فصلنامه علمی اقتصاد و بانکداری اسلامی، شماره بیست و نهم، زمستان ۱۳۹۸- صفحات ۱۰۲-۷۹

تأثیر صکوک بر رشد اقتصادی در کشورهای خاورمیانه

آرش نجف‌پور[۱]
حامد فاضلی[۲]
محمد پوراسمعیل[۳]

تاریخ دریافت: ۱۳۹۷/۱۰/۲۴ تاریخ پذیرش: ۱۳۹۸/۱۰/۱۴

چکیده

ایجاد و توسعه روزافزون بنگاه‌های اقتصادی نیازمند تأمین مالی قابل ملاحظه‌ای است که مدیران با استفاده از منابع به‌دست آمده از بازارهای بین‌المللی و داخلی برای بقا و رشد سازمان خود تلاش می‌کنند. یکی از نوآوری‌های اخیر در عرصه بحث‌های پولی و مالی اسلامی، انتشار انواع اوراق بهادار اسلامی به اسم صکوک است. هدف اصلی، بررسی و شناسایی محرک ایجاد مخرب‌ترین بحران مالی قرن و در نتیجه ایجاد یک سیستم مالی باثبات‌تر و فراگیر در جهت توسعه و رشد اقتصادی بازارها است. از آنجا که صکوک ابزاری جدید برای تأمین مالی اسلامی می‌باشد که با فقه و شریعت اسلام سازگار می‌باشد که بسیاری از کشورهای اسلامی و غیراسلامی از آن استفاده می‌کنند. در پژوهش حاضر به بررسی تأثیر صکوک بر رشد اقتصادی در کشورهای منتخب پرداخته شده است. برای این منظور از صکوک که ابزار جدید مالی اسلامی می‌باشد و داده‌های آماری سال‌های ۲۰۰۹ - ۲۰۱۵ و روش اقتصاد سنجی داده‌های تابلویی استفاده شده است. نتایج برآورد الگو نشان می‌دهد، که صکوک تأثیر مثبت و معنادار بر رشد اقتصادی در کشورهای مورد مطالعه دارد.

واژگان کلیدی: صکوک، رشد اقتصادی، مالی اسلامی، تأمین مالی، داده‌های تابلویی
طبقه‌بندی JEL: G14; G15; C23

---

۱. دانش آموخته رشته مدیریت بازرگانی کارشناسی ارشد مؤسسه آموزش عالی غیرانتفاعی راه دانش بابل (نویسنده مسئول) vaporarash@yahoo.com
۲. استادیار گروه مدیریت دانشگاه پیام نور Fazeli2233@gmail.com
۳. کارشناسی‌ارشد ام بی ای گرایش بازاریابی، مؤسسه آموزش عالی غیرانتفاعی نور طوبی Mo.poor@yahoo.com

[Downloaded from mieaoi.ir on 2026-11-09]

مقدمه

تأمین مالی در حقیقت به مجموعه فرآیندهایی اتلاق می‌شود که جهت تأمین مالی و سرمایه مورد نیاز برای انجام فعالیت‌های تجاری، خرید و یا سرمایه‌گذاری انجام می‌شود روش‌ها متفاوتی برای تأمین مالی فعالیت‌های تجاری وجود دارد که بانک‌ها و مؤسسات مالی مختلف می‌توانند از آن‌ها برای تأمین مالی شرکت‌ها استفاده نمایند. یکی از پیش شرط‌های اساسی موفقیت در کسب و کار، دسترسی به منابع مالی کافی، مدیریت صحیح منابع مالی و استفاده بهینه از آن‌ها است. روش‌های تأمین مالی به دو نوع کلی مبتنی بر بدهی و مبتنی برسرمایه تقسیم می‌شود برای تأمین مالی، شناخت دقیق منابع و ویژگی‌های حاکم بر آنها و همچنین شناخت مصارف مالی مورد نیاز، ضرورت دارد. تأمین مالی مبتنی بر بدهی، به معنای اخذ وام از یک منبع خارج از شرکت و با موافقت صاحبان شرکت است، با این امید که پس از استحصال این منابع و انجام فعالیت مورد نظر، سود حاصل پیش از مقداری باشد که باید به‌عنوان بهره به وام‌دهندگان بازگردانده شود. از سوی دیگر، تأمین مالی مبتنی بر سرمایه، مستلزم واگذاری قسمتی از سود در مقابل دریافت سرمایه می‌باشد. درواقع در این روش، با استفاده از آورده‌ی نقدی و غیرنقدی سهام‌داران و افزودن بر حجم حقوق صاحبان سهام در شرکت و یا پروژه، سرمایه‌ی مورد نیاز تأمین می‌شود. آورده‌ی سهام‌داران در پیشبرد فعالیت‌های پروژه مصرف و سود حاصل نیز تماماً و در آینده، بین سهام‌داران توزیع می‌گردد. از انواع روش‌های تأمین مالی مبتنی بر بدهی می‌توان به روش‌های زیر اشاره کرد:

۱: انواع اوراق مشارکت

۲: تسهیلات بانکی

۳: انواع صکوک

۴: صندوق‌های تخصصی

۵: گواهی سپرده

روش‌های تأمین مالی مبتنی بر سرمایه نیز شامل انتشار انواع سهام (عادی و ممتاز)و افزایش سرمایه و سهام پروژه می‌شود. به‌علاوه روش‌های ترکیبی مختلفی نیز برای تأمین مالی وجود دارد که عبارتند از، انتشار اوراق مشارکت قابل تبدیل و صکوک قابل تبدیل و تأمین مالی ساختار یافته از جمله انتشار مشارکت رهن (MBS) و انتشار اوراق بهادار به پشتوانه دارایی‌ها (ABS). که در این مقاله بر انواع صکوک تکیه شده است. صکوک (ابزارهای مالی اسلامی) یکی از تحولات مهم بازار سرمایه در دنیا و به‌ویژه در کشورهای اسلامی به شمار می‌روند و طراحی و عرضه آن‌ها از رشد چشم‌گیری برخوردار است یکی از کشورهایی که در این زمینه فعالیت‌های زیادی داشته، کشور مالزی است. بازار اوراق بهادار اسلامی در مالزی همچنان در حال توسعه عناصر نوآورانه از زمان آغاز

[Downloaded from mieaoi.ir on 2026-11-09]

به کار خود در اوایل دهه ۸۰ میلادی است. دهه‌ای که در آن کشور مالزی در قالب طرحی تفصیلی تصمیم گرفت تا سال ۲۰۲۰ میلادی، بانکداری اسلامی را از مرحله ایده نظری به یک سیستم تکامل یافته و پیش‌رو در سطح بین‌الملل تبدیل کند.

اصطلاح صکوک برگرفته از واژه عربی صک به معنای چک، نوشته بدهکار، سفته و قبض بدهی است و به‌طور معمول، به‌عنوان اوراق قرضه اسلامی تعریف می‌شود. در سال‌های اخیر رشد ابزارهای مالی اسلامی که به صکوک شهرت یافته بسیار چشم‌گیر بوده است. صکوک به‌عنوان اوراق بهادار با پشتوانه مالی تعریف می‌شود که باید خود دارای ارزش باشد و نمی‌تواند براساس فعالیت‌های سفته‌بازی و سوداگرانه و در واقع فعالیت‌هایی که بدون خلق ارزش و کار صورت می‌گیرند، سودآوری داشته باشد. اوراق بهادار صکوک منابع مالی را با پشتوانه ترازنامه و دارایی‌های فیزیکی شرکت‌های خاص جذب می‌کنند. بازارهای مالی وظیفه پشتیبانی از بخش واقعی اقتصاد را بر عهده دارند تا شرایط لازم جهت توسعه و رشد پایدار اقتصادی را فراهم نمایند. در تقسیم‌بندی بازارهای مالی می‌توان به دو بازار پول و سرمایه اشاره نمود. در ذیل به تعریف مختصر دو بازار مذکور می‌پردازیم.

بازار پول: بازاری برای دادوستد پول و دیگر دارایی‌های مالی جانشین نزدیک پول است که سررسید کمتر از یکسال دارند.

بازار سرمایه: بازاری است که ابزارهای مالی بلندمدت با سررسید بیش از یکسال در آن مورد معامله قرار می‌گیرید.

سازمآنها، شرکت‌ها و مؤسسات جهت تأسیس، تجهیز و یا گسترش فعالیت‌های خود، نیازمند منابع مالی می‌باشند که در بازارهای مالی متعارف این نیاز از طریق انتشار اوراق قرضه مرتفع می‌گردد. اوراق قرضه مبتی بر قرض با بهره است که از دیدگاه اسلام ربا و حرام بوده، و از این رو نمی‌توان در کشورهای اسلامی از این اوراق جهت تأمین مالی استفاده کرد.

اندیشمندان مسلمان با توجه به اهمیت تأمین مالی شرکت‌ها از روش‌های اسلامی، ابتدا به ایجاد نظام بانکداری اسلامی و سپس به فکر طراحی بازار سرمایه اسلامی افتادند. دراین میان نقش ابزارهای مالی اسلامی یا صُکوک در نظام تأمین مالی اسلامی بسیار برجسته است.

ابزارهای مالی اسلامی (صُکوک)، اوراق بهادار با ارزش مالی یکسان و قابل معامله در بازارهای مالی هستند که بر پایه‌ی یکی از قراردادهای مورد تأیید اسلام طراحی شده‌اند و دارندگان اوراق به صورت مشاع مالک یک یا مجموعه‌ای از دارایی‌ها و منافع حاصل از آنها می‌باشند. که به بیان برخی از آنها می پردازیم:

[Downloaded from mieaoi.ir on 2026-11-09]

اوّل اینکه صکوک بیانگر مالکیت یک دارایی مشخص است درحالی‌که اوراق قرضه فقط حاکی از تعهد بدهی هستند. یعنی رابطه بین صادرکننده و خریدار اوراق قرضه رابطه وام‌دهنده و وام‌گیرنده است که نرخ بهره وام هم ثابت است و این همان رباست.

نکته دوم این است که دارایی موضوع اوراق صکوک از نظر شرعی باید مجاز و صحیح باشد. درحالی‌که در اوراق قرضه دارایی‌هایی که از نظر اسلام پذیرفته نیست نیز می‌تواند پشتوانه اوراق قرار بگیرد.

سوم اینکه اعتبار اوراق قرضه به اعتبار صادرکننده یا ناشر آن وابسته است و با آن سنجیده می‌شود درحالی‌که اعتبار صکوک به ناشر بستگی ندارد بلکه به ارزش دارایی پشتوانه بستگی دارد.

چهارم اینکه فروش صکوک در بازار ثانویه فروش مالکیت یک دارایی است اما فروش اوراق قرضه فروش بدهی است.

پنجمین تفاوت هم این است که در صکوک امکان افزایش اصل دارایی و در نتیجه ارزش خود ورقه صکوک وجود دارد درحالی‌که اصل بدهی در اوراق قرضه قابلیت افزایش ندارد.

در برابر این ۵ تفاوت، وجوه تشابه صکوک و اوراق قرضه هم شامل قابلیت نقدشوندگی در بازار ثانویه، درجه‌بندی اعتباری توسط مؤسسات رتبه‌بندی، قابلیت افزایش اعتبار و تنوع در طراحی و عرضه هستند.

صکوک دارای مزیت‌های متعددی بوده و به عقیده برخی صاحب نظران، این نوع اوراق بهادار اسلامی پل ارتباطی بین دو بازار پول و سرمایه به‌شمار می‌رود. برخی از مزایای انتشار اوراق صکوک را می‌توان در شش مورد بیان کرد.

صکوک نقدینگی بانی را افزایش می‌دهد. از طرف دیگر دارایی‌هایی که نقدینگی پایینی دارند و یا غیرنقد هستند از ترازنامه خارج شده و وجوه نقد جایگزین آن می‌شود. همچنین با اینکه قسمتی از دارایی‌ها از شرکت بانی جدا می‌شود اما با این‌حال باز هم بانی می‌تواند از دارایی‌ها استفاده کند. مزیت چهارم هم این است از آنجا که صکوک با پشتوانه دارایی منتشر می‌شود لذا دارای ریسک کمتر است و هزینه تأمین مالی را نیز کاهش می‌دهد. یک راه دیگر کاهش هزینه تأمین مالی استفاده از افزایش اعتبار است. درحالی مزیت پنجم صکوک کمک به توسعه بازار سرمایه با فراهم کردن امکان تبدیل دارایی‌ها به اوراق بهادار است که چنانچه برای دادوستد این نوع اوراق بازاری ثانویه فراهم شود آنگاه قابلیت نقدشوندگی این اوراق هم افزایش می‌یابد.

بدین منظور تأمین مالی اسلامی به آن دسته از خدمات مالی اشاره دارد که با فقه و شریعت اسلامی سازگار و مواردی نظیر قمار، سفته‌بازی، بهره و ... را ممنوع کرده است. درواقع اساس تأمین مالی اسلامی بر رفتار عادلانه و حفظ قداست قراردادها است. یکی از مهم‌ترین عامل‌های تولید،

[Downloaded from mieaoi.ir on 2026-11-09]

سرمایه است که به صورت‌های مختلفی از جمله نیروی کار، وجوه نقد و وسائل فیزیکی می‌باشد، که برای تهیه آنها حالت‌های گوناگونی وجود دارد که یک نمونه از آنها تأمین مالی اسلامی است. دیوید کامرون نخست وزیر انگلستان در سال ۲۰۱۳ در انجمن اقتصادی جهان اسلام در سخنرانی خود اعلام کرد که او می‌خواست لندن تبدیل به یکی از بزرگ‌ترین مراکز مالی اسلامی در هر نقطه از جهان اسلام تبدیل شود. مالی اسلامی یکی از سریع‌ترین رشدها را در بخش‌های صنعت مالی و نه تنها در خاورمیانه بلکه حتی در کشورهای غیراسلامی نیز داشته است. که یکی از آثار آن، اصول تسهیم ریسک براساس دارایی تأمین مالی به ترویج بهتر مدیریت ریسک توسط مؤسسات مالی و مشتریان می‌باشد (کامر و همکاران، ۲۰۱۵).

۱. سیر تاریخی ابزارهای مالی اسلامی

مدیریت اسلامی موضوعی است که سابقه آن به عصر بعثت و صدر اسلام می‌رسد که در قرآن و احادیث پیامبر (ص) و به‌ویژه در کلمات نورانی حضرت علی(ع) به این موضوع پرداخته شده است که نامه حضرت به موالیان به‌ویژه مالک اشتر سرشار از مباحث مدیریت اسلامی می‌باشد.

علاوه براین، مرکز مالی کویت که در سال ۱۹۷۴ تأسیس گردید به‌عنوان یکی از بانک‌های سرمایه‌گذاری عمده (پیشرو) و مؤسسات مدیریت منابع مالی در خاورمیانه اقدام به ایجاد صندوقی به نام صندوق درآمد اسلامی براساس شریعت و قانون بانکداری بدون ربا نموده است.

بانک اسلامی قطر در تاریخ هشتم ژوئیه سال ۱۹۸۲ به‌عنوان یک شرکت سهامی به منظور ارائه خدمات بانکی مطابق با شریعت اسلامی در چارچوب مقررات بانک مرکزی قطر راه‌اندازی شد. این بانک در جولای سال ۱۹۸۳میلادی، عملیات خود را با یک شعبه آغاز کرد و سال‌های زیادی را به‌عنوان یک بانک خرده‌فروشی فعالیت می‌کرد.

جمهوری اسلامی ایران نیز در سال ۱۹۹۴میلادی مقررات ناظر بر انتشار اوراق مشارکت را تهیه کرد و شهرداری تهران به‌عنوان اولین ناشر اوراق مشارکت در ایران این اوراق را منتشر نمود. اما به دلیل عدم اطلاع محققان مطالعات اسلامی از این ابداع، عده‌ای انتشار آن را به سه سال بعد نسبت می‌دهند (سروش، ۱۳۸۹، ج۱، ص ۱۵).

انتشار موفقیت‌آمیز اوراق بهادار اسلامی در مناطق مختلف جهان باعث شد که این اوراق به یک منبع تأمین مالی جایگزین تبدیل و توسط بسیاری از کشورها و شرکت‌ها استفاده شود (صالح آبادی، ۱۳۸۵، ج۱، ص ۲۹).

[Downloaded from mieaoi.ir on 2026-11-09]

۲. مبانی نظری و پیشینه پژوهش

بیشتر مطالعات انجام شده درخصوص رابطه مالی اسلامی و رشد اقتصادی به‌گونه‌ای است که در تأمین مالی اسلامی، رشد اقتصادی در کنار رشد و توسعه اجتماعی و یا به عبارت دیگر توسعه اقتصادی عدالت محور مدنظر است. درحقیقت مالی اسلامی به‌دلیل اینکه پدیده‌ای نسبتاً جدید در سیستم‌های مالی و بانکی است نیازمند مطالعات تجربی بیشتری است.

۲-۱. مبانی نظری

تأمین مالی از طریق استقراض به‌علت صرفه‌جویی مالیاتی و نرخ پایین‌تر آن در مقایسه با گزینه افزایش سرمایه، راه‌حل مطلوب‌تری برای تأمین مالی محسوب می‌شود. اما آنچه برای اعتباردهندگان درخصوص اعطای وام و اعتبار اهمیت دارد، توان پرداخت اصل و بهره وام و اعتبارات پرداختی توسط وام‌گیرنده می‌باشد. عموماً یکی از راهکارهایی که اعتباردهندگان جهت ارزیابی توان پرداخت اصل و بهره وام به آن توجه می‌کنند، بررسی صورت‌های مالی شرکت‌ها است. در این میان صورت سود و زیان و به‌ویژه رقم سود قبل از بهره از اهمیت خاصی برخوردار است. حال اگر سود، جریانهای نقدی آینده را به‌گونه‌ای دقیق‌تر پیش‌بینی نماید، اعتباردهندگان ریسک کمتری خواهند داشت؛ زیرا می‌توانند ریسک قدرت پرداخت دین را به‌گونه‌ای دقیق‌تر برآورد نمایند. بنابراین اعتباردهندگان، اطلاعات با کیفیت‌تر و به‌ویژه سود با کیفیت را برای ارزیابی توان مالی وام‌گیرندگان مورد توجه قرار می‌دهند. چرا که اگر اطلاعات مالی و به‌ویژه سود گزارش شده از کیفیت مطلوبی برخوردار نبوده و مبنای تصمیم‌گیری آنها در اعطای اعتبار قرار گیرد، منجر به متضرر شدن اعتباردهندگان از طریق اعطای ناصحیح اعتبار می‌گردد. لذا کیفیت سود گزارش شده و عوامل اثرگذار بر آن، از جمله موضوعاتی است که مورد توجه اعتباردهندگان قرار گرفته است. عوامل متعددی می‌تواند بر کیفیت سود اثرگذار باشد که پاره‌ای از این عوامل، ذاتی و غیراختیاری بوده و برخی دیگر اختیاری می‌باشند.

قضیه نامرتبط بودن (بی‌اهمیت بودن) ساختار سرمایه بر عملکرد بیانگر این است که تحت شرایطی ساختار سرمایه تأثیری بر عملکرد بنگاه ندارد. این قضیه تأثیر بسیاری بر تحولات نظری و روند پژوهش‌های مربوط به مالیه شرکتی داشته است. بعد از مقالات مودیلیانی و میلر (۱۹۵۸ و ۱۹۶۳) که برای اولین بار به بیان ارتباط میان ساختار سرمایه و عملکرد بنگاه تحت عنوان قضیه نامرتبط بودن پرداخته‌اند اقتصاددانان حوزه مالی تمایل بسیاری به بررسی رابطه میان اهرم مالی و عملکرد بنگاه از خود نشان داده و به نتایج تجربی مختلفی دست یافته‌اند. داد و ستد میان هزینه‌های نمایندگی مربوط به تأمین مالی از طریق بدهی و سهام (ینسن و مکلینگ، ۱۹۷۶)، اثر مسئولیت محدود بدهی (براندر و لویس،۱۹۸۶) و اثر نظم‌دهی بدهی همگی به تأثیر مثبت اهرم

[Downloaded from mieaoi.ir on 2026-11-09]

مالی بر عملکرد بنگاه اشاره دارند. با این وجود استفاده از ابزارهای بدهی مشکلاتی از جمله عدم استفاده از فرصت‌های سرمایه‌گذاری (میرز، ۱۹۷۷) و واکنش‌های منفی سهامداران نسبت به میزان بدهی‌های بنگاه را به دنبال خواهد داشت که اثر منفی بر عملکرد بنگاه به جا می‌گذارند. در تئوری‌های جدید به همبستگی بالای رشد اقتصادی با نوآوری تأکید شده است که این نوآوری در بازارهای مالی با معرفی ابزارهای جدید تأمین و توسعه مالی و در بخش واقعی اقتصاد با معرفی کالاهای جدید صورت می پذیرد. درواقع، با ورود واسطه‌های مالی در مدل‌های رشد با معرفی ابزارهای جدید تأمین و توسعه مالی اهدافی نظیر کاهش ریسک، افزایش کارایی سرمایه ازطریق تخصیص بهینه منابع و تحرک‌پذیری پس‌انداز مورد توجه قرار می‌گیرند که درنهایت هدف تحقق رشد اقتصادی بلندمدت را برای اقتصاد دنبال می‌نمایند. مطالعات انجام شده درخصوص اثرگذاری توسعه مالی بر رشد اقتصادی در قالب سه دسته کلی تقسیم می‌شوند (حسن و همکاران، ۲۰۱۱).

گروه اول شامل مطالعات اقتصاددانانی از جمله مک کینون (۱۹۷۳)، کینگ و لوین (۱۹۹۳)، لوین و همکاران (۲۰۰۰) می‌شود که معتقد به رابطه علیت از توسعه مالی به رشد اقتصادی می‌باشند، به این معنا که سیاست‌گذاران با توسعه بخش مالی می‌توانند به رشد اقتصادی دست یابند.

گروه دوم از اقتصاددانان مانند شاو (۱۹۵۷)، گلداسمیت (۱۹۵۷) و جانگ (۱۹۸۶) بر این عقیده‌اند که رشد اقتصادی منجر به توسعه مالی می‌شود. بدین ترتیب که رشد اقتصادی تقاضا برای خدمات مالی را در پی دارد که این خدمات منجر به توسعه مالی می‌گردد.

درنهایت، گروه سوم که به رابطه دوسویه رشد اقتصادی و توسعه مالی اعتقاد دارند . پاتریک (۱۹۶۶) معتقد است در مراحل اولیه توسعه اقتصادی، بخش مالی با گسترش و فراهم آوردن سرمایه باعث رشد اقتصادی می‌گردد و در مراحل بعدی که اقتصاد در حال رشد می‌باشد، تقاضا برای خدمات مالی در آن افزایش می‌یابد و منجر به توسعه مالی می‌شود.

بررسی ارتباط میان توسعه مالی و رشد بلندمدت نیز مشخص می‌سازد که سیستم‌های مالی می‌توانند ریسک و هزینه مبادله را در بلندمدت کاهش دهند و به شفاف سازی اطلاعات کمک کنند. از دیگاه نظری، تصمیم‌گیری مدیران پیرامون ترکیب تأمین مالی، تحت تأثیر عوامل گوناگون مانند عوامل سیاسی، اقتصادی و مقررات قانونی قرار دارد، لذا تعیین استراتژی ترکیب تأمین مالی علاوه بر آن که متأثر از برخی از متغیرهای کلان اقتصادی همچون تورم، نرخ بهره، سیاست‌های اعطای تسهیلات در نظام بانکی و مالیات است، تحت تأثیر عواملی چون هزینه تأمین مالی، ریسک مالی و تجاری شرکت‌ها، ترکیب دارایی‌ها همراه با محدودیت‌های قراردادی در جذب منابع از طریق ایجاد بدهی و بازنگری در قوانین بورس و اوراق بهادار قرار دارد. از آنجا که یکی از وظایف اصلی مدیران، حداکثر کردن ثروت سهامداران است، تأثیر روش‌ها و تعیین ترکیب تأمین مالی و نحوه مصرف

[Downloaded from mieaoi.ir on 2026-11-09]

عواید حاصل از این روش‌ها بر بازده آتی سهام، برای آنان از اهمیت به‌سزایی برخوردار است (زنجیردار و ابراهیمی راد، ۱۳۸۸، ج۱، ص ۱۵۷).

بازارهای مالی به سبب نقش اساسی در گردآوری منابع از طریق پس‌اندازهای کوچک و بزرگ موجود در اقتصاد ملی، بهینه‌سازی گردش منابع مالی و هدایت آنها به سوی مصارف و نیازهای سرمایه‌گذاری در بخش‌های مولد اقتصادی، مورد توجه قرار می‌گیرند. اثرات مثبت بازار اوراق بهادار بر توسعه اقتصادی از جمله افزایش انگیزه سرمایه‌گذاری از طریق کاهش ریسک، قیمت‌گذاری ریسک و تسهیل ریسک نقدینگی و تجهیز و بسیج سپرده‌ها و ... آنقدر زیاد و حساس است که برخی اقتصاددانان بر این عقیده‌اند که تفاوت اقتصادهای توسعه‌یافته و توسعه‌نیافته، در تکنولوژی پیشرفته توسعه‌یافته هم وجود ندارد بلکه در وجود بازارهای مالی یک‌پارچه فعال و گسترده است، بازارهایی که کشورهای توسعه‌نیافته از آن محرومند. این مطالعات نشان می‌دهد که سطح توسعه بازارهای مالی به‌ویژه بازار سهام و تأثیری که آنها بر تأمین مالی شرکت‌ها و انتخاب روش تأمین مالی شرکت‌ها دارد، در نهایت تأثیر شگرفی بر رشد اقتصادی به جای می‌گذارد. بازارهای مالی پیشرفته نظیر بازارهای مالی کشورهای پیشرفته صنعتی، حجم قابل ملاحظه‌ای از سرمایه مالی اقتصاد مربوطه را در کنترل دارند. این بازارها انگیزه پس‌انداز کردن و تبدیل پس‌انداز به سرمایه‌گذاری را با هدف تشکیل سرمایه به‌عهده دارند و از این‌رو نقش مهمی در تسریع رشد اقتصادی برعهده می‌گیرند.

تأمین مالی از موضوعاتی است که در بحث راه‌اندازی هر سرمایه‌گذاری جدید مطرح می‌شود. سرمایه مالی سرمایه‌ای است که بانک‌ها در اختیار دارند و صاحبان صنایع آن را به‌کار می‌برند. بحث تأمین مالی به‌خصوص در کشورهای در حال توسعه از اهمیت دو چندانی برخوردار است؛ کشورهای در حال توسعه به منظور پیشرفت در عرصه‌های مختلف اقتصادی نیاز به منابع مالی فراوان دارند. در این کشورها برخی از پروژه‌ها را با تأمین مالی داخلی می‌توان انجام داد اما در پروژه‌های مهم و زیرساختی مورد نیاز کشور که امکان تأمین منابع کامل آن توسط دولت فراهم نیست مانند پروژه‌های نفتی، گازی، پتروشیمی و بسیاری از صنایع دیگر برای توسعه زیر ساخت‌ها برخورداری از منابع خارجی بسیار جدی است. هم‌زمان با گسترش بازارهای مالی اسلامی و در راستای پاسخ‌گویی به تأمین مالی پروژه‌های سرمایه‌گذاری، طیف وسیعی از ابزارهای مالی منطبق با قوانین و مقررات اسلامی نیز طراحی شده که یکی از رایج‌ترین آنها، صکوک (اوراق قرضه اسلامی) نام دارد. اوراق صکوک در جریان تبدیل به اوراق بهادار کردن دارایی ها[1] شکل گرفته است که در آن، یک واسط[2]

1. Asset Securitization
2. Special Purpose Vehicle (SPV)

[Downloaded from mieaoi.ir on 2026-11-09]

دارایی‌هایی را به‌دست آورده و بر مبنای آنها اوراقی را منتشر می‌کند که نشان‌دهنده ذینفع بودن دارندگان اوراق از آن دارایی‌ها است (طاهری، ۱۳۷۹).

در منطقه آسیا نرخ رشد اندوخته‌ها از سایر نقاط جهان بالاتر بوده و پیش‌بینی می‌شود برای سالیان مدید بین ۳۰ تا ۴۰ درصد تولید ناخالص داخلی در این منطقه باقی بماند. بازار صکوک منافع بسیاری برای منتشرکنندگان و خریداران به همراه می‌آورد. صادرکنندگان اوراق از افزایش عظیم نقدینگی در جهان اسلام برخوردار می‌شوند و می‌توانند از منابع استحصالی جدید به نحو بارزی بهره‌مند شوند. درحال حاضر تعداد مؤسسات چندجانبه ای که در جریان انتشار اوراق صکوک برای تأمین مالی پروژه‌های عمرانی هستند رو به فزونی گذاشته و این به آن معناست که مؤسسات دولتی و شرکت‌های خصوصی گوناگون در سرتاسر جهان بازار مبادله اوراق صکوک را منبع جذاب و قابل تأکیدی برای تأمین منابع مورد نیاز خود یافته‌اند و سرمایه‌گذاران نیز بر این اعتقادند که منافع قابل توجهی از رهگذر متنوع سازی این اوراق عاید آنان خواهد شد. تأکید بیشتر این نظریه پذیره‌نویسی ۴۸ درصد از میزان انتشار این اوراق توسط سرمایه‌گذاران سنتی اوراق بهادار در سال ۲۰۰۵ است. همان‌گونه که جاده ابریشم در قرن چهاردهم میلادی مسیر جریان تجارت ادویه بین شرق و غرب را هموار کرد ما اکنون شاهد جاده ابریشم جدیدی هستیم که مسیر جریان منابع مالی در طول مرزهای میان شرق و غرب را با تحکیم همبستگی مالی بین‌المللی تسهیل کرده است. در این راستا بازار سرمایه اسلامی به‌ویژه بازار صکوک نقش مهمی در تحکیم این نزدیکی‌ها و ارتباطات متقابل و درونی ایفا می‌کند. جوهره جاده ابریشم جدید هموارسازی مسیر این جریانات و ارتقای همبستگی بیشتر مالی به نفع جامعه وسیع‌تر جهانی است. جاده ابریشم جدید نه تنها مسیر اتصال آسیا و خاورمیانه خواهد بود بلکه باید اروپا و بقیه جهان را نیز به هم متصل کند. دستاورد دیگر و البته با اهمیت توسعه بازار صکوک گسترش سایر ارکان مهم سیستم مالی اسلامی یعنی بازار پول، بانکداری و بیمه اسلامی است. این ارکان متفاوت به خوبی قادر به پاسخ‌گویی به الزامات مختلف ساختار اقتصادی کشور و جداسازی اهدافی که منابع مالی برای آنها مورد نیاز بوده و همچنین فراهم آوردن منابع مالی بلندمدت برای سرمایه‌گذاری‌های بزرگ و اجرای طرح‌های عمرانی، بهره‌برداری متوازن از منابع مالی و اقتصادی در مجموعه اقتصاد، تنوع ریسک‌ها در سیستم مالی اسلامی و افزایش انعطاف‌پذیری در انجام تعدیلات و پیشرفت‌های آن را در پی خواهد آورد. همچنان که مالزی به‌سوی آزادسازی بیشتر و جهانی شدن بازار سرمایه اسلامی حرکت می‌کند، نقش صنعت مالی در پیشرفت سیستم مالیه اسلامی و رهبری نوآوری، پیشرفت و بازاریابی محصولات و خدمات بازار سرمایه اسلامی به طور روزافزونی مهم جلوه‌گر شده و همین نقش با

[Downloaded from mieaoi.ir on 2026-11-09]

اهمیت در توسعه یک بازار صکوک تأثیرگذار، روان و شفاف سهم و مشارکت غیرقابل تردیدی داشته است.

تفاوت اساسی صکوک با اوراق قرضه مرسوم در بازارهای مالی به شرح ذیل می‌باشد:

۱. صکوک بیانگر مالکیت یک دارایی مشخص است درحالی‌که اوراق قرضه فقط حاکی از تعهد بدهی هستند. یعنی رابطه بین صادرکننده و خریدار اوراق قرضه رابطه وام‌دهنده و وام‌گیرنده است که نرخ بهره وام هم ثابت است و این موجب ربا می‌شود.

۲. دارایی موضوع اوراق صکوک از نظر شرعی باید مجاز و صحیح باشد. درحالی‌که در اوراق قرضه دارایی‌هایی که از نظر اسلام پذیرفته نیست نیز می‌تواند پشتوانه اوراق قرار بگیرد.

۳. اعتبار اوراق قرضه به اعتبار صادرکننده یا ناشر آن وابسته است و با آن سنجیده می‌شود درحالی‌که اعتبار صکوک به ناشر بستگی ندارد بلکه به ارزش دارایی پشتوانه بستگی دارد.

۴. فروش صکوک در بازار ثانویه فروش مالکیت یک دارایی است اما فروش اوراق قرضه فروش بدهی است.

۵. در صکوک امکان افزایش اصل دارایی و در نتیجه ارزش خود ورقه صکوک وجود دارد درحالی‌که اصل بدهی در اوراق قرضه قابلیت افزایش ندارد.

تعداد سرمایه‌گذارانی که با رضایت‌مندی به دنبال سرمایه‌گذاری در صکوک به‌عنوان یک کلاس دارایی هستند در حال افزایش است. به گزارش شرکت مدیریت دارایی مرکزی بازار سرمایه، هنریک رابر، سرپرست جهانی بازارهای سرمایه بانک استاندارد چارترد، گفت: با بهبود بازارهای بدهی طی سال گذشته، بازار اوراق قرضه ۹٪ سالیانه رشد داشت و این درحالی است که فعالین بازار شاهد رشد فزاینده‌تری در بازار صکوک بین‌الملل بودند. از ابتدای معرفی صکوک به بازارهای جهانی در دهه ۱۹۹۰ میلادی، این ابزارها به سرعت در حال رشد می‌باشند به‌طوریکه در کنار انتشار سهام و یا اوراق قرضه، تبدیل به یک بخش اصلی جهت سرمایه‌گذاری و تأمین مالی شده است. قابل توجه است که از سال ۲۰۱۰ تا سال گذشته به‌طور میانگین سالیانه ۳۴ میلیارد دلار صکوک منتشر شده است که با افزایش حجم انتشار طی سال گذشته، رشد سالیانه میانگین حجم صکوک منتشره از سال ۲۰۱۰ تاکنون برابر است با ۱۸ درصد که ۹ برابر رشد میانگین حجم سالیانه اوراق قرضه منتشره در بازار می‌باشد. با اینکه در تابستان ۲۰۱۷ انتشارهای کمی در حوزه صکوک صورت گرفت با این‌حال تا انتهای ماه آگوست ۳۸ میلیارد دلار صکوک منتشر شد و این روند به قوت ادامه یافت و طی ۳ ماه اخیر ۱۱ میلیارد دیگر از این اوراق منتشر شد و حجم صکوک منتشره در سال ۲۰۱۷ تاکنون به مبلغ چشمگیر ۴۹ میلیارد دلار رسید.

[Downloaded from mieaoi.ir on 2026-11-09]

با گذشت زمان، صکوک به‌عنوان یک کلاس دارایی کم کم از یک محصول حاشیه‌ای تبدیل به یکی از محصولات مهم بازارهای سرمایه شد. از آنجایی که تنوع محصولات یکی از ملزومات توسعه بازار می‌باشد، در حوزه صکوک نیز شاید تکامل مداوم ساختارهای سازگار با شریعت بوده‌ایم که انعطاف‌پذیری بیشتری را برای ناشران به ارمغان آورده‌اند. برای مثال، در حال حاضر محصولات صکوک، ساختارهای دیگر بازار سرمایه نظیر: اوراق سرمایه‌ای (در فرمت tir 1 بانک‌ها) و ساختارهای صنعتی برای حوزه ارتباطات را نیز در برمی‌گیرند. از دیگر عوامل رشد بازار صکوک می‌توان به انتشار این محصولات تحت فرمت سرمایه‌گذار پسند ایالات متحده آمریکا (A۱۴۴) اشاره نمود که باعث افزایش ورود سرمایه‌گذاران آمریکایی به این حوزه شد. از ابتدای سال جاری تاکنون، ۴۰ درصد از صکوک منتشره، قابل معامله توسط سرمایه‌گذاران آمریکایی بودند که در مقایسه با ۶ درصد سال ۲۰۱۲ رشد چشم‌گیری به شمار می‌آید و این نشان‌دهنده افزایش رضایت‌مندی سرمایه‌گذاران آمریکایی از ساختارهای مالی اسلامی است. انتشارهای بزرگ و موفق اخیر، همچون صکوک ۹ میلیارد دلاری عربستان سعودی می‌تواند باعث تشویق دیگر ناشرین بشود.

بسیاری از سرمایه‌گذاران اوراق قرضه جهت متنوع‌سازی پرتفوی خود به دنبال صکوک می‌باشند. انتشارهای جدید همچون صکوک عربستان سعودی با استقبال طیف گوناگونی از سرمایه‌گذاران مسلمان و غیرمسلمان هم در بازار اولیه و هم در بازار ثانویه مواجه شد و این موجب تشویق شدن سرمایه‌گذاران بیشتری جهت سرمایه‌گذاری در انواع گوناگون اوراق بدهی مخصوصاً صکوک گردید.

به گفته هنریک رابر، در آینده انتظار می‌رود بازار صکوک در سه حوزه رشد داشته باشد: فرصت‌های تأمین مالی کمربند اقتصادی جاده ابریشم چین، صکوک سبز (سرمایه‌گذاری با مسئولیت اجتماعی) و صکوک داخلی.

اولین صکوک سبز در جهان توسط مالزی در مرداد ماه سال ۱۳۹۶ منتشر شد که بانک جهانی از آن به‌عنوان یک رویداد تاریخی در بازارهای سرمایه جهانی یاد می‌کند. صکوک سبز یا صکوک دوستدار محیط زیست آن دسته از اوراق بهاداری هستند که جهت تأمین مالی پروژه‌هایی در حوزه انرژی‌های تجدیدپذیر و یا دوستدار محیط زیست منتشر می‌شوند. در این اوراق ضرورتی برای سبز بودن دارایی (دارایی دوستدار محیط زیست) مبنای انتشار وجود ندارد؛ یعنی به‌طور مثال بانی می‌تواند دارایی فیزیکی خود را که یک نیروگاه سوخت فسیلی است برای تأمین مالی یک پروژه دوستدار محیط زیست مبنا قرار دهد. صکوک سبز مالزی از مزیت مالیاتی برخوردار است؛ یعنی سود و معامله این اوراق مشمول مالیات کمتری نسبت به دیگر انواع صکوک در این کشور می‌شوند و قابل معامله در بازار ثانوی می‌باشند. در حال حاضر صکوک‌هایی هم که در واحد ارز داخلی

[Downloaded from mieaoi.ir on 2026-11-09]

کشورها منتشر می‌شوند برای سرمایه‌گذاران بین‌المللی قابل خرید و فروش می‌باشند که به‌طبع مزیت تبادل نرخ ارز را نیز به همراه خواهند داشت. علاوه براین، با خوش درخشیدن برخی از ارزهای آسیایی، بسیاری از سرمایه‌گذاران در حال رصد دقیق بازار صکوک می‌باشند.

۲-۲. پیشینه پژوهش

سروش و صادقی (۱۳۸۶) در مقاله‌ای با عنوان مدیریت ریسک اوراق بهادار اجاره (صکوک اجاره) که در دوره زمانی ۲۰۰۷-۱۹۹۹ صورت گرفت جنبه‌های گوناگون صکوک اجاره، به بررسی و شناسایی ریسک‌های گوناگون این ابزار پرداخته شد و برخی از روش‌های پوشش و مدیریت آن نیز معرفی شد و به این نتیجه رسید که در جهان اسلام نیز در سال‌های اخیر با درک نیاز به توسعه بازارها و ابزارهای مبتنی بر شریعت اسلامی، که متناسب با اصول اسلامی باشد، بازارهای مالی اسلامی با سرعت بسیار فراوانی در حال توسعه و تجهیز است. اوراق اجاره یکی از ابزارهای جدید اسلامی بر عقد اجاره مبتنی است که بعد از طراحی و انتشار در برخی از کشورهای عربی در ایران نیز به شیوه جدیدی طراحی و تهیه شده است.

ارجمندی و لشگری (۱۳۹۱) در مقاله ای با عنوان روش‌های تأمین مالی در سیستم اسلامی با تأکید بر صکوک در دوره زمانی ۲۰۰۹-۲۰۰۶ را بررسی نمود، این مقاله به روش توصیفی تحلیلی و با استفاده از تجربه سایر کشورهای اسلامی صکوک را به‌عنوان اوراق بهادار اسلامی معرفی، کاربرد صکوک را در مدیریت ریسک و کنترل نقدینگی بررسی نموده است.

اکبریان و جوکار (۱۳۹۳) به بررسی تأثیر بانکداری اسلامی بر رشد اقتصادی پرداخته اند. کارایی، ثبات، خطرات اخلاقی و کاهش فقر بانک‌های اسلامی را با بانک‌های متعارف مقایسه کردند و به این نتیجه رسیدند که بانکداری اسلامی یک کانال اصلی برای رشد اقتصادی است و بانکداری اسلامی به ثبات اقتصاد کلان برای کشورهای توسعه‌یافته و برای کشورهای در حال توسعه کمک می‌کند.

مرزبان و فراهانی (۱۳۹۴) در پژوهشی تحت عنوان مدل‌سازی تکنولوژی صکوک در صنعت بانکداری ایران که دوره زمانی ۲۰۱۵ – ۲۰۰۴ را بررسی نمود، در این مطالعه بیان شد که سرمایه و نحوه تأمین آن یکی از مباحث مهم اقتصاد مالی است و به این نتیجه رسید که صکوک ابزار قانونی، مقبول و کارا است که امکان به‌کارگیری آن در ایران فراهم است، هرچند احتیاج به فراهم کردن زیرساخت‌هایی دارد.

[Downloaded from mieaoi.ir on 2026-11-09]

مارتین و هیسی[1] (۲۰۰۸) بانک‌های اسلامی و ثبات مالی: تجزیه و تحلیل تجربی، قدرت مالی بانکداری اسلامی در ۱۸ سیستم بانکی به‌طور تجربی ارزیابی شده است. نتایج حاصل از این پژوهش حاکی از این است که سهم بازار بانک‌های اسلامی تأثیر قابل توجهی در قدرت مالی نسبت به بانک‌های دیگر دارد.

تاهیر و دیگران[2] (۲۰۱۱) به ارزیابی کارایی فنی و مدیریتی بانک‌های اسلامی در چهار منطقه آفریقا، آسیای دور و مرکزی، اروپا و خاورمیانه در دوره زمانی ۲۰۰۳ تا ۲۰۰۸ با استفاده از روش ناپارامتری تحلیل پوششی داده‌ها پرداختند. آنها با به‌کارگیری تسهیلات و دارایی‌های درآمدزا به‌عنوان متغییر خروجی و سپرده‌ها و هزینه‌های بالاسری تحت متغییر ورودی دریافتند که بانک‌های اسلامی از نظر مدیریتی ناکارا بوده و استفاده از مجموعه‌ای از آزمون‌های پارامتری و ناپارامتری نشان می‌دهد که تفاوت معناداری در کارایی بانک‌ها از نظر اندازه وجود دارد و بانک‌های بزرگ‌تر نسبت به بانک‌های متوسط از کارایی بیشتری برخوردارند و مناطق مختلف جغرافیایی تأثیری بر کارایی بانک‌ها ندارند.

ابوشاربا و همکاران[3] (۲۰۱۳) عوامل مؤثر بر نسبت کفایت سرمایه را در بانکداری اسلامی در اندونزی طی دوره ۲۰۱۱-۲۰۰۹ با استفاده از رگرسیون خطی و ماتریس همبستگی مورد بررسی قرار داده‌اند. در مقاله آنها متغییرهای بازده دارایی، تأمین مالی بدون بهره‌وری، سهم سپرده‌ها، نقدینگی و بازده عملیاتی به‌عنوان متغییر مستقل در نظر گرفته شده است. نتایج پژوهش آنها نشان می‌دهد که بازده دارایی و نقدینگی و تأمین مالی بدون بهره‌وری اثر مثبت و معناداری بر نسبت کفایت سرمایه دارند و بازده عملیاتی و ساختار سپرده‌ها بر نسبت کفایت سرمایه تأثیری ندارند.

کامر و همکاران (۲۰۱۵) براساس آمارهای موجود کشور انگلستان از سال ۲۰۰۱ تا ۲۰۱۴ صرفاً به تأمین مالی از طریق اوراق صکوک در سطح بین‌المللی پرداخته است. حجم این اوراق حدود ۶۹۰ میلیون دلار گزارش شده و تعداد دفعات مالی از طریق این ابزار ۸ مرتبه گزارش شده است. انگلستان دارای پنج بانک اختصاص داده شده به امور مالی اسلامی، بیش از ۲۰ بانک که محصولات اسلامی ارائه می‌دهد و شرکت‌های قانونی با ۲۵ واحد مالی اسلامی است.

سیلیسی و زیرک[4] (۲۰۱۶) به بررسی بانکداری اسلامی و رشد اقتصادی: تحلیل پنل برای کشورهای سازمان کنفرانس اسلامی پرداخته‌اند. در این مقاله رابطه بین اندازه بانکداری اسلامی، سرمایه‌گذاری اسلامی، سپرده بانکی اسلامی و رشد اقتصادی در کشورهای عضو سازمان همکاری

1. Martin& Hesse
2. Tahir& Partner
3. Abusharba& Partner
4. Zirek& Celebi

[Downloaded from mieaoi.ir on 2026-11-09]

اسلامی را بررسی کرد. در پنل از داده‌های ۱۶ کشور با دوره زمانی ۱۳ سال استفاده شده است. اثرات کنترل همبستگی نشان می‌دهد که متغییرهای بانکداری اسلامی در نرخ رشد تولید ناخالص داخلی واقعی است.

۳. فرضیه ها و سوالات پژوهش

فرضیه‌ها عبارتند از:

۱. صکوک بر رشد اقتصادی کشورهای خاورمیانه تأثیر مثبت و معناداری دارد.

۲. مخارج دولت بر رشد اقتصادی کشورهای خاورمیانه تأثیر مثبت و معناداری دارد.

۳. سرمایه‌گذاری بر رشد اقتصادی کشورهای خاورمیانه تأثیر مثبت و معناداری دارد.

سوالات عبارتند از:

۱. آیا صکوک بر رشد اقتصادی کشورهای خاورمیانه تأثیر دارد؟

۴.روش شناسی پژوهش

پژوهش حاضر، با تلاش در جهت بررسی صکوک بر رشد اقتصادی، از شاخص‌های کلان و جدید صکوک استفاده می‌کند.

روش مورد استفاده در این پژوهش، روش داده‌های تابلویی می‌باشد. این روش یکی از موضوعات کاربردی در اقتصاد سنجی می‌باشد و چندین کشور، بنگاه، خانوار و ... را در طول زمان مورد بررسی و تجزیه و تحلیل قرار می‌دهد.

این مدل‌ها دارای انعطاف‌پذیری بیشتری در تبیین تفاوت‌های رفتار فردی در طول زمان هستند. محققان می‌توانند از داده‌های تابلویی برای مواردی که نمی‌توان فقط به صورت زمانی و یا فقط به صورت مقطعی بررسی کرد، استفاده کنند.

۴-۱. الگوی داده‌های تابلویی

فرم استاندارد داده‌های تابلویی به صورت زیر می‌باشد:

$$Y_{it} = \alpha_i + \beta X_{it} + \varepsilon_{it} \qquad (۱)$$

در رابطه فوق، i نشان دهنده i امین واحد مقطعی، و t نشان‌دهنده t امین دوره زمانی است.

[Downloaded from mieaoi.ir on 2026-11-09]

۴-۲. مزایای استفاده از داده‌های تابلویی

مزیت استفاده از روش تابلویی، افزایش قدرت آماری ضرایب در مقایسه با تجزیه و تحلیل مجزای داده‌های آماری به صورت سری‌های زمانی یا مقطعی است. در این روش، با در نظر گرفتن تغییرات متغیرها در هر مقطع و در هر زمان به صورت مشترک، از تمامی داده‌های در دسترس استفاده می‌شود و بنابراین خطای مشاهدات کمتر می‌شود. هرچند در تجزیه و تحلیل داده‌های مقطعی دامنه آمار گسترده است، اما در روش بررسی داده‌های ترکیبی از اطلاعات به مراتب بیشتری استفاده می‌شود. بنابراین با افزایش دامنه آمار و اطلاعات، درجه آزادی افزایش می‌یابد و برآوردها به مراتب کاراتر خواهد بود. علاوه بر این، داده‌های ترکیبی با ارائه داده برای هزاران واحد، می‌توانند تورشی را که ممکن است در نتیجه لحاظ افراد یا بنگاه‌ها (به صورت جمعی و کلی) حاصل شود، حداقل سازد. استفاده از این روش سبب می‌شود تأثیراتی را که نمی‌توان به سادگی در داده‌های مقطعی و سری زمانی مشاهده کرد، بهتر معین کنند. برای مثال اثرات قوانین دستمزد بر اشتغال و کسب درآمد را بهتر می‌توان مطالعه کرد (گجراتی، ۱۳۸۹، ج۲).

برای بررسی علل و عوامل مؤثر بر رشد اقتصادی، الگوهای متعددی طراحی شده است. لوین و رنلت (۱۹۹۲) در تعمیم الگوی سولو با معرفی الگوی خود بیان می‌کنند که هنوز یک الگوی نظری مورد قبول همگان برای انجام کارهای تجربی وجود ندارد. الگوهای نظری موجود نیز متغیرهایی را که معمولاً در الگوهای رشد یا مطالعات تجربی استفاده شده است، مشخص نمی‌کند (Levin and Lin, 2002, p1).

برطبق مطالعه لوین و رنلت متغیرهای تأثیرگذار بر رشد اقتصادی به سه گروه کلی تقسیم می‌شوند: ۱- مجموعه‌ای از متغیرهایی که همواره در الگوهای رشد وارد می‌شوند و شامل متغیرهایی که در الگوهای رشد لوین و رنلت (۱۹۹۲) وجود داشته است نیز می‌باشند، مانند: سرمایه‌گذاری. ۲- مجموعه‌ای از متغیرهایی که در مطالعات گذشته روی رشد تأثیر به‌سزایی داشته است، مانند: نسبت مخارج دولت. ۳- متغیری که در این تحقیق معرفی می‌شود و اثر آن بر بازار اندازه‌گیری می‌شود، که در اینجا صکوک می‌باشد.

$$GDP= \beta_1 + \beta_2 INV_{it} + \beta_3 GOV_{it} + \beta_4 SUK_{it} + \varepsilon_{it} \quad (۲)$$

GDP: تولید ناخالص داخلی

INV: سرمایه‌گذاری

GOV: مخارج دولت

SUK: صکوک (اوراق بهادار اسلامی)

[Downloaded from mieaoi.ir on 2026-11-09]

داده‌های مربوط به صکوک از پایگاه اطلاعات صکوک [1] و شرکت مدیریت دارایی مرکزی بازار سرمایه گرفته شده است و داده‌های مربوط به سایر متغیرهای سرمایه‌گذاری و مخارج دولت از پایگاه بانک جهانی گرفته شده است. بازه زمانی این پژوهش از سال ۲۰۰۹ تا ۲۰۱۵ می‌باشد. نمونه آماری کشورهای خاورمیانه می‌باشد و از آنجا که با محدودیت داده‌های آماری مواجه بودیم کشورهای نمونه شامل ایران، عربستان، کویت، قطر، عمان، بحرین، امارات می‌باشد.

۴-۳. متغییرهای موجود در الگو

جدول۱. متغیرهای مورد استفاده و تعریف آنها

متغیر	تعریف متغیر	علامت اختصاری
تولید ناخالص داخلی	Gross domestic Product	GDP
سرمایه‌گذاری کل به تولید ناخالص داخلی	Total investment of GDP	Investment
مخارج دولت به رشد تولید ناخالص داخلی	Government of GDP	GOV
اوراق بهادار اسلامی	Islamic bonds	SUKUK

الف) تولید ناخالص داخلی

در این پژوهش از تولید ناخالص داخلی استفاده می‌شود. منظور از تولید ناخالص داخلی مجموع ارزش نهایی تمامی کالاها و خدماتی است که در یک بازه زمانی معین در داخل مرزهای یک کشور تولید شده‌اند.

دقت داشته باشید که اگرچه برای محاسبه تولید ناخالص داخلی روش‌های مختلفی موجود است، با این حال معمولاً ارزش نهایی کالا و خدمات در محاسبه این شاخص در نظر گرفته می‌شود. منظور از ارزش نهایی، ارزش کالاها و خدماتی است که واسطه نیستند و در انتهای زنجیره تولید قرار دارند. خدمات ارائه شده از سوی یک پزشک و مبلمان تولیدشده برای منازل نمونه‌هایی از خدمات و کالاهای نهایی هستند.

1. www.sukuk.com

[Downloaded from mieaoi.ir on 2026-11-09]

در محاسبه تولید ناخالص داخلی ارزش نهایی کالاها و خدمات تولید شده توسط اتباع خارجی ساکن در کشور محاسبه می‌شود، لیکن ارزش نهایی کالاها و خدمات نهایی تولید شده توسط متولدین یک کشور که در کشور دیگری ساکن هستند محاسبه نمی‌شود.

همچنین در محاسبه تولید ناخالص داخلی تولیدات در بخش غیرپولی اقتصاد، مثل کارهای اجتماعی، خانه‌داری و ... در نظر گرفته نمی‌شود.

آمار مربوط به تولید ناخالص داخلی از پایگاه اینترنتی بانک جهانی گرفته شده است.

GDP_{it}: تولید ناخالص داخلی برای کشور i ام در سال t ام است.

ب) سرمایه‌گذاری

نسبت کل سرمایه‌گذاری به تولید ناخالص داخلی می‌باشد. به‌طور کلی سرمایه‌گذاری یعنی سپرده‌گذاری پول و یا دارایی با هدف دستیابی به سود بیشتر که ممکن است در کوتاه مدت و یا بلندمدت به‌دست آید و به شکلی دقیق‌تر می‌توان گفت که سرمایه‌گذاری یعنی افراد مقدار مشخصی پول را در بخشی به کار ببرند و از این طریق نه تنها اصل پول و سرمایه آنها حفظ می‌شود، بلکه به سود هم دست می‌یابند. به این ترتیب سوددهی حاصل از آن از مزیت‌های سرمایه‌گذاری محسوب می‌شود. البته شناخت و اگاهی درمورد روش‌های سرمایه‌گذاری و آگاهی از اصول و ریسک ان نیز از موارد مهمی به شمار می‌رود که در روند سوددهی نهایی تأثیر زیادی دارد. زیرا در صورت اشتباه و انتخاب روش‌های نادرست و عدم بررسی عواقب و یا نتیجه کار، ممکن است نتیجه خوبی به دنبال نداشته باشد. البته سرمایه‌گذاری در بخش‌های مختلف دارای تعابیر مختلفی است. در اقتصاد شرکت‌ها ، سرمایه‌گذاری شامل ایجاد و تأمین سرمایه اولیه و یا افزایش سرمایه در شرکت‌ها است که در انتظار پیشرفت کسب و کار و سود بیشتر است. هر چقدر سرمایه یک شرکت بیشتر باشد، بهتر می‌توان فعالیت‌ها را توسعه داده و در نتیجه به سود و درآمد بیشتری دست یافت. سرمایه‌گذاری توسط اشخاص به این صورت است که در طی آن افراد حقیقی، دارایی‌ها و یا پول خود را سرمایه‌گذاری می‌کنند. مانند سپرده‌گذاری در بانک‌ها و یا سرمایه‌گذاری در بورس اوراق بهادار، که این کار نیز به منظور دریافت سود می‌باشد. در این سرمایه‌گذاری‌ها ، معمولاً افراد همراه با پذیرفتن ریسک سرمایه‌گذاری، به کسب درآمد می‌پردازند. اما این نکته را نیز باید گفت که هر نوع سرمایه‌گذاری، درصورتی‌که برطبق شناخت روند کسب و کار و یا اقتصاد نباشد، نتیجه آن لزوماً سوددهی نخواهد بود. سرمایه‌گذاری به منظور افزایش حجم سرمایه و یا ثبات آن ایجاد می‌شود.

آمار مربوط به سرمایه‌گذاری از پایگاه اینترنتی بانک جهانی گرفته شده است.

INV_{it}: سرمایه‌گذاری کل درصدی از تولید ناخالص داخلی، برای کشور i ام در سال t ام می باشد.

[Downloaded from mieaoi.ir on 2026-11-09]

ج) مخارج دولت

امکان و دلایل اثرگذاری دولت‌ها بر نرخ‌های رشد همواره یکی از بحث‌های اساسی اقتصاددانان بوده و علیرغم نظریات مختلفی که در مورد تأثیرات مثبت یا منفی دولت‌ها بر رشد و توسعه اقتصادها مطرح شده، همه آنها بر اثرگذاری حتمی دولت‌ها بر فرایند رشد و توسعه تأکید کرده‌اند. هنگامی که مخارج دولت در راستای تصحیح اثرات جانبی، انحصارها و مسائل مربوط به کالاهای عمومی باشد، می‌تواند منجر به تقویت رشد اقتصادی شود. همچنین دولت می‌تواند مخارج خود را برای تعریف قوانین، جهت حفاظت از مالکیت و برقراری امنیت به‌کار گیرد و از این طریق مشارکت مردم و رشد بالاتری را به ارمغان آورد.

GOV_{it}: مخارج دولت درصدی از تولید ناخالص داخلی، برای کشور i ام در سال t ام است.

د) اوراق بهادار اسلامی

در این پژوهش برای نشان دادن تأمین مالی اسلامی، از شاخص suk که دارای انواع مختلف می‌باشد، استفاده می‌شود.

suk_{it}: اوراق بهادار اسلامی کشور i ام در سال t ام می‌باشد.

۵. تجزیه و تحلیل داده‌ها و آزمون فرضیه‌ها

به منظور بررسی پایایی جمعی[1] متغییرها از آزمون لوین، لین و چو استفاده شده است. نتایج در جدول (۲) ارائه شده‌اند. باتوجه به نتایج حاصل از آزمون مشخص گردید تمامی متغیرها در سطح پایا هستند.

جدول۲. بررسی پایایی متغیرهای مورد استفاده در برآورد الگو

نام متغیر	آماره لوین، لین و چو	سطح معناداری	مرتبه تفاضل
LN(GDP)	-۵,۲۷۰۶۲	۰,۰۰۰۰	I(0)
LN(GOV)*	-۲,۴۱۸۴۷	۰,۰۰۷۸	I(0)
LN(INV)	-۷,۱۹۳۶۲	۰,۰۰۰۰	I(0)
LN(SUK)	-۳,۲۲۲۲۵	۰,۰۰۰۶	I(0)

*پایایی در سطح اول

منبع: محاسبات تحقیق با استفاده از نرم افزار EVIews9

1. Common Unit Root

[Downloaded from mieaoi.ir on 2026-11-09]

۵-۱. خلاصه نتایج برآورد الگو برای صکوک بر رشد اقتصادی

جدول۳. نتایج آزمون‌های آزمون F -لیمر و هاسمن برای انتخاب الگوی صکوک بر رشد اقتصادی

الگو	نوع آزمون	آماره آزمون	سطح معناداری	نتیجه آزمون
ترکیب مالی اسلامی	آزمون F-لیمر	۹۹,۵۷۷	۰,۰۰۰۰	رد الگوی داده‌های تلفیقی و تایید الگوی اثر ثابت
	آزمون هاسمن	۱۸,۶۰۱	۰,۰۰۰۳	رد الگوی اثر تصادفی تایید الگوی اثر ثابت

منبع: محاسبات تحقیق با استفاده از نرم افزار Eviews 9

همان‌طور که در جدول (۳) مشاهده می‌کنید، نتایج حاصل از آزمون‌های F – لیمر رد الگوی داده‌های تلفیقی می‌باشد. بنابراین به منظور انتخاب روش تخمین بین روش‌های اثرات ثابت و اثرات تصادفی، آزمون هاسمن انجام گرفته است. آماره کای دو محاسبه شده در این آزمون از کای دو جدول بیشتر می‌باشد. در نتیجه فرضیه H_0 مبنی بر برآورد الگو به روش اثرات تصادفی رد می‌شود. بنابراین، روش اثرات ثابت برای برآورد الگو شاخص ترکیبی تأمین مالی اسلامی بر بازار انتخاب می‌گردد.

[Downloaded from mieaoi.ir on 2026-11-09]

جدول۴. خلاصه نتایج برآورد الگو صکوک بر رشد اقتصادی

متغیر وابسته: لگاریتم تولید ناخالص داخلی			
متغیر توضیحی	ضریب	آماره t	سطح معناداری
عرض از مبدا (C)	۲۶,۰۴۲	۱۸,۴۶۶	۰,۰۰۰۰
سرمایه‌گذاری (LN INV)	-۰,۰۳۲۶	-۱,۵۵۸۹	۰,۱۳۱۶
مخارج دولت (LN GOV)	-۰,۲۷۰۳	-۰,۸۱۵۴	۰,۴۲۲۵
صکوک (LN SUK)	۰,۰۷۴۵	۳,۵۱۳۴	۰,۰۰۱۷
آماره F	۱۵۳,۰۵۶		
p-value	۰,۰۰۰۰۰		
R^2	۰,۹۷۷۱۹۸		
R^2 تعدیل شده	۰,۹۷۰۸۱		

منبع: محاسبات تحقیق با استفاده از نرم افزار Eviews 9

در جدول (۴)، نتایج برآورد الگو برای صکوک بر رشد اقتصادی به‌طور مختصر آورده شده است. همان‌طور که در جدول می‌بینیم عرض از مبدا با ضریب ۲۶,۰۴۲ درصد بیشترین تأثیر را دارد و بعد از آن شاخص صکوک با ضریب ۰,۰۷۴ درصد بیشترین تأثیر را بر بازار در کشورهای خاورمیانه دارد. بنابراین گسترش مالی اسلامی از طریق صکوک تأثیرش بر رشد اقتصادی در این کشورها از اهمیت ویژه‌ای برخوردار می‌باشد.

۶. نتیجه‌گیری

در این مطالعه بیان شد که دولت‌ها و شرکت‌ها جهت تأمین مالی از ابزارهای مختلفی استفاده می‌کنند که بعضی از این ابزارها مانند اوراق قرضه به دلیل منطبق نبودن با موازین شرعی کشورهای اسلامی مورد استفاده قرار نمی‌گیرند. از این‌رو پژوهشگران شریعت برای پر کردن این خلاء اقدام به طراحی ابزارهای مالی اسلامی کردند تا ضمن اینکه منطبق بر احکام اسلامی باشد راهی برای تأمین مالی شرکت‌ها و دولت‌ها باشد. یکی از این جایگزین‌ها اوراق صکوک می‌باشد. که ضمن تعریف مفهوم

[Downloaded from mieaoi.ir on 2026-11-09]

صکوک، انواع آن نیز به طور اجمال مورد بررسی قرار گرفت. این پـژوهش بـا بهره‌گیـری از شـاخص جدید صکوک و زیر شاخص‌های اقتصادی اثر آنها را بر رشد اقتصـادی بـرای دوره زمـانی ۲۰۱۵ – ۲۰۰۹ و با استفاده از روش اقتصاد سنجی داده‌های تابلویی در کشورهای منتخب برآورد کرده است. نتایج پژوهش حاضر عبارتند از:

۱. اثر صکوک بر رشد اقتصادی کشورهای خاورمیانه مثبت و معنادار می‌باشد.

۲. اثر مخارج دولت با توجه به حجم نمونه و سال‌های مورد بررسی بر رشد اقتصادی کشـورهای خاورمیانه منفی و بی‌معنا می‌باشد.

۳. اثر سرمایه‌گذاری با توجه به حجم نمونه و سال‌های مورد بررسی بر رشد اقتصادی کشورهای خاورمیانه منفی و بی‌معنا می‌باشد.

۴. صکوک ابزاری جدید، آزمون شده و مناسب برای فرآیند تأمین مـالی، هـم بـرای شـرکت‌های دولتی و هم برای شرکت‌های غیردولتی است.

۵. صکوک می‌تواند به‌عنوان ابزاری مکمل و یا جانشین اوراق مشارکت برای کنترل نقدینگی باشد.

۶. صکوک ابزاری قانونی، مقبول و کارآ است که امکان به کار گیری آن در ایران فراهم است، هـر چند احتیاج به فراهم کردن زیرساخت‌هایی دارد که به‌طور خلاصه عبارتند از:

الف :استاندارد کردن دارایی‌های مورد استفاده در صکوک و فرآیند ارزیابی آنها

ب :تسهیل امور مربوط به انتشار و رتبه بندی اوراق صکوک و ایجاد مؤسسات رتبه‌بندی

ج :ایجاد بازار ثانویه مناسب برای خرید و فروش اوراق صکوک و تسهیل نقد شوندگی آنها.

بنابراین می‌توان گفت افزایش صکوک کشورها، منجر می‌شود که تولید ناخالص داخلی در سطح مناسبی با اقتصاد کشورها قرار گیرد. از این‌رو کشورها به منظور افزایش رشد اقتصادی خود، بایستی از فرآیند صکوک در تمـام ابعـاد بهـره گیرنـد. از ایـن‌رو بایـد بـه دنبـال راهکارهـایی بـرای جـذب سرمایه‌گذاری‌های خارجی و داخلی در راستای انتشار انواع صکوک باشیم تا بتوان با استفاده از ایـن سرمایه‌ها رشد اقتصادی کشورهای خاورمیانه را افزایش داد با توجه به شـرایط سیاسـی کشـورهای خاورمیانه اعتماد به سرمایه‌گذاری داخلی عاقلانه‌تر به نظر می‌رسد که این در راستای حمایت دولت و سیاست‌گذاران حکومت‌ها از تولید و صنعت کشـورهای خاورمیانـه می‌باشـد کـه منجـر بـه رشـد اقتصادی خواهد شد از آنجا که حمایت از صـنایع و تولیـد نیازمنـد منـابع مـالی می‌باشـد ولـی در بسیاری از موارد این صنایع با مشکلات تأمین مالی روبه‌رو می‌باشند در نتیجه نقش صـکوک بسـیار مهم می‌باشد، که با تسهیل مراحل انتشار اوراق صکوک و پرداخت تسهیلات در این راسـتا می‌تـوان شاهد افزایش تولید ناخالص داخلی در کشورهای خاورمیانه بود. به همین منظور ، بایستی از فرایند انتشار صکوک و سرمایه‌گذاری در تمام ابعاد بهره گیرند.

[Downloaded from mieaoi.ir on 2026-11-09]

براساس نتایج به‌دست آمده، پیشنهادهای زیر جهت بهبود رشد اقتصادی کشورهای منتخب ارائه می‌گردد:

۱. با توجه به اینکه صکوک بر رشد اقتصادی تأثیرگذار می‌باشد پیشنهاد می‌شود، سیاست‌های لازم در جهت افزایش بهره‌گیری از صکوک به منظور افزایش رشد اقتصادی اعمال گردد.

۲. افزایش محدودیت‌ها و موانع در بانک‌های متعارف غیراسلامی بین کشورها و باز شدن روزافزون مرزهای اقتصادی بین کشورها به منظور دستیابی به رشد اقتصادی.

بنابراین می‌توان گفت افزایش مالی اسلامی (صکوک) کشورها با یکدیگر، منجر به بهبود بازار بین‌المللی آنها می‌گردد. از این‌رو کشورها به منظور افزایش بازار بین‌المللی خود، بایستی از فرایند مالی اسلامی (صکوک) در تمام ابعاد بهره گیرند.

[Downloaded from mieaoi.ir on 2026-11-09]

منابع:

۱. ارجمندی، مریم و لشگری، محمد (۱۳۹۱). "بررسی روش‌های تأمین مالی در سیستم اسلامی با تأکید بر صکوک". فصلنامه اقتصاد و بانکداری اسلامی، سال اول، شماره اول، ص ۳۳- ۷۶ .

۲. اکبریان، جوکار (۱۳۹۳). "تأثیر بانکداری اسلامی بر رشد اقتصادی". فصلنامه علمی ترویجی اقتصاد و بانکداری اسلامی، شماره هفتم، ص ۷- ۴۰.

۳. خوانساری، رسول (۱۳۹۰). "دلایل موفقیت صکوک در مالزی". فصلنامه تازه‌های اقتصاد، شماره ۱۳۶،ص۹۰- ۱۰۹.

۴. زنجیردار، مجید و ابراهیمی راد، سجاد (۱۳۸۸) . "رابطه بین شیوه‌های تأمین مالی و بازده سهام". مجله مطالعات مالی، دوره اول، شماره ۲، ص ۱۵۵- ۱۷۲.

۵. سازمان بورس و اورق بهادار (۱۳۸۶) ." ضوابط ابزار مالی اوراق اجاره". سازمان بورس و اوراق بهادار.

۶. سروش، ابوذر (۱۳۸۹) . "مروری بر ابزارهای مالی اسلامی با تأکید بر اوراق اجاره و اوراق سفارش ساخت در ایران". فصلنامه علمی پژوهشی اقتصاد اسلامی، شماره ۲۹.

۷. سروش، ابوذر و صادقی، محسن (۱۳۸۶) . "مدیریت ریسک اوراق بهادار اجاره (صکوک اجاره". فصلنامه علمی پژوهشی اقتصاد اسلامی، سال هفتم، شماره ۲۷.

۸. شاهرودی، سیدمحمود. (۱۳۷۶). " استصناع ". فصلنامه فقه اهل بیت، شماره ۲۰.

۹. صالح آبادی، علی (۱۳۸۵) . "بازارهای مالی اسلامی". دانشگاه امام صادق (ع) ، شماره ۳، ص ۲۹- ۴۶.

۱۰. طاهری، روبین. (۱۳۷۹) . "به‌کارگیری روش BOT در توسعه نیروگاه های ایران". پایان‌نامه کارشناسی ارشد دانشگاه تربیت مدرس.

۱۱.فراهانی، مهدی و مرزبان، حسین.(۱۳۹۴). "مدلسازی تکنولوژی صکوک در صنعت بانکداری ایران". بیست و ششمین همایش بانکداری اسلامی، مؤسسه عالی آموزش بانکداری ایران، ص ۱۱۲- ۲۰۴.

۱۲.گجراتی، دامودار .(۱۳۸۹) ." مبانی اقتصاد سنجی. ترجمه حمید ابریشمی"، جلد دوم، انتشارات دانشگاه تهران، چاپ ششم.

۱۳.مومن، محمد. (۱۳۷۵). "استصناع " فصلنامه فقه اهل بیت، شماره ۱۲.

[Downloaded from mieaoi.ir on 2026-11-09]

1. Abusharba, M. T., Triyuwono, I., Ismail, M., & Rahman, A. F. (2013). Determinants of capital adequacy ratio (CAR) in Indonesian Islamic commercial banks. Global Review of Accounting and Finance, 4(1), 139-170.
2. Cihák, M. M., & Hesse, H. (2008). Islamic banks and financial stability: An empirical analysis (No. 8-16). International Monetary Fund.
3. Kammer, partners,(2015). Global Aspirations. article is based on a recently published IMF Staff Discussion Note , Islamic Finance: Opportunities, Challenges, and Policy Options.
4. Levin, A., Lin, C.F., Chu, C-S.J. (2002). Unit Root Tests in Panel Data: Asymptotic and Finite Sample Properties. Journal of Econometrics, 108,pp 1-22.
5. Tahir, I. M., Bakar, N. B., & Haron, S. (2011). Evaluating Efficiency of Islamic Banks Using Data Envelopment Analysis: International Evidence. Journal of Islamic Economics, Banking and Finance, 7(1), 11-24.
6. Zirek, D., Celebi, F., & Hassan, M. K. (2016). The Islamic Banking and Economic Growth Nexus: A Panel VAR Analysis for Organization of Islamic Cooperation (OIC) Countries. Journal of Economic Cooperation & Development, 37(1), 69.

[Downloaded from mieaoi.ir on 2026-11-09]