

# تأثیر تأمین مالی اسلامی بر بازار کشورهای منتخب خاورمیانه

تاریخ دریافت: ۱۳۹۶/۴/۵

تاریخ پذیرش: ۱۳۹۶/۱۲/۱۲

حامد فاضلی\*  
آرش نجف پور\*\*  
محمد پور اسمعیل\*\*\*

## چکیده

ایجاد و توسعه روزافزون بنگاه‌های اقتصادی نیازمند تأمین مالی قابل ملاحظه‌ای است که مدیران با استفاده از منابع به‌دست آمده از بازارهای کسب و کار بین‌المللی و داخلی برای بقا و رشد سازمان خود تلاش می‌کنند. هدف اصلی، بررسی و شناسایی محرک ایجاد مخرب‌ترین بحران مالی قرن و در نتیجه ایجاد یک سیستم مالی اسلامی که با فقه و شریعت اسلام سازگار و باثبات‌تر و فراگیر در جهت توسعه و رشد اقتصادی بازارهاست. صکوک ابزاری جدید برای تأمین مالی اسلامی می‌باشد که با فقه و شریعت اسلام سازگار می‌باشد و بسیاری از کشورهای اسلامی و غیراسلامی از آن استفاده می‌کنند. در پژوهش حاضر به بررسی تأثیر تأمین مالی اسلامی بر رشد اقتصادی بازارها در کشورهای منتخب پرداخته شده است. برای این منظور از صکوک که ابزار جدید مالی اسلامی می‌باشد و داده‌های آماری سال‌های ۲۰۱۰ - ۲۰۱۵ و روش اقتصادسنجی داده‌های تابلویی استفاده شده است. نتایج برآورد الگو نشان می‌دهد که صکوک تأثیر مثبت و معنادار بر رشد اقتصادی بازار کسب و کار در کشورهای مورد مطالعه دارد.

واژگان کلیدی: رشد اقتصادی بازارها، مالی اسلامی، داده‌های تابلویی.

طبقه‌بندی JEL: G14, G15, C23.

۱۸۷

فصلنامه علمی پژوهشی اقتصاد اسلامی / سال هجدهم / شماره ۷۰ / تابستان ۱۳۹۷

Email: Fazeli2233@gmail.com.

\*. استادیار گروه مدیریت دانشگاه پیام نور.

\*\* کارشناسی ارشد مدیریت بازرگانی گرایش مدیریت مالی، مؤسسه آموزش عالی غیرانتفاعی راه دانش

Email: Vaporarash@yahoo.com.

بابل (نویسنده مسئول).

\*\*\* کارشناسی ارشد ام بی ای گرایش بازاریابی، مؤسسه آموزش عالی غیرانتفاعی نور طویی.

Email: Mo.poor@yahoo.com.

## مقدمه

مهم‌ترین بینشی که *آدام اسمیت* ارائه می‌دهد، آن است که بازار آزاد مانند یک «دست نامرئی» عمل می‌کند. این دست افرادی را که در جهت دستیابی به منافع شخصی خودشان فعالیت می‌کنند، به سمت همکاری با یکدیگر سوق می‌دهد. کشاورز، آسیابان، نانوا و... همه آنها تنها برای منافع خودشان کار می‌کنند. آنها حتی بی‌آنکه یکدیگر را بشناسند، از طریق بازار آزاد با یکدیگر همکاری می‌کنند. همکاری آنها منجر به تولید نانی ارزان برای همه کسانی می‌شود که نمی‌دانند چگونه گندم پرورش دهند، چگونه گندم را آرد کنند یا آن را به نانی تازه و خوشمزه تبدیل کنند.

ایده / اسمیت بسیار قدرتمند بود؛ به نحوی که انقلابی را در اقتصاد به وجود آورد. ایده وی تا جایی پیش رفت که مردم این‌طور استدلال و استنباط می‌کردند که جوامع درحقیقت برای اداره اقتصادهایشان به دولت‌ها نیازی ندارند. آنها احساس می‌کردند که بازار آزاد می‌تواند به خودی خود خوب عمل کند و دولت‌ها با فاصله‌ای بسیار زیاد از خلق ثروت، تنها مانع از خلق ثروت شده‌اند.

پیشرفت در صنعت هر کشور و رشد تولیدات، مستلزم برنامه‌های سرمایه‌گذاری کوتاه‌مدت، میان‌مدت و بلندمدت می‌باشد و از طریق آن پشتوانه عظیمی در اقتصاد هر کشور به دست می‌آید. منابع این سرمایه‌گذاری‌ها از طریق سود انباشته، فروش سهام جدید، تسهیلات بانکی یا با ترکیبی از این منابع قابل تأمین است. یکی از رسالت‌های مدیریت مالی حداکثرکردن منافع سهامداران است. بدین منظور وظیفه مدیران مالی یافتن راه‌های منابع مالی مطلوب برای دستیابی به این هدف می‌باشد (ستایش و همکاران، ۱۳۹۴، ص ۷).

شرکت‌ها در تعامل استراتژیک با دیگر شرکت‌ها به دنبال تصاحب مشتری و سهم بازار کسب و کار هستند. این شدت رقابت به‌طوربنیادی بر تصمیمات عملیاتی و جریان‌های نقدی شرکت‌ها تأثیرگذار است (Valta, 2012, p.661). از این رو مدیران مالی بایستی در مبحث تأمین مالی به مفهوم انعطاف‌پذیری مالی توجه کافی داشته باشند؛ بدین منظور که مبدا تصمیم‌گیری‌های امروز، تأمین مالی آینده یا فرصت‌های رشد و پیشرفت شرکت را به خطر اندازد که این همان مفهوم انعطاف‌پذیری مالی است. عدم توجه به این مفهوم در

تصمیمات تأمین مالی، وضعیت پرمخاطره‌ای را برای شرکت به وجود خواهد آورد؛ زیرا اگر در موقع نیاز، شرکت نتواند منابع لازم را از بازار مالی تأمین کند، مجبور به چشم‌پوشی از فرصت‌های سرمایه‌گذاری مناسب به دلیل فقدان منابع مالی لازم خواهد شد (Higgs, 1990).

تأمین مالی اسلامی با هدف ارائه الگویی جدید برای جانشینی نظام‌های مالی سنتی و مرسوم و فراهم‌آوردن امکانات و فرصت‌های مالی، بازرگانی و سرمایه‌گذاری منطبق با اصول شریعت در ادبیات مالی جهان ظهور نموده است. این نظام توانسته است ابعاد متمایز خود را شناسایی کند. به دلیل مزایا و امتیازات خاص تأمین مالی اسلامی اکنون مبحث تأمین مالی اسلامی در فضای بین‌المللی اهمیت بسیار بالایی یافته است. در این جهت نهادها و ابزارهای مالی متنوعی ابداع و به کار گرفته شده‌اند. امروزه مزایای تأمین مالی اسلامی عامل گسترش و اهمیت روزافزون آن شده است؛ به طوری که طیف وسیعی از مؤسسات مالی اسلامی در کشورهای اسلامی و حتی برخی کشورهای غربی فعال‌اند. علاوه بر این تعداد و حوزه فعالیت‌های مؤسسات مالی و بانک‌های ارائه‌دهنده خدمات مالی اسلامی رو به افزایش است (حسن زاده و احمدیان، ۱۳۹۱، ص ۵۷).

با توجه به موارد بالا این پرسش مطرح می‌شود که آیا تأمین مالی اسلامی بر بازار کسب و کار کشورهای منتخب خاورمیانه تأثیر دارد؟ بنابراین هدف و تمرکز اصلی این مقاله بررسی اثرات تأمین مالی اسلامی بر بازار کسب و کار کشورهای منتخب خاورمیانه است و بر اساس این فرض که تأمین مالی اسلامی بر بازار کسب و کار کشورهای خاورمیانه تأثیر مثبت و معناداری دارد، انجام می‌گیرد. اهمیت پژوهش حاضر این است که به سرمایه‌گذاران، شرکت‌های سرمایه‌گذاری و سیاستمداران اقتصادی نشان می‌دهد که چه ارتباطی بین بازار کسب و کار و تأمین مالی اسلامی وجود دارد و آنها بر این اساس تصمیم‌های آگاهانه‌تری اتخاذ کنند.

## پیشینه پژوهش

### ۱. پیشینه نظری

تصمیم‌گیری در مورد نحوه تأمین مالی یکی از مسائل مهم در هر شرکتی است. تأمین مالی برای اجرای پروژه‌های سودآور در صحنه رشد شرکت نقش بسیار مهمی ایفا می‌کند. مدیران مالی باید بدانند چه منابعی جهت تأمین مالی وجود دارد و اثر بهره‌گیری هر یک از آنها بر سودآوری و ریسک مالی شرکت چیست؟ توانایی شرکت در مشخص ساختن منابع مالی بالقوه برای تهیه سرمایه به منظور سرمایه‌گذاری و تهیه برنامه‌های مالی مناسب از عوامل اصلی رشد و پیشرفت شرکت به حساب می‌آید.

مرتون (Merton) (۱۹۹۵) تعریفی از نظریه تأمین مالی ارائه داده است که شاید در نوع خود کوتاه‌ترین و دقیق‌ترین تعریف باشد: مطالعه رفتار کارگزاران در روند تخصیص و توزیع منابع از هر دو بعد مکان و زمان در شرایط نامطمئن، پایه و اساس تأمین مالی را تشکیل می‌دهد. زمان و عدم اطمینان اصلی‌ترین عناصر تأثیرگذار بر رفتار مالی به شمار می‌آیند.

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. در این میان نقش ابزارهای مالی اسلامی یا صُکوک در نظام تأمین مالی اسلامی بسیار برجسته است. نظام مالی اسلامی در واقع به آن دسته از خدمات، عملیات و معاملات بازارهای مالی اطلاق می‌شود که با اصول، رویه‌ها و قوانین اسلامی مطابقت دارند. حقوق و قوانین اسلامی شریعت نام دارد (صالح‌آبادی، ۱۳۸۵، ص ۱۰). مالی اسلامی در سطوح بالایی از اخلاقیات است و استراتژی‌های عملیاتی نظیر بانکداری، سرمایه‌گذاری، پوشش ریسک و... در آن دارای گرایش به اخلاق، مسئولیت اجتماعی، مشارکت و مهم‌تر از همه عدالت و انصاف است (وایسر، ۱۳۹۰، ص ۲۵).

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 آن‌را به کار می‌برند. بحث تأمین مالی به‌خصوص در کشورهای در حال توسعه از اهمیت

دوچندانی 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 زیرساخت‌ها برخورداری از منابع خارجی بسیار جدی است. همزمان با گسترش بازارهای کسب و کار 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 بهادارکردن دارایی‌ها (Asset Securitization) شکل گرفته است که در آن، یک واسط (Special Purpose Vehicle (SPV)) دارایی‌هایی را به دست آورده، بر مبنای آنها اوراقی را منتشر می‌کند که نشان‌دهنده ذی‌نفع بودن دارندگان اوراق از آن دارایی‌هاست (طاهری، ۱۳۷۹، ص ۶۴).

۱۹۱

از دیدگاه نظری، تصمیم‌گیری مدیران درباره ترکیب تأمین مالی، تحت تأثیر عوامل گوناگون مانند عوامل سیاسی، اقتصادی و مقررات قانونی قرار دارد؛ لذا تعیین استراتژی ترکیب تأمین مالی علاوه بر آنکه متأثر از برخی 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 آنجاکه یکی از وظایف اصلی مدیران، حداکثرکردن ثروت سهامداران است، تأثیر روش‌ها و تعیین ترکیب تأمین مالی و نحوه مصرف عواید حاصل از این روش‌ها بر بازده آتی سهام، برای آنان از اهمیت بسزایی برخوردار است (زنجیردار و ابراهیمی راد، ۱۳۸۸، ص ۱۵۷).

پس از بحران مالی جهانی، سیاست‌گذاران به دنبال راهکاری برای تقویت واسطه‌گری‌های مالی هستند که توسط بانک‌ها و مؤسسات غیربانکی صورت می‌پذیرد. هدف اصلی، بررسی و شناسایی محرک ایجاد مخرب‌ترین بحران مالی قرن و در نتیجه ایجاد یک سیستم مالی با ثبات‌تر و فراگیر در جهت توسعه و رشد اقتصادی است. تأمین

مالی اسلامی ویژگی‌های متعددی دارد که سازگار با این هدف است. 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. در واقع اساس تأمین مالی اسلامی بر رفتار عادلانه و حفظ قداست قراردادهاست.

از آنجاکه کلید اصلی تأمین مالی اسلامی مشارکت طرفین قرارداد در سود و زیان پروژه‌ها و وام‌های مالی است؛ لذا این اصول نوید حمایت از ثبات مالی می‌دهد. تأمین مالی اسلامی از پتانسیل عملکرد مهمی در جهت ثبات و ترویج برخوردار است و با توجه به اینکه از سرمایه‌گذاران خواسته می‌شود در زیان احتمالی وام‌ها شریک شوند، اهرم مالی کمتر و انگیزه بیشتری برای مدیریت ریسک‌های بزرگ‌تر به وجود می‌آید. از طرفی این ویژگی تقسیم ریسک به اطمینان از صحت عملکرد مؤسسات مالی خصوصی و منع رونق انواع وام‌دهی و ایجاد حباب در املاک و مستغلات که پیشامدهای بحران مالی جهانی بودند، کمک بسزایی می‌کند. همچنین تمرکز بر سرمایه‌گذاری دارای محور و تقسیم ریسک تأمین مالی در این روش، امکان دسترسی شرکت‌های کوچک و متوسط به منابع مالی به منظور حمایت از رشد فراگیر آنان و تأمین مالی پروژه‌های زیربنایی در مقیاس بزرگ را به وجود می‌آورد. سرمایه‌گذارانی که مشارکت در تأمین مالی پروژه‌های ساخت و ساز جاده‌ها، پل‌سازی و پروژه‌های مشابه کرده‌اند، بازده سرمایه‌گذاری‌های خود را تا زمان سررسید پروژه‌ها دریافت می‌کنند. در نهایت خدمات مالی اسلامی وعده بهبود گنجایش مالی برای تعداد زیادی از مسلمانان که صرفاً تمایل به استفاده از خدمات بانکی اسلامی را دارند، داده است. از جمله مزایای تأمین مالی اسلامی عبارت‌اند از:

- افزایش شفافیت قانونی و هماهنگ‌سازی، مطابقت با استانداردهای اسلامی، از جمله نحوه برخورد در شراکت سود سرمایه‌گذاری حساب‌های سرمایه‌گذاری و الزامات افشا و همچنین ارائه توضیحات بیشتر در مورد ابزارهای تطبیق با شریعت در الزامات محاسباتی بازل III.
- تأکید بر اهمیت سازگاری بیشتر در رعایت شریعت در داخل و خارج از کشورها
- تأکید بر اهمیت توسعه شبکه ایمنی (حفاظت از سپرده‌گذاران و ارائه نقدینگی اضطراری) و چارچوب‌هایی که به مؤسسات اسلامی که با مشکلات روبه‌رو

هستند، اجازه دهد تا مشکلات خود را به شیوه‌ای که موجب اجتناب از ایجاد اختلال در بازار شود، حل کنند.

- کاهش مالیات و موانع قانونی مشارکت در ریسک تأمین مالی.
- تعمیق بازار برای اوراق بهادار کوتاه و بلندمدت مطابق با شریعت، از طریق محک مستقل موضوعات به صورت منظم و قوانین شفاف‌تر حاکم بر رفتار با وثیقه.

## ۲. پیشینه تجربی

بیشتر مطالعات انجام‌شده در خصوص رابطه تأمین مالی اسلامی و رشد اقتصادی به‌گونه‌ای است که در تأمین مالی اسلامی، رشد اقتصادی در کنار رشد و توسعه اجتماعی یا به عبارت دیگر توسعه اقتصادی عدالت محور مد نظر است. درحقیقت تأمین مالی اسلامی به دلیل اینکه پدیده‌ای نسبتاً جدید در سیستم‌های مالی و بانکی است، نیازمند مطالعات تجربی بیشتری است.

۱۹۴

رجایی (۱۳۸۶) در مقاله‌ای با عنوان تقاضای بازار اسلامی در مقایسه بازار رقابت کامل، بیان می‌کند با توجه به اصول حاکم بر رفتار اقتصادی اسلامی، با قدری تغییر در مفاهیم ادبیات اقتصاد سرمایه‌داری مباحث را ارائه نمود. نتایج نشان می‌دهد اثر درآمدی از طریق انفاقات به وسیله افراد با درآمد بالاتر یا دولت اسلامی تا رسیدن به سطح مطلوب ترجیحاً جبران می‌شود.

سرائی (۱۳۸۹) در پژوهشی با عنوان تحولات بازارهای ایرانی - اسلامی (مطالعه موردی شهر یزد) پرداخته است. وی بازار را به عنوان کانون هدایت اقتصادی شهر و منطقه می‌داند و همین شرایط رکورد عملکردی رو به رشدی را بر چهره بازارها نمایان ساخته است.

نظریور و اشراقی (۱۳۹۱) اثر بانکداری اسلامی و رشد اقتصادی بر فقر و نابرابری اقتصادی در کشورهای منتخب اسلامی را مورد بررسی قرار دادند و با تصریح اقتصادی یک مدل رگرسیونی در دوره زمانی ۲۰۰۲ تا ۲۰۰۹ مورد بررسی قرار گرفت. نتایج به‌دست‌آمده حکایت از تأثیرگذاری سیستم بانکداری غیرربوی بر کشورهای منتخب در کاهش فقر و سطح نابرابری اقتصادی دارد.

اکبریان و جوکار (۱۳۹۳) به بررسی تأثیر بانکداری اسلامی بر رشد اقتصادی پرداخته‌اند. 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 توسعه یافته و برای کشورهای در حال توسعه کمک می‌کند.

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

احمدی و عباس‌پور (۱۳۹۵) در مقاله‌ای تحت عنوان بازاریابی اسلامی رویکردی نو در اقتصاد جهانی بیان می‌کنند نگرش اسلامی درباره بازاریابی یکی از ضروریات غیرقابل انکار می‌باشد که در این پژوهش مبانی و پایه‌های علم بازاریابی از دیدگاه اسلامی بررسی شده است.

مانی و افضل (Manni & Afzal) (۲۰۱۲) به بررسی اثر آزادسازی تجاری بر رشد اقتصادی در کشورهای در حال توسعه: مطالعه موردی اقتصاد بنگلادش در دوره زمانی ۱۹۸۰ - ۲۰۱۰ پرداخته‌اند. در این پژوهش از روش رگرسیون حداقل مربعات معمولی استفاده شده است. نتایج نشان داده است که سیاست آزادسازی تجاری با بهبود صادرات در کشور، منجر به رشد اقتصادی بالاتر می‌شود.

سندیکسی و جعفری (Jafari, A., & Sandıkcı) (۲۰۱۵) در پژوهشی با عنوان مصرف‌کنندگان اسلامی، بازار و بازار اسلامی سعی بر این بود که یک مفهوم جامع از بازار اسلامی ارائه شود. در این مقاله به انتقادهای در مورد مفروضاتی که در مورد مصرف‌کنندگان اسلامی هست، می‌پردازد و به این نتایج رسیدند که اگر غیرسیاسی به این مسائل نگاه کنیم، چیزی جز رؤیایپردازی نیست و باید غیرنژادپرستانه به آن نگاه کرد.

ریزوی و همکاران (Rizvi & Partner) (۲۰۱۵) در پژوهشی با عنوان بحران و سرایت آن در آسیا و اقیانوسیه - بازارهای اسلامی و متداول که هدف از این مقاله درک رفتار



بحران در دهه گذشته در آسیا و ایالات متحده و اقیانوسیه می‌باشد که نشان می‌دهد با ظهور بازارهای اسلامی چه تغییری در این بحران ایجاد شد. نتایج نشان می‌دهد که بازارهای اسلامی را می‌توان به عنوان راهی برای گذر از این بحران معرفی کرد.

الکساکیس و همکاران (Alexakis & partners) (۲۰۱۶) در مقاله‌ای با عنوان همبستگی پنهان ارزش‌های مخفی در سرمایه‌گذاری‌های اسلامی در دوره زمانی ۲۰۰۰-۲۰۱۴ یک روش همگام‌سازی پنهان را برای انحلال سری به مؤلفه‌های مثبت و منفی اتخاذ کردند. به این ترتیب امکان بررسی شاخص‌ها در بازارهای رو به بالا و پایین را فراهم می‌کند. شواهدی از دینامیک دوطرفه را در طی حرکت‌های بالا، پایین و برخی از مخلوط بازار پیدا کردند. با این حال پس از اضافه‌کردن متغیرهای کنترل به مدل‌ها تنها رابطه برای مؤلفه‌های منفی اهمیت آن را حفظ می‌کند؛ نشان می‌دهد که شاخص‌های اسلامی طی زمان‌های پاسخگو هستند. این نشان دهنده ماهیت قوی سرمایه‌گذاری‌های اسلامی و واکنش متقابل سرمایه‌گذاران به اطلاعات مالی در طول روند نزولی بازار است.

برگ و همکاران (Berg & Partner) (۲۰۱۶) در مقاله‌ای با عنوان بخش‌بندی بازار و غیریکنواختی استانداردهای شریعت در سیستم مالی اسلامی کار کردند. این مقاله تا حد زیادی سبب توسعه مالی اسلامی بازار شده است که در آن به بازار به عنوان منفعت اجتماعی نیز نگاه شده است که با یک مدل توضیحی به بخش‌بندی بازار پرداخت.

### ۳. روش‌شناسی پژوهش

پژوهش حاضر با تلاش در جهت بررسی تأثیر مالی اسلامی بر بازار 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 اقتصادسنجی 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 یا فقط به صورت مقطعی بررسی کرد، استفاده کنند.

## الگوی داده‌های تابلویی

فرم استاندارد داده‌های تابلویی به صورت زیر می‌باشد:

$$Y_{it} = \alpha_i + \beta X_{it} + \varepsilon_{it} \quad (1)$$

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

## 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 به‌سادگی 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).

برای بررسی علل و عوامل مؤثر بر رشد اقتصادی، الگوهای متعددی طراحی شده است. لوین و رنلت (Levin & lin) (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 & lin, 2002, p.1).

طبق 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 زنت (۱۹۹۲) وجود داشته است نیز می‌باشند، مانند سرمایه‌گذاری. ۲- مجموعه‌ای از متغیرهایی که در مطالعات گذشته روی رشد تأثیر بسزایی داشته است، مانند نسبت مخارج دولت. ۳- متغیری که در این تحقیق معرفی می‌شود و اثر آن بر بازار اندازه‌گیری می‌شود که در اینجا مالی اسلامی می‌باشد.

$$IM = \beta_1 + \beta_2 INV_{it} + \beta_3 GOV_{it} + \beta_4 SUK_{it} + \varepsilon_{it} \quad (2)$$

در این پژوهش کشورهای خاورمیانه شامل قطر، کویت، عربستان، ایران، بحرین، امارات و عمان مراد می‌باشد. داده‌های مربوط به مالی اسلامی از پایگاه اطلاعات صکوک ([www.sukuk.com](http://www.sukuk.com)) و بورس کالای ایران گرفته شده است و داده‌های مربوط به سایر متغیرهای سرمایه‌گذاری و مخارج دولت از پایگاه بانک جهانی و متغیر تجارت بین‌المللی از سازمان تجارت جهانی گرفته شده است.

جدول ۱: متغیرهای مورد استفاده و تعریف آنها

۱۹۷

متغیر	تعریف متغیر	علامت اختصاری
تجارت بین‌المللی بازار	International Trade Market	IM
سرمایه‌گذاری	investment	Investment
مخارج دولت	Government	GOV
اوراق بهادار اسلامی	Islamic bonds	SUKUK

فصلنامه علمی پژوهشی اقتصاد اسلامی / تأثیر تأمین مالی اسلامی بر بازار ...

#### ۴. تجزیه و تحلیل داده‌ها

به منظور بررسی پایایی جمعی (Common Unit Root) متغیرها از آزمون لوین، لین و چو استفاده شده است. نتایج در جدول زیر ارائه شده‌اند. با توجه به نتایج حاصل از آزمون مشخص گردید تمامی متغیرها در سطح پایا هستند.

جدول ۲: بررسی پایایی متغیرهای مورد استفاده در برآورد الگو

مرتبۀ تفاضل	سطح معناداری	آماره لوین، لین و چو	نام متغیر
I(0)	۰,۰۰۰	-۷,۳۲۲۱۵	LN(IM)
I(0)	۰,۰۰۴	-۲,۶۲۴۸۳	LN(GOV)*

LN(INV)	-۲,۶۳۵۰۱	۰,۰۰۴	I(0)
LN(SUK)*	-۲,۳۴۴۸۲	۰,۰۰۹	I(0)

\* پایایی در سطح اول

منبع: محاسبات تحقیق با استفاده از نرم افزار EViews 9

جدول ۳: نتایج آزمون های آزمون F - لیمر و هاسمن برای انتخاب الگوی تأمین مالی اسلامی بر بازار

الگو	نوع آزمون	آماره آزمون	سطح معناداری	نتیجه آزمون
سرمایه گذاری	آزمون F- لیمر	۵,۲۴	۰,۰۰۰۰	رد الگوی داده های تلفیقی و تأیید الگوی اثر ثابت
	آزمون هاسمن	۲۷,۸۷	۰,۰۰۰۳	رد الگوی اثر تصادفی تأیید الگوی اثر ثابت
مخارج دولت	آزمون F- لیمر	۲,۷۷	۰,۰۰۹۰	رد الگوی داده های تلفیقی و تأیید الگوی اثر ثابت
	آزمون هاسمن	۲,۲۸	۰,۰۰۱۱	رد الگوی اثر تصادفی تأیید الگوی اثر ثابت
اوراق بهادار اسلامی	آزمون F- لیمر	۵,۲۰	۰,۰۰۰۰	رد الگوی داده های تلفیقی و تأیید الگوی اثر ثابت
	آزمون هاسمن	۱,۸۲	۰,۰۰۷۱	رد الگوی اثر تصادفی تأیید الگوی اثر ثابت

منبع: محاسبات تحقیق با استفاده از نرم افزار Eviews 9

همان طور که در جدول (۳) مشاهده می گردد، نتایج حاصل از آزمون های F - لیمر رد الگوی داده های تلفیقی می باشد؛ بنابراین به منظور انتخاب روش تخمین بین روش های اثرات ثابت و اثرات تصادفی، آزمون هاسمن انجام گرفته است. آماره کای دو محاسبه شده در این آزمون از کای دو جدول بیشتر می باشد. 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.

جدول ۴: خلاصه نتایج برآورد الگو مالی اسلامی بر بازار

متغیر وابسته: لگاریتم تجارت بازار بین‌المللی			
متغیر توضیحی	ضریب	آماره t	سطح معناداری
عرض از مبدأ (C)	۲۱,۷۳۹۵۶	۱۰,۸۱۷۱۳	۰,۰۰۰۰
سرمایه‌گذاری (INV)	-۰,۰۷۶۷۶۶	-۱,۲۰۸۰۳۳	۰,۲۳۸۳
مخارج دولت (GOV)	۰,۰۲۱۸۶۸	۰,۱۵۹۷۶۵	۰,۱۷۴۳
صکوک (SUK)	۰,۱۳۱۲۱۰	۲,۰۷۰۶۵۲	۰,۰۴۸۹
آماره F	۶۳,۴۶۶۰۰		
p-value	۰,۰۰۰۰۰		
R <sup>2</sup>	۰,۹۵۳۰۷۲		
R <sup>2</sup> تعدیل شده	۰,۹۳۸۰۵۵		

منبع: محاسبات تحقیق با استفاده از نرم افزار Eviews 9

در جدول (۴) نتایج برآورد الگو برای مالی اسلامی بر بازار کسب و کار به‌طورمختصر آورده شده است. همان‌طورکه در جدول مشاهده می‌شود، شاخص صکوک با ضریب ۰,۱۳۱ درصد بیشترین تأثیر را بر بازار در کشورهای منتخب دارد. بنابراین گسترش مالی اسلامی از طریق صکوک تأثیرش بر بازار کسب و کار در این کشورها از اهمیت ویژه‌ای برخوردار می‌باشد.

### جمع‌بندی و نتیجه‌گیری

با توجه به اینکه مفاهیمی مانند بازار رقابتی و انحصاری نسبی‌اند، می‌توان گفت که انواع بازارها یک طیف بسیار وسیع‌اند که یک سر آن، بازار رقابت کامل و یک سر آن بازار انحصاری است. در اقتصادهای نوپا مثل کشور ایران نیز بازارها و صنایع فعال در بورس

اوراق بهادار در حال حرکت به سمت رقابتی‌شدن هستند. ابزارهای مالی اسلامی (صکوک)، اوراق بهادار با ارزش مالی یکسان و قابل معامله در بازارهای کسب و کار مالی هستند که بر پایه یکی از قراردادهای مورد تأیید اسلام طراحی شده‌اند و دارندگان اوراق به صورت مشاع مالک یک یا مجموعه‌هایی از دارایی‌ها و منافع حاصل از آنها می‌باشند. این پژوهش با بهره‌گیری از شاخص جدید صکوک و زیرشاخص‌های اقتصادی اثر آنها را بر بازار برای دوره زمانی ۲۰۱۰ - ۲۰۱۵ و با استفاده از روش اقتصادسنجی داده‌های تابلویی در کشورهای منتخب برآورد کرده است. نتایج پژوهش حاضر عبارت‌اند از:

۱. اثر مالی اسلامی (صکوک) بر کسب و کار کشورهای منتخب مثبت و معنادار می‌باشد.
  ۲. اثر مخارج دولت با توجه به حجم نمونه و سال‌های مورد بررسی بر بازار کسب و کار کشورهای منتخب منفی و بی‌معنا می‌باشد.
  ۳. اثر سرمایه‌گذاری با توجه به حجم نمونه و سال‌های مورد بررسی بر بازار کسب و کار کشورهای منتخب منفی و بی‌معنا می‌باشد.
- بنابراین می‌توان گفت افزایش مالی اسلامی (صکوک) کشورها با یکدیگر منجر به بهبود بازار کسب و کار بین‌المللی آنها می‌گردد. در نتیجه تأمین مالی اسلامی بر بازار کسب و کار کشورهای خاورمیانه تأثیر مثبتی دارد و موجب رشد مضاعف بازار این کشورها می‌گردد؛ از این رو کشورها به منظور افزایش بازار کسب و کار بین‌المللی خود، باید از فرایند مالی اسلامی (صکوک) در تمام ابعاد بهره‌گیرند.
- بر اساس نتایج به دست آمده پیشنهادهای زیر جهت بهبود بازارهای بین‌المللی کشورهای منتخب ارائه می‌گردد:
۱. با توجه به اینکه تأثیر صکوک بر بازار کسب و کار بین‌المللی از سایر ابعاد مالی اسلامی بیشتر می‌باشد، پیشنهاد می‌گردد، سیاست‌های لازم در جهت افزایش بهره‌گیری از صکوک به منظور افزایش رشد اقتصادی بازارهای کسب و کار اعمال گردد.
  ۲. اعمال سیاست‌های لازم در جهت ارتقا بازارهای کسب و کار اسلامی و توان رقابت آنها در بازارهای کسب و کار بین‌المللی به منظور دستیابی به رشد تولید داخلی کشورها.

پیشنهادهای سیاسی عبارت‌اند از:

۳. دولت‌ها باید سپرده‌های بانکی را به نحوی مدیریت کنند تا سرمایه‌گذاران به سمت بازار حرکت کنند.

۴. دولت‌ها با توجه به ماهیت مالی اسلامی که با توجه به این مقاله دارای اثر مثبت بر بازار کسب و کار می‌باشد، باید استفاده از این ابزار را کاربردی کنند تا ربا را از کشورهای اسلامی کاهش دهند و موجب رشد اقتصادی شوند.

## منابع و مأخذ

۱. احمدی، علی و احسان عباس‌پور؛ «بازاریابی اسلامی رویکردی نوین در اقتصاد جهانی»، کنفرانس بین‌المللی مدیریت، اقتصاد و علوم انسانی؛ دوره چهارم، ش ۴، ۱۳۹۵.
۲. اکبریان، جوکار؛ «تأثیر بانکداری اسلامی بر رشد اقتصادی»، فصلنامه علمی ترویجی اقتصاد و بانکداری اسلامی؛ دوره پنجم، ش ۷، ۱۳۹۳.
۳. حسن‌زاده، علی و اعظم احمدیان؛ «پیش‌بینی ظرفیت انتشار صکوک در ایران»، مجله تحقیقات مالی اسلامی، س ۱، ش ۲، ۱۳۹۱.
۴. رجایی، سیدمحمدکاظم؛ «تقاضای بازار اسلامی در مقایسه با بازار رقابت کامل»، دو فصلنامه علمی پژوهشی جستارهای اقتصادی، س ۴، ش ۸، ۱۳۸۶.
۵. زنجیردار، مجید و سجاد ابراهیمی راد؛ «رابطه بین شیوه‌های تأمین مالی و بازده سهام»، مجله مطالعات مالی؛ دوره اول، ش ۲، ۱۳۸۸.
۶. ستایش، محمدحسین، علیرضا ممتازیان، مریم زارع و جواد حیاتی؛ «بررسی اثرات رقابت در بازار محصول بر هزینه تأمین مالی»، مجله دانش حسابداری؛ س ۶، ش ۲۳، ۱۳۹۴.
۷. سرائی، محمدحسین؛ «تحولات بازارهای ایرانی- اسلامی (رویکردی موردی بازار یزد)»، فصلنامه مطالعات شهر ایرانی اسلامی؛ ش ۲، ۱۳۸۹.
۸. صالح‌آبادی، علی؛ بازارهای مالی اسلامی؛ تهران: انتشارات دانشگاه امام صادق علیه السلام، ۱۳۸۵.

۹. طاهری، روبین؛ به‌کارگیری روش BOT در توسعه نیروگاه‌های ایران؛ پایان‌نامه کارشناسی ارشد دانشگاه تربیت مدرس، ۱۳۷۹.
۱۰. فراهانی، مهدی و حسین مرزبان؛ «مدلسازی تکنولوژی صکوک در صنعت بانکداری ایران»، بیست و ششمین همایش بانکداری اسلامی، مؤسسه عالی آموزش بانکداری ایران، دروه اول، ش ۳، ۱۳۹۴.
۱۱. گجراتی، دامودار؛ **مبانی اقتصادسنجی**؛ ترجمه حمید ابریشمی؛ ج ۲، چ ۶، تهران: انتشارات دانشگاه تهران، ۱۳۸۹.
۱۲. نظریور، اشراقی؛ «اثر بانکداری اسلامی و رشد اقتصادی بر فقر و نابرابری اقتصادی در کشورهای منتخب اسلامی»، **مطالعات کمی در مدیریت**، س ۴، ش ۲، ۱۳۹۱.
۱۳. وایسر، هانس؛ **مدیریت مالی اسلامی** (اصول و کارکردها)؛ ترجمه مهدی صادقی و حسین محسنی؛ تهران: انتشارات دانشگاه امام صادق علیه السلام، ۱۳۹۰.
14. Alexakis, C., Pappas, V., & Tsikouras, A.; "Hidden cointegration reveals hidden values in Islamic investments" **Journal of International Financial Markets, Institutions and Money**; No.46, 2017.
15. Berg, N., El-Komi, M., & Kim, J. Y.; "Market segmentation and non-uniform Shariah standards in Islamic finance", **Journal of Economic Behavior & Organization**; No.132, 2016.
16. Higgis. R.C.; **Analysis for Financial Management**; Second edition, Japan: Toppan company, 1990.
17. Jafari, Aliakbar, and Özlem Sandıkcı; "Islamic' consumers, markets, and marketing: A critique of El-Bassiouny's (2014) The one-billion-plus marginalization", **Journal of Business Research**; Volume 68, Issue 12, 2015.



18. Levin, A., Lin, C.F., Chu, C-S.J.; “Unit Root Tests in Panel Data: Asymptotic and Finite Sample Properties”, **Journal of Econometrics**; No.108, 2002.
19. Manni, U. H., & Afzal, M. N. I.; “Effect of Trade Liberalization on Economic Growth of Developing Countries: A Case of Bangladesh Economy”, **Journal of Business, Economics & Finance**; Volume 1, Issue 2, 2012.
20. Rizvi, S. A. R., Arshad, S., & Alam, N.; “Crises and contagion in Asia Pacific—Islamic v/s conventional markets”, **Pacific-Basin Finance Journal**; No.34, 2015.
21. Valta, P.; “Competition and the cost of debt”, **Journal of Financial Economics**; 105(3), 2012.