



پژوهش‌های بازاریابی اسلامی

دوره ۲، شماره ۳، تابستان ۱۴۰۲

بررسی تأثیر ابزار مالی اسلامی (صکوک) بر سرمایه‌گذاری در ایران

اشکان رحیم زاده^۱، بهمن خانعلی زاده^۲^۱ استادیار، گروه اقتصاد، واحد زنجان، دانشگاه آزاد اسلامی، زنجان، ایران^۲ دانشجوی دکتری، گروه اقتصاد، واحد زنجان، دانشگاه آزاد اسلامی، زنجان، ایران

تاریخ دریافت: ۱۴۰۲/۰۲/۲۳ تاریخ پذیرش: ۱۴۰۲/۰۶/۱۴ تاریخ انتشار آنلاین: ۱۴۰۲/۰۶/۲۳

چکیده

هدف اصلی: هدف اصلی این تحقیق مشخص نمودن تأثیر برخی عوامل اقتصادی بر سرمایه‌گذاری در کشور با تأکید بر ابزارهای مالی اسلامی می‌باشد.

روش پژوهش: روش تحقیق از نوع علی یا پس رویدادی می‌باشد. داده‌های آماری بکار گرفته شده در این تحقیق از بانک مرکزی جمهوری اسلامی ایران و شرکت مدیریت دارایی مرکزی بازار سرمایه برای سال‌های ۱۴۰۰-۱۳۸۹ بوده و به صورت سالیانه استخراج و از نرم افزار Eviews 11 برای برآورد معادله پیشنهادی استفاده شده است.

یافته‌ها: پس از بررسی مانایی داده‌ها نتایج به دست آمده از آزمون حداقل مربعات معمولی کاملاً اصلاح شده (FMOLS) نشان می‌دهد که تولید ناخالص داخلی واقعی سرانه و نرخ بهره واقعی به ترتیب تأثیر مثبت و منفی معنی‌داری بر سرمایه‌گذاری ایجاد می‌نماید. این تأثیر برای رشد صکوک علی‌رغم ضریب مثبت، معنی‌دار آماری به دست نیامده که بیانگر این مطلب است که با وجود اقدامات مناسب در زمینه صکوک در کشور، فراهم آوردن تنوع و تعمیق بیشتر بازار صکوک از اهمیت ویژه‌ای برخوردار است تا از این طریق شاهد رو به رشدی در فرایند سرمایه‌گذاری کشور باشیم.

بحث و نتیجه‌گیری: فراهم آوردن تنوع و تعمیق بیشتر بازار صکوک جهت افزایش سرمایه‌گذاری از اهمیت ویژه‌ای برخوردار است. در این زمینه می‌توان به مواردی نظیر فعال‌سازی بازار ثانویه اوراق، تنوع‌بخشی به اوراق، آموزش و فرهنگ‌سازی در خصوص خرید اوراق بهادار، تسهیلات ویژه و غیره اشاره نمود.

واژه‌های کلیدی: صکوک، سرمایه‌گذاری، ابزار مالی اسلامی، تولید ناخالص داخلی

مقدمه

انتشار اوراق بهادار اسلامی که یکی از مهم‌ترین دستاوردهای بانکداری و مالیه اسلامی و همچنین ابزارهای توسعه اقتصادی اسلامی بوده، در آن رعایت کلیه اصول بنیادی اقتصاد اسلامی جزو شروط اصلی می‌باشد. اصولی که اقتصاد اسلامی را از دیگر اقتصادها متمایز می‌نماید. در نظام سرمایه‌داری در پروژه‌های بزرگ با سرمایه کلان و سود یا درآمد احتمالی زیاد، به واسطه صدور اسناد بر پایه اوراق قرضه با بهره، صاحبان این اسناد که بستانکاران بهره از صاحبان این پروژه‌ها بوده، در مالکیت پروژه‌ها یا در سود یا درآمد حاصل از آن‌ها، سهمی نداشته و فقط بهره‌ای که متناسب با بهره بازار پول است، به دست آنان می‌رسد. این در حالی است که دارندگان اوراق مالی اسلامی به صورت مشاع در فعالیت‌های واقعی اقتصاد حضور داشته و سود این فعالیت‌ها پس از کسر هزینه‌های عملیاتی بین آنان توزیع می‌شود (رسولی، ۱۳۹۵). در سال‌های اخیر استفاده از ابزارهای مالی اسلامی که به "صکوک" شهرت یافته بسیار چشمگیر بوده است تا شرکت‌ها به وسیله این نوآوری مالی بتوانند خلأ حاصل از کمبود ابزارهای مالی را پر نمایند. صکوک جمع "صک" است. "صک" به معنای گواهی، اسناد حقوقی، سند رسمی یا چک و در حقیقت معادل عربی کلمه "چک" است. صکوک عموماً به ابزارهای مالی اسلامی گفته می‌شود که مبتنی بر یک دارایی فیزیکی (عینی) یا غیرفیزیکی (دینی) منتشر می‌شوند؛ بنابراین دارندگان اوراق در حقیقت مالکان دارایی محسوب می‌شوند. به عبارتی صکوک بیانگر مالکیت دارایی‌های مشخص برای دارنده اوراق بوده و اعتبار صکوک به ارزش دارایی پشتوانه اوراق بستگی داشته و طبعاً این دارایی‌ها بایستی از نظر شرعی معجز و صحیح باشند. این در حالی است که اوراق قرضه فقط حاکی از تعهد یک بدهی برای مالک ورقه توسط شخص دیگری بوده و در اوراق قرضه دارایی‌های مورد تأیید شرع به عنوان پشتوانه مطرح نبوده و اعتبار اوراق قرضه به اعتبار صادرکننده و یا ناشر آن وابسته است و با آن سنجیده می‌شود. صکوک به عنوان محصول اصلی بازارهای سرمایه اسلامی محسوب می‌شود. ابزارهای مالی اسلامی طی ۲۰ سال گذشته به شدت رشد کرده‌اند. از یک سو این ابزارها به شرکت‌ها و دولت‌ها برای تأمین مالی پروژه‌های با مقیاس بزرگ کمک نموده و از سوی دیگر سرمایه‌گذاران نیز می‌توانند در ابزارهایی سرمایه‌گذاری نمایند که سود حاصل از آن از فعالیت واقعی اقتصادی کسب شده و عاری از ربا است (سروش، ۱۳۸۹). بازار مالی صکوک، به عنوان یکی از ابتکارات مالی و نوظهور جزء ساختارهایی است که به همگرایی جهانی مالی مرسوم و اسلامی نیز کمک قابل توجهی نموده است. به دلیل شباهت‌های نسبی که بین اوراق بهادار با درآمد ثابت متعارف و صکوک وجود دارد، بسیاری از سرمایه‌گذاران به صکوک روی آورده‌اند. این روند با تکنیک‌های کافی در مدیریت ریسک تقویت می‌شود و امکان رضایت مجموعه‌ای از تمایلات سرمایه‌گذاری را فراهم می‌نماید. صکوک با ایجاد نظم، انضباط و افزایش ثبات مالی یک ابزار اساسی در تعمیق بازارهای مالی است که با بسیج منابع در هر دو بخش دولتی و خصوصی بسیار پر کاربرد می‌نماید. یک بازار صکوک توسعه یافته نقش مهمی در پوشش ریسک نرخ بهره و تورم به طور مؤثر ایفا می‌کند که نهایتاً این مسأله منجر به بهبود سرمایه‌گذاری می‌گردد. صکوک به عنوان ابزار ارزشمند نظام‌های مالی اسلامی بوده و این نوع سرمایه‌گذاری باعث می‌شود منابع مالی با ریسک پایین در تأمین مالی پروژه‌های اقتصادی قرار گیرند. همچنین این ابزار تأمین مالی اسلامی دارایی‌ها (سرمایه‌گذاری‌های بلندمدت) و بدهی‌ها (وام‌های بلندمدت) مؤسسات و بنگاه‌ها را فراهم می‌کنند. این امر فرصت مناسبی را برای سرمایه‌گذاران کوچک برای مشارکت در امور مالی اسلامی و کسب سود ایجاد می‌کند. به این ترتیب، امکان انتقال گسترده ثروت در جامعه را به جای تمرکز آن در دست چند فرد یا گروه ثروتمند جامعه فراهم می‌نماید. صکوک به دلیل ویژگی‌های متمایز و کیفیت سرمایه‌گذاری آن، به عنوان یک جایگزین اسلامی برای تأمین مالی اوراق قرضه، در دهه‌های گذشته به ویژه پس از بحران مالی جهانی ۲۰۰۸-۲۰۰۷ مورد توجه جهانی قرار گرفته و به سرعت گسترش یافته است (بوخاتم^۱، ۲۰۲۲). مطالعات نظری و تجربی در مورد عوامل تعیین کننده توسعه بازار سرمایه در کشورهای توسعه یافته و نوظهور در دهه‌های گذشته چندین برابر شده است که اهمیت قابل توجه آن‌ها را در روند رشد و توسعه اقتصادی نشان می‌دهد. در این تحقیق ضمن پرداختن به ادبیات نظری و تجربی تحقیق و همچنین روش تحقیق، برآورد مدل

مطرح شده را انجام داده و نتایج مربوطه را ارائه می‌نماییم. این پژوهش به لحاظ موضوع، آزمون و متغیرهای بکار گرفته شده، نسبت به سایر تحقیق‌های انجام گرفته قبل دارای نوآوری می‌باشد.

ادبیات نظری

بازار ابزارهای مالی اسلامی که وظیفه پشتیبانی از بخش واقعی اقتصاد را بر عهده داشته، می‌تواند شرایط لازم برای دستیابی به رشد و توسعه اقتصادی از طریق سرمایه‌گذاری را فراهم نماید (عسکرزاده دره و همکاران، ۱۴۰۰). این اوراق برای تأمین مالی دولت، تأمین مالی بنگاه‌های اقتصادی به منظور سرمایه‌گذاری و تولید و سازمان‌های وابسته به دولت منتشر شده که بر اساس عقود اسلامی طراحی گشته‌اند (نعیمی، سهیلی، کریمی، ۱۳۹۸). با توجه به اینکه تنظیم صکوک مبتنی بر عقود مبادله‌ای بر اساس بازده بخش واقعی می‌باشد، پیوند هر چه بیشتر بخش مالی و بخش حقیقی اقتصاد صورت گرفته و این مسأله موجبات تعمیق مالی بیشتر و در نتیجه سرمایه‌گذاری و تولید بیشتر در سطح کلان را فراهم می‌کند. اوراق بهادار اسلامی در افزایش تولید ملی و به تبع آن افزایش درآمد و کاهش کسری بودجه از کانال‌های مختلفی می‌تواند تأثیرگذار باشد. با توجه به اینکه تنظیم صکوک مبتنی بر عقود مبادله‌ای بر اساس بازده بخش واقعی می‌باشد، پیوند هر چه بیشتر بخش مالی و بخش حقیقی اقتصاد صورت گرفته و این مسأله موجبات تعمیق مالی بیشتر و در نتیجه تولید بیشتر در سطح کلان را فراهم می‌کند (قلیچ، ۱۳۹۴). افشای اطلاعات مالی لازم و افزایش سطح اطلاعات متقارن کمک زیادی به سرمایه‌گذاران در ارزیابی بهتر پروژه‌ها نموده و این امر ابهامات در فرآیند تصمیم‌گیری را کمتر نموده و در نتیجه سرمایه‌ها به سوی مولدترین بخش‌های اقتصادی تخصیص داده می‌شوند. چنین تخصیصی منجر به افزایش سطح تولید و رشد اقتصادی خواهد شد (بوید و پرسکات^۱، ۱۹۸۶ و استیگلitz و گرینوالد^۲، ۲۰۰۳). کانال دیگری که منجر به مؤثر بودن نظام‌های مالی می‌شود، در تجمیع پس‌اندازهای افراد جامعه بوده که این پس‌اندازها از طریق قرار گرفتن در مسیر سرمایه‌گذاری، اثر معنی‌داری بر رشد اقتصادی دارند (هریسون، ساسمن و زیرا^۳، ۱۹۹۹). نتایج تحقیقات در این زمینه بیانگر قابلیت صکوک در مسیر ایجاد ارزش افزوده اقتصادی است زیرا تجمیع سرمایه‌های خرد ناشی از پس‌انداز افراد با سطوح درآمدی متفاوت صورت می‌گیرد (موسویان و فراهانی فر، ۱۳۸۵). سرمایه‌گذاری یکی از اجزای مهم اقتصاد کلان می‌باشد و سرمایه‌به‌عنوان یکی از عوامل مهم تابع تولید در اقتصاد هر کشوری مطرح می‌باشد. از این رو سرمایه‌گذاری یکی از ضروریات اساسی در پیشرفت اقتصادی هر کشور می‌باشد. واقعیتی که نمی‌توان از آن چشم‌پوشی کرد آن است که دستیابی به نرخ رشدی مطلوب، احتیاج به سرمایه‌گذاری دارد. افزایش در سرمایه‌گذاری می‌تواند منجر به افزایش بنیه اقتصادی کشور، کاهش واردات، افزایش ذخایر ارزی و حرکت سریع‌تر به سوی پیشرفت اقتصادی گردد (حاجی و عسگری، ۱۳۹۰). بسیاری از اقتصاددانان معتقدند افزایش سرمایه‌گذاری هر چند شرط کافی نیست، اما شرط لازم برای دستیابی به رشد و توسعه اقتصادی است. با توجه به کمبود منابع سرمایه‌گذاری در بیشتر کشورهای در حال توسعه، تخصیص بهینه این منابع محدود بین فعالیت‌های که حداکثر کارآمدی را داشته باشند از اهمیت بسیار زیادی برخوردار است. رشد و توسعه بازار صکوک در سال‌های اخیر، عمدتاً به دلیل نقشی که در تأمین مالی سرمایه‌گذاری‌ها داشته، مورد توجه بوده است. استفاده از ابزارهای مالی اسلامی در نظام مالی کشور، به‌عنوان یک کشور اسلامی می‌تواند از جایگاه ویژه و خاصی برخوردار باشد. به طوری که به نظر می‌رسد بهره‌مندی از ابزارهای مالی اسلامی می‌تواند بسیاری از مشکلات تأمین مالی بخش‌های مختلف اقتصادی کشور را حل نماید (تقوی و محمدی، ۱۳۸۸).

بر اساس استاندارد شرعی شماره ۱۷ سازمان حسابداری و حسابرسی نهادهای مالی اسلامی، انواعی از صکوک سرمایه‌گذاری وجود دارند. هدف این استاندارد تشریح احکام شرعی با ذکر جزئیات برای انتشار و معاملات صکوک سرمایه‌گذاری و نیز توضیح

1 Boyd & Prescott

2 Stiglitz & Greenwald

3 Harrison, Sussman & Zeira

انواع صکوک سرمایه‌گذاری، ویژگی‌های آن، شرایط و مقررات شرعی برای انتشار صکوک و معاملات آن‌ها توسط نهادهای مالی اسلامی است. این استاندارد برای صکوک سرمایه‌گذاری کاربرد دارد. این صکوک شامل صکوک مالکیت دارایی‌های اجاره‌شده، صکوک مالکیت منافع، صکوک مالکیت خدمات، صکوک مباحه، صکوک سلف، صکوک سفارش ساخت (استصناع)، صکوک مضاربه، صکوک مشارکت، صکوک مزارعه، عامل سرمایه‌گذاری، صکوک مشارکت کشاورزی و مساقات است. این استاندارد برای سهام شرکت‌های سهامی، گواهی صندوق‌های سرمایه‌گذاری و پرتفوی سرمایه‌گذاری کاربرد ندارد (کاونند، ۱۳۹۶).

صکوک سرمایه‌گذاری، گواهی‌هایی با ارزش برابر هستند که نشان‌دهنده سهم غیرقابل تقسیمی (مشاعی) از مالکیت دارایی‌های مشهود، منافع و خدمات یا (در مالکیت) دارایی‌های پروژه‌های خاص یا فعالیت سرمایه‌گذاری مشخص است، در نتیجه، این درست بعد از گرفتن ارزش صکوک، بستن انتشار و به‌کارگیری وجوه دریافت شده برای اهداف صکوک منتشره است. در این استاندارد، صکوک به‌عنوان صکوک سرمایه‌گذاری طراحی شده است تا میان آن و سهام و اوراق قرضه تمییز داده شود. اوراق استصناع اوراق بهاداری است که به‌منظور تجمیع وجوه لازم برای ساخت کالایی منتشر می‌شود که تحت تملک دارنده صکوک است. اوراق مشارکت معمولاً توسط دولت، شرکت‌های تعاونی یا خصوصی منتشر می‌شود و نشان‌دهنده مالکیت دارندگان آن، نسبت به بخشی از یک دارایی حقیقی است و تا سررسید اوراق هر نوع تغییر قیمت دارایی متوجه صاحبان اوراق مشارکت است. اوراق صکوک مضاربه به‌منظور جمع‌آوری وجوه جهت انجام فعالیت اقتصادی سودآور یا بازرگانی توسط بانی منتشر می‌شود. در پایان هر معامله یا پایان هر دوره زمانی سود حاصل از این فعالیت بر اساس نسبت‌هایی که روی اوراق نوشته شده میان بانی و صاحبان اوراق تقسیم می‌شود. در اوراق مباحه نیز دارندگان آن به‌صورت مشاع مالک دارایی مالی هستند که بر اساس قرارداد مباحه حاصل شده است. این اوراق با بازدهی ثابت و قابلیت فروش در بازار ثانویه منتشر می‌شوند. اوراق مزارعه نشان‌دهنده مالکیت مشاع دارندگان آن بر زمین یا زمینه‌ای زراعی یا دیگر نهادهای تولیدی زراعی معین است که بر اساس قرارداد مزارعه برای کشت و زرع در اختیار عامل مزارعه گذاشته می‌شود. اوراق مساقات نیز بر اساس قرارداد مساقات به‌منظور باغداری در اختیار عامل قرارداد گذاشته می‌شود و بیانگر مالکیت مشاع صاحبان این اوراق بر باغ یا باغ‌های مثمر یا دیگر نهادهای تولیدی باغی معین است.

کارکرد سلف اوراق صکوک سلف عکس کارکرد نسبه است و اوراق سلف زمانی منتشر می‌شود که تولید یا ارائه کالای معینی مورد هدف باشد. در واقع بانی با انتشار اوراق سلف منابع مالی موردنیاز خود را تأمین می‌کند و سرمایه‌گذاران این نوع صکوک، کالای موردنظر خود را پیش‌خرید می‌کنند. اوراق منفعت بهاداری است که دارنده آن مالک مقدار معین خدمات یا منافع آینده از یک دارایی بادوام است. این نوع صکوک در ازای پرداخت مبلغ معینی به وی منتقل می‌شود.

پیشینه پژوهش

در زمینه مطالعات داخلی و خارجی مرتبط با صکوک می‌توان به جدول ۱ اشاره نمود. در اکثر مطالعات داخلی مرتبط با صکوک تأثیر این بازار بر متغیرهایی نظیر رشد اقتصادی در مورد گروه کشورها با روش داده‌های پانلی مورد ارزیابی و سنجش قرار گرفته است. در این راستا مبنی بر انتخاب گروهی از کشورها با لحاظ ایران تعداد داده‌ها بیشتر گشته و نتایج برآورد از دقت و اعتماد بیشتری برخوردار می‌گردد. مطالعات اخیر که به ایران اختصاص داشته باشد مربوط به تأثیرگذاری صکوک بر رشد اقتصادی بوده که به دلیل ناکافی بودن داده‌ها برآورد با تبدیل داده‌ها به فصلی انجام شده است. این مسأله در مورد مطالعات خارجی نیز مشاهده می‌شود.

روش‌شناسی تحقیق

نوع پژوهش این مطالعه بر اساس هدف، پژوهش کاربردی است. هم‌چنین این پژوهش از حیث گردآوری داده‌ها توصیفی تحلیلی و از نوع علی یا پس‌رویدادی می‌باشد زیرا از طریق این تحقیق برخی عوامل اقتصادی تأثیرگذار بر سرمایه‌گذاری در کشور صورت می‌گیرد. روش‌های گردآوری اطلاعات به دو دسته کتابخانه‌ای و میدانی تقسیم می‌گردد. در این تحقیق ادبیات و سوابق مسئله و

موضوع تحقیق را از راه مطالعه منابع و مآخذ مختلف نظیر کتب، مقالات و جستجوهای اینترنتی و غیره استفاده می‌نماییم. آمارهای بکار گرفته شده در این تحقیق از بانک مرکزی جمهوری اسلامی ایران و اطلاعات شرکت مدیریت دارایی مرکزی بازار سرمایه برای سال‌های ۱۳۸۹-۱۴۰۰ و به صورت سالیانه استخراج می‌گردد.

جدول ۱. خلاصه پیشینه پژوهش

| نویسنده / نویسندگان (سال) | رویکرد یا روش استفاده شده | هدف اصلی | مهم‌ترین یافته‌ها |
|---|--|--|---|
| پناهی بروجردی و رضایی (۱۴۰۰) | روش داده‌های پانلی | بررسی تأثیر توسعه بازار صکوک بر نسبت کفایت سرمایه بانک‌های اسلامی (مطالعه موردی کشور ایران) | توسعه بازار صکوک اثر مثبت و معنی‌داری بر نسبت کفایت سرمایه بانک‌ها دارد. |
| نجف پور، فاضلی و پوراسماعیل (۱۳۹۸) | روش داده‌های پانلی | بررسی تأثیر صکوک بر رشد اقتصادی در کشورهای خاورمیانه | صکوک تأثیر مثبت و معنی‌داری بر رشد اقتصادی کشورهای منتخب دارد. |
| علی خوزین (۱۳۹۶) | نظرات خبرگان پرسشنامه طراحی شده و به‌وسیله تکنیک تحلیل سلسله مراتبی فازی | رتبه‌بندی عوامل مؤثر در گسترش سرمایه‌گذاری بر روی صکوک با استفاده از تحلیل سلسله مراتبی فازی | عوامل فرهنگی دارای بیشترین اهمیت بوده در مراتب بعدی به ترتیب عوامل مربوط به سرمایه‌گذاران، عوامل فقهی، عوامل ساختاری و فنی و عوامل قانونی قرار دارند. |
| حسن‌زاده و احمدیان (۱۳۹۱) | داده‌های تابلویی و خودرگرسیون برداری | بررسی عوامل مؤثر بر انتشار صکوک، طراحی مدل مناسب و ظرفیت بالقوه انتشار صکوک در ایران | شاخص توسعه اقتصادی رابطه مثبت و معنی‌داری با سرمایه‌گذاری دارد. |
| الناگار ^۱ و همکاران (۲۰۲۱) | خودتوزیع با وقفه‌های گسترده | تأثیر پنج عامل بر بازار صکوک عربستان | به‌جز چارچوب قانونی، نتایج نشان‌دهنده تأثیرات آماری معنی‌دار چهار عامل دیگر، یعنی فعال‌سازی بازار ثانویه، حاکمیت شرعی، منحنی بازده تکمیل شده و رتبه اعتباری بر توسعه بازار صکوک در عربستان سعودی دارد. |
| مطالعه میرزا و سلطانه ^۲ (۲۰۲۰) | روش داده‌های پانلی | پوشش بیشتر کشورهای صادرکننده صکوک و بررسی عوامل تعیین‌کننده آن | متغیرهای زیادی باعث توسعه بازار صکوک می‌شوند. عوامل اقتصادی مانند تولید ناخالص داخلی سرانه، اندازه اقتصادی، باز بودن تجارت و درصد مسلمانان تأثیر مثبتی بر رشد بازار صکوک دارند. |
| سعید و گراسا ^۳ (۲۰۱۳) | داده‌های تابلویی | بررسی روابط متقابل احتمالی بین عوامل کلان اقتصادی، مالی، قانونی و نهادی و بحران‌های مالی با صکوک | متغیرهای کلان اقتصادی و نهادی منتخب (تولید ناخالص داخلی سرانه، اندازه اقتصادی، باز بودن تجارت و کیفیت نظارتی) اثرات مثبت قابل توجهی بر توسعه بازار صکوک دارند، درحالی‌که بحران مالی با آن ارتباط منفی دارد. |

1 Alnagar

2 Mirza & Sultana

3 Said & Grassa

برآورد مدل تحقیق

متغیرهای تحقیق که به صورت لگاریتمی لحاظ شده، متغیرهای مستقل آن صکوک (SUK)، تولید ناخالص داخلی واقعی سرانه (GDP)، نرخ بهره واقعی (RIR) و متغیر وابسته تشکیل سرمایه ناخالص (GCF) می‌باشد. قبل از برآورد مدل تحقیق، به جهت جلوگیری از رگرسیون کاذب می‌بایست آزمون ریشه واحد انجام و ایستایی متغیرها مورد ارزیابی قرار گیرد. این آزمون به روش دیکی فولر تعمیم‌یافته (ADF) انجام و نتایج آن در جدول ۲ ثبت گردیده است. همان‌طور که مشخص است تمامی متغیرها در سطح ایستا نبوده، لذا پس از یک‌بار تفاضل‌گیری متغیرهای نایستا در سطح یک ایستا گردیدند.

جدول ۲. نتایج آزمون ریشه واحد

| سطح یک | | متغیر | سطح | | متغیر |
|--------|-------------|--------|--------|--------------|-------|
| احتمال | آماره T | | احتمال | آماره T | |
| | | DLnSUK | ۰/۰۷۹۸ | -۲/۸۹۹۴۸۰*** | LnSUK |
| ۰/۰۴۲۲ | -۳/۳۲۶۸۱۹** | DLnGDP | ۰/۹۷۵۳ | -۲/۵۱۴۶۳۱ | LnGDP |
| | | DLnRIR | ۰/۰۴۸۵ | -۲/۲۸۱۰۸۳*** | LnRIR |
| ۰/۰۵۶۶ | -۳/۴۲۱۵۷۷** | DLnGCF | ۰/۳۴۰۹ | -۱/۸۴۸۵۹۹ | LnGCF |

** و *** نشان‌دهنده ایستایی در سطح اطمینان ۵ و ۱ درصد و با عرض از مبدأ است.

مأخذ: یافته‌های تحقیق با استفاده نرم‌افزار Eviews 11

با توجه به نتایج به‌دست‌آمده که نشان‌دهنده ایستایی متغیرهای مذکور می‌باشد، با انجام آزمون حداقل مربعات معمولی کاملاً اصلاح‌شده (FMOLS) و روابط بین متغیرها را مورد بررسی قرار می‌دهیم که نتایج حاصل از آزمون در جدول ۳ آورده شده است.

جدول ۳. نتایج آزمون‌های FMOLS

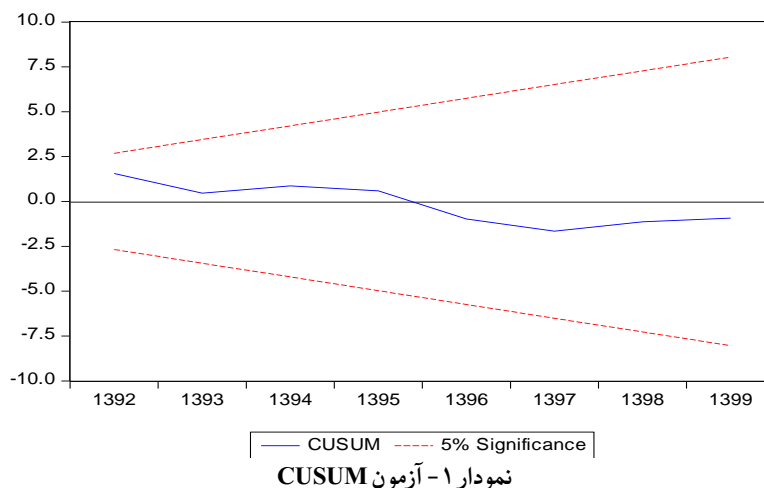
| FMOLS | | | متغیر |
|-----------|-----------|----------|-------------------|
| احتمال | آماره T | ضرایب | |
| ۰/۰۰۳۴ | ۱/۵۲۲ | ۱/۷*** | مرتبط با تولید |
| ۰/۲۱۲۰ | ۲/۸۹۱۶۵۹ | ۰/۰۲*** | مرتبط با صکوک |
| ۰/۰۷۱۹ | -۸/۸۱۶۸۰۵ | -۰/۱۱*** | مرتبط با نرخ بهره |
| $R^2: ۵۶$ | | | |

** و *** نشان‌دهنده ایستایی در سطح اطمینان ۵ و ۱ درصد و با عرض از مبدأ است.

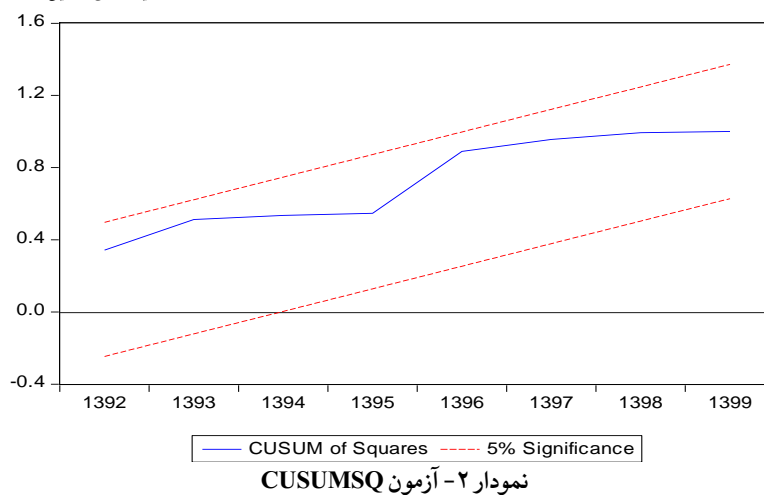
مأخذ: یافته‌های تحقیق با استفاده نرم‌افزار Eviews 11

نتایج به‌دست‌آمده از آزمون حداقل مربعات معمولی کاملاً اصلاح‌شده (FMOLS) نشان‌دهنده این است که متغیر تولید تأثیر مثبت معنی‌داری بر سرمایه‌گذاری ایجاد می‌نماید. این تأثیر در مورد نرخ بهره واقعی منفی می‌باشد. ضریب به‌دست‌آمده تأثیر متغیر رشد صکوک در بازه زمانی مورد مطالعه بر تشکیل سرمایه ناخالص مثبت به‌دست‌آمده اما در سطح ۵ درصد معنی‌دار آماری نمی‌باشد. علت این امر را می‌توان به محدود بودن اطلاعات سری زمانی این متغیر نسبت داد یا می‌توان گفت با وجود اقدامات مناسب در زمینه صکوک در کشور، فراهم آوردن تنوع و تعمیق بیشتر بازار صکوک از اهمیت ویژه‌ای برخوردار است تا از این طریق شاهد روبه‌رشدی در فرایند سرمایه‌گذاری کشور باشیم.

در ادامه به جهت بررسی ثبات ضرایب مدل از آزمون‌های مجموع تجمعی (CUSUM)، مجموع مجذور تجمعی (CUSUMQ) استفاده گردید.



مأخذ: یافته‌های تحقیق



مأخذ: یافته‌های تحقیق

این آزمون‌ها ثابت پارامترها را در سطح معنی‌داری ۵ درصد مورد آزمون قرار می‌دهند. در نمودارهای (۱) و (۲) نشان می‌دهد که مدل تخمینی در سطح ۵٪ از ثبات ساختاری برخوردار بوده و شکستی ملاحظه نمی‌گردد. در این قسمت به جهت بررسی فروض کلاسیک با استفاده از آزمون‌های تشخیصی شامل آزمون وایت، بروش-گودفری و جارک-برا انجام گردیده است که نتایج آن در جدول ۴ نشان داده شده است. نتایج به ترتیب حاکی از عدم وجود مشکل ناهمسانی واریانس، خودهمبستگی و نرمال بودن توزیع جزء اخلال‌ها دارد.

جدول ۴- آزمون‌های تشخیصی

| آزمون‌ها | آمارها | احتمال آماره |
|-------------|----------|--------------|
| وایت | ۱/۵۵۷۵۰۸ | ۰/۲۸۲۷ |
| بروش-گودفری | ۰/۳۴۹۴۳۹ | ۰/۳۲۸۱ |
| جارک-برا | ۰/۷۱۳۹۱۵ | ۰/۶۷۶۹۸۴ |

مأخذ: نتایج تحقیق

صکوک این قابلیت را دارا بوده که سرمایه‌های خرد ناشی از پس‌انداز افراد با سطوح درآمدی مختلف را تجمیع نموده و آن را در کانال سرمایه‌گذاری هدایت نماید. صکوک باعث افزایش تعمیق مالی و ارتقای سطح اطلاعات متقارن از کانال شفاف‌سازی شده و این دو عامل می‌تواند در راستای افزایش پس‌انداز و به تبع آن افزایش سرمایه‌گذاری نقش عمده‌ای ایجاب نماید. ابزار مالی اسلامی از کانال دیگری می‌تواند موجبات افزایش سرمایه‌گذاری در کشور را فراهم نماید و آن کانال تورم است. این ابزار مبتنی بر پس‌انداز بوده و در جهت تأمین کسری بودجه می‌تواند مفید واقع شده و بدین ترتیب از رجوع مکرر دولت به راه‌حل‌های پرهزینه و تورم‌زا ممانعت به عمل می‌آید. کنترل تورم در این زمینه عاملی مثبت در جهت افزایش سرمایه‌گذاری در کشور محسوب می‌شود. نتایج این تحقیق حاکی از آن است که متغیر تولید ناخالص داخلی تأثیر مثبت معنی‌داری بر سرمایه‌گذاری دارد. درحالی‌که تأثیر نرخ بهره واقعی بر سرمایه‌گذاری منفی می‌باشد. ضریب به‌دست‌آمده تأثیر متغیر رشد صکوک در بازه زمانی مورد مطالعه بر تشکیل سرمایه ناخالص مثبت به دست آمده اما در سطح ۵ درصد معنی‌دار آماری نمی‌باشد. علت این امر را می‌توان به محدود بودن اطلاعات سری زمانی این متغیر نسبت داد یا می‌توان گفت با وجود اقدامات مناسب در زمینه صکوک در کشور، فراهم آوردن تنوع و تعمیق بیشتر بازار صکوک از اهمیت ویژه‌ای برخوردار است تا از این طریق شاهد رو به رشدی در فرایند سرمایه‌گذاری کشور باشیم. در کنار موارد مثبت مطرح‌شده در ارتباط با انتشار اوراق می‌بایست به مسأله بدهی‌های دولت نیز توجه ویژه نمود. درباره تأثیر بدهی‌های دولت بر سرمایه‌گذاری و رشد اقتصادی دیدگاه‌های متنوعی (مثبت و منفی) وجود دارد. در این ارتباط دیدگاه میان‌ه‌ای نیز وجود داشته که در آن سطوح آستانه‌ای بدهی دولت مطرح می‌شود. مطابق این دیدگاه با افزایش نسبت بدهی‌های دولت به GDP، سرمایه‌گذاری و رشد اقتصادی بیشتر شده، سپس رشد آن کاهش یافته و در جایی با رسیدن به سطح آستانه بدهی دولت، تأثیر منفی بر اقتصاد آغاز می‌گردد. توجه به این دیدگاه بینابین در راستای این موضوع که انتشار اوراق مالی متناسب با نسبت بهینه بدهی دولت صورت پذیرد، می‌بایست از اهمیت ویژه‌ای برخوردار باشد. بیشتر بودن مقدار بدهی‌های دولت از مقدار بهینه می‌تواند دلالت بر آن داشته باشد که بخش خصوصی کنار رفته و دولت جایگزین آن گشته است. با توجه به مسأله بازپرداخت میان مدت و بلندمدت و تأثیرات اقتصادی که بدان اشاره گشت، در لویح بودجه تشکیل کمیته‌ای تخصصی که از همه جوانب، انتشار اوراق مالی را مورد بررسی قرار داده و به عبارتی آثار اقتصادی آن را در نظر بگیرد، امری ضروری به نظر می‌رسد.

پیشنهادها

۱. اتخاذ و اجرای اقدامات مناسب و عملی در زمینه تنوع و تعمیق بیشتر بازار صکوک
۲. آشنایی کامل بنگاه‌های اقتصادی در مورد مزیت‌های استفاده از این ابزار مالی
۳. فراهم نمودن تنوع و تعمیق بیشتر بازار صکوک جهت افزایش سرمایه‌گذاری
۴. فعال‌سازی بازار ثانویه اوراق و تنوع‌بخشی به اوراق
۵. آموزش و فرهنگ‌سازی در خصوص خرید اوراق بهادار و تسهیلات ویژه بابت آن

منابع

منابع فارسی

- پناهی بروجردی، محمد و رضایی، احمدی (۱۴۰۰). اثر توسعه بازار صکوک بر نسبت کفایت سرمایه بانک‌های اسلامی (مطالعه موردی کشور ایران). مقالات دو فصلنامه جستارهای اقتصادی، ۱۸ (۳۶)، ۴۸-۳۳.
- تقوی، مهدی و محمدی، حسین (۱۳۸۸). تأثیر زیرساخت‌های سرمایه‌گذاری بر رشد اقتصادی ایران. ژورنال اقتصاد، ۹ (۳۲)، ۴۲-۱۵.
- حاجی، غلامعلی و عسگری، مینا (۱۳۹۰). اثر سرمایه‌گذاری خصوصی و دولتی بر رشد اقتصادی در ایران. فصلنامه اقتصاد

کاربرد، ۲ (۵)، ۹۹-۱۲۱.

حسن‌زاده، علی و احمدیان، اعظم (۱۳۹۱). تأثیر ابزارهای مالی اسلامی بر رشد سرمایه‌گذاری. *مطالعات اقتصاد اسلامی*، ۵ (۱)، ۲۹-۵۸.

خوزین، علی (۱۳۹۶). رتبه‌بندی عوامل مؤثر در گسترش سرمایه‌گذاری بر روی صکوک. *تحقیقات مالی اسلامی*، ۷ (۱)، ۲۴۶-۲۱۹.

رسولی، بهمن (۱۳۹۵). کارکردهای ابزار اسلامی (صکوک اسلامی). *نشریه حسابرس*، ۸۲، ۴۶-۵۲.
سروش، ابوذر (۱۳۸۹). مروری بر اسلامی ابزارهای مالی با تأکید بر اوراق اجاره (صکوک اجاره) در ایران. *توسعه و مطالعات اسلامی بهادار سازمان بورس*، ویرایش نخست.

عسکرزاده دره، غلامرضا؛ معمارپور، زهره و فلاحی، حامد (۱۴۰۰). بررسی رابطه بین ابزارهای مالی اسلامی (صکوک) و رشد اقتصادی. *نشریه مطالعات مالی و بانکداری اسلامی*، ۷ (۱۶)، ۱-۱۶.

قلیچ، وهاب (۱۳۹۴). نقش اوراق بهادار اسلامی در تأمین کسری بودجه دولتی. *پژوهشکده پولی و بانکی، بانک مرکزی جمهوری اسلامی ایران*.

کاوند، مجتبی (۱۳۹۶). طبقه‌بندی ابزارهای مالی اسلامی (صکوک). *سازمان بورس و اوراق بهادار مرکز پژوهش، توسعه و مطالعات اسلامی گروه بازارها و ابزارهای مالی*.

موسویان، سیدعباس و فراهانی فرد، سعید (۱۳۸۵). اوراق بهادار اجاره (صکوک اجاره). *فصلنامه اقتصاد اسلامی*، ۶ (۲۴)، ۹۳-۷۱.

نجف پور، آرش؛ فاضلی، حامد و پوراسماعیل، محمد (۱۳۹۸). تأثیر صکوک بر رشد اقتصادی در کشورهای خاورمیانه. *نشریه اقتصاد و بانکداری اسلامی*، ۲۹ (۲۹)، ۷۹-۱۰۲.

نعیمی، مینا؛ سهیلی، کیومرث و شریف کریمی، محمد (۱۳۹۸). ارتباط متقابل توسعه ابزار مالی اسلامی (صکوک) و رشد اقتصادی. *فصلنامه علمی پژوهشی اقتصاد اسلامی*، ۱۹ (۷۳)، ۲۱۷-۲۳۸.

منابع لاتین

Alnagar, A.M.H., Othman, A.H.A., Noor, A.M., & Zakariyah, H. (2021). The Challenges of Developing the Saudi Sukuk Market in Line with Objectives of Vision 2030. In: Alareeni, B., Hamdan, A., Elgedawy, I. (eds) *The Importance of New Technologies and Entrepreneurship in Business Development: In The Context of Economic Diversity in Developing Countries*. ICBT 2020. Lecture Notes in Networks and Systems, vol 194. Springer, Cham. https://doi.org/10.1007/978-3-030-69221-6_76

Boukhatem, J. (2022). How does financial risk affect sukuk market development? Empirical evidence from ARDL approach, *Heliyon*, NO: 8.

Boyd, J. H. & Prescott, E. C. (1986). Financial Intermediary-Coalitions, *Journal of Economic Theory*, 38(2): 211-232.

Harrison, P., Sussman, O. & Zeira, J. (1999). *Finance and Growth: Theory and Evidence*, Washington, DC: Federal Reserve Board (Division of Research and Statistics), mimeo.

Mirza A.R., & Sultana N. (2020). Impact of economic factors to determine the sukuk market

development: an empirical analysis. *Int. J. Islamic Econ. Govern*;1(1): 65-83.

Said A., & Grassa, R. (2013). The determinants of sukuk market development: does macroeconomic factors influence the construction of certain structure of sukuk? *J. Appl. Finance Bank*. 3(5):251-267.

[Google Scholar]

Stiglitz, J.E., & Greenwald, B. (2003). *Towards a New Paradigm in Monetary Economics*. Cambridge: Cambridge University Press.