

تأثیر صکوک بین الملل بر رشد اقتصادی کشورهای GCC درس‌هایی برای اقتصاد ایران

۱۵۹

تاریخ دریافت: ۱۴۰۰/۰۳/۲۵ تاریخ پذیرش: ۱۴۰۱/۰۸/۲۱

فصلنامه علمی اقتصاد اسلامی / مقاله علمی پژوهشی / سال بیست و دوم / شماره ۸۷ / پاییز ۱۴۰۱

جواد محمدی*
احمد قاسمزاده خسروشاهی**
مریم خلیلی عراقی***

چکیده

یکی از چالش‌های اصلی فعالیتهای مولد اقتصادی در کشور، محدودیت دسترسی به منابع مالی علی‌رغم بالابودن سطح کل نقدینگی کشور و همچنین ظرفیتهای بین‌المللی در حوزه تأمین مالی است. این وضعیت از هدایت نقدینگی و اعتباری ناقص و غیرمؤثر حکایت دارد. یکی از ابزارهای مؤثر هدایت نقدینگی داخلی و خارجی به فعالیتهای مولد اقتصادی، صکوک هستند که توسط کشورهای اسلامی استفاده شده است. این مطالعه به این موضوع می‌پردازد که آیا تأمین مالی از طریق صکوک بین‌المللی بر رشد کشورهای اسلامی تأثیر معنادار داشته است که بتوان از این تجربه در راستای تأمین مالی فعالیتهای مولد کشور استفاده کرد؟ در این راستا کشورهای حاشیه خلیج فارس طی دوره زمانی ۲۰۲۰-۲۰۰۱ با استفاده از رویکرد رگرسیونی داده‌های ترکیبی بررسی شده‌اند. نتایج نشان می‌دهد که انتشار صکوک تأثیر معناداری در رشد اقتصادی کشورهای مورد بررسی داشته و در صورت برنامه‌ریزی و سیاستگذاری صحیح این ابزار در ایران نیز می‌تواند راهگشا باشد.

واژگان کلیدی: اوراق ارزی، صکوک بین‌الملل، رشد اقتصادی، کشورهای GCC، نظام مالی ایران، نقدینگی.
طبقه‌بندی JEL: B26, G15, P34, P43.

*. گروه مدیریت، اقتصاد و حسابداری، واحد تبریز، دانشگاه آزاد اسلامی، تبریز، ایران.

Email: javadmhmd@gmail.com

** گروه مدیریت، اقتصاد و حسابداری، واحد تبریز، دانشگاه آزاد اسلامی، تبریز، ایران (نویسنده مسئول).

Email: khosroshahi@iaut.ac.ir

*** گروه مدیریت و اقتصاد، واحد علوم و تحقیقات، دانشگاه آزاد اسلامی، تهران، ایران.

Email: m.khaliliraghi@gmail.com

مقدمه

گره‌خوردن فرایند توسعه به تصویب و اجرای قوانین، برنامه‌های توسعه کشور را به کلیشه‌ای بی‌محتوا مبدل نموده است. زمانی که به چالش کشیدن فضای عینی اقتصاد ممکن نباشد، قوانین برنامه‌های توسعه با تکیه بر مدل‌های کمی، سودای تحول نهادی را به تدریج کنار می‌گذارند. قوانین مزبور انتزاعیات مدونی هستند که در بهترین حالت در چارچوب نهادهای موجود به مدل‌سازی کمی می‌پردازند و هر از گاهی با برنامه‌های مقطعی مثل «سند تحول دولت مردمی» یا طرح‌هایی توخالی مانند «هدایت نقدینگی به سمت تولید» تکمیل می‌شوند. در این شرایط قوانین بودجه مصوب که قرار است اهداف سالانه برنامه توسعه را محقق کنند فارغ از هر انطباقی با یک برنامه مدون به تأمین مالی مقطعی هزینه‌ها می‌انجامند. پول ملی ایران در مقابل سایر ارزها، به دلیل تورم موجود در جامعه، تضعیف شده است که تورم مزبور نیز معلول رشد نقدینگی است. کارشناسان اقتصادی معتقدند یکی از مهم‌ترین راه‌های رهایی از وضعیت فعلی اهمیت دادن به موضوع تولید داخلی می‌باشد. ایجاد ظرفیت تولیدی منجر به اشتغال‌زایی و افزایش درآمد مردم و جبران کاهش ارزش پول ملی می‌گردد. دستیابی به رشد اقتصادی و تخصیص بهینه منابع کمیاب اقتصاد به گزینه‌های مختلف سرمایه‌گذاری، مستلزم نهادهای مالی توانمند و بازارهای مالی توسعه یافته است. در ایران به دلیل مشکلات نظام تأمین مالی بانک‌پایه، عدم تنوع ابزارهای تأمین مالی و عدم توجه کافی به بازار سرمایه به عنوان محلی برای جذب و به‌کارانداختن سرمایه‌های راکد، انتقال وجه از بخش‌های دارای مازاد نقدینگی به بخش‌های تولیدی و صنعتی به خوبی صورت نمی‌گیرد. با وجود افزایش چند برابری نقدینگی اقتصاد، همچنان بنگاه‌های اقتصادی برای تأمین مالی سرمایه در گردش مورد نیاز و مخارج سرمایه‌ای با مشکلات عدیده‌ای مواجه هستند.

برای برون‌رفت از مشکلات نظام تأمین مالی کشور، استفاده از ابزارهای نوین تأمین مالی، به همراه به‌کارگیری ظرفیت‌های استفاده‌نشده بازار سرمایه می‌تواند مؤثر باشد. یکی از مشکلات مهم بازار سرمایه در کشور ما عدم تنوع ابزارهای مالی متناسب با سلیقه سرمایه‌گذاران مختلف می‌باشد که با عرضه صکوک این مشکل برطرف شده و ابزارهای متنوعی که منطبق بر احکام اسلامی است مورد استفاده قرار می‌گیرند و وجوه لازم برای

اجرای طرح‌های سرمایه‌گذاری در چارچوب قوانین اسلامی فراهم شده و نقدینگی موجود به سرمایه‌گذاری واقعی در بخش‌های فعال اقتصادی، تولید و یا ایجاد اشتغال تبدیل می‌گردد. متأسفانه با وجود پتانسیل‌های موجود در ایران و وجود حجم عظیم نقدینگی که به سمت بازارهای کاذب هجوم می‌برد، روند انتشار صکوک و خصوصاً صکوک ارزی در کشور به هیچ عنوان رضایت‌بخش نمی‌باشد. مزیت اصلی این بازار فراهم‌آوردن امکان سرمایه‌گذاری در بخش‌های عمومی و خصوصی کشور بدون نگرانی از نوسانات نرخ ارز از طریق ایجاد ابزارهای مشتقه جدید خواهد بود. نظر به اینکه فرایند عرضه صکوک طوری بوده که امکان سفته‌بازی و فعالیت‌های سوداگرانه به دلیل وجود متعهد پذیرهنویسی، ضامن، نهاد واسط و نهاد ناظر در آن وجود ندارد و صرفاً می‌بایست در موضوع مربوطه سرمایه‌گذاری شکل گیرد، خود زمینه‌ساز رونق تولید، افزایش تولید ناخالص داخلی و بالتبع افزایش درآمد تک‌تک افراد جامعه است. اصطلاح صکوک برگرفته از واژه عربی صک به معنای چک، نوشته بدهکار، سفته و یا قبض بدهی است. کمیته خدمات مالی اسلامی نیز در سال ۲۰۰۵ صکوک را این‌گونه تعریف نموده است: «گواهی‌هایی که نشان‌دهنده مالکیت مشاع دارندگان اوراق در بخش تقسیم‌نشده دارایی پایه است که تمام حقوق و تعهدات به آن دارایی پایه مرتبط می‌گردد». صکوک شامل گواهی‌هایی با ارزش یکسان در دارایی‌های مشهود بوده و هر برگه آن نمایانگر مالکیت در دارایی و حق انتفاع از سود حاصل از پروژه‌های خاص و فعالیت‌های سرمایه‌گذاری می‌باشد (Smaoui & Ghouma, 2020, p.1). تبدیل به اوراق بهادار نمودن دارایی‌ها یکی از مهم‌ترین و سریع‌ترین نوآوری مالی و ابزار مالی در بخش مالی جهانی طی ۳۰ سال گذشته می‌باشد. این محصول ترکیبی از تکنولوژی اوراق بهادار مشتقه و تکنولوژی مهندسی مالی است که منجر به افزایش نسبت کفایت سرمایه مؤسسات مالی، افزایش نقدینگی جهت سرمایه‌گذاری‌های مولد، کاهش هزینه سرمایه و کاهش ریسک نرخ بهره می‌گردد (Liang, 2018, pp.687-688). به دلیل حرام‌بودن ربا استفاده از اوراق قرضه برای مسلمانان حرام می‌باشد؛ از این رو صکوک برای رسیدن به اهداف اقتصادی مطلوب به شیوه‌ای که با اصل و روح شریعت مطابقت داشته باشد ساخته می‌شوند. این اوراق جهت سرمایه‌گذاری در دارایی‌های ملموس برای اهداف تولیدی استفاده شده و سرمایه‌گذاری صورت گرفته و

کسب سود ناشی از آن اصل اساسی تأمین مالی اسلامی است (IIFM, 2018, p.80). امروزه به خوبی ثابت شده است که توسعه مالی به طور گسترده‌ای به رشد اقتصادی منجر می‌شود (King & Levine, 1993, p.540). رشد و توسعه بازار صکوک در چند سال اخیر در دنیا عمدتاً به دلیل نقش آن در کنترل نقدینگی است و مدیریت نقدینگی در سطح کلان و خرد از عواملی است که می‌تواند سبب توسعه بازارهای مالی اسلامی شود (حسن‌زاده و احمدیان، ۱۳۹۱ الف، ص ۵۷).

کشورهای حاشیه خلیج فارس از سال ۲۰۰۱ الی ۲۰۲۰ با انتشار مبلغ ۱۹۶,۲۹۷ میلیون دلار صکوک بین‌الملل ۵۹ درصد از کل صکوک بین‌الملل منتشر شده در دنیا که مبلغ ۳۳۲,۳۲۵ میلیون دلار است را به خود اختصاص داده‌اند (IIFM, 2020). سهم کشور امارات ۲۷ درصد و کشور عربستان ۲۰ درصد می‌باشد. انتشار اوراق ارزی در کشور ما صرفاً در سال‌های ۱۳۸۰، ۱۳۸۱ و ۱۳۸۹ صورت گرفته که در مجموع مبلغ ۲,۰۰۰ میلیون یورو است که این آمار زیر یک درصد از کل صکوک بین‌الملل منتشره در دنیا را شامل می‌گردد و برای کشور ایران که مردم آن خیل عظیم ارزهای خارجی را در اختیار دارند نگران‌کننده می‌باشد.

شرط اصلی تحرک و به‌جریان‌انداختن ارزهای خانگی ایجاد اعتماد در افراد برای سرمایه‌گذاری بوده که لازمه آن ارزی بودن کل فرایند سرمایه‌گذاری از زمان انتشار اوراق، پرداخت سود کوپن و تسویه می‌باشد. ایجاد سقف انتشار اوراق ارزی برای شرکت‌هایی که درآمد ارزی دارند یکی از اقدامات مهمی است که می‌تواند انجام گردد. در واقع اگر ناشر اوراق امکان بازپرداخت اصل و سود اوراق ارزی از محل صادرات را داشته باشد هیچ بخشی از فرایند انتشار اوراق از زمان عرضه تا سررسید اثر منفی بر بازار ارز نخواهد داشت. در صورتی که اوراق بر مبنای ارزهای بین‌المللی در بورس عرضه گردد و امکان تبدیل پول ملی به ارز خارجی جهت خرید اوراق وجود داشته باشد علاوه بر جذب نقدینگی موجود، تقاضا برای ارز جهت نگهداری در منزل نیز کاهش چشمگیری پیدا می‌نماید؛ چراکه شخص با سرمایه‌گذاری ارزی می‌تواند از سود حاصل از سرمایه‌گذاری خود به صورت ارز منتفع گردد و ثمره این کار شکل‌گیری رونق بازار بدهی ارزی می‌باشد که یک دستاورد راهبردی برای اقتصاد ایران محسوب می‌گردد.

بخش اول مقاله حاضر به مبانی نظری تأثیر صکوک بین‌الملل بر رشد اقتصادی اختصاص دارد. قسمت دوم به مروری بر مطالعات انجام‌شده می‌پردازد. بخش سوم به بررسی تأثیر صکوک بین‌الملل بر رشد اقتصادی می‌پردازد که شامل معرفی متغیرهای مدل و برآورد مدل است و بخش پایانی به نتایج و بحث مقاله اختصاص دارد.

مبانی نظری

صکوک جزء نوظهور سیستم مالی جهان اسلام بوده و کلاس جدیدی از ابزار مالی اسلامی است که بر اساس قراردادهایی با ساختار منعطف طراحی گردیده و یک منبع جایگزین برای تأمین مالی می‌باشد. توسعه بازار صکوک بخش جدایی‌ناپذیر توسعه مالی یک کشور اسلامی از طریق تأمین اعتبار پروژه‌ها و توسعه زیرساخت‌های در یک کشور محسوب می‌گردد. این اوراق وسیله‌ای برای تأمین مالی بودجه دولت از طریق صدور صکوک دولتی، منبعی برای تأمین مالی شرکت‌ها از طریق صدور صکوک شرکتی و راهی برای تأمین مالی با ارزهای خارجی می‌باشد (Al-raeai t al, 2019, p.3).

کارکردهای صکوک

۱. بهترین شیوه تأمین سرمایه پروژه‌ها و فعالیت‌های اقتصادی بزرگ است که خارج از توان مالی فرد یا یک شرکت خصوصی و حتی دولت است.
۲. راهکار بسیار مناسبی برای سرمایه‌گذارانی است که در پی سرمایه‌گذاری مازاد منابع مالی خویش هستند و درعین حال مایل‌اند منابع خود را در صورت نیاز، به آسانی بازپس گیرند. به‌طور طبیعی چنین اوراقی، بازارهای ثانوی برای دادوستد دارند و در هر زمان که سرمایه‌گذار (دارنده اوراق بهادار) به همه اموال سرمایه‌گذاری خود یا بخشی از آن نیاز داشت می‌تواند به فروش تمام یا قسمتی از آنها اقدام کند و بهای آن را شامل اصل و سود به دست آورد.
۳. شیوه بسیار مناسبی برای مدیریت نقدینگی است. بانک‌ها و مؤسسه‌های مالی اسلامی می‌توانند با یاری‌گرفتن از آن، نقدینگی خود را مدیریت کنند، بدین صورت که اگر نقدینگی مازادی داشته باشند به خرید اوراق و چنان‌که نیاز به

نقدینگی داشتند، به فروش آنها در بازارهای ثانوی اقدام می‌کنند و از این راه کسری یا مازاد منابع نقدی خود را مدیریت می‌کنند.

۴. ابزار بسیار مناسبی برای مدیریت ریسک و نااطمینانی است. فعالان اقتصادی در مسیر سرمایه‌گذاری با انواعی از موقعیت‌های بازده و ریسک مواجه‌اند. تنوع ابزارهای مالی اسلامی از جهت بازده و ریسک به آنان این امکان را می‌دهد متناسب با شرایط سرمایه‌گذاری و سلیقه‌های سرمایه‌گذاران مالی اقدام به انتشار اوراق بهادار کرده و ریسک خود را مدیریت کنند.

۵. وسیله مناسبی برای توزیع عادلانه ثروت و درآمد‌هاست. سرمایه‌گذاری از طریق این ابزار موجب می‌شود ثروت و درآمد در گستره وسیع‌تری و بدون آنکه فقط در اختیار شمار معدودی از ثروتمندان باشد جریان یابد و این از بزرگ‌ترین اهدافی است که اقتصاد اسلامی همواره در پی آن است (توحیدی و یارمحمدی، ۱۳۹۶، ص ۵-۶).

چارچوب نظری رشد اقتصادی

رشد اقتصادی افزایش رفاه سطح زندگی را بر مبنای تولید واقعی صورت گرفته به ازای هر نفر، توصیف می‌کند (M Wijaya, 1999). تئوری رشد اقتصادی هارودومار بیان می‌کند که برای افزایش رشد اقتصادی در یک کشور لازم است سرمایه به عنوان یک پس‌انداز مازاد از دارایی حاصل شود. بر اساس تئوری نئوکلاسیک، رشد اقتصادی به توسعه عوامل تولید یعنی نیروی کار، سرمایه، جمعیت و فناوری بستگی دارد (Jonaidi, 2012). سرمایه ایجادشده از محل پس‌اندازهای مردم (جریان‌ات نقدینگی) در صورت هدایت به سمت فعالیت‌های مولد اقتصادی سبب افزایش سرمایه‌گذاری ملی می‌گردد. رشد اقتصادی بالا سبب تداوم توسعه اقتصادی و افزایش رفاه یک کشور می‌شود. با توجه به افزایش جمعیت نیازهای روزانه نیز افزایش می‌یابد؛ بنابراین هر سال درآمد مازاد مورد نیاز می‌باشد. افزایش درآمد را می‌توان با افزایش تولید کل یا تولید ناخالص داخلی به دست آورد (Syamsul and Soesatyo, 2020). اقتصاددانان زیادی نظیر مک‌کینون (۱۹۷۳)، فرای (۱۹۹۵)، کینگ و لوین (۱۹۹۳) بر اهمیت بازارهای مالی و نقش کلیدی آن در توسعه و رشد اقتصادی تأکید دارند. شومپتر توسعه مالی را جزء جدایی‌ناپذیر فرایند رشد اقتصادی برشمرده و هیکس معتقد است که در انگلستان

اختراعات به همراه بخش مالی عامل اصلی رشد پایدار اقتصادی این کشور در قرن هجدهم بوده است (Luintel & Khan, 1999, p.382). همیکس نشان داد که بازارهای مالی با سوق دادن سرمایه‌ها در مسیر سرمایه‌گذاری‌های بزرگ نقش حیاتی را در صنعتی‌شدن انگلستان بر عهده داشته است (Sinha & Macri, 2001, p.4). سیستم مالی توسعه‌یافته با انتخاب پروژه‌های با بازدهی بالاتر، تجمیع پس‌اندازها، نظارت بر عملکرد مدیران، افزایش قدرت تجارت، کاهش ریسک، تسهیل مبادلات تجاری، شناسایی فرصت‌های طلایی سرمایه‌گذاری، تخصیص بهینه منابع، افزایش سرعت انباشت سرمایه فیزیکی و فراهم نمودن اطلاعات برای سرمایه‌گذاران به دنبال آن است که با افزایش بهره‌وری و کاهش هزینه مبادله سرعت رشد اقتصادی را افزایش دهد (Beck, Levine & Loayza, 2000, p.32).

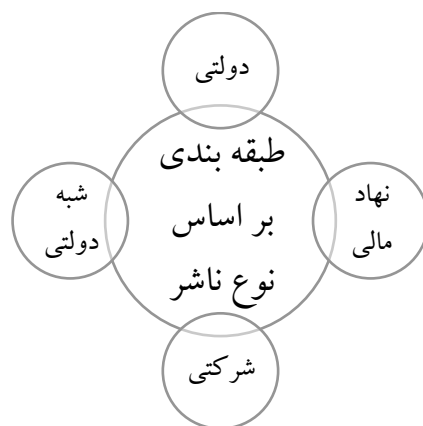
طبقه‌بندی صکوک بر اساس نوع عقود

سازمان حسابداری و حسابرسی نهادهای مالی اسلامی (AAOIFI) در استاندارد شماره ۱۷ شرعی‌اش، بر اساس نوع قراردادهای شرعی پایه، ۱۴ نوع صکوک را به شرح نمودار ۱ معرفی نموده است.

۱. صکوک اجاره (مالکیت در دارایی‌های اجاره داده شده)
۲. صکوک اجاره (مالکیت منابع دارایی‌های موجود)
۳. صکوک اجاره (مالکیت منافع دارایی‌هایی که در آینده ساخته می‌شود)
۴. صکوک اجاره (مالکیت خدمات مشخص)
۵. صکوک اجاره (مالکیت خدماتی که در آینده فراهم می‌شود)
۶. صکوک سلم (سلف) (خرید کالایی که در آینده تحویل داده می‌شود)
۷. صکوک استصناع (ساخت/ تولید کالاها)
۸. صکوک مرابحه (خرید کالاها)
۹. صکوک مشارکت
۱۰. صکوک مضاربه
۱۱. صکوک وکالت (عاملیت سرمایه‌گذاری)
۱۲. صکوک مزارعه
۱۳. صکوک مساقات (آبیاری)
۱۴. صکوک مغارسه (کشاورزی)

نمودار ۱: طبقه‌بندی صکوک بر اساس نوع عقود (توحیدی و یارمحمدی، ۱۳۹۶، ص ۸).

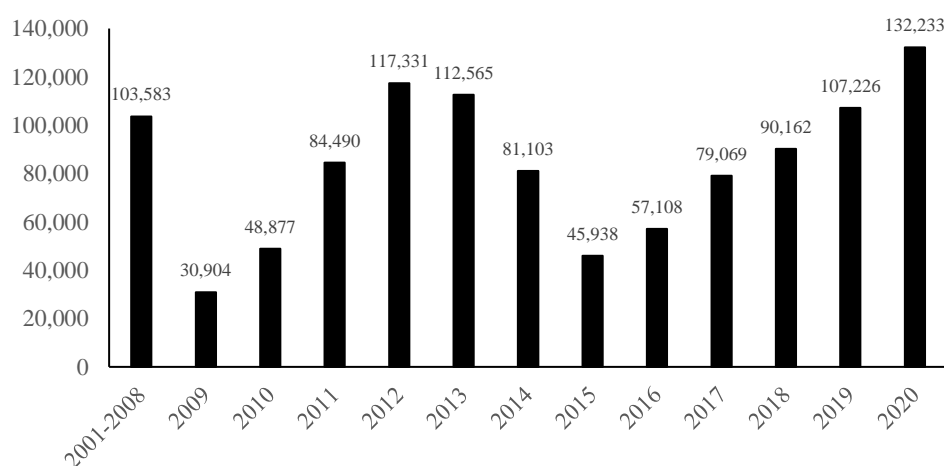
طبقه‌بندی بر اساس نوع ناشر



نمودار ۲: طبقه‌بندی صکوک بر اساس نوع ناشر (توحیدی و یارمحمدی، ۱۳۹۶، ص ۱۴).

طبقه‌بندی اوراق صکوک بر اساس محل انتشار (داخلی یا بین‌المللی بودن)

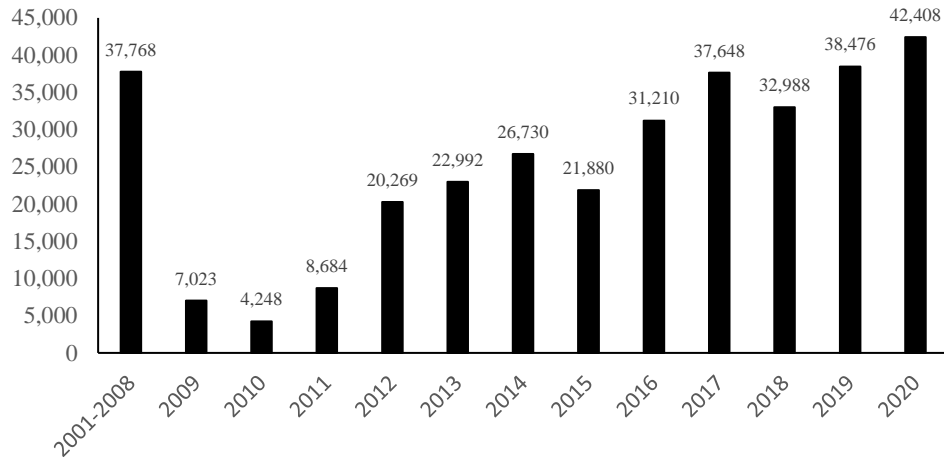
صکوک داخلی: صکوکی است که توسط بخش دولتی یا خصوصی به ارزش رایج یک کشور منتشر می‌شود و چنین صکوکی عموماً توسط سرمایه‌گذاران داخلی همان کشور خریداری می‌شود. هم‌اکنون بزرگ‌ترین ناشر بازار داخلی صکوک مربوط به کشور مالزی می‌باشد. در نمودار ۳ صکوک داخلی منتشرشده از سال ۲۰۰۱ تا ۲۰۱۹ ارائه شده است.



وهشی / تأثیر صکوک بین‌الملل بر رشد اقتصادی ...

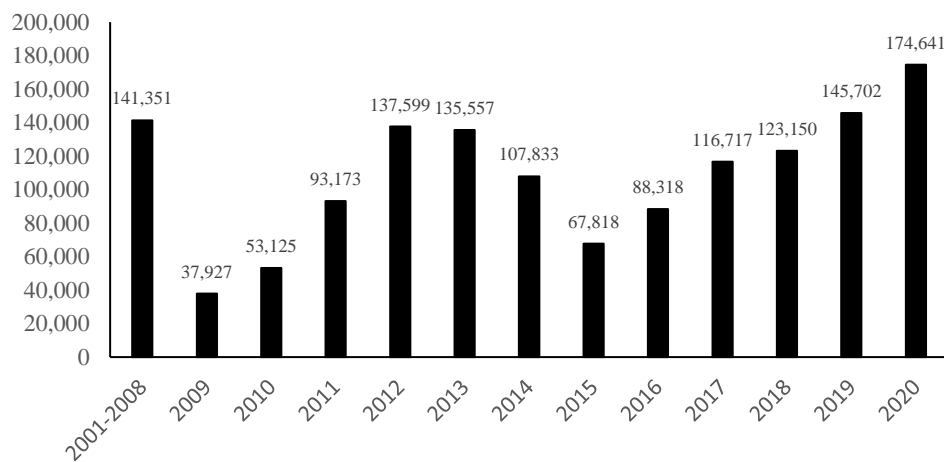
نمودار ۳: صکوک داخلی منتشرشده از ۲۰۰۱ تا ۲۰۲۰ (مقادیر برحسب میلیون دلار) (IIFM, 2020, p.35).

صکوک بین‌المللی: به صکوکی گفته می‌شود که در بازارهای بین‌المللی با ارزش مورد پذیرش جهانی (عموماً دلار یا یورو) منتشر می‌شود. هدف از انتشار این نوع صکوک، تأمین مالی و جذب سرمایه از سرمایه‌گذاران بین‌المللی و جذب نقدینگی از داخل کشور (با ارزش معتبر خارجی) است. طی سال‌های گذشته، استقبال قابل توجهی از صکوک در عرصه بین‌الملل به عمل آمده است و ناشران و سرمایه‌گذاران بین‌المللی صکوک در حال گسترش هستند. امروزه بزرگ‌ترین ناشر بین‌المللی صکوک، کشور امارات متحده عربی است. در نمودار ۴ کل صکوک بین‌المللی صادره از سال ۲۰۰۱ الی ۲۰۱۹ آورده شده است.

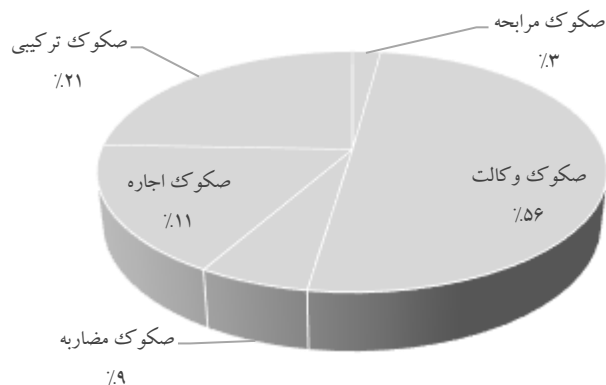


نمودار ۴: نمودار صکوک بین‌الملل از سال ۲۰۰۱ الی ۲۰۲۰ (IIFM, 2020, p.33).

طبقه‌بندی صکوک بر اساس صکوک کل: مجموع صکوک داخلی و بین‌المللی، صکوک کل را تشکیل می‌دهد که به شرح نمودار ۵ می‌باشد.



نمودار ۵: صکوک جهانی از سال ۲۰۰۱ الی ۲۰۲۰ (IIFM, 2020, p.29).



نمودار ۶: نمودار صکوک بین‌الملل عرضه‌شده در سال ۲۰۲۰ بر اساس نوع عقود (IIFM, 2020, p.61).

تجربه انتشار اوراق ارزی در ایران و کشورهای حاشیه خلیج فارس

بازار صکوک داخلی در کشور ایران پس از تصویب قانون بازار اوراق بهادار در سال ۱۳۸۴ از نظر حجم و تنوع ابزارهای مالی موجود توسعه مناسبی داشته است؛ اما متأسفانه در عرضه صکوک بین‌الملل جایگاه مناسبی در بین کشورهای مطرح در این زمینه نداریم.

پس از انقلاب اسلامی اولین اوراق ارزی ایران در دی‌ماه سال ۱۳۸۰ (ژانویه ۲۰۰۲ میلادی) توسط دولت جمهوری اسلامی ایران در مرحله اول به مبلغ ۵۰۰ میلیون یورو به صورت اوراق یورویی منتشر گردید. به دلیل استقبال مناسبی که از آن صورت گرفت در مرحله دوم که تیرماه ۱۳۸۱ (ژانویه ۲۰۰۲ میلادی) بود به مبلغ ۱۲۵ میلیون یورو و در کل به مبلغ ۶۲۵ میلیون یورو منتشر گردید. این اوراق به صورت سررسید ۵ ساله و نرخ کوپن ۸٫۷۵ درصد بود. در عرضه این اوراق بانک بی‌ان‌پی پارینا از فرانسه و بانک آلمان به عنوان مدیران اجرایی مشارکت داشتند. رتبه اعتباری این اوراق نیز از طرف مؤسسه رتبه‌بندی فیچ، رتبه اعتباری B+ را دریافت کرده بود (خوانساری، ۱۳۹۷، ص ۱۳-۱۴).

دومین اوراق ارزی کشور در آذرماه ۱۳۸۱ (دسامبر ۲۰۰۲ میلادی) توسط دولت جمهوری اسلامی ایران با مبلغ ۳۷۵ میلیون یورو، سررسید ۶ ساله و نرخ کوپن ۷٫۷۵ درصد منتشر شد. رتبه اوراق منتشرشده از طرف مؤسسه رتبه‌بندی فیچ B+ ثبت گردید. لازم است ذکر شود مؤسسه اسن‌اندپی و مودیز به دلیل تحریم‌های خزانه‌داری آمریکا حاضر به رتبه‌بندی این اوراق نشدند (همان، ص ۱۴).

آخرین اوراق ارزی منتشرشده در کشور ایران مربوط به سال ۱۳۸۹ می‌باشد. این اوراق با هدف تأمین مالی نفت و گاز پارس جنوبی و در راستای تکمیل فازهای ۱۵ تا ۱۸ میدان گازی مشترک پارس جنوبی، ویژه سرمایه‌گذاران خارجی و ایرانیان مقیم خارج از کشور به مبلغ یک میلیارد یورو (به همراه ۴۰ هزار میلیارد تومان اوراق مشارکت ریالی) با سود علی الحساب ۸ درصد و پرداخت سود کوپن به صورت ۶ ماهه با عاملیت بانک ملت منتشر گردید. یکی از مشکلات این اوراق با توجه به رتبه اعتباری نه چندان مطلوب ایران نرخ‌گذاری اوراق مربوطه بود. همچنین به دلیل فقدان صندوق‌های ارزی داخلی و فعال نبودن بازار مشتقه ارزی یافتن طرف تقاضا برای آن بسیار دشوار می‌نمود. با وجود تلاش‌های صورت‌پذیرفته برای فروش این اوراق به دلیل عدم پیش‌بینی بودجه ارزی و نوسانات نرخ ارز، شبکه بانکی با مشکلات عدیده‌ای در بازپرداخت اوراق مواجه شد که در نهایت موجب انتقال سیگنال‌های نادرست به بازار گردید؛ به صورتی که بانک‌ها اعلام نمودند معادل ریالی وجوه ارزی سرمایه‌گذاران به نرخ رسمی به حساب آنها واریز خواهد شد؛ اقدامی که با توجه به تفاوت زیاد نرخ رسمی و آزاد در آن زمان، اعتراضات زیادی را برانگیخت و ضربه‌ای به اعتبار طرح و اعتماد سرمایه‌گذاران به نظام بانکی کشور تلقی می‌گردد که برای اصلاح آن می‌بایست برنامه‌ریزی‌های اساسی صورت پذیرد (همان، ص ۱۴).

جدول ۱: آمار صکوک داخلی و بین‌المللی کشورهای حاشیه خلیج فارس از سال ۲۰۰۱ الی ۲۰۲۰

ردیف	نام کشور	صکوک داخلی (میلیون دلار)	صکوک بین‌الملل (میلیون دلار)
۱	بحرین	۲۳,۸۰۷	۱۵,۵۸۹
۲	کویت	۸۱۷	۵,۱۷۷
۳	عمان	۳,۱۰۳	۴,۲۱۹
۴	قطر	۱۹,۷۷۲	۱۶,۱۹۵
۵	عربستان سعودی	۱۰۹,۲۵۸	۶۵,۳۵۳
۶	امارات متحده عربی	۸,۶۳۱	۸۹,۷۶۴

منبع: (IIFM, 2020, pp.55 & 59).

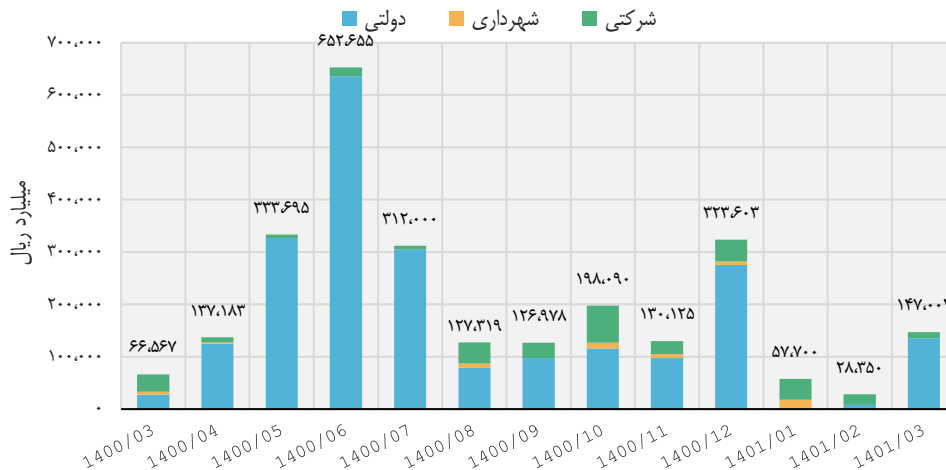
جدول ۲: آمار صکوک منتشره در کشور از سال ۱۳۸۱ الی ۱۴۰۰

سال	صکوک داخلی			صکوک بین‌الملل (اوراق ارزی - میلیون یورو)
	مبلغ (میلیون ریال)	نرخ دلار (ریال)	مبلغ (میلیون دلار)	
۱۳۸۹-۱۳۸۰	۰	-	۰	۲,۰۰۰
۱۳۸۹	۲۹۲,۸۸۹	۱۰,۴۴۰	۲۸	
۱۳۹۰	۳,۴۱۷,۸۹۰	۱۹,۰۰۰	۱۸۰	۰
۱۳۹۱	۲,۶۴۱,۰۹۴	۲۶,۰۷۰	۱۰۱	۰
۱۳۹۲	۹,۱۱۴,۲۸۴	۳۱,۸۳۰	۲۸۶	۰
۱۳۹۳	۱۸,۲۵۹,۱۷۷	۳۲,۸۰۰	۵۵۷	۰
۱۳۹۴	۶۲,۲۸۰,۷۰۸	۳۴,۵۰۰	۱,۸۰۵	۰
۱۳۹۵	۳۲۱,۸۹۷,۵۴۳	۳۶,۴۴۰	۸,۸۳۴	۰
۱۳۹۶	۴۰۰,۷۳۱,۳۹۶	۴۰,۴۵۰	۹,۹۰۷	۰
۱۳۹۷	۵۱۷,۶۱۱,۳۸۸	۱۰۷,۸۳۰	۴,۸۰۰	۰
۱۳۹۸	۷۰۳,۰۲۱,۸۰۳	۱۲۹,۱۸۰	۵,۴۴۲	۰
۱۳۹۹	۷۷۴,۶۴۰,۹۵۳	۲۲۸,۸۷۰	۳,۳۸۵	۰
۱۴۰۰	۱,۴۴۰,۰۰۱,۴۰۰	۲۴۹,۵۴۰	۵,۷۷۱	۰
جمع کل	۴,۲۵۳,۹۱۰,۵۲۵	-	۴۱,۰۹۶	۲,۰۰۰

منبع: سایت فرابورس.

۱۷۱

فصلنامه علمی اقتصاد اسلامی / مقاله علمی پژوهشی / تأثیر صکوک بین‌الملل بر رشد اقتصادی ...



نمودار ۷: روند یک‌ساله ارزش اوراق بدهی منتشرشده به تفکیک ماهیت ناشر

پیشینه تحقیق

الف) پیشینه داخلی

عسگرزاده دره و همکاران (۱۴۰۰) به بررسی رابطه بین ابزارهای مالی اسلامی (صکوک) و رشد اقتصادی در ایران با استفاده از رویکرد ARDL طی دوره زمانی ۱۳۸۹،۱-۱۳۹۷،۴ پرداخته‌اند که نتایج نشان‌دهنده تأثیر مثبت و معنادار انتشار صکوک بر رشد اقتصادی کشور می‌باشد.

غفاری فرد و همکاران (۱۳۹۸) به بررسی نقش تأمین مالی اسلامی (صکوک) بر رشد اقتصادی کشورهای مالزی، ایران، پاکستان، قطر، بحرین، ترکیه، اندونزی، امارات و عربستان با استفاده از روش اقتصادسنجی پانل دیتا «طی دوره زمانی ۱۳۸۳ الی ۱۳۹۷» پرداخته که نتایج نشان‌دهنده تأثیر مثبت صکوک بر رشد اقتصادی کشورهای مذکور می‌باشد.

نجف‌پور و همکاران (۱۳۹۸) رابطه صکوک بر رشد اقتصادی کشورهای خاورمیانه را با استفاده از روش اقتصادسنجی داده‌های تابلویی طی بازه زمانی ۱۳۸۸ الی ۱۳۹۴ مورد تجزیه و تحلیل قرار داده که نتایج نشان‌دهنده تأثیر مثبت و معنادار صکوک بر رشد اقتصادی کشورهای مورد مطالعه می‌باشد.

پوراسماعیلی و داورزن (۱۳۹۷) به صورت کیفی و بدون استفاده از روش‌های کمی ابتدا به معرفی و توضیح انواع صکوک اجاره پرداخته و انواع صکوک اجاره منتشره در ایران را

مورد بررسی قرار داده‌اند. پس از آن کارکردهای صکوک اجاره در ایران و مالزی که شامل مدیریت نقدینگی، رشد اقتصادی، تأمین مالی پروژه‌های بزرگ، کاهش نابرابری در توزیع درآمدها، کاهش ریسک و تأمین بودجه دولت‌ها می‌باشد مورد بحث قرار گرفته است. سپس به کشور مالزی که ۶۸ درصد از کل صکوک دنیا را منتشر نموده و در این بین صکوک اجاره نقش مهمی را داشته اشاره و از دلایل عدم موفقیت این ابزار در ایران، به عدم ارتباط دانشگاه و بخش اقتصادی کشور و تحریم‌های اقتصادی اشاره نموده‌اند.

نعیمی و همکاران (۱۳۹۷) به بررسی ارتباط متقابل توسعه ابزار مالی اسلامی (صکوک) و رشد اقتصادی با استفاده از روش اقتصادسنجی تصحیح خطای مدل ARDL طی بازه زمانی ۱۳۸۹،۱ الی ۱۳۹۴،۴ پرداخته که نتایج نشان می‌دهد انتشار صکوک بر تولید ناخالص داخلی تأثیر مثبت و معناداری دارد و سبب رشد اقتصادی می‌گردد.

صمیمی و همکاران (۱۳۹۵) تأثیر تأمین مالی اسلامی بر رشد اقتصادی در کشورهای مالزی، امارات، عربستان، اندونزی، بحرین، قطر، ایران و ترکیه را طی بازه زمانی ۱۳۸۸ الی ۱۳۹۴ با استفاده از روش اقتصادسنجی داده‌ای تابلویی مورد بررسی قرار داده که نتایج نشان‌دهنده تأثیر مثبت عرضه صکوک بر رشد اقتصادی کشورهای منتخب می‌باشد.

زندیه و زندیه (۱۳۹۴) جایگاه اوراق بهادارسازی در رشد و توسعه اقتصادی کشورها را (با تأکید بر نیاز به گسترش بازار اوراق بهادار سازی در ایران)، با استفاده از روش آزمون ناپارامتریک و ضریب همبستگی کندال در ۲۱ کشور شامل ۱۳ کشور توسعه‌یافته و ۸ کشور در حال توسعه طی دوره زمانی ۱۳۸۷ الی ۱۳۹۴ مورد بررسی قرار داده‌اند که نتایج نشان‌دهنده همبستگی خطی مثبت و معنادار میان رشد عرضه صکوک به عنوان تأمین مالی ساختاریافته با شاخص کل آزادی اقتصادی در کشورهای مسلمان در حال توسعه می‌باشد.

حسن‌زاده و احمدیان (۱۳۹۱ب) تأثیر ابزارهای مالی اسلامی بر رشد سرمایه‌گذاری را با استفاده از روش داده‌های تابلویی و خودرگرسیون برداری طی بازه زمانی ۱۳۶۹ الی ۱۳۸۹ جهت پیش‌بینی صکوک و بازه زمانی ۱۳۵۳ تا ۱۳۸۷ برای سرمایه‌گذاری در نظر گرفته‌اند. نتایج تحقیق نشان‌دهنده این است که صکوک از متغیرهای مهم و اثرگذار بر سرمایه‌گذاری می‌باشد که در این خصوص ابتدا ظرفیت صکوک منتشره در ایران بر اساس صکوک

منتشرشده در حوزه خلیج فارس و کل کشورها بررسی و با استفاده از این آمار، ظرفیت بالقوه برای سرمایه‌گذاری استخراج گردیده است.

ب) پیشینه خارجی

یالیانی و همکاران (Yuliani et al, 2022) به بررسی رابطه بین صکوک و رشد اقتصادی در پنج کشور اندونزی، مالزی، امارات متحده عربی، بحرین و عربستان با استفاده از آزمون حداقل مربعات تعمیم‌یافته طی بازه زمانی ۲۰۰۶ الی ۲۰۱۸ پرداخته که نتایج نشان‌دهنده رابطه مثبت انتشار صکوک بر رشد اقتصادی کشورهای مذکور می‌باشد.

یانی و همکاران (Yani et al, 2022) تأثیر مبادله سهام اسلامی، صکوک و صندوق‌های سرمایه‌گذاری اسلامی بر رشد اقتصادی کشور اندونزی طی بازه زمانی ۲۰۱۶ الی ۲۰۲۱ را با استفاده از تحلیل رگرسیون مورد بررسی قرار داده که نتایج نشان‌دهنده تأثیر مثبت سهام اسلامی، صکوک، صندوق‌های سرمایه‌گذاری اسلامی و نرخ ارز بر رشد اقتصادی این کشور است.

علی‌اکبری و همکاران (Aliakbari et al, 2022) رابطه بین تأمین مالی اسلامی بر رشد اقتصادی ایران را با استفاده از روش تحلیل داده‌های پنل طی بازه زمانی ۲۰۱۳ الی ۲۰۱۸ مورد بررسی قرار داده که نتایج نشان‌دهنده این است که صکوک برخلاف بخش خدمات تأثیر قابل توجهی بر رشد اقتصادی بخش کشاورزی و صنعت دارد.

ارهان و تیرمان (Orhan & Tirman, 2021) به بررسی رابطه بین تأثیر صکوک بر رشد اقتصادی کشور ترکیه طی بازه زمانی ۲۰۱۰ الی ۲۰۱۹ با استفاده از روش اقتصادسنجی و آزمون ARDL-BOUND پرداخته که نتایج نشان‌دهنده این است که برخلاف صکوک منتشره توسط بخش خصوصی انتشار صکوک بانکی و خزانه تأثیر مثبت و معناداری بر رشد اقتصادی این کشور دارد.

تان و شافی (Tan & Shafi, 2021) نقش بازار سرمایه در رشد اقتصادی کشور مالزی را با تأکید بر نقش صکوک شرکتی طی بازه زمانی ۱۹۹۸ الی ۲۰۱۸ با استفاده از روش اقتصادسنجی مورد بررسی قرار داده که نتایج نشان‌دهنده این است که در بلندمدت توسعه بازار سهام می‌تواند منجر به رشد اقتصادی گردد. از محدودیت‌های این تحقیق

در نظر گرفتن صکوک شرکتی به عنوان یکی از متغیرهای مستقل و حذف صکوک دولتی که بیشترین حجم را در انتشار صکوک به خود اختصاص می‌دهد، می‌باشد.

سلیمان (Soliman, 2021) به بررسی تأثیر صکوک اسلامی بر رشد اقتصادی ۵ کشور امارات متحده عربی، عربستان سعودی، قطر، بحرین و مالزی طی بازه زمانی ۲۰۱۱ الی ۲۰۱۷ با استفاده از روش حداقل مربعات و آزمون هم‌انباشتگی پرداخته که نتایج نشان‌دهنده این است که در بلندمدت بین انتشار صکوک و رشد اقتصادی رابطه مثبت و معناداری وجود دارد و بازارهای صکوک نقش مهمی در تحریک رشد اقتصادی دارند.

آدلا (Adela, 2021) تأثیر انتشار صکوک بر رشد اقتصادی کشور مالزی را با استفاده از آزمون هم‌انباشتگی طی بازه زمانی ۲۰۰۶ الی ۲۰۱۹ مورد بررسی قرار داده که نتایج نشان‌دهنده این است که در بلندمدت بین انتشار صکوک و رشد اقتصادی کشور مالزی رابطه مثبت و معناداری وجود دارد به صورتی که افزایش یک درصدی انتشار صکوک منجر به رشد ۰,۰۴ درصدی تولید ناخالص داخلی می‌گردد.

پودجیهاردجو و همکاران (Pudjihardjo et al, 2021) نقش تأمین مالی اسلامی (صکوک) در شاخص‌های توسعه اقتصادی کشورهای عضو سازمان کنفرانس اسلامی را با استفاده از روش اقتصادسنجی داده‌های تابلویی از سال ۲۰۱۰ الی ۲۰۱۹ مورد بررسی و تجزیه و تحلیل قرار داده که نتایج نشان‌دهنده تأثیر مثبت صکوک در رشد شاخص‌های توسعه اقتصادی در کشورهای مورد بررسی می‌باشد.

ستانیگ و ویداستو (Setianingsih & Widyastuti, 2020) تأثیر صکوک، سرمایه‌گذاری داخلی، سرمایه‌گذاری خارجی و تورم بر رشد اقتصادی اندونزی را طی بازه زمانی ۲۰۱۱ الی ۲۰۱۸ با استفاده از روش مدل تصحیح خطای برداری مورد بررسی قرار داده که نتایج نشان‌دهنده این است که سرمایه‌گذاری داخلی و خارجی هم در کوتاه‌مدت و هم در بلندمدت بر رشد اقتصادی تأثیر مثبت و معناداری دارد؛ لیکن صکوک در بلندمدت بر رشد اقتصادی تأثیر دارد و تأثیر تورم منفی می‌باشد.

ابرورو (Abrorov, 2020) به بررسی اهمیت صکوک در توسعه اقتصادی و تأثیر آن بر درآمد مردم مالزی طی سال‌های ۲۰۰۶ الی ۲۰۱۸ با استفاده از روش رگرسیون خطی

پرداخته که نتایج نشان‌دهنده تأثیر مثبت عرضه صکوک بر افزایش درآمد ناخالص ملی سرانه در کشور مالزی است.

اسمائویی و قوما (Smaoui & Ghouma, 2020) تأثیر توسعه بازار صکوک بر نسبت کفایت سرمایه ۲۳۰ بانک اسلامی را با استفاده از روش اقتصادسنجی GMM طی بازه زمانی ۲۰۰۵ الی ۲۰۱۴ مورد تجزیه و تحلیل قرار داده‌اند که نتایج نشان‌دهنده این است که آزادی تجارت و افزایش نقدینگی بانک‌ها در استفاده از اوراق صکوک به دلیل نوسانات کمتر و پویایی بهتر، مزایای متنوعی برای تنوع در سبد سهام فراهم نموده که به شکل مثبت و معناداری با سرمایه بانک‌ها ارتباط دارند.

ایوب لدهم (Ayoub Ledhem, 2020) به بررسی رابطه تأمین مالی اسلامی (صکوک) و رشد اقتصادی در کشورهای آسیای جنوب شرقی طی بازه زمانی ۲۰۱۳ الی ۲۰۱۹ با استفاده از روش اقتصادسنجی داده‌های پنل پویا پرداخته که نتایج نشان‌دهنده تأثیر مثبت عرضه صکوک بر رشد اقتصادی کشورهای ذکر شده است.

جالو و همکاران (Jallow, 2020) به بررسی ارتباط عرضه صکوک و رشد اقتصادی در کشور اندونزی طی بازه زمانی ۲۰۱۴ الی ۲۰۱۹ با استفاده از روش علیت گرانجر پرداخته که نتایج نشان می‌دهد، در صورت کاهش نرخ بهره و تورم، در بلندمدت شوک مثبت به اقتصاد وارد شده و رابطه عرضه صکوک و رشد اقتصادی مثبت می‌گردد؛ ولی در صورت ایجاد شوک منفی (افزایش نرخ بهره و تورم) ارتباط صکوک و رشد اقتصادی خنثی تلقی می‌گردد.

الرایی و همکاران (Al-raeai t al, 2019) تأثیر عوامل کلان اقتصادی و ریسک سیاسی بر بازار صکوک در کشورهای قطر، کویت، بحرین، امارات و عربستان سعودی را طی بازه زمانی ۲۰۰۱ الی ۲۰۱۶ با استفاده از روش اقتصادسنجی داده‌های پنل مورد تجزیه و تحلیل قرار دادند و به این نتیجه رسیدند که نرخ ارز و اندازه سیستم بانکی دو عامل اثرگذار در توسعه بازار صکوک محسوب می‌گردند.

اچچابی و همکاران (Echchabi et al, 2018) تأثیر تأمین مالی صکوک بر رشد اقتصادی کشورهای کویت، بحرین، عربستان سعودی و قطر را طی بازه زمانی ۲۰۰۵ الی ۲۰۱۲ با استفاده از روش علیت گرانجر مورد تجزیه و تحلیل قرار دادند که نتایج نشان‌دهنده عدم تأثیر

عرضه صکوک بر رشد اقتصادی کشورهای ذکر شده می باشد. طبق گفته محقق در دوره زمانی مورد مطالعه شاهد بحران های مالی و سیاسی بودیم که در مطالعه نادیده گرفته شده اند.

اسمائویی و نجفی (Smaoui & Nechi, 2017) به بررسی رابطه بین توسعه بازار صکوک و رشد اقتصادی کشورهای بحرین، بنگلادش، برونی، گامبیا، هنگ کنگ، اندونزی، کویت، لوکزامبورگ، مالزی، عمان، پاکستان، قطر، عربستان سعودی، سنگاپور، سوئیس، ترکیه، امارات و یمن طی بازه زمانی ۱۹۹۵ الی ۲۰۱۵ با استفاده از روش اقتصادسنجی GMM پرداخته اند که نتایج نشان دهنده تأثیر مثبت عرضه صکوک بر رشد اقتصادی کشورهای ذکر شده می باشد.

اچچابی و همکاران (Echchabi et al, 2016) به بررسی رابطه بین تأمین مالی با استفاده از صکوک و رشد اقتصادی در کشورهای مالزی، عربستان سعودی، امارات، اندونزی، قطر، ترکیه، پاکستان، بحرین، سنگاپور، چین، برونی، کویت، قزاقستان، آلمان، انگلیس، گامبیا و فرانسه طی دوره زمانی ۲۰۰۵ الی ۲۰۱۲ با استفاده از روش آزمون علیت گرنجر پرداخته اند که نتایج نشان دهنده تأثیر مستقیم عرضه صکوک بر رشد اقتصادی کشورهای ذکر شده می باشد.

هارون و ابراهیم (Haron & Ibrahim, 2012) تأثیر صکوک بر تأمین مالی شرکت ها در کشور مالزی را با استفاده از روش اقتصادسنجی GMM برای ۷۹۰ شرکت طی بازه زمانی ۲۰۰۰ الی ۲۰۰۹ مورد تجزیه و تحلیل قرار دادند که نتایج نشان دهنده تأثیر مثبت صکوک به عنوان یکی از عوامل تعیین کننده در تأمین مالی شرکت ها در توسعه بازار اوراق بهادار در این کشور و جایگزینی مناسب برای تأمین مالی سنتی توسط بانک ها محسوب می گردد.

مطالعات بالا به نقش تعیین کننده صکوک در تأمین مالی پروژه ها و تأثیر مثبت آن بر رشد اقتصادی اتفاق نظر دارند؛ لیکن کل صکوک منتشره اعم از داخلی و بین الملل مدنظر محققان بوده و هیچ نوع تحقیقی به صورت مستقل صکوک بین الملل را در ارتباط با رشد اقتصادی مورد بررسی قرار نداده است. با توجه به ضعف کشور در انتشار این اوراق، بررسی مستقل صکوک بین الملل منتشره توسط کشورهای حاشیه خلیج فارس و تعمیم یافته ها به کشور ایران نوآوری تحقیق حاضر می باشد.

مدلسازی

مدل این تحقیق با اقتباس از مطالعه اسمائویی و نجی (Smaoui & Nechi, 2017) صورت گرفته و به شکل ذیل می‌باشد:

$$lg_{yt} = \beta_{0t} + \beta_{1t}lsukuk + \beta_{2t}lopen + \beta_{3t}inf + \beta_{4t}dc + \beta_{5t}loil + \varepsilon_{it}$$

Y_t متغیر وابسته، β_0 عرض از مبدأ، β_1 تا β_5 متغیرهای مستقل و ε_{it} جملات پسماند است. بازه زمانی بررسی ۲۰ سال بوده که از سال ۲۰۰۱ الی ۲۰۲۰ در کشورهای بحرین، قطر، عربستان، امارات متحده عربی، کویت و عمان می‌باشد.

جدول ۳: متغیرهای تحقیق

منبع گردآوری اطلاعات	علامت اختصاری	تعریف عملیاتی متغیرها	نام متغیر	ردیف
WDI	lg	لگاریتم طبیعی تولید ناخالص داخلی سرانه	Economic growth	Y_t
IIFMSUKUK	lSukuk	لگاریتم طبیعی نسبت ارزش صکوک بین الملل نسبت به تولید ناخالص داخلی	International sukuk	β_1
WDI	inf	درصد تغییرات سالانه در شاخص قیمت مصرف کننده	Inflation	β_2
WDI	lopen	لگاریتم طبیعی نسبت حجم تجارت به تولید ناخالص داخلی	Trade openness	β_3
WDI	ldc	لگاریتم طبیعی ارزش اعتبارات اعطایی بانکها به بخش خصوصی	Domestic credit to private sector by banks	β_4
WDI	loil	لگاریتم طبیعی نسبت درآمدهای نفتی به تولید ناخالص داخلی	Oil revenues	β_5

برآورد مدل و تحلیل یافته‌ها

در این تحقیق از آزمون لوین لین چو (Lein, Lin and Chu) برای بررسی مانایی استفاده شده است. نتایج جدول ذیل نشان می‌دهد که فرض صفر مبنی بر وجود ریشه واحد در تمامی متغیرها رد می‌شود.

جدول ۴: آزمون مانایی

متغیرها	t- student	آماره معنی‌داری
lg	-۷,۴۱۳۶	۰,۰۱۲۰
lSukuk	-۷,۷۶۲۸	۰,۰۰۲۴
linf	-۵,۷۴۷۸	۰,۰۰۴۱۱
lopen	-۵,۷۴۱۷	۰,۰۰۱۵
ldc	-۶,۸۸۹۳	۰,۰۰۰۴
oilr	-۷,۶۴۶۰	۰,۰۰۰

منبع: یافته‌های پژوهش.

طبق نتایج آزمون F لیمر که در جدول شماره ۴ گزارش شده است برآوردها باید به روش رگرسیون تلفیقی انجام شود.

جدول ۵: آزمون F لیمر

Prob > F	F (5,35)
۰,۳۵۵۷	۱,۱۴

منبع: یافته‌های پژوهش.

با استفاده از آزمون ولدریج و خروجی جدول شماره ۶ می‌توان به عدم خودهمبستگی در مدل اشاره کرد.

جدول ۶: آزمون خودهمبستگی

Prob>F	F (1,4)
۰,۱۷۱۷	۲,۷۶۵

منبع: یافته‌های پژوهش.

با توجه به تأثیر مهم ناهمسانی واریانس بر برآورد انحراف معیار ضرایب و همچنین مسئله استنباط آماری، لازم است قبل از پرداختن به هرگونه تخمین، در مورد وجود یا عدم وجود واریانس ناهمسانی تحقیق شود.

جدول ۷: آزمون ناهمسانی واریانس

Probability	chi2 (6)
۰,۰۰۰۰	۳۲۲,۶۸

منبع: یافته‌های پژوهش.

بررسی مقادیر آماره آزمون والد تعدیل شده در جدول شماره ۷ نشان می‌دهد، مشکل ناهمسانی واریانس در مدل مشهود است. با توجه به نتایج تحقیق ضروری است جهت رفع ناهمسانی واریانس از روش حداقل مربعات تعمیم یافته GLS برای برآورد مدل استفاده شود.

جدول ۸: ضرایب، خطاهای استاندارد و آماره‌های مربوط به متغیرهای تحقیق

متغیرها	ضریب	خطای استاندارد	آماره t	آماره معنی داری
ISukuk	۰,۱۴۴	۰,۰۴۰	۳,۵۶	۰,۰۰۰
linf	۰,۰۴۹	۰,۱۴۴	۰,۳۴	۰,۷۳۲
lopen	۱,۹۸۲	۰,۵۲۹	۳,۷۴	۰,۰۰۰
ldc	-۱,۳۴۷	۰,۵۶۱	-۲,۴۰	۰,۰۱۶
loilr	۱,۲۷۰	۰,۳۷۵	۳,۳۸	۰,۰۰۱
c	-۸,۵۹۵	۳,۵۵۰	-۲,۴۲	۰,۰۱۵

منبع: یافته‌های پژوهش.

متغیر صکوک بین الملل با ضریب ۰,۱۴۴ تأثیر مثبت و معناداری بر تولید ناخالص داخلی در بین کشورهای مورد بررسی دارد. در کشورهایی که دارای جمعیت مسلمان زیادی هستند، استفاده از ابزارهای مالی متعارف مانند اوراق قرضه، کارایی و مقبولیتی ندارد. بر این اساس دولت‌ها و شرکت‌های اسلامی و یا شرکت‌های اسلامی فعال در کشورهای غیراسلامی که به دنبال تأمین مالی و مدیریت بدهی خود هستند نیازمند یافتن جایگزین‌هایی مطابق با اصول اسلامی می‌باشند. صکوک ابزار نوینی است که در کشورهای اسلامی به جای اوراق قرضه به کار گرفته می‌شود. در سال‌های اخیر رشد ابزارهای مالی اسلامی که به صکوک شهرت یافته بسیار چشمگیر بوده است و انتظار بر این است که گسترش انتشار این اوراق منجر به رشد اقتصادی گردد.

تورم تأثیر معناداری بر لگاریتم تولید ناخالص داخلی ندارد.

متغیر آزادی تجارت با ضریب ۱,۹۸۲ اثر مثبت و معناداری بر تولید ناخالص داخلی دارد. آزادی تجارت از طریق نسبت مجموع صادرات و واردات کالاها و خدمات از تولید ناخالص داخلی اندازه‌گیری می‌شود. اقتصادهای باز از انتقال تکنولوژی و صرفه مقیاس در تولید سود خواهند برد و در نتیجه منجر به رشد بیشتر صادرات، رقابت بیشتر در بازارهای محلی و تخصیص بهتر منابع خواهد شد و بنابراین رشد اقتصادی را بهبود می‌دهد.

متغیر ارزش اعتبارات بانکیها به بخش خصوصی با ضریب ۱,۳۴۷- تأثیر منفی بر تولید ناخالص داخلی دارد. طبق تحقیق صورت گرفته توسط دی و فلاهرتی (Dey & Flaherty, 2005) در ۲۷ کشور دنیا، اعتبارات اعطایی بانکی بر رشد اقتصادی اثرگذار نبوده، بلکه در بعضی مواقع اثر آن منفی نیز می‌باشد.

متغیر درآمدهای نفتی با ضریب ۱,۲۷ تأثیر مثبت و معناداری بر تولید ناخالص داخلی دارد و دلیل آن وجود کشورهای نفت خیز در مدل مورد بررسی است. به دلیل درآمدهای بالای نفتی و پایین بودن جمعیت، کشورهای حاشیه خلیج فارس درآمدهای سرشاری را از استخراج و فروش نفت به دست می‌آورند. به‌طورکلی ثروت منابع را می‌توان به شمشیر دو لبه تشبیه نمود؛ از یک سو این ثروت با افزایش درآمدهای ملی می‌تواند موجب افزایش سرعت رشد اقتصادی و از سوی دیگر با برهم‌زدن توازن رشد در بخش‌های مختلف اقتصادی و تکیه بر تولید و صادرات مواد خام نفتی موجب کاهش رشد گردند.

جمع‌بندی و نتیجه‌گیری

هدف مطالعه حاضر بررسی نقش اوراق صکوک بین‌الملل در رشد اقتصادی کشورهای شورای همکاری خلیج فارس و تعمیم یافته‌های پژوهش به کشور ایران در جهت ایجاد و رونق بازار صکوک ارزی جهت جمع‌آوری ارزهای خانگی در وهله اول بوده که در ادامه می‌تواند منجر به انتشار صکوک بین‌الملل نیز گردد. نتیجه تحقیق حاضر نشان می‌دهد انتشار صکوک بین‌الملل تأثیر مثبت و معناداری بر رشد اقتصادی کشورهای شورای همکاری خلیج فارس دارد. هم‌اکنون کشورهای حوزه خلیج فارس از سال ۲۰۰۱ الی ۲۰۲۰ با انتشار مبلغ ۱۹۶،۲۹۷ میلیون دلار صکوک بین‌الملل ۵۹ درصد از کل صکوک بین‌الملل منتشره در دنیا را به خود اختصاص داده‌اند که کشور امارات با مبلغ ۸۹،۷۶۴ میلیون دلار رتبه اول دنیا و کشور عربستان با مبلغ ۶۵،۳۵۳ میلیون دلار رتبه دوم را دارد (IIFM, 2020). کشور ایران در خلال سال‌های ۱۳۸۰، ۱۳۸۱ و ۱۳۸۹ با انتشار مبلغ ۲،۰۰۰ میلیون یورو اوراق ارزی عملکرد مثبتی نداشته است (خوانساری، ۱۳۹۷، ص ۱۴)؛ درحالی‌که می‌توانست با ایجاد اعتماد برای سرمایه‌گذاران و انتخاب پروژه‌هایی که درآمد ارزی دارند و با انتشار این اوراق بخش قابل توجهی از ارزهای راکد و خانگی را وارد کانال تولید نماید. کشور ما در شرایط فعلی و تحریم‌های ظالمانه غرب نیاز شدیدی به ارزهای خانگی و تزریق این نقدینگی به بدنه اقتصاد کشور و توسعه زیرساخت‌ها از قبیل احداث نیروگاه، توسعه میدان مشترک نفت و گاز و ... دارد و می‌تواند با ایجاد بازار مشتقه و بازار ثانویه در کنار بازار نقد، تقاضا برای نگهداری ارز را صرفاً جهت سفر یا واردات محدود نماید. بدون شک در صورت راه‌اندازی اصولی این بازار و پرداخت سود اوراق به صورت ارز و بالتبع منتفع شدن مردم از درآمدهای ارزی، دیگر شاهد افزایش تقاضا برای ارز به جهت حفظ ارزش پول و سفته‌بازی نخواهیم بود که این امر یک نوع موفقیت راهبردی برای اقتصاد ایران محسوب می‌گردد. نتایج این تحقیق با نتایج تحقیقات (Orhan & Tirman, 2021)، (Tan & Shafi, 2021)، (Soliman, 2021)، (Adela, 2021)، (Yuliani et al, 2022)، (Abrorov, 2020)، (Ayoub Ledhem, 2020) و (Smaoui & Nechi, 2017) همخوانی دارد.

منابع و مأخذ

۱. پوراسماعیلی، علیرضا و فائزه داورزن؛ «بررسی تطبیقی نقش صکوک اجاره در رشد اقتصادی در مالزی و ایران»؛ اولین همایش ملی مدیریت، اقتصاد و اقتصاد مقاومتی، ۱۳۹۷.
۲. توحیدی، محمد و رضا یارمحمدی؛ «بررسی تحلیلی وضعیت بازار اوراق بهادار اسلامی (صکوک) در ایران و جهان»؛ تهران: سازمان بورس و اوراق بهادار مرکز پژوهش، توسعه و مطالعات اسلامی گروه بازارها و ابزارهای مالی، ۱۳۹۶.
۳. حسن‌زاده، علی و اعظم احمدیان؛ «پیش‌بینی ظرفیت انتشار صکوک در ایران»؛ تحقیقات مالی اسلامی، س ۱، ش ۲، ۱۳۹۱(الف).
۴. _____؛ «تأثیر ابزارهای مالی اسلامی بر رشد سرمایه‌گذاری»؛ فصلنامه علمی پژوهشی مطالعات اقتصاد اسلامی، س ۵، ش ۱، ۱۳۹۱(ب).
۵. خوانساری، رسول؛ «بایسته‌های انتشار اوراق ارزی در ایران و نقش آن در ثبات مالی»؛ تهران: بیست و هشتمین همایش سالانه سیاست‌های پولی و ارزی اصلاحات ساختاری برای ثبات مالی، ۲۹ و ۳۰ خرداد ۱۳۹۷.
۶. زندیه، وحید و سعید زندیه؛ «جایگاه اوراق بهادارسازی در رشد و توسعه اقتصادی کشورها (با تأکید بر نیاز به گسترش بازار اوراق بهادارسازی در ایران)»؛ فصلنامه علمی پژوهشی دانش سرمایه‌گذاری، س ۴، ش ۱۶، ۱۳۹۴.
۷. صمیمی، احمد، یحیی‌زاده‌فر، محمود و آرش نجف‌پور؛ «تأثیر مالی اسلامی بر رشد اقتصادی در کشورهای منتخب»؛ تهران: دومین کنفرانس بین‌المللی مدیریت و اقتصاد در قرن ۲۱، ۳۰ آذر ۱۳۹۵.
۸. عسکرزاده دره، غلامرضا، معمارپور، زهره و حامد فلاحی؛ «بررسی رابطه بین ابزارهای مالی اسلامی (صکوک) و رشد اقتصادی»؛ فصلنامه مطالعات مالی و بانکداری اسلامی، س ۷، ش ۱۶، ۱۴۰۰.
۹. غفاری فرد، محمد، رحمتی، عادل و داوود یوسفزی؛ «نقش تأمین مالی اسلامی بر رشد اقتصادی کشورهای منتخب اسلامی با استفاده از داده‌های تابلویی (مورد مطالعه صکوک اسلامی)»؛ فصلنامه علمی اقتصاد و بانکداری اسلامی، ش ۲۹، ۱۳۹۸.
۱۰. نجف‌پور، آرش، فاضلی، حامد و محمد پوراسمعیل؛ «تأثیر صکوک بر رشد اقتصادی در

- کشورهای خاورمیانه»؛ فصلنامه علمی اقتصاد و بانکداری اسلامی، ش ۲۹، ۱۳۹۸.
۱۱. نعیمی، مینا، سهیلی، کیومرث و محمد شریف کریمی؛ «ارتباط متقابل توسعه ابزار مالی اسلامی (صکوک) و رشد اقتصادی»؛ فصلنامه علمی پژوهشی اقتصاد اسلامی، س ۱۹، ش ۷۳، ۱۳۹۷.
12. Abrorov, Sirojiddin; “The importance of sukuk in the development of economy: as an example of its impact on the income of the malaysian population”; **Journal of Critical Reviews**, Vol 7, Issue 2, ISSN- 2394-5125, 2020.
13. Adela, HA; “The Impact of Sukuk Issuance on Economic Growth: Evidence from Malaysia”; **The Arab World Geographer/ Le Géographe du monde arabe**, No.24(2), 2021.
14. Aliakbari, F, Babajan, AM, Akbarimoghadam, B & A. Hadizadeh; “The Effect of Islamic Financing on the Growth of Iran's Economic ectors”; **Environmental Energy and Economic Research**, No.6(3): S038, DOI 10.22097/EEER.2022.328170.1242., 2022.
15. Al-raeai, Arafat Mansoor, Zainol, Zairy & Abdul Rahim, Ahmad Khilmy; “The Influence of Macroeconomics Factors and Political Risk on the Sukuk Market Development in Selected GCC Countries : A Panel Data Analysis (Pengaruh Faktor Makroekonomi dan Risiko Politik ke atas Pembangunan Pasaran Sukuk di Negara GCC Terpilih : Anali Data Panel)”; **Jurnal Ekonomi Malaysia**, No.53(2), 2019.
16. Ayoub Ledhem, Mohammed; “Does Sukuk financing boost economic growth? Empirical evidence from Southeast Asia”; **Sukuk financing**, 2020.
17. Beck, T, Levine, R, & N. Loayza; “Finance and the sources of growth”; **Journal of Financial Economics**, No.58, 2000.

18. Dey, MK & S, Flaherty; “Stock exchange liquidity, bank credit, and economic growth”; Paper presented at the Max Fry Conference on Finance and Development, University of Birmingham, The zbusiness School University House, Birmingham, B152TT, 2005.
19. Echchabi, Abdelghani, Abd Aziz, Hassanuddeen, Idriss, Umar; “Does sukuk financing promote economic growth? An emphasis on the major issuing countries”; **Turkish Journal of Islamic Economics**, Vol. 3, No. 2, 2016.
20. Echchabi, Abdelghani, Abd Aziz, Hassanuddeen, Idris, Umar; “The impact of Sukuk financing on economic growth: the case of GCC countries”; **Int. J. Financial Services Management**, Vol.9, No.1, 2018.
21. Haron, Razali & Khairunisah Ibrahim; “The Impact of Sukuk on Corporate Financing: Malaysia Evidence”; **Journal of Islamic Finance**, Vol.1, No.1, 2012.
22. IIFM, IIFM Sukuk Report, April, 2018.
23. IIFM, Sukuk Report, July, 2020.
24. IIFM, Sukuk Report, July, 2021.
25. Jallow, Ousman & Foday Joof; “Investigating the Asymmetric Effect of Sukuk Returns on Economic Growth - Evidence from Indonesia, a NARDL Perspective”; **Munich Personal RePEc Archive**, 2020, Online at <https://mpra.ub.uni-muenchen.de/102939/> MPRA Paper No. 102939, posted 17 Sep 2020 11:03 UTC.
26. Jonaidi, A; “Analysis of economic growth and poverty in Indonesia”; **Journal of Economic Studies**, No.1(1), 2012.

27. King, Robert & Ross Levine; "Finance, entrepreneurship and growth theory and evidence"; **Journal of Monetary Economics**, No.32(3), 1993.
28. Liang, Xiao; "Research on Risk and Prevention Mechanism of Commercial Banks by Assets Securitization of Eco-Environmental Industry"; **Ekoloji**, No.27(106), 2018.
29. Luintel, KB & M, Khan; "A quantitative reassessment of finance-growth nexus: Evidence from a multivariate VAR"; **Journal of Development Economics**, Vol. 60, 1999.
30. M Wijaya, F; "Introduction to macro economics series"; Yogyakarta: BPFE Yogyakarta, 1999.
31. Orhan, ZH & N, Tirman; "An Empirical Analysis Regarding the Effect of Sukuk Outstanding on Growth in Turkey: 2010-2019"; **Sosyoekonomi**, No.29(48), 2021.
32. Pudjihardjo, M, Trikurniawati, Desi & Angga Erlando; "Economic Development Indicators on Sharia Financial Inclusion in the OIC Countries"; **Utopía y Praxis Latinoamericana**, vol. 26, no. Esp.1, Marzo, ISSN: 1315-5216 2477-9555, 2021.
33. Setianingsih, L & E, Widyastuti; "Does sukuk, domestic investment, foreign investment, and inflation contribute to economic growth in indonesia?"; **Jurnal Ekonomi Syariah Teori dan Terapan**, No.7(12), 2375-2384. DOI: 10.20473/vol7iss202012pp2375-2384, 2020.
34. Sinha, D & J, Macri; "Financial development and economic growth: The case of eight asian countries"; **Economic International**, Vol. 54 (2), 2001.
35. Smaoui, Houcem & Hatem, Ghouma; "Sukuk market development and Islamic banks' capital ratios"; **Research in**

- International Business and Finance**, No.51(17), 101064.
<https://doi.org/10.1016/j.ribaf.2019.101064>, 2020.
36. Smaoui, Houcem & Salem Nechi; “Does sukuk market development spur economic growth?”; **Research in International Business and Finance**, No.41, 2017, <https://doi.org/10.1016/j.ribaf.2017.04.018>.
37. Soliman, H; “The Impact of Islamic Sukuk on Economic Growth”; Arabic, 2021.
38. Syamsul, A & Y. Soesatyo; “Economic growth, unemployment rate, and consumption, in the frame of community welfare”; Semarang: CV. Pena Persada, 2020.
39. Tan, YL & RM. Shafi; “Capital market and economic growth in Malaysia: the role of sukūk and other sub-components”; **International Journal of Islamic Finance**, No.13(1), DOI 10.1108/IJIF-04-2019-0066, 2021.
40. Yani, D, Kismawadi, ER, Rauf Nasution, IFA & MI, Bahri; “The Effect of Sharia Share, Sukuk, Sharia Mutual Funds and Exchange on the National Economic Growth”; **Jurnal Bisnis dan Manajemen Islam**, No.10(1), 2022, <http://dx.doi.org/10.21043/bisnis.v10i1.13395>.
41. Yuliani, I, Qizam, I, Nugroho, A, & ZI, Muarrif; “The Impact of Sukuk on The Country’s Economic Growth with Country Governance as a Moderating Variable”; **Journal of Islamic Economics**, No.6(1), 2022.