، به بررسی زمینه انتشار صکوک اجاره، پرداخته‌اند. همچنین آنها به بررسی این اوراق از دو بعد کلان و خرد پرداخته و از دیدگاه خرد بیان می‌کنند که این اوراق به دلیل داشتن ویژگی‌هایی از جمله اینکه این اوراق در قلمرو اوراق بهادار انتفاعی هستند و بازده معین و ریسک کم دارند و داشتن نقدشوندگی بالا به علت دادوستد در بازار ثانویه دارای جذابیت برای سرمایه‌گذاران هستند. اما از دیدگاه کلان دارای ویژگی‌هایی مثل گسترش و تعمیق نظام مالی، رشد تولید و افزایش رفاه عمومی هستند.

صادقی و سروش (۱۳۸۶) در پژوهشی با عنوان «مدیریت ریسک اوراق بهادار اجاره (صکوک اجاره)»، با روش توصیفی و کاربردی ریسک‌های این اوراق را از دید سرمایه‌گذاران مورد بررسی قرار داده و راه‌های پوشش آنها را نیز در مواردی اعلام می‌نماید. نتایج این پژوهش نشان داده که اوراق اجاره ریسک‌های متفاوتی دارد، که ریسک‌های آن قابل پوشش بوده و از این نظر این ابزار قابلیت مدیریت ریسک را خواهد داشت و همین علت این اوراق را در زمره اوراق دارای مدیریت ریسک قرار داده‌اند.

رحیم و احمد^۶ (۲۰۱۶) در مقاله‌ای با عنوان «اثر اعتماد در بین سرمایه‌گذاران اوراق صکوک» به جمع‌آوری داده‌های مربوط به نوسانات بازار سهام براساس اخبار و رویدادهای اطلاعیه صکوک بین سال ۲۰۰۷ تا ۲۰۱۱ میلادی شرکت‌های بورس مالزی پرداخته است. این پژوهش افراد را براساس تجزیه و تحلیل داده‌ها به صورت بسیار ریسک‌گریز، نسبتاً ریسک‌گریز، ریسک‌خشی، نسبتاً ریسک‌پذیر، و بسیار ریسک‌پذیر طبقه‌بندی کرده و عامل ریسک را جهت جذابیت این اوراق برای سرمایه‌گذاران در نظر گرفته است. یافته‌های پژوهش نشان می‌دهد که روند قیمت روزانه به میزان قابل توجهی به احساسات و اعتماد سرمایه‌گذاران مربوط است و افراد ریسک‌گریز بیشتر تمایل به سرمایه‌گذاری در این اوراق دارند و از این لحاظ دارای جذابیت برای سرمایه‌گذاران است.

یحیی، حسین و محمود^۷ (۲۰۱۲) در مقاله‌ای تحت عنوان «توسعه صکوک اجاره در مالزی» با روش توصیفی و بررسی پیشینه پژوهش به دنبال پاسخ به این سؤال بوده‌اند که به چه علتی اوراق صکوک اجاره در مالزی توسعه پیدا کرده و مورد پذیرش مردم این کشور قرار گرفته است. نتیجه این پژوهش نشان داده که این اوراق به دو دلیل مورد پذیرش مردم بوده و به نوعی برای آنها جذاب بوده است: ۱- به دلیل سیاست مالیاتی تشویقی که افراد با سرمایه‌گذاری در این اوراق از مالیات معاف هستند، ۲- پذیرش این اوراق به دلیل انتشار اوراق به اساس انصاف مبتنی بر شریعت است. آنها همچنین توسعه اوراق اجاره را به علت کامل بودن این اوراق از لحاظ شریعت، باعث گسترش غیرمستقیم فعالیت‌های سازگار با شریعت در مالزی دانسته‌اند.

۵. روش پژوهش

پژوهش حاضر از نظر هدف، اکتشافی - توصیفی است، که در بخش اکتشافی عوامل جذابیت اوراق اجاره را یافته و اولویت بندی می کند و در بخش توصیفی دیدگاه خبرگان را درباره عوامل کشف شده مورد بررسی قرار می دهد. پژوهش از نظر جهت گیری کاربردی است که از استراتژی پیمایشی بهره می گیرد.

۵-۱. ابزار گردآوری اطلاعات

در این پژوهش، در ابتدا علاوه بر بررسی پیشینه پژوهش، با استفاده از مصاحبه نیمه ساختارمند اکتشافی عوامل مؤثر بر جذابیت اوراق اجاره شناسایی شد، سپس در چهار گام از چهار پرسشنامه متفاوت استفاده شد: پرسشنامه اول برای تأیید عوامل شناسایی شده و تأیید معناداری معیارهای اساسی توسط خبرگان طراحی شد که پس از تأیید عوامل، پرسشنامه دوم برای تعیین ارتباط درونی میان عوامل تدوین شد و پرسشنامه های سوم و چهارم برای مقایسات زوجی معیارها و زیرمعیارهای مربوطه با استفاده از تکنیک های ANP و AHP طراحی و اجرا شد. از آنجاکه پرسشنامه های طراحی شده براساس عوامل مطرح در پیشینه پژوهش و نیز دیدگاه خبرگان و سرمایه گذاران اوراق اجاره انجام شد و به لحاظ محتوایی توسط خبرگان تأیید شد، روایی مناسبی دارد. در مورد روایی شکلی ذکر این نکته ضروری است که چارچوب پرسشنامه را تکنیک مورد نظر مشخص می کند و جای هیچ تغییری باقی نمی گذارد مثل پرسشنامه ANP و استفاده از تکنیک های مشخص که تضمین کننده روایی شکلی پرسشنامه می باشد. پایایی پرسشنامه اول به وسیله آزمون آلفای کرونباخ ۰/۷۶۶ به دست آمد که پایایی مناسبی را نشان می دهد. اما در زمینه پایایی تکنیک ANP و تکنیک AHP چون این تکنیک ها ابزاری تحت عنوان نرخ ناسازگاری برای سنجش همگرایی جواب ها در اختیار دارند، لذا می توان چنین بیان کرد که اگر نرخ ناسازگاری محاسبه شده در این روش قابل قبول باشد، پایایی پرسشنامه از اندازه قابل قبولی برخوردار است و بالعکس. لذا از این سنججه می توان به عنوان ابزار اندازه گیری پایایی پرسشنامه ها نیز استفاده کرد. با توجه به اینکه نرخ ناسازگاری محاسبات کوچکتر یا مساوی ۱/ می باشد، لذا آزمون از پایداری لازم برخوردار است.

۲-۵. نمونه‌گیری

در پژوهش حاضر، شیوه نمونه‌گیری به کار گرفته شده، نمونه‌گیری تئوریک و هدفمند است. در این شیوه نمونه‌گیری، محقق به سراغ افراد آگاه و خبره در حوزه کاری موردپژوهش می‌رود. در این پژوهش برای انتخاب نمونه، به دلیل نوپا بودن و ماهیت تخصصی این نوع سرمایه‌گذاری، دو شرط خبرگی برای انتخاب سرمایه‌گذاران جهت مصاحبه و تکمیل پرسشنامه‌ها مدنظر قرار گرفت که عبارتند از: الف) داشتن حداقل ۲ سال سابقه فعالیت و سرمایه‌گذاری در بورس اوراق بهادار، ب) داشتن حداقل ۱ سال سابقه سرمایه‌گذاری در اوراق اجاره. برمبنای روش تحلیل سلسله مراتبی، تعداد خبرگان در این روش حتی می‌تواند ۵ نفر خبره در نظر گرفته شود (اصغرپور، ۱۳۹۲، ص. ۲۹۸-۳۰۵). پرسشنامه‌های چهارگانه، میان ۲۳ نفر از سرمایه‌گذاران و کارشناسان و سرمایه‌گذاران اوراق اجاره به صورت مرحله‌به‌مرحله جهت نیل به مقصود پژوهش توزیع گردید؛ که در نهایت تعداد ۲۰ نفر همکاری کرده و پرسشنامه‌های تکمیل شده را عودت دادند و براساس داده‌های به دست آمده از آنها رتبه‌بندی صورت گرفت. از نمونه پژوهش ۶ نفر دارای مدرک کارشناسی، ۱۳ نفر کارشناسی ارشد و یک نفر دکتری بودند.

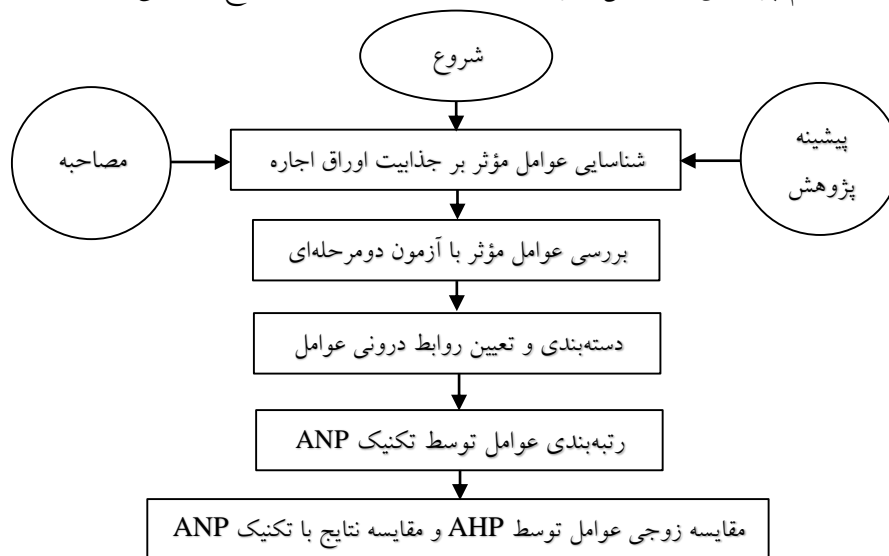
۳-۵. روش تجزیه و تحلیل داده‌ها

برای تأیید معیارهای جذابیت از آزمون دوجمله‌ای استفاده شد و رتبه‌بندی یا اولویت‌بندی عوامل و معیارهای جذابیت اوراق اجاره با تکنیک‌های ANP و AHP انجام شد. فرآیند تحلیل سلسله مراتبی (AHP) یکی از تکنیک‌های اولیه در تکنیک‌های تصمیم‌گیری چندمعیاره است که برای حل مسائل پیچیده مناسب است. این تکنیک هنگامی که عمل تصمیم‌گیری با چند گزینه و شاخص تصمیم‌گیری روبرو است، می‌تواند مفید باشد. شاخص‌ها می‌توانند کمی و یا کیفی باشند. اساس این روش بر مقایسات زوجی نهفته است (دلبری و داودی، ۱۳۹۱، ص. ۶۲-۶۳). بسیاری از مسائل تصمیم‌گیری را نمی‌توان در یک ساختار سلسله مراتبی جای داد و این به دلیل تعاملات بین فاکتورهای مختلف است که بعضاً فاکتورهای سطح بالا وابستگی خاصی به فاکتورهای سطح پایین دارند. ساختاربندی یک مسأله با وابستگی‌های عملیاتی به ما اجازه می‌دهد بازخوردی بین شاخص‌های شناسایی شده در سیستم شبکه دریافت گردد. ساعتی روش AHP را برای حل مسائلی در حالت استقلال

بین گزینه‌ها و معیارها و روش ANP را برای حل مسائلی که وابستگی بین گزینه‌ها یا معیارها وجود دارد، پیشنهاد کرده است (نجفی، ۱۳۸۹، ص. ۶۶). به عبارت دیگر، روش فرآیند تحلیل شبکه‌ای حالت کلی‌تر از فرآیند تحلیل سلسله مراتبی است. این روش که در سال ۱۹۹۶، توسط پرفسور ساعتی در تکمیل روش AHP ارائه شد، روابط تعاملی و وابستگی میان معیارها و گزینه‌ها را از طریق آن نشان داد و به تصمیم‌گیری دقیق‌تری در این راستا دست یافت. فرآیند تحلیل سلسله مراتبی بستری را برای ساختارهای سلسله مراتبی با روابط یک‌سویه فراهم می‌کند، درحالی‌که ANP روابط پیچیده داخلی بین سطوح مختلف در تصمیم و معیارها را اجازه می‌دهد (آذر و رجب‌زاده، ۱۳۸۹، ص. ۱۶۳-۱۶۵). در این پژوهش به دلیل احتمال وجود روابط داخلی بین معیارها و زیر معیارها از هر دو تکنیک استفاده می‌شود و نتایج آن دو باهم مقایسه می‌شود.

۴-۵. فرآیند انجام پژوهش

فرآیند انجام پژوهش در شکل زیر آمده است که به اختصار توضیح داده می‌شود:



شکل (۱): گام‌های اجرای پژوهش

منبع: یافته‌های تحقیق

گام اول: شناسایی عوامل مؤثر بر جذابیت اوراق اجاره از دید سرمایه‌گذاران: برای شناسایی عوامل مؤثر بر جذابیت اوراق اجاره، بعد از بررسی پیشینه پژوهش، با خبرگانی

که دارای سابقه فعالیت و سرمایه‌گذاری در اوراق اجاره نیز بودند درباره عوامل جذابیت اوراق اجاره از دید سرمایه‌گذاران مصاحبه شد، عوامل جذابیت حاصل از پیشینه و مصاحبه شامل ۹ عامل اساسی شدند که عبارتند از:

۱. اعتماد: اعتماد سرمایه‌گذار به این اوراق جهت رسیدن به هدف موردنظر سرمایه‌گذار مانند سود و بازدهی؛ در کشوری مثل ایران که بازار سرمایه دارای نوسان زیادی می‌باشد و افراد جهت سرمایه‌گذاری به راحتی اعتماد نمی‌کنند، به دنبال سرمایه‌گذاری در حوزه‌هایی با ریسک کم و بازدهی خوب و ... هستند تا بتوانند اعتماد کنند.
۲. شریعت: رعایت اصول شرعی و اسلامی در سرمایه‌گذاری مانند حرمت ربا.
۳. تضمین اصل سرمایه: عدم تغییر اصل سپرده سرمایه‌گذاری در طول مدت زمان سرمایه‌گذاری و پرداخت تمام آن در پایان قرارداد به سرمایه‌گذار.
۴. بازده و سود معین: پرداخت سود مشخص در قبال میزان سرمایه در فواصل زمانی معین؛ در اوراق اجاره سود به دست آمده از اوراق کاملاً معین و قطعی است، و اشکال شرعی هم ایجاد نمی‌کند، چون سود تقسیم شده، سود ناشی از سرمایه‌گذاری مشاع در خرید یک دارایی و اجاره دادن آن است و همانند اوراق قرضه سود تقسیم شده، بهره ناشی از قرض دادن پول نیست که حرمت شرعی داشته باشد.
۵. افق سرمایه‌گذاری: در قرارداد اجاره، اجاره‌بها می‌تواند به صورت هفتگی، ماهانه، سالانه و یا به هر شکل دیگر که مورد توافق طرفین است پرداخت شود (فطرس و محمودی، ۱۳۸۸، ص. ۱۲). اجاره‌بها همان سود می‌باشد که در قرارداد اجاره به آن اجاره‌بها می‌گویند. سرمایه‌گذاری‌های متفاوت در بازه‌های زمانی گوناگون (کوتاه مدت، میان مدت و بلندمدت) همراه با پرداخت سود در فواصل زمانی گوناگون زمینه انتخاب گسترده‌ای برای سرمایه‌گذاران ایجاد می‌کند. همچنین افق سرمایه‌گذاری به نوعی موجب کاهش ریسک می‌شود، البته برای افراد ریسک‌گریزی که سرمایه‌گذاری کوتاه مدت را به بلندمدت و میان مدت ترجیح داده و مایل به دریافت سود به شکل ماهانه و کوتاه مدت می‌باشند.
۶. قابلیت معامله در بازار ثانویه: امکان خرید و فروش اوراق موردنظر و تبدیل به وجه و نقدینگی با معامله در بازارهای ثانویه مانند بازار بورس.

۷. معافیت مالیاتی: معافیت سرمایه‌گذاران این اوراق از پرداخت مالیات از جمله معافیت از پرداخت مالیات بر سود (حکیم، فیاضی و عزیزنژاد، ۱۳۹۴، ص. ۱)
۸. هزینه نمایندگی پایین: ممکن است بین حداکثر شدن منافع سهامداران و منافع شخصی مدیران تضاد منافی به وجود آید که آن را مسأله نمایندگی (هزینه نمایندگی) می‌نامند. در این اوراق هزینه ناشی از تعارض بین مدیران و ذینفعان از جمله سرمایه‌گذاران که عاملی تهدیدکننده در راستای سود شخصی سرمایه‌گذاران است، پایین است.
۹. ریسک پایین: به احتمال اینکه بازده واقعی از بازده موردانتظار متفاوت باشد ریسک گفته می‌شود (بری‌گام و دیگران، ۱۳۸۴، ص. ۳۷). امید نامه صکوک به عنوان یک سند حقوقی که در بسیاری از بازارهای نوظهور منتشر می‌شود حاوی مکانیزم‌هایی خاص در زمینه مدیریت و پوشش ریسک این نوع ابزار اسلامی می‌باشد (Tariq & Dar, 2007, p. 212). در ایران نیز براساس ضوابط ابزار مالی اوراق اجاره ناشر موظف است در امید نامه اوراق اجاره تمامی ریسک‌های سرمایه‌گذاران و نحوه پوشش آن را به طور دقیق و شفاف بیان نماید (سروش و صادقی، ۱۳۸۶، ص. ۱۶۳).
- گام دوم: بررسی عوامل مؤثر با آزمون فرضیه‌ها: پس از تعیین عوامل مؤثر بر جذابیت اوراق اجاره، برای تأیید تأثیر معناداری متغیرها بر جذابیت اوراق اجاره، فرضیه‌های ۹ گانه زیر مطرح و پرسشنامه خبره‌سنجی پنج گزینه‌ای لیکرت طراحی گردید. پس از جمع‌آوری پرسشنامه‌ها، داده‌ها از طریق نرم‌افزار Spss و آزمون دوجمله‌ای جهت محاسبه سطح معناداری تأثیر عوامل، موردبررسی قرار گرفت که همه عوامل تأیید شدند؛ نتایج تحلیل دوجمله‌ای به شکل جدول زیر می‌باشد:
- فرضیه (۱): اعتماد سرمایه‌گذاران به اوراق اجاره تأثیر معناداری در جذابیت اوراق اجاره برای سرمایه‌گذاران دارد.
 - فرضیه (۲): شرعی بودن و مطابقت با اصول شرع اوراق اجاره تأثیر معناداری در جذابیت اوراق اجاره برای سرمایه‌گذاران دارد.

شناسایی و اولویت‌بندی عوامل جذابیت اوراق ... / مهدی محمدی‌نوب و مهدی رشیدی‌راد *پنجمین شماره* ۲۵۳

- فرضیه (۳): تضمین اصل سرمایه در سرمایه‌گذاری در اوراق اجاره تأثیر معناداری در جذابیت اوراق اجاره برای سرمایه‌گذاران دارد.
- فرضیه (۴): بازدهی و سود معین اوراق اجاره تأثیر معناداری در جذابیت اوراق اجاره برای سرمایه‌گذاران دارد.
- فرضیه (۵): افق زمانی گوناگون اوراق اجاره تأثیر معناداری در جذابیت اوراق اجاره برای سرمایه‌گذاران دارد.
- فرضیه (۶): قابلیت معامله شدن اوراق اجاره در بازار ثانویه تأثیر معناداری در جذابیت اوراق اجاره برای سرمایه‌گذاران دارد.
- فرضیه (۷): معافیت مالیاتی اوراق اجاره تأثیر معناداری در جذابیت اوراق اجاره برای سرمایه‌گذاران دارد.
- فرضیه (۸): هزینه نمایندگی پایین اوراق اجاره تأثیر معناداری در جذابیت اوراق اجاره برای سرمایه‌گذاران دارد.
- فرضیه (۹): ریسک کم اوراق اجاره تأثیر معناداری در جذابیت اوراق اجاره برای سرمایه‌گذاران دارد.

جدول (۱): نتایج آزمون دو جمله‌ای

	Category	N	Observed Prop.	Test Prop.	Exact Sig. (2-Tailed)
GROUP1					
GROUP2	<=3	4	0.20		
عامل ۱	>3	16	0.80	0.5	0.702
TOTAL		20	1.00		
GROUP1					
GROUP2	<=3	5	0.25		
عامل ۲	>3	15	0.75	0.5	0.695
TOTAL		20	1.00		
GROUP1					
GROUP2	<=3	4	0.20		
عامل ۳	>3	16	0.80	0.5	0.702
TOTAL		20	1.00		
GROUP1					
GROUP2	<=3	5	0.33		
	>3	15	0.67	0.5	0.601

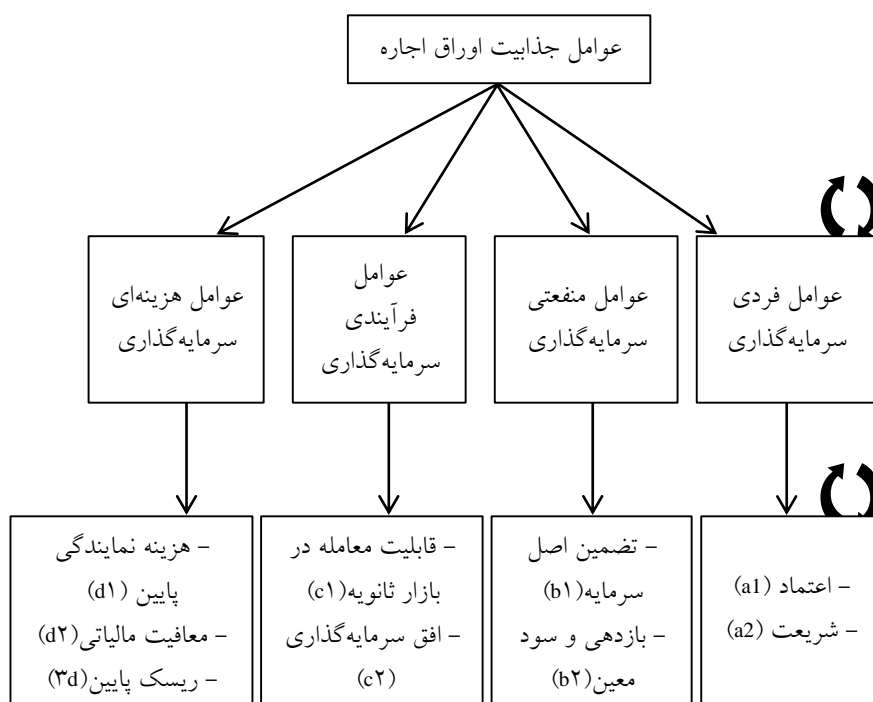
	Category	N	Observed Prop.	Test Prop.	Exact Sig. (2-Tailed)
عامل ۴ TOTAL		20	1.00		
GROUP1 GROUP2 عامل ۵ TOTAL	<=3 3>	2 18 20	0.10 0.90 1.00	0.5	0.805
GROUP1 GROUP2 عامل ۶ TOTAL	<=3 3>	5 15 20	0.25 0.75 1.00	0.5	0.695
GROUP1 GROUP2 عامل ۷ TOTAL	<=3 3>	3 18 20	0.15 0.85 1.00	0.5	.785
GROUP1 GROUP2 عامل ۸ TOTAL	<=3 3>	3 17 20	0.15 0.85 1.00	0.5	.785
GROUP1 GROUP2 عامل ۹ TOTAL	<=3 3>	5 15 20	0.25 0.75 1.00	0.5	0.695

منبع: یافته‌های تحقیق

ترتیب عوامل در جدول فوق با توجه به ترتیب فرضیه‌هاست. با توجه به ضریب سطح، فاکتورهایی که سطح معناداری آنها بالاتر از ۰,۵ می‌باشد نشان‌دهنده اهمیت آن فاکتور می‌باشد. بنابراین با بررسی ضریب سطح، معناداری فاکتورهای شناسایی شده پذیرفته می‌شود و فرضیه‌های پژوهش تأیید می‌شوند.

گام سوم: دسته‌بندی و مشخص نمودن روابط درونی میان عوامل: با تحلیل مضمون عوامل نه‌گانه شناسایی شده، آنها در ۴ خوشه (معیار اصلی): الف) عوامل فردی سرمایه‌گذاری، ب) عوامل منفعتی سرمایه‌گذاری (منافع سرمایه‌گذار)، ج) عوامل هزینه‌ای سرمایه‌گذاری، د) عوامل فرآیندی سرمایه‌گذاری به همراه زیرمعیارهای مربوط به هر خوشه دسته‌بندی

شدند. سپس، روابط درونی میان معیارها و نیز روابط درونی میان زیر معیارها در راستای طراحی پرسشنامه مقایسات زوجی ANP توسط خبرگان در قالب پرسشنامه دوم تعیین شد. نتایج به دست آمده وابستگی‌های متقابل معیارها با همدیگر را مبنی بر داشتن رابطه درونی نشان می‌دهد. نتایج حاصل از وابستگی متقابل زیر معیارها در جدول (۲) نشان داده شده است. برای رسیدن به این نتایج و تعیین وابستگی‌های متقابل، میانگین نظرات خبرگان به کار گرفته شده است. مدل شبکه‌ای و وابستگی معیارها و زیر معیارها در شکل و جداول زیر ارائه شده است.



شکل (۱): مدل شبکه‌ای عوامل مؤثر بر جذابیت اوراق اجاره از دید سرمایه‌گذاران

منبع: یافته‌های تحقیق

جدول (۲): وابستگی متقابل زیر معیارها

	a1	a2	b1	b2	c1	c2	d1	d2	d3
a1		✓	✓	✓	✓				
a2									
b1	✓								✓
b2	✓								✓

c1	✓								✓
c2									✓
d1	✓								✓
d2									
d3	✓		✓	✓		✓	✓		

منبع: یافته‌های تحقیق

جدول (۳): وابستگی متقابل معیارها

	A	B	C	D
A	✓	✓	✓	
B	✓			✓
C	✓			✓
D	✓	✓	✓	✓

منبع: یافته‌های تحقیق

در شکل (۱) مدل شبکه‌ای عوامل مؤثر بر جذابیت اوراق اجاره در ۴ دسته عوامل دسته‌بندی شده که هرکدام از عوامل دارای زیرمعیارهایی می‌باشند که با علامت فلش مربوط گردیده‌اند. همچنین در سمت راست دو فلش دیده می‌شود که فلش بالایی نشان‌دهنده ارتباط درونی بین معیارها و فلش پایینی نشان‌دهنده ارتباط درونی بین زیرمعیارها می‌باشد که در جدول (۲) و جدول (۳) به شکل روشن‌تر بیان شده است. در ذیل ۴ عامل (معیار) اصلی به اختصار توضیح داده شده‌اند:

معیار فردی سرمایه‌گذاری: عواملی که مربوط به معیار شخصی افراد بوده و ممکن است از فردی به فرد دیگر متغیر باشد که می‌تواند از اندیشه، نگرش و شیوه رفتار افراد متأثر باشد.

معیار منفعتی سرمایه‌گذاری: عواملی که در راستای افزایش و حفظ منافع سرمایه‌گذاران عمل می‌کند و هدف اصلی آن حفظ و افزایش ثروت سرمایه‌گذاران می‌باشد (منافع در مقابل هزینه‌ها مدنظر است).

معیار فرآیندی سرمایه‌گذاری: عواملی هستند که در حین سرمایه‌گذاری دخیل هستند و زمینه تسهیل فرآیند سرمایه‌گذاری را فراهم می‌کنند.

معیار هزینه‌ای سرمایه‌گذاری: عواملی که می‌توانند موجبات ریسک و افزایش هزینه سرمایه‌گذار را فراهم کنند. البته هدف مؤسسات سرمایه‌پذیر کاهش این هزینه‌ها است تا به‌وسیله آن موجبات افزایش منافع سرمایه‌گذاران را با کاهش هزینه‌ها به‌وجود بیاورند.

گام چهارم: رتبه‌بندی عوامل توسط تکنیک ANP: به‌دلیل وجود روابط درونی بین معیارها و زیرمعیارها، در این گام با استفاده از پرسشنامه مربوط به تکنیک ANP مقایسات زوجی بین معیارها و زیرمعیارها براساس روابط درونی مشخص شده، انجام شد. نتایج حاصل از ۲۰ پرسشنامه تکمیل‌شده، با استفاده از نرم‌افزار Super Decisions تجزیه و تحلیل شد که برای اختصار نتیجه نهایی رتبه (اولویت) و وزن زیر معیارها و معیارها طبق جدول (۴) و (۵) با نرخ سازگاری ۰/۰۵ به‌دست آمده است.

جدول (۴): اولویت نهایی معیارها براساس تکنیک ANP

اولویت	وزن	معیار	ردیف
۱	۰,۴۵۷	عوامل فردی سرمایه‌گذاری	۱
۲	۰,۳۷۳	عوامل منفعتی سرمایه‌گذاری	۲
۳	۰,۱۰۳	عوامل فرآیندی سرمایه‌گذاری	۳
۴	۰,۰۶۷	عوامل هزینه‌ای سرمایه‌گذاری	۴

منبع: یافته‌های تحقیق

جدول (۵): اولویت نهایی زیر معیارها براساس تکنیک ANP

اولویت	وزن	زیرمعیار	ردیف
۱	۰,۲۶۵	ریسک پایین	۱
۲	۰,۲۴۰	اعتماد	۲
۳	۰,۱۵۷	قابلیت معامله در بازار ثانویه	۳
۴	۰,۱۵۵	هزینه نمایندگی پایین	۴
۵	۰,۱۴۲	تضمین اصل سرمایه	۵
۶	۰,۰۲۸	بازدهی و سود معین	۶
۷	۰,۰۱۲	افق سرمایه‌گذاری	۷
۸	۰,۰۰۰۵	معافیت مالیاتی	۸
۸	۰,۰۰۰۵	شریعت	۹

منبع: یافته‌های تحقیق

گام پنجم: رتبه‌بندی عوامل توسط تکنیک AHP و مقایسه نتایج حاصله با نتایج حاصل از تکنیک ANP: در این گام عوامل بدون در نظرگیری ارتباطات درونی میان آنها و با فرض عدم رابطه درونی میان عوامل با استفاده از تکنیک AHP رتبه‌بندی شدند. پس از پایان تکمیل پرسشنامه‌ها، داده‌ها با کمک نرم‌افزار Expert Choice، مورد تجزیه و تحلیل قرار گرفت. بدین صورت که ماتریس‌های مقایسات زوجی پرسشنامه‌ها درون نرم‌افزار به صورت انفرادی وارد گشت و سپس نرخ ناسازگاری ماتریس نظرات هریک از افراد محاسبه گردید. نرم‌افزار یک ماتریس تلفیقی ایجاد کرد و رتبه نهایی ۴ معیار اصلی و زیرمعیارهای هر معیار و همچنین رتبه‌بندی ۹ زیرمعیار به صورت تلفیقی به همراه وزن هر کدام به صورت تفکیک شده محاسبه کرد که در ادامه نتایج قابل مشاهده است.

جدول (۶): ماتریس مقایسات زوجی معیارهای اصلی

معیارهای اصلی	عوامل فردی سرمایه‌گذاری	عوامل منفعتی سرمایه‌گذاری	عوامل فرآیندی سرمایه‌گذاری	عوامل هزینه‌ای سرمایه‌گذاری
عوامل فردی سرمایه‌گذاری		۰/۸۸۷۲۴۸	۲/۱۳۱۸۴۹	۵/۷۵۶۲۸
عوامل منفعتی سرمایه‌گذاری			۸/۰۰۴۵۴۳	۶/۳۳۷۹۵۴
عوامل فرآیندی سرمایه‌گذاری				۱/۵۸۸۰۹
عوامل هزینه‌ای سرمایه‌گذاری				

منبع: یافته‌های تحقیق

جدول (۷): وزن و رتبه‌بندی معیارهای اصلی براساس تکنیک AHP

معیار	رتبه	وزن
عوامل فردی سرمایه‌گذاری	۲	۰/۳۲۹
عوامل منفعتی سرمایه‌گذاری	۱	۰/۵۰۶
عوامل فرآیندی سرمایه‌گذاری	۳	۰/۱۰۱
عوامل هزینه‌ای سرمایه‌گذاری	۴	۰/۰۶۴

منبع: یافته‌های تحقیق

جدول (۸): اولویت‌نهایی زیر معیارها با استفاده از تکنیک AHP

اولویت	وزن	زیر معیار
۱	۰/۲۱۹	تضمین اصل سرمایه
۲	۰/۱۷۱	اعتماد
۳	۰/۱۴۲	بازدهی و سود معین
۴	۰/۱۲۲	قابلیت معامله در بازار ثانویه
۵	۰/۰۹۰	شریعت
۶	۰/۰۷۹	هزینه نمایندگی پایین
۷	۰/۰۶۸	افق سرمایه‌گذاری
۸	۰/۰۵۵	معافیت مالیاتی
۹	۰/۰۵۴	ریسک پایین

منبع: یافته‌های تحقیق

پس از اولویت‌بندی عوامل و زیر عوامل توسط دو تکنیک، برای مقایسه، جدول زیر نتایج حاصل از دو تکنیک ANP و AHP را نشان می‌دهد.

جدول (۹): وزن‌نهایی حاصل از تکنیک ANP و AHP

وزن‌نهایی عوامل توسط تکنیک ANP		وزن‌نهایی عوامل توسط تکنیک AHP	
وزن	معیار	وزن	معیار
۰,۴۵۷	عوامل فردی سرمایه‌گذاری	۰/۵۰۶	عوامل منفعتی سرمایه‌گذاری
۰,۳۷۳	عوامل منفعتی سرمایه‌گذاری	۰/۳۲۹	عوامل فردی سرمایه‌گذاری
۰,۱۰۳	عوامل فرآیندی سرمایه‌گذاری	۰/۱۰۱	عوامل فرآیندی سرمایه‌گذاری
۰,۰۶۷	عوامل هزینه‌ای سرمایه‌گذاری	۰/۰۶۴	عوامل هزینه‌ای سرمایه‌گذاری
زیر معیار	وزن	زیر معیار	وزن
ریسک پایین	۰/۲۶۵	تضمین اصل سرمایه	۰/۲۱۹
اعتماد	۰/۲۴۰	اعتماد	۰/۱۷۱
قابلیت معامله در بازار ثانویه	۰/۱۵۷	بازدهی و سود معین	۰/۱۴۲
هزینه نمایندگی پایین	۰/۱۵۵	قابلیت معامله در بازار ثانویه	۰/۱۲۲

وزن نهایی عوامل توسط تکنیک AHP		وزن نهایی عوامل توسط تکنیک ANP	
۰/۰۹۰	شریعت	۰/۱۴۲	تضمین اصل سرمایه
۰/۰۷۹	هزینه نمایندگی پایین	۰/۰۲۸	بازدهی و سود معین
۰/۰۶۸	افق سرمایه‌گذاری	۰/۰۱۲	افق سرمایه‌گذاری
۰/۰۵۵	معافیت مالیاتی	۰,۰۰۰۵	معافیت مالیاتی
۰/۰۵۴	ریسک پایین	۰,۰۰۰۵	شریعت

منبع: یافته‌های تحقیق

جدول (۱۰): مقایسه نتایج حاصل از تکنیک AHP و ANP

اولویت نهایی عوامل توسط تکنیک AHP		اولویت نهایی عوامل توسط تکنیک ANP	
رتبه	معیار	رتبه	معیار
۱	عوامل منفعتی سرمایه‌گذاری	۱	عوامل فردی سرمایه‌گذاری
۲	عوامل فردی سرمایه‌گذاری	۲	عوامل منفعتی سرمایه‌گذاری
۳	عوامل فرآیندی سرمایه‌گذاری	۳	عوامل فرآیندی سرمایه‌گذاری
۴	عوامل هزینه‌ای سرمایه‌گذاری	۴	عوامل هزینه‌ای سرمایه‌گذاری
رتبه	زیر معیار	رتبه	زیر معیار
۱	تضمین اصل سرمایه	۱	ریسک پایین
۲	اعتماد	۲	اعتماد
۳	بازدهی و سود معین	۳	قابلیت معامله در بازار ثانویه
۴	قابلیت معامله در بازار ثانویه	۴	هزینه نمایندگی پایین
۵	شریعت	۵	تضمین اصل سرمایه
۶	هزینه نمایندگی پایین	۶	بازدهی و سود معین
۷	افق سرمایه‌گذاری	۷	افق سرمایه‌گذاری
۸	معافیت مالیاتی	۸	معافیت مالیاتی
۹	ریسک پایین	۸	شریعت

منبع: یافته‌های تحقیق

با توجه به نتایج به‌دست‌آمده از جداول فوق مشاهده می‌شود زمانی که رابطه درونی بین عوامل در نظر گرفته می‌شود رتبه معیارها و زیرمعیارها تغییر کرده و جابجا می‌شود.

همچنین در هر دو تکنیک عوامل فردی و منفعتی سرمایه‌گذاری دارای رتبه‌های بالاتری نسبت به سایر عوامل هستند و فقط رتبه این دو عامل در دو تکنیک باهم جابه‌جا گشته است. همچنین در مورد زیر معیارها مشاهده می‌شود زمانی که رابطه درونی بین عوامل موردنظر باشد ریسک بیشتر موردنظر و توجه سرمایه‌گذاران قرار می‌گیرد و این مطلب را می‌رساند که سرمایه‌گذاران در سرمایه‌گذاری به دنبال ریسک کمتر و کاهش هزینه‌ها هستند. عواملی مانند معافیت مالیاتی، اعتماد وفاق سرمایه‌گذاری در هر دو جدول دارای رتبه یکسانی می‌باشند و همین نظر یکسان سرمایه‌گذاران را به این عوامل می‌رساند، بالأخص عامل اعتماد که در هر دو جدول رتبه بالایی دارد و همین عامل نیز ثابت می‌کند که از نظر سرمایه‌گذاران اعتماد به‌عنوان عاملی رفتاری عاملی مهم در سرمایه‌گذاری در اوراق اجاره می‌باشد.

جمع‌بندی و نتیجه‌گیری

با توجه به نتایج رتبه‌بندی تکنیک ANP که به دلیل وجود روابط درونی بین معیارها و زیرمعیارها، تکنیک اصلی این پژوهش بوده است می‌توان بیان داشت که به‌خاطر شرایط کنونی اقتصادی و بازار سرمایه کشور و اعتماد پایین به سایر قسمت‌های سرمایه‌پذیر، معیار فردی سرمایه‌گذاری مهم‌ترین نقش را در جذب افراد به سرمایه‌گذاری در اوراق اجاره داشته است. همچنین با توجه به ریسک زیاد سرمایه‌گذاری در بازار سرمایه کشور از جمله بورس و کاهش سودبانکی بانک‌ها که یکی از راه‌های کم‌ریسک و یا بدون ریسک سرمایه‌گذاری بوده، یکی از عوامل جذاب برای هدایت سرمایه‌گذاران به اوراق اجاره، عامل ریسک و مدیریت ریسک این اوراق است که به علت سود ثابت و تضمین اصل سرمایه ناشی از این اوراق می‌باشد. در سالیان اخیر هم با توجه به ورود دولت به سرمایه‌گذاری در این اوراق اعتماد بیشتر از پیش، و ریسک این اوراق هم کمتر شده است. عامل دیگر نیز قابلیت معامله در بازار ثانویه است که امکان خرید و فروش این اوراق را برای سرمایه‌گذاران در بازار ثانویه مانند بورس بیشتر نموده و همین علت باعث نقدشوندگی بیشتر این اوراق گشته است. در نتیجه می‌توان گفت سرمایه‌گذاران اوراق اجاره در ابتدا عامل ریسک را مدنظر قرار می‌دهند، ولی به‌علت داشتن وزن کم سایر عوامل معیار هزینه‌ای سرمایه‌گذاری از جمله معافیت مالیاتی، در رتبه ۴ معیارهای جذابیت

سرمایه‌گذاری از دید سرمایه‌گذاران قرار گرفته است. همچنین زیر معیار اعتماد به دلیل داشتن وزن بالا در زیر معیارها، حتی با داشتن وزن نزدیک صفر معیار شریعت باعث شده که معیار فردی سرمایه‌گذاری بیشترین ارجحیت و جذابیت را برای سرمایه‌گذاری در بین سرمایه‌گذاران داشته باشد. قرار گرفتن عامل شریعت در آخرین رتبه زیر معیارها این را نشان می‌دهد که سرمایه‌گذاران اوراق اجاره به علت شکل کامل شرعی این اوراق جذب آن نگشته‌اند، بلکه عوامل دیگری همچون قابلیت معامله در بازار ثانویه، تضمین اصل سرمایه و بازدهی ثابت و معین که در چارچوب شریعت معنا پیدا کرده و گنجانده شده است به نوعی مکمل این عامل بوده‌اند. علت دیگر رتبه پایین عامل شریعت می‌تواند این باشد که اوراق و راه‌های سرمایه‌گذاری زیادی در کشور موجود می‌باشد که به ظاهر شرعی می‌باشند و از آنجا که نظام اسلامی نسبت به شرعی بودن اوراق توجه دارد، دغدغه جدی از طرف سرمایه‌گذاران در این زمینه وجود ندارد، هرچند در عمل دیده می‌شود که در برخی موارد اصول شرعی رعایت نشده و به نوعی اصول شرعی را دور زده‌اند. در صورتی که اوراق اجاره نه در ظاهر بلکه در عمل نیز اصول شرعی را رعایت نموده و نیازمند توجه بیشتر می‌باشد تا راهی مطمئن و شرعی باشد برای سرمایه‌گذاری افرادی که به دنبال سرمایه‌گذاری در اوراق شرعی می‌باشند که پیشنهاد می‌شود در این زمینه اطلاع‌رسانی بیشتری صورت گیرد.

عامل دوم از نظر جذابیت بعد از عامل فردی، عامل منفعتی سرمایه‌گذاری می‌باشد که دارای دو معیار تضمین اصل سرمایه و بازدهی و سود معین می‌باشد که وزن بالایی زیر معیار تضمین اصل سرمایه، باعث شده معیار منفعتی در رتبه دوم قرار بگیرد. همچنین معیار فرآیندی سرمایه‌گذاری و معیار هزینه‌ای سرمایه‌گذاری در رتبه‌های سه و چهار قرار دارند. بنابراین سیاست‌گذاران و ناشران این اوراق باید در اوراق خود و در راستای جذب سرمایه‌گذاران به دنبال جلب اعتماد و عوامل فردی باشند و سپس با حفظ و افزایش منافع سرمایه‌گذاری از جمله بازدهی ثابت و مناسب و ضمانت اصل سرمایه، زمینه آرامش سرمایه‌گذاران را فراهم نموده و باعث جذب بیشتر آنان شوند تا هم منابع مورد نیاز ناشران به موقع و به اندازه جذب گردد و هم منافع سرمایه‌گذاران با افزایش منافع و کاهش هزینه‌ها به دست آید. همچنین اوراق اجاره با توجه به جدید بودنشان هنوز برای عده زیادی از

شناسایی و اولویت‌بندی عوامل جذابیت اوراق ... / مهدی محمدی‌نسب و مهدی رشیدی‌راد **تجارت اسلامی** ۲۶۳

سرمایه‌گذاران بازار سرمایه ناشناخته هستند و باید با استفاده از ابزارهای رسانه جمعی به تبلیغ ویژگی‌ها و نکات مثبت این اوراق پرداخت تا باعث جذب افراد به سمت این اوراق شود.

یادداشت‌ها

1. Sukuk Ijarah
2. Islamic Financial Instruments
3. Accounting & Auditing Organization for Islamic Financial Institutions
4. khaf
5. Vroom
6. Rahim & Ahmad
7. Yahya, Hussin & Muhamma

کتابنامه

آذر، عادل؛ رجب‌زاده، علی (۱۳۸۹). تصمیم‌گیری کاربردی رویکرد *MADM*. تهران: نگاه دانش اصغریور، محمدجواد (۱۳۸۳). تصمیم‌گیری‌های چندمعیاره. تهران: دانشگاه تهران.

بری‌گام، اوجین اف؛ سی‌گاپنسکی، لوئیس؛ و آردی‌وز، فیلیپ (۱۳۸۴). مدیریت مالی میانه. (مترجم: علی پارسائیان). تهران: ترمه.

پهلوان، حمید؛ و رضوی، سیدروح‌الله (۱۳۸۶). اوراق صکوک؛ تعریف، انواع و ساختار. تهران: مدیریت پژوهش، توسعه و مطالعات اسلامی سازمان بورس و اوراق بهادار.

توحیدی، محمد (۱۳۹۳). بررسی فقهی انتشار اوراق اجاره و مباحثه چندطبقه اعتباری. *دوفصلنامه تحقیقات مالی اسلامی*، ۴(۷)، ۱۳۵-۱۶۶.

حکیم‌شوشتری، ناهید؛ فیاضی، محمدتقی؛ و عزیزنژاد، صمد (۱۳۹۴). نکاتی پیرامون انتشار اوراق اجاره (ویرایش اول). تهران: مرکز پژوهش‌های مجلس شورای اسلامی ایران.

حدادی، جواد؛ موسویان، سیدعباس؛ صبحیه، محمدحسین؛ و فلاح، حامد (۱۳۹۰). تأمین مالی پروژه‌های شهری با رویکرد پروژه‌محور اسلامی. *مجموعه مقالات چهارمین همایش ملیه شهرداری، مشکلات و راهکارها*. تهران: مرکز مطالعات تکنولوژی دانشگاه صنعتی شریف.

دلبری، سیدعلی؛ و داودی، سیدعلیرضا (۱۳۹۱). کاربرد تکنیک فرآیند تحلیل سلسله مراتبی (AHP) در رتبه‌بندی شاخص‌های ارزیابی جاذبه‌های توریستی. *فصلنامه تحقیق در عملیات و کاربردهای آن*. ۹(۳۳)، ص. ۵۷-۷۹.

- دهقان‌نستانکی، مهدی؛ و صادقی، ابراهیم (۱۳۹۴). امکان‌سنجی انتشار صکوک در مقایسه با سایر روش‌های تأمین مالی در شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار. *فصلنامه تحقیقات حسابداری و حسابرسی*، ۷(۲۵)، ۱-۲۱.
- ذوالفقاری، مهدی؛ گودرزی، آتوسا؛ و سحابی، بهرام (۱۳۹۱). آسیب‌شناسی پیاده‌سازی اوراق اجاره در بازارهای پول و سرمایه کشور. *فصلنامه اقتصاد اسلامی*، ۱۲(۴۵)، ۱۳۱-۱۵۶.
- رابینز، استیفن (۱۳۸۴). *مدیریت رفتار سازمانی* (مترجم: فرزاد امیدواران). تهران: مهربان نشر.
- سازمان بورس و اوراق بهادار (۱۳۸۶). *ضوابط ابزار مالی اوراق اجاره*. تهران: سازمان بورس و اوراق بهادار.
- سروش، ابوذر؛ و صادقی، محسن (۱۳۸۶). *مدیریت ریسک اوراق بهادار اجاره (صکوک اجاره)*. *فصلنامه اقتصاد اسلامی*، ۷(۲۷)، ۱۵۷-۱۸۶.
- سلیمی‌فر، محمد؛ و خزایی، منصوره (۱۳۹۰). صکوک اجاره ابزاری کارآمد جهت تأمین مالی پروژه‌ها، *دوفصلنامه مدیریت شهری* (ویژه‌نامه سال ۱۳۹۰)، ۹۹-۱۱۶.
- سیدنورانی، سیدمحمدرضا؛ و علیمزادی، محمد (۱۳۹۴). ارزیابی و مقایسه صکوک اجاره و مشارکت از دید هزینه‌های نمایندگی. *فصلنامه اقتصاد اسلامی*، ۱۵(۵۸)، ۹۱-۱۲۲.
- شجری، هوشنگ؛ و امام، سولمازسادات (۱۳۹۱). شناسایی و تحلیل عوامل مؤثر بر تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران در بورس اوراق بهادار تهران، *فصلنامه بررسی‌های بازرگانی*، ۱۳(۵۳)، ۱-۱۳.
- فطرس، محمدحسن؛ و محمودی، حسین (۱۳۸۷). صکوک ابزاری مناسب برای جانشینی اوراق قرضه. *همایش اقتصاد اسلامی و توسعه*. مشهد: دانشگاه فردوسی.
- موسویان، سیدعباس؛ و کشاورزبان‌پیوستی، اکبر (۱۳۹۳). آسیب‌شناسی انتشار صکوک اجاره در بانک‌های ایران؛ مطالعه موردی بانک سپه. *فصلنامه پژوهش‌ها و سیاست‌های اقتصادی*، ۲۲(۶۹)، ۱۵۱-۱۷۸.
- موسویان، سیدعباس؛ و کریمی، مجتبی (۱۳۸۸). بررسی فرآیند تأمین مالی از طریق انتشار اوراق اجاره (صکوک اجاره). *دومین کنفرانس بین‌المللی توسعه نظام تأمین مالی در ایران*. تهران: مرکز مطالعات تکنولوژی دانشگاه صنعتی شریف.
- معلوف، لوئیس (۱۳۷۴). *المنجد*، ج ۱ (مترجم: محمد بندریگی). تهران: اسلامی
- نجفی، مهدی (۱۳۸۵). بررسی فرآیند تأمین مالی از طریق انتشار اوراق صکوک. *ماهنامه بورس*، ۵(۵۳)، ۳۶-۴۳.

نجفی، اسدالله (۱۳۸۹). بکارگیری فرآیند تحلیل شبکه‌ای (ANP) در تحلیل چالش‌های ساختاری و محیط اجرایی سازمان در مدیریت پروژه‌ها. *نشریه بین‌المللی مهندسی صنایع و مدیریت تولید*، ۲۱ (۱)، ۶۳-۷۶.

ولی‌نژاد ترکمانی، رضا؛ و زارعی، حامد (۱۳۹۱). مقایسه تطبیقی تأمین مالی بانک‌ها از طریق انتشار گواهی سپرده و اوراق صکوک اجاره (با تأکید بر مکانیسم اجرایی و هزینه تأمین مالی). *ششمین کنفرانس توسعه نظام مالی در ایران*. تهران: گروه مالی و سرمایه‌گذاری مرکز مطالعات دانشگاه صنعتی شریف.

- Adam, N. J., & Thomas, A. S. (2004). *Islamic Bonds: your Guide to Issuing, Structuring and Investing in Sukuk*. Euromoney Books.
- Asgharpour, M, J., (2004). *Multi Criteria Decision Making*. Tehran: Tehran University Publication. (In Persian).
- Azar, A; Rajabzadeh, A (2012). *Applied Decision Making: MADM Approach*. Tehran: Negahe Danesh. (In Persian).
- Brigham, E, F.; .Gapenski, L, C.; .Daves, P, R., (2005). *Intermediate Financial Management* (Tranaslator: Parsaian). Tehran: Termeh. (In Persian).
- Cakir, S, & Faezeh, R., (2007). *Sukuk vs. Eurobonds: Is There a Difference in Value-at-Risk?* (No. 7-237). International Monetary Fund.
- Dehghan Neyestani, M, & Sadeghi, E., (2015). Feasibility Sukuk Issued in Comparison with other Methods of Financing in the Companies Listed on the Stock Exchange. *Accounting and Auditing Research*, 7(25), 1-21. (In Persian).
- Delbari, S. A, & Davoodi, S. A. R., (2012). AHP Application in Ranking Tourist Attraction Assessing Criteria. *Journal of Operational Research and Its Applications*.9 (33), 57-79
- Fotros, M, H, & Mahmoodi, H., (2008). *Ijarah Sukuk Suitable Tool for Securities Succession*. *Islamic Economics and Development Conference*. Mashhad: Ferdosi University- Administrative and Economic Faculty. (In Persian).
- Groh, A., Liechtenstein, H., & Lieser, K. (2011). *The Global Venture Capital and Private Equity Country Attractiveness Index*. Universidad de Navarra. Instituto de Estudios Superiores de la Empresa.
- Hakim, S, N., Aziznejad, S., Fayazi, M, T., (2015). *Points on Ijarah Sukuk Issuing*. Tehran: Islamic Parliament of Iran Research Center. (In Persian).
- Hussin, M. Y. M., Muhammad, F., & Awang, S. A. (2012). Development of Sukuk Ijarah in Malaysia. *Journal of Islamic Economics, Banking and Finance*, 8(2), 91-102.
- Ma'loof, L., (1994). *AL-Monjed* (Translator: Bandrigi). Tehran: Islami Publication. (In Persian).
- Moosavian, S, A, & Karimi, M., (2009). Studing Financing Process with Sukuk Ijarah Issuing. *Procedings of Second International Conference on Financing System in Iran*. Tehran: Sharif University of technology, Technology Studu Center. (In Persian).

- Moosavian, A., & Keshavarzian, P., (2014). Sukuk Diagnosis of Sukuk Bonds Issuance: Case Study Sepah Bank. *Journal of Economic Research and Policies*, 22 (69), 151-178. (In Persian).
- Najafi, M., (2006). Studing Financing Process with Sukuk Ijarah Issuing. *Stock Exchang Monthly*. 5 (35), 36-43. (In Persian).
- Najafi, A., (2010). Structure and Environmental Challenges Analysis in Projects Management Using Analytical. *IJIEPM*, 21 (1), 63-76. (In Persian).
- Pahlavan, H & Razavi, S, R., (2007) *Ijarah Suku: Definition, Types and Structure*. Tehran: Research, Development and Islamic Studies Center -Securities and Exchange Organization. (In Persian).
- Rahim, S. A., & Ahmad, N. (2016). Confidence Effect among Sukuk Investors Following Sukuk Announcements in Malaysia. *South East Asia Journal of Contemporary Business, Economics and Law*, 10(1), 31-36.
- Robbins, S, P., (2013). *Organizational Behavior*. (Tranaslator: Omidvaran). Tehran: Mehraban Nashr. (In Persian).
- Securities and Exchange Orgranization (2008). *The Regulations Governing the Issue of Ijarah Sukuk*.Tehran: Securities and Exchange Organization. (In Persian).
- Seyednourani, S., Alimoradi, M. (2015). Evaluating and Comparing Ijarah and Musharakah Sukuk for Agency Costs in Terms of Game Theory. *Islamic Economics*, 15(58), 91-121. (In Persian).
- Shajari, H, & Imam, S, S., (2012). Identifing and Analysing Factors Effecting on Investors' Decision in Stock Exchange. *Business Review*, 13 (53), 1-13. (In Persian).
- Sorosh, A, & Sadeghi, M., (2007). Sukuk Ijarah Risk Management. *Islamic Economics*, 7(27), 157-186. (In Persian).
- Tariq, A. A., & Dar, H. (2007). Risks of Sukuk Structures: Implications for Resource Mobilization. *Thunderbird International Business Review*, 49(2), 203-223.
- Tohidi, M., (2015). A Jurisprudential Study of Issuing Tranched Ijarah and Murabahah Sukuk. *Islamic Finance Researches*, 4 (1; Serial 7), 135-167. (In Persian).
- Valinejad, R, & Zarei, H., (2012). Comparing Bank Financing with Deposit Certificate and Ijarah Sukuk Issuing (Implementing Mechanism and Financing Cost). *Procedings of Sixth Conference on Financial System Development in Iran*.Tehran: Sharif University of technology, Finance and Investment Department of Study Center. (In Persian).
- Zolfaghari, M, Goodarzi, A, & Sahabi, B., (2012). Pathology of Sukuk Ijarah Implementation in Monetary and Financial Markets. *Islamic Economics*. 12(45), 131-156. (In Persian).