



امکان‌سنجی انتشار اوراق بهادار اسلامی دائمی جهت بهادارسازی بدهی‌های دولت

علیرضا آقاجانی

دانش آموخته رشته مهندسی مالی، گروه مدیریت مالی، واحد علوم و تحقیقات، دانشگاه آزاد اسلامی، تهران، ایران

مهدی معدنچی زاج

استادیار گروه مدیریت مالی، واحد علوم و تحقیقات، دانشگاه آزاد اسلامی، تهران، ایران (مسئول مکاتبات)

علی سعیدی

استادیار و عضو هیأت علمی دانشگاه آزاد اسلامی واحد تهران شمال، تهران، ایران

جعفر جمالی

استادیار و عضو هیأت علمی دانشگاه آزاد اسلامی واحد الکترونیکی، تهران، ایران

حمیدرضا کردلویی

دانشیار گروه مدیریت مالی، دانشکده مدیریت و حسابداری، واحد اسلامشهر، دانشگاه آزاد اسلامی، اسلامشهر، ایران

تاریخ دریافت: ۱۴۰۲/۰۲/۰۵ تاریخ پذیرش: ۱۴۰۲/۰۴/۲۰

چکیده

نابسامانی بدهی بخش عمومی^۱ یکی از مهم‌ترین مشکلات دولت است. از جمله برنامه‌های اصلی دولت گسترش استفاده از ابزارهای مالی اسلامی^۲ برای اوراق بهادارسازی^۳ بدهی‌ها می‌باشد. در سال‌های اخیر یکی از جدیدترین ابزارهای مالی در کشورهای اسلامی، صکوک دائمی^۴ است. در این پژوهش ضمن بررسی ابعاد انتشار صکوک دائمی مبتنی بر شریعت، امکان‌سنجی استفاده از آن برای تبدیل بدهی‌های دولت به اوراق طی فرآیند بهادارسازی مورد مطالعه قرار گرفت. برای ارائه مدل تحقیق از روش مدل‌سازی ساختاری-تفسیری و نرم‌افزارهای PLS و SPSS استفاده شد. نتایج پژوهش نشان داد تمامی عوامل و مولفه‌های انتشار اوراق بهادار دائمی جزء عوامل موثر در انتشار صکوک دائمی می‌باشند و میزان تاثیر انتشار اوراق بهادار دائمی جهت بهادارسازی بدهی‌های دولت ۷۴ درصد و مقدار t ، ۴/۲۵ تخمین زده شد. لذا می‌توان بیان نمود که امکان انتشار اوراق بهادار دائمی جهت بهادارسازی بدهی‌های دولت وجود دارد.

واژه‌های کلیدی: بدهی بخش عمومی، ابزارهای مالی اسلامی، بهادارسازی، صکوک دائمی.

¹ Public Debt

² Islamic Financial Instruments

³ Securitization

⁴ Perpetual Sukuk

۱- مقدمه

ساماندهی بدهی‌های بخش عمومی از مهمترین چالش‌های دولت‌ها است. این بدهی‌ها عمدتاً در نتیجه تعهداتی است که طی سالیان گذشته توسط دولت ایجاد شده و تجمیع و دیرکرد آنها موجب ایجاد ارقام نجومی گردیده به نحوی که بازپرداخت آنها برای دولت بسیار مشکل شده است. عمده‌ترین طرف حساب این بدهی‌ها بانک‌ها، سازمان تامین اجتماعی و پیمانکاران طرف حساب دولت می‌باشند. بدهی بالای دولت به بانک‌ها موجب انجماد بخشی از دارایی‌های آنها شده و قدرت استفاده از دارایی‌های مذکور برای بانک‌ها وجود ندارد. از طرفی به دلیل محدودیت‌های بودجه‌ای و به تعویق افتادن اینگونه بدهی‌ها، شاهد انباشت روزافزون بدهی‌های دولت خصوصاً به بانک‌ها هستیم و امکان تسویه آن میسر نیست. با توجه به مشکلات ساختاری در نظام اقتصادی کشور و در بخش مالیه عمومی، شوک برون‌زای وارده به سمت منابع بودجه دولت بویژه از کانال افت محسوس عایدی حاصل از واگذاری دارایی‌های سرمایه‌ای (کاهش چشمگیر و بی سابقه درآمدهای حاصل از فروش نفت) از یکسو و چسبندگی و عدم انعطاف پذیری اقلام موجود در سمت مصارف بودجه متناسب با حجم افت تحمیلی در سمت منابع که ریشه در سهم غالب عوامل اجتناب ناپذیر بودجه (که ماهیت جاری و غیرقابل صرفه جویی را دارند) دارد زمینه بروز ناترازی وسیع در تراز عملیاتی^۱ و تراز اولیه^۲ بودجه دولت را شکل داده که این امر منجر به افزایش بی‌رویه بدهی‌های دولت و انباشت آن شده است. در این راستا مختصات دامنه انتخاب سیاستی دولت مستخرج از تابع عکس العمل جبران ناترازی، به سمت شناسایی راهکارهای جایگزین و قابل حصول از جمله تمرکز بر تامین مالی و جبران ناترازی از محل مدیریت دارایی‌ها (واگذاری دارایی‌ها، برنامه‌ریزی جهت مولدسازی، واگذاری باقی‌مانده سهام دولت)، بهره‌گیری از بازار بدهی^۳، بهادارسازی بدهی‌های پیشین و انتشار اوراق مالی اسلامی سوق یافته است. از این منظر با توجه به پیامدهای پرهزینه و زیان‌بار بحران‌های بدهی در سایر کشورها و پرهیز از قرار گرفتن دولت در شرایط بازی پانزی^۴، ساماندهی بدهی‌های دولت به عنوان پیش شرط توسعه ایمن بازار بدهی در شرایط جاری از اهمیت وافری برخوردار است. بی‌شک فقدان برنامه ریزی در ساماندهی بدهی‌های عمومی موجب می‌شود که دولت برای تسویه بدهی‌های خود مجبور به اتخاذ سیاست‌های تعدیلی ناموجه اقتصادی و سیاسی گردد. یکی از مهمترین ابزارهای ساماندهی بدهی‌های دولت، تبدیل بدهی‌های غیرسیال به بدهی‌های سیال است. این امر در قالب فرایند بهادارسازی میسر است. بهادارسازی^۵ فرآیندی است که به موجب آن مجموعه‌ای از وام‌ها یا داراییهای مالی همگن، گروه‌بندی و یک کاسه شده و به صورت اوراق بهادار قابل داد و ستد به فروش میرسند. نتیجه این اقدام، تبدیل داراییهای غیرنقدی بلندمدت به داراییهای قابل مبادله می‌باشد. فرایند بهادارسازی فرصت‌هایی برای سرمایه‌گذاران و تولیدکنندگان فراهم می‌نماید تا نقدینگی بازار را افزایش دهند. به‌طور کلی، تمام داراییهایی که می‌توانند جریان نقدی ایجاد

¹ Operational Balance

² Primary Balance

³ Debt Market

⁴ Ponzi Game

⁵ Securitization

کنند، قابل تبدیل به اوراق بهادار می‌باشند. وام‌های خودرو، مطالبات کارت اعتباری، وام‌های مسکن و پرداخت‌های فرانشیز از جمله دارایی‌های قابل تبدیل به اوراق بهادار می‌باشد (چن^۱، ۲۰۱۹).

مدیریت بدهی‌های دولت مستلزم شناسایی مسیرهای ایجاد بدهی و انضباط‌بخشی به آن‌هاست به طوری که به تدریج طی یک فرآیند زمانی میان‌مدت، تمامی بدهی‌های دولت صرفاً از طریق اوراق بهادار ایجاد و بدهی‌های پیشین نیز بهادارسازی (تبدیل به اوراق بهادار) شوند. ابزارهای مالی متنوعی برای تبدیل بدهی‌های غیرسیال^۲ دولت به اوراق بهادار وجود دارد. از جمله جدیدترین ابزارهای مالی اسلامی در سال‌های اخیر، انتشار صکوک دائمی (بدون سررسید) در کشورهای اسلامی است. این اوراق که به عنوان اوراق ترکیبی شناخته می‌شود، ماهیت بدهی - حقوق صاحبان سهام داشته و معمولاً دارای بازدهی منظم و بدون تاریخ سررسید است. انتشار این اوراق توسط بانک‌های اسلامی، دولت و بخش خصوصی در قالب عقود مشارکت، مضاربه و وکالت وجود دارد. همچنین بانک‌های اسلامی به منظور رعایت کفایت سرمایه تحت قوانین و مقررات بازل سه می‌توانند در اینگونه اوراق ذینفع باشند. در این پژوهش سعی شده ضمن بررسی ابعاد فقهی و عملیاتی انتشار صکوک دائمی در کشور، امکان‌سنجی استفاده از آن برای تبدیل بدهی‌های دولت به اوراق طی فرایند بهادارسازی مورد مطالعه قرار گیرد.

هرچند که اوراق قرضه مادام‌العمر دارای سابقه طولانی در بازارهای مالی متعارف بوده و تحقیقات متعددی در این زمینه انجام شده است، اما صکوک مادام‌العمر از مباحث جدید و به‌روز در بازارهای مالی اسلامی محسوب می‌شود و سابقه انتشار این نوع صکوک به دهه اخیر بر می‌گردد که در سال ۲۰۱۲ منتشر شده است. پژوهش‌های اندکی در زمینه صکوک مادام‌العمر در دنیا وجود دارد که در ادامه به برخی از آنها اشاره شده است.

پیشینه پژوهش

عباسیان و همکاران (۱۳۹۸) ارزیابی مطلوبیت انتشار اوراق صکوک در مقایسه با سایر روش‌های تأمین مالی در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار را بررسی کردند. جهت بررسی موضوع مورد تحقیق، پژوهشگران اقدام به بررسی و شناسایی روش‌های عمده تأمین مالی شرکت‌ها نموده که عمده‌ترین آنها شامل: انتشار اوراق صکوک، انتشار اوراق مشارکت، انتشار اوراق قرضه و اخذ تسهیلات بانکی هستند. سپس سه فرضیه مطرح شد و نتیجه حاصل شده حاکی از این موضوع است که هر دو فرضیه فرعی تایید و مبین آن است که مدیران از راهکارهای قانونی و مزایای انتشار اوراق صکوک نسبت به سایر روش‌های تأمین مالی شناخت دارند.

صالح آبادی و همکاران (۱۳۹۷) اثر انتشار صکوک بر بازده تعدیل شده با ریسک و ارزش معاملات سهام را بررسی کردند. برای نشان دادن اثر انتشار صکوک، از روش بررسی اثر رویداد با پنجره رویداد ۵ روزه (از یک روز قبل از انتشار اوراق تا سه روز بعد از آن) استفاده شد. جامعه آماری این پژوهش، کل شرکت‌های ناشر صکوک پذیرفته شده در شرکت بورس تهران یا فرابورس ایران در بازه زمانی ۱۳۸۹ تا ۱۳۹۴ است. با توجه به شرایط تعیین شده در نمونه گیری، ۲۰ مورد انتشار صکوک، مطالعه شده است. نتایج پژوهش نشان داد بین انتشار صکوک و نوسان قیمت سهام

^۱ Chen

^۲ بدهی غیرسیال، به آن قسم از بدهی‌های دولت اطلاق می‌گردد که در اثر انتشار اوراق بهادار مبتنی بر بدهی (شیوه مرسوم در تأمین مالی کشور های توسعه یافته) ایجاد نگردیده و در نتیجه بازارپذیر نیستند.

و ارزش معاملات سهام شرکت ناشر، ارتباط معناداری وجود ندارد که دلیل آن می‌تواند نوپا بودن استفاده از این اوراق در بازار سرمایه ایران و نامشخص بودن آثار استفاده از این ابزارها برای سرمایه‌گذاران باشد.

توحیدی و همکاران (۱۳۹۹) در مقاله‌ای تحت عنوان «بررسی و تحلیل فقهی ساختار صکوک بدون سررسید در بازار سرمایه اسلامی» عدم تعیین سررسید، تأخیر در توزیع سود دوره‌ای، اولویت‌بندی و اختیار بازخرید صکوک را مورد تجزیه و تحلیل فقهی قرار دادند. آنان در پژوهش مذکور پس از معرفی صکوک بدون سررسید، به تحلیل فقهی الگوی صکوک یادشده بر اساس عقود مشارکتی پرداخته و طراحی صکوک بدون سررسید در قالب عقود مشارکت، مضاربه و وکالت را امکان‌پذیر دانستند.

اعتصامی (۱۳۹۶) در مقاله‌ای پس از بیان دلایل و اهمیت انتشار اوراق قابل تمدید، الگوی اوراق قابل تمدید را که شامل اوراق مشارکت، اجاره، مرابحه، سلف و اسناد خزانه اسلامی می‌باشد تشریح، ریسک‌های آن را بررسی کرده و با بررسی فقهی سازوکار تمدید اوراق در سررسید، مشخص نمود که اوراق بهادار اسلامی با ماهیت دینی، مانند اوراق مرابحه و اسناد خزانه اسلامی، قابلیت تمدید سررسید را نخواهند داشت، زیرا ماهیت این اوراق دین است و با افزایش سررسید به همراه مبلغ مزاد، این نوع معاملات از جمله مصادیق ربا خواهد شد و با فرض عدم افزایش مزاد در دین، به لحاظ اقتصادی توجیه نخواهند داشت. در صورتیکه زمان، از شروط اساسی عقد باشد، تمدید قرارداد از جمله مصادیق تبدیل قراردادی و تجدید آن در سررسید خواهد بود و در صورتیکه زمان جزو شروط اساسی نباشد مانند مشارکت، تمدید از مصادیق تعدیل در قرارداد به شمار می‌آید.

رمضان فطری الیاس و همکاران (۲۰۱۶) پس از بررسی اولیه اوراق صکوک مادام‌العمر و بیان دلایل انتشار آن، این صکوک را از منظر فقه اهل سنت بررسی و ارزیابی کرده و انتشار آن را بلااشکال می‌دانند و در ادامه با ذکر دلایلی انتشار آن را باعث رشد و شکوفایی بازارهای مالی کشورهای اسلامی می‌دانند.

بازار مالی اسلامی بین‌المللی (IIFM, 2018) در گزارش دوره ای خود، به ارائه آمار و ارقام صکوک مادام‌العمر منتشره توسط بانک‌های اسلامی و شرکت‌ها پرداخته و به صورت خاص به موردکاوری صکوک مادام‌العمر منتشره در سال ۲۰۱۸ پرداخته است. در این گزارش گروه بانکی البرکه^۱ موفق به انتشار اولین صکوک اسلامی مادام‌العمر به مبلغ ۴۰۰ میلیون دلار شده است. اوراق مذکور مطابق با استاندارد بازل سه و ساختار شرعی آن منطبق بر عقد مضاربه بوده که تحت نظارت بانک مرکزی بحرین منتشر شده است.

مصباحی مقدم و همکاران (۱۳۹۴) در پژوهشی تحت عنوان امکان سنجی طراحی صکوک بانکی تبدیل شونده به سهام یافتند که اولاً تبدیل به اوراق بهادارسازی تسهیلات بانکی راهکار مناسبی برای کاهش ریسک اعتباری و ریسک نقدینگی بانک می‌باشد و از طرف دیگر اختیار تبدیل سازی این اوراق به سهام موجب کاهش هزینه‌های تأمین مالی شرکت و راهکاری جهت تأمین مالی بلند مدت برای شرکتهای سهامی خواهد بود. ثانیاً ثابت گردید که اغلب تسهیلات بانکی (به جز عقود قرض الحسنه که توجیه اقتصادی ندارد ولی به لحاظ فقهی بلااشکال است) و سلف (که ابزارسازی آن به لحاظ فقهی دچار اشکال است) قابلیت تبدیل به اوراق بهادار شدن را دارا می‌باشند.

¹ Al Baraka Banking Group

و همچنین تبدیل صکوک بانکی در سررسید های معین به سهام شرکتی که دیون متعلق به او است، بر مبنای فقه امامیه بلا اشکال است.

در مقاله موسویان و همکاران (۱۳۹۰) «اوراق بهادار (صکوک) بانکی؛ تبدیل تسهیلات بانکی به اوراق بهادار در بانکداری بدون ربا» به امکان‌سنجی تبدیل تسهیلات بانکی به اوراق بهادار در بانکداری بدون ربا می‌پردازند و ضمن گروه‌بندی تسهیلات بانکی برای تبدیل به اوراق بهادار، مناسب‌ترین عقود را برای این فرآیند معرفی می‌کند. در این مقاله همچنین به بررسی فقهی و اقتصادی و شناسایی ریسک‌های این اوراق پرداخته شده است.

روش‌شناسی پژوهش

این پژوهش از نظر ماهیت تحقیق: اکتشافی، از نظر عده محققان: فردی، از نظر مکان تحقیق: کتابخانه‌ای-اینترنتی - میدانی، از نظر نوع تحقیق کاربردی، از نظر زمان تحقیق: مقطعی، از نظر هدف تحقیق: تبیینی است و از نظر نوع داده ها شامل داده های کمی و کیفی است.

روش جمع آوری اطلاعات آمیخته (ترکیبی) از روش دلفی و با استفاده از انجام مصاحبه عمیق و کمی با استفاده از پرسشنامه و استخراج از اسناد و مدارک و مبانی نظری پژوهش و با استفاده از نظر متخصصان و صاحب‌نظران برای ارائه الگوی مدل می‌باشد. در بخش کمی، برای سنجش صحت یافته‌های مرحله کیفی، پرسشنامه‌ای طراحی گردیده است که در اختیار کارشناسان قرار گرفته است. همچنین، به منظور تعیین روایی ابزار سنجش بخش کمی از روایی محتوایی (دیدگاه متخصصان) و روایی سازه با استفاده از تحلیل عامل اکتشافی و تأییدی استفاده شد.

مراحل انجام پژوهش حاضر برگرفته از دیدگاه کرسول و پلانوکلاک (۲۰۱۱) مطابق شکل زیر انجام گرفته است.

جدول شماره ۱ مراحل انجام پژوهش طرح اکتشافی (کرسول و پلانوکلاک، ۲۰۱۱)

گردآوری داده های کیفی (۱)	تحلیل داده های کیفی (۲)	یافته های کیفی (۳)	تدوین پرسشنامه (۴)	گردآوری داده های کمی (۵)	تحلیل داده های کمی (۶)	نتایج و تفسیر کلی (۷)
---------------------------	-------------------------	--------------------	--------------------	--------------------------	------------------------	-----------------------

بخش یک داده های کیفی (۱)	تدوین پرسشنامه (۲)	بخش دوم داده های کمی (۳)
-------------------------------	----------------------	-----------------------------

مراحل گردآوری داده های تحقیق به صورت زیر می‌باشد:

الف) فاز کیفی: به صورت میدانی و با استفاده از انجام مصاحبه و پرسشنامه می‌باشد. انتخاب مصاحبه‌شوندگان به صورت هدفمند (از طریق نمونه‌گیری جهت‌دار یا نظری) بوده است. از نظر حجم نمونه نیز از حجم نمونه منجر به اشباع نظری استفاده شده است.

۴۴	مدیران ارشد وزارت امور اقتصادی و دارایی، سازمان بورس و اوراق بهادار و بانک مرکزی؛ اساتید دانشگاهی در رشته مدیریت مالی، حسابداری و سایر رشته‌های مرتبط؛ پژوهشگران دانشگاهی در حوزه انتشار اوراق بهادار اسلامی، فرایند بهادارسازی و بدهی‌های دولت؛ کارشناسان، مطلعین و خبرگان در حوزه فقه اسلامی	جامعه آماری بخش کیفی
۱۵	تعدادی از افراد فوق‌الذکر که بعد از اشباع نظر خبرگان دقیق می‌توان اعلام کرد.	نمونه آماری بخش کیفی

اعتبار سنجی داده‌های کیفی با بهره‌گیری از اطلاعات جدول ذیل حاصل می‌گردد.

جدول شماره ۲ اعتبار سنجی داده‌های کیفی

ردیف	استراتژی	توصیف
۱	تکثرگرایی داده	بهره‌گیری از منابع مختلف داده برای درک بهتر یک پدیده
۲	تکثرگرایی روش	بهره‌گیری از چندین روش تحقیق برای مطالعه یک پدیده
۳	تکثرگرایی تئوری	بهره‌گیری از چندین تئوری و نگرش برای تفسیر و تبیین داده‌ها
۴	بازخور مشارکت‌کننده	ارایه تفسیر و نتایج به مشارکت‌کنندگان توسط محقق و تعیین و اصلاح موارد درک شده

(ب) **فاز کمی:** به صورت توصیفی بوده و از روش مدل‌سازی ساختاری-تفسیری استفاده شده است. مدل‌سازی ساختاری-تفسیری روشی برای ایجاد و فهم روابط میان عناصر یک سیستم پیچیده است (فیض و همکاران، ۱۳۹۶).

برای تعیین حجم نمونه بر اساس فرمول کوکران و در نهایت تعیین مقدار از جدول مورگان و جهت اطمینان بیشتر بعد از اشباع نظر خبرگان از فرمول رگرسیون شده است. در فاز کمی، برای انجام نمونه‌گیری از روش نمونه‌گیری تصادفی ساده استفاده گردیده است چرا که در این روش هر یک از عناصر جامعه مورد نظر، برای انتخاب شدن شانس مساوی دارند و جهت محاسبه حجم نمونه آماری از فرمول نمونه‌گیری از جوامع محدود کوکران استفاده گردیده که فرمول مذکور به صورت زیر می‌باشد:

$$n = \frac{N Z^2_{1-\alpha/2} Pq}{N\epsilon^2 + Z^2_{1-\alpha/2} Pq}$$

$$P=0/5$$

$$q=0/5$$

$$\alpha=0/05$$

$$1-\alpha/2=0/975$$

$$z_{1-\alpha/2} = z_{0/975}=1/96$$

$$N = \text{حجم جامعه}$$

$$=0/05\epsilon$$

از آنجا که مقدار p در دسترس نیست آن را مساوی 0.5 در نظر می‌گیریم. در سطح اطمینان 0.95 ($\alpha=0.05$) و $N=600$ نفر که شامل تعداد کل اعضای جامعه آماری هستند و $\xi=0.05$ ، حجم نمونه کارشناسان که جامعه محدود تلقی می‌شود به صورت زیر تعریف می‌شود:

$$n = \frac{600 \times 1.96 \cdot 2(0.5)(0.5)}{(100)(0.050)^2 + (1.96)^2(0.5)(0.5)} = 234$$

حجم نمونه به دست آمده 234 نفر می‌باشد که این عدد با جدول مورگان نیز مطابقت دارد.

۶۰۰ نفر	مدیران ارشد وزارت امور اقتصادی و دارایی، سازمان بورس و اوراق بهادار و بانک مرکزی؛ اساتید دانشگاهی در رشته مدیریت مالی، حسابداری و سایر رشته‌های مرتبط؛ پژوهشگران دانشگاهی در حوزه انتشار اوراق بهادار اسلامی، فرایند بهادارسازی و بدهی‌های دولت؛ کارشناسان، مطلعین و خبرگان در حوزه فقه اسلامی	جامعه آماری بخش کمی
۲۳۴ نفر (بر اساس فرمول کوکران و جدول مورگان)	تعدادی از افراد جدول فوق الذکر که بعد از اشباع نظر خبرگان دقیق می‌توان اعلام کرد.	نمونه آماری بخش کمی

تشریح فرآیند تحلیل داده‌ها

مرحله اول تحلیل داده‌ها عبارت است از تجزیه و توصیف داده‌ها. این فرآیند در سه مرحله انجام گرفت:

مرحله اول: آشنا شدن با متن (خواندن سطر به سطر متن)؛

مرحله دوم: ایجاد کدهای اولیه با استفاده از نرم افزار MaxQDA انجام گرفت.

مرحله سوم: جستجو و شناخت مضامین؛

در این مرحله پس از مطالعه متون مصاحبه‌های انجام شده، عمل کدگذاری اولیه آغاز شد و پس از اتمام کدگذاری، مضامین مرتبط با بحث مورد جستجو قرار گرفت. بعد از انجام بازبینی مجدد و تحلیل مکرر در مجموع 40 کد باز از متون مصاحبه استخراج شد که این فراوانی مجموع کدها 245 بوده است که در جدول زیر تعداد فراوانی هر یک از کدها ذکر شده است:

جدول شماره ۳ کدهای تفسیری (ثانویه) استخراج شده از متن مصاحبه

ردیف	کد ثانویه (تفسیری)	فراوانی	ردیف	کد ثانویه (تفسیری)	فراوانی	ردیف	کد ثانویه (تفسیری)	فراوانی	ردیف	کد ثانویه (تفسیری)	فراوانی
۱	رتبه‌بندی - تبعیت	۷	۱۱	وام کارمندی خرید خودرو	۳	۲۱	فرانشیز بیمه عمر و حوادث	۷	۳۱	نوع تسهیلات اعطایی	۱۰
۲	ماندگاری - دائمی	۹	۱۲	وام خرید خودرو برای اشخاص خاص	۵	۲۲	فرانشیز مراجعه به خدمات درمانی	۱۰	۳۲	نحوه تعیین و محاسبه سود	۵
۳	باز خرید	۵	۱۳	وام خرید مسکن	۶	۲۳	صندوق بازنشستگی	۳	۳۳	مدت اعتبار کارت	۸
۴	افزایش سود پلکانی	۷	۱۴	وام اجاره مسکن	۳	۲۴	بیمه تامین اجتماعی	۸	۳۴	دوره بازپرداخت تسهیلات	۵
۵	تعویق در سود	۶	۱۵	وام های کوتاه مدت اجاره مسکن	۷	۲۵	شرکت های تحت پوشش تامین اجتماعی	۸	۳۵	نرخ وجه التزام تاخیر تادیه دین	۴
۶	سرمایه‌گذاری سود معوق	۱۰	۱۶	وام های بلند مدت خرید مسکن	۲	۲۶	بانک ملی ایران	۳	۳۶	نوع وثایق	۷
۷	تقسیم سود و توقف سرمایه	۹	۱۷	وام ساخت مسکن	۵	۲۷	پست بانک ایران	۶	۳۷	وام خرید قطعی خودرو	۵
۸	جذب زیان	۷	۱۸	وام خانه اولی ها	۵	۲۸	بانک سپه	۲	۳۸	وام اعطایی شرکت های خودرو سازی	۲
۹	میثاق سرمایه جایگزین	۵	۱۹	وام جوانان برای خرید مسکن	۶	۲۹	بانک کشاورزی	۹	۳۹	وام پیش خرید خودرو	۸
۱۰	سقف اعتبار کارت	۷	۲۰	وام دانشجویی برای اجاره مسکن	۹	۳۰	بانک مسکن	۲	۴۰	وام مضاربه خرید خودرو	۵

اقدامات و نتایج مرحله دوم تحلیل داده های پژوهش

در این مرحله از پژوهش، کدگذاری محوری انجام گرفت. کدگذاری محوری شامل حرکت به سوی یک سطح بالاتر از انتزاع و با مشخص کردن روابط و مشخص نمودن طبقه اصلی یا سازه ای که سایر مفاهیم حول آن می گردند، حاصل می گردد. «کدگذاری محوری عبارت است از تایید مفاهیم بر مبنای روابط پویای آن». طی کدگذاری محوری، بین طبقات و زیرطبقات ارتباط برقرار می شود. اساسا در این مرحله داده ها از طریق برقراری ارتباط بین طبقات به شیوه‌ای جدید کنارهم قرار می‌گیرند. همانگونه که از جدول فوق نمایان می‌شود، در تحقیق حاضر بعد از بازخوانی مصاحبه ها و کدگذاری ۴۰ کد را استخراج شده است و این تعداد کدها را بعد از چندین بار بازخوانی و با استفاده از نظرات اساتید راهنما و مشاور اصلاح و در نهایت دو دسته اصلی جای داده است که این دسته ها عبارتند از :

الف: اوراق بهادار اسلامی دائمی

- صکوک دائمی
- مطالبات کارت اعتباری
- وام‌های خودرو
- وام‌های مسکن
- پرداخت فرانشیز

ب: بدهی‌های دولت

- سازمان تامین اجتماعی
- بانکهای دولتی و خصوصی
- شرکت ملی نفت ایران
- سازمان بیمه سلامت ایران
- شرکت مادر تخصصی بازرگانی دولتی ایران
- شرکت سهامی توسعه منابع آب و نیروی ایران

هریک از این دسته‌ها به تم‌های فرعی متعددی تقسیم شده‌اند و از لحاظ میزان اهمیت نیز در بین متخصصان و خبرگان مصاحبه شده دارای وزن‌های متفاوتی بوده‌اند که در ادامه به تفصیل به شرح هر یک از آنها پرداخته شده است.

پرسش‌های پژوهشی

برای پاسخ‌گویی به سوالات پژوهش طبق روش زیر عمل شده است:

سوال اول: آیا امکان انتشار اوراق بهادار اسلامی دائمی مبتنی بر قوانین و مقررات مالی کشور وجود دارد؟
برای پاسخ به سوال فوق از میان گویه‌های شناسایی شده بر طبق کدگذاری باز و محوری، گویه‌های مربوط به امکان‌سنجی انتشار اوراق بهادار اسلامی دائمی جهت بهادارسازی بدهی‌های دولت شناسایی و جداسازی شده و در جدول زیر آورده شده است:

جدول شماره ۴ گویه‌های امکان‌سنجی انتشار اوراق بهادار اسلامی دائمی جهت بهادارسازی بدهی‌های دولت

ردیف	امکان‌سنجی انتشار اوراق بهادار اسلامی دائمی
۱	صکوک دائمی
۲	مطالبات کارت اعتباری
۳	وام‌های خودرو
۴	وام‌های مسکن
۵	پرداخت فرانشیز

بخشی مهمی از بدهی‌ها و معوقات دولت تعهداتی مالی هستند که به صورت مستقیم یا غیرمستقیم توسط دولت ایجاد شده است. عدم وجود سازوکارهایی برای پیش تعهدات دولت طی سال‌های گذشته سبب شده است تا بخش مهمی از این تعهدات منجر به شکل‌گیری بدهی و معوقات برای دولت شود. در واقع فقدان وجود سند بودجه‌ای شفاف و پوشا که منعکس‌کننده‌ی تمامی عملیات مالی دولت باشد سبب شده است تا بخش مهمی از بدهی‌های ایجاد شده از طریق فرآیندهای فرابودجه‌ای شکل گیرد. مطابق با روند سال‌های گذشته ماهیت بدهی ایجاد شده از طریق سازوکارهای فعال ایجاد بدهی، بدهی غیرسیال است که این امر باعث می‌شود تا نه تنها فرایند ایجاد بدهی غیرشفاف باشد بلکه مدیریت این نوع از بدهی نیز با دشواری همراه است. از آنجاکه بدهی‌های دولت حسب ماهیت خود منعکس‌کننده و پیامد ابعاد اجرایی کلیه عملیات مالی دولت محسوب می‌شود لذا ریشه شکل‌گیری بستر خلق بدهی-های دولت، طیف گسترده‌ای از پارامترهای و الگوهای رفتاری فرادستگاهی را شامل می‌گردد. سوال دوم: آیا می‌توان با استفاده از انتشار اوراق بهادار اسلامی دائمی، بدهی‌های غیرسیال دولت را بهادارسازی نمود؟

برای پاسخ به سوال فوق از میان گویه‌های شناسایی شده بر طبق کدگذاری باز و محوری، گویه‌های مربوط به بدهی‌های دولت شناسایی و جداسازی شده و در جدول زیر آورده شده است:

جدول شماره ۵ گویه‌های مربوط به بهادارسازی بدهی‌های دولت

ردیف	بدهی‌های دولت
۱	سازمان تامین اجتماعی
۲	بانک‌های دولتی و خصوصی
۳	شرکت ملی نفت ایران
۴	سازمان بیمه سلامت ایرانیان
۵	شرکت مادر تخصصی بازرگانی دولتی ایران
۶	شرکت سهامی توسعه منابع آب و نیروی ایران

برای تبدیل داراییها به اوراق بهادار، ابتدا مؤسسه نیازمند به تامین مالی (بانی)، اقدام به تاسیس شرکت واسط (SPV)^۱ می‌کند. شرکت واسط به منظور فراهم نمودن وجوه لازم برای خرید داراییها، اقدام به انتشار اوراق با پشتوانه دارایی نموده و آن را به سرمایه‌گذاران عرضه می‌کند. در ادامه شرکت واسط، وجوه بدست آمده از محل فروش اوراق را بابت خرید داراییهای مالی به بانی پرداخت می‌کند. سرمایه‌گذارانی که اوراق بدهی با پشتوانه دارایی را خریده‌اند، از محل جریانهای نقدی حاصل از داراییهای مالی (وامها) بازدهی کسب می‌کنند.

حال با توجه به اینکه بدهی‌های دولت در قسمت دارایی‌های جاری ترازنامه طلبکاران قرار دارد، با تاسیس یک نهاد واسط امکان فروش این مطالبات به نهاد واسط و سپس انتشار اوراق به پشتوانه آن فراهم خواهد شد. طی این

^۱ Special Purpose Vehicle

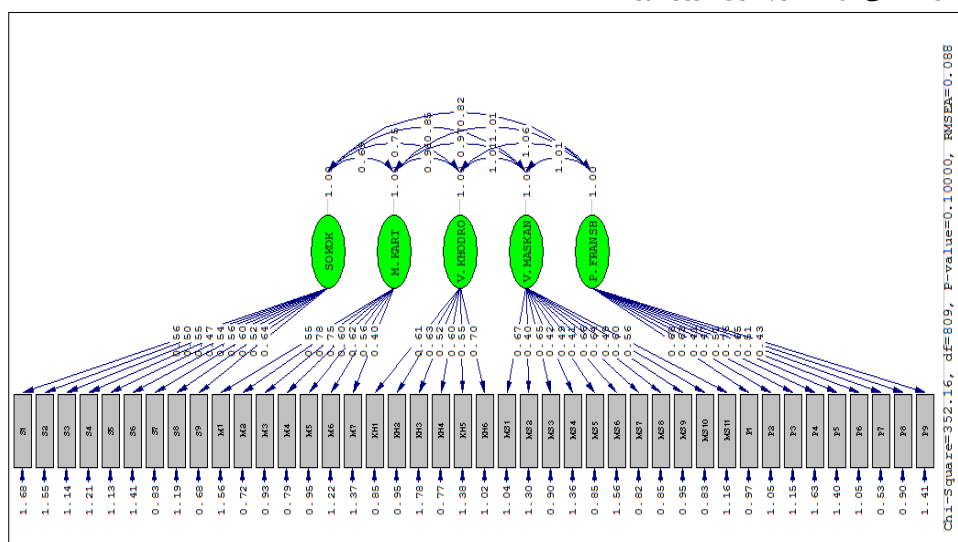
فرایند بدهی دولت به طلبکاران به نوعی به اوراق بهادار قابل معامله تبدیل شده که قابلیت داد و ستد در بازار سرمایه را نیز دارا خواهد بود.

بهادارسازی بدهی‌های دولت نیازمند تعمیق بازار بدهی^۱ و حضور فعال بانک مرکزی به منظور انجام عملیات بازار باز^۲ است تا بتواند ضمن کنترل نرخ بهره بازار، هزینه‌های مالی دولت را کاهش و فضای بودجه‌ای دولت برای انتشار اوراق افزایش دهد. بازار بدهی در اقتصاد ایران بازاری نوپا با عمق کم است، از این رو توسعه‌ی بازار بدهی یکی از سرفصل‌های مهم برای بهبود وضعیت این بازار است. توسعه‌ی بازار بدهی می‌تواند از طریق کاهش نرخ سود اوراق در این بازار و هم‌چنین کاهش ریسک نقش مهمی در مدیریت بدهی‌های دولت ایفا کند.

یافته‌های پژوهش

تحلیل عاملی تاییدی آزمون برازش عوامل اوراق بهادار اسلامی

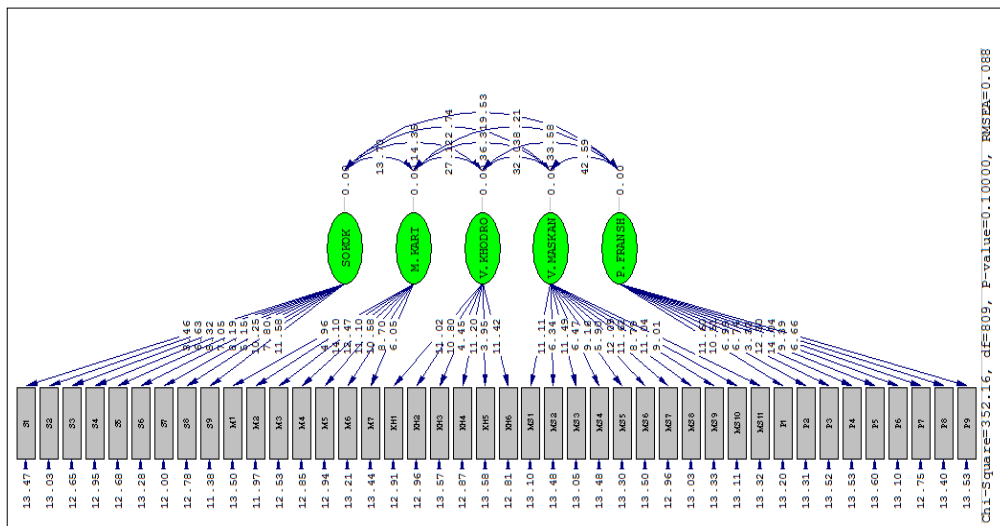
قبل از وارد شدن به مرحله آزمون سوالات تحقیق می‌بایستی از صحت مدل‌های اندازه‌گیری متغیرهای مستقل و وابسته اطمینان حاصل شود. در این مرحله برای اطمینان از صحت سوال‌های پرسشنامه و ابعاد مفهومی باید آنها را مورد برازش قرار داد. این آزمون نشان می‌دهد که ابزار مورد استفاده در تدوین مدل چقدر با توجه به اطلاعات واقعی پشتیبانی می‌شود. در این بخش نتیجه حاصل از تحلیل عاملی تاییدی هر یک از متغیرهای اوراق بهادار اسلامی توسط نرم افزار لیزرل آورده شده است.



شکل شماره ۱ مدل معادلات ساختاری عوامل اوراق بهادار اسلامی

¹ Debt Market

² Open Market Operations

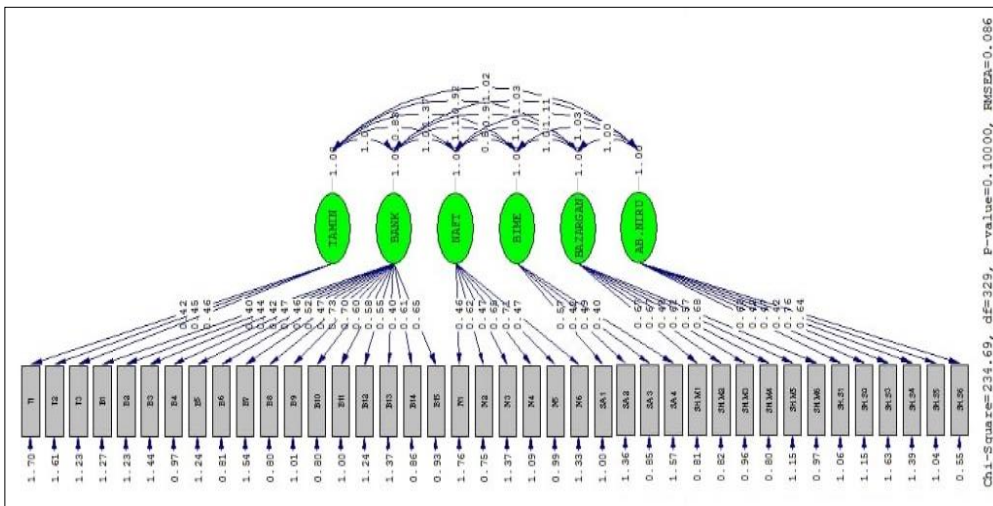


شکل شماره ۲ مقدار T-Value عوامل اوراق بهادار اسلامی

برای تحلیل عاملی تاییدی سوال های مربوط به عوامل اوراق بهادار اسلامی، مدل خروجی لیزرل به صورت تخمین استاندارد و اعداد معنی دار است. این مدل شامل کلیه عوامل اوراق بهادار اسلامی می باشد. اعداد روی فلش ها بیانگر مقدار بار عاملی متغیرها بوده و نمایانگر میزان هر کدام از آنهاست. شاخصهای برازش مدل با توجه به شکل ۲ حاکی از مناسب بودن مدل اندازه گیری متغیر عوامل اوراق بهادار اسلامی با مقدار RMSEA برابر ۰/۰۸۸ می باشد و با توجه به اینکه کمتر از ۰/۱ است نشان دهنده میانگین مجذور خطاهای مدل مناسب است. همچنین مقدار کای دو به درجه آزادی کمتر از ۳ می باشد. میزان شاخصهای AGFI, GFI و NFI نیز به ترتیب برابر با ۰/۹۱، ۰/۹۸، و ۰/۹۵ می باشد.

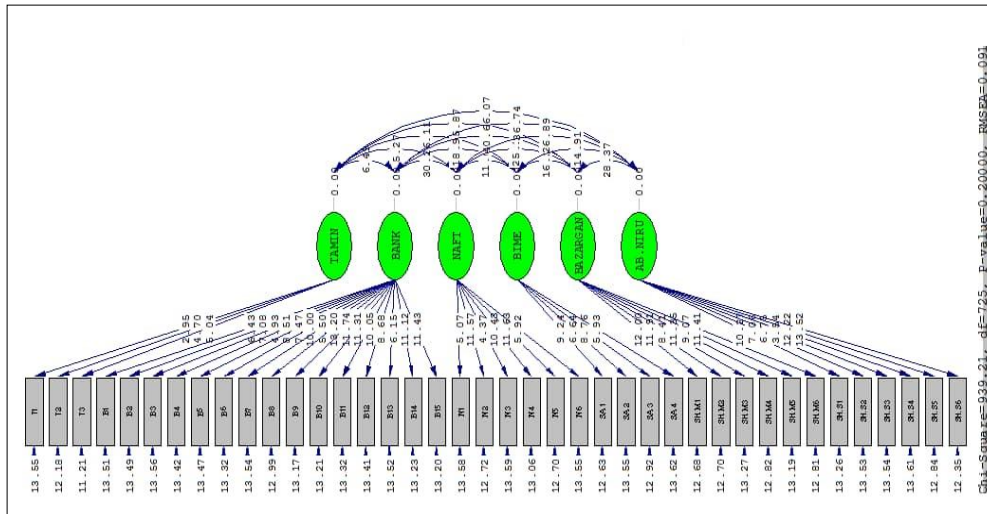
تحلیل عاملی تاییدی آزمون برازش بدهی های دولت

برای تحلیل عاملی تاییدی سوال های مربوط به عوامل بدهی های دولت، مدل خروجی لیزرل به صورت تخمین استاندارد و اعداد معنی داری است. این مدل شامل کلیه بدهی های دولت می باشد. اعداد روی فلش ها بیانگر مقدار بار عاملی متغیرها بوده و نمایانگر میزان هر کدام از آنهاست. شاخصهای برازش مدل با توجه به شکل ۳ حاکی از مناسب بودن مدل اندازه گیری متغیر بدهی های دولت با مقدار RMSEA برابر ۰/۰۹۱ می باشد و با توجه به اینکه کمتر از ۰/۱ است نشان دهنده میانگین مجذور خطاهای مدل مناسب است. همچنین مقدار کای دو به درجه آزادی کمتر از ۳ می باشد.



شکل شماره ۳ مدل معادلات ساختاری بدهی‌های دولت

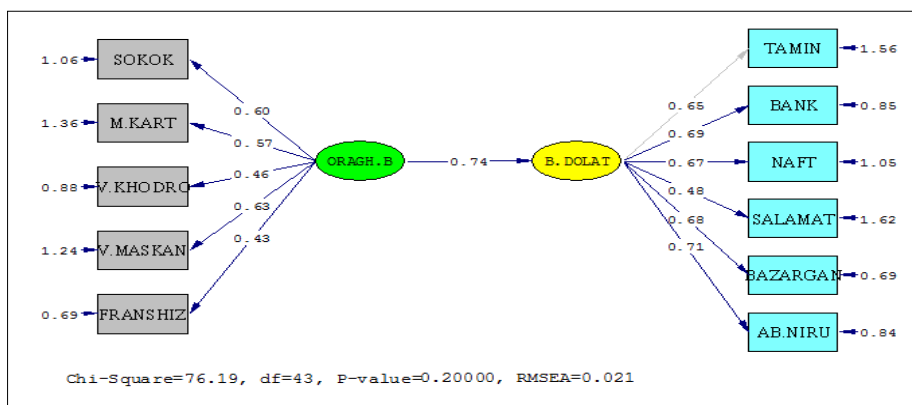
میزان شاخصهای AGFI, GFI و NFI نیز به ترتیب برابر با ۰/۹۱، ۰/۹۶ و ۰/۹۳ می‌باشد.



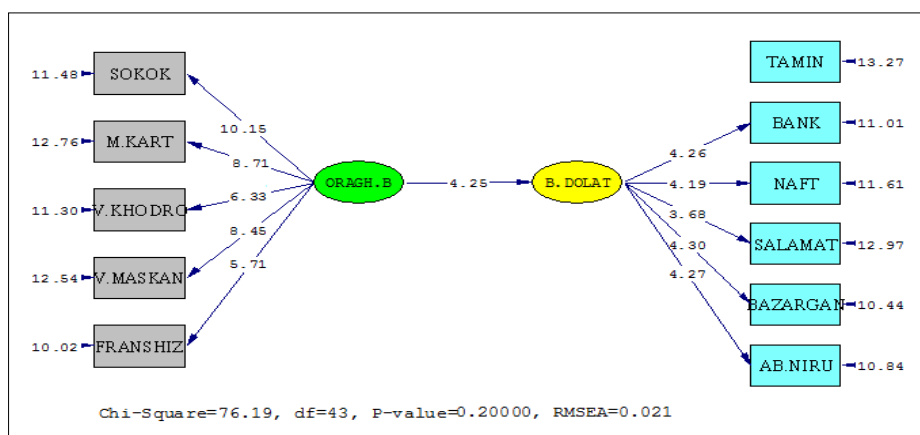
شکل شماره ۴ مقدار T-Value بدهی‌های دولت

مدل یابی معادلات ساختاری سوال اصلی تحقیق

همانطور که در شکل ۵ و شکل ۶ مشاهده می‌گردد، تمامی عوامل از جمله فرایند انتشار صکوک، بهادارسازی کارت‌های اعتباری و وام‌های اعطایی، ابعاد و مولفه های انتشار اوراق بهادار اسلامی شامل عوامل علی، زمینه ای، مداخله گر، راهبردی و پیامدی جز عوامل موثر در انتشار اوراق بهادار اسلامی می باشد، میزان تاثیر انتشار اوراق بهادار اسلامی دائمی جهت بهادارسازی بدهی‌های دولت ۷۴ درصد محاسبه شده است. همچنین برای این پارامترها مقدار t ، ۴/۲۵ تخمین زده شده است. لذا می توان بیان نمود که امکان انتشار اوراق بهادار اسلامی دائمی جهت بهادارسازی بدهی‌های دولت وجود دارد.



شکل شماره ۵ مقدار بارهای عاملی مربوط به مدل یابی معادلات ساختاری سوال اصلی تحقیق



شکل شماره ۶ مقدار t برای بررسی معنی داری ضرایب مدل یابی معادلات ساختاری سوال اصلی

همانطور که در شکل ۶ نشان داده می‌شود، نتایج به دست آمده از تحقیق نشان داد که تمامی روابط بین سازه‌های تحقیق برقرار است. همچنین مقدار شاخص‌های برازش در جدول ۴ آمده است که نشان دهنده برازش مناسب مدل است.

جدول شماره ۶ نتایج برازش مدل

نتیجه	مقدار مجاز	اعداد به دست آمده	شاخص	معیارهای برازش مدل
برازش مناسب	کمتر از ۳	۱/۷۷	K^2/df	نسبت کای دو به درجه آزادی
برازش مناسب	کمتر از ۱	۰/۰۲	RMSEA	ریشه میانگین مجذورات
برازش مناسب	نزدیک صفر	۰/۰۱۴	RMR	ریشه مجذور مانده‌ها
برازش مناسب	بالاتر از ۰/۹	۰/۹۹	NFI	شاخص برازش هنجار شده
برازش مناسب	بالاتر از ۰/۹	۰/۹۶	NNFI	شاخص نرم برازندگی
برازش مناسب	بالاتر از ۰/۹	۰/۹۲	CFI	شاخص برازش تطبیقی
برازش مناسب	بالاتر از ۰/۹	۰/۹۲	IFI	شاخص برازش اضافی
برازش مناسب	بالاتر از ۰/۹	۰/۹۳	RFI	شاخص برازش نسبی
برازش مناسب	بالاتر از ۰/۹	۰/۹۸	GFI	شاخص برازندگی
برازش مناسب	بالاتر از ۰/۹	۰/۹۲	AGFI	شاخص برازندگی تعدیل یافته

با توجه به نتایج، شاخص‌های برازندگی در مدل معادلات ساختاری سوال تحقیق، ابزارهای پژوهش می‌توان گفت مقدار خوبی در مدل معادلات ساختاری سوال تحقیق در سطح خطای ۵ درصد معنادار است. همچنین، نسبت خوبی به درجه آزادی در مدل معادلات ساختاری سوال تحقیق با توجه به ملاک مدنظر، بیانگر برازش مناسب مدل است. مقدار شاخص RMSEA در دامنه قابل قبول قرار دارد و این امر نیز گویای مقدار خطای قابل قبول در مدل معادلات ساختاری سوال تحقیق است. مقادیر شاخص‌های CFI، GFI، AGFI، NFI و NNFI در مدل معادلات ساختاری سوال تحقیق نیز با توجه به ملاک مدنظر مطلوب ارزیابی شدند که نشان دهنده برازش مناسب مدل معادلات ساختاری سوال تحقیق است. بنابراین، با توجه به نتایج مدل معادلات ساختاری سوال تحقیق، می‌توان گفت همه ابزارهای پژوهش برازش مناسب و قابل قبول دارند.

نتیجه گیری و بحث

همان‌طور که در بخش مقدماتی تحقیق نیز عنوان گردید، هدف از انجام پژوهش حاضر؛ امکان‌سنجی انتشار اوراق بهادر اسلامی دائمی جهت بهادارسازی بدهی‌های دولت می‌باشد.

کدگذاری باز داده‌های مطالعه شده از منابع علمی همراه با مصاحبه‌های انجام گرفته با ۱۵ نفر از خبرگان و اساتید دانشگاهی و مطلعین کلیدی در حوزه مالی و بانکی منجر به شناسایی ۴۰ کد شد که با توجه به نزدیکی مفهومی در ۲ دسته اصلی و ۱۱ دسته فرعی قرار گرفت.

با امعان نظر به بررسی‌ها و نتایج حاصله امکان انتشار اوراق بهادار اسلامی دائمی جهت بهادارسازی بدهی‌های دولت وجود دارد و قابل اجرا می‌باشد.

در تحقیق حاضر با توجه به کدها و دسته‌های استخراجی محقق راهکارهایی اجرایی و عملیاتی را برای امکان سنجی انتشار اوراق بهادار اسلامی جهت بهادارسازی بدهی‌های دولت، به عنوان نمونه برای دولت جمهوری اسلامی ایران ارائه داده است که با اتخاذ این راهکارها در سیاستگذاری اقتصادی و عملیاتی نمودن آنها، امید آن می‌رود که دولت در جهت شفافیت بدهی‌های خود گام‌های موثری بردارد.

با توجه به اینکه در تحقیق حاضر قریب به اتفاق عوامل موثر مانند رتبه بندی و تبعیت از قوانین، مزیت ماندگاری و همیشگی بودن، ذخیره و بازخرید، افزایش سود به صورت پلکانی، تعویق در سود و... بر امکان‌سنجی انتشار اوراق بهادار اسلامی جهت بهادارسازی بدهی‌های دولت در دو مرحله مرور ادبیات و پیشینه تحقیق و نهایتاً پژوهش عملیاتی شده‌اند؛ لذا انتظار می‌رود پژوهشگر در تحقیقات آتی با استفاده از تحقیقات کمی؛ اهمیت و اولویت هر یک از عوامل را از نظر خبرگان و متخصصان اقتصادی، مالی و بانکی بسنجند تا در سیاست‌گذاری‌های اقتصادی با شناخت این عوامل و ترتیب اهمیت و اولویت‌شان، راه را برای تبدیل بدهی‌های انباشته و غیرسیال دولت در راستای بهادارسازی هموار کند.

فهرست منابع

- ابراهیمی، مریم. (۱۳۸۹). نقش صکوک در تأمین مالی پروژه‌ها و تأملی بر قوانین و مقررات حاکم بر آن. *مجله پژوهش‌های حقوقی*. ۳۶۷ - ۳۹۶.
- اعتصامی، سیدامیرحسین. (۱۳۹۶). بررسی فقهی انتشار اوراق بهادار اسلامی قابل تمدید (با تأکید بر اوراق مشارکت، اجاره، مرابحه، سلف و اسناد خزانه اسلامی). *تحقیقات مالی اسلامی*. ۱۶۳ - ۱۹۰.
- اکبری، محسن، ابراهیم پورازبری، مصطفی، هوشمند چایجانی، میلاد. (۱۳۹۴). بررسی تاثیر به گرایش کارافرینی و دوسوتوانی نوآوری بر عملکرد صادراتی محصولات جدید با تعدیل گری شدت نوآوری محصول در صنعت خودروسازی. *نشریه علمی پژوهشی مدیریت نوآوری*. صص: ۸۶-۱۰۶.
- تسخیری، محمدعلی. (۱۳۹۷). مبانی شرعی اوراق بهادار اسلامی (صکوک). *فصلنامه علمی پژوهشی اقتصاد اسلامی* (شماره ۲۷)، ۸ - ۲۲.
- توحیدی، محمد، یارمحمدی، رضا. (۱۳۹۸). نوع شناسی و طبقه بندی اوراق بهادار اسلامی (صکوک) از منظر معیارهای گوناگون. *فصلنامه علمی اقتصاد و بانکداری اسلامی* (شماره ۲۸)، ۴۱ - ۷۶.
- توحیدی، محمد، حکیمیان، مهدی، احمدوند، خلیل الله. (۱۳۹۹). بررسی و تحلیل فقهی ساختار صکوک بدون سررسید در بازار سرمایه. *دوفصلنامه علمی مطالعات اقتصاد اسلامی* (شماره اول، پیاپی ۲۶)، ۳۷۱ - ۴۰۱.

- توحیدی، محمد. (۱۳۹۵). بررسی و تبیین کاربرد انواع صکوک جهت توسعه زیارتی شهر مقدس قم. *فصلنامه علمی - ترویجی اقتصاد و بانکداری اسلامی* (شماره چهاردهم)، ۱۳۱ - ۱۵۴.
- توحیدی، محمد، کاوند، مجتبی، اعتصامی، امیرحسین. (۱۳۹۳). طبقه بندی اوراق بهادار اسلامی (صکوک). مرکز پژوهش، توسعه و مطالبات اسلامی سازمان بورس و اوراق بهادار، ۵۹ - ۷۷.
- جمشیدی، ندا، برزانی، محمد واعظ، ابراهیمی، بهنام. (۱۳۹۵). تحلیل آثار اقتصاد کلان اوراق بهادارسازی در نظام بانکی جمهوری اسلامی ایران. *معرفت/اقتصاد اسلامی*، ۲۵.
- حسن زاده، علی، فوزمسلمیان، مسعود. (۱۳۹۶). ارزیابی عملکرد بازار اوراق اسلامی صکوک در خلال بحران مالی جهان. *مجله تازه های اقتصاد*، ۵۴ - ۶۸.
- حسینی، سیدعلی، حکمت، هانیه، کاشف، معصومه. (۱۳۹۲). نقش صکوک اجاره و اوراق مشارکت در تامین مالی شرکتها. *مجله پژوهش حسابداری دوره دوم*، ۱ - ۲۶.
- رسولی، بهمن. (۱۳۹۵). کارکردهای ابزار مالی اسلامی (صکوک اسلامی). *مجله حسابرس*، ۴۶ - ۵۲.
- رفیعی، حامد، غزنوی، شیوا، صالح، ایرج. (۱۳۹۶). بررسی عوامل موثر بر انتشار دی اکسید کربن در ایران؛ با تاکید بر آثار بیانیه ۲۱ ریو. *پژوهش های محیط زیست*، ۱۵۳ - ۱۶۴.
- زارعی، ژاله. (۱۳۹۷). ساماندهی بدهی‌های دولت به بانکها. *دوماهنامه تازه های اقتصاد*، ۴۱ - ۴۳.
- سروش، ابوذر. (۱۳۸۷). اوراق مشارکت رهنی ابزاری نوی در تامین مالی بانکها. *اقتصاد اسلامی*، ۱۶۳ - ۱۸۶.
- سعدوندی، علی. (۱۳۹۷). مهار تورم ۵۰ ساله با ایجاد عملیات بازار باز. *سیمای بانکداری*، ۱۴.
- شعبانی، احمد. (۱۳۹۱). قابلیت اوراق بهادار اسلامی در مهار تورم به عنوان ابزار سیاستی. *نشریه اقتصاد اسلامی* (شماره ۴۳)، ۱۱ - ۳۳.
- صالح آبادی، علی، فدایی نژاد، محمد اسماعیل، جوشن، ابراهیم. (۱۳۹۷). اثر انتشار صکوک بر بازده تعدیل شده با ریسک و ارزش معاملات سهام. *فصلنامه تحقیقات مالی* (دوره ۲۰ شماره ۴)، ۴۲۸ - ۴۴۴.
- صالح، ایرج و همکاران. (۱۳۸۸). بررسی رابطه علیت بین تولید ناخالص داخلی و حجم گازهای گلخانه ای در ایران. *اقتصاد کشاورزی و توسعه*، ۶۶.
- سیادی، سعید، محمدی، مرضیه، نیک پور، امین. (۱۳۹۱). بررسی رابطه بین مدیریت استعداد و رضایت شغلی کارکنان در ستاد مرکزی صندوق تأمین اجتماعی. *فرآیند مدیریت توسعه*، ۸۰.
- عباسیان، مریم، شرعیاتی، عباس. (۱۳۹۸). ارزیابی مطلوبیت انتشار اوراق صکوک در مقایسه با سایر روش های تأمین مالی در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار. *دومین کنفرانس بین المللی پژوهش های نوین در اقتصاد و حسابداری*. تهران.
- علی عصار، نرگس. (۱۳۹۲). بررسی انواع صکوک در بانکداری اسلامی. *مجله اقتصادی* (شماره ۴)، ۲۱ - ۳۲.
- فالمر، رابرت، کانگر، جی. (۱۳۸۷). استعدادیابی و جانشین پروری: رویکردها و روش های پرورش مدیران در شرکت های پیشرو جهان، ترجمه: بهزاد ابوالعلائی. *انتشارات رسا*.
- موسویان، سید عباس. (۱۳۹۲). *انزراهای مالی اسلامی*. تهران: پژوهشگاه فرهنگ و اندیشه اسلامی.

موسویان، سیدعباس، پیوستی، اکبر. (۱۳۹۳). آسیب شناسی انتشار صکوک اجاره در بانک های ایران. *فصلنامه پژوهش ها و سیاست های اقتصادی* (شماره ۶۹)، ۱۵۱ - ۱۷۸

- Al-musili, A. (2015). *Al-Ikhtiyar li Ta'Til al-Mukhtar. Beirut: Dar al-Fikr al-Arabi, 3.*
- Armestrang. (2008). *Strategic human resource management : 4th Edition. London.*
- Benz, E. T. (2009). Modeling the price dynamics of CO2 emission allowances. *Energy Economics*, 31.
- Böhringer, C. (2005). On the design of optimal grandfathering schemes for emission allowances. *European Economic Review*, 49.
- Chen, J. (2019, may 14). *Investopedia*. Retrieved from Dotdash publishing family: <https://www.investopedia.com>
- Convery, F. J. (2007). Market and Price Developments in the European Union Emissions Trading Scheme. *Review of Environmental Economics and Policy*.
- Fitri, Ellias; Ramadhan, Muhammad; Muhammad, Haron Nasir; Kadir, Ahmad Firdaus; Nur Hidayah, Salim;. (2016). Perpetual Sukuk a preliminary shariah assessment. *ISRA International journal of islamic Finance*, 8, 125 - 161.
- IIFM. (2018). *Sukuk Report*. International Islamic Financial Market.
- Lahsana, A . Hassan, K.M and Ahmad, R. (2018). *Forward Lease Sukuk in Islamic Capital Markets*. Switzerland: Palgrave Macmillan.
- Mishkin, F. (2013). *the Economics of Money, Banking, and Financial Markets. 10th Edition, Princeton: Prentice Hall*, 156-189.
- Muhd Ramadhan Fitri Ellias and colleagues. (2016). Perpetual Sukuk: A preliminary shariah assessment. *ISRA International Journal of Islamic Finance*, 125.
- Qudamah, I. (1994). *Al-Kafi*. Beirut: Dar al-Kutub al-Ilmiyyah.
- Saadi, D. (2018). *ADIB raises Dh1bn through rights issue and closes \$750m sukuk*. Retrieved from <https://www.thenational.ae/business/banking/adib-raises-dh1bn-through-rightsissue-and-closes-750m-sukuk-1.779182> [Accessed on 31 Ju
- Sairally, B.S., Muhammad & Mustafa. (2013). Instruments for Meeting Capital Adequacy Requirements under Basel III: A Shariah Perspective. *ISRA Research*, 286 - 309.
- Schaffner, B. (2010). A Valuation Framework for Pricing Hybrid Bonds. *Law and Social Sciences*.
- Smith, L. (2019, jun 25). *perpetual-bonds-overview*. Retrieved from [www.investopedia.com: https://www.investopedia.com/articles/investing/082313/perpetual-bonds-overview.asp](https://www.investopedia.com/articles/investing/082313/perpetual-bonds-overview.asp)
- Supervision, B. C. (2010 - 2011). *Basel III: A Global Regulatory Framework for More Resilient Banks and Banking Systems. Switzerland: Bank for International Settlements*.
- World Bank. (2007). *Developing the Government Domestic Debt Market: From Diagnostics to Reform Implementation*.
- World Bank and International Monetary Fund. (2001). *Developing Government Bond Markets: A Handbook . World Bank Publications*

Feasibility issuing Islamic perpetual bonds for securitization of government debts

Alireza Aghajani

Graduated in Financial Engineering, Department of Financial Management, Faculty of Management and Economics, Science and Research Branch, Islamic Azad University, Tehran, Iran

Mehdi Madanchi Zaj

Assistant Professor, Department of Financial Management, Faculty of Management and Economics, Science and Research Branch, Islamic Azad University, Tehran, Iran (Corresponding Author)

Ali Saeedi

Assistant Professor and Faculty Member, Islamic Azad University, North Tehran Branch, Tehran, Iran

Jafar Jamali

Assistant Professor and Faculty Member, Electronic Department, Islamic Azad University, Tehran, Iran

Hamidreza Kordloui

Associate Professor, Department of Financial Management, Faculty of Management and Accounting, Islamshahr Branch, Islamic Azad University, Islamshahr, Iran

Abstract

Unorganized Public sector debt is one of the most important problems of the government. One of the government's main plans has been to expand the use of Islamic financial instruments to securitize debts and convert them into bonds. One of the newest Islamic financial tools in recent years is the issuance of perpetual sukuk in Islamic countries. In this research, while examining the dimensions of issuing perpetual sukuk based on Sharia, the feasibility of using it to convert government debts into bonds during the securitization process has been studied. In the qualitative part of the research, the opinions of academic experts and Islamic jurists and in the quantitative part the opinions of officials and managers of the Ministry of Economic Affairs and Finance, the Central Bank and the Securities and Exchange Organization have been examined. Structural-interpretive modeling method using PLS and SPSS software has been used to present the research model. The results of the research indicate that all the factors and components of the issuance of permanent securities are among the effective factors in the issuance of perpetual sukuk. The impact of issuing perpetual securities to securitize government debts is estimated at 74% and the value of t is 4.25. Therefore, it can be stated that it is possible to issue perpetual securities to securitize government debts.

Keywords : Public Debt, Islamic Financial Instruments, Securitization, Perpetual Sukuk

