

صکوک، سیستم بانکی و بازارهای مالی: رقیب یا مکمل یکدیگر؟

احسان منصوری^۱

تاریخ پذیرش: ۱۳۹۹/۰۳/۳۱

تاریخ دریافت: ۱۳۹۹/۰۲/۱۷

چکیده

در این مقاله با به‌کارگیری روش تخمین گشتاورهای تعمیم‌یافته^۲ و با استفاده از مجموعه‌ی داده‌های پانلی ۱۱ کشور از سال ۱۹۹۵ تا ۲۰۱۵، اثرات توسعه‌ی مالی بر روی بازارهای صکوک مورد مطالعه قرار گرفته است. یافته‌های این پژوهش نشان داد که صکوک و وام بانکی، جایگزین یکدیگر هستند. در اقتصادی که بانک‌ها نقشی کلیدی در تأمین اعتبار بخش خصوصی دارند، صکوک، کمتر مورد توجه قرار می‌گیرد. همچنین شواهد نشان می‌دهد که صکوک مکمل اوراق قرضه و بورس است. صکوک، بیشتر در اقتصاد بازار-محور ارزش و اهمیت دارد. در نهایت، این مقاله نشان می‌دهد که بحران مالی جهانی سال ۲۰۰۸، تأثیر مثبتی بر گسترش بازارهای صکوک داشته است.

کلمات کلیدی: صکوک، توسعه‌ی مالی، بحران، سیستم بانکی

طبقه‌بندی JEL: G29, G21, G10, C33

e-mansouri@araku.ac.ir

^۱ استادیار مهندسی صنایع دانشکده فنی و مهندسی، دانشگاه اراک

^۲ Generalized Method of Moments (GMM)

مقدمه

اوراق بهادار صکوک، نمونه‌های اسلامی اوراق قرضه‌ی مرسوم هستند که دو تفاوت اصلی در آنها دیده می‌شود. اول اینکه با قوانین اسلام و شرع، کاملاً سازگار بوده و به جای پرداخت بهره، سود (منفعت) پرداخت می‌کنند. دومین تفاوت صکوک در این است که شامل مالکیت در دارایی واقعی می‌شوند. جنبه‌ی تسهیم ریسک و ساختار قرارداد بلندمدت صکوک، موجب اعمال نظارت سخت‌گیرانه بر روی بستر پرداخت و دریافت وام شده است. استفاده از اوراق بهادار صکوک، اطمینان ایجاد می‌کند که اعطای تسهیلات به وام‌گیرندگان معتبر صورت گرفته است لذا مشکلات مؤسسات مالی را کاهش می‌دهد (Halim et al., 2016; Ebrahim et al., 2016). مینات و ذوالکارنینی^۱ در سال ۲۰۱۷ خاطر نشان کردند که در میان وام‌دهندگان به شیوه‌ی اسلامی، استفاده‌ی گسترده از تأمین مالی اسلامی، برای بنگاه‌های کم درآمد، به دلیل هزینه‌ها و مشکلات مرتبط با انتخاب غلط، سودآوری بیشتری دارد.

اوراق قرضه‌ی مرسوم، قراردادهای خالص بدهی یا ادعاهای مالی در پروژه‌های مبهم هستند به طوری که دارایی‌های مرتبط با آنها از دیدگاه اقتصادی ارزش واقعی ندارند. براین اساس بسیاری از ابزارهای ساختارمند اعتباری، «تعقیب کاغذی^۲» با نقدینگی بسیار بالا هستند و موجب رونق گرفتن بیش از حد بازارهای مالی در شرایط بحران خواهند شد (Kayed & Hassan, 2011).

این تفاوت چشم‌گیر بین ابزارهای تأمین مالی مرسوم و اسلامی، موجب شده است که عملکرد تأمین مالی اسلامی در دوران بحران مالی جهانی سال ۲۰۰۸ و پس از آن به نسبت بهتر باشد (Hassan and Dridi, 2010). به‌طور خاص، بازار صکوک، رشد فزاینده‌ای با میانگین ۲۷ درصد در سال را در دو دهه‌ی گذشته تجربه کرده است (Alzharani and Megginson, 2017). تا سال ۲۰۱۶، شرکت‌های برجسته و پیش‌تاز در زمینه‌ی صکوک، ۳۱۸/۵ میلیارد دلار به‌دست آورده‌اند. درحالی‌که بحران ۲۰۰۸، ممکن است نقشی کلیدی را در این زمینه بازی کرده باشد اما توسعه‌ی سیستم مالی داخلی، اهمیت محوری داشته است. علاوه بر این بازار اعتباری چه بانک محور باشد و چه بازار محور، لازم است که بر پایه‌ی صکوک پایه‌گذاری شود. به‌منظور موشکافی عوامل مؤثر بر بازار صکوک، این مقاله دو سؤال مهم را مدنظر قرار داده است:

- ۱- چگونه حوزه‌ی بانکی، بازار صکوک را تحت تأثیر قرار می‌دهد؟
- ۲- چگونه بازار اوراق قرضه و بازار بورس، توسعه‌ی صکوک را تحت تأثیر قرار می‌دهد؟

^۱ Minhat and Dzol Karnaini

^۲ paper chasing

به اعتقاد ما، این مقاله، اولین مطالعه‌ی جامع در خصوص تأثیر توسعه‌ی مالی یک کشور بر موضوع صکوک است که شامل اثر سیستم بانکی، بازار اوراق قرضه و بازار بورس می‌شود. مرور ادبیات نشان می‌دهد که مقاله‌ی سماوی و خواجه^۱ در سال ۲۰۱۷، تنها مطالعه در خصوص عوامل تعیین‌کننده‌ی گسترش بازار صکوک با استفاده از چارچوب داده‌های پانلی است. با این حال آنها نتوانستند در زمینه‌ی بررسی تأثیر سیستم بانکی و گسترش بازار بورس بر روی بازار صکوک، موفقیت‌چندانی به‌دست آورند. نوآوری این مقاله بر مبنای آزمون فرضیه‌های زیر به اثبات خواهد رسید:

فرضیه‌ی اول (H1): صکوک و وام بانکی جایگزین یکدیگر هستند.

هرچند که وجود یک سیستم بانکی توسعه‌یافته می‌تواند مکملی برای گسترش نقدینگی و بازار عمیق صکوک باشد چرا که بانک‌ها می‌توانند به‌عنوان واسط و بازارساز در آنجا عمل کنند اما در عوض یک سیستم بانکی پیچیده، بیشتر شبیه به مانعی بر سر راه صکوک خواهد بود. بنابراین بانک‌ها نقش قابل‌توجه و تأثیرگذاری در کشورهای مورد ما مطالعه بازی می‌کنند و ما انتظار داریم وام بانکی با صکوک قابل‌جایابی باشد.

فرضیه‌ی دوم (H2): صکوک مکملی برای اوراق قرضه و بازار بورس است.

اگر چه اوراق قرضه‌ی مرسوم می‌تواند با صکوک رقابت کند و مانع گسترش آن شود اما از طرفی می‌تواند زیرساختی برای صکوک و تجارت آن فراهم آورد. علاوه بر این، متفاوت بودن بازار اوراق قرضه، می‌تواند موجب شتاب‌دهی در گسترش بازار صکوک شود. براین اساس ما انتظار داریم اوراق قرضه مکملی برای صکوک باشد.

همچنین عملکرد مناسب بازار بورس، می‌تواند موجب کاهش نامتقارن بودن اطلاعات و افزایش عملکرد شرکت‌ها در کاهش هزینه‌های سهام خارجی و اعلام بدهی شود (Demirgüç-Kunt & Maksimovic, 1996). علاوه بر این، دستیابی به دانش تجارت اوراق بهادار بازار می‌تواند موجب رشد صکوک شود. بنابراین ما حدس می‌زنیم که گسترش اوراق قرضه و بازار بورس موجب گسترش بازار صکوک خواهد شد.

۱. نمونه و متدولوژی

۱-۱. نمونه

در این مقاله تأثیر توسعه‌ی مالی بر صکوک با استفاده از مجموعه‌ی داده‌های پانلی ۱۱ کشور از سال ۱۹۹۵ تا ۲۰۱۵ مورد بررسی قرار گرفته است. برای اطمینان از بُعد سری زمانی برای داده‌ها،

¹ Smaoui and Khawaja

کشورهایی با مشاهده‌ی کمتر از سه سال حذف شده‌اند. توصیف متغیرها و نشانه‌های مورد انتظار آنها در جدول ۱ آمده است.

جدول ۱. توصیف متغیرها

علامت مورد انتظار	سنجه	توصیف متغیر
-	سرمایه‌گذاری سالیانه بازار صکوک به GDP	متغیر وابسته: گسترش بازار صکوک
+	GDP به‌عنوان برابری قدرت خرید (PPP)	اندازه‌ی اقتصاد
+	نسبت واردات و صادرات به GDP	باز بودن تجارت
+	عدد ۱ برای سازگار بودن و ۰ برای ناسازگاری	ترکیب قوانین عمومی و قوانین شرعی
-	میزان اعتبار بخش خصوصی به GDP	اندازه‌ی سیستم بانکی
+	درصد دارایی‌های بانکی که توسط سه بانک بزرگ تجاری به تملک در آمده است	تمرکز بانکداری
+	میزان سرمایه‌گذاری اوراق قرضه به GDP	گسترش بازار اوراق قرضه
+	میزان سرمایه‌گذاری بازار بورس به GDP	گسترش بازار بورس
+	مقدار ۱ برای شروع در سال ۲۰۰۸	بحران

۲-۱. متدولوژی

به‌منظور برآورد مدل پویای پانلی، از سیستم تخمین گشتاورهای تعمیم‌یافته‌ی بلوندل و باند (۱۹۹۸)، استفاده شده که در آن، رگرسیون در تفاضل مرتبه اول و در سطح، درون یک سیستم ترکیب شده‌اند. شایان ذکر است برآورد کننده GMM نسبت به نمونه‌های با اندازه‌ی کوچک، ناریب است (Blundell and Bond, 1998). برای کاهش این مشکل، در این مقاله از روش کالدرون^۱ و همکاران (۲۰۰۰) استفاده شده است که در آن اندازه‌ی ماتریس داده‌ها کاهش داده می‌شود. به‌علاوه از روش تصحیح واریانس‌های تخمینی اندازه‌های کوچک که توسط ویندمایر^۲ در سال ۲۰۰۵ ارائه شده، استفاده شده است.

^۱ Calderon

^۲ Windmeijer

۲. نتایج تجربی

جدول ۲ آمار توصیفی متغیرهای مهم را به تصویر کشیده است.

جدول ۲. آمار توصیفی

متغیر	تعداد	میانگین	انحراف معیار	حداقل	حداکثر
گسترش بازار صکوک	۲۲۶	۰/۷	۲/۱۸۳	۰	۱۸/۱۷۴
اندازه‌ی اقتصاد (میلیارد دلار)	۲۲۶	۵/۰۷۵	۵/۶۹۶	۰/۱۵۴	۲۶/۷۴۸
باز بودن تجارت	۲۳۰	۱۱۱/۵۲۷	۹۲/۳۸۴	۲۷/۶۰۴	۴۳۹/۶۵۶
ترکیب قوانین عمومی و شرعی	۲۳۱	۰/۵۴۵	۰/۴۹۹	۰	۱
اندازه‌ی سیستم بانکی	۲۲۴	۴۵/۴۵۰	۳۶/۴۴۸	۳/۰۱۴	۱۵۴/۸۹۲
تمرکز بانکداری	۲۲۰	۵۸/۳۷۲	۳۴/۹۵۰	۰	۱۰۰
گسترش بازار اوراق قرضه	۲۲۰	۲۲/۲۶۱	۲۸/۳۲۳	۰	۱۱۱/۲۷۴
گسترش بازار بورس	۱۲۸	۸۷/۸۴۲	۷۲/۶۸۷	۶/۷۸۱	۳۰۳/۵۶۸

جدول ۳ نشان می‌دهد که ضریب اندازه‌ی سیستم بانکی منفی است و در سطح ۹۵ درصد معنی‌دار است. براین اساس هرچه نقش بانک‌های بزرگ در اقتصاد بیشتر می‌شود، استفاده از صکوک کمتر می‌شود. بنابراین طبق فرضیه‌ی اول (H1)، حوزه‌ی بانکداری و صکوک قابلیت جابجایی دارند. این نتیجه با بررسی نمونه‌هایی مانند کشورهای GCC و مالزی که در آنها بانک نقش محوری را بازی می‌کند مورد تأیید قرار گرفت.

ستون دوم جدول ۳، کنترل‌هایی برای اثر بحران جهانی سال ۲۰۰۸ است. زمانی که متغیر بحران به ستون اول رگرسیون اضافه شده است، ضریب متغیر بحران با اطمینان ۱۰۰ درصد، مثبت شده است. این نتیجه تأیید می‌کند که پس از بحران سال ۲۰۰۸، ابزارهای تأمین مالی اسلامی به دلیل کنترل و انتخاب بهتر وام‌گیرندگان، محبوبیت بیشتری کسب کرده‌اند.

جدول ۳. تجزیه و تحلیل چند متغیره

متغیرهای توضیحی	(۱)	(۲)	(۳)	(۴)	(۵)	(۶)
متغیر وابسته با وقفه	۰/۸۱۰ (۰/۰۰۰)	۰/۷۱۸ (۰/۰۰۰)	۰/۷۱۵ (۰/۰۰۰)	۰/۴۹۴ (۰/۰۰۰)	۰/۴۶۱ (۰/۰۱۵)	۰/۳۴۸ (۰/۰۱۶)
اندازه‌ی اقتصاد (میلیارد دلار)	۱/۳۰۲ (۰/۰۳۳)	۰/۴۸۵ (۰/۰۰۹)	۱/۴۹۳ (۰/۰۰۸)	۰/۷۲۰ (۰/۰۰۱)	۰/۳۳۱ (۰/۰۸۵)	۰/۶۰۷ (۰/۰۳۸)
باز بودن تجارت	۰/۰۷۹ (۰/۰۰۲)	۰/۰۳۶ (۰/۰۰۱)	۰/۰۸۸ (۰/۰۰۵)	۰/۰۲۸ (۰/۰۰۵)	۰/۰۰۵ (۰/۰۲۸)	۰/۰۱۰ (۰/۰۳۱)
ترکیب قوانین عمومی و شرع	۱۲/۷۰ (۰/۰۲۷)	۳/۹۶۷ (۰/۰۳۶)	۱۳/۵۶ (۰/۰۰۴)	۶/۲۱۸ (۰/۰۰۰)	۳/۵۲۸ (۰/۰۰۵)	۵/۲۱۸ (۰/۰۴۱)
اندازه‌ی سیستم بانکداری	-۰/۱۲۱ (۰/۰۲۰)	-۰/۰۸۸ (۰/۰۰۰)	-۰/۱۲۹ (۰/۰۹۸)	-۰/۰۳۶ (۰/۰۳۴)		
بحران		۵/۳۲۵ (۰/۰۰۰)		۲/۶۸۴ (۰/۰۰۰)		
تمرکز بانکداری			-۰/۰۸۲ (۰/۰۳۳)	۰/۰۰۵ (۰/۰۶۴)		
گسترش بازار اوراق قرضه					۰/۰۲۹ (۰/۰۳۲)	
گسترش بازار بورس						۰/۰۱۷ (۰/۰۰۰)
مقادیر ثابت	-۱۸/۰۱ (۰/۰۱۵)	-۷/۱۴۴ (۰/۰۱۲)	-۱۵/۰۱ (۰/۰۱۴)	-۹/۶۶۳ (۰/۰۰۰)	-۴/۰۳۱ (۰/۰۰۸)	-۹/۰۹۳ (۰/۰۵۷)
آزمون هانسن (Hansen)	۰/۵۹۸	۰/۹۱۵	۱/۰۰۰	۱/۰۰۰	۰/۹۲۲	۰/۹۸۸
آزمون AR2	۰/۰۶۴	۰/۰۶۵	۰/۱۴۵	۰/۰۹۰	۰/۵۰۰	۰/۹۱۵
تعداد مشاهدات	۲۰۸	۲۰۴	۲۰۰	۲۰۰	۲۰۴	۱۲۲

در ستون ۳، تأثیر ساختار حوزه‌ی بانکداری از طریق اندازه‌گیری تمرکز بانکداری و اندازه‌ی حوزه‌ی بانکداری مورد بررسی قرار گرفته است. متغیر دوم علامت منفی خود را حفظ کرد و اثر آن معنی‌دار است. جالب اینکه متغیر تمرکز نیز علامت منفی داشته و اثر آن بر روی گسترش بازار

صکوک معنی‌دار است. بنابراین هرچه در یک اقتصاد تمرکز بانکداری بیشتر باشد، توجه به صکوک کمتر خواهد شد. در یک ساختار انحصار چندجانبه (الیگوپولیستی)، بانک‌ها علاقه‌مند هستند که روابط نزدیک بلندمدت خود را با مشتریان‌شان حفظ کنند تا از آن طریق بتوانند محصولات و خدمات مالی جذاب خود را پیشنهاد دهند. این روابط نزدیک، هزینه‌هایی که ارتباط وام‌دهندگان و وام‌گیرندگان را کاهش داده و نیاز به سایر گزینه‌های مالی از جمله صکوک را محدود می‌کند.

زمانی که متغیر بحران در ستون ۴ اضافه شد، اثر متغیر تمرکز از حالت معنی‌دار خارج شد درحالی‌که علامت حوزه‌ی بانکداری منفی و اثر آن معنی‌دار بود. این عامل نشان می‌دهد که اندازه‌ی بخش بانکداری بسیار مهم‌تر از ساختار متمرکز بانک‌ها در ارتباط با بازار صکوک است.

در ستون ۵ و ۶ جدول ۳، اثر گسترش بازار اوراق قرضه و گسترش بازار بورس بر روی صکوک مورد بررسی قرار گرفته است. ضریب هر دو متغیر مثبت بوده و به شدت معنی‌دار است (اطمینان ۱۰۰ درصد) به طوری که فرضیه‌ی دوم را تایید می‌کند (H2). این نتیجه بیان می‌کند درحالی‌که صکوک رقیبی برای حوزه‌ی بانکداری است اما مکملی برای بازار اوراق قرضه و بورس است.

همچنین جدول ۳ اثر عوامل تعیین‌کننده‌ی ساختار بازار صکوک را با توجه به مطالعه‌ی سماوی و خواجه (۲۰۱۷) تحت نظر دارد. خاطر نشان می‌شود که تأخیر صکوک بر روی تمامی مشخصه‌های مدل پویا مثبت و معنی‌دار است. اندازه‌ی اقتصاد نیز در تمام مشخصات اثر مثبت و معنی‌داری دارد. به نظر می‌رسد کشورهای بزرگ از اندازه‌ی اقتصاد در زمانی که بازار صکوک گسترش می‌یابد منفعت می‌برند. باز بودن تجارت نیز به جز یک مورد، در تمام مشخصه‌ها مثبت و معنی‌دار است که نشان می‌دهد شرکت‌ها در اقتصاد آزاد، برای حفظ خود در بازار رقابت نیازمند سرمایه‌گذاری بیشتر هستند. در نهایت متغیر ترکیب قوانین در تمام مشخصه‌ها مثبت و معنی‌دار است. همان‌طور که انتظار می‌رفت، هرچه یک کشور در رعایت قوانین شرعی قوی‌تر عمل می‌کند به همان نسبت موضوع صکوک اهمیت بیشتری پیدا می‌کند.

۳. نتیجه‌گیری

با اعمال محدودیت‌های سخت‌گیرانه بر روی وام‌های بلندمدت بانک بر مبنای چارچوب قانونی بازل ۳ و گسترش سرمایه‌گذاری‌های مسئولانه‌ی سبز و اجتماعی، مطمئناً بازار صکوک در آینده‌ی نزدیک، فرصت‌های بسیار زیادی برای گسترش در پیش خواهد داشت هرچند که با چالش‌هایی نیز مواجه خواهد بود. این مقاله عوامل ساختاری مهم مورد نیاز در این گسترش را روشن می‌کند. نتایج به‌دست آمده در این پژوهش، با تأکید بیان می‌کند که گسترش بازار صکوک به محیط پیرامون آن وابسته است و تحت تأثیر بازار اعتباری (بازار محور یا بانک محور) قرار دارد. همچنین نتایج نشان

داد حوزه‌ی بانکداری با توسعه‌یافتگی خوب، مانعی برای گسترش بازار صکوک است. به عبارت دیگر بازارهایی که از توسعه‌یافتگی خوبی در زمینه‌ی اوراق قرضه و بورس برخوردار هستند، گسترش صکوک را تسهیل می‌بخشند.

این مقاله همچنین نشان داد که بحران مالی جهانی سال ۲۰۰۸، یک کاتالیزور و یک محرک برای صکوک بود و نیز تأمین مالی اسلامی توانست به‌طور کلی در برابر رکود اقتصادی مقاومت کرده و نسبت به ابزارهای مرسوم عملکرد مناسبی داشته باشد.

منابع

1. Alzahrani, M., and Megginson, W.L., 2017. Finance as Worship: A Survey of Islamic Finance Research. CEIF Discussion Paper (4/2017). Available at SSRN: <https://ssrn.com/abstract=2967619>.
 2. Arellano, M., and Bond, S., 1991. Some tests of specification for panel data: Monte Carlo evidence and an application to employment equations. *The Review of Economic Studies* 58(2), 277-297.
 3. Blundell, R., and Bond, S., 1998. Initial conditions and moment restrictions in dynamic panel data models. *Journal of Econometrics* 87(1), 115-143.
 4. Calderon, C., Chong, A., & Loayza, N., 2000. Determinants of current account deficits in developing countries. World Bank Research Policy Working Paper, 2398.
 5. Demirgüç-Kunt, A. and Maksimovic, V., 1996. Stock market development and firm financing choices. *World Bank Economic Review* 10 (2), 341-369.
 6. Ebrahim, M.S., Jaafar, A., Omar, F.A., Salleh, M.O., 2016. Can Islamic injunctions indemnify the structural flaws of securitized debt? *Journal of Corporate Finance* 37, 271-286.
 7. Halim, Z.A., How, J. and Verhoeven, P., 2016. Agency costs and corporate Sukuk issuance. *Pacific-Basin Finance Journal* 47, 83-95.
 8. Hansen, L. P., 1982. Large sample properties of generalized method of moment's estimators. *Econometrica* 50(4), 1029-1054.
 9. Hasan, M. and Dridi, J., 2010. The effects of global crisis on Islamic and conventional banks: a comparative study. International Monetary Fund working paper No. 10/201, International Monetary Fund, New York, NY. Islamic Finance Services Board Stability Report, 2017. Available at <http://www.ifsb.org/docs/IFSB%20IFSI%20Stability%20Report%202017.pdf>
 10. Kayed, R.N. and Hassan, M.K., 2011. The global financial crisis and Islamic finance. *Thunderbird International Business Review* 53(5), 551-564.
 11. Minhat, M. and Dzolkarnaini, N., 2017. Which firms use Islamic financing? *Economics Letters* 150(C), 15-17.
 12. Smaoui, H. and Khawaja, M., 2017. The Determinants of Sukuk Market Development. *Emerging Markets Finance and Trade* 53, 1501-1518.
- Windmeijer, F., 2005. A finite sample correction for the variance of linear efficient two-step GMM estimators. *Journal of Econometrics* 126(1), 25-51.

