

Identifying and Prioritizing the Challenges of the Sukuk Market Expansion in Iran

Ali Dareshiri*
Sayyed Mohsen Fazeliyan**
Hossein Gholami***

Received: 23/12/2018

Accepted: 30/10/2019

Abstract

The expansion of the sukuk market in the country has not been carried out with the speed and quality required, one reason that has led to a lack of proper absorption of liquidity into the securities markets. The present study was designed to identify and prioritize the challenges and damages facing the expansion of sukuk market in Iran. The method of this research is a combined exploratory one consisting of qualitative and quantitative stages. In the qualitative stage, using the method of thematic analysis, the network of themes of the expansion of sukuk market challenges in the country was prepared in the form of 162 basic themes, 32 organizing themes and 6 global themes. In the quantitative stage, the weight of each dimension of the challenge was first determined with Shannon Entropy method, and then 32 identified challenges were prioritized. In the end, it became clear that the lack of proper and comprehensible advertising for the general public in audiovisual media on investment was the most important barrier to the expansion of the sukuk market in Iran, and the inappropriate distribution of facilities and sources of funding had a lower priority.

Keywords

Sukuk Market, Finance, Investment, Securities, Liquidity.
JEL Classification: G23.

* Graduate of Islamic Studies and Financial Management, Imam Sadiq University, Tehran, Iran
(Corresponding Author) a.d.shirkuh@gmail.com

** Assistant Professor, Faculty of Islamic Studies and Management, Imam Sadiq University,
Tehran, Iran fazeliyan@isu.ac.ir

*** Graduate of Islamic Studies and Financial Management, Imam Sadiq University, Tehran,
Iran. hosseingholami@isu.ac.ir

شناسایی و اولویت‌بندی چالش‌های گسترش بازار صکوک در ایران

تاریخ دریافت: ۱۳۹۷/۱۰/۰۲ تاریخ پذیرش: ۱۳۹۸/۰۸/۰۸

مقاله برای اصلاح به مدت ۱۸ روز نزد نویسنده (گان) بوده است.

علی دره‌شیری*

سیدمحسن فاضلیان**

حسین غلامی***

چکیده

گسترش بازار صکوک در کشور ایران با سرعت و کیفیت لازم انجام نشده است و این مسأله یکی از دلایلی است که سبب عدم جذب مناسب نقدینگی به بازارهای اوراق بهادار شده است. مقاله حاضر باهدف شناسایی و اولویت‌بندی چالش‌ها و آسیب‌های پیش‌روی گسترش بازار صکوک در ایران شکل گرفته است. روش پژوهش، روش ترکیبی اکتشافی است که از دو مرحله کیفی و کمی تشکیل شده است. در مرحله کیفی با بهره‌گیری از روش تحلیل مضمون، شبکه مضامین چالش‌های گسترش بازار صکوک در ایران در قالب ۱۶۲ مضمون پایه، ۳۲ مضمون سازمان‌دهنده و ۶ مضمون فراگیر تهیه شد. در مرحله کمی ابتدا با روش آنتروپی شانون، وزن هریک از ابعاد چالش‌ها مشخص شدند و پس‌از آن ۳۲ چالش شناسایی شده، اولویت‌بندی شدند. در پایان مشخص شد عدم تبلیغات درست و قابل فهم برای عموم مردم در رسانه‌های دیداری و شنیداری در خصوص سرمایه‌گذاری مهم‌ترین مانع گسترش بازار صکوک در ایران و توزیع نامناسب تسهیلات و منابع تأمین مالی از اولویت پایین‌تری برخوردار است.

واژگان کلیدی

بازار صکوک؛ تأمین مالی؛ سرمایه‌گذاری؛ اوراق بهادار؛ نقدینگی.

طبقه‌بندی JEL: G23.

* دانش‌آموخته کارشناسی ارشد معارف اسلامی و مدیریت مالی، دانشگاه امام صادق علیه السلام، تهران، ایران
(نویسنده مسئول)
a.d.shirkuh@gmail.com

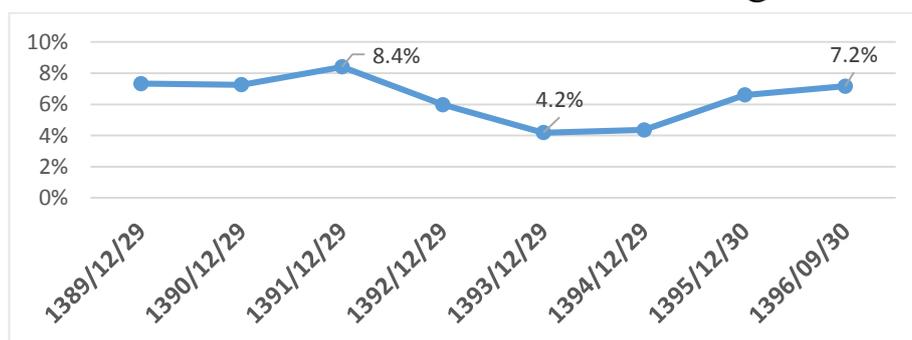
** استادیار دانشکده معارف اسلامی و مدیریت، دانشگاه امام صادق علیه السلام، تهران، ایران
fazeliyan@isu.ac.ir

*** دانش‌آموخته کارشناسی ارشد معارف اسلامی و مدیریت مالی، دانشگاه امام صادق علیه السلام، تهران، ایران
hosseingholami@isu.ac.ir

مقدمه

همواره هدایت جریان نقدینگی بازارها به سمت شرکت‌ها و پروژه‌های اولویت‌دار یکی از دغدغه‌های اصلی مدیران در بخش‌های مختلف اقتصادی است (Maghyreh & Awartani, 2016, p. 252). کشورها و بخش‌های مختلف اقتصاد برای حرکت در مسیر رشد اقتصادی ناگزیرند از طریق بانک‌ها و یا سایر بازارهای مالی، منابع پایدار برای تأمین مالی طرح‌های اقتصادی پیدا نمایند.

به دلیل بانک و نظام مالی در ایران، تأمین مالی بخش‌های مختلف اقتصاد به شدت به این بخش وابسته شده، این در حالی است که نظام بانکی کشور به جهت نداشتن ابزارهای مالی مناسب، سهم ناچیزی از نیازهای مالی را پوشش می‌دهد. بنابراین لزوم حرکت به سمت تأمین مالی از طریق ابزارهای مالی مناسب، ضروری به نظر می‌رسد (موسویان، کاوند و ردادی، ۱۳۸۹، ص. ۱۴۵). آنچه مسلم است توسعه ابزارهای مالی اسلامی منجر به توسعه جمع‌آوری سرمایه‌های راکد و تخصیص بهینه منابع شده و توسعه اقتصاد و رفاه عمومی را به همراه خواهد داشت (خوزین، ۱۳۹۶، ص. ۲۲۱). هرچند در سال‌های اخیر ارزش ریالی صکوک منتشر شده افزایش یافته است، ولی با توجه به افزایش نیازها به تأمین مالی، حجم فعلی عرضه و تقاضای این اوراق در بازار سرمایه کافی به نظر نمی‌رسد (Arsalan, 2004, p. 5)؛ چراکه در این سال‌ها همچنان بازار سرمایه سهم اندکی از کل تأمین مالی کشور دارد. همان‌طور که در شکل (۱) مشخص است میزان تأمین مالی از طریق انتشار انواع اوراق در سال‌های گذشته کمتر از ۱۰ درصد بوده است.



شکل (۱): درصد تأمین مالی از بازار اوراق (انواع صکوک)

منبع: تجمیع آمارهای بانک مرکزی و شرکت فرابورس

در ایران پس از تصویب قانون بازار اوراق بهادار در سال ۱۳۸۴، دستورالعمل‌ها و مدل‌های مالی برای انتشار ابزارهایی از قبیل اوراق اجاره، اوراق مشارکت، استصناع، سلف و ... تدوین شده و در طی سال‌های جاری انتشار این اوراق روزبه‌روز بیشتر می‌شود؛ اما با این وجود حجم انتشار انواع اوراق تأمین مالی اسلامی نسبت به تولید ناخالص داخلی بسیار اندک است و در طی ۱۰ سال اخیر این نسبت کمتر از ۴,۴ درصد بوده است.

در فضای فعلی اقتصاد کشور که دارایی‌های غیرمولد و بدهی‌های بخش‌های دولتی و غیردولتی در نظام اقتصادی زیاد شده است، تبدیل به اوراق بهادار کردن این دارایی‌ها و بدهی‌ها و افزایش حجم انتشار و مبادلات اوراق تأمین مالی می‌تواند کمک شایانی به پویایی، نقدشوندگی بیشتر و در نتیجه افزایش تولید و اشتغال نماید. بنابراین یکی از زمینه‌های افزایش نقدشوندگی و کمک به تولید، وجود و گسترش بازاری است که مبادلات اوراق بهادار مبتنی بر این دارایی‌ها یا بدهی‌ها در آن انجام شود. گستردگی این بازار زمانی اتفاق می‌افتد که گلوگاه‌های انتشار و تقاضای این اوراق به‌طور مکمل آسیب‌شناسی و راهکارهایی جهت بهبود آنها اجرا شود. لذا پژوهش حاضر درصدد است که ضمن نگاهی جزئی به موانع گسترش انواع صکوک، این چالش‌ها را نیز اولویت‌بندی نماید.

پژوهش حاضر با توجه به موارد مذکور باهدف شناسایی و اولویت‌بندی چالش‌ها و موانع گسترش بازار صکوک در کشور و جهت دستیابی به هدف مذکور با رویکرد ترکیبی اکتشافی شکل گرفته است. در مرحله کیفی ابتدا با مراجعه به خبرگان و انجام مصاحبه‌های عمیق نیمه ساختاریافته با آنها، چالش‌ها و موانع موردنظر با روش تحلیل مضمون شناسایی شدند و در قالب شبکه مضامین ارائه شدند. در مرحله کمی با بهره‌گیری از روش ویکور برای وزندهی به ابعاد چالش‌ها و همچنین از روش تاپسیس برای اولویت‌بندی چالش‌ها استفاده شد. همچنین موضوع پژوهش آسیب‌شناسی گسترش بازار صکوک است. این موضوع در حوزه مدیریت بازارهای مالی^۱ قرار می‌گیرد، بنابراین قلمرو موضوعی در فضای بازارهای مالی و به‌طور خاص در حوزه بازار سرمایه قرار می‌گیرد. قلمرو مکانی پژوهش، کشور ایران و بازار انواع صکوک است که زیرمجموعه بازار سرمایه منتشر و

معامله می‌شوند. قلمرو زمانی پژوهش، مدت زمانی است که برای جمع‌آوری اطلاعات - از دی‌ماه ۱۳۹۵ تا پایان بهار ۱۳۹۷ - در نظر گرفته شده است.

۱. ادبیات تحقیق

در این بخش به جهت شفافیت در موضوع بحث، به‌طور خلاصه، مفهوم‌شناسی صکوک و بازار صکوک در ایران تشریح و تحلیل می‌شوند و در ادامه به بررسی پژوهش‌های انجام‌شده در حول موضوع پژوهش خواهیم پرداخت.

۲-۱. مفهوم شناسی صکوک

واژه صکوک نخستین بار در سال ۲۰۰۲ میلادی در جلسه فقهی بانک توسعه اسلامی برای ابزارهای مالی اسلامی پیشنهاد شد. صکوک جمع کلمه صک به معنای سند و سفته است و معرب واژه چک در فارسی است. مردم کشورهای عربی این واژه توسعه داده، بر کلیه انواع حواله‌جات، تعهدات و اسناد مالی به‌کار می‌برند (Ayturk, Asutay & Aksak, 2017, p. 141).

هیأت مدیره خدمات مالی اسلامی، صکوک را به این شکل تعریف می‌کند: گواهی‌ها با هرکدام از توزیع‌ها نشان‌دهنده یک حق مالکیت متقارن بدون مالکیت در دارایی‌های ملموس یا مجموعه‌ای از دارایی‌های غالب یا سرمایه‌گذاری تجاری است. این دارایی‌ها ممکن است در یک پروژه خاص یا فعالیت سرمایه‌گذاری مطابق با قوانین و اصول شریعت باشد. اوراق بهادار اسلامی یا صکوک، گواهی‌هایی با ارزش اسمی یکسان است که بعد از عملیات پذیره‌نویسی، بیانگر پرداخت مبلغ اسمی آن به‌وسیله خریدار به ناشر است و دارنده آن مالک یک یا مجموعه‌ای از دارایی‌ها و منافع به‌دست‌آمده از آنها یا ذینفع یک پروژه یا یک فعالیت سرمایه‌گذاری خاص می‌شود (Edwards, 2006, p. 32).

اگرچه صکوک گاهی به‌صورت اوراق قرضه اسلامی قلمداد می‌شود، اما تعریف دقیق‌تر صکوک نشان می‌دهد که این اوراق نمایانگر مالکیت یک دارایی و یا یک سرمایه‌گذاری است؛ درحالی‌که اوراق قرضه برای اثبات بدهی به‌کار می‌رود و برخلاف صکوک نمایانگر مالکیت دارندگان اوراق در فعالیت‌های صنعتی یا تجاری که بدان‌منظور این اوراق منتشر گردیده‌اند، نیست (Cardinale & Scazzieri, 2016, p. 48). در عوض با

انتشار اوراق قرضه، ناشر اوراق که مالک واقعی دارایی یا سرمایه‌گذاری است به دارندگان اوراق بدهکار شده و لازم است اصل و بهره پول دارندگان اوراق را بازگرداند (Sukuk Guidebook, 2009).

در جدول (۱) انواع صکوک و سهام از ۷ وجه مقایسه شده‌اند.

جدول (۱): مقایسه صکوک و سهام

ردیف	وجه مقایسه	انواع صکوک	سهام
۱	ماهیت	بدهی انتشاردهنده نیست بلکه سهم مالکیت در دارایی، پروژه یا خدمات است.	سهم مالکیت در یک شرکت محسوب می‌شود.
۲	پشتوانه	حداقل ۵۱ درصد به پشتوانه دارایی‌های ثابت هستند.	پشتوانه دارایی دارد.
۳	هدف	فقط می‌تواند برای اهداف و در قالب قراردادهای اسلامی منتشر شود.	برای هر نوع هدفی قابل انتشار است.
۴	ادعا	ادعای مالکیت در دارایی‌ها، پروژه‌ها، خدمات خاص و امثال آن‌ها دارند.	ادعای مالکیت مشاع شرکت
۵	اصل و بازده سرمایه	توسط انتشاردهنده تضمین نمی‌شود.	توسط شرکت تضمین نمی‌شود.
۶	ضمانت	داشتن حقوق مالکیت در دارایی‌های پایه یا پروژه ضمانت این اوراق است. علاوه بر این در برخی موارد رکنی به نام ضامن وجود دارد.	توسط شرکت ضمانت نمی‌شود.
۷	معامله سند بهادار	نوعی فروش بهره مالکیت در یک دارایی، پروژه، خدمات خاص و امثال آن محسوب می‌شود.	فروش سهام در یک شرکت محسوب می‌شود.

منبع: (Adam, 2005, p. 374)

۲-۲. بازار صکوک در ایران

انتشار اوراق بهادار اسلامی، گامی مهم در راستای توسعه نظام تأمین مالی اسلامی در جمهوری اسلامی ایران و نقطه عطفی در استقرار بازار سرمایه اسلامی محسوب می‌گردد. سابقه انتشار اوراق بهادار اسلامی با مجوز ناظر بازار سرمایه به سال ۱۳۸۴ و پس از تصویب آیین‌نامه اجرایی انتشار اوراق مشارکت شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق

بهادار در تاریخ ۱۳۸۸/۰۴/۱۷ برمی‌گردد. سابقاً شرکت‌ها تنها با مجوز بانک مرکزی امکان انتشار اوراق مشارکت را داشتند. علاوه بر انتشار اوراق مشارکت، تاکنون انواعی از اوراق بهادار اسلامی مانند اوراق اجاره، مرابحه، سلف، جعاله، منفعت، سفارش ساخت، وقف، قرض الحسنه، اوراق رهنی، خزانه اسلامی، مضاربه، مزارعه و مساقات در کمیته فقهی مورد بحث و بررسی قرار گرفته و الگوهای عملیاتی انتشار این اوراق مورد تأیید این کمیته قرار گرفته‌اند. از این بین، برخی همچون اوراق اجاره، مرابحه، سلف، سفارش ساخت، اوراق رهنی و اوراق خزانه اسلامی به مرحله انتشار نیز رسیده است؛ اما مابقی اوراق در مرحله تدوین قوانین و دستورالعمل‌های مرتبط هستند.

بر اساس آمارهای اداره نظارت بر انتشار و ثبت اوراق بهادار بدهی سازمان بورس و اوراق بهادار از سال ۱۳۸۶ تا پایان بهمن‌ماه سال ۱۳۹۶، مجموعاً ۲,۱۶۴ هزار میلیارد ریال انواع اوراق منتشر شده است. از این مبلغ، میزان ۱۰۷ هزار میلیارد ریال اوراق اجاره، ۵۸۳ هزار میلیارد ریال اسناد خزانه اسلامی، ۳ هزار میلیارد ریال اوراق رهنی، ۱,۶ هزار میلیارد ریال اوراق سفارش ساخت، ۶۱ هزار میلیارد ریال اوراق سلف، ۱,۳ هزار میلیارد ریال گواهی سپرده خاص، ۹۰ هزار میلیارد ریال گواهی سپرده‌ی عام، ۱۸۱ هزار میلیارد ریال اوراق مرابحه، ۱۷۲ هزار میلیارد ریال اوراق مشارکت بانک مرکزی و ۹۶۱ هزار میلیارد ریال اوراق مشارکت بوده است.

بورس اوراق بهادار به‌عنوان مهم‌ترین نماد متشکل بازار سرمایه هر کشور، پس‌انداز ریزودرشت، کوتاه‌مدت و بلندمدت جامعه را جذب کرده و به سمت طرح‌های مفید و مولد اقتصادی هدایت می‌کند. بدیهی است هرچه ابزارهای مالی مورد استفاده در این بازار تنوع بیشتری داشته باشند، می‌تواند به اهداف، سلیقه‌ها و روحیات متنوع صاحبان پس‌انداز و متقاضیان سرمایه‌گذاری پاسخ مثبت دهند، که زمینه مشارکت افراد بیشتری را فراهم کرده و موجب رونق بیشتر اقتصاد خواهد شد (موسویان، ۱۳۹۱، ص. ۳۱). همچنین نقش بازار اوراق در تأمین نقدینگی مورد نیاز دولت و بخش خصوصی جهت تسهیل فرایند توسعه اقتصادی کشور بر کسی پوشیده نیست. حال برای رشد این بازار بایستی الزامات و زیرساخت‌هایی فراهم گردد. از میان این الزامات، آموزش و فرهنگ‌سازی، توجه به شرایط و نیازهای سرمایه‌گذاران در طراحی اوراق، هماهنگی دستگاه‌های نظارتی در

انتشار اوراق، افزایش جذابیت ساختار صکوک از نظر ریسک و بازدهی، کاهش زمان انتشار، اصلاح (تعدیل) رکن ضامن، داشتن چشم‌انداز بین‌المللی، اصلاح فرایند نظارت شرعی و... را می‌توان نام برد (توحیدی، ۱۳۹۴، ص. ۱۶). علاوه بر این، برای گسترش بازار صکوک، افزایش انتشار و معاملات اوراق، استاندارد کردن و متنوع‌سازی دارایی‌هایی که می‌تواند در این فرایند مورد استفاده قرار بگیرد، استاندارد کردن فرآیند طراحی و تأیید اوراق، کوچک‌سازی ساختار اوراق صکوک، تسهیل امور مربوط به رتبه‌بندی اوراق، استاندارد و ارزان کردن فرایند قیمت‌گذاری دارایی‌ها و پویایی و افزایش حجم معاملات در بازار ثانویه اشاره کرد (نجفی، ۱۳۸۵، ص. ۴۱).

۲. پیشینه تحقیق

در حوزه بازار صکوک در داخل و خارج از کشور پژوهش‌های گوناگونی انجام شده، در جدول (۲) به‌طور خلاصه مهم‌ترین پژوهش‌های انجام شده در این حوزه، بیان می‌شود.

جدول (۲): پژوهش‌های انجام شده در حوزه بازار صکوک در ایران و جهان

نویسنده(گان)	تاریخ	عنوان اثر	هدف	یافته‌ها	روش
رحیمی	۱۳۸۱	بررسی آثار اقتصادی انتشار اوراق مشارکت و روش‌های گسترش کاربرد آن در تأمین مالی پروژه‌های سرمایه‌گذاری	هدف تحقیق تجزیه و تحلیل ضرورت وجود ابزاری مثل اوراق مشارکت در سیاست‌های پولی و اعتباری که عملکرد مشابه اوراق قرضه را داشته باشد و بتوان جایگزین آن اوراق گردد و قادر باشد در کنترل حجم نقدینگی جامعه مؤثر باشد و از آن مهم‌تر قادر باشد در تأمین مالی به‌طور مستقیم از جامعه عمل کرده و برای طرح‌های عمرانی دولتی و همچنین برای طرح‌های تولیدی و خدماتی بخش خصوص تأمین مالی نماید می‌باشد.	جایگاه اوراق مشارکت، آثار انتشار این اوراق و مقایسه سهم اوراق مشارکت در بودجه‌های عمرانی	مطالعات کتابخانه‌ای و تحلیل تکنیکی و تئوریکی

نویسنده(گان)	تاریخ	عنوان اثر	هدف	یافته‌ها	روش
حسن زاده و احمدیان	۱۳۹۱	پیش‌بینی ظرفیت انتشار صکوک در ایران	ضمن برآورد ظرفیت بالقوه انتشار صکوک در ایران، قابلیت انتشار صکوک در سال‌های آتی برای کشور پیش‌بینی گردد.	برآورد ظرفیت بالقوه انتشار صکوک در ایران در سال‌های آتی	خودرگرسیون برداری
ذوالفقاری، گودرزی و سحابی	۱۳۹۱	آسیب‌شناسی پیاده‌سازی اوراق اجاره در بازارهای پول و سرمایه کشور	شناسایی چالش‌ها و محدودیت‌های پیش‌روی و راهکار پیشنهادی جهت به‌کارگیری مؤثر این ابزار اسلامی در اقتصاد را ارائه می‌دهد.	شناسایی چالش‌ها و محدودیت‌ها و ارائه راهکارها برای به‌کارگیری مؤثر این ابزار اسلامی	کتابخانه‌ای و مصاحبه و نظرسنجی از متخصصان
موسویان و کشاورزبان	۱۳۹۱	آسیب‌شناسی انتشار صکوک اجاره در بانک‌های ایران؛ مطالعه موردی بانک سپه	هدف اصلی مقاله بررسی موانع انتشار صکوک اجاره در بانک‌های دولتی و ارائه راهکارهای کاربردی است.	به‌دلیل مشکلات ساختاری نظیر فقدان راهکار مشخص برای فروش دارایی بانک‌های دولتی به شرکت واسط، فقدان نهادهای مرتبط و... امکان بهره‌گیری بانک‌های دولتی از این ابزار کارآمد تأمین مالی اسلامی وجود ندارد. علاوه بر این، راهکارهای اجرایی و عملیاتی برای نهادینه کردن صکوک اجاره ارائه شده است.	تحلیلی-توصیفی

روش	یافته‌ها	هدف	عنوان اثر	تاریخ	نویسنده (گان)
تحلیلی - توصیفی	در این گزارش ضمن شناسایی برخی آسیب‌ها و نقایص بازار صکوک، الزامات توسعه این بازار بررسی شده و راهکارهای لازم تا حد امکان در راستای ارتقای جایگاه این بازار ارائه گردیده است	آنچه در این نوشتار حائز اهمیت است، شناخت کاستی‌ها و نقایص بازار اوراق بهادار اسلامی است تا با ارائه راهکارهای کارشناسی بتوان این بازار را بیش‌ازپیش گسترش داده و نقش و جایگاه این بازار را در تأمین مالی دولت و بنگاه‌های اقتصادی ارتقا داد.	الزامات توسعه بازار اوراق بهادار اسلامی (صکوک)	۱۳۹۴	توحیدی
Delphi & Topsis	نتایج تحقیق حاکی از آن است که آسیب «عدم وجود مؤسسات رتبه‌بندی» و «زمان‌بر بودن تأمین مالی از این روش در مقایسه با سایر روش‌ها» رتبه‌های اول و دوم مهم‌ترین آسیب‌های انتشار اوراق اجاره در ایران هستند.	در این پژوهش براساس ادبیات موضوع و استفاده از روش دلفی آسیب‌های انتشار اوراق اجاره در ایران و همچنین راهکارهای مدنظر خبرگان برای رفع این آسیب‌ها شناسایی شده است.	آسیب‌شناسی مالی و فقهی - حقوقی انتشار اوراق اجاره در ایران	۱۳۹۵	اشرف‌زادگان

نویسنده (گان)	تاریخ	عنوان اثر	هدف	یافته‌ها	روش
شرکت مدیریت دارایی مرکزی	۱۳۹۵	توسعه ابزارهای تأمین مالی بازار سرمایه	بررسی عوامل مؤثر بر توسعه بازار اوراق بهادار اسلامی و شناسایی چالش‌های موجود	در این جلسات چالش‌های انتشار انواع اوراق شناسایی شده و با بررسی دقیق آسیب‌ها، راهکارهایی جهت بهبود پیشنهاد شده است.	گروه کانونی
رستمی و رستمی	۱۳۹۶	بررسی حقوقی اقتصادی اوراق اجاره و آسیب‌شناسی آن در بانکداری اسلامی	بررسی ماهیت اوراق اجاره در عمل	با توجه به ساختار بازار پول و سرمایه در کشور، عقود اسلامی	تحلیلی- توصیفی
توحیدی و یارمحمدی	۱۳۹۶	بررسی تحلیلی وضعیت بازار اوراق بهادار اسلامی (صکوک) در ایران و جهان	مقایسه و تحلیل وضعیت انتشار صکوک در ایران و جهان	در این گزارش طبقه‌بندی‌های مختلف صکوک براساس معیارهای گوناگون و وضعیت انتشار آنها موردبررسی قرار گرفته است.	تحلیلی- توصیفی

نویسنده(گان)	تاریخ	عنوان اثر	هدف	یافته‌ها	روش
نظرپور و گل محمدی	۱۳۹۷	آسیب‌شناسی انتشار اوراق مشارکت بانک مرکزی جمهوری اسلامی ایران	این مقاله به دنبال بررسی این فرضیه است که اوراق مشارکت بانک مرکزی از نظر فقهی و اقتصادی با چه چالش‌هایی مواجه است.	مهم‌ترین آسیب این اوراق در بُعد فقهی، ابهام در تحقق عقد شرکت است و در بُعد اقتصادی، تحقق سیاست خنثی‌سازی و هزینه‌بر بودن انتشار اوراق مشارکت جهت اجرای عملیات شبه بازار باز است.	تحلیلی-توصیفی
Plummer & Click	2005	توسعه بازار اوراق قرضه و ادغام آن در انجمن کشورهای منطقه جنوب شرق آسیا	بررسی مواردی که بر گسترش اوراق بدهی شرکت‌های خصوصی و چارچوب توسعه انتشار اوراق قرضه شرعی تأثیر می‌گذارد.	تهدیدها و فرصت‌های ایجاد بازار اوراق قرضه منطقه‌ای، تخمین مزایای همگام‌سازی نرخ بهره و مشکلات ایجاد یک سبد ارزی	تحلیلی-توصیفی

نویسنده (گان)	تاریخ	عنوان اثر	هدف	یافته‌ها	روش
Schou-Zibell & Wells	2008	بازار اوراق قرضه هند، توسعه و چالش‌ها	بیان اهمیت گسترش بازار اوراق قرضه در هند	در این پژوهش به توسعه و چشم‌انداز بازار اوراق قرضه در هند و بازیگران این بازار از جمله بیمه‌های عمر، صندوق‌های بازنشستگی و... پرداخته شده است و اهمیت یادگیری از نوآوری‌ها و تجارب دیگران مورد بحث قرار گرفته است.	تحلیلی-توصیفی
Arnett	2013	بازار جهانی اوراق بهادار، هدایت تبادلات جهانی و بازارهای خارج از بورس	نگارش راهنمایی کامل و سریع برای درک بازارهای جهانی اوراق بهادار	این کتاب شامل شیوه اجرا، تسویه، توقیف، مقررات‌گذاری اوراق در آمریکا، انگلستان و بازارهای اروپایی است. همچنین اشاره‌ای به وجه تضمین، فروش استقراضی، مبارزه با پول‌شویی و ... دارد.	تحلیلی-توصیفی

نویسنده(گان)	تاریخ	عنوان اثر	هدف	یافته‌ها	روش
Aroonpoolsup	2012	بازارهای مالی اسلامی؛ عملکرد گذشته و چشم‌انداز آینده	بررسی عملکرد بازارهای مالی در کشورهای اسلامی و نگاهی به آینده	ضمن برشمردن اصول حاکم بر مالی اسلامی و معرفی بازارها و ابزارهای مالی اسلامی در کشورهای مختلف، به تحلیل ساختار انواع مختلف صکوک پرداخته است.	تحلیلی-توصیفی
Awang, Muhammad & Hussin	2012	نیروهای اقتصادی و بازار صکوک	کشف تأثیرات اقتصاد کلان بر انتشار صکوک در مالزی بین سال‌های ۱۹۹۶ تا ۲۰۱۱ میلادی	صکوک مزیت رقابتی دارد، زیرا یک بخش از بازارهای جهانی را هدف قرار داده که توسط رقبای دیگر نفوذناپذیر است.	خودرگرسیون برداری، تجزیه واریانس و تابع پاسخ ضربه
Issarachaiyos	2012	ارزیابی توسعه پایدار بازار قرضه	استخراج عوامل مؤثر بر توسعه پایدار و یکنواخت بازار قرضه	در این پژوهش به تأثیر عواملی از قبیل عدم تمرکز مالی، سطح توسعه اقتصادی کشور، توسعه بازارها و نهادهای مالی، چارچوب قانونی و قانون‌گذاری بازار و برداشت از اعتبار اشاره شده است.	کیفی تحلیلی

نویسنده(گان)	تاریخ	عنوان اثر	هدف	یافته‌ها	روش
Smaoui, Mimouni & Temimi	2017	صکوک، سیستم بانکی و بازارهای مالی؛ رقبا یا تکمیل‌کننده	بررسی اثرات توسعه مالی بر بازارهای صکوک با استفاده از مجموعه داده‌های ۱۱ کشور بین سال‌های ۱۹۹۵ تا ۲۰۱۵ میلادی	صکوک و تأمین مالی بانکی جایگزین و مکمل هم هستند. همچنین نشان داده شد که بحران مالی جهانی سال ۲۰۰۸ میلادی تأثیر مثبتی بر رشد بازار صکوک دارد.	گشتاورهای تعمیم‌یافته
Smaoui & Nechi	2017	آیا رشد بازار صکوک رشد اقتصادی را تحریک می‌کند؟	بررسی اثر رشد بازار صکوک بر رشد اقتصادی	نتیجه این پژوهش این است که شواهد از رابطه مثبت شناخته شده بین توسعه مالی و رشد اقتصادی پشتیبانی نمی‌کند. البته با حذف عوامل منفی مذهبی توسعه بازار صکوک می‌تواند سبب افزایش سرمایه‌گذاری و رشد اقتصادی شود.	گشتاورهای تعمیم‌یافته

با توجه به پژوهش‌های انجام‌شده، می‌توان نوآوری و ارزش‌افزوده مقاله حاضر را در ابعاد مذکور به شرح زیر دانست:

✓ از منظر دانشگاهی: با توجه به اهمیت توسعه بازار صکوک در جهت رشد توان تأمین مالی بخش‌های مختلف اقتصاد که تا به حال موانع افزایش عرضه و تقاضای

این اوراق به‌طور هم‌زمان در قالب یک پژوهش دانشگاهی موردبررسی قرار نگرفته است.

✓ از منظر عملی: مطالعه این پژوهش به توسعه شناخت و ایجاد درک عمیق‌تر در سیاست‌گذاران، طراحان، ناشران و سرمایه‌گذاران این ابزار نسبت به چالش‌ها و راهکارهای توسعه این بازار کمک خواهد کرد.

✓ از منظر روش‌شناسی: می‌توان گفت از محدود پژوهش‌هایی است که در مطالعات مالی اسلامی با استفاده از روش کیفی تحلیل مضمون انجام می‌گیرد.

✓ از منظر نتایج: انتظار می‌رود یافته‌های این مقاله در خصوص موانع گسترش بازار صکوک، مقدمه‌ای در جهت درک علمی و عملی هرچه بیشتر این ابزارها شده و با برداشتن موانع مطرح‌شده در بازار سرمایه و نهادهای بالادستی ایران رشد معاملات و کارایی این بازار را در پی داشته باشد.

۳. روش پژوهش

روش پژوهش مقاله حاضر از نوع ترکیبی اکتشافی است که در بخش کیفی از روش تحلیل مضمون و در بخش کمی از روش آنتروپی شانون و تاپسیس برای وزن‌دهی و اولویت‌بندی استفاده شده است. در ادامه توضیحاتی در رابطه با موارد مذکور ارائه می‌شود.

۳-۱. روش تحلیل مضمون

براساس نظر هولوای و تودرس^۲، تحلیل مضمون فرآیندی برای تحلیل اطلاعات کیفی است، این روش، صرفاً یک روش کیفی همانند دیگر روش‌ها نیست بلکه فرآیندی است که می‌تواند در اکثر روش‌های کیفی به‌کار رود. از تحلیل مضمون می‌توان به‌خوبی برای شناخت الگوهای موجود در داده‌های کیفی استفاده کرد. این روش، مهارت‌های اساسی موردنیاز برای بسیاری از تحلیل‌های کیفی را فراهم می‌کند (Holloway & Todres, 2003, p. 350). در ادامه، فرآیند طی شده در مرحله کیفی برای دستیابی به شبکه مضامین، به‌طور خلاصه بیان می‌شود.

۲-۳. روش آنتروپی شانون و تاپسیس

آنتروپی یک مفهوم بسیار بااهمیت در علوم اجتماعی، فیزیکی و تئوری اطلاعات است. وقتی که داده‌های یک ماتریس تصمیم‌گیری، به‌طور کامل مشخص باشد، می‌توان از روش آنتروپی برای ارزیابی وزن‌ها استفاده کرد. ایده روش فوق، این است که هرچه پراکندگی در مقادیر یک شاخص، بیشتر باشد، آن شاخص از اهمیت بیشتری برخوردار است. آنتروپی در نظریه اطلاعات، یک معیار عدم اطمینان است که با توزیع احتمال مشخص P_i بیان می‌شود (مفتاحی، ۱۳۹۲، ص. ۱۱۵).

روش تاپسیس در سال ۱۹۸۱ میلادی توسط هوانگ و یون^۳ ارائه گردید. در این روش m عامل یا گزینه است که به‌وسیله یک فرد یا گروهی از افراد تصمیم‌گیرنده مورد ارزیابی قرار می‌گیرند. این تکنیک بر این مفهوم بنا شده است که هر عامل انتخابی باید کمترین فاصله را با عامل ایده‌آل مثبت (مهم‌ترین) و بیشترین فاصله را با عامل ایده‌آل منفی (کم‌اهمیت‌ترین عامل) داشته باشد، به عبارت دیگر در این روش میزان فاصله یک عامل با عامل ایده‌آل مثبت و منفی سنجیده شده و این خود معیار درجه‌بندی و اولویت‌بندی عوامل است (آذر و رجب‌زاده، ۱۳۸۱، ص. ۶۵).

۴. تحلیل یافته‌ها

در این قسمت مراحل پیاده‌سازی تحلیل مضمون و دستیابی به شبکه مضمون و همچنین اولویت‌بندی چالش‌ها با استفاده از روش آنتروپی شانون و تاپسیس شرح داده می‌شود.

۱-۴. مرحله کیفی: تحلیل مضمون

در مقاله حاضر پس از جمع‌آوری پیشینه و ادبیات موضوع از روش مطالعات کتابخانه‌ای، برای پاسخ به سؤال اصلی پژوهش و یافتن موانع و چالش‌های گسترش بازار صکوک در کشور به دلیل پراکندگی و تجربی بودن موضوع، از روش مصاحبه مستقیم با خبرگان و فعالان این بازار و سپس تحلیل و دسته‌بندی با روش تحلیل مضمون استفاده شده است.

۱-۱-۴. گردآوری داده‌های پژوهش

برای اجرای روش تحلیل مضمون در مقاله حاضر با ۱۰ نفر از مدیران ارشد، فعالان، سرمایه‌گذاران و پژوهشگران حوزه مالی اسلامی مصاحبه شد که در جدول (۴)

مشخصات این افراد و سوابق آنها آورده شده است. در مصاحبه‌ها ناظر به سؤال اصلی پژوهش خبرگان و متخصصان مطالب خود را بیان می‌کردند.

جدول (۳): مشخصات و سوابق افراد مصاحبه‌شونده

مصاحبه‌شونده	مسئولیت فعلی	سوابق
خبیره اول	مشاور وزیر راه و شهرسازی و عضو هیأت علمی دانشگاه امام صادق علیه‌السلام	رئیس سازمان بورس و اوراق بهادار ایران؛ مدیرعامل شرکت تأمین سرمایه لوتوس پارسیان؛ قائم‌مقام و عضو هیأت مدیره بانک پارسیان
خبیره دوم	مدیرعامل شرکت تأمین سرمایه بانک مسکن	مدیرعامل شرکت تأمین سرمایه امید؛ مشاور رئیس کل بانک مرکزی جمهوری اسلامی ایران؛ عضو هیأت مدیره بانک ایران زمین؛ عضو هیأت علمی دانشگاه امام صادق علیه‌السلام
خبیره سوم	معاونت توسعه بازار فرابورس ریاست هیأت مدیره شرکت مدیریت دارایی مرکزی	مدیر نظارت بر ناشران فرابورسی؛ مدرس دانشگاه
خبیره چهارم	معاون سرمایه‌گذاری گروه ارزش‌آفرینان پاسارگاد	عضو هیأت علمی دانشگاه آزاد اسلامی؛ عضو هیأت مدیره شرکت کارگزاری بانک پاسارگاد؛ مدیرعامل شرکت سامان تجارت تدبیر ایرانیان
خبیره پنجم	مدیر امور بین‌الملل شرکت سپرده‌گذاری مرکزی و تسویه وجوه و عضو هیأت مدیره شرکت مدیریت دارایی مرکزی	مدیر تحقیق و توسعه شرکت سپرده‌گذاری مرکزی و تسویه وجوه
خبیره ششم	مدیرعامل شرکت سبدگردان تصمیم نگار ارزش‌آفرینان	مدیر سرمایه‌گذاری صندوق سرمایه‌گذاری سپهر اول صادرات
خبیره هفتم	عضو هیأت مدیره کارگزاری تدبیرگران فردا	مدیر صندوق سرمایه‌گذاری مشترک تدبیرگران فردا
خبیره هشتم	پژوهشگر مالی اسلامی	پژوهشگر پژوهشکده پولی و بانکی بانک مرکزی جمهوری اسلامی
خبیره نهم	پژوهشگر و کارشناس مالی اسلامی سازمان بورس و اوراق بهادار ایران	پژوهشگر سازمان بورس و اوراق بهادار ایران

مصاحبه‌شونده	مسئولیت فعلی	سوابق
خبیره دهم	دانشجوی دکتری مدیریت مالی و کارشناس شرکت مدیریت دارایی مرکزی	پژوهشگر مرکز رشد دانشگاه امام صادق علیه‌السلام؛ کارشناس سرمایه‌گذاری کارگزاری آریا نوین

۴-۱-۲. ایجاد کدهای اولیه و شناسایی مضامین پایه

پس از انجام مصاحبه‌های عمیق نیمه ساختاریافته، پژوهشگر تحلیل مصاحبه‌ها با روش تحلیل مضمون را در دستور کار قرار داد. تمامی مصاحبه‌ها به صورت تخصصی با روش تحلیل مضمون، کدگذاری شدند که نمونه‌ای از آن در جدول (۴) آورده شده است.

جدول (۴): نمونه از کدگذاری و استخراج مضامین پایه

فرد مصاحبه‌شونده	متن مصاحبه	کد	مضامین پایه
خبیره سوم	شرکت‌های تأمین سرمایه‌ها همه اوراق را برای صندوق‌های خودش برمی‌دارد و سپس بخش‌بخش بیرون می‌فروشد. کنار این بازار فرابورس، بازاری هست بین تأمین سرمایه‌ها مثل بازار بین‌بانکی، بر مبنای توافق. مواقعی پیش می‌آید تعدادی کارگزاری حدود چند روز کلی اوراق روی دستشان می‌ماند. چون این نرخ‌ها پایین است و جذاب نیست.	Pa1	جذاب نبودن نرخ بازده برخی اوراق و فروش در روز عرضه
خبیره هشتم	اصلی‌ترین مشکل انتشار داستان کفایت سرمایه بانک‌هاست و اوراق نمی‌تواند بیشتر از این منتشر شود ولی از آن طرف صندوق‌ها هم محدودیت منابع دارند و نمی‌توانند تقاضای بیشتری را در خود جای دهند.	Pb1	کمبود کفایت سرمایه صندوق‌ها، حجم محدود نقدینگی صندوق‌ها و محدودیت صندوق توسط بانک‌ها
خبیره اول	به‌هرحال نکته مهم این است که از بین این بدهی‌های دولت و شرکت‌ها مقداری از آنها Marketable نیست.	Pc10	تبدیل به اوراق کردن بدهی‌ها
خبیره چهارم	مشارکت مردم را جذب و متمرکز کردیم. اما در بانک لزوماً این‌طور نیست و الان هم در واقع نظارت کم است و پول به راحتی	Pd7	عدم شناخت مردم نسبت به پیمانکاران (وام‌گیرندگان)، اهمیت

مضامین پایه	کد	متن مصاحبه	فرد مصاحبه‌شونده
ردیابی اجرای درست پروژه و عدم انتشار مناسب اطلاعات پروژه و مجریان		قابل ردیابی نیست (در پروژه‌ها و اوراق بازار سرمایه به راحتی قابل ردیابی است). وقتی پول را در بازار بدهی قرض می‌گیری، آدم‌ها شناسنامه‌دار می‌شوند. افرادی که پول قرض می‌گیرند، شناسنامه‌دار می‌شوند. اگر یک بار پول مردم را پس ندهند دیگه بهشون پول نمی‌دهند، اما در بانک این‌طور نیست. در بانک‌ها اگر خوب نظارت می‌شد الان اینقدر معوقات نداشتیم.	
سیاست‌های نامناسب پولی و مالی	Pe1	مهم‌ترین عامل بی‌ثباتی که سبب شده نرخ تورم در کشور ما به بالای ۲۰ درصد و میانگین نرخ رشد اقتصادی به صفر میل کند، حذف اوراق بدهی از این اقتصاد است. به دلیل مسائل شرعی ما اوراق قرضه را حذف کردیم و دچار این مشکلات شده‌ایم و دولت رفته دنبال سیاست‌های تنظیمی نرخ بهره، مثل بهره بین بانکی، انتشار پول و بانک مرکزی ابزار سپرده قانونی را استفاده کرده، ولی این‌ها ابزار علمی نیستند. پس مهم‌ترین ضرورت توسعه بازار بدهی اعمال سیاست‌های پولی و مالی است.	خبیره هفتم
تشویق سرمایه‌گذاران خرد و حل مشکلات تأمین سرمایه‌ها	Pf2	علاوه بر این، ما باید فرهنگ‌سازی بکنیم که سرمایه‌گذاران خرد وارد این بازار شوند، اما بازیگران اصلی تأمین سرمایه‌ها هستند.	خبیره ششم

۳-۱-۴. طبقه‌بندی مضامین و استخراج شبکه مضامین

داده‌های مختلف در مرحله اول با حذف مشابهت‌ها، ۱۶۲ مضمون پایه استخراج شد. در گام بعدی برای استخراج مضامین سازمان‌دهنده، محققین کدها و مفاهیمی که بیشترین قرابت و هم‌معنایی را نسبت به یکدیگر داشتند، کنار هم قرار دادند و به خلق معنا و واژه‌های جدید پرداخته و به ۳۲ مضمون سازمان‌دهنده دست یافتند. در گام بعدی مضامین

با استفاده از روش تاپسیس اولویت‌بندی چالش‌ها و آسیب‌ها انجام شد که در ادامه به صورت تفصیل و جزئی مشخص می‌شود.

در این مرحله پرسشنامه طراحی شده به منظور وزن‌دهی و اولویت‌بندی چالش‌ها در اختیار ۴۶ از نفر از خبرگان، کارشناسان و متخصصان بازار سرمایه قرار گرفت که از بین آنها ۳۴ پرسشنامه که قابلیت تحلیل را داشتند بازگشت داده شد. در ادامه تحلیل پرسشنامه‌ها براساس روش‌های مذکور می‌آید.

۴-۲-۱. روش آنالیز شانون

به طور خلاصه می‌توان برای به دست آوردن اوزان ابعاد چالش‌ها به روش آنالیز شانون، گام‌های زیر را طی کرد:

جدول (۵): ماتریس تصمیم

	آسیب‌های مدیریتی	آسیب‌های مالی	آسیب‌های نظارتی	آسیب‌های اقتصادی	آسیب‌های فرهنگی	آسیب‌های ساختاری
N1	۹	۷	۴	۵	۷	۷
N2	۶	۹	۹	۹	۶	۸
N3	۳	۴	۳	۸	۸	۳
N4	۸	۵	۵	۵	۷	۶
N5	۸	۷	۹	۹	۸	۹
N6	۵	۴	۲	۱۰	۶	۶
N7	۳	۲	۲	۲	۱۰	۹
N8	۵	۳	۲	۷	۳	۳
N9	۴	۱۰	۴	۵	۹	۸
N10	۷	۶	۷	۵	۹	۵
N11	۹	۶	۴	۶	۴	۸
N12	۱۰	۴	۳	۵	۶	۶
N13	۸	۶	۴	۶	۵	۹
N14	۷	۴	۶	۴	۸	۶
N15	۹	۵	۵	۵	۹	۸
N16	۵	۸	۴	۹	۵	۶
N17	۸	۵	۴	۶	۶	۹
N18	۹	۴	۸	۸	۷	۸
N19	۹	۵	۵	۶	۶	۶

	آسیب‌های مدیریتی	آسیب‌های مالی	آسیب‌های نظارتی	آسیب‌های اقتصادی	آسیب‌های فرهنگی	آسیب‌های ساختاری
N20	۱۰	۵	۶	۵	۶	۷
N21	۸	۶	۳	۶	۴	۵
N22	۴	۸	۵	۶	۵	۸
N23	۶	۴	۴	۲	۶	۹
N24	۷	۶	۵	۶	۹	۹
N25	۸	۵	۵	۴	۸	۱۰
N26	۹	۵	۶	۸	۷	۸
N27	۱۰	۶	۴	۷	۸	۶
N28	۸	۴	۶	۶	۹	۱۰
N29	۱۰	۶	۸	۷	۸	۸
N30	۹	۵	۲	۶	۸	۹
N31	۶	۷	۸	۵	۹	۷
N32	۹	۴	۳	۸	۷	۸
N33	۷	۳	۴	۷	۸	۷
N34	۸	۵	۵	۲	۹	۷

منبع: یافته‌های تحقیق

گام ۱- محاسبه P_{ij} :

با توجه به جدول (۵) و رابطه (۴)، P_{ij} به دست می‌آید، جدول (۶) مقادیر P_{ij} را نشان می‌دهد.

جدول (۶): نتایج گام اول

	آسیب‌های مدیریتی	آسیب‌های مالی	آسیب‌های نظارتی	آسیب‌های اقتصادی	آسیب‌های فرهنگی	آسیب‌های ساختاری
N1	۰.۰۳۶	۰.۰۳۸	۰.۰۲۴	۰.۰۲۴	۰.۰۲۹	۰.۰۲۸
N2	۰.۰۲۴	۰.۰۴۹	۰.۰۵۵	۰.۰۴۴	۰.۰۲۵	۰.۰۳۲
N3	۰.۰۱۲	۰.۰۲۲	۰.۰۱۸	۰.۰۳۹	۰.۰۳۳	۰.۰۱۲
N4	۰.۰۳۲	۰.۰۲۷	۰.۰۰۳	۰.۰۲۴	۰.۰۲۹	۰.۰۲۴
N5	۰.۰۳۲	۰.۰۳۸	۰.۰۵۵	۰.۰۴۴	۰.۰۳۳	۰.۰۳۶
N6	۰.۰۰۲	۰.۰۲۲	۰.۰۱۲	۰.۰۴۹	۰.۰۲۵	۰.۰۲۴
N7	۰.۰۱۲	۰.۰۱۱	۰.۰۱۲	۰.۰۰۱	۰.۰۴۲	۰.۰۳۶
N8	۰.۰۰۲	۰.۰۱۶	۰.۰۱۲	۰.۰۳۴	۰.۰۱۳	۰.۰۱۲
N9	۰.۰۱۶	۰.۰۵۵	۰.۰۲۴	۰.۰۲۴	۰.۰۳۸	۰.۰۳۲
N10	۰.۰۲۸	۰.۰۳۳	۰.۰۴۳	۰.۰۲۴	۰.۰۳۸	۰.۰۰۲
N11	۰.۰۳۶	۰.۰۳۳	۰.۰۲۴	۰.۰۲۹	۰.۰۱۷	۰.۰۳۲

	آسیب‌های مدیریتی	آسیب‌های مالی	آسیب‌های نظارتی	آسیب‌های اقتصادی	آسیب‌های فرهنگی	آسیب‌های ساختاری
N12	۰.۰۴	۰.۰۲۲	۰.۰۱۸	۰.۰۲۴	۰.۰۲۵	۰.۰۲۴
N13	۰.۰۳۲	۰.۰۳۳	۰.۰۲۴	۰.۰۲۹	۰.۰۲۱	۰.۰۳۶
N14	۰.۰۲۸	۰.۰۲۲	۰.۰۳۷	۰.۰۲	۰.۰۳۳	۰.۰۲۴
N15	۰.۰۳۶	۰.۰۲۷	۰.۰۳	۰.۰۲۴	۰.۰۳۸	۰.۰۳۲
N16	۰.۰۲	۰.۰۴۴	۰.۰۲۴	۰.۰۴۴	۰.۰۲۱	۰.۰۲۴
N17	۰.۰۳۲	۰.۰۲۷	۰.۰۲۴	۰.۰۲۹	۰.۰۲۵	۰.۰۳۶
N18	۰.۰۳۶	۰.۰۲۲	۰.۰۴۹	۰.۰۳۹	۰.۰۲۹	۰.۰۳۲
N19	۰.۰۳۶	۰.۰۲۷	۰.۰۳	۰.۰۲۹	۰.۰۲۵	۰.۰۲۴
N20	۰.۰۴	۰.۰۲۷	۰.۰۳۷	۰.۰۲۴	۰.۰۲۵	۰.۰۲۸
N21	۰.۰۳۲	۰.۰۳۳	۰.۰۱۸	۰.۰۲۹	۰.۰۱۷	۰.۰۲
N22	۰.۰۱۶	۰.۰۴۴	۰.۰۳	۰.۰۲۹	۰.۰۲۱	۰.۰۳۲
N23	۰.۰۲۴	۰.۰۲۲	۰.۰۲۴	۰.۰۱	۰.۰۲۵	۰.۰۳۶
N24	۰.۰۲۸	۰.۰۳۳	۰.۰۳	۰.۰۲۹	۰.۰۳۸	۰.۰۳۶
N25	۰.۰۳۲	۰.۰۲۷	۰.۰۳	۰.۰۲	۰.۰۳۳	۰.۰۴
N26	۰.۰۳۶	۰.۰۲۷	۰.۰۳۷	۰.۰۳۹	۰.۰۲۹	۰.۰۳۲
N27	۰.۰۴	۰.۰۳۳	۰.۰۲۴	۰.۰۳۴	۰.۰۳۳	۰.۰۲۴
N28	۰.۰۳۲	۰.۰۲۲	۰.۰۳۷	۰.۰۲۹	۰.۰۳۸	۰.۰۴
N29	۰.۰۴	۰.۰۳۳	۰.۰۴۹	۰.۰۳۴	۰.۰۳۳	۰.۰۳۲
N30	۰.۰۳۶	۰.۰۲۷	۰.۰۱۲	۰.۰۲۹	۰.۰۳۳	۰.۰۳۶
N31	۰.۰۲۴	۰.۰۳۸	۰.۰۴۹	۰.۰۲۴	۰.۰۳۸	۰.۰۲۸
N32	۰.۰۳۶	۰.۰۲۲	۰.۰۱۸	۰.۰۳۹	۰.۰۲۹	۰.۰۳۲
N33	۰.۰۲۸	۰.۰۱۶	۰.۰۲۴	۰.۰۳۴	۰.۰۳۳	۰.۰۲۸
N34	۰.۰۳۲	۰.۰۲۷	۰.۰۳	۰.۰۱	۰.۰۳۸	۰.۰۲۸

منبع: یافته‌های تحقیق

گام ۲- محاسبه مقدار آنتروپی (E_j):

با توجه به جدول (۶) و رابطه (۵) مقدار آنتروپی به دست می‌آید. مقادیر آنتروپی هر شاخص در جدول (۷) آورده شده است.

گام ۳- محاسبه مقدار عدم اطمینان (d_j):

مقادیر عدم اطمینان با توجه به مقادیر آنتروپی و رابطه (۶) به دست می‌آید. این مقادیر در جدول (۷) آورده شده است.

گام ۴- محاسبه اوزان (w_j):

وزن هر شاخص با توجه به مقادیر عدم اطمینان و طبق رابطه (۷) به دست می آید. وزن هر شاخص (w_j) در جدول (۷) نشان داده شده است.

گام ۵- محاسبه اوزان تعدیل شده (w'_j):

اوزان تعدیل شده با توجه به مقادیر w_j و اوزان ذهنی (λ_j) طبق رابطه (۸) به دست می آید.

جدول (۷): مقادیر به دست آمده (گام ۲ تا ۵)

ردیف	معیارها	مقدار آنتروپی (Ej)	مقدار عدم اطمینان (dj)	وزن معیار (Wj)	وزن های ذهنی	وزن تعدیل شده
۱	آسیب های ساختاری	۰.۹۹۱	۰.۰۰۹	۰.۰۹۲	۰.۱۱۱	۰.۰۹۲
۲	آسیب های فرهنگی	۰.۹۹۱	۰.۰۰۹	۰.۰۹۴	۰.۱۱۱	۰.۰۹۴
۳	آسیب های اقتصادی	۰.۹۸۴	۰.۰۱۶	۰.۱۷	۰.۱۱۱	۰.۱۷
۴	آسیب های نظارتی	۰.۹۷۸	۰.۰۲۲	۰.۲۴۲	۰.۱۱۱	۰.۲۴۲
۵	آسیب های مالی	۰.۹۸۶	۰.۰۱۴	۰.۱۴۹	۰.۱۱۱	۰.۱۴۹
۶	آسیب های مدیریتی	۰.۹۸۹	۰.۰۱۱	۰.۱۲۴	۰.۱۱۱	۰.۱۲۴

منبع: یافته های تحقیق

۲-۲-۴. روش تاپسیس

مراحل انجام روش تاپسیس به منظور اولویت بندی چالش ها و آسیب ها عبارتند از (تسلیمی، نوروزی و عبدالحسین زاده، ۱۳۹۵؛ ثابتی ۱۳۹۴؛ رضایی، ۱۳۹۴؛ رحیمی، ۱۳۹۵؛ وهابی، ۱۳۹۳):

گام اول: ایجاد جدول نظرات خبرگان:

در این مرحله ماتریسی رسم خواهد شد که در سطر آن گزینه‌ها و در ستون آن افراد (خبرگان) قرار می‌گیرد، محل تلاقی هر سطر با ستون هم امتیازی است که هر خبره به هر گزینه داده (جدول ۸).

جدول (۸): ماتریس نظرات خبرگان (N)

افراد گزینه‌ها	N ₁	N ₂	...	N _n
A ₁	r ₁₁	r ₁₂	...	r _{1n}
A ₂	r ₂₁	r ₂₂	...	r _{2n}
⋮	⋮	⋮		⋮
A _m	r _{m1}	r _{m2}	...	r _{mn}

منبع: یافته‌های تحقیق

r_{ij} : امتیاز خبره i ام به گزینه j ام.

گام دوم: بهنجار کردن ماتریس نظرات خبرگان (نرمالیزه کردن): به منظور قابل مقایسه شدن، ماتریس نظرات خبرگان با استفاده از رابطه (۱) به ماتریس بهنجار شده یا ماتریس بی‌مقیاس (N_1) تبدیل می‌شوند.

$$n_{ij} = \frac{r_{ij}}{\sqrt{\sum_{i=1}^m r_{ij}^2}} \quad \text{رابطه (۱):}$$

گام سوم: به دست آوردن ماتریس بی‌مقیاس موزن: برای به دست آوردن ماتریس بی‌مقیاس موزن (V)، ماتریس بی‌مقیاس شده (به دست آمده از گام دوم) را در ماتریس مربعی ($w_{n \times n}$) که عناصر قطر اصلی آن اوزان و دیگر عناصر آن صفر است، ضرب می‌کنیم.

$$V = N_1 \times w_{n \times n} \quad \text{رابطه ۲:}$$

گام چهارم: تعیین عامل ایده‌آل مثبت و ایده‌آل منفی: در این مرحله بایستی گزینه‌هایی که از نظر پاسخ‌دهندگان به عنوان مهم‌ترین عامل و کم‌اهمیت‌ترین گزینه مشخص شده‌اند،

شناسایی شوند. به عبارتی، ایده‌آل مثبت بزرگترین مقدار v و ایده‌آل منفی کوچکترین مقدار v است، رابطه (۳) و (۴) این موضوع را بیان می‌کند.
رابطه (۳)، ایده‌آل مثبت:

$$A^+ = \left\{ \left(\max_i V_{ij} \mid j \in J \right) \mid i = 1, 2, \dots, m \right\} = \{V_1^+, V_2^+, \dots, V_n^+\}$$

رابطه (۴)، ایده‌آل منفی:

$$A^- = \left\{ \left(\min_i V_{ij} \mid j \in J \right) \mid i = 1, 2, \dots, m \right\} = \{V_1^-, V_2^-, \dots, V_n^-\}$$

گام پنجم: محاسبه فاصله از ایده‌آل مثبت و منفی:

در این مرحله میزان فاصله هر یک از گزینه‌ها از ایده‌آل مثبت و ایده‌آل منفی با توجه به روابط (۵) و (۶) تعیین می‌شود.

$$d_i^+ = \sqrt{\sum_{j=1}^n (V_{ij} - V_j^+)^2} ; i = 1, 2, \dots, m \quad \text{رابطه (۵)، فاصله گزینه } i \text{ ام از ایده‌آل مثبت:}$$

$$d_i^- = \sqrt{\sum_{j=1}^n (V_{ij} - V_j^-)^2} ; i = 1, 2, \dots, m \quad \text{رابطه (۶)، فاصله گزینه } i \text{ ام از ایده‌آل منفی:}$$

فاصله هر یک از گزینه‌ها از ایده‌آل مثبت و منفی در جدول (۹) قرار دارد.

گام ششم: محاسبه میزان نزدیکی هر کدام از عوامل به عامل ایده‌آل مثبت و ایده‌آل منفی:
در این مرحله میزان نزدیکی هر یک از گزینه‌ها به ایده‌آل مثبت و ایده‌آل منفی (CL) طبق رابطه (۷) به دست می‌آید.

$$CL_i = \frac{d_i^-}{d_i^- + d_i^+} \quad \text{رابطه (۷):}$$

گام هفتم: رتبه‌بندی گزینه‌ها: در این مرحله گزینه‌ها براساس مقدار CL رتبه‌بندی می‌شوند؛ به عبارتی هر گزینه‌ای که CL بالاتری داشته باشد رتبه بهتری کسب خواهد کرد. جدول (۶) رتبه‌بندی گزینه‌ها را نشان می‌دهد.

جدول (۹): رتبه‌بندی گزینه‌ها

ردیف	گزینه‌ها	فاصله تا ایده‌آل مثبت	فاصله تا ایده‌آل منفی	CL	وزن گزینه
۱	عدم تبلیغات و نبود نگاه بازاریابی توسط سازمان‌های مربوطه	۰.۰۱	۰.۰۲۶	۰.۷۲۶	۰.۰۵۱
۲	تنوع کم اوراق با سطوح مختلف ریسک و سررسید	۰.۰۱۴	۰.۰۲۴	۰.۶۲۷	۰.۰۵۱
۳	کمبود دانش و تجربه در جذب وام و سرمایه‌گذاری بین‌المللی	۰.۰۲	۰.۰۱۸	۰.۴۷۴	۰.۰۵۱
۴	معیوب بودن سازوکارهای معرفی پروژه‌ها مزیت‌دار و نبود فرصت‌های برابر تأمین مالی	۰.۰۱۳	۰.۰۲۴	۰.۶۴۶	۰.۰۵۱
۵	نبود سازوکارهای رتبه‌بندی	۰.۰۱۲	۰.۰۲۴	۰.۶۶۵	۰.۰۵۱
۶	توزیع نامناسب تسهیلات و منابع تأمین مالی	۰.۰۲۳	۰.۰۱۴	۰.۳۸۱	۰.۰۵۱
۷	محدودیت در نسبت کفایت سرمایه و حجم نقدینگی صندوق‌ها	۰.۰۲	۰.۰۱۷	۰.۴۷۱	۰.۰۹۲
۸	پیچیدگی، کندی و هزینه زیاد فرایند انتشار	۰.۰۱۶	۰.۰۲۲	۰.۵۸۳	۰.۰۹۲
۹	فروش نامناسب اوراق سخاب و اخرا	۰.۰۲۱	۰.۰۱۴	۰.۴۰۴	۰.۰۹۲
۱۰	نقصان زیرساخت‌های تسویه و پرداخت در داخل و فضای بین‌المللی	۰.۰۲۲	۰.۰۱۵	۰.۳۹۸	۰.۰۹۲
۱۱	مقررات و ساختارهای نامناسب جذب سرمایه‌گذاری خارجی	۰.۰۲۲	۰.۰۱۴	۰.۳۸۸	۰.۰۹۲
۱۲	عدم آموزش مناسب مردم در جهت استفاده از فرصت‌های بهینه سرمایه‌گذاری	۰.۰۲۵	۰.۰۱۱	۰.۳۰۳	۰.۰۹۴
۱۳	عدم تبلیغات درست و قابل فهم برای عموم مردم در رسانه‌های دیداری و شنیداری در خصوص سرمایه‌گذاری	۰.۰۲۳	۰.۰۱۳	۰.۳۵۹	۰.۰۹۴

ردیف	گزینه‌ها	فاصله تا ایده‌آل مثبت	فاصله تا ایده‌آل منفی	CL	وزن گزینه
۱۴	بی‌اعتمادی و ذهنیت نادرست مردم نسبت به بازار سرمایه و سازوکارهای آن	۰.۰۱۲	۰.۰۲۵	۰.۶۷۴	۰.۰۹۴
۱۵	ذهنیت نادرست مردم در خصوص به‌دست‌آوردن سودهای کلان و موهومی از طریق بازارهای ارز و طلا	۰.۰۱۷	۰.۰۱۹	۰.۵۲	۰.۰۹۴
۱۶	پایین بودن فرهنگ خطرپذیری در سرمایه‌گذاری در میان عموم افراد جامعه	۰.۰۱۲	۰.۰۲۵	۰.۶۶۷	۰.۰۹۴
۱۷	انجماد نقدینگی صندوق‌ها در بانک‌ها و انحراف صندوق‌ها	۰.۰۲۵	۰.۰۱	۰.۲۸۶	۰.۱۷
۱۸	عدم انضباط مالی در نرخ جذب سپرده	۰.۰۱۹	۰.۰۱۶	۰.۴۵۶	۰.۱۷
۱۹	اعتماد و وابستگی زیاد به بخش بانکی در نظام اقتصادی کشور	۰.۰۲	۰.۰۱۶	۰.۴۴۷	۰.۱۷
۲۰	عدم تناسب بین بازدهی واقعی پروژه‌ها و بازدهی پرداختی به سرمایه‌گذاران	۰.۰۲۳	۰.۰۱۳	۰.۳۵۸	۰.۱۷
۲۱	افزایش نرخ‌ها به دلیل کمبود عرضه پول	۰.۰۲۵	۰.۰۱	۰.۲۹۷	۰.۱۷
۲۲	بالابودن نرخ تورم و ریسک نرخ ارز	۰.۰۱۴	۰.۰۲۳	۰.۶۲	۰.۱۷
۲۳	بازدهی‌های موهومی مؤسسات و بانک‌ها	۰.۰۲۴	۰.۰۱۱	۰.۳۱۹	۰.۱۷
۲۴	تأمین مالی کسری بودجه از طریق بازار بدهی و بدون پشتوانه بودن بدهی‌ها	۰.۰۲	۰.۰۱۷	۰.۴۶۱	۰.۱۷
۲۵	گزارشگری نامناسب شرکت و اطلاعات پروژه‌ها	۰.۰۲۲	۰.۰۱۳	۰.۳۸	۰.۲۴۲
۲۶	عدم نظارت در خصوص تسویه‌حساب و تأخیر در پرداخت سودها	۰.۰۱۳	۰.۰۲۴	۰.۶۶	۰.۲۴۲

ردیف	گزینه‌ها	فاصله تا ایده‌آل مثبت	فاصله تا ایده‌آل منفی	CL	وزن گزینه
۲۷	درهم تنیدگی و شفاف نبودن ساختارهای نظارتی	۰.۰۱۵	۰.۰۲۱	۰.۵۷۶	۰.۲۴۲
۲۸	نظارت‌های صوری و فاقد ضمانت اجرایی در فرآیند انتشار	۰.۰۲۵	۰.۰۱۲	۰.۳۲۵	۰.۲۴۲
۲۹	ضعف کارشناسی و تحلیل نامناسب سودآوری طرح‌ها و پروژه‌ها	۰.۰۱۱	۰.۰۲۵	۰.۶۸۲	۰.۱۲۴
۳۰	نبود شناخت کافی از مفهوم ریسک و سواد سرمایه‌گذاری	۰.۰۱۸	۰.۰۱۹	۰.۵۱۵	۰.۱۲۴
۳۱	عدم وجود ریسک نکول	۰.۰۲۸	۰.۰۰۷	۰.۲۰۹	۰.۱۲۴
۳۲	اهرم و لابی بالای شرکت‌ها در تعیین نرخ سودها و بی‌توجهی به کارشناسی‌ها	۰.۰۱۳	۰.۰۲۲	۰.۶۲۱	۰.۱۲۴

منبع: یافته‌های تحقیق

پس از وزن‌دهی انواع ریسک با روش آنتروپی شانون و مشخص شدن اولویت عوامل براساس روش تاپسیس در این مرحله براساس نمره گزینه‌ها براساس تاپسیس و وزن انواع ریسک و همچنین براساس روش آنتروپی شانون، رتبه‌بندی و اولویت‌بندی عوامل مؤثر به شرح زیر به دست می‌آید.

جدول (۱۰): رتبه‌بندی و اولویت‌بندی عوامل

رتبه	نمره نهایی	وزن آنتروپی شانون	نمره تاپسیس	عوامل
۱	۰,۱۵۹۷۲	۰,۲۴۲	۰,۶۶	عدم نظارت در خصوص تسویه حساب و تأخیر در پرداخت سودها
۲	۰,۱۳۹۳۹۲	۰,۲۴۲	۰,۵۷۶	درهم تنیدگی و شفاف نبودن ساختارهای نظارتی
۳	۰,۱۰۵۴	۰,۱۷	۰,۶۲	بالابودن نرخ تورم و ریسک نرخ ارز
۴	۰,۰۹۱۹۶	۰,۲۴۲	۰,۳۸	گزارشگری نامناسب شرکت و اطلاعات پروژه‌ها

رتبه	نمره نهایی	وزن آنتروپی شانون	نمره تاپسیس	عوامل
۵	۰,۰۸۴۵۶۸	۰,۱۲۴	۰,۶۸۲	ضعف کارشناسی و تحلیل نامناسب سودآوری طرح‌ها و پروژه‌ها
۶	۰,۰۷۸۶۵	۰,۲۴۲	۰,۳۲۵	نظارت‌های صوری و فاقد ضمانت اجرایی در فرآیند انتشار
۷	۰,۰۷۸۳۷	۰,۱۷	۰,۴۶۱	تأمین مالی کسری بودجه از طریق بازار بدهی و بدون پشتوانه بودن بدهی‌ها
۸	۰,۰۷۷۵۲	۰,۱۷	۰,۴۵۶	عدم انضباط مالی در نرخ جذب سپرده
۹	۰,۰۷۷۰۰۴	۰,۱۲۴	۰,۶۲۱	اهرم و لابی بالای شرکت‌ها در تعیین نرخ سودها و بی‌توجهی به کارشناسی‌ها
۱۰	۰,۰۷۵۹۹	۰,۱۷	۰,۴۴۷	اعتماد و وابستگی زیاد به بخش بانکی در نظام اقتصادی کشور
۱۱	۰,۰۶۳۸۶	۰,۱۲۴	۰,۵۱۵	نبود شناخت کافی از مفهوم ریسک و سواد سرمایه‌گذاری
۱۲	۰,۰۶۳۳۵۶	۰,۰۹۴	۰,۶۷۴	بی‌اعتمادی و ذهنیت نادرست مردم نسبت به بازار سرمایه و سازوکارهای آن
۱۳	۰,۰۶۲۶۹۸	۰,۰۹۴	۰,۶۶۷	پایین بودن فرهنگ خطرپذیری در سرمایه‌گذاری در میان عموم افراد جامعه
۱۴	۰,۰۶۰۸۶	۰,۱۷	۰,۳۵۸	عدم تناسب بین بازدهی واقعی پروژه‌ها و بازدهی پرداختی به سرمایه‌گذاران
۱۵	۰,۰۵۴۲۳	۰,۱۷	۰,۳۱۹	بازدهی‌های موهومی مؤسسات و بانک‌ها
۱۶	۰,۰۵۳۶۳۶	۰,۰۹۲	۰,۵۸۳	پیچیدگی، کندی و هزینه‌ی زیاد فرایند انتشار
۱۷	۰,۰۵۰۴۹	۰,۱۷	۰,۲۹۶	افزایش نرخ‌ها به دلیل کمبود عرضه پول
۱۸	۰,۰۴۸۸۸	۰,۰۹۴	۰,۵۲	ذهنیت نادرست مردم در خصوص به‌دست‌آوردن سودهای کلان و موهومی از طریق بازارهای ارز و طلا
۱۹	۰,۰۴۸۶۲	۰,۱۷	۰,۲۸۶	انجماد نقدینگی صندوق‌ها در بانک‌ها و انحراف صندوق‌ها

رتبه	نمره نهایی	وزن آنتروپی شانون	نمره تاپسیس	عوامل
۲۰	۰,۰۴۳۳۳۲	۰,۰۹۲	۰,۴۷۱	محدودیت در نسبت کفایت سرمایه و حجم نقدینگی صندوق‌ها
۲۱	۰,۰۳۷۱۶۸	۰,۰۹۲	۰,۴۰۴	فروش نامناسب اوراق سخاب و اخزا
۲۲	۰,۰۳۷۰۲۶	۰,۰۵۱	۰,۷۲۶	عدم تبلیغات و نبود نگاه بازاریابی توسط سازمان‌های مربوطه
۲۳	۰,۰۳۶۶۱۶	۰,۰۹۲	۰,۳۹۸	نقصان زیرساخت‌های تسویه و پرداخت در داخل و فضای بین‌المللی
۲۴	۰,۰۳۵۶۹۶	۰,۰۹۲	۰,۳۸۸	مقررات و ساختارهای نامناسب جذب سرمایه‌گذاری خارجی
۲۵	۰,۰۳۳۹۱۵	۰,۰۵۱	۰,۶۶۵	نبود سازوکارهای رتبه‌بندی
۲۶	۰,۰۳۳۷۴۶	۰,۰۹۴	۰,۳۵۹	عدم تبلیغات درست و قابل فهم برای عموم مردم در رسانه‌های دیداری و شنیداری در خصوص سرمایه‌گذاری
۲۷	۰,۰۳۲۹۴۶	۰,۰۵۱	۰,۶۴۶	معیوب بودن سازوکارهای معرفی پروژه‌ها مزیت‌دار و نبود فرصت‌های برابر تأمین مالی
۲۸	۰,۰۳۱۹۷۷	۰,۰۵۱	۰,۶۲۷	تنوع کم اوراق با سطوح مختلف ریسک و سررسید
۲۹	۰,۰۲۸۴۸۲	۰,۰۹۴	۰,۳۰۳	عدم آموزش مناسب مردم در جهت استفاده از فرصت‌های بهینه سرمایه‌گذاری
۳۰	۰,۰۲۵۹۱۶	۰,۱۲۴	۰,۲۰۹	عدم وجود ریسک نکول
۳۱	۰,۰۲۴۱۷۴	۰,۰۵۱	۰,۴۷۴	کمبود دانش و تجربه در جذب وام و سرمایه‌گذاری بین‌المللی
۳۲	۰,۰۱۹۴۳۱	۰,۰۵۱	۰,۳۸۱	توزیع نامناسب تسهیلات و منابع تأمین مالی

منبع: یافته‌های تحقیق

نتیجه‌گیری و ارائه پیشنهاد‌های سیاستی

هر کشوری برای توسعه و رشد اقتصادی نیازمند جذب سرمایه‌گذاری و هدایت منابع مالی به سمت بخش‌های اولویت‌دار است. تخصیص بهینه منابع مالی به وسیله بازارهای مالی کارا و اثربخش ممکن می‌شود. در چند سال اخیر انتشار انواع صکوک در سطح بازارهای بین‌المللی و داخلی رشد قابل‌ملاحظه‌ای داشته است. با این حال همچنان در کشور ما بخش کوچکی از تأمین مالی اقتصاد از طریق بازار سرمایه صورت می‌گیرد. مقاله حاضر به دنبال شناسایی و اولویت‌بندی موانع گسترش این بازار بوده است.

در این مقاله پس از وزن‌دهی انواع آسیب‌ها با روش آنتروپی شانون و مشخص شدن اولویت عوامل براساس روش تاپسیس، از نظر خبرگان عدم تبلیغات درست و قابل‌فهم برای عموم مردم در رسانه‌های دیداری و شنیداری در خصوص سرمایه‌گذاری مهم‌ترین مانع گسترش بازار صکوک در ایران معرفی شده است.

از نظر خبرگان عدم نظارت در خصوص تسویه‌حساب و تأخیر در پرداخت سودها، درهم‌تندگی و شفاف نبودن ساختارهای نظارتی، بالابود نرخ تورم و ریسک نرخ ارز، گزارشگری نامناسب شرکت و اطلاعات پروژه، ضعف کارشناسی و تحلیل نامناسب سودآوری پروژه‌ها، نظارت‌های صوری و فاقد ضمانت اجرا در فرایند انتشار، تأمین مالی کسری بودجه از طریق بازار بدهی و بدون پشتوانه بودن بدهی‌ها، عدم انضباط مالی در نرخ جذب سپرده و... عواملی هستند که مانع گسترش کمی و کیفی بازار سرمایه می‌شوند.

یادداشت‌ها

1. Financial Markets
2. Holloway & Todres
3. Hwang, C. L., & Yoon, K

کتابنامه

آذر، عادل؛ و رجب‌زاده، علی (۱۳۸۱). تصمیم‌گیری کاربردی (رویکرد *MADM*). تهران: نگاه دانش.

اشرف‌زادگان، سیدمحمد رضا (۱۳۹۵). آسیب‌شناسی مالی و فقهی - حقوقی انتشار اوراق اجاره در ایران (پایان‌نامه کارشناسی ارشد). دانشگاه امام صادق علیه‌السلام، تهران، ایران.

توحیدی، محمد؛ و یارمحمدی، رضا (۱۳۹۶). بررسی تحلیلی وضعیت بازار اوراق بهادار اسلامی (صکوک) در ایران و جهان. تهران: مرکز پژوهش، توسعه و مطالعات اسلامی سازمان بورس و اوراق بهادار.

توحیدی، محمد (۱۳۹۴). الزامات توسعه بازار اوراق بهادار اسلامی (صکوک). تهران: مرکز پژوهش، توسعه و مطالعات اسلامی سازمان بورس و اوراق بهادار.

ثابتی، میثم (۱۳۹۴). شناسایی و اولویت‌بندی عوامل اثرگذار بر بازاریابی رابطه‌مند در شرکت‌های بیمه (مورد مطالعه شرکت‌های بیمه ایران استان البرز (پایان‌نامه کارشناسی ارشد). دانشگاه آزاد اسلامی، واحد نراق، مرکزی، ایران.

حسن‌زاده، علی؛ احمدیان، اعظم (۱۳۹۱). پیش‌بینی ظرفیت انتشار صکوک در ایران. *دوفصلنامه*

تحقیقات مالی اسلامی، ۱(۲)، ۵۷-۸۷. Doi: 10.30497/ifr.2012.1523

خوزین، علی (۱۳۹۶). رتبه‌بندی عوامل مؤثر در گسترش سرمایه‌گذاری بر روی صکوک با استفاده از تحلیل سلسله مراتبی فازی. *دوفصلنامه تحقیقات مالی اسلامی*، ۷(۱)، ۲۱۹-۲۴۶.

Doi: 10.30497/ifr.2017.2132

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.

رحیمی، زهرا (۱۳۸۱). بررسی آثار اقتصادی انتشار اوراق مشارکت و روش‌های گسترش کاربرد آن در تأمین مالی (چاپ اول). تهران: پژوهشکده پولی و بانکی بانک مرکزی جمهوری اسلامی ایران.

رستمی، محمدزمان؛ و رستمی، محمدهادی (۱۳۹۶). بررسی حقوقی اقتصادی اوراق اجاره و

آسیب‌شناسی آن در بانکداری اسلامی. *دوفصلنامه مطالعات اقتصاد اسلامی*، ۱۰(۱۹)،

۱۱۵-۱۴۰.

رحیمی، سحر (۱۳۹۵). شناسایی و رتبه‌بندی عوامل مؤثر بر جذب منابع مالی با استفاده از مدل

p4 در شعب بانک سپه استان چهارمحال بختیاری (پایان‌نامه کارشناسی ارشد). دانشگاه آزاد

اسلامی، واحد نراق، مرکزی، ایران.

رضایی، یکتا (۱۳۹۴). شناسایی و رتبه‌بندی عوامل مؤثر بر جذب منابع مالی با استفاده از مدل *p4* در شعب بانک استان مرکزی (پایان‌نامه کارشناسی ارشد). دانشگاه آزاد اسلامی، واحد نراق، مرکزی، ایران.

شرکت مدیریت دارایی مرکزی (۱۳۹۵). *توسعه ابزارهای تأمین مالی بازار سرمایه*. تهران: کمیته توسعه ابزارها.

مفتاحی، مریم (۱۳۹۲). *بررسی اثرات زیست‌محیطی اجرای طرح منطقه نمونه گردشگری سد ماملو با استفاده از روش‌های تاپسیس و انتروپی* (پایان‌نامه کارشناسی ارشد). دانشگاه آزاد اسلامی، واحد علوم و تحقیقات، تهران، ایران.

موسویان سیدعباس؛ کاوند، مجتبی؛ و ردادی، علی (۱۳۸۹). اوراق بهادار (صکوک) مضاربه؛ ابزاری مناسب برای توسعه بخش صادرات ایران. *جستارهای اقتصادی*، ۷(۱۳)، ۱۴۵-۱۷۲. موسویان، سیدعباس؛ و کشاورزبان، احمد (۱۳۹۱). *آسیب‌شناسی انتشار صکوک اجاره در بانک‌های ایران؛ مطالعه موردی بانک سپه*. فصلنامه پژوهش‌ها و سیاست‌های اقتصادی، ۱۸(۶۹)، ۱۵۱-۱۷۸.

موسویان، سید عباس (۱۳۹۱). *بازار سرمایه اسلامی (۱)*. تهران: پژوهشگاه فرهنگ و اندیشه اسلامی.

نجفی، مهدی (۱۳۸۵). *بررسی فرایند تأمین مالی از طریق انتشار اوراق صکوک*. فصلنامه بورس، ۱۳(۵۳)، ۳۶-۴۳.

نظرپور، محمدنقی؛ و طیبه، گل‌محمدی (۱۳۹۷). *آسیب‌شناسی انتشار اوراق مشارکت بانک مرکزی جمهوری اسلامی ایران*. فصلنامه اقتصاد و بانکداری اسلامی، ۲۲، ۱۵۳-۱۳۱.

تسلیمی، محمدسعید، نوروزی، خلیل؛ و عبدالحسین‌زاده، محمد (۱۳۹۵). شناسایی و اولویت‌بندی ابعاد و مؤلفه‌های فرهنگی - اجتماعی مؤثر بر مدیریت جهادی در نظام اداری دانشگاه‌ها، رویکردی میان‌رشته‌ای. *دوفصلنامه پاسداری فرهنگی انقلاب اسلامی*، ۶(۱۳)، ۱۹۱-۱۶۳.

وهابی، سیدغفار (۱۳۹۴). شناسایی و رتبه‌بندی عوامل تأثیرگذار بر مدیریت تقاضای آب شرب (پایان‌نامه کارشناسی ارشد). دانشگاه آزاد اسلامی، واحد نراق، مرکزی، ایران.

Adam, N. J. (2005). Sukuk: A Panacea for Convergence and Capital Market Development in the OIC Countries. In *Islamic Economics and Banking in the 21st Century: Proceedings of the 6th International Conference on Islamic*

- Economics and Finance, Islamic Research and Training Institute (IRTI), Jeddah (Vol. 2).*
- Arnett, G. W. (2011). *Global Securities Markets: Navigating the World's Exchanges and OTC Markets (Vol. 670)*. John Wiley & Sons.
- Aroonpoolsup, S. (2012). *Islamic financial markets: performance and prospects* (Doctoral Dissertation, Aligarh Muslim University).
- Ayturk, Y., Asutay, M., & Aksak, E. (2017). What Explains Corporate Sukuk Primary Market Spreads?. *Research in International Business and Finance, 40*, 141-149.
- Awang, S. A., Muhammad, F., & Hussin, M. Y. M. (2012). Development of Sukuk Ijarah in Malaysia. *Journal of Islamic Economics, Banking and Finance, 113(456)*, 1-12.
- Cardinale, I., & Scazzieri, R. (2016). Structural Liquidity: The Money-Industry Nexus. *Structural Change and Economic Dynamics, 39*, 46-53.
- Edwards, A. (2006). Corporate Bond Market Microstructure and Transparency: The US Experience. *BIS Papers, 26*, 31-38.
- Holloway, I., & Todres, L. (2003). The Status of Method: Flexibility, Consistency and Coherence. *Qualitative Research, 3(3)*, 345-357.
- Issarachaiyos, S. (2012). *Assessment of Subnational Bond Market Development: A Cross-Country Comparison*. University of Nebraska at Omaha.
- Maghyereh, A. I., & Awartani, B. (2016). Dynamic Transmissions between Sukuk and Bond Markets. *Research in International Business and Finance, 38*, 246-261.
- Plummer, M. G., & Click, R. W. (2005). Bond Market Development and Integration in ASEAN. *International Journal of Finance & Economics, 10(2)*, 133-142.
- Sukuk Guidebook, (2009). Dubai International Financial Centre, 66-72.
- Schou-Zibell, L., & Wells, S. (2008). India's Bond Market-Developments and Challenges Ahead. *ADB Regional Economic Integration Working Paper, (22)*.
- Smaoui, H., Mimouni, K., & Temimi, A. (2017). Sukuk, Banking System, and Financial Markets: Rivals or Complements?. *Economics Letters, 161*, 62-65.
- Smaoui, H., & Nechi, S. (2017). Does Sukuk Market Development Spur Economic Growth?. *Research in International Business and Finance, 41*, 136-147.
- Tariq, A. A. (2004). Managing Financial Risks of Sukuk Structures. *Loughborough University, UK, September (mimeo)*.