فصلنامه علمی _ترویجی اقتصاد و بانکداری اسلامی، شماره بیست و سوم، تابستان ۱۳۹۷- صفحات ۱۷۰-۱۵۵

ارزیابی الگوهای سرمایه‌گذاری از منظر اسلامی با تاکید بر اقتصاد ایران

امیرحسین مزینی[۱]

تاریخ دریافت:۱۳۹۶/۰۹/۲۲ تاریخ پذیرش:۱۳۹۶/۱۲/۱۵

چکیده

در چارچوب اقتصاد متعارف فرایند شکل‌گیری سرمایه که از آن به سرمایه‌گذاری تعبیر می‌شود از مجرای تعامل بخش اسمی با بخش واقعی اقتصاد تحقق می‌یابد. این فرایند از بعد نظری قابل قبول بنظر می‌رسد. اما در حوزه اجرا از آن‌جا که در قالب فروض موجود نرخ بهره در بازار پول تعیین و بصورت برونزا به بخش واقعی اقتصاد(مثلا در زمینه تقاضای سرمایه‌گذاری) دیکته می‌شود در چارچوب ملاحظات اسلامی قابل‌پذیرش نبوده و انتقاداتی به آن وارد شده است. بویژه زمانی که اقتصاد از حالت تعادلی خود فاصله می‌گیرد. چرا که در مبانی اقتصاد اسلامی آن‌چه که تحت‌عنوان هزینه سرمایه شناخته می‌شود معادل نرخ بازگشت سرمایه در بخش واقعی اقتصاد است و نه نرخ بهره پول که در بخش اسمی تعیین می‌شود. بحث فوق موضوع مقاله حاضر می‌باشد. بدین‌منظور با نگاهی آسیب‌شناسانه به مبانی نظری سرمایه گذاری، ملاحظات اسلامی در این حوزه با نیم نگاهی به شرایط موجود در ایران و جهان تبیین گردیده است.

نتایج حکایت از آن دارند که در خصوص تعیین هزینه سرمایه بجای تاکید بر نرخ بهره بعنوان مهم‌ترین عامل موثر برسرمایه‌گذاری، می‌توان از متغیرهایی بهره جست که تصویر واقعی‌تری از بازگشت سرمایه در بخش واقعی ارائه می‌نمایند که بصورت نمونه می‌توان به شاخص بازده نقدی، شاخص قیمت و بازده نقدی، شاخص P/E و...(در بازار سرمایه) اشاره نمود. بدیهی است حرکت در این راستا در وضعیت کنونی اقتصاد ایران مستلزم پاره‌ای شرایط و اصلاحات ساختاری است.

کلمات‌کلیدی: سرمایه‌گذاری، اقتصاد اسلامی، نرخ بهره، هزینه‌سرمایه، صکوک، اقتصاد ایران.

طبقه‌بندی JEL: E22, G11, G31, Z12

۱. عضو هیات علمی دانشگاه تربیت مدرس mozayani@modares.ac.ir

[Downloaded from mieaoi.ir on 2024-04-20]

مقدمه

در مباحث اقتصاد کلان دستیابی به رشد اقتصادی و خلق فرصت‌های شغلی از مهم‌ترین اهداف به حساب می‌آید. این دو متغیر تقریبا در تمامی اقتصادها مبنای اصلی تنظیم سیاست‌های کلان اقتصادی می‌باشند. در این راستا هنگامی که صحبت از خلق ارزش افزوده و ایجاد فرصت‌های شغلی می‌شود اولین متغیری که به ذهن متبادر می‌گردد متغیر سرمایه‌گذاری است. این متغیر که روی دیگر پس‌انداز می‌باشد با هدف ایجاد ظرفیت برای جریان آتی تولید کالاها و خدمات و خلق فرصت‌های شغلی در یک اقتصاد دنبال می‌شود. هنگامی‌که از سرمایه‌گذاری سخن به میان می‌آید، منظور جریانی از منابع پولی(تحت‌عنوان سرمایه) است که به یک فعالیت خاص تخصیص می‌یابد با این هدف که در آینده خلق ارزش نموده و علاوه براصل وجوه سرمایه‌گذاری شده، مقداری را در قالب عایدی، سود، بهره و... نصیب سرمایه‌گذار نماید. بدیهی است در تعریف فوق، در یک فرایند سرمایه‌گذاری، موضوعات و متغیرهای دیگری همچون نرخ ترجیح زمانی(نرخ تنزیل)، عایدی انتظاری، ریسک سرمایه‌گذاری، محیط کسب و کار و... نیز موضوعیت می‌یابند که هر یک با شدت و ضعفی خاص عوامل تعیین‌کننده سرمایه‌گذاری محسوب می‌شوند.

در این چارچوب مقوله سرمایه‌گذاری از ابعاد مختلفی قابل بررسی است مواردی چون ارزیابی اقتصادی، اجتماعی، زیست‌محیطی... موضوع سرمایه‌گذاری،[1] عوامل موثر بر جریان سرمایه‌گذاری، نقش سرمایه‌گذاری در فرایند رشد اقتصادی و... . در مقاله حاضر از مجموع موضوعات مرتبط با بحث سرمایه‌گذاری، بحث عوامل موثر برتقاضای سرمایه در قالب تئوری‌های متعارف با تاکید برملاحظات اسلامی(در اقتصاد ایران) در دستور کار قرار دارد. بدین‌منظور در نظر است با مروری برمبانی نظر سرمایه‌گذاری، آسیب‌شناسی الگوهای سرمایه‌گذاری از منظر ملاحظات اسلامی در دستور کار قرار گرفته و متعاقبا کاربردهای بحث در اقتصاد ایران مورد تجزیه و تحلیل قرار گیرد. مقاله حاضر از پنج بخش بدین شرح تشکیل شده است. پس از مقدمه حاضر در بخش‌دوم به بررسی مبانی نظری و الگوهای سرمایه‌گذاری در اقتصاد پرداخته می‌شود. فصل سوم به ملاحظات اسلامی در زمینه ارتباط میان نرخ بهره و تقاضای سرمایه‌گذاری اختصاص یافته و در فصل چهارم به جمع‌بندی، تحلیل و نتیجه‌گیری پرداخته می‌شود.

۱- مروری بر مبانی نظری سرمایه‌گذاری در اقتصاد

متغیر سرمایه‌گذاری یکی از مهم‌ترین متعیرها در تصمیم گیری‌های اقتصادی است. نظر به اهمیت این موضوع در مبانی نظری اقتصادی، الگوهای مختلفی در ارتباط با عرضه و تقاضای سرمایه‌گذاری

1. Economic, Social, Environmental Appraisal of Projects

[Downloaded from mieaoi.ir on 2024-04-20]

مطرح شده است که هریک از منظر خاصی مقوله سرمایه‌گذاری و تشکیل سرمایه را در اقتصاد مورد بررسی قرار داده‌اند. هرچند که همگی آن‌ها کم و بیش از واقعیتی واحد (یکسان) حکایت می‌نمایند. نکته‌ای که در این رابطه و با تاکید بر مبانی اقتصادی اسلام جلب توجه می‌نماید ارتباط وثیق میان نرخ بهره و جریان سرمایه‌گذاری است که تقریبا در اکثر متون اقتصاد کلاسیک مشاهده می‌گردد. این موضوع با توجه به حرمت نرخ بهره در اسلام باعث می‌شود که آن بخش از تئوری‌های سرمایه‌گذاری که بر ارتباط میان نرخ بهره و جریان سرمایه‌گذاری تاکید دارند از منظر اسلامی انتقادپذیر گردند. جهت بررسی این موضوع در این بخش به بررسی مبانی نظری و الگوهای سرمایه‌گذاری در اقتصاد متعارف می‌پردازیم.

۱.۱. مروری بر الگوهای سرمایه‌گذاری در اقتصاد متعارف

با مروری به مبانی نظری اقتصادی، بطور کلی، می‌توان ۶ دیدگاه مختلف را در خصوص زمینه‌های تحقق سرمایه‌گذاری مشاهده نمود که در ادامه به اجمال و به صورت توصیفی مورد اشاره قرار می‌گیرند[۱].

الف. تئوری سود[۲]

این تئوری مقوله سرمایه‌گذاری را از منظر یک بنگاه مورد تاکید قرار می‌دهد و در این چارچوب سرمایه‌گذاری توسط بنگاه را تابعی از سود آن بنگاه در دوره(های) زمانی قبل تعریف می‌نماید. در این تئوری چنان‌چه بنگاه از جریان مطلوبی از سود در گذشته برخوردار باشد. اقدام به سرمایه‌گذاری و افزایش ظرفیت خود خواهد نمود. حال از آن‌جا که در این رابطه هزینه تمام شده سرمایه در بازار[۳] نیز برای بنگاه مهم می‌باشد، نرخ بهره نیز در تصمیم‌گیری بنگاه جهت سرمایه‌گذاری موثر می‌باشد. لذا در این تئوری، سرمایه‌گذاری عمدتا تابعی است از جریان سود پیشین بنگاه و وضعیت نرخ بهره در بازار.

ب. تئوری شتاب[۴]

در این تئوری موجودی سرمایه بعنوان نسبتی از سطح تولید در نظر گرفته می‌شود. چراکه نسبت سرمایه به تولید را ثابت در نظر می‌گیرد. متعاقبا بدلیل ایرادات وارده به این دیدگاه که از آن به تئوری ساده[۵] شتاب تعبیر شد، تئوری انعطاف‌پذیر شتاب[۶] به عنوان ویرایشی از تئوری اولیه مطرح

1 . Chand, S. 7 New Theories of Investment Are Explained Below, http://yourarticlelibrary.com.
2. Profit Theory of Investment
3. Cost of Capital
4. Accelerator Principle Theory
5. Naive
6. Flexible Accelerator Theory

[Downloaded from mieaoi.ir on 2024-04-20]

گردید. در این ویرایش تاخیر ناشی از زمان بربودن تصمیم‌گیری(ناشی از فعالیت‌های اداری و اجرایی) و نیز مقوله استهلاک و ظرفیت‌های مازاد در موجودی سرمایه نیز مدنظر قرار گرفته است.

ج. تئوری دوزنبری[۱]

در این تئوری طیف وسیع‌تری از متغیرهای اقتصادی بعنوان عوامل اثرگذار برسرمایه‌گذاری در نظر گرفته شده است. طبق این تئوری سرمایه‌گذاری در هر دوره تابعی از درآمد (تولید)، موجودی سرمایه و سود در دوره قبل و هزینه تامین سرمایه در زمان کنونی در نظر گرفته می‌شود. بدیهی است که ارتباط وثیقی میان تئوری سرمایه‌گذاری دوزنبری با تئوری مصرف وی وجود دارد.

د. تئوری مالی سرمایه‌گذاری[۲]

این تئوری نیز که به نوعی به دوزنبری منسوب است در راستای تقویت و تکمیل اصل شتاب در سرمایه‌گذاری بیان می‌نماید که هرچند حجم سرمایه‌گذاری مورد نیاز در اقتصاد با سطح تولید تناسب دارد، اما واقعیت آن است که از آن‌جا که عرضه وجوه قابل سرمایه‌گذاری در یک اقتصاد نامحدود نیستند و در صورت افزایش تقاضای سرمایه‌گذاری، متقاضیان باید به سطوح بالاتری از هزینه سرمایه (که همان نرخ بهره است) تن بدهند. لذا در میزان تقاضای سرمایه‌گذاری موجود در اقتصاد هزینه سرمایه (نرخ بهره) نیز اهمیت یافته و عملا باعث می‌گردد که سطح تعادلی سرمایه‌گذاری بعنوان نسبتی از سطح تولید با توجه به نرخ بهره موجود در اقتصاد تحقق یابد.

چ. تئوری سرمایه‌گذاری جورگنسون[۳]

جورگنسون تابع سرمایه‌گذاری خود را در یک چارچوب نئوکلاسیکی استخراج نموده است. وی در چارچوب مبانی نظری تابع‌سود در یک‌بنگاه، از مجرای حداکثرسازی سود بنگاه، اقدام به استخراج یک تابع سرمایه‌گذاری برای بنگاه می‌نماید. بدیهی است در این تئوری تابع استخراج شده در قالب فروض در نظر گرفته شده[۴] برای بنگاه معنی می‌یابد.

و . تئوری سرمایه‌گذاری q توبین[۵]**:**

1. Duesenberry Theory of Investment
2. Financial Theory of Investment
3. Jorgenson Theory of Investment

۴. از فروض در نظر گرفته شده برای بنگاه در این تئوری آن است که قیمتها در بازار کار و سرمایه کاملا انعطاف پذیر هستند و بازارهای مالی کامل می باشند. بدین مفهوم که بنگاه بصورت نامحدود می تواند در سطح نرخ بهره ای معین از بازار اقدام به قرض دادن و قرض گرفتن نماید.

5. Tobin' q Theory of Investment

[Downloaded from mieaoi.ir on 2024-04-20]

در این تئوری سرمایه‌گذاری تابعی است از نسبت"ارزش بازاری موجودی سرمایه[1]" "به" هزینه جایگزینی آن[2]" که از این نسبت به q تعبیر شده است. چنان‌چه مقدار q>1 آن‌گاه بنگاه مجاب می‌شود که مثلا در قالب انتشار سهام سرمایه خود را گسترش دهد (سرمایه‌گذاری نماید).

همان‌گونه که ملاحظه می‌شود هریک از تئوری‌های سرمایه‌گذاری موجود در مبانی نظری، مقوله سرمایه‌گذاری و عوامل موثر برآن را از زاویه‌ای خاص مورد بررسی قرار داده‌اند. هرچند که تقریبا در اکثر آن‌ها مقوله هزینه سرمایه که در ادبیات متعارف نئوکلاسیکی از آن به نرخ بهره تعبیرشده مشاهده می‌شود. به عبارت دیگر تقریبا در اکثر تئوری‌های سرمایه‌گذاری (به جز تئوری شتاب و تا حدودی تئوری q توبین) می‌توان نرخ بهره را به صورت مستقیم و غیرمستقیم مشاهده نمود. این موضوع ریشه در ماهیت و فلسفه اقتصاد کلاسیک دارد. بدین‌معنا که در یک اقتصاد متعارف نرخ بهره در بازار پول (در بخش اسمی اقتصاد) و در قالب مکانیزم پولی تعیین و به بخش واقعی اقتصاد ارائه (تحمیل) می‌گردد و متعاقبا این نرخ بعنوان هزینه سرمایه در بخش واقعی اقتصاد مورد استناد قرار می‌گیرد که در ادامه به این موضوع بیشتر پرداخته می‌شود.

۱.۲. الگوی تعادلی سرمایه‌گذاری با تاکید بر نقش نرخ بهره

همان‌گونه که در مروری برالگوهای سرمایه گذاری مشاهده گردید، ادبیات رایج در اقتصاد کلاسیک نقش کلیدی را در حوزه سرمایه‌گذاری برای نرخ بهره قائل می‌باشد. این موضوع کم و بیش در دیگر مبانی نظری اقتصادی مثلا بحث تقاضای سرمایه‌گذاری در متون اقتصاد کلان و یا ارزیابی اقتصادی طرح‌ها نیز مشاهده می‌شود مثلا در حوزه اقتصاد کلان شرط تحقق سرمایه گذاری بصورت زیر تعریف گردیده است:

$$MRS = -(1+R) = MRT$$

رابطه فوق حکایت از آن دارد که برای تحقق یک سرمایه‌گذاری، جریان مبادله درآمدها در دو مقطع زمانی برای عاملین اقتصادی که از آن به نرخ نهائی جانشینی[3](MRT) تعبیر می‌شود، باید با نرخ‌نهائی مبادله مصرف[4] (MRS) در دو مقطع زمانی مساوی و هر دو برابر با 1+R باشند که این نرخ (R) از بازار پول استخراج می‌گردد.

از سوی دیگر هنگامی‌که از جریان عرضه و تقاضای وجود سرمایه‌گذاری (در قالب نمودار۱) صحبت می‌شود. عرضه وجوه مبتنی بر R تعیین می‌گردد که از بخش اسمی اقتصاد (و بازار پول) استخراج می‌گردد و در طرف مقابل مبنای تقاضای سرمایه‌گذاری نرخ‌هائی چون ME[5] و .10[1] است

1. Market Value of Capital Stock
2. Replacement Cost of Capital
3. Marginal Rate of Transformation (MRT)
4 Marginal Rate of Substitution (MRS)
5. Marginal Efficiency of Investment

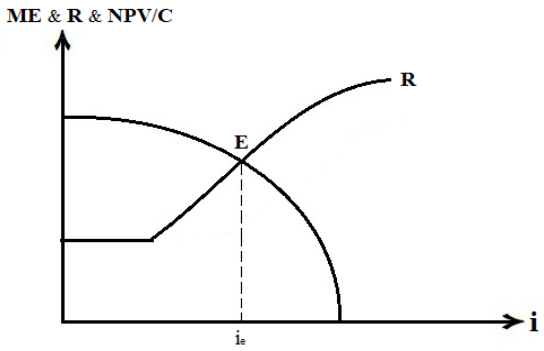
[Downloaded from mieaoi.ir on 2024-04-20]

است که حکایت از میزان (توانایی) بازدهی حوزه سرمایه گذاری مورد نظر دارند. در این چارچوب شرط تحقق سرمایه‌گذاری بصورت زیر تعریف می‌شود[۲].

- نرخ بازگشت سرمایه بزرگ‌تر یا مساوی نرخ ترجیح زمانی سرمایه‌گذاران باشد (ROR[۳]>RTP[۴])
- نرخ بازگشت سرمایه بزرگ‌تر یا مساوی نرخ بهرهٔ تعادلی موجود در اقتصاد باشد (ROR> R[۵]).

نرخ بازده داخلی طرح بزرگ‌تر یا مساوی نرخ بهره باشد (IRR> R[۶]).

نمودار ۱. منحنی‌های عرضه و تقاضای سرمایه‌گذاری



همان‌گونه که ملاحظه می‌شود در اقتصاد متعارف نرخ بهره نقش اساسی در تصمیم‌گیری در حوزه سرمایه‌گذاری دارد. این همان چیزی است که در متون اقتصاد اسلامی بعنوان یکی از ایرادات وارد شده برنظام سرمایه‌داری و اقتصاد کلاسیک[۷] مطرح شده است. بدین مضمون که نرخ بهره بعنوان یکی از مهم‌ترین متغیرهای اثرگذار در بخش واقعی اقتصاد (مثلا از کانال سرمایه‌گذاری) تقریبا در خارج از بخش واقعی و بصورت مستقل از این بخش در حوزه پولی تعیین می‌شود. بگونه‌ای که عملا نوعی شکاف و گسست بین بخش واقعی و اسمی اقتصاد بوجود می‌آید. در امتداد این استدلال، ایراد دیگری که به نظام اقتصاد کلاسیک وارد می‌شود، عدم تمایز میان پول و سرمایه

1. "Net present value, cost" Ratio
۲. مزینی امیر حسین، ارزیابی اقتصادی طرحها (اقتصاد مهندسی)، انتشارات سمت، تهران، ۱۳۹۴.
3 . Rate of Return (ROR)
4 . Rate of Time Preference (RTP)
5 . Interest Rate (R)
6 . Internal Rate of Return (IRR)
7. Mainstream Economics

[Downloaded from mieaoi.ir on 2024-04-20]

است. گویی که نظام سرمایه‌داری در قالب‌ساز و کارهای موجود در بازار پول تمایزی میان این‌دو اصطلاح اقتصادی قائل نیست.

۲. آسیب‌شناسی نقش نرخ بهره در تقاضای سرمایه‌گذاری از منظر اسلامی

در بخش پیشین مبانی نظری سرمایه‌گذاری در اقتصاد متعارف مورد بررسی قرار گرفت و مشاهده گردید که میان نرخ بهره و تقاضای سرمایه‌گذاری ارتباط علّی معنی‌داری در نظر گرفته شده است. حال از آن‌جا که نرخ بهره در بازار پول و تقریبا فارغ از تحولات بخش واقعی اقتصاد تعیین می‌گردد. این موضوع توسط محققین حوزه اقتصاد اسلامی مورد انتقاد قرار گرفته است. در این راستا آن‌چه مورد تایید و تاکید در اقتصاد اسلامی می‌باشد هماهنگی میان بخش اسمی و واقعی اقتصاد در برقراری ارتباط میان تقاضای سرمایه‌گذاری و هزینه سرمایه می‌باشد. بعبارت دیگر در ملاحظات اسلامی حوزه سرمایه‌گذاری، استخراج هزینه سرمایه مبتنی بر بازدهی بخش واقعی اقتصاد توصیه شده است. بدین‌معنا که هزینه تامین سرمایه برای سرمایه‌گذار باید با توجه به عایدی سرمایه مورد نظر در بخش واقعی اقتصاد تعیین گردد. بدیهی است در این شرایط هزینه سرمایه نه بصورت (تقریبا) برونزا، بلکه مرتبط با تحولات بخش واقعی اقتصاد تعیین می‌شود. ضمن این‌که این هزینه می‌تواند برای سرمایه‌گذاری‌های مختلف در بستر زمان متفاوت نیز باشد.

بنظر می‌رسد می‌توان یکی از مهمترین مصادیق ارتباط میان هزینه سرمایه و تقاضای سرمایه‌گذاری را در اوراق صکوک بعنوان یکی از مهمترین ابزارهای تامین مالی اسلامی مشاهده نمود. این اوراق بنا به ماهیت خود، ابزارهای مالی مبتنی بردارائی هستند که عایدی آن‌ها مبتنی برنرخ بازگشت سرمایه در بخش ذیربط از اقتصاد و نه به صورت از پیش تعیین شده مشخص می‌گردد. لذا از این حیث می‌توان ارتباط معنی‌دار میان هزینه تامین سرمایه و تقاضای سرمایه‌گذاری را با توجه به شرایط حاکم بر بخش واقعی اقتصاد در این اوراق مشاهده نمود.[۱] در این راستا تفاوت میان عایدی اوراق صکوک مختلف در عرصه بین‌المللی(بسته به حوزه سرمایه‌گذاری، ریسک مترتب بر آن‌ها و....) را می‌توان مویدی بر این بحث دانست. اطلاعات عملکردی مربوط به نمونه‌ای از صکوک منتشر شده در بازارهای جهانی در سال ۲۰۱۶ در جدول شماره ۱ آورده شده است. همان‌گونه که ملاحظه می‌شود علی‌رغم این‌که این اوراق همه در یک‌سال مالی منتشر شده اند تفاوت معنی‌داری در نرخ بازگشت این اوراق وجود دارد.

---

[۱]. مزینی امیرحسین، امکان سنجی انتشار اوراق صکوک در اقتصاد ایران، انتشارات پژوهشکده اقتصاد دانشگاه تربیت مدرس، ۱۳۸۹.

[Downloaded from mieaoi.ir on 2024-04-20]

جدول ۱. اطلاعات عملکردی منتخبی از صکوک منتشر شده در بازارهای جهانی در سال ۲۰۱۶

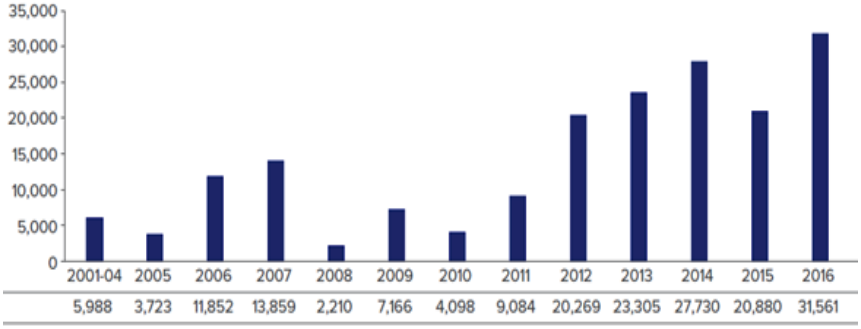
ISSUE YEAR	ISSUER	TYPE OF ISSUED *SUKUK*	ISSUANCE CURRENCY	INTERNATIONAL DOMESTIC	*SUKUK* STRUCTURE	USD MN OR EQUIVALENT	RATE OF RETURN	TENOR (YEARS)
2016	Ahli United Bank	IFI's	USD	International	*Sukuk Al Mudharabah*	200	5.5	Perpetual
2016	Qatar Islamic Bank	IFI's	QAR	Domestic	*Sukuk Al Wakalah*	208	2.75	Perpetual
2016	Government of Togo	Sovereign	CFA	Domestic	*Sukuk Al Ijarah*	245	6.5	10
2016	Government of Ivory Coast	Sovereign	CFA	Domestic	*Sukuk Al Ijarah*	245	5.75	5
2016	Jambatan Kedua	Quasi-Sovereign	MYR	Domestic	*Sukuk Al Murabahah*	225	3.52	10
2016	PTPTN	Quasi-Sovereign	MYR	Domestic	*Sukuk Al Murabahah*	337	3.85%	25.33
2016	Boubyan Bank	IFI's	USD	International	*Sukuk Al Mudharabah*	250	6.75	Perpetual
2016	ICD - IDB Group Company	Quasi-Sovereign	USD	International	*Sukuk Al Wakalah*	300	2.468	5
2016	Axiata Group	Corporate	USD	International	*Sukuk Al Wakalah*	500	4.24	10
2016	Sime Darby	Quasi-Sovereign	MYR	Domestic	*Sukuk Al Wakalah*	494	5.65	Perpetual
2016	Maybank Islamic	IFI's	MYR	Domestic	*Sukuk Al Murabahah*	225	22.9	10

Source:International Islamic Financial Market (IIFM), Sukuk Report, A Comprehensive Study of the Global Sukuk Market, 6th. ed. 2017.

قابلیت صکوک در برقراری ارتباط میان سرمایه‌گذاری با نرخ بازگشت سرمایه در بخش واقعی اقتصاد را می‌توان از منظری دیگر نیز مورد بررسی قرار داد و آن تغییرات بوجود آمده در ترکیب عقود اوراق صکوک در عرصه بین‌المللی طی سال‌های اخیر است. همان‌گونه که از نمودار ۲ مشاهده می‌شود بطور کلی طی سال‌های اخیر (۱۶-۲۰۰۱) انتشار صکوک در بازارهای بین‌المللی جریان نوسانی اما فزاینده‌ای را بخود دیده است. در این میان همان‌گونه که از نمودارهای ۳ الی ۵ مشاهده می‌شود طی سال‌های مذکور ترکیب صکوک منتشر شده در عرصه بین‌المللی شدیدا بطرف صکوک وکالت تغییر یافته است. این موضوع می‌تواند ریشه در ساختار عقد وکالت داشته باشد، که به سرمایه‌گذاران این امکان را می‌دهد که در طیف وسیع‌تری از کسب و کارها ورود نمایند. **نمودار ۲.**

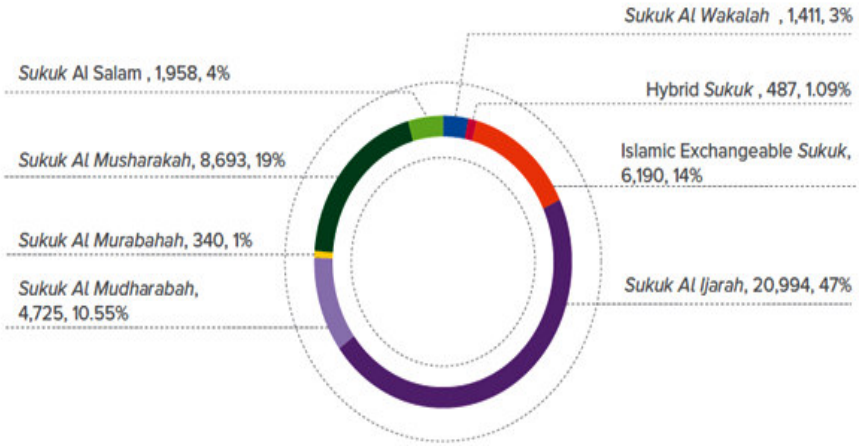
[Downloaded from mieaoi.ir on 2024-04-20]

ارزش صکوک بین المللی منتشر شده در جهان (۱۶-۲۰۰۱، میلیون دلار)



Source:International Islamic Financial Market (IIFM), Sukuk Report, A Comprehensive Study of the Global Sukuk Market, 6th. ed. 2017.

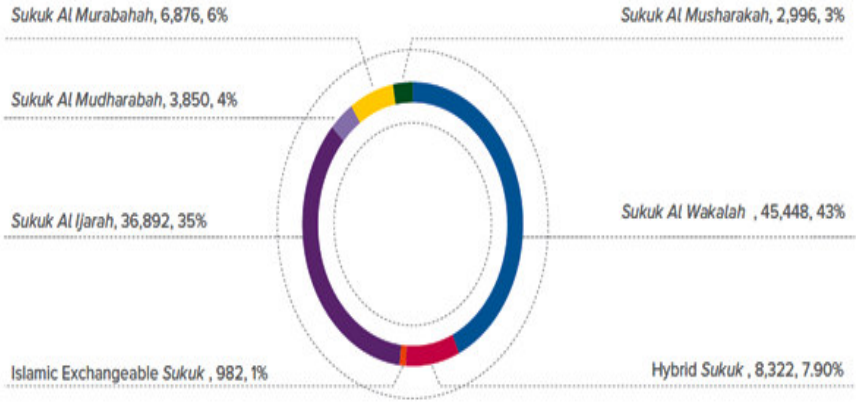
نمودار۳. ترکیب صکوک منتشر شده در عرصه بین‌المللی طی ۲۰۰۹-۲۰۰۱



Source:International Islamic Financial Market (IIFM), Sukuk Report, A Comprehensive Study of the Global Sukuk Market, 6th. ed. 2017.

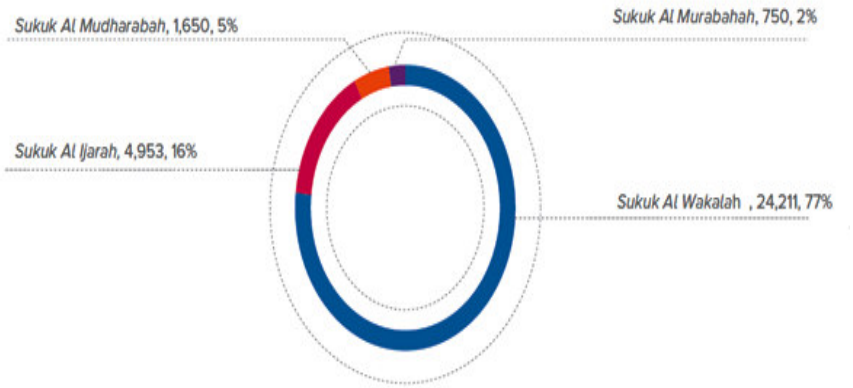
[Downloaded from mieaoi.ir on 2024-04-20]

نمودار۴. ترکیب صکوک منتشر شده در عرصه بین‌الملل طی ۱۵-۲۰۱۰



Source:International Islamic Financial Market (IIFM), Sukuk Report, A Comprehensive Study of the Global Sukuk Market, 6th. ed. 2017.

نمودار۵. ترکیب صکوک منتشر شده در عرصه بین الملل در سال ۲۰۱۶



Source:International Islamic Financial Market (IIFM), Sukuk Report, A Comprehensive Study of the Global Sukuk Market, 6th. ed. 2017.

همان‌گونه که ملاحظه می‌شود قابلیت‌های صکوک بگونه‌ای است که بسته به ویژگی‌ها و قابلیتهای موجود در این اوراق، در عقود مختلف، انتشاردهندگان بسته به حوزه سرمایه‌گذاری و محیط اقتصادی مد نظر اقدام به انتخاب و انتشار آن می‌نمایند. بنظر می‌رسد روند فزاینده و تنوع انتشار صکوک در بازار جهانی حکایت از پتانسیل‌های موجود در این ابزار مالی دارد. حال چنان‌چه

[Downloaded from mieaoi.ir on 2024-04-20]

موضوع فوق را در اقتصاد ایران و با مروری بر عملکرد انتشار اوراق صکوک (مشارکت) دنبال نمائیم (جدول۲)، بحث‌فوق مبنی برارتباط میان هزینه سرمایه و عایدی سرمایه‌گذاری در بخش واقعی اقتصاد کمتر مشاهده می‌شود. بنظر می‌رسد آن‌چه که تعیین‌کننده اصلی عایدی اوراق مشارکت/ صکوک در اقتصاد ایران بوده (و می‌باشد) بیشتر گزینه جانشین این اوراق که همان نرخ سود بانکی است، بوده است. به عبارت دیگر طراحان و منتشرکنندگان این اوراق تلاش داشته‌اند نرخی را برای این اوراق پیشنهاددهند که انگیزه کافی جهت خرید آن‌ها توسط سرمایه‌گذاران را ایجاد نمایند. این انگیزه هرچند در چارچوب تئوری‌های اقتصادی منطقی بنظر می‌رسد. اما آن‌چه تقریبا غیرقابل انکار است آن است که نرخ‌های تعیین‌شده الزاما از تحولات بخش واقعی اقتصاد و حوزه مرتبط با صکوک استخراج نشده‌اند. این شرایط باعث گردیده آن‌چه از اوراق صکوک(بعنوان ابزار تامین مالی مرتبط با بخش واقعی اقتصاد) انتظار می‌رود در اقتصاد ایران تبلور نیافته و این اوراق ماهیتی همچون اوراق مشارکت یافته‌اند که پیش از آن نیز در اقتصاد کشور منتشر می‌شده است. البته فراموش نشود که بخش قابل توجهی از این شرایط ریشه در ساختار تامین مالی بانک محور اقتصاد ایران دارد (جدول ۳).

جدول ۲. عملکرد انتشار اوراق مشارکت (۹۴-۱۳۹۰)

ارقام به میلیاردریال

سال	انتشار	فروش	نافروش مانده	نرخ سود علی‌الحساب (درصد)
۱۳۹۰	۹۲،۱۶۷	۵۲،۴۸۹	۳۹،۶۷۸	۱۵،۵ ۱۶ ۱۷ ۲۰
۱۳۹۱	۲۲۰،۴۴۹	۱۴۳،۳۵۴	۷۷،۰۹۵	۲۰
۱۳۹۲	۴۸،۵۰۰	۳۴،۴۸۰	۱۴،۰۲۰	۲۰
۱۳۹۳	۳۲،۵۰۰	۲،۲۶۱	۳۰،۲۳۹	۲۲
۱۳۹۴	۸۸،۰۰۰	۳۳،۴۷۳	۵۴،۵۲۷	۲۱
	*۲۰،۲۳۹	۱۶،۱۶۶	۴،۰۷۳	۱۸
جمع	**۵۰۱،۸۵۵**	**۲۸۲،۲۲۳**	**۲۱۹،۶۳۲**	

*انتشار مجدد اوراق نافروش مانده سال ۱۳۹۳

منبع: بانک مرکزی ج.ا. ایران

[Downloaded from mieaoi.ir on 2024-04-20]

جدول ۳. ساختار نظام تامین مالی در اقتصاد ایران (۹۳-۱۳۹۱)

هزار میلیارد ریال

عنوان	۱۳۹۱	۱۳۹۲	۱۳۹۳
تامین مالی از طریق شبکه بانکی	۲۰۳۳	۲۳۸۶	۳۴۲۱
تامین مالی از طریق بازار سرمایه	۱۳۸	۲۵۹	۲۹۳
تامین مالی از طریق سرمایه گذاری خارجی	۵۵	۷۱	۱۲۳
کل تامین مالی (بازار پول و سرمایه و سرمایه گذاری خارجی)	۲۲۲۶	۲۷۱۶	۳۸۳۷
سهم بازار پول از کل تامین مالی (درصد)	۹۱.۳	۸۷.۸	۸۹.۲
سهم بازار سرمایه از کل تامین مالی (درصد)	۶.۲	۹.۵	۷.۶
سهم سرمایه گذاری خارجی از کل تامین مالی (درصد)	۲.۵	۲.۶	۳.۲

منبع: عابدی، اکرم ، مروری بر بازار بدهی در ایران و جهان اتاق بازرگانی، صنایع ، معادن و کشاورزی تهران، معاونت بررسی های اقتصادی،۱۳۹۴.

نتیجه‌گیری

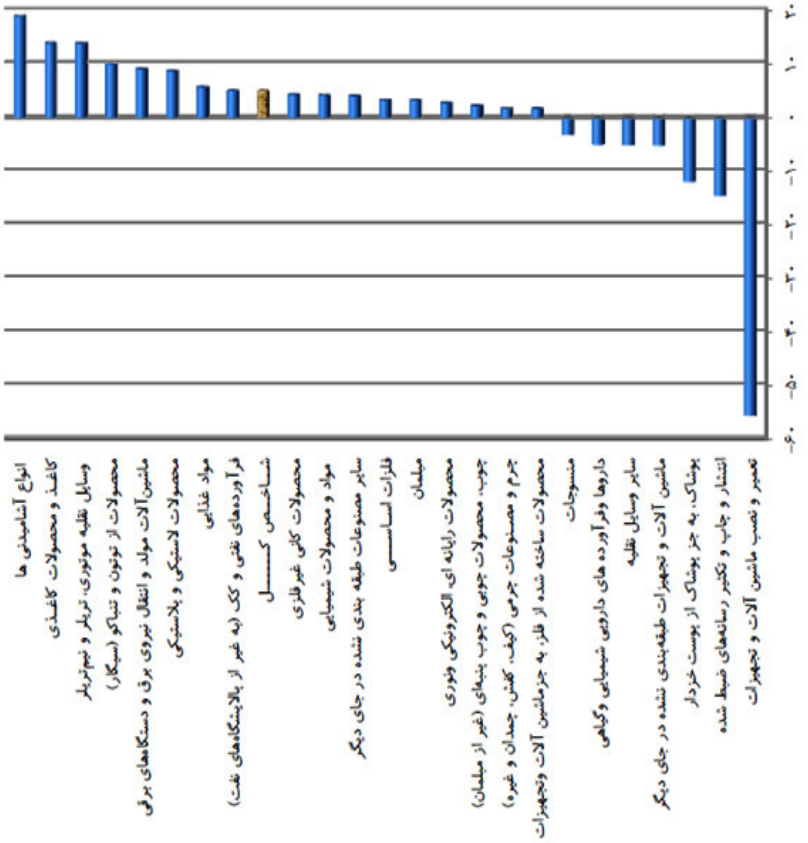
مروری بر ادبیات موضوع حکایت از آن داردکه در اقتصاد متعارف آن‌چه در قالب تئوری‌های سرمایه‌گذاری در مبانی نظری اقتصاد نئوکلاسیک آورده شده است سهم و نقش بسزائی را برای نرخ بهره در تحقق و تخصیص وجوه سرمایه‌گذاری شده قائل شده است. این موضوع در یک چارچوب اسلامی مورد تایید نمی‌باشد. چرا که برداشت غالب از مبانی اقتصاد متعارف آن است که نرخ بهره متغیری است که در خلال فرایندهای حاکم بر بازار پول تعیین و استخراج می‌گردد و از این حیث با ماهیتی (تقریبا) برونزا و از مجرای الگوهای سرمایه‌گذاری به بخش واقعی اقتصاد تحمیل می‌شود. این موضوع باعث می‌گردد که چنان‌چه اقتصاد نتواند میان بخش واقعی و اسمی خود اقتصاد تعادلی برقرار نماید، عدم همخوانی میان تحولات بازار پول (در قالب نرخ بهره) و بخش واقعی اقتصاد (در قالب نرخ بازگشت سرمایه) مشکلاتی را برای اقتصاد بوجود می‌آورد. بنظر می‌رسد مصداقی از این وضعیت را می‌توان در شرایط حاکم بر اقتصاد ایران طی سال‌های اخیر مشاهده نمود. بگونه‌ای که نرخ بهره اسمی در بخش پولی و اعتباری کشور بالاتر از ۲۰٪ بوده حال آن‌که در بخش واقعی اقتصاد، نرخ بازگشت سرمایه در بخش‌های اقتصادی به مراتب کمتر از این مقدار بوده است. این فرضیه حتی با گزارش اخیر عضو شورای فقهی بانک مرکزی که بازدهی واقعی اقتصاد کشور را بطور متوسط "۶ + نرخ تورم" اعلام نموده‌اند.[۱] کماکان به قوت خود باقی است. یعنی آن‌چه در بازار پول

۱. خبرگزاری تسنیم، پایگاه خبری دیوان اقتصاد، ۱۳۹۶/۶/۳۱

[Downloaded from mieaoi.ir on 2024-04-20]

بعنوان هزینه سرمایه طلب می‌شود به مراتب بالاتر از بازدهی واقعی بخش‌های اقتصادی است. این در حالی است که در سال‌های اخیر بخش قابل توجهی از بخش‌های اقتصاد ملی در وضعیتی رکودی بوده و نرخ‌های رشد منفی را تجربه نموده اند(نمودار ۶[۱]).

نمودار۶. درصد تغییرات شاخص تولید گروه‌های مختلف صنایع طی نه ماهه اول سال ۱۳۹۶نسبت به دوره مشابه سال۱۳۹۵



منبع: بانک مرکزی ج.ا. ایران- شاخص تولید کارگاه‌های بزرگ صنعتی کشور- نه ماهه اول سال۱۳۹۶

۱. بانک مرکزی ج .ا. ایران

[Downloaded from mieaoi.ir on 2024-04-20]

بنظر می‌رسد آن‌چه که در شرایط موجود اقتصاد ایران در جریان می‌باشد نه تنها در قالب تئوری‌های رایج اقتصادی در حوزه سرمایه‌گذاری قابل توجیه نیست، بلکه در قالب ملاحظات اسلامی نیز قابل دفاع نیست که با توجه به پیشینه اقتصادی کشور و تحولات سیاسی داخلی و بین‌المللی کشور طی سال‌های اخیر چندان دور از انتظار نمی‌باشد. در این شرایط بنظر می‌رسد لازم است در تحلیل‌ها و تصمیم‌گیری‌های اقتصادی در خصوص متغیرهای موثر بر جریان سرمایه‌گذاری در کشور، (حداقل در کنار نرخ بهره)، متغیرهای منعکس‌کننده شرایط حاکم بربخش واقعی اقتصاد را نیز مدنظر داشت. در این رابطه در گام اول می‌توان از شاخص‌هایی چون نرخ‌های بازگشت سرمایه بصورت بخشی و شاخص‌هایی چون: شاخص بازده نقدی[1]، شاخص قیمت و بازده نقدی {درآمد کل}[2] و نسبت قیمت به درآمد (P/E) در بازار سرمایه استفاده نمود. انتظار می‌رود این شاخص‌ها و نوسانات آن‌ها بتوانند تصویری به مراتب واقع بینانه‌تر (نسبت به نرخ بهره) از آن‌چه در بخش واقعی اقتصاد در جریان است، ارائه نمایند. ضمن این‌که در بعد نظری نیز می‌توان به باز تعریف تئوری‌ها و الگوهای سرمایه‌گذاری با توجه به ملاحظات اسلامی فکر نمود، بویژه در آن بخش از تئوری‌ها که تقاضای سرمایه‌گذاری را بیشتر به بخش واقعی اقتصاد مرتبط دانسته و سهم بسیار ناچیز و حداقلی را برای نرخ بهره قائل شده‌اند. که بصورت نمونه می‌توان به تئوری q توبین اشاره نمود. این تئوری از معدود نظریه‌های موجود سرمایه‌گذاری در اقتصاد متعارف است که تلاش نموده قیمت یا هزینه تامین سرمایه در اقتصاد را به عایدی واقعی سرمایه، که در یک سازوکار منطقی از بازار بدست می‌آید، مرتبط نماید. ضمن این‌که در این چارچوب نوسانات قیمت سرمایه نیز به نوسانات موجود در بخش واقعی اقتصاد مرتبط می‌شود. جهت تبیین این موضوع اقدامات قابل توجهی توسط برخی محققین حوزه اقتصاد اسلامی صورت گرفته که بصورت نمونه می‌توان به Choudhry and Mirakhor (1996) یا Mirakhor (1996) اشاره نمود که تلاش نموده‌اند هزینه تامین سرمایه را در یک اقتصاد بدون بهره به بازدهی بخش واقعی اقتصاد مرتبط نمایند.

در پایان ذکر این نکته ضروری است که برقراری ارتباط میان تقاضای سرمایه‌گذاری و هزینه سرمایه و بازدهی بخش واقعی اقتصاد در چارچوب ملاحظات اسلامی در اقتصاد ایران مستلزم پاره‌ای پیش فرض‌ها و پیش نیازها نیز می‌باشد که بصورت نمونه می‌توان به موارد زیر اشاره نمود.

---

۱. تغییرات شاخص بازده نقدی، میانگین بازده ناشی از پرداخت سود نقدی شرکت‌های بورسی به سهامداران را نشان می‌دهد.

۲. شاخص قیمت و بازده نقدی بیانگر بازده کل بازار بورس اعم از عایدی ناشی از قیمت و بازده نقدی است.

[Downloaded from mieaoi.ir on 2024-04-20]

- برقراری شرایط تعادلی و شفاف در بازار پول و به حداقل رسیدن رفتارهای سفته بازانه
- وجود نظام بانکی کارا با کمترین هزینه مبادله و منقطع (Segmented) نبودن آن نسبت به تحولات بخش واقعی اقتصاد
- استقلال نسبی سیاستگذار پولی (بانک مرکزی) از ملاحظات و انتظارات دولت
- تعیین تکلیف بحث خلق پول از منظر اسلامی
- وجود هماهنگی میان متغیرهای پولی و متغیرهای حوزه اقتصاد بین‌الملل همچون نرخ ارز

[Downloaded from mieaoi.ir on 2024-04-20]

منابع

۱. سازمان بورس اوراق بهادار(مرکز پژوهش، توسعه و مطالعات اسلامی)، مروری برانتشار انواع صکوک در بازارهای بین‌المللی مالی اسلامی و مقایسه آن با بازار سرمایه ایران، خرداد ۱۳۹۶.

۲. عابدی، اکرم، مروری بر بازار بدهی در ایران و جهان اتاق بازرگانی، صنایع، معادن و کشاورزی تهران، معاونت بررسی‌های اقتصادی،۱۳۹۴.

۳. مزینی امیرحسین، آسیب‌شناسی مبانی نظری سرمایه‌گذاری از منظر اسلامی و کاربرد سیاستی آن در ایران، دهمین همایش دوسالانه اقتصاد اسلامی«اقتصاد اسلامی و چالش‌های اصلی اقتصاد ایران : توسعه، عدالت و اشتغال»، ۱۳۹۶.

۴. مزینی امیرحسین، ارزیابی اقتصادی طرح‌ها (اقتصاد مهندسی)، انتشارات سمت، تهران، ۱۳۹۴.

۵. مزینی امیرحسین، امکان سنجی انتشار اوراق صکوک در اقتصاد ایران، انتشارات پژوهشکده اقتصاد دانشگاه تربیت مدرس، پاییز۱۳۸۹.

۶. خبرگزاری تسنیم، پایگاه خبری دیوان اقتصاد، ۱۳۹۶/۶/۳۱.

۷. بانک مرکزی ج.ا. ایران- شاخص تولید کارگاه‌های بزرگ صنعتی کشور- نه ماهه اول سال۱۳۹۶

8. Sukuk Report, A comprehensive study of the Global Sukuk Market, 3rd Edition , International Islamic Financial Market (IIFM), 2013.
9. Chand, S. 7 New Theories of Investment Are Explained Below, http://yourarticlelibrary.com.
10. Mirakhor,A , Cost of Capital and Investment in a Non-Interest Economy, Islamic Economic Studies, Vol. 4, No. 1, 1996
11. Choudhry, Nurun N. and Abbas Mirakhor (1996), "Indirect Instruments of Monetary Control in an Islamic Financial System", International Seminar on Mechanism and Development of Islamic Financial Instruments, Islamic Development Bank, Dhaka, Bangladesh, 1996.
12. International Islamic Financial Market (IIFM), Sukuk Report, A Comprehensive Study of the Global Sukuk Market, 6th. ed. 2017.
13. Thomson Reuters, Sukuk Perceptions Forecast Study, 2017.
14. Thomson Reuters, State of the Global Islamic Economy Report, 2016/17.
15. www.cbi.ir

[Downloaded from mieaoi.ir on 2024-04-20]