فصلنامه علمی اقتصاد و بانکداری اسلامی، شماره سی و یکم، تابستان ۱۳۹۹- صفحات ۱۵-۷

صکوک، سیستم بانکی و بازارهای مالی: رقیب یا مکمل یکدیگر؟[1]

حکم سماوی
کریم میمونی
اکرم تمیمی

مترجم: احسان منصوری[2]

تاریخ دریافت: ۱۳۹۹/۰۲/۱۷ تاریخ پذیرش: ۱۳۹۹/۰۳/۳۱

چکیده

در این مقاله با به‌کارگیری روش تخمین گشتاورهای تعمیم‌یافته[3] 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، بانکداری
طبقه‌بندی JEL: C33، G10، G21، G29

---

[1] این مقاله ترجمه شده مقاله زیر است:
Houcem Smaoui, Karim Mimouni, Akram Temim (2017), Sukuk, banking system, and financial markets: Rivals or complements?, Economics Letters, 161, 62-65

[2] استادیار مهندسی صنایع دانشکده فنی و مهندسی، دانشگاه اراک e-mansouri@araku.ac.ir

[2] Generalized Method of Moments (GMM)

[Downloaded from mieaoi.ir on 2026-11-05]

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[1] در سال ۲۰۱۷ خاطر نشان کردند که در میان وام‌دهندگان به شیوه‌ی اسلامی، استفاده‌ی گسترده از تأمین مالی اسلامی، برای بنگاه‌های کم درآمد، به‌دلیل هزینه‌ها و مشکلات مرتبط با انتخاب غلط، سودآوری بیشتری دارد.

اوراق قرضه‌ی مرسوم، قراردادهای خالص بدهی یا ادعاهای مالی در پروژه‌های مبهم هستند به‌طوری که دارایی‌های مرتبط با آنها از دیدگاه اقتصادی ارزش واقعی ندارند. براین اساس بسیاری از ابزارهای ساختارمند اعتباری، «تعقیب کاغذی[2]» 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 (Alzaharani 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؟

[1] Minhat and Dzolkarnaini
[2] paper chasing

[Downloaded from mieaoi.ir on 2026-11-05]

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[1] 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، موفقیت چندانی 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 قابل جابجایی 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

[Downloaded from mieaoi.ir on 2026-11-05]

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

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

۱-۲. 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، ناااریب است (Blundell and Bond, 1998). برای کاهش این مشکل، در این مقاله از روش کالدرون[1] 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[2] در سال ۲۰۰۵ ارائه شده، استفاده شده است.

[1] Calderon
[2] Windmeijer

[Downloaded from mieaoi.ir on 2026-11-05]

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 به‌دلیل کنترل و انتخاب بهتر وام‌گیرندگان، محبوبیت بیشتری کسب کرده‌اند.

[Downloaded from mieaoi.ir on 2026-11-05]

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)	۰/۰۳۶۱ (۰/۰۰۱)	۰/۰۸۸۵ (۰/۰۰۵)	۰/۰۲۸۵ (۰/۰۰۵)	۰/۰۰۵ (۰/۰۲۸)	۰/۰۱۰۳ (۰/۳۴۱)
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)	-۰/۰۳۶۵ (۰/۰۳۴)		
بحران		۵/۳۲۵ (۰/۰۰۰)		۲/۶۸۴ (۰/۰۰۰)		
تمرکز بانکداری			-۰/۰۸۲۷ (۰/۰۳۳)	۰/۰۰۵ (۰/۶۴۷)		
گسترش بازار اوراق قرضه					۰/۰۲۹ (۰/۰۳۲)	
گسترش بازار بورس						۰/۰۱۷۸ (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

[Downloaded from mieaoi.ir on 2026-11-05]

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) به‌طوری 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. به‌نظر 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، مطمئنا 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

[Downloaded from mieaoi.ir on 2026-11-05]

داد حوزه‌ی بانکداری با توسعه‌یافتگی خوب، مانعی برای گسترش بازار صکوک است. به‌عبارت 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 به‌طورکلی در برابر رکود اقتصادی مقاومت کرده و نسبت به ابزارهای مرسوم عملکرد مناسبی داشته باشد.

[Downloaded from mieaoi.ir on 2026-11-05]

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.

[Downloaded from mieaoi.ir on 2026-11-05]

[Downloaded from mieaoi.ir on 2026-11-05]