



جایگاه اوراق بهادار سازی در رشد و توسعه اقتصادی کشورها (با تأکید بر نیاز به گسترش بازار اوراق بهادار سازی در ایران)

وحید زندیه

دانشجوی دکتری مدیریت مالی، دانشگاه آزاد اسلامی واحد علوم و تحقیقات تهران، (مسئول مکاتبات)

سعید زندیه

دانشجوی کارشناسی ارشد مهندسی صنایع، دانشگاه آزاد اسلامی واحد علوم و تحقیقات قزوین

تاریخ دریافت: ۹۳/۱۱/۲ تاریخ پذیرش: ۹۳/۱۲/۱۰

چکیده

اوراق بهادار سازی در هر اقتصادی به اندازه بازارهای مالی ساختار یافته ضرورت دارد. نتیجه نهایی اوراق بهادار سازی ساختاریافته مطلوب، ایجاد اوراق بهادار قابل خرید و فروش همراه با افزایش نقدینگی بهتر برای ادعاهای مالی است. فرایند اوراق بهادار سازی سرمایه‌گذاران را قادر می‌سازد تا مدیریت ریسک خود را بهبود بخشند، به بازدهی ریسک تعدیل شده بهتری دست یابند و به نقدینگی بیشتری دسترسی داشته باشند. تبدیل یک بدهی به چیزی قابل خرید و فروش، ارتباطات مالی عظیمی را بین وام‌گیرندگان انفرادی و بازارهای وسیع سرمایه به وجود آورده است. مشارکت‌کنندگان در بازارهای مالی شامل سرمایه‌گذارانی می‌شوند که نیازهای متفاوتی در برآوردن اهداف سرمایه‌گذاری خود دارند و از این‌رو به دنبال تأمین نیازهای ریسک و پاداش خود هستند. بنابراین تقطیع ریسک‌های مختلف به ریسک اعتباری و ریسک نرخ بهره، با اولویت دادن به سرمایه‌گذاران مختلفی که از طریق ساختار سازی در یک بازار اوراق بهادار سازی وارد می‌شوند، مفهوم اقتصادی می‌یابد. مطالعات گذشته حاکی از ارتباط و همبستگی میان رشد اقتصادی و توسعه شاخص‌های آزادی اقتصادی کشورها است. از سویی در پژوهش حاضر، از طریق آزمون آماری دریافتیم که رابطه معناداری میان توسعه بازارهای اوراق بهادار سازی و میزان آزادی تأمین مالی در برخی کشورهای توسعه یافته برای رشد اقتصادی آنها وجود دارد. همچنین ثابت شد که همبستگی خطی مثبت معناداری میان رشد انتشار ابزارهای مالی اسلامی (صکوک) به عنوان تأمین مالی ساختار یافته و به تعبیری اوراق بهادار سازی با شاخص کل آزادی اقتصادی و شاخص‌های آزادی سرمایه‌گذاری و آزادی تأمین مالی در کشورهای مسلمان در حال توسعه منتخب وجود دارد. مطالعه وضعیت موجود اوراق بهادار سازی کشور حاکی از فاصله نسبی ایران نسبت به کشورهای هدف مورد مقایسه در گروه کشورهای اسلامی در حال توسعه، برای استفاده از ابزارهای مالی اسلامی و به تعبیری اوراق بهادار سازی در گستره‌ای از بازارهای تأمین مالی اسلامی می‌باشد. هر چند کارهای مؤثری در جهت توسعه

بازارهای ابزارهای مالی اسلامی انجام شده است و طی چهار ساله اخیر شاهد انتشار صکوک در کشور بوده‌ایم، لیکن به‌منظور توسعه اقتصادی کشور تسریع در این پیشرفت ضرورت انکارناپذیری است.

واژه‌های کلیدی: اوراق بهادارسازی، رشد و توسعه اقتصادی، آزادی اقتصادی، ابزارهای مالی اسلامی (صکوک).

۱- مقدمه

اوراق بهادارسازی خلق و انتشار اوراق بدهی، یا اوراق قرضه‌ای است که پرداخت‌های اصل و بهره آن از محل جریان نقدی مجموعه مجزایی از دارایی‌ها صورت می‌گیرد. این فرایند از ابتدای دهه ۱۹۷۰ شروع شد و ارزش اوراق بهادارسازی منتشر شده طی هشت ساله ۲۰۱۴-۲۰۰۷ بالغ بر ۱۸ هزار میلیارد یورو در سراسر جهان می‌شود. نهادهای مالی و انواع مختلف کسب‌وکار از اوراق بهادارسازی به‌منظور تحقق سریع ارزش دارایی‌هایی که جریان نقدی عایدشان می‌کند بهره می‌برند. این نوع دارایی‌ها به‌طور متداول شامل دارایی‌های مالی چون وام‌ها می‌گردند، لیکن می‌توانند حساب‌های دریافتی و اجاره‌های بلندمدت^۱ را شامل گردند.

در بسیاری از موارد، ترتیب‌دهنده یا ناشر دارایی مالی جریان منظمی از پرداخت‌ها را پیش از موعد پرداخت می‌کند. با تجمیع اوراق بهادار، جریان‌های پرداخت‌ها می‌تواند برای حمایت از بهره و اصل پرداخت‌های اوراق بهادار بدهی بکار رود. هنگامی که دارایی‌ها اوراق بهادارسازی می‌شوند، ناشر اوراق بهادار جریان پرداختی را به‌عنوان مجموع انباشته، به‌جای گستره‌ای از جریان پرداخت‌ها دریافت می‌کند.

به‌طور کلی، مهم‌ترین انگیزه‌ها برای اوراق بهادارسازی عبارتند از: کاهش بالقوه هزینه‌های تأمین وجوه برای وام‌گیرندگان، تأثیر مستقیم بر عدم واسطه‌گری مالی و در نهایت تأثیر مثبت بر اقتصاد.

مشارکت‌کنندگان در بازارهای مالی شامل سرمایه‌گذارانی می‌شوند که نیازهای متفاوتی در برآوردن اهداف سرمایه‌گذاری خود دارند و از این‌رو به‌دنبال تأمین نیازهای ریسک و پاداش خود هستند. بنابراین تقطیع^۲ ریسک‌های مختلف به ریسک اعتباری و ریسک نرخ بهره، با اولویت دادن به سرمایه‌گذاران مختلفی که از طریق ساختارسازی در یک بازار اوراق بهادارسازی وارد می‌شوند، مفهوم اقتصادی می‌یابد.

از سویی در یک بازار بدهی عمومی، واسطه‌های مالی وجوهی را از سرمایه‌گذاران انفرادی جمع می‌کنند و سپس از آن وجوه برای وام دادن به شرکت‌ها و افراد استفاده می‌کنند. بدین ترتیب زمینه برای تأمین میزان وسیع‌تری از وجوه فراهم می‌آید. همچنین ایجاد بسترهای مناسب برای واسطه‌گری سرسید، تجمیع منابع مالی خرد، کاهش ریسک از طریق متنوع‌سازی، کاهش هزینه‌های قراردادی و پردازش اطلاعات از مهم‌ترین عملکردهای واسطه‌های مالی در بازارهای بدهی عمومی می‌باشد. از منظری دیگر وام‌گیرندگان شرکتی می‌توانند از طریق هزینه‌های تأمین وجه کمتر با جمع‌آوری وجوه به‌طور مستقیم به‌جای تأمین مالی از طریق واسطه‌های مالی نظیر بانک‌ها از بازار سرمایه نفع ببرند.

در اواخر دهه ۱۹۶۰ تعداد کمی از افراد تمایل به سرمایه‌گذاری در وام‌های رهنی، وام‌های شرکتی یا وام‌های اتوموبیل داشتند، لیکن میل به سرمایه‌گذاری در وام‌های با پشتوانه اوراق بهادار در اکثر افراد وجود داشت. در

حقیقت، اوراق بهادارسازی با قابل معامله کردن دارایی‌های مالی، هزینه‌های بنگاهی را کاهش داد و منجر به کارآمدی بیشتر بازارهای مالی گردید و نیز سبب بهبود نقدینگی برای ادعاهای مالی بنیادی و در نتیجه کاهش ریسک نقدینگی در نظام مالی اقتصاد کشورها شد.

رشد و توسعه بازارهای اوراق قرضه پردرآمد در اواخر دهه ۱۹۷۰ و اوایل دهه ۱۹۸۰ را می‌توان مرهون شکل‌گیری فرایند اوراق بهادارسازی به واسطه جایگزین کردن بازارهای عمومی سرمایه به جای واسطه‌های مالی در تأمین مالی از طریق اوراق بدهی که کارایی کمتر و هزینه بالاتر داشتند، دانست. در چنین شرایطی انتشار اوراق قرضه توسط شرکت‌های پریسک جایگزین اعطای وام‌های بانکی به اینگونه وام‌گیرندگان می‌شد.

بدین ترتیب بازارهای اوراق بهادارسازی با فراهم کردن شرایطی متفاوت برای تأمین مالی ساختار یافته^۳ توانستند از طریق کارکرد تقطیع ریسک‌های مختلف به ریسک اعتباری و ریسک نرخ بهره، با اولویت دادن به سرمایه‌گذاران مختلفی که از طریق ساختارسازی در یک بازار اوراق بهادارسازی وارد می‌شوند، برای سرمایه‌گذاران امکان بهره‌مندی از مزایای سرمایه‌گذاری‌های متنوع در اوراق سرمایه‌گذاری گوناگون را فراهم آورند.

با توجه به مهم‌ترین مزیت‌های شکل‌گیری و توسعه بازارهای اوراق بهادارسازی و نقش مؤثری که فرایند اوراق بهادارسازی در توسعه بازارهای تأمین مالی ساختاریافته ایفا می‌کند، در پژوهش حاضر بر آنیم تا بررسی وضعیت موجود در کشورهای توسعه یافته و نیز کشورهای مسلمان در حال توسعه که از بازارهای ابزارهای مالی اسلامی (صکوک) نسبتاً توسعه یافته برخوردارند، نقش توسعه بازارهای اوراق بهادارسازی را در رشد و توسعه اقتصادی کشورها بررسی کرده و از الگوی کشورهای مسلمان برای رشد بازارهای ابزارهای مالی اسلامی به‌عنوان بازارهای تأمین مالی ساختاریافته و به تعبیری اوراق بهادارسازی در ایران به‌منظور برآوردن یکی از الزامات رشد و توسعه اقتصادی بهره بگیریم.

۲- مبانی نظری و مروری بر پیشینه پژوهش

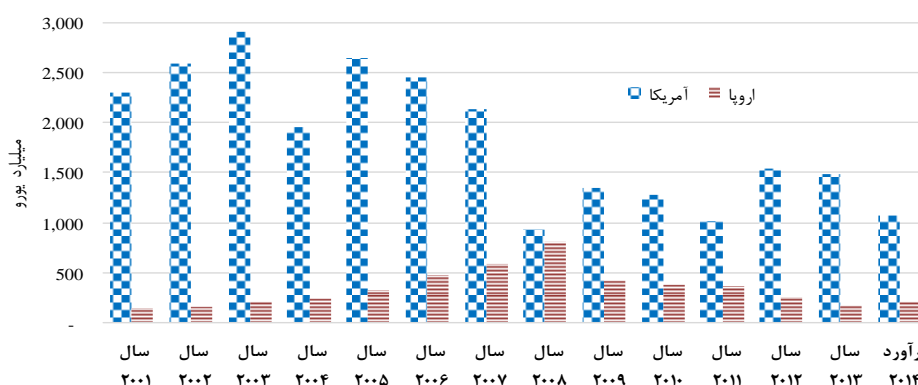
۲-۱- مروری بر تاریخچه اوراق بهادارسازی

طی سه دهه منتهی به سال ۲۰۰۰ میلادی، اوراق بهادارسازی بدون وقفه و بی‌هیچ واقعه بزرگی با روندی پایدار هم از نظر اندازه و هم از نظر حوزه‌های بکارگیری گسترش یافت. صنعت اوراق بهادارسازی در سال ۱۹۷۰ در ایالات متحده با اوراق بهادارسازی رهن‌های مسکنی^۴ که توسط دولت آمریکا تضمین می‌شد و توسط مؤسسه دولتی جینی‌می^۵ متولد شد. با سپری شدن سال‌های آغازین دهه ۱۹۸۰، بازاری برای اوراق بهادار به‌پشتوانه دارایی^۶ در آمریکا و بازاری دیگر برای اوراق بهادار به‌پشتوانه رهن املاک^۷ در انگلستان شکل گرفت. در دهه ۱۹۹۰ نیز اسناد دارایی‌های املاک و مستغلات به‌صورت اوراق بهادارسازی شده در کشور آمریکا منتشر شد و توسعه‌هایی در بازارهای اوراق بهادار به‌پشتوانه دارایی و اوراق بهادار به‌پشتوانه رهن^۸ در بازارهای منطقه‌ای اروپا و انگلیس به وقوع پیوست.

در آغاز قرن ۲۱، میزان انتشار اوراق بهادارسازی بخش خصوصی در آمریکا حدود یک‌هزار میلیارد دلار و تا پنج برابر حجم اوراق بهادارسازی در اروپا می‌رسید. همراه با شکل‌گیری تغییرات شگرف در ترکیب صنعتی جهان

و سپس گشایش در برخی صنایع همچون مسکن، املاک و مستغلات در سال‌های منتهی به ۲۰۰۷ که اثرات قابل توجهی بر سیستم مالی جهان گذاشت، حجم قابل ملاحظه‌ای از اوراق بهادارسازی در بخش‌های بسیار پیچیده، پرریسک و مبهم بازار که پیش از این به‌عنوان بازارهای نابالغ تلقی می‌شدند، منتشر شد، به‌طوری‌که طی سال‌های ۲۰۰۷-۲۰۰۰، انتشار تعهدات بدهی توثیقی^۱ در سطح جهان بیش از شش برابر بیشتر از گذشته و تا یک‌هزار میلیارد دلار افزایش یافت.

حجم سالانه انتشار اوراق بهادارسازی کم‌اعتبار (پرریسک) در بازار رهنی آمریکا از ۱۰۰ میلیارد دلار به ۶۰۰ میلیارد دلار طی سال‌های ۲۰۰۶-۲۰۰۰ افزایش یافت. ظهور بازیگران خصوصی (علاوه بر فعالیت دو شرکت شبه دولتی فنی‌می و جی‌می^۱) به‌عنوان نیروی تازه‌ای در اوراق بهادار به‌پشتوانه رهن قوت گرفت و انتشار اوراق بهادار به‌پشتوانه رهنی با تضعیف شدید استانداردهای قرض‌دهی طی دوره مذکور همراه شد. هرچند ادامه این روند، بحران جهانی اقتصاد را شکل داد، لیکن پس از طی شدن بحران مزبور و با سپری شدن سال‌های ۲۰۰۸ و ۲۰۰۹، همراه با بازیابی کند اقتصاد جهانی در سال‌های ۲۰۱۰ و ۲۰۱۱، حجم انتشار اوراق بهادارسازی آمریکا از ۹۳۴ میلیارد یورو در سال ۲۰۰۸ تا بیش از ۱،۵۵۰ میلیارد یورو در سال ۲۰۱۲ نیز رسید؛ ولیکن با توجه به بحران بدهی اروپا طی سال‌های ۲۰۱۱ و ۲۰۱۲، شاهد افت حجم انتشار اوراق بهادارسازی از حدود ۷۰۰ میلیارد یورو در سال ۲۰۰۸ تا حدود ۲۰۰ میلیارد یورو در سال‌های ۲۰۱۳ و ۲۰۱۴ بودیم. (نمودار ۱).



نمودار ۱- ارزش اوراق بهادارسازی منتشره طی سالهای ۲۰۰۱-۲۰۱۴^{۱۱}

بیشترین سهم انتشار اوراق بهادارسازی طی هشت سال اخیر (۲۰۰۷-۲۰۱۴) در منطقه اروپا متعلق به اوراق بهادار به‌پشتوانه رهن املاک^{۱۲} بوده و در آمریکا نیز به اوراق بهادار به‌پشتوانه رهن تحت حمایت دولت آمریکا^{۱۳} اختصاص داشته است؛ به‌طوری‌که ارزش اوراق بهادار به‌پشتوانه رهن املاک منتشر شده در اروپا طی دوره مذکور به ۱/۹ هزار میلیارد یورو رسیده است. همچنین ارزش اوراق بهادار به‌پشتوانه رهن تحت حمایت دولت آمریکا منتشر شده در آمریکا طی هشت ساله اخیر بالغ بر ۸/۲ هزار میلیارد یورو می‌باشد. (جدول ۱)

جدول ۱- ارزش اوراق بهادارسازی منتشره به تفکیک دارایی وثیقه شده در منطقه اروپا و کشور

آمریکا (میلیارد یورو)^{۱۴}

اروپا	سال ۲۰۰۷	سال ۲۰۰۸	سال ۲۰۰۹	سال ۲۰۱۰	سال ۲۰۱۱	سال ۲۰۱۲	سال ۲۰۱۳	برآورد ۲۰۱۴	جمع کل
ABS	۵۸	۷۳	۵۳	۳۱	۷۴	۵۳	۷۲	۴۱	۴۵۴
CDO/CLO	۸۹	۴۸	۱۰۷	۳۰	۱۰	۱۴	۹	۱۳	۳۱۹
CMBS	۴۸	۵	۱۶	۶	۲	۵	۹	۵	۹۵
RMBS	۲۶۰	۵۸۵	۲۳۹	۲۷۲	۲۲۴	۱۳۳	۶۵	۱۲۲	۱,۸۹۹
SME	—	—	—	۴۰	۶۱	۴۵	۲۰	۳۱	۱۹۶
WBS/PFI	—	—	—	۵	۲	۲	۵	۴	۱۸
مجموع کل هر سال	۴۵۴	۷۱۱	۴۱۴	۳۸۳	۳۷۲	۲۵۱	۱۸۰	۲۱۶	۲,۹۸۱
آمریکا	سال ۲۰۰۷	سال ۲۰۰۸	سال ۲۰۰۹	سال ۲۰۱۰	سال ۲۰۱۱	سال ۲۰۱۲	سال ۲۰۱۳	برآورد ۲۰۱۴	جمع کل
ABS	۳۷۱	۸۹	۱۰۲	۸۲	۹۱	۱۵۴	۱۴۰	۱۸۳	۱,۲۱۳
CDO	۳۵۲	۴۰	۲	۳	۸	۳۶	۶۱	۸۳	۵۸۴
Agency MBS	۸۵۸	۷۷۹	۱,۲۳۱	۱,۱۸۱	۸۹۱	۱,۳۳۰	۱,۲۱۰	۷۵۱	۸,۲۳۱
Non-Agency CMBS	۱۶۷	۸	۱	۶	۲۳	۲۸	۶۰	۴۱	۳۳۴
Non-Agency RMBS	۳۹۹	۱۷	۲۲	۴	۲	۳	۱۳	۱۱	۴۷۳
مجموع کل هر سال	۲,۱۴۷	۹۳۴	۱,۳۵۹	۱,۲۷۷	۱,۰۱۴	۱,۵۵۰	۱,۴۸۵	۱,۰۷۰	۱۰,۸۲۵

جدول ۲- سهم اوراق بهادارسازی منتشره به تفکیک دارایی وثیقه شده در منطقه اروپا و کشور

آمریکا (درصد)^{۱۵}

اروپا	سال ۲۰۰۷	سال ۲۰۰۸	سال ۲۰۰۹	سال ۲۰۱۰	سال ۲۰۱۱	سال ۲۰۱۲	سال ۲۰۱۳	برآورد ۲۰۱۴
ABS	۱۳	۱۰	۱۳	۸	۲۰	۲۱	۴۰	۱۹
CDO/CLO	۲۰	۷	۲۶	۸	۳	۵	۵	۶
CMBS	۱۰	۱	۴	۲	۱	۳	۵	۲
RMBS	۵۷	۸۲	۵۸	۷۱	۶۰	۵۳	۳۶	۵۶
SME	—	—	—	۱۰	۱۶	۱۸	۱۱	۱۴
WBS/PFI	—	—	—	۱	۱	۱	۳	۲
جمع کل	۱۰۰	۱۰۰	۱۰۰	۱۰۰	۱۰۰	۱۰۰	۱۰۰	۱۰۰
آمریکا	سال ۲۰۰۷	سال ۲۰۰۸	سال ۲۰۰۹	سال ۲۰۱۰	سال ۲۰۱۱	سال ۲۰۱۲	سال ۲۰۱۳	برآورد ۲۰۱۴
ABS	۱۷	۱۰	۸	۶	۹	۱۰	۹	۱۷
CDO	۱۶	۴	۰	۰	۱	۲	۴	۸
Agency MBS	۴۰	۸۳	۹۱	۹۳	۸۸	۸۶	۸۲	۷۰
Non-Agency CMBS	۸	۱	۰	۰	۲	۲	۴	۴
Non-Agency RMBS	۱۹	۲	۲	۰	۰	۰	۱	۱
جمع کل	۱۰۰	۱۰۰	۱۰۰	۱۰۰	۱۰۰	۱۰۰	۱۰۰	۱۰۰

پس از بحران جهانی اقتصاد در سال ۲۰۰۸ میلادی، سهم بیش از ۸۲ درصدی اوراق بهادار به پشتوانه رهن املاک در منطقه اروپا از کل اوراق بهادارسازی منتشره با روندی نوسانی و رو به کاهش به حدود ۵۶ درصد در سال ۲۰۱۴ رسیده است؛ درحالی که سهم ۱۰ درصدی اوراق بهادار به پشتوانه دارایی^{۱۶} از کل اوراق بهادارسازی

منتشره طی سال ۲۰۰۸ در منطقه مذکور با روندی رو به رشد به حدود ۴۰ و ۲۰ درصد در سال‌های ۲۰۱۳ و ۲۰۱۴ افزایش یافته است. همچنین طی سال‌های اخیر سهم ارزش اوراق بهادار منتشره به‌پشتوانه رهن تحت حمایت دولت آمریکا رقم ۹۳ درصد از کل ارزش اوراق بهادارسازی منتشر شده در آمریکا را در سال ۲۰۱۰ تجربه کرده است، لیکن با روندی نزولی به سهم ۷۰ درصد در سال ۲۰۱۴ کاهش یافته است. از سویی سهم اوراق بهادار به‌پشتوانه دارایی در کشور آمریکا از حدود ۱۰ درصد در سال ۲۰۰۸ و تجربه کردن همین رقم در سال‌های ۲۰۱۲ و ۲۰۱۳ به بیش از ۱۷ درصد از کل ارزش اوراق بهادارسازی منتشره رسیده است. (جدول ۲)

بیشترین اوراق بهادارسازی در اروپا طی سال‌های ۲۰۱۴-۲۰۰۷ در ۱۰ کشور توسعه یافته انگلیس، هلند، اسپانیا، ایتالیا، آلمان، فرانسه، بلژیک، ایرلند، پرتغال و یونان با مجموع بیش از ۲/۸ هزار میلیارد یورو ارزش اوراق بهادارسازی منتشره بوده است که حدود ۹۲ درصد از کل اوراق بهادارسازی منتشر شده در اروپا طی دوره مذکور را به خود اختصاص داده‌اند. همچنین سه کشور آمریکا، استرالیا و ژاپن طی دوره مورد ذکر به‌ترتیب حدود ۱۴/۷ هزار میلیارد یورو، ۲۱۳ میلیارد دلار استرالیا (معادل ۱۴۴ میلیارد یورو) و ۲۷ هزار میلیارد یورو (معادل ۲۰۳ میلیارد یورو) انواع اوراق بهادارسازی منتشر کرده‌اند. از میان کشورهای منتخب فوق‌الذکر، آمریکا سهم ۸۱ درصدی از کل ارزش اوراق بهادارسازی منتشره طی سال‌های ۲۰۱۴-۲۰۰۷ را در اختیار داشته و کشورهای اروپایی سهم ۱۷/۱ درصدی، ژاپن سهم ۱/۱ درصدی و استرالیا سهم ۰/۸ درصدی از کل ارزش اوراق بهادارسازی منتشره را به خود اختصاص داده‌اند. (جدول ۳)

جدول ۳- ارزش اوراق بهادارسازی منتشره در مناطق مختلف جهان طی سال‌های ۲۰۱۴-۲۰۰۷ (ارقام به

میلیارد یورو)^{۱۷}

نام کشور	سال ۲۰۰۷	سال ۲۰۰۸	سال ۲۰۰۹	سال ۲۰۱۰	سال ۲۰۱۱	سال ۲۰۱۲	سال ۲۰۱۳	برآورد ۲۰۱۴	مجموع	سهم از کل (درصد)
انگلیس	۱۷۳	۲۵۶	۸۹	۱۰۲	۱۰۰	۷۸	۳۳	۴۱	۸۷۳	۵
هلند	۴۱	۷۶	۴۴	۱۳۸	۸۶	۴۹	۳۹	۲۹	۵۰۰	۳
اسپانیا	۶۱	۱۰۳	۶۵	۵۵	۶۲	۱۹	۲۷	۱۶	۴۰۹	۲
ایتالیا	۲۶	۹۵	۶۹	۱۶	۵۱	۵۸	۲۷	۲۰	۳۶۴	۲
آلمان	۱۹	۱۱۱	۱۹	۱۳	۱۳	۱۰	۲۲	۲۰	۲۲۶	۱
فرانسه	۴	۱۴	۷	۹	۱۶	۱۵	۱۰	۶۳	۱۳۸	۱
بلژیک	۴	۳۵	۲۷	۱۴	۱۹	۱۵	۲	۶	۱۲۳	۱
ایرلند	۱۰	۳۶	۲۵	۷	۰	۱	۱	۰	۸۰	۰.۴
پرتغال	۱۱	۱۵	۱۰	۱۷	۱۰	۱	۳	۴	۷۱	۰.۴
یونان	۵	۱۳	۲۲	۱	۶	۲	۰	۰	۵۱	۰.۳
دیگر کشورها	۹۷	۶۵	۴۶	۷	۱۲	۴	۱۵	۱۶	۲۶۱	۱
اروپا	۴۵۱	۸۱۹	۴۲۴	۳۷۹	۳۷۶	۲۵۳	۱۸۰	۲۱۶	۳۰۹۷	۱۷.۱
آمریکا	۲,۹۳۹	۱,۳۶۷	۱,۸۹۰	۱,۶۹۲	۱,۴۱۰	۱,۹۹۳	۱,۹۷۲	۱,۴۲۱	۱۴,۶۸۳	۸۱
استرالیا	۳۵	۷	۹	۱۵	۲۰	۱۵	۲۳	۱۹	۱۴۴	۰.۸
ژاپن	۴۲	۲۴	۲۰	۲۲	۳۱	۲۸	۲۱	۱۵	۲۰۴	۱.۱
جمع کل	۳,۴۶۷	۲,۲۱۷	۲,۳۴۳	۲,۱۰۹	۱,۸۳۷	۲,۲۸۸	۲,۱۹۶	۱,۶۷۰	۱۸,۱۲۸	۱۰۰

ابزارهای مالی اسلامی (صکوک) به عنوان مهم ترین ابزار برای تأمین مالی ساختاریافته در جوامع مسلمان و شباهت های نزدیکی که با اوراق بهادارسازی یا به تعبیری تأمین مالی ساختاریافته دارند، می توانند اوراق بهادارسازی در کشورهای مسلمان تلقی گردند، به همین دلیل توسعه آن ها طی دو دهه اخیر جزء مهمی از رشد و توسعه اقتصادی کشورها به نظر می رسد.

۲-۲- ابزارهای مالی اسلامی (صکوک) و اوراق بهادارسازی

امروزه اوراق بهادارسازی معنای خاص تری آن گونه که توسط لامپکین^{۱۸} در سال ۱۹۹۹ بیان شد، به خود گرفته است و از آن به جای اصطلاح «تأمین مالی ساختاریافته»^{۱۹} به کار برده می شود. بر اساس تعریفی که در سال ۲۰۰۵ از سوی بانک تسویه بین الملل^{۲۰} ارائه شده است، ابزارهای تأمین مالی ساختاریافته سه ویژگی عمده دارند: (۱) تجمیع سرمایه ها (بر اساس وجوه نقد یا به طور مصنوعی)، (۲) تقطیع بدهی هایی که توسط مجموعه ای از دارایی ها پشتیبانی می شوند (این مشخصه تأمین مالی ساختاریافته را از اوراق بهادارسازی سنتی متمایز می کند.) و (۳) قطع ارتباط ریسک اعتباری مجموعه دارایی های وثیقه شده از ریسک اعتباری بانی که معمولاً از طریق استفاده از یک نهاد مالی واسط^{۲۱} که مستقل و دارای عمر محدود است انجام می شود.

از سویی در کشورهای اسلامی به دلایل اعتقادی، استفاده از ابزارهای بدهی که مهم ترین آن اوراق قرضه است، از نظر شریعت و دین مبین اسلام ربوی است. لذا در کشورهای دارای جمعیت غالب مسلمان، استفاده از ابزارهای مالی متعارف همچون انواع اوراق قرضه، کارایی و مقبولیتی ندارد و این گونه کشورها به منظور تأمین مالی و مدیریت بدهی خود همواره نیازمند به یافتن جایگزین هایی مطابق با اصول اسلامی بوده اند. بدین ترتیب طی دو دهه اخیر شاهد شکل گیری ساختار ابزارهای مالی اسلامی مطابق با شریعت اسلام در کشورهای اسلامی بوده ایم تا شرکت ها با استفاده از نوآوری های موجود در ابزارهای مالی اسلامی ساختاریافته که به «صکوک»^{۲۲} شهرت یافته است، بتوانند خلأ ناشی از کمبود ابزارهای مالی متداول در بازارهای مالی متعارف را جبران کنند.

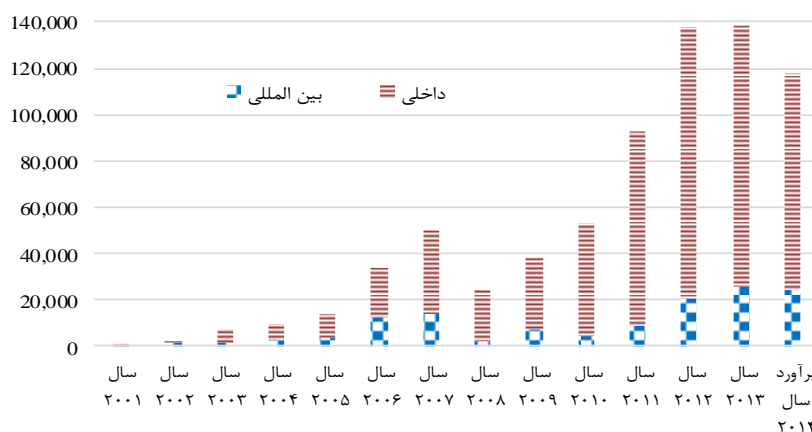
در طراحی صکوک، چهار بُعد متشکل از مشروعیت، روابط حقوقی، رویه های حسابداری و مدیریت ریسک از اهمیت ویژه ای برخوردار است. شباهت ساز و کار صکوک با اوراق بهادارسازی بر اساس ابعاد روابط حقوقی و مدیریت ریسک صکوک قابل تبیین است. هر سه ویژگی اوراق بهادارسازی بر اساس تعریف بانک تسویه بین الملل در قالب طراحی های انجام شده برای صکوک قابل تطابق است.

در دهه ۱۹۹۰، همزمان با گسترش ساختارهای مختلف مالی توسط بانک های اسلامی، ایده استفاده از ابزارهای مالی اسلامی در بازار سرمایه قوت گرفت. به دنبال آن متخصصان مالی در کنار علمای دینی اقدام به مطالعه راهکارهای مناسب نمودند. بدین ترتیب ایده انتشار اوراق اجاره (صکوک اجاره) به عنوان نخستین ابزار مالی اسلامی در مقاله ای از مُنذِرَقُحَف^{۲۳} در سال ۱۹۹۷ مطرح شد. وی در مقاله دیگری در سال ۲۰۰۷، انتشار نخستین ابزار مالی اسلامی را در سال ۱۹۹۹ و همزمان با انتشار صکوک بین المللی مالزی و بحرین می داند.

کشور ایران با جمعیت قریب به اتفاق مسلمان، از دیرباز موضوع مالی اسلامی را مدنظر داشته است و پس از پیروزی انقلاب اسلامی بر این موضوع تأکید دوچندانی شده است. از این روی با توجه به ویژگی های صکوک که

هم از نظر شریعت اسلام و فقه شیعی - با تغییراتی اندک - مورد پذیرش است و هم امکان دسترسی به ظرفیت‌های بازار سرمایه اولیه و ثانویه را برای تأمین مالی ساختار یافته فراهم می‌آورد، ضوابط ابزار مالی اوراق اجاره (صکوک اجاره) به پیشنهاد هیأت مدیره سازمان بورس و اوراق بهادار در سال ۱۳۸۶ به تصویب شورای عالی بورس و اوراق بهادار رسید.

پس از آن در راستای گسترش و تعمیق بازار مالی کشور همزمان با تأسیس کمیته فقهی سازمان بورس و اوراق بهادار، دستورالعمل انتشار اوراق اجاره، مرابحه، سلف موازی، مشارکت و قرض‌الحسنه، از سوی کمیته فقهی مذکور تهیه شده و مورد تصویب شورای عالی بورس قرار گرفته است. دستورالعمل انتشار صکوک مضاربه و وکالت نیز اخیراً در کمیته فقهی سازمان مزبور بررسی شده و در حال انجام اصلاحات لازم است. همچنین دستورالعمل انتشار صکوک اجاره ریالی و ارزی و نیز اوراق استصناع ریالی و ارزی سیستم بانکی توسط بانک مرکزی جمهوری اسلامی ایران طی سال‌های ۱۳۹۰ و ۱۳۹۱ مورد تصویب شورای پول و اعتبار قرار گرفته است. پس از حوادث سال ۲۰۰۱ میلادی، مسلمانان به دلیل مواجهه با مشکلات متعدد در کشورهای غربی، بیش از پیش به ابزارهای مالی اسلامی روی آوردند. پس از شناخته شدن صکوک در کشورهای اروپایی و آمریکایی، کشورهای غیراسلامی نیز جهت ترغیب سرمایه‌گذاران مسلمان برای سرمایه‌گذاری، اقدام به انتشار صکوک کردند. انواع صکوک که در قالب تقسیم‌بندی‌های گوناگون قابل طبقه‌بندی است عبارتند از: اوراق مرابحه، اوراق اجاره، اوراق منفعت، اوراق استصناع (سفارش ساخت)، اوراق جعاله، اوراق سلف، اوراق مشارکت، اوراق مضاربه، اوراق مزارعه، اوراق وکالت، اوراق مساقات، اوراق مغارسه (کشاورزی و کاشت گیاهان)، اوراق قرض‌الحسنه و اوراق وقف. ارزش صکوک منتشر شده در سطح جهانی طی سال‌های ۲۰۱۴-۲۰۰۱ میلادی بیش از ۷۱۸ میلیارد دلار برآورد می‌گردد که ارزش صکوک بین‌المللی بالغ بر ۱۲۷ میلیارد دلار (سهم ۱۸ درصد) و ارزش صکوک داخلی بالغ بر ۵۹۱ میلیارد دلار (سهم ۸۲ درصد) می‌باشد. (نمودار ۲).



نمودار ۲ - ارزش صکوک منتشر شده در سطح جهان طی سال‌های ۲۰۰۱-۲۰۱۴ (میلیون دلار)^{۲۴}

ارزش کل صکوک منتشر شده در جهان طی دوره ژانویه سال ۲۰۰۱ تا ژوئیه سال ۲۰۱۴ بالغ بر ۶۷۰ میلیارد دلار بوده است که کشور مالزی حدود ۴۴۷ میلیارد دلار انواع صکوک منتشر کرده است و بیشترین سهم (۶۷ درصد) را به خود اختصاص داده است. همچنین کشورهای عربستان سعودی و امارات هر یک با حدود ۵۵ میلیارد دلار صکوک منتشره در دوره مذکور به ترتیب سهم ۸/۲ و ۸/۱ درصدی از کل ارزش صکوک منتشره را در اختیار دارند؛ و کشورهای اندونزی، قطر، سودان، بحرین، ترکیه و پاکستان نیز در جایگاه‌های بعدی قرار دارند. شرکت‌های ایرانی نیز از سال ۲۰۱۱ تا پایان سال ۲۰۱۴ بالغ بر ۱/۳ میلیارد دلار انواع صکوک و عمدتاً صکوک اجاره منتشر کرده‌اند. (جدول ۴)

جدول ۴ - ارزش صکوک منتشر شده در سطح جهان به تفکیک کشورهای ناشر طی دوره ژانویه سال ۲۰۰۱ تا ژوئیه سال ۲۰۱۴ (میلیون دلار)^{۲۵}

کشور	تعداد انتشار			ارزش صکوک منتشر شده		
	بین المللی	داخلی	جمع کل	بین المللی	داخلی	جمع کل
مالزی	۳۲	۳,۹۳۲	۳,۹۶۴	۱۶,۳۳۹	۴۳۰,۵۷۹	۴۴۶,۹۱۸
عربستان سعودی	۳۰	۴۳	۷۳	۲۱,۵۴۲	۳۲,۵۳۸	۵۵,۰۸۰
امارات	۶۸	۱۴	۸۲	۴۵,۹۸۶	۸,۲۵۱	۵۴,۲۳۷
اندونزی	۷	۱۸۹	۱۹۶	۵,۷۸۵	۱۸,۴۵۳	۲۴,۲۳۸
قطر	۱۰	۹	۱۹	۸,۹۳۵	۱۳,۱۱۵	۲۲,۰۵۰
سودان	۱	۲۶	۲۷	۱۳۰	۱۶,۱۸۰	۱۶,۳۱۰
بحرین	۹۴	۲۱۸	۳۱۲	۶,۸۳۰	۹,۱۲۴	۱۵,۹۵۴
ترکیه	۱۲	۲۰	۳۲	۵,۷۵۳	۶,۴۷۸	۱۲,۲۳۱
پاکستان	۱	۵۸	۵۹	۶۰۰	۷,۶۸۸	۸,۲۸۸
ایران	-	۲۴	۲۴	-	۱,۲۵۷	۱,۲۵۷
سایر کشورها	۳۹	۳۴۹	۳۸۸	۴,۹۶۸	۷,۹۵۱	۱۲,۹۱۹
جمع کل	۲۹۴	۴,۸۸۲	۵,۱۷۶	۱۱۶,۸۶۸	۵۵۲,۶۱۴	۶۶۹,۴۸۲

بناگاه‌های اقتصادی در ایران اعم از تولیدی و خدماتی از اواخر سال ۱۳۸۹ (مقارن با ماه مارس سال ۲۰۱۱ میلادی) تاکنون بالغ بر ۲۰,۹۸۳ میلیارد ریال (معادل ۱,۲۵۷ میلیون دلار) ابزار مالی اسلامی (به جز اوراق مشارکت) به صورت داخلی از طریق بازار سرمایه منتشر کرده‌اند که ۱۹,۴۸۲ میلیارد ریال (معادل ۹۳ درصد) به صکوک اجاره و ۱,۵۰۱ میلیارد ریال (معادل ۷ درصد) به صکوک مرابحه اختصاص داشته است.

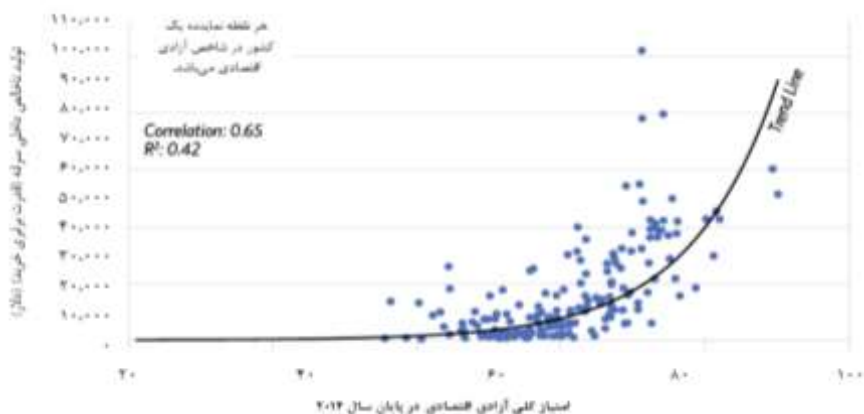
انتشار صکوک توسط شرکت‌های بین‌المللی غیرمسلمان روند رو به رشد صکوک به‌عنوان اوراق بهادار سازی را نوید می‌دهد. شرکت آمریکایی جنرال الکتریک^{۲۶} مهم‌ترین شرکت غیراسلامی است که در سال ۲۰۰۹ میلادی اقدام به تأمین مالی از طریق انتشار صکوک به ارزش ۵۰۰ میلیون دلار کرده است. لذا صکوک با ایجاد بازاری

نوبن برای تأمین مالی ساختار یافته می‌تواند توسعه‌های بیشتری را در کشورهای در حال توسعه و بازارهای نوظهور اقتصادی بوجود آورد.

از همین‌رو، توسعه ابزارهای مالی اسلامی به‌عنوان نوعی از اوراق‌بهادارسازی در جهت کمک به برخورداری دولت‌های اسلامی و بنگاه‌های اقتصادی فعال در کشورهای مسلمان از مزایایی همچون افزایش توان کاهش هزینه‌های تأمین وجوه، ارتقای توانایی متنوع‌سازی منابع تأمین مالی، بالا بردن توانایی مدیریت ریسک شرکتی، راه‌گشایی برای نهادهای مالی که باید الزامات کفایت سرمایه را رعایت کنند (از طریق کاهش ضریب ریسک دارایی‌های ریسکی)، فراهم آوردن فرصت تأمین مالی خارج از ترازنامه و در نهایت ایجاد درآمد کارمزدی از اهمیت بسیار ویژه‌ای نه تنها در کشورهای اسلامی بلکه در سایر کشورها برخوردار است. لذا به‌نظر می‌رسد که رشد بازارهای صکوک به‌عنوان اوراق‌بهادارسازی اثری با اهمیت در توسعه فعالیت اقتصادی کشورهای اسلامی و در نتیجه رشد و توسعه اقتصادی آن‌ها داشته باشد.

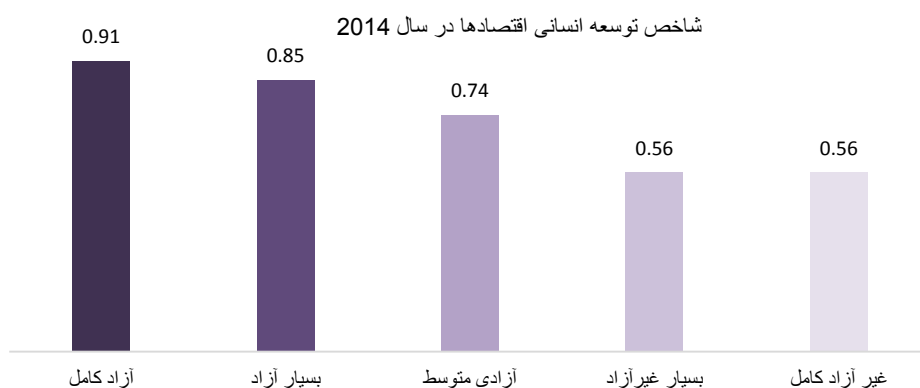
۲-۳- رابطه آزادی اقتصادی با رشد و توسعه اقتصادی

هدف فراگیر سیاست‌های اقتصادی باید خلق محیطی باشد که بهترین فرصت را برای رشد اقتصادی پایدار، افزایش درآمدهای ملی و بهبود در رفاه عمومی کل جامعه به‌عنوان نشانه‌ای از توسعه استوار اقتصادی، فراهم آورد. مطالعه دامنه وسیعی از پژوهش‌ها نشان می‌دهد که طراوت و چالاکی و رشد طولانی مدت اقتصادی تنها زمانی قابل دستیابی است که دولت‌ها و سیاستگذاران اقتصادی، خط‌مشی‌های اقتصادی را بپذیرند که فرصت‌ها و انتخاب‌های فردی آحاد جامعه را افزایش دهد و در جهت توانمندسازی و اشتیاق کارآفرینی گام بردارد. رابطه مثبت بین آزادی اقتصادی و رفاه و رونق اقتصادی در سال ۲۰۱۴ اثبات شده است. تولید ناخالص داخلی سرانه، به‌عنوان معیاری از قدرت برابری خرید، در کشورهای حایز آزادی اقتصادی بیشتر، بسیار بالا می‌باشد. (نمودار ۳).



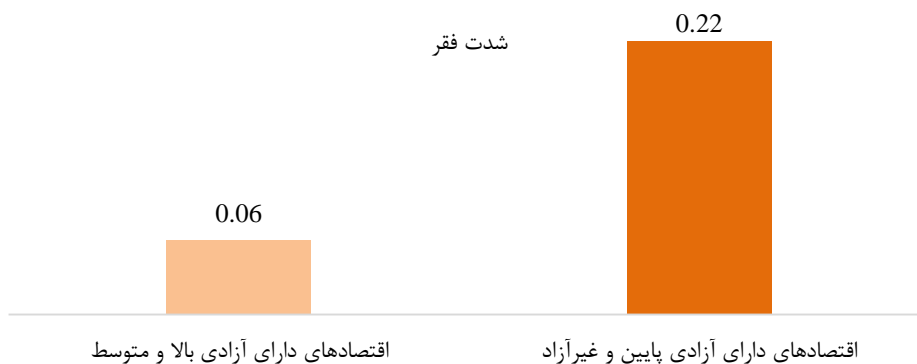
نمودار ۳ - آزادی اقتصادی سطح موفقیت را افزایش می‌دهد.^{۲۷}

آزادی اقتصادی بالاتر وابستگی زیادی به شاخص توسعه انسانی سازمان ملل متحد^{۲۸} به عنوان معیاری برای اندازه گیری امید به زندگی، میزان باسوادی و بهره مندی از آموزش، مراقبت های بهداشتی (سطح سلامت) سطح بالا و تأمین سایر استانداردهای زندگی در کشورهای سراسر دنیا دارد. (نمودار ۴)



نمودار ۴ - آزادی اقتصادی بالاتر با سطح بالاتر استانداردهای زندگی و شاخص توسعه انسانی ارتباط مستقیم دارد.^{۲۹}

افزایش آزادی اقتصادی از رابطه بسیار قوی با حذف فقر (شدت محرومیت افراد از آموزش، سلامت و استانداردهای زندگی) که خود شاخصی از رفاه اجتماعی بالا در سطح جامعه و در نتیجه توسعه اقتصادی کشورها است، برخوردار می باشد. (نمودار ۵)



نمودار ۵ - رابطه آزادی اقتصادی و شدت فقر در سال ۲۰۱۴

اجتماعی و اقتصادی آحاد جامعه کمک می‌کند. چنین پیشرفتی در جوامع، از زندگی افراد حمایت کرده و آن‌ها را در تکامل سریع محیط اقتصادی خود و کل جامعه توانا می‌سازد. نیازمندی به بهبود اقتصادی و در برخی موارد ترمیم کامل اقتصاد کشورها، اهمیت آزادی اقتصادی را بیش از پیش روشن ساخته است. چالش موجود در این خصوص حفظ کردن سطح گذشته شاخص‌های آزادی اقتصادی و تضمین برنامه اصلاحی با تمرکز بر دستیابی به آزادی اقتصادی بالاتر در جوامع است.

همراه با سپری شدن دوره گذار پس از بازیابی اقتصاد جهان که از استحکام مورد انتظار برخوردار نیست و بسیاری از کشورها به خصوص در منطقه یورو در یک برهه حساس تاریخی قرار دارند، تصمیمات سیاسی دشوار شده است و دولت‌ها بخاطر مداخلاتشان در اقتصاد کشورها در جهت حفظ منافع قدرتمند سیاسی‌شان تحت فشار قرار دارند. وضعیت نه‌چندان مناسب آزادی تجاری^{۳۲} و آزادی مالی^{۳۳} در سراسر جهان به‌طور ویژه‌ای آزادی اقتصادی را تهدید می‌کند. همچنین فشار برای افزایش نظارت و مقررات در حوزه‌هایی همچون بهره‌مندی از منابع و روابط کارگری کاسته نشده است.

۲-۳-۱- جایگاه آزادی اقتصادی ایران در میان کشورهای دنیا

شاخص‌های آزادی کسب‌وکار^{۳۴}، اتکاء به مالیات^{۳۵}، مخارج دولت^{۳۶}، آزادی پولی^{۳۷}، آزادی سرمایه‌گذاری^{۳۸} و حقوق مالکیت^{۳۹} علاوه بر دو شاخص آزادی تجاری و آزادی مالی از جمله شاخص‌های ده‌گانه گزارش «آزادی اقتصادی» بنیاد هریتیج در ژانویه سال ۲۰۱۵ میلادی می‌باشد. بر اساس آخرین گزارش «شاخص آزادی اقتصادی» بنیاد هریتیج در ژانویه سال ۲۰۱۵، کشور ایران با کسب امتیاز کل آزادی اقتصادی ۴۱/۸ حایز رتبه ۱۷۱ در میان ۱۸۶ کشور مورد بررسی شده است و در رتبه پایین‌تری نسبت به دیگر کشورهای اسلامی منتخب در پژوهش حاضر قرار دارد. (جدول ۵)

شاخص‌های آزادی اقتصادی ایران نزدیک و در مشابهت با کشورهای اسلامی در حال توسعه منتخب می‌باشد. همچنین بر اساس آخرین گزارش بانک جهانی^{۴۰} رشد اقتصادی ایران در سال ۲۰۱۴ با رسیدن به نرخ ۱/۵ درصدی (پس از نرخ ۱/۹- درصدی رشد اقتصادی ایران در سال ۲۰۱۳) مثبت شده و پیش‌بینی می‌شود به رشد ۰/۹ و ۱ و ۲/۲ درصدی به‌ترتیب برای سال‌های ۲۰۱۵، ۲۰۱۶ و ۲۰۱۷ دست یابد. بدین ترتیب هدف‌گذاری توسعه بسترهای قانونی و فقهی اوراق بهادار سازی و همگام شدن با کشورهای مسلمان در حال توسعه که بنا بر گزارش‌های تحلیل‌گران اقتصادی صندوق بین‌المللی پول^{۴۱}، نرخ رشد اقتصادی آن‌ها در سال‌های ۲۰۱۵ و ۲۰۱۶ مشابه نرخ رشد اقتصاد جهانی تا حدود ۴ درصد پیش‌بینی می‌شود، از جمله گام‌های اساسی در جهت نیل به اهداف برنامه پنجم توسعه اقتصادی و اجتماعی کشور است.

حرکت در مسیر رشد اقتصادی با توسعه کسب‌وکار در بخش‌های زیرساختی، حوزه املاک و مستغلات، معادن و صنایع معدنی، فلزات اساسی، صنایع نفت، گاز و پتروشیمی و دیگر حوزه‌های دارای پتانسیل فوق‌العاده سودآوری و دارای بازدهی مطلوب بالقوه، در چارچوب بهره‌گیری از سازوکارهای انتشار ابزارهای مالی اسلامی (صکوک) در قالب تأمین مالی ساختار یافته و به تعبیری اوراق بهادار سازی به‌عنوان بخشی از ساختارهای متشکل

سرمایه‌گذاری به‌منظور بهره‌مندی از مزایای برشمرده در قسمت‌های قبلی این پژوهش از جمله الزامات تأمین رفاه اجتماعی برای آحاد جامعه و رشد و توسعه اقتصادی کشور تلقی می‌شود.

از این‌رو، ایران نیز همگام با کشورهای اسلامی در حال توسعه می‌تواند با توسعه فعالیت‌های اقتصادی خود از طریق تأمین مالی توسط صکوک به‌عنوان تأمین مالی ساختاریافته یا به تعبیری دیگر اوراق بهادارسازی، به رشد و توسعه اقتصادی بالاتری دست یابد. به‌منظور آزمون اثرگذاری توسعه بازارهای ابزارهای مالی اسلامی بر رشد و توسعه اقتصادی کشورهای اسلامی، عوامل رشد و توسعه اقتصادی کشورها را در قالب شاخص‌های آزادی اقتصادی مد نظر قرار داده و رابطه آن‌ها را با روند انتشار صکوک در کشورهای اسلامی مورد آزمون آماری قرار می‌دهیم.

جدول ۵- متوسط امتیاز شاخص‌های آزادی اقتصادی مناطق مختلف جهان و جایگاه ایران در دنیا از نظر آزادی اقتصادی

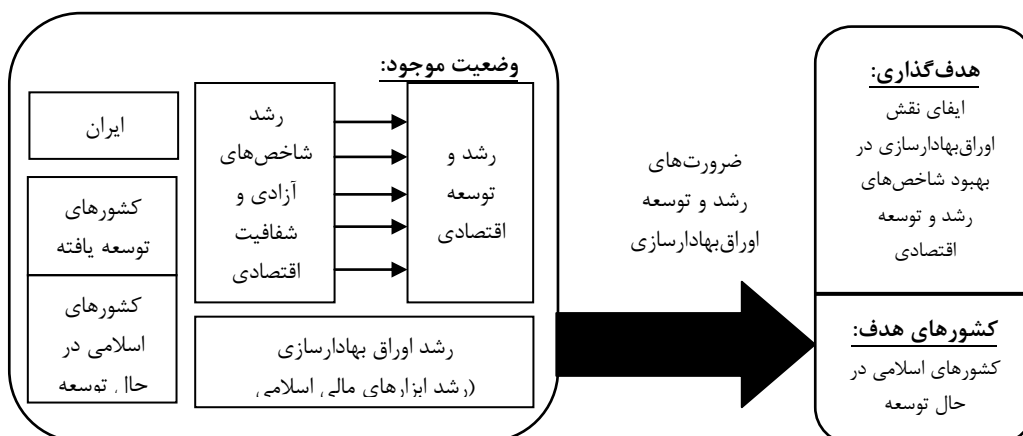
منطقه	دوره مورد بررسی	آزادی اقتصادی	آزادی کسب و کار	آزادی تجارت	اتکاء به مالیات	مخارج دولت	آزادی پولی	آزادی سرمایه‌گذاری	آزادی مالی	حقوق مالکیت از فساد	آزادی اشتغال	تعداد کشورها
کشورهای توسعه یافته منتخب*	متوسط سالهای ۲۰۰۷-۲۰۱۴	۷۰.۹	۸۵.۶	۸۵.۴	۵۹.۴	۳۸.۳	۸۱.۱	۷۶.۴	۶۹.۸	۷۷.۵	۶۴.۹	۱۳
	۲۰۱۵	۶۹.۳	۸۲.۹	۸۶.۷	۵۸.۳	۲۷.۹	۸۰.۴	۸۰.۴	۶۶.۹	۷۶.۹	۶۵.۰	
کشورهای مسلمان در حال توسعه** (بجز ایران)	متوسط سالهای ۲۰۰۷-۲۰۱۴	۶۴.۰	۶۶.۹	۷۵.۳	۸۹.۹	۷۷.۹	۷۲.۶	۴۶.۷	۵۳.۴	۴۹.۵	۴۴.۵	۸
	۲۰۱۵	۶۵.۸	۶۹.۱	۷۸.۰	۹۰.۰	۷۴.۸	۷۵.۷	۵۱.۳	۵۶.۳	۴۸.۱	۴۸.۹	
مجموع کشورهای منتخب	متوسط سالهای ۲۰۰۷-۲۰۱۴	۶۷.۴	۷۶.۳	۸۰.۴	۷۴.۷	۵۸.۱	۷۶.۹	۶۱.۶	۶۱.۶	۶۳.۵	۶۳.۲	۲۱
	۲۰۱۵	۶۷.۵	۷۶.۰	۸۲.۴	۷۴.۲	۵۱.۴	۷۸.۰	۶۵.۸	۶۱.۶	۶۲.۵	۶۵.۴	
ایران	متوسط سالهای ۲۰۱۱-۲۰۱۴	۴۲.۰	۶۵.۵	۴۴.۴	۸۰.۸	۷۹.۸	۵۷.۰	۰.۰	۱۰.۰	۱۰.۰	۲۲.۶	۱
	۲۰۱۵	۴۱.۸	۵۷.۰	۴۱.۴	۸۱.۲	۹۳.۰	۴۸.۷	۰.۰	۱۰.۰	۱۰.۰	۵۱.۳	

* شامل ۱۰ کشور اروپایی و سه کشور آمریکا، استرالیا و ژاپن می‌گردد. کشورهای انگلیس، هلند، اسپانیا، ایتالیا، آلمان، فرانسه، بلژیک، ایرلند، پرتغال و یونان با مجموع بیش از ۲/۸ هزار میلیارد یورو ارزش اوراق بهادارسازی منتشره طی سال‌های ۲۰۰۷-۲۰۱۴ حدود ۹۲ درصد اوراق بهادارسازی منتشر شده در اروپا را طی دوره مذکور به خود اختصاص داده‌اند. سه کشور آمریکا، استرالیا و ژاپن نیز طی دوره مورد ذکر به ترتیب حدود ۱۰/۸ هزار میلیارد یورو، ۲۱۳ میلیارد دلار استرالیا (معادل ۱۴۴ میلیارد یورو) و ۲۷ هزار میلیارد یورو (معادل ۲۰۳ میلیارد یورو) انواع اوراق بهادارسازی منتشر کرده‌اند.

** کشورهای اسلامی در حال توسعه (بجز ایران) شامل هشت کشور مالزی، عربستان سعودی، امارات، اندونزی، قطر، بحرین، ترکیه و پاکستان می‌شوند که بیش از ۹۵ درصد (معادل ۶۳۹ میلیارد دلار) از ارزش اوراق بهادار اسلامی منتشر شده طی دوره ژانویه ۲۰۰۱ تا ژوئیه ۲۰۱۴ (معادل ۶۶۹/۵ میلیارد دلار) را به خود اختصاص داده‌اند.

۳- مدل مفهومی پژوهش

در پژوهش حاضر قصد داریم پس از بررسی رشد شاخص‌های آزادی اقتصادی به‌عنوان پیش‌نیازهای رشد و توسعه اقتصادی در کشورهای دارای اقتصادهای توسعه یافته و نیز در کشورهای اسلامی در حال توسعه در مقایسه با روند رشد بازارهای اوراق بهادارسازی در کشورهای پیشرفته و نیز روند رشد بازارهای ابزارهای مالی اسلامی و به‌تعبیری اوراق بهادارسازی از نظر رشد ارزش صکوک منتشره در کشورهای اخیرالذکر، به ترسیم تصویری روشن از جایگاه بازارهای اوراق بهادارسازی در رشد و توسعه اقتصادی کشورها بپردازیم. (شکل ۱)



شکل ۱ - مد مفهومی «جایگاه اوراق بهادارسازی در رشد و توسعه اقتصادی کشورها» (با تأکید بر نیاز به گسترش بازار اوراق بهادارسازی در ایران)

۴- روش‌شناسی پژوهش

داده‌های مورد استفاده در این تحقیق از گزارشات ارزیابی شاخص‌های آزادی اقتصادی بنیاد هریتیج منتشر شده در ژانویه سال ۲۰۱۵، گزارش‌های آماری مؤسسه بازارهای مالی در اروپا و آمریکا از ارزش اوراق بهادارسازی منتشر شده در پایان سال ۲۰۱۴، و نیز گزارش مؤسسه معامله‌گران اوراق بهادار ژاپن در پایان نیمه اول سال ۲۰۱۴، آمار منتشره سال ۲۰۱۵ در مجله اوراق بهادارسازی استرالیا که به‌صورت سالانه از سوی انجمن اوراق بهادارسازی استرالیا تهیه می‌گردد، ویرایش چهارم گزارش بازار جهانی صکوک منتشر شده از سوی سازمان تعیین استاندارد صنعت خدمات مالی اسلامی موسوم به بازار مالی اسلامی بین‌المللی^{۴۲} در نوامبر سال ۲۰۱۴ میلادی و اطلاعات منتشره از سوی شرکت مدیریت دارایی بازار سرمایه در خصوص بازار صکوک ایران استخراج و مورد تجزیه و تحلیل قرار گرفته است.

از میان کشورهای توسعه یافته، بر اساس آمارهای منتشر شده در منابع فوق‌الذکر، ۱۰ کشور اروپایی انگلیس، هلند، اسپانیا، ایتالیا، آلمان، فرانسه، بلژیک، ایرلند، پرتغال و یونان که با مجموع بیش از ۲/۸ هزار

میلیارد یورو ارزش اوراق بهادارسازی منتشره طی هشت سال اخیر (۲۰۱۴-۲۰۰۷)، نزدیک به ۹۲ درصد از ارزش اوراق بهادارسازی منتشر شده در اروپا طی دوره مذکور را به خود اختصاص داده‌اند، انتخاب شده‌اند. همچنین با انتخاب سه کشور آمریکا، استرالیا و ژاپن که طی دوره مورد ذکر به ترتیب حدود ۱۰/۸ هزار میلیارد یورو، ۲۱۳ میلیارد دلار استرالیا (معادل ۱۴۴ میلیارد یورو) و ۲۷ هزار میلیارد یین ژاپن (معادل ۲۰۴ میلیارد یورو) انواع اوراق بهادارسازی منتشر کرده‌اند، مجموع کشورهای توسعه یافته منتخب به ۱۳ کشور می‌رسد.

از میان کشورهای اسلامی در حال توسعه نیز هشت کشور مالزی، عربستان سعودی، امارات، اندونزی، قطر، بحرین، ترکیه و پاکستان می‌شوند که بیش از ۹۵ درصد (معادل ۶۳۹ میلیارد دلار) از ارزش صکوک منتشره طی دوره ژانویه ۲۰۰۱ تا ژوئیه ۲۰۱۴ (معادل ۶۶۹/۵ میلیارد دلار) را به خود اختصاص داده‌اند، برای مقایسه با داده های ایران انتخاب شده‌اند.

نکته مهم آنکه چون شاخص‌های آزادی اقتصادی از سوی بنیاد هریتیج در اواخر ژانویه هر سال و با توجه به چشم‌انداز اقتصادی هر کشور بر اساس عملکرد سال‌های گذشته با لحاظ کردن وزن بیشتر برای عملکرد یک‌سال قبل آن کشور منتشر می‌شود، روند رشد شاخص‌های آزادی اقتصادی برای مقایسه با رشد ارزش اوراق بهادارسازی و یا صکوک منتشره، با یک‌سال تأخیر نسبت داده‌های رشد اوراق بهادارسازی در نظر گرفته شده است؛ بدین ترتیب شاخص‌های آزادی اقتصادی در سال‌های ۲۰۱۵-۲۰۰۸ برای کشورهای منتخب به ترتیب با ارزش صکوک منتشره در سال‌های ۲۰۱۴-۲۰۰۷ مقایسه شده است.

به‌منظور تحلیل رابطه رشد اوراق بهادارسازی در کشورهای توسعه یافته منتخب و نیز رشد صکوک منتشر شده توسط کشورهای اسلامی در حال توسعه برای هدف‌گذاری اقتصاد ایران، در مقایسه با روند رشد شاخص‌های پیش‌نیاز رشد و توسعه اقتصادی کشورها در قالب شاخص‌های آزادی اقتصادی، به‌دلیل نامعلوم بودن توزیع متغیر تصادفی نمونه‌ها از آزمون ناپارامتریک استفاده می‌کنیم. همچنین برای آزمون همبستگی میان رشد انتشار اوراق بهادارسازی و یا صکوک با رشد و توسعه اقتصادی کشورها با توجه به تعداد کم نمونه‌ها (هشت نمونه برای سال‌های ۲۰۱۴-۲۰۰۷) برای مقایسه با استفاده از مقدار آماره ضریب همبستگی رتبه‌ای کندال یا تاوی کندال^{۴۳} بهره گرفته‌ایم.

۵- یافته‌های پژوهش

آزمون همبستگی روند شاخص‌های آزادی اقتصادی در دسته‌بندی‌های مختلف با روند ارزش اوراق بهادارسازی منتشر شده در کشورهای توسعه یافته منتخب به‌صورت مجزا و یکبار به‌طور مجموع برای ۱۳ کشور انتخابی در سال‌های ۲۰۱۴-۲۰۰۷ انجام گرفته است. آزمون فوق‌الذکر برای بررسی معنادار بودن رابطه روند شاخص‌های آزادی اقتصادی در دسته‌بندی‌های مختلف در مجموع کشورهای اسلامی با روند ارزش صکوک منتشره طی سال‌های ۲۰۱۴-۲۰۰۷ بررسی شده است. آزمون مزبور همچنین برای ایران با توجه به انتشار صکوک طی چهارساله اخیر، طی سال‌های ۲۰۱۴-۲۰۱۱ انجام شده است که نتایج در جدول ۶ قابل مشاهده است.

نتایج آزمون‌ها حاکی از آن است که در کشورهای انگلیس و اسپانیا، که رتبه‌های اول و سوم را در اروپا از نظر ارزش اوراق بهادار سازی منتشره طی سال‌های ۲۰۱۴-۲۰۰۷ به خود اختصاص داده‌اند، شاخص آزادی تأمین مالی با ۹۵ درصد سطح اطمینان از همبستگی خطی معناداری با رشد ارزش اوراق بهادار سازی منتشره در این دو کشور برخوردار می‌باشد. همچنین شاخص آزادی تأمین مالی در کشور ایرلند (با رتبه یازدهم ارزش اوراق بهادار سازی منتشره در اروپا طی دوره مذکور) با ۹۵ درصد سطح اطمینان از همبستگی خطی معناداری با رشد ارزش اوراق بهادار سازی منتشره برخوردار است. از سویی هرچند شاخص آزادی اقتصادی دیگر کشورهای اروپایی همچون ایتالیا، بلژیک و پرتغال از همبستگی خطی با ارزش اوراق بهادار سازی منتشره در هر یک از این کشورها برخوردار است، لیکن این همبستگی از نظر آماری معنادار نیست. همچنین شاخص آزادی اقتصادی یونان نیز از همبستگی خطی شدیدی با ارزش اوراق بهادار سازی منتشر شده در این کشور برخوردار است، لیکن این همبستگی از نظر آماری در سطح اطمینان حداقل ۹۵ درصد معنادار نیست.

لازم به ذکر است که شاخص آزادی اقتصادی مجموع کشورهای توسعه یافته (متوسط شاخص‌های آزادی اقتصادی کشورهای منتخب) همبستگی خطی مثبت نسبتاً شدید با ارزش اوراق بهادار سازی منتشره در کشورهای مزبور دارد، لیکن از نظر آماری معنادار نیست. همین وضعیت در همبستگی خطی ضعیف شاخص آزادی تأمین مالی مجموع کشورهای توسعه یافته منتخب مشاهده می‌شود. همچنین کشور آمریکا به دلیل ثبات اقتصادی بسیار زیاد این کشور، از شاخص‌های آزادی اقتصادی نسبتاً پایدار و ثابتی برخوردار است، بدین ترتیب از نظر آماری معنادار نبودن شاخص‌های آزادی اقتصادی آمریکا نسبت به روند نسبتاً نوسانی این کشور - به دلیل بحران اقتصادی سال‌های ۲۰۰۸ و ۲۰۰۹ در این کشور که برخاسته از بخشی از اوراق بهادار سازی کم‌اعتبار بود - قابل توجیه است.

در کشورهای اسلامی منتخب (به جز ایران) شاخص آزادی اقتصادی با سطح اطمینان حداقل ۹۵ درصد از همبستگی مثبت با رشد ارزش صکوک منتشره به عنوان تأمین مالی ساختاریافته و به تعبیری اوراق بهادار سازی برخوردار است. همچنین شاخص آزادی سرمایه‌گذاری کشورهای مزبور در نتیجه استقبال روزافزون از صکوک بین‌المللی و نیز شاخص آزادی تأمین مالی کشورهای اسلامی منتخب (به جز ایران) از همبستگی مثبت معناداری با ارزش صکوک منتشره برخوردارند. شاخص آزادی اقتصادی ایران نیز علی‌رغم همبستگی مثبت نسبتاً شدید با ارزش صکوک منتشره در سال‌های ۲۰۱۴-۲۰۰۱، در سطح حداقل ۹۵ درصد اطمینان، از همبستگی خطی معناداری بین دو متغیر مذکور برخوردار نیست. شاخص آزادی پولی ایران نیز که از همبستگی مثبت خطی خفیف با ارزش صکوک منتشره برخوردار است، از نظر آماری معنادار نیست. این موضوع علاوه بر فاصله نسبی ایران نسبت به سایر کشورهای اسلامی منتخب در پژوهش حاضر در ارزش صکوک منتشره، حاکی از ظرفیت بالقوه کشور برای گسترش تأمین مالی ساختاریافته از طریق صکوک و به تعبیری اوراق بهادار سازی مطابق با احکام شریعت و فقه شیعی جهت نیل به اهداف توسعه‌ای کشور در افق چشم‌انداز بیست ساله کشور برای پیشرفت اقتصاد ایران است.

جدول ۶- جدول نتایج آزمون ضریب همبستگی شاخص‌های آزادی اقتصادی و ارزش اوراق بهادارسازی و یا صکوک منتشره

شاخص‌های آزادی اقتصادی طی سالهای ۲۰۰۸-۲۰۱۵											
شرح	آزادی اقتصاد ی	آزادی کسب وکار	آزادی تجاری	اتکاء به مالیات	مخارج دولت	آزادی پولی	آزادی سرمایه‌گذاری	آزادی تأمین مالی	حقوق مالکیت	آزادی از فساد اقتصادی	آزادی نیروی کار
ارزش اوراق بهادارسازی منتشر شده طی سالهای ۲۰۰۷-۲۰۱۴	آمریکا	۰.۰۷	۰.۰۰	۰.۰۸	۰.۰۰	۰.۰۷	۰.۲۱	۰.۰۰	۰.۰۰	۰.۰۴	۰.۰۰
	انگلیس	۰.۲۱	۰.۲۱	۰.۱۴	۰.۰۰	۰.۳۶	۰.۰۰	۰.۰۰	۰.۰۰	۰.۴۴	۰.۰۰
	هلند	۰.۰۷۱	۰.۵۴۶	۰.۴۲۹	۰.۰۰	۰.۵۰۰	۰.۰۰	۰.۰۰	۰.۰۰	۰.۴۰	۰.۰۰
	اسپانیا	۰.۵۴۶	۰.۲۸۶	۰.۵۰۰	۰.۰۰	۰.۳۵۷	۰.۰۰	۰.۰۰	۰.۰۰	۰.۴۷۳	۰.۰۰
	ایتالیا	۰.۱۴	۰.۵۰	۰.۴۳	۰.۰۰	۰.۰۷	۰.۰۰	۰.۰۰	۰.۰۰	۰.۲۲	۰.۰۰
	آلمان	۰.۱۱	۰.۳۶	۰.۳۰	۰.۰۰	۰.۰۷	۰.۰۰	۰.۰۰	۰.۰۰	۰.۲۴	۰.۰۰
	ژاپن	۰.۴۰	۰.۱۴	۰.۷۹۴	۰.۰۰	۰.۱۵	۰.۰۰	۰.۰۰	۰.۰۰	۰.۳۶	۰.۰۰
	استرالیا	۰.۳۴	۰.۳۳	۰.۳۳	۰.۰۰	۰.۱۸	۰.۰۰	۰.۰۰	۰.۰۰	۰.۰۸	۰.۰۰
	فرانسه	۰.۷۸۶	۰.۵۷۱	۰.۱۴	۰.۰۰	۰.۳۴	۰.۰۰	۰.۰۰	۰.۰۰	۰.۰۴	۰.۰۰
	بلژیک	۰.۲۱	۰.۴۳	۰.۴۳	۰.۰۰	۰.۱۳	۰.۰۰	۰.۰۰	۰.۰۰	۰.۰۴	۰.۰۰
	ایرلند	۰.۴۷	۰.۶۱۶	۰.۵۵	۰.۰۰	۰.۱۸	۰.۰۰	۰.۰۰	۰.۰۰	۰.۱۱	۰.۰۰
	پرتغال	۰.۲۹	۰.۵۵	۰.۳۱	۰.۰۰	۰.۱۵	۰.۰۰	۰.۰۰	۰.۰۰	۰.۰۴	۰.۰۰
	یونان	۰.۵۵	۰.۵۰	۰.۵۰	۰.۰۰	۰.۳۶	۰.۰۰	۰.۰۰	۰.۰۰	۰.۵۷۱	۰.۰۰
	مجموع کشورهای توسعه یافته منتخب	۰.۵۰۰	۰.۳۵۷	۰.۵۴۶	۰.۰۰	۰.۴۲۹	۰.۰۰	۰.۰۰	۰.۰۰	۰.۵۷۱	۰.۰۰
ارزش صکوک منتشره	کشورهای اسلامی منتخب (بجز ایران)	۰.۶۴۳	۰.۰۰۴	۰.۴۳	۰.۰۰	۰.۵۶	۰.۰۰	۰.۰۰	۰.۷۹۴	۰.۴۰	۰.۱۴
	ایران	۰.۶۷	۰.۳۳	۰.۴۱	۰.۰۰	۰.۵۵	۰.۰۰	۰.۰۰	۰.۰۰	۰.۶۷	۰.۶۷

*همبستگی در سطح ۹۵ درصد اطمینان معنادار است. **همبستگی در سطح ۹۹ درصد اطمینان معنادار است.

۶- نتیجه‌گیری و بحث

بر اساس نتایج آزمون‌های آماری انجام شده، همبستگی خطی مثبت و معنادار بین برخی شاخص‌های آزادی اقتصادی به‌ویژه شاخص آزادی تأمین مالی در برخی کشورهای اروپایی منتخب و نیز کشورهای اسلامی منتخب، نشان از نقش اوراق بهادارسازی در رشد و توسعه اقتصادی کشورها دارد. از سویی پیشرفت و روند رو به رشد تأمین مالی ساختار یافته یا به‌تعبیری اوراق بهادارسازی در جهان اسلام در قالب انتشار ابزارهای مالی اسلامی (صکوک)، همراه با تمایل کشورهای اروپایی و آمریکایی برای مشارکت در انتشار صکوک و یا حتی سرمایه‌گذاری در این اوراق، بازار پرتانسیل کشورهای اسلامی در جذب منابع و نیز استفاده از ظرفیت تأمین مالی از طریق انتشار صکوک بین‌المللی در میان سرمایه‌گذاران مسلمان را در اختیار همگان قرار داده است.

بررسی میزان ارزش صکوک منتشره در کشورهای اسلامی و مقایسه آن با این ارقام در ایران حاکی از فاصله نسبتاً قابل ملاحظه ایران نسبت به کشورهای فعال اسلامی در این زمینه است. از سویی مطالعات آماری در

پژوهش حاضر نشان می‌دهد که توسعه بازار صکوک در کشورهای مسلمان در همبستگی مثبت معناداری با شاخص‌های آزادی تأمین مالی، آزادی سرمایه‌گذاری و در نهایت شاخص کلی آزادی اقتصادی کشورهای مزبور می‌باشد که همانا حاکی از نقش مؤثر گسترش بازارهای صکوک در رشد و توسعه اقتصادی کشورها می‌باشد. ساز و کار ابزارهای مالی اسلامی (صکوک) و شباهت آن در ابعاد روابط حقوقی و مدیریت ریسک، با تأمین مالی ساختار یافته و به تعبیری اوراق بهادارسازی، نقش مهمی در بازارهای مالی اسلامی ایفا می‌کند. ایران نیز با دارا بودن جمعیت قریب به اتفاق مسلمان، طی چهار سال گذشته توانسته است با انتشار اوراق صکوک در شکل‌گیری بازار اوراق بهادارسازی تلاش کند. تأسیس کمیته فقهی در سازمان بورس و اوراق بهادار به‌عنوان نهاد نظارتی و مقرراتی بازار سرمایه متشکل کشور، تشکیل شرکت مدیریت دارایی مرکزی بازار سرمایه برای انتظام و نظارت بر نهادهای واسطه مالی، همچنین افشای اطلاعات و آمار مربوط به انتشار صکوک در ایران و نیز اطلاعات صکوک در حال انتشار می‌تواند گامی مؤثر در راستای توسعه بازار تأمین مالی ساختار یافته و به تعبیری اوراق بهادارسازی باشد. لیکن تسریع در این پیشرفت ضرورتی انکارناپذیر است.

فهرست منابع

- * فیوزی، فرانک؛ کوهپاری، وینود. *مبانی اوراق بهادارسازی*، ۲۰۰۸. [مترجمان: راه‌نشین، علی؛ تاجمیر ریاحی، حامد. انتشارات ترمه، تهران: ۱۳۹۲.
- * قاسمی ارمکی، علی. *راهنمای صکوک*، چاپ اول، انتشارات کیومرث، تهران: ۱۳۹۱.
- * سایت شرکت مدیریت دارایی مرکزی بازار سرمایه (www.SUKUK.ir)
- * Association for Financial Markets in Europe, "Securitisation Data Report: Q3 2014." AFME, Dec. 2014.
- * Association for Financial Markets in Europe, "Securitisation Data Snapshot: Q4 2014." AFME, Jan. 2015.
- * Craig, H., "SEEDS OF CHANGE." Australian Securitisation Journal, Issue 07, pp.26, 2015.
- * Global Capital (The Euroweek), "Global Sukuk, Market Finds Worldwide Acceptance." IFIS, Sep. 2014.
- * International Islamic Financial Market, "Sukuk Report, a Comprehensive Study of Global Sukuk Market." IIFM, 4th Edition, Nov. 2014.
- * International Monetary Fund (IMF), "World Economic Outlook." Update January 2015.
- * Japan Securities Dealers Association, "Securitization Market Trends Survey Report." JSDA, First Half of Fiscal 2014.
- * Segoviano, M. et al. "Securitization: Lessons Learned and the Road Ahead." IMF working Paper, Nov. 2013.
- * The Heritage Foundation, "2015 Index of Economic Freedom." The Wall Street Journal, Dow Jones & Company, Inc., 2015.
- * The World Bank, "Global Economic Prospects, Middle East and North Africa." January 2015

یادداشت‌ها

- ¹ Leases
² Trenching
³ Structured Finance
⁴ U.S. Government-Guaranteed Residential Home Mortgages
⁵ Government National Mortgage Association (GNMA)
⁶ Asset-Backed Securities (ABS)
⁷ Residential Mortgage-Backed Securities (RMBS)
⁸ Mortgage-Backed Securities (MBS)
⁹ Collateralized Debt Obligation (CDO)
¹⁰ Fannie Mae and Ginnie Mae
- ¹¹ منبع داده‌های نمودار به شرح ذیل است:
- AFME, "Securitisation Data Report Q3: 2014" Finance for Europe.
¹² RMBS
¹³ Agency MBS
- ¹⁴ منبع: همان.
¹⁵ منبع: همان.
- ¹⁶ ABS
¹⁷ مغایرت اندک برخی ارقام مجموع، مندرج در جدول (۳) با ارقام مجموع مندرج در جدول (۱) مربوط به اصلاحاتی است که در گزارش‌های اخیر انجام شده است، لیکن دسترسی به آمارهای تفکیکی به صورت تفکیکی در دارایی وثیقه شده برای سال‌های اخیر ممکن نبوده است.
- ¹⁸ Lumpkin
¹⁹ Structured Finance
²⁰ Bank of International Settlements (BIS)
²¹ Special Purpose Vehicle (SPV)
²² SUKUK
²³ Monzer Khahf
- ²⁴ منبع داده‌های نمودار به شرح ذیل است:
- IIFM, "SUKUK REPORT: A comprehensive study of the Global SUKUK Market" 4th edition, Sep. 2014.
²⁵ منبع داده‌های نمودار به شرح ذیل است:
- ❖ IIFM, "SUKUK REPORT: A comprehensive study of the Global SUKUK Market" 4th edition, Sep. 2014.
 ❖ www.SUKUK.ir
- ²⁶ General Electric
²⁷ مرجع این نمودار به شرح ذیل است:
- The Heritage Foundation, "2015 Index of Economic Freedom." The Wall Street Journal, Dow Jones & Company, Inc., 2015.
²⁸ The United Nations Human Development Index (HDI Index)
- ²⁹ مرجع: همان
³⁰ مرجع: همان
³¹ مرجع: همان.
- ³² Trade Freedom
³³ Financial Freedom
³⁴ Business Freedom
³⁵ Fiscal Freedom
³⁶ Government Expenditure
³⁷ Monetary Freedom
³⁸ Investment Freedom
³⁹ Property Rights
⁴⁰ The World Bank, Global Economic Prospects, Middle East and North Africa, January 2015
⁴¹ International Monetary Fund (IMF), World Economic Outlook, Update January 2015
⁴² International Islamic Financial Market (IIFM)
⁴³ Kendall's rank correlation or Kendall's tau (τ) coefficient