

Investigating the relationship between the sukuk market and gross domestic product in Iran's economy (Approach of generalized moments)

Zahra Sepidbar *

Master of Islamic Financial Economics, Department of Economics, Faculty of Economics and Islamic Banking, Kharazmi University, Tehran, Iran

Gholamali Masuminia

Associate Professor of Economics, Department of Economics, Faculty of Economics and Islamic Banking, Kharazmi University, Tehran, Iran

Abstract

Aim and Introduction

The debt market in Iran was established approximately a decade ago, but it wasn't until September of the previous year that it began to exhibit characteristics of a true "market" in terms of supply and demand. A significant step towards the development of the debt market was taken at the end of the previous year, coinciding with the issuance of treasury bills. Despite the market's almost negligible growth in comparison to its inception, its overall position within Iran's capital market remains weak. While there has been some exaggeration regarding the rapid expansion of this market, many analysts in the field agree that substantial financing through this sector necessitates sustained activity and significant offerings. The debt market offers numerous advantages for the country's economy. Its importance is underscored by the fact that in many countries worldwide, the debt market comprises approximately 60% of the total capital market. In contrast, in Iran, the debt market accounts for less than 6% of the total capital market. Therefore, leveraging sukuk bonds and Islamic treasury bonds (Akhza) could lead to increased economic growth, bolstering the country's gross domestic product (GDP). Given the lack of research that considers the relationship between

* Corresponding Author: sepidbarzahra@gmail.com

How to cite: Sepidbar, Z. & Masuminia, G., A. (2023). Investigating the relationship between the sukuk market and gross domestic product in Iran's economy (Approach of generalized moments). Scientific Quarterly of Economic Policies and Research, 2 (1): 63-94.

sukuk bonds and GDP with a generalized moments (GMM) approach, this study aims to explore this relationship within the Iranian economy.

Methodology

This study employs the Generalized Moments (GMM) estimation method, initially proposed by Arellano and Bond and subsequently expanded by Blundell and Bond, to control for endogeneity in model estimation. GMM estimation offers numerous advantages, making it a suitable choice for eliminating time-series data variance. By calculating unobserved individual effects in the model, GMM provides better control over the endogeneity of all explanatory variables. In this study, GMM estimation is utilized to investigate the relationship between the sukuk market and Iran's GDP.

Results

The coefficient for the sukuk index demonstrates a positive and significant effect on GDP, indicating that a one percent increase in financing through sukuk index-based debt market instruments leads to a 21 percent increase in GDP. This suggests that bonds associated with this index have become a pivotal tool for efficient and effective financial transactions, resource allocation, and transformation within Iran's capital market. It has provided a channel for alternative budgeting and broader investment opportunities for larger institutions (joint organizations), and the government has followed suit. Thus, increasing the supply of debt market instruments through sukuk bonds, particularly those tied to the index, has strengthened the capital market, enhanced the real sector of the economy, and ultimately improved macroeconomic variables, including GDP. Conversely, the coefficient for the consumer price index exhibits a negative and significant impact on GDP, implying that a one percent increase in the inflation rate results in a 117 percent decrease in GDP. This highlights the serious challenge posed by high inflation rates in recent years to Iran's economy, disrupting the price system, reducing savings, eroding investment incentives, spurring capital flight from the real sector, and promoting unproductive and speculative activities that ultimately lead to a decline in GDP.

Conclusion

Given that a part of debt market development is facilitated through sukuk bonds, it is recommended to nurture the debt market to its fullest potential to have a profound impact on GDP:

1. Targeted issuance of all sukuk bonds to address production barriers across all economic sectors, with the goal of augmenting GDP.
2. Prioritizing bond issuance to advance the government's infrastructure goals and reduce current expenditures, thus chronically reducing the budget deficit.
3. Designing policies that enhance the functionality of the Islamic capital market, with a focus on the effective use of sukuk bonds to boost GDP and improve other macroeconomic variables, including the inflation rate.
4. Developing the necessary infrastructure by issuing sukuk bonds to attract as many foreign investors as possible and channeling revenue overflow into GDP growth.
5. Promoting comprehensive and well-planned debt market development through appropriate policies that align with various aspects of the debt market while addressing broader macroeconomic policies.

Keywords: Sukuk index, GDP, Iran, GMM.

JEL Classification: O₁₃, F₂₁, C₂₂

ارتباط بین بازار صکوک و تولید ناخالص داخلی در اقتصاد ایران (رویکرد گشتاورهای تعمیم یافته)


کارشناسی ارشد اقتصاد مالی اسلامی، گروه اقتصاد، دانشکده اقتصاد و بانکداری

اسلامی، دانشگاه خوارزمی، تهران، ایران

دانشیار علوم اقتصادی، گروه اقتصاد، دانشکده اقتصاد و بانکداری اسلامی،

دانشگاه خوارزمی، تهران، ایران

زهرا سپیدبر* 

غلامعلی معصومی نیا 

چکیده

توسعه بازار بدهی به‌عنوان یکی از ارکان نظام مالی کشور نقش مهمی در بهبود تخصیص منابع سرمایه‌گذاری و هم‌چنین حل معضل تنگنای اعتباری دارد. در این راستا بازار سرمایه با برخورداری از پتانسیل بالا، طراحی و انتشار انواع ابزارهای مالی اسلامی امکان معاملات طیفی از اوراق بخش دولتی و خصوصی با موضوع‌های تامین مالی گوناگون را فراهم کرده‌است؛ به‌طوری‌که شرکت‌های خصوصی و مخصوصاً دولت توانسته‌اند از ظرفیت‌های بالای بازار سرمایه کشور استفاده کنند. لذا، شناخت دقیق چالش‌های توسعه این بازار در ایران می‌تواند در رشد و توسعه این بازار نقش مهمی داشته‌باشد. از این‌رو، هدف تحقیق حاضر بررسی ارتباط بین بازار صکوک و تولید ناخالص داخلی در اقتصاد ایران طی دوره زمانی ۱۴۰۰-۱۳۹۰ به‌صورت تواتر داده‌های فصلی با استفاده از مدل گشتاورهای تعمیم‌یافته (GMM) است. نتایج تحقیق نشان داد شاخص صکوک تأثیری مثبت بر تولید ناخالص داخلی دارد. هم‌چنین متغیرهای نرخ دلار در بازار آزاد، شاخص قیمت مصرف‌کننده و کسری بودجه تأثیر منفی بر تولید ناخالص داخلی دارد. بر اساس نتایج تحقیق پیشنهاد می‌گردد جهت توسعه هرچه بهتر بازار بدهی و بهبود عملکرد متغیرهای کلان اقتصادی از جمله تولید ناخالص داخلی، توسعه بازار بدهی با داشتن یک رویکرد جامع و سیاست‌گذاری مناسب جهت اصلاح سایر سیاست‌های اقتصاد کلان و پرداختن به ابعاد مختلف بازار بدهی، الزام چارچوب قانونی، حمایت دولت، سازکارهای ارتقای اعتباری و وجود زیرساخت‌های مناسب جهت توسعه بازار صکوک و طراحی سیاست‌های جدید جهت نوسازی جنبه‌های عملکردی بازار سرمایه اسلامی توصیه می‌گردد.

کلید واژه: شاخص صکوک، تولید ناخالص داخلی، ایران، گشتاورهای تعمیم‌یافته (GMM)

طبقه‌بندی JEL: E62، E44، C22

مقدمه

از ضرورت‌های توسعه پایدار کشورهای جهان سرمایه‌گذاری‌های مولد است. از این‌رو، جهت سرمایه‌گذاری‌های موردنیاز بخش‌های مختلف اقتصادی باید منابع مالی متناسب با بخش‌های متعدد فراهم گردد (Mousavian & Mousavi Beyuki, 2009). به‌عنوان جریان‌های هدایت‌کننده منابع مالی از بخش غیرمولد به بخش مولد بازارهای مالی از اهمیت ویژه‌ای در رشد اقتصادی، تثبیت متغیرهای پولی و مالی، سرمایه‌گذاری، افزایش اشتغال و در کل بهبود عملکرد متغیرهای کلان اقتصادی می‌باشند. بنابراین، به‌دلیل اهمیت ویژه بازارهای فوق، به‌عنوان جریان‌های اصلی اقتصاد از آن‌ها یاد می‌شود (Zulfaqari, & Sahabi, 2015).

بازارهای مالی وظیفه حمایت از بخش‌های واقعی اقتصاد را دارند تا زمینه‌ساز توسعه و رشد پایدار اقتصادی گردند. مؤسسات، سازمان‌ها و شرکت‌ها به منابع مالی جهت تأسیس، تجهیز و یا گسترش فعالیت‌های خود نیاز دارند، که از طریق انتشار اوراق قرضه با نرخ بهره و اوراق سهام در بازارهای مالی متعارف این نیاز مرتفع می‌گردد، که از دیدگاه اسلام نرخ بهره (ربا) حرام بوده و نمی‌توان از این اوراق جهت تأمین مالی در جامعه اسلامی استفاده کرد. اندیشمندان مسلمان با در نظر داشت اهمیت تأمین مالی شرکت‌ها از طریق اسلامی، ابتدا به ایجاد نظام بانکداری اسلامی و سپس به فکر راه‌اندازی بازار سرمایه افتادند. که در این میان جهت تأمین نظام مالی اسلامی نقش ابزارهای مالی اسلامی یا صکوک بسیار حایز اهمیت و برجسته است (Shahriari, 2015). لذا، بررسی تاثیر انواع اوراق صکوک و اوراق اسناد خزانه اسلامی بر بخش حقیقی اقتصاد ایران از اهمیت ویژه‌ای برخوردار است.

به جهت انبوه پروژه‌های توسعه‌ای و ضروری در کشورهای در حال توسعه، جهت تأمین مالی طرح‌های اقتصادی همواره با کسری منابع مالی روبه‌رو هستند. دولت به‌عنوان بزرگترین بنگاه اقتصادی، متصدی اجرا و پیاده‌سازی پروژه‌های راهبردی و توسعه در این کشورها محسوب می‌گردد. از این‌رو، یکی از مسایل و دغدغه‌های همیشگی دولت‌ها به ویژه دولت‌های کشورهای در

حال توسعه چگونگی تامین مالی به جهت کاهش اثرات کسری بودجه احتمالی است (Nazarpour & Sadraei, 2015).

باتوجه به مزایای اقتصادی انتشار اوراق بدهی، برای کشورهایی که از ثبات اقتصادی بالاتری برخوردارند، اما سازوکار اثرگذاری و میزان اثرگذاری بدهی دولتی در یک اقتصاد بی‌ثبات مانند اقتصاد ایران با نرخ تورم حدود ۵۰ درصد و نرخ بهره در دامنه ۲۰ تا ۳۰ درصد بسیار متفاوت است و می‌تواند از طریق انتظارات تورمی ابعاد نگران‌کننده‌ای داشته‌باشد. کسری بودجه سالانه دولت (به معنای کمتر بودن درآمدهای دولت از مخارج جاری و عمرانی دولت) به تغییر و انباشت بدهی دولتی منجر می‌شود. مفهوم و محاسبه کسری بودجه دولت ایران به دلیل درآمدهای نفتی کمی پیچیده است. بهترین معیار برای این که کسری بودجه دولت را تحلیل کنیم کسری بودجه غیرنفتی است؛ یعنی درآمدهای دولت (شامل مالیات‌ها) چقدر از مخارج عمرانی و جاری کمتر است و باید از طرق مختلف، از جمله فروش نفت، خالص بدهی دولتی، فروش سهام و دارایی‌های دولتی تامین مالی شود. تا سال ۱۳۹۶ بیشتر کسری بودجه غیرنفتی دولت ایران از محل نفت (شامل صادرات نفت و برداشت از صندوق توسعه ملی) تامین می‌شد. در این سال، کل این کسری ۱۱۹ هزار میلیارد تومان بوده که ۱۰۲ هزار میلیارد تومان آن از طریق منابع نفتی تامین شده و ۴ هزار میلیارد تومان از محل فروش سهام شرکت‌های دولتی و فقط ۱۲ هزار میلیارد تومان خالص استقراض بوده که از طریق فروش اوراق بهادار تامین شده‌است. نسبت خالص فروش اوراق به کل مخارج دولت در این سال فقط ۴ درصد بوده که در سال ۱۳۹۸ به ۱۴ درصد افزایش یافته‌است. بنابراین نکته مهم روند نگران‌کننده افزایش استقراض دولت از طریق فروش اوراق بدهی طی سال‌های اخیر است.

از سال ۱۳۹۶ تا ۱۴۰۰ به ترتیب فروش اوراق قرضه دولتی برابر با ۴۴ هزار میلیارد، ۷۴ هزار میلیارد، ۹۶ هزار میلیارد، ۱۹۱ هزار میلیارد و ۲۱۸ هزار میلیارد تومان بوده‌است. نسبت فروش این اوراق به کل مخارج جاری و عمرانی دولت در سال ۱۳۹۹ حدود ۳۶ درصد و در سال ۱۴۰۰ حدود ۲۵ درصد مخارج دولت بوده‌است. رقم فروش اوراق قرضه دولتی برای سال ۱۴۰۱ اگر درآمدهای نفتی در حدود سال ۱۴۰۰ یعنی ۱۹۰ هزار میلیارد تومان محقق شود، می‌تواند به ارقامی در حدود ۳۰۰ هزار

میلیارد تومان برسد (Sadeghi & Tedin, 2021). درست است که آثار تورمی تامین مالی چنین کسری بودجه بزرگی از طریق فروش اوراق بدهی، بسیار کمتر از تامین مالی مستقیم از بانک مرکزی و گسترش پایه پولی است؛ اما آثار تورمی و حقیقی آن در اقتصاد بی ثبات ایران مخرب خواهد بود. فروش چنین حجمی از اوراق سبب می شود که قیمت اوراق در بازار ثانویه کاهش و نرخ بهره افزایش یابد که هزینه مالی تولیدکنندگان را افزایش می دهد. هم چنین، چون بانک مرکزی از طریق بازار بین بانکی و عملیات بازار باز در سال های اخیر، به طور غیرمستقیم اوراق قرضه دولت را تامین مالی می کند، بدهی دولت و بانک ها به بانک مرکزی افزایش می یابد و از طریق پایه پولی، نقدینگی را افزایش می دهد و آثار تورمی دارد؛ همان طور که در ماه های اخیر این اتفاق افتاده است. اثر مخرب دیگری که این حجم فروش اوراق قرضه دولتی در شرایطی که نرخ بهره دو رقمی است، افزایش نرخ بهره دولت است. این هزینه بهره البته در اوراق مرابحه عام و اوراق مشابه تاحدودی آشکار است؛ اما در اسناد خزانه اسلامی (اوراق تنزیلی) پنهان است. در هر حال، افزایش فروش اوراق سبب افزایش نرخ بهره و افزایش هزینه بهره آشکار و پنهان دولت شده و کسری بودجه را در عمل افزایش خواهد داد (Tabatabaiejad & Mousavi, 2021).

بنابراین، از یک طرف با توجه به عدم ثبات اقتصادی از طریق نرخ تورم بالا و از طرفی با توجه به کسری بودجه سالانه دولت، جهت مقابله با نوسانات و عدم ثبات اقتصادی از طریق توسعه بازار بدهی، ضروری است انتشار اوراق صکوک که نقش مهمی در توسعه بازار بدهی ایران دارد با استفاده از الگوی گشتاورهای تعمیم یافته بر تولید ناخالص داخلی مورد بررسی قرار گیرد. از این رو، هدف پژوهش حاضر این است که توسعه بازار بدهی در ایران از طریق انتشار اوراق صکوک توسط دولت چه تاثیری بر تولید ناخالص داخلی ایران دارد؟ به منظور پاسخ به سوالات مذکور در بخش بعدی مبانی نظری و پیشینه پژوهش بررسی می شود. در ادامه با بیان روش شناسی پژوهش و الگوی پژوهش بیان می گردد. در قسمت پنجم نتایج تجربی مدل ارائه و در نهایت در بخش ششم به جمع بندی و ارائه پیشنهادات ارائه می شود.

ادبیات موضوع

از اجزا و زیر مجموعه‌های کلیدی هر نظام مالی، بازار بدهی محسوب می‌شود. در بازار فوق انواع گوناگون اوراق بدهی دولتی و غیردولتی در بازار اولی منتشر شده و در بازار ثانوی مورد مبادله دست دوم قرار می‌گیرند. کمک به تامین مالی دولت، زمینه‌سازی مدیریت بدهی‌های معوقه دولتی و فراهم کردن بستر مناسب برای عملیات بازار باز توسط بانک مرکزی، برخی از مهم‌ترین مزایای تشکیل بازار بدهی است. یکی از مهم‌ترین منافع انتشار اوراق بدهی کمک به کشف منحنی بازده علاوه بر کمک به تامین مالی و مدیریت بدهی و فراهم کردن بستر لازم برای سیاست‌گذاری پولی است. انتشار اوراق به صورت دوره‌ای به دولت کمک می‌کند تا بتواند به یکی از اهداف اصلی خود (مدیریت انتظارات در رابطه با نرخ‌های سود آینده) جامه عمل بپوشاند به گونه‌ای که امکان شکل‌گیری منحنی بازده اوراق فراهم شود. در واقع مدیریت حجم اوراق عرضه‌شده به بازار، دولت می‌تواند نرخ‌ها را به سمت شکل‌دهی منحنی بازده سوق داده و از این طریق در زمینه دیدگاه دولت در رابطه با وضعیت آتی بازار مالی علامت دهد. این علامت‌دهی به تغییر انتظارات ذینفعان بازار در راستای اهداف مورد نظر دولت کمک خواهد کرد (Haji Dolabi, 2016). لذا، بهره‌مندی از طریق بازار بدهی مانند برخی اوراق صکوک و اوراق اسناد خزانه اسلامی بر افزایش تولید ناخالص داخلی می‌تواند از اهمیت ویژه‌ای برخوردار باشد.

اوراق قرضه متعارف به دلیل وجود برخی اشکالات شرعی به ویژه در کشورهایایی که دارای جمعیت مسلمان زیادی هستند، کارایی و مقبولیت زیادی ندارند. از این رو، اندیشمندان اسلامی با طراحی ابزارهای مالی جایگزین که به اوراق بهادار اسلامی یا صکوک مشهور شده‌اند، به دنبال پر کردن خلا ناشی از کمبود ابزارهای تامین مالی بوده‌اند (Zulkhibri, 2015). صکوک نیز همانند اوراق قرضه، دارای دو نوع داخلی و بین‌المللی است. در حال حاضر صکوک بین‌المللی به عنوان موتور محرک اصلی رشد این صنعت عمل می‌کند و نسبت به بازار داخلی آن از رشد بالاتری برخوردار است. به گونه‌ای که از آغاز سال ۲۰۰۱ تا پایان سال ۲۰۱۷ حدود ۲۱۹ میلیارد دلار صکوک بین‌المللی توسط ناشران گوناگون منتشر شده‌است. در این میان بیشترین حجم منتشرشده مربوط به سال

۲۰۱۷ با رقم حدود ۳۷ میلیارد دلار بوده که البته بخش عمده آن توسط دولت‌ها و موسسات شبه-دولتی منتشر شده است. هم‌چنین سهم صکوک بین‌المللی نسبت به کل صکوک منتشر شده (داخلی و بین‌المللی) از حدود ۸ درصد در سال ۲۰۱۰ به حدود ۴۷ درصد در سال ۲۰۱۷ رسیده که حاکی از رشد شتابان این بازار است (Khansari, 2017).

پس از تصویب قانون بازار اوراق بهادار ایران در سال ۱۳۸۴، بازار صکوک کشور از نظر حجم و تنوع ابزارهای مالی موجود توسعه قابل توجهی داشته است. با وجود توسعه بازار صکوک داخلی در ایران، از نظر انتشار صکوک، ایران جایگاه مناسبی در بین سایر کشورهای اسلامی ندارد. یکی از مشکلات این اوراق بحث‌های مربوط به نرخ گذاری آن بود. با توجه به رتبه اعتباری نه‌چندان مطلوب ایران، پیش‌بینی دقیقی از نرخ گذاری اوراق وجود نداشته است. به علاوه به دلیل نبود صندوق‌های ارزی داخلی، عدم تسهیل ورود سرمایه‌گذاران خارجی و فعال‌نبودن بازار مشتقه ارزی یافتن طرف تقاضا برای این اوراق بسیار دشوار بود. با وجود تلاش‌های صورت گرفته برای فروش اوراق مشارکت ارزی، با توجه به لزوم پرداخت مبالغ ارزی اصل و سود اوراق در سررسید آن‌ها و عدم پیش‌بینی بودجه ارزی مربوطه از یک سو و نوسان‌های ارزی سال‌های بعد، تفاوت نرخ ارز رسمی و آزاد و کمبود منابع ارزی به دلیل تحریم‌های ظالمانه نظام بانکی ایران از سوی دیگر، شبکه بانکی با مشکلات عدیده‌ای در بازپرداخت این اوراق مواجه گردید. این امر در نهایت موج انتقال سیگنال-های نادرست به بازار شده و بر تلاطم‌های ارزی در اقتصاد کشور افزود. بنابراین، با توجه به احتمالات موجود به ظرفیت‌های بازار داخلی نمی‌توان تکیه زیادی نمود و از این رو، استفاده از بازار بین‌المللی در انتشار صکوک ارزی گزینه مناسب‌تری به نظر می‌رسد. با وجود این، طی سالیان اخیر کشور ایران، حضور چندانی در بازار صکوک بین‌المللی نداشته و این در حالی است که این بازار در سطح دنیا از رشد زیادی برخوردار بوده و همان‌طور که گفته شد، برخی کشورهای اسلامی هم‌چون امارات و مالزی در این بازار حضور فعالی داشته‌اند (Khansari, 2015).

با توجه به محدودیت منابع تامین مالی داخلی، یکی از راه‌های پیشتاز دولت‌ها و بنگاه‌های اقتصادی، ورود به بازارهای اوراق بهادار بین‌المللی و تامین مالی از طریق ابزارهای مالی گوناگون در این بازار

است. اوراق بهادار اسلامی که با عنوان صکوک شناخته می‌شوند، به‌عنوان جایگزین اوراق قرضه (در چارچوب اسلامی) در مدت بیش از یک دهه به یکی از بخش‌های مهم صنعت مالی اسلامی تبدیل شده‌است و در سالیان گذشته روند انتشار آن در سطح بین‌المللی با رشد قابل توجهی همراه بوده‌است. از این‌رو، یکی از ظرفیت‌های پیش‌روی نظام مالی کشور انتشار صکوک ارزی به‌ویژه در سطح بین‌المللی است. این اوراق در کنار مزایای گوناگونی که از نظر تامین منابع، افزایش اعتبار و مانند آن دارد، می‌تواند در تقویت ثبات مالی کشور از طریق کاهش عدم‌انطباق واحد پولی و عدم‌انطباق سررسید و مدیریت بهتر عرضه و تقاضای منابع ارزی موثر باشد. توسعه بازار صکوک ارزی، مستلزم فراهم‌شدن زیرساخت‌ها و اقدامات گوناگونی است که باید با حمایت دولت و نهادهای مقررات‌گذار انجام شود (Eun, Bruce & Resnick, 2015).

یکی دیگر از اوراق بدهی، اوراق اسناد خزانه اسلامی است. اسناد خزانه اسلامی، ابزاری مالی است که به‌وسیله خزانه‌داری کل وزارت امور اقتصادی و دارایی منتشر شده و مبتنی بر بدهی دولت به ذینفعان، نظام بانکی و تأمین‌کنندگان منابع می‌باشد. دولت می‌تواند اوراق بهادار خزانه را برای سررسید معین در اختیار بانک‌ها، پیمانکاران پروژه‌های کوتاه‌مدت یا تأمین‌کنندگان نیازهای جاری و به‌طور کلی طلبکاران دولت با انعقاد قراردادهای مربوط به مبادله‌های واقعی قرار دهد و از این طریق نیازها و هزینه‌های کوتاه‌مدت و جاری خود را تأمین مالی بکند. این اوراق به‌وسیله دولت برای تأمین مالی هزینه‌های جاری و عمرانی و نیز بازپرداخت بدهی‌های معوق دولت ابتدا در بازار اولیه منتشر می‌شود؛ سپس در بازار ثانویه خرید و فروش می‌شود. بانک مرکزی نیز می‌تواند سیاست‌های پولی موردنظر را برای تنظیم حجم نقدینگی با خرید و فروش این اوراق اعمال کند.

استاندارد کردن اسناد بدهی دولت براساس انتشار اسناد خزانه اسلامی است، یعنی این‌که دولت به‌جای پرداخت اسناد بدهی متعارف مانند سفته و چک، اوراق بهادار استاندارد شده از جهت مدت، مبلغ و کیفیت تسویه که قابلیت فروش و خرید در بازار ثانویه را دارند، تحویل می‌دهد. روشن است که این مقدار از تغییر، تغییری در حکم شرعی آن پدید نمی‌آید و تغییری در

ماهیت قرارداد و ماهیت بدهی دولت پدید نمی‌آورد؛ اما معامله بین خریدار و فروشنده اوراق، خرید و فروش دین زمانی خواهد بود که دارندگان اوراق آن‌ها را در بازار ثانویه می‌فروشند، که از نظر فقهی محل بحث و اختلاف بین مذاهب فقهی است (Bidabadi & Elhiyarifard, 2010).

اسناد خزانه اسلامی، اوراق بدهی جدیدی است که دولت برای تسویه بدهی‌های قطعی خود به بخش خصوصی از سال ۱۳۹۲ معرفی کرده است. این اوراق جدید، با اسناد خزانه متعارف و اسناد خزانه که پیش از انقلاب اسلامی منتشر می‌شد تفاوت‌هایی دارد. نخستین تفاوت در طول دوره این اوراق است. به رغم این که اسناد خزانه متعارف ماهیتاً کوتاه‌مدت و در دوره‌های زمانی یک، سه، شش و ۱۲ ماهه صادر می‌شود اما اسناد خزانه اسلامی برای دوره‌های تا سه سال هم امکان صدور را دارد. دومین تفاوتی که از نظر اجرایی اسناد خزانه را به اوراق قرضه نزدیک می‌کند، نرخ سودی است که برای این اوراق در نظر گرفته شده است. برخلاف اسناد خزانه متعارف که بازدهی آن از تفاوت بین قیمت اسمی و قیمت بازاری آن به دست می‌آید، اسناد خزانه اسلامی نرخ سود تعیین شده حداکثر تا ۲۰ درصد مبلغ اصل بدهی دارد. البته این نرخ بهره به صورت کوپن و در دوره‌های متناوب پرداخت نمی‌شود، بلکه در همان ابتدای انتشار به اصل مبلغ بدهی دولت به طلبکاران اضافه شده و قابل پرداخت است. سومین تفاوت این است که این اوراق تنها برای بدهی‌های مسجل پیشین قابل استفاده است و بنابراین ظرفیت ایجاد بدهی جدید بر دوش ناشر (که دولت باشد) را ندارد، لازمه این موضوع این است که محل مصرف منابع به دست آمده از این اوراق نیز مشخص است و بنابراین از منابع حاصله در محل‌های دیگر نمی‌توان استفاده کرد. به نظر می‌رسد ویژگی‌هایی که در مورد اسناد خزانه اسلامی بیان شد، کارکرد این اوراق بدهی را به اوراق قرضه نزدیک می‌کند با دو تفاوت که برخلاف اوراق قرضه، اسناد خزانه اسلامی قابلیت ایجاد بدهی جدید را ندارد و دوم اینکه محل مصرف منابع اسناد خزانه برخلاف اوراق قرضه مشخص است. البته به دلیل تفاوت ماهوی

حقوقی که بین اوراق قرضه و اسناد خزانه اسلامی وجود دارد، نمی‌توان این دو عنوان را با یکدیگر منطبق دانست (Ahmadi, Mahdavi adeli & Ahmadi shadmehri, 2017).

پنجره بازار بدهی در اقتصاد ایران حدود ۱۰ سال قبل ایجاد شد، اما تا مهر سال گذشته عرضه و تقاضا به‌عنوان عناصر سازنده واژه «بازار» در این روزنه مشاهده نمی‌شد. بر این اساس، مهر سال گذشته و همزمان با عرضه اوراق اسناد خزانه (اخزا) نخستین گام جدی برای توسعه بازار اوراق بدهی برداشته شد. با وجود اینکه طی مدت زمان یادشده رشد این بازار نسبت به نقطه شروع تقریباً ناچیز بوده، اما هم‌چنان جایگاه این بازار در کل بازار سرمایه کشورمان بسیار کم‌رنگ است. به‌طوری‌که می‌توان هم‌چنان ادعا کرد غفلت از توسعه سریع هم‌چنان در پیچه‌ای از بازار بدهی برجای گذاشته، هرچند سخن از گسترش پرشتاب این بازار زیاد رفته‌است به‌زعم بسیاری از تحلیلگران این حوزه رشد مناسب بازار بدهی در کمتر از یک سال، تنها توانست این بازار را از حالت صفر به یک حجم محدود برساند و تامین مالی قابل توجه از طریق این بخش نیازمند فعالیت مداوم و عرضه‌های قابل توجه است. همان‌طور که قبلاً نیز بیان شد، بازار بدهی مزیت‌های بسیاری برای اقتصاد کشور به‌همراه دارد. به‌دلیل همین مزیت‌هاست که این بازار از اهمیت بسیاری در کشورهای جهان برخوردار بوده و به‌طور میانگین، سهم بازار بدهی از کل بازار سرمایه ۱۵ کشور حدود ۶۰ درصد است. این در حالی است که در کشورمان، سهم بازار بدهی از کل بازار سرمایه کمتر از ۶ درصد است (Sadraei, Shahraki & Tavaklian, 2019). لذا، بهره‌مندی بیشتر از برخی اوراق صکوک و هم‌چنین اوراق اسناد خزانه اسلامی (اخزا) می‌تواند موجب شکوفایی و توسعه بیشتر رشد اقتصادی کشور شده و منجر به افزایش تولید ناخالص داخلی در کشور باشد.

پیشینه تحقیق

در این بخش ابتدا خلاصه‌ای از مهم‌ترین پژوهش‌های تجربی خارجی و داخلی مرتبط با عنوان تحقیق اشاره شده و سپس نوآوری پژوهش حاضر بیان می‌گردد.

مطالعات خارجی

در مطالعه (Tan & Shafi (2021) با عنوان بازار سرمایه و رشد اقتصادی در مالزی: نقش صکوک (گواهی سرمایه‌گذاری اسلامی) و سایر اجزای فرعی بازار سرمایه در مالزی بین سال‌های ۱۹۹۸ تا ۲۰۱۸ با استفاده از الگوی خودرگرسیون با وقفه توزیعی^۱، نتایج نشان‌دهنده رابطه تعادلی بلندمدت بین متغیرهای بازار سرمایه و رشد اقتصادی است. اجزای بازار اوراق قرضه (صکوک و اوراق قرضه معمولی) تأثیر مثبت، هرچند ناچیز بر رشد اقتصادی دارند. در مقابل، در بلندمدت، توسعه بازار سهام، صرف نظر از شاخصی که بر رشد اقتصادی استفاده می‌شود اثر مثبت و معناداری دارد. این مطالعه نشان می‌دهد که مولفه‌های فرعی بازار سهام بیشترین تأثیر را بر رشد اقتصادی مالزی دارد. در پژوهشی (Hissam & Mansur (2021) به بدهی عمومی و رشد تولید ناخالص داخلی در اقتصاد اسلامی مالزی با استفاده از الگوی سری زمانی خودرگرسیون برداری^۲ طی بازه زمانی ۱۹۹۰-۲۰۱۹ پرداخته‌اند. نتایج گویای آن است که متغیرهای مالی مانند بدهی و پس‌انداز دارای تأثیر نسبی بر رشد تولید ناخالص داخلی هستند. در نتیجه، به سیاست‌گذاران توصیه می‌شود که اصلاحات ساختاری را ادامه دهند و نظم و انضباط را در مورد متغیرهای مالی کاهش ندهند، زیرا در عین این که به دنبال مسیر رشد خارق‌العاده هستند، وسوسه می‌شوند.

در پژوهشی دیگر (Anwar & et al (2019) به بررسی رشد اقتصادی، توسعه بازار سهام اسلامی و بازار صکوک، و باز بودن تجارت: مورد اندونزی و مالزی طی بازه زمانی ۲۰۰۸-۲۰۱۷ به صورت داده‌های فصلی با استفاده از الگوی خودرگرسیون خطای برداری^۳ پرداختند. نتایج حاکی از آن است که بین توسعه بازار سهام اسلامی و توسعه بازار صکوک در اندونزی و مالزی یک علیت دو جهته وجود دارد. بین رشد اقتصادی، توسعه بازار سهام اسلامی و بازار صکوک در اندونزی رابطه علیت دو طرفه وجود دارد. علیت یک طرفه بین رشد اقتصادی و توسعه بازار صکوک در مالزی یافت می‌شود و هیچ‌گونه علیت (بی‌طرفی) بین توسعه بورس اسلامی و رشد اقتصادی در مالزی

-
1. Autoregressive-Distributed Lag
 2. Vector autoregression
 3. Vector error correction model

گزارش نشده است. در همین حال، بازبودن تجارت تأثیر مثبت و قابل توجهی بر توسعه بازار صکوک و هم‌چنین رشد اقتصادی در مالزی دارد. برای محدودیت‌ها، این تحقیق تنها بر دو کشور متمرکز بود و فقط به بازار صکوک شرکتی پرداخت.

هم‌چنین (Boukhatem & Moussa (2018) در تحقیقی به بررسی تأثیر بانک‌های اسلامی بر رشد تولید ناخالص داخلی: برخی شواهد از کشورهای منتخب منا با استفاده از الگوی پانل حداقل مربعات معمولی کاملاً اصلاح‌شده^۱ طی بازه زمانی ۲۰۰۰-۲۰۱۴ پرداخته‌اند. هدف از این مقاله دو قسم است. نخست، به دنبال ایجاد یک چارچوب نظری سازگار برای رابطه بین مالیه اسلامی و رشد اقتصادی است. دوم، تلاش می‌کند اثری را که وام‌های بانکداری اسلامی بر رشد اقتصادی ۱۳ کشور در منطقه خاورمیانه و شمال آفریقا در طول دوره ۲۰۰۰-۲۰۱۴ داشته‌است، ارزیابی کند. نتایج نشان می‌دهد که توسعه سیستم مالی باعث تحریک رشد اقتصادی در کشورهای منتخب منا در دوره مورد مطالعه شده است. علاوه بر این، نتایج نشان می‌دهد در حالی که توسعه مالی اسلامی می‌تواند رشد اقتصادی را تقویت کند، این اثر مثبت توسط چارچوب‌های نهادی توسعه‌نیافته مانع می‌شود. علاوه بر این، منطقه خاورمیانه و آفریقا تنها صادرکننده نفت به نظر نمی‌رسد کشورها از ذخایر بزرگ نفتی که احتمالاً مقیاس وام‌ها را افزایش می‌دهند، سود نمی‌برند. یافته‌ها نشان می‌دهد که دولت‌ها باید اجرای سیاست‌های اقتصادی و نهادی پیش‌گیرانه و مطلوب را که در جهت تأمین مالی اسلامی است، در نظر بگیرند.

در مطالعه‌ای (Echchabi & Idriss (2016) با عنوان آیا تأمین مالی صکوک باعث رشد اقتصادی می‌شود؟ با تأکید بر کشورهای صادرکننده عمده صکوک طی بازه زمانی ۲۰۰۵-۲۰۱۲ با استفاده از آزمون علیت گرنجری^۲ پرداختند. نتایج یافته‌ها حاکی از آن است که انتشار صکوک تنها زمانی بر تولید ناخالص داخلی و تشکیل سرمایه ثابت ناخالص تأثیر می‌گذارد که همه کشورها با هم جمع شوند، در غیر این صورت هیچ اثری برای عربستان سعودی و شورای همکاری خلیج فارس شناسایی نشد.

1. Fully modified ordinary least squares
2. Granger causality

در پژوهش (Godlewski, Turk-Ariss & Weill (2013) با عنوان صکوک در مقابل اوراق قرضه متعارف: دیدگاه بازار سهام در مالزی طی بازه زمانی ۲۰۰۲-۲۰۰۹ با استفاده از الگوی خودگرسیون برداری پرداختند. نتایج حاکی از آن است که بازار سهام نسبت به اعلام انتشار اوراق قرضه متعارف خنثی است، اما نسبت به اعلام انتشار اوراق صکوک واکنش منفی نشان می‌دهد. ما این یافته را به تقاضای مازاد برای گواهی‌های سرمایه‌گذاری اسلامی و مکانیزم انتخاب نامطلوب نسبت می‌دهیم که به نفع صدور صکوک توسط شرکت‌های بدهکار با کیفیت پایین‌تر است. هم‌چنین (Abduh & Omar (2012) در مطالعه‌ای با عنوان رشد اقتصادی و بانکداری اسلامی در اندونزی طی بازه زمانی ۲۰۰۳-۲۰۱۰ به صورت داده‌های فصلی و با استفاده از الگوی خودگرسیون وقفه توزیعی پرداخته‌اند. نتایج مبین آن است که بین رشد اقتصادی و توسعه مالی اسلامی در دوره‌های کوتاه‌مدت و بلندمدت در کشور اندونزی رابطه معناداری وجود دارد. با این حال، این رابطه نه پیش‌رو در عرضه شومپتر است و نه پیرو تقاضای رابینسون. بنابراین، به نظر می‌رسد یک رابطه دو طرفه است.

در این راستا (Kefeli & et al (2012) در پژوهشی به بررسی تأثیرات کلان اقتصادی بر انتشار صکوک در مالزی برای دوره ۱۹۹۶-۲۰۱۱ با استفاده از مدل‌های خودگرسیون برداری، تجزیه واریانس و توابع ضربه واکنش پرداختند. نتایج نشان می‌دهد که صکوک علیت گرنجر تولید ناخالص داخلی است، در حالی که تولید ناخالص داخلی علیت گرنجر شاخص قیمت تولیدکننده و مصرف‌کننده است. صکوک‌ها نیز توسط پویایی خود در افق کوتاه هدایت می‌شوند. نتایج، پیامدهای خط‌مشی مهمی برای تصمیم‌گیرندگان دارد. از آنجایی که انتشار صکوک موجب افزایش تولید ناخالص داخلی می‌شود، سیاست‌گذاران باید سیاست‌های جدیدی را برای نوسازی جنبه‌های عملکردی بازار سرمایه اسلامی طراحی کنند. یک مفهوم دیگر برای سرمایه‌گذاران نهادی بین‌المللی این است که صکوک دارای مزیت رقابتی است زیرا بخشی از بازارهای جهانی را هدف قرار می‌دهد که توسط رقبای دیگر نفوذ نکرده‌است.

و در آخر (Dusuki & Mokhtar (2010) در تحقیقی با عنوان ارزیابی انتقادی مسائل شرعی در مورد مالکیت بر مبنای دارایی صکوک به عنوان اجرا در بازار بدهی اسلامی پرداخته‌اند. نتایج حاکی از آن است که صکوک با پشتوانه دارایی به وضوح الزامات شرعی را برآورده می‌کند و همه مسائل اساسی بحث برانگیز را برطرف می‌کند. از این رو، نیاز به حرکت به سمت صکوک با پشتوانه دارایی بیشتر در بازار وجود دارد. به نظر ما شرع محققان عامل اصلی محرکی خواهند بود که رشد صکوک با پشتوانه دارایی را تعیین می‌کند. اگر محققین بگویند که شرط شرع و وضعیت حقوقی دارندگان صکوک باید مطابقت داشته باشد، صرفاً به این دلیل که قاعده بازی در فضای اسلامی است، انتشار بیشتر دارایی صکوک را به همراه خواهد داشت. صادرکنندگانی که می‌خواهند مطرح کنند سرمایه‌گذاری باید آماده جدایی از دارایی خود باشد و سرمایه‌گذارانی که می‌خواهند در صکوک سرمایه‌گذاری کنند باید آماده پذیرش ریسک دارایی باشند.

پیشینه داخلی

در پژوهش (Tabatabaiejad & Mousavi (2021) با عنوان امکان‌سنجی فقهی بازار بدهی با استفاده از روش کتابخانه‌ای به منابع فقهی شیعه و اهل سنت پرداخته‌اند. در پژوهش فوق، فرضیه جواز تشکیل بازار بدهی مورد بررسی قرار گرفت و با بررسی شروط و احکام عقود که صکوک بر پایه آنها شکل گرفته، از منظر مبادلات ثانویه و بیع دین به عنوان زیر بنای ایجاد و توسعه بازار بدهی، این امر استنتاج می‌گردد که ایجاد و توسعه بازاری به منظور مبادله صکوک و اسناد بدهی در بازار ثانویه به جز در مواردی، صحیح و جایز است.

در تحقیق (Sadeghi & Tedin (2021) با عنوان بررسی اثر بدهی عمومی بر رشد اقتصادی در کشورهای منتخب اسلامی طی بازه زمانی ۲۰۱۹-۲۰۰۰ با استفاده از الگوی پانل هم‌جمعی پرداخته‌اند. نتایج تحقیق نشان داد که در حالت کلی متغیرهای شاخص توسعه مالی، تورم، رشد جمعیت، کیفیت مؤسسات و امید به زندگی موجب افزایش در تولید ناخالص داخلی سرانه یا به عبارتی رشد اقتصادی در کشورهای منتخب اسلامی گردید. هم‌چنین از سایر نتایج تحقیق

متغیرهای بدهی عمومی و تشکیل سرمایه ثابت ناخالص اثر منفی بر رشد اقتصادی در کشورهای منتخب اسلامی و در دوره زمانی تحت بررسی دارند.

در مطالعه‌ای (Hasani, Ebrahim Qazvini & Malekian (2018) با عنوان بررسی اهداف و عملکرد انتشار اوراق مالی در قوانین بودجه سنواتی و چالش‌های پیش‌روی آن (انتشار اوراق مالی؛ یک فرصت یا یک تهدید) با استفاده از روش تحقیق توصیفی-استنادی؛ قوانین بالادستی، قوانین بودجه سنواتی و دیگر قوانین مصوب مورد بررسی قرار گرفت و ضمن ارائه مبانی نظری و پیشینه انتشار اوراق مالی در ایران، به ارزیابی و تعریف انواع اوراق انتشار یافته از جمله اوراق قرضه، اوراق مشارکت، اسناد خزانه، اسناد خزانه اسلامی و صکوک اسلامی پرداخته شد. سپس با استفاده از روش توصیفی-تحلیلی عملکرد سالانه انتشار اوراق بهادار اسلامی و میزان دست-یابی به اهداف پیش‌بینی شده در دوره زمانی ۱۳۹۰ الی ۱۳۹۵ مورد تحلیل قرار گرفت. نتایج بررسی‌ها نشان می‌دهد، اهداف استفاده از ابزارهای مالی به‌طور کامل محقق نشده و ۷۳ درصد از این اوراق از جمله اسناد خزانه اسلامی، مرابحه، صکوک اجاره و سلف موازی به‌منظور تسویه بدهی مسجل دولت منتشر گردیده‌است.

رستمی و رستمی (۱۳۹۷) در تحقیقی (Rostami & Rostami (2017) به بررسی اوراق خزانه اسلامی و چالش‌ها و مزایای آن پرداخته‌اند. نتایج نشان می‌دهد که اخزا مزایای متعددی از جمله ایجاد رونق، کنترل بدهی‌های دولت بدون اثر تورمی، شفاف‌شدن نرخ سود تعادلی، افزایش فرصت‌های تامین مالی، تولید اطلاعات، تعمیق بازار سرمایه و کاهش فشار بر نظام بانکی دارد. لذا با افزایش کاربرد انواع متعدد اوراق خزانه اسلامی منجر به بهبود ساختار هزینه دولت، کاهش هزینه‌های غیرمولد دولت، افزایش مخارج دولت در راستای مصارف عمرانی و بهبود روند خصوصی‌سازی و در نهایت منجر به افزایش بهره‌وری در همه بخش‌های اقتصادی می‌گردد.

در پژوهشی (Fazli, Najafpour & Mohammadpour (2017) تأثیر تأمین مالی اسلامی بر بازار کشورهای منتخب خاورمیانه را بررسی کردند. در این پژوهش داده‌های آماری سال‌های ۲۰۱۰-۲۰۱۵ و روش اقتصادسنجی داده‌های تابلویی استفاده شده‌است. آن‌ها به بررسی و شناسایی

ایجاد یک سیستم مالی اسلامی که با فقه و شریعت اسلام سازگار و با ثبات‌تر و فراگیر در جهت توسعه و رشد اقتصادی بازارها باشد، پرداختند. نتایج برآورد الگو نشان می‌دهد که صکوک تأثیر مثبت و معنادار بر رشد اقتصادی در کشورهای مورد مطالعه دارد.

در تحقیقی (Ahmadi & et al (2017) با عنوان اوراق بدهی، ابزاری برای تامین مالی پروژه‌های صنعت نفت (با تاکید بر اسناد خزانه اسلامی) با استفاده از روش کتابخانه‌ای توصیفی با هدف ترسیم راه‌حل مناسب جهت تامین مالی پروژه‌های صنعت نفت پرداختند. نتایج تحقیق نشان می‌دهد می‌بایست هدایت منبع مالی به سمت پروژه‌های صنعت نفت در کانون توجه قرار گیرد تا بتوان با توسعه این گونه منابع توان تولیدی و ثروت افزایی کشور را افزایش داد. از این رو، استفاده از اسناد خزانه یکی از ابزارهای تامین مالی در بازار بدهی می‌باشد. از سایر نتایج این تحقیق، استفاده از روش ترسیمی این تحقیق به کاهش حجم بدهی‌های دولت کمک می‌کند. بنابراین با کاهش بدی‌های دولت منجر به افزایش سرمایه‌گذاری در زیرساخت‌های بخش‌های مختلف اقتصادی گردیده و منجر به افزایش رشد تولید ناخالص داخلی در تمامی بخش‌های اقتصادی می‌شود.

در پژوهشی (Haji Dolabi (2016) با عنوان تأمین مالی اقتصاد ایران از طریق افزایش سهم بازار بدهی؛ فرصت‌ها، تهدیدها پرداخت. نتایج مطالعه نشان می‌دهد که نوآوری‌های مالی در بازار سرمایه و پول شامل مشتقات اعتباری، صکوک، اوراق بهادارسازی این قابلیت را دارند که با تحول در ساختار نظام بانکی، مدیریت ریسک، توانمندی و ظرفیت بانک‌ها را در انتقال بهینه وجوه (تجهیز و تخصیص منابع) افزایش دهند. از این رو، اگر ابزارهای مالی در کشور توسعه یابد، ولی نهادهای نظارتی که وظیفه دفاع از حقوق مالکیت صاحبان این ابزارهای مالی را دارند، عملکرد مناسبی نداشته‌باشند و ابزارهای مدیریت ریسک در اختیار بازیگران بازار به‌ویژه بانک‌ها قرار نگیرد، این ابزارها می‌توانند به تهدید تبدیل شده و اقتصاد را دچار بحران نمایند و منجر به تضعیف عملکرد متغیرهای کلان اقتصادی شده و در نهایت موجب کاهش نرخ رشد اقتصادی گردد.

در مقاله‌ای (Shamsi Nejad & Talebi (2015) به کارگیری اسناد خزانه اسلامی در بازار بین بانکی ایران پرداخته‌اند. هدف این تحقیق آن است که از اسناد خزانه اسلامی چگونه و با چه روشی می‌توان برای ارتقاء کارایی بازار بین بانکی ریالی ایران استفاده نمود؟ نتایج تحقیق نشان می‌دهد که متون فقه امامیه و متون مالی با استفاده از روش توصیفی-تحلیلی به دست آمده، بیانگر آن است که در بازار بین بانکی ریالی ایران اسناد خزانه اسلامی قابلیت استفاده را دارد.

هم‌چنین (Nazarpour & Fayazi (2014 در مقاله‌ای با عنوان تامین مالی طرح‌های تملک دارایی‌های سرمایه‌ای دولت با استفاده از اوراق اسناد خزانه اسلامی پرداخته‌اند. آیا استفاده از اسناد خزانه اسلامی برای تامین مالی کوتاه‌مدت طرح‌های عمرانی ممکن است و در صورت مثبت بودن پاسخ شیوه عملیاتی آن چگونه است؟ سؤال اصلی در این تحقیق این است. با روش پیشنهادی در این مقاله ضمن تامین اعتبار کافی برای پروژه‌های عمرانی و اجرای طرح‌ها از بروز تاخیر در تکمیل و بهره‌برداری از طرح‌های عمرانی نیز جلوگیری می‌شود.

در پژوهشی با عنوان بانکداری بدون ربا در چارچوب عملیات بازار باز: اسناد خزانه اسلامی (Qadhawi & Bazmohammadi (2010 به بررسی عملیات بازار باز در چارچوب بانکداری بدون ربا پرداختند. اسناد خزانه پیشنهادی در این پژوهش، با رعایت ضوابط مالی اسلامی، پیمانکاران، سازمان‌های بیمه و تأمین اجتماعی و مبتنی بر بدهی و تعهدات دولت به نظام بانکی، برخی نهادهای عمومی غیردولتی مانند شهرداری‌ها، دیون بلامحل و سایر دیون خزانه‌داری کل وزارت امور اقتصادی و دارایی منتشر می‌شوند. این اسناد، با دوره‌های سررسید کمتر از یک سال و حداکثر تا پنج سال انتشار می‌یابند. بازپرداخت اسناد خزانه در سررسید توسط وزارت امور اقتصادی و دارایی تضمین می‌شود و قبل از سررسید، از قابلیت تنزیل در بازار ثانویه برخوردار خواهند بود. در مواردی که در قرارداد اولیه، جریمه تأخیر تأدیه پیش‌بینی شده باشد، مبلغ اسمی بدهی در روز تعویض آن با اسناد خزانه اسلامی، برابر با مجموع اصل بدهی طبق قرارداد و جریمه تأخیر پرداخت تا روز تعویض با اسناد خزانه است. تطبیق سازوکار انتشار اسناد

خزانه اسلامی با معیارهای فقهی صحت معاملات، حاکی از سازگاری سازوکار پیشنهادی با این ضوابط است.

در پژوهشی (Mousavian (2007) به بررسی اوراق بهادار استصناع مکملی برای بازار سرمایه ایران پرداخت. پژوهش فوق بر اساس قرارداد استصناع به تبیین یکی از ابزارها طراحی شده است، پرداخت. نتایج تحقیق نشان می‌دهد که اوراق استصناع از سوی افراد ریسک‌گریز و متعارف مورد استقبال قرار بگیرد و ابزاری مالی انتفاعی با بازدهی معین محسوب می‌شود و انتظار این است که این ابزار وسیله مناسبی برای سیاست مالی و پولی باشد و بر توسعه سرمایه‌گذاری از اهمیت ویژه‌ای برخوردار باشد و برای بازار سرمایه ایران که با کمبود ابزارهای مالی متنوع مواجه است، می‌تواند مکمل خوبی باشد. لذا استفاده از ابزارهای فوق می‌تواند منجر به بهبود بخش حقیقی کشور ایران گردد.

در آخر (Saleh Abadi (2006) در پژوهشی به بررسی دیدگاه فقه امامیه در خصوص اوراق قرضه اسلامی در مالزی پرداخت. در این پژوهش جهت طراحی اوراق قرضه اسلامی در مالزی قراردادهای مالی مانند بیع‌العینه و بیع دین مورد استفاده قرار گرفته است. بررسی فقهی شرط بازخرید به نحو تبانی با صحت بیع‌العینه را مورد بررسی قرار می‌دهد. نتایج تحقیق نشان می‌دهد که با استناد به نظرات فقهی و استدلال‌های ارائه شده بیع‌العینه از نظر اسلامی باطل بوده و در نتیجه در مالزی از دیدگاه فقه امامیه طراحی اوراق قرضه اسلامی مردود شمرده شده است.

باتوجه به مطالعات اشاره شده، در پژوهش‌های خارجی و داخلی تاثیر ارتباط بین اوراق صکوک و تولید ناخالص داخلی با رویکرد گشتاورهای تعمیم‌یافته را در تحقیقات خود لحاظ ننموده‌اند، از این‌رو، تحقیق حاضر درصدد ارتباط بین بازار صکوک و تولید ناخالص داخلی در اقتصاد ایران با استفاده از رویکرد GMM است.

روش‌شناسی پژوهش

الگوی گشتاورهای تعمیم‌یافته^۱ (GMM)

1. Generalized Method of Moments (GMM)

در این مطالعه از تخمین زن گشتاورهای تعمیم یافته (GMM) که توسط آرلانو و بوند^۱ پیشنهاد شده و سپس به صورت وسیع تر توسط بلاندل و بوند^۲ گسترش یافته است، به منظور کنترل درون‌زایی در تخمین مدل استفاده شده است. استفاده از این روش جهت تخمین مدل مزیت‌های فراوانی دارد به گونه‌ای که برخی، استفاده از این تخمین زن را جهت برطرف کردن واریانس داده‌های سری زمانی بسیار مناسب می‌دانند. تخمین زن‌های GMM با محاسبه تأثیرات ویژه فردی مشاهده نشده در مدل (که به صورت وارد کردن متغیر وابسته با وقفه به عنوان یک متغیر توضیحی در مدل انجام می‌شود)، کنترل بهتری را برای درون‌زایی کل متغیرهای توضیحی مدل فراهم می‌کنند. در این مطالعه نیز جهت بررسی ارتباط بین بازار صکوک و تولید ناخالص داخلی در اقتصاد ایران از تخمین زن GMM استفاده می‌شود.

معرفی مدل تحقیق

به لحاظ تجربی مدل به کار برده شده در تحقیق حاضر برگرفته از مطالعه Tan & Shafi (2021) تحت عنوان بازار سرمایه و رشد اقتصادی در مالزی: نقش صکوک و سایر اجزای فرعی با اندکی تعدیل به فرم زیر است:

$$\ln GDP_t = \beta_0 + \beta_1 \ln GDP_{(-1)_t} + \beta_2 \ln SUKUK_t + \beta_3 \ln CPI_t + \beta_4 \ln BCI_t + \beta_5 \ln EXR_t + \varepsilon_t \quad (1)$$

باتوجه به الگوی فوق، متغیر $\ln GDP$ بیانگر تولید ناخالص داخلی به قیمت ثابت سال ۱۳۹۰، $\ln SUKUK$ نشان‌دهنده ارزش کل انتشار انواع اوراق بدهی (صکوک) به تفکیک ماهیت ناشر متشکل از دولتی (اوراق مرابحه عام، اوراق سلف موازی استاندارد، اوراق اجاره، اوراق منفعت و اوراق اسناد خزانه اسلامی)، شهرداری (اوراق مشارکت) و شرکتی (اوراق اجاره، اوراق گام، اوراق سلف موازی استاندارد، اوراق مرابحه، اوراق خرید دین، اوراق رهنی، اوراق منفعت و اوراق قرض الحسنه، $\ln CPI$ بیانگر شاخص قیمت مصرف‌کننده بر اساس سال ۱۳۹۵ که مبنی‌نماگری برای سنجش نرخ تورم و قدرت خرید پول داخلی هر کشور، $\ln BCI$ مبنی‌کسری بودجه که شامل بودجه

1. Arellano & Bond

2. Blundell & Bond

عمومی دولت، بودجه شرکت‌های دولتی و بودجه موسسات انتفاعی وابسته به دولت. البته نکته‌ای که شایان ذکر است ارقام بودجه عمومی دولت که در این پژوهش استفاده می‌شود شامل درآمدها و پرداخت‌های اختصاصی نمی‌باشد. $\ln EXR$ نشان‌دهنده نرخ دلار در بازار آزاد می‌باشد که بیانگر نرخ برابری یک دلار بر حسب ریال میانگین بازار آزاد. شایان ذکر است با توجه به انتشار اوراق‌های مذکور انتخاب زمان‌بندی تواتر داده‌ها به صورت فصلی و با استفاده از الگوی گشتاورهای تعمیم‌یافته می‌باشد. اطلاعات مورد نیاز در این تحقیق از برای متغیرهای تولید ناخالص داخلی، شاخص قیمت مصرف‌کننده و نرخ دلار در بازار آزاد از بانک مرکزی جمهوری اسلامی ایران و برای متغیر صکوک از بانک اطلاعات سازمان بورس و اوراق بهادار جهت برآورد الگوی تحقیق استفاده شده‌است. داده‌های مورداستفاده در مطالعه حاضر، آمارهای سری زمانی فصلی برای دوره‌های ۱۳۹۰-۱۴۰۰ بوده‌است. انتخاب دوره حاضر بر اساس بیشترین داده‌های دسترس برای اقتصاد ایران بوده‌است.

برآورد مدل تحقیق

خلاصه وضعیت داده‌ها

پیش از برآورد الگوی تحقیق، ضروری است که آمار توصیفی و تحلیلی در خصوص متغیرهای تحقیق ارائه شود. نتایج خلاصه وضعیت متغیرهای در جدول (۱) بیان شده‌است.

جدول ۱. خلاصه وضعیت داده‌ها

مشاهدات	انحراف معیار	حداقل	حداکثر	میانگین	واحد اندازه-گیری	متغیرها	نماد
۴۴	۰/۱۱	۱۱/۸۹	۱۲/۲۸	۱۲/۰۰	میلیارد ریال	تولید ناخالص داخلی	$\ln GDP$
۴۴	۰/۷	۱۳/۳۰	۱۵/۵۸	۱۴/۸۹	میلیارد ریال	صکوک	$\ln SUKUK$
۴۴	۰/۱	۵/۹۹	۶/۲۸	۶/۱۴	درصد	نرخ تورم	$\ln CPI$

۴۴	۱/۰۵	۸/۴۴	۱۱/۲۵	۹/۷۴	میلیارد ریال	کسری بودجه	lnBCI
۴۴	۰/۸	۹/۳۷	۱۲/۷۸	۱۰/۵۲	ریال	نرخ دلار در بازار آزاد	lnEXR

ماخذ: یافته‌های پژوهش

نتایج آمار توصیفی بیانگر این است که تولید ناخالص داخلی برای کشور ایران طی بازه زمانی ۱۳۹۰-۱۴۰۰ برابر با ۱۲ درصد بوده، بیشترین مقدار برابر با ۱۲/۲۸ درصد و کمترین مقدار آن برابر ۱۱/۸۹ درصد است. لذا می‌توان استدلال نمود که تولید ناخالص داخلی در کشور ایران در حدود ۱۳ درصد است. در ادامه، شاخص صکوک برای کشور ایران برابر با ۱۴/۸۹ درصد، بیشترین مقدار آن ۱۵/۵۸ درصد و کمترین مقدار آن برابر با ۱۳/۳۰ درصد است. بنابراین میانگین ارزش کل انتشار انواع اوراق بدهی (صکوک) برای ایران طی بازه زمانی ۱۳۹۰-۱۴۰۰ حدود ۱۶ درصد می‌باشد. در ادامه نمودارهای مربوط به متغیرهای توضیح داده شده متناسب با روند آماری جدول (۱) ارائه شده است.

آزمون ریشه واحد فیلیپس پرون^۱

به منظور اطمینان از نتایج تحقیق و ساختگی نبودن روابط موجود در رگرسیون و معنی دار بودن متغیرها، اقدام به انجام آزمون مانایی و محاسبه ریشه‌ی واحد متغیرهای تحقیق در مدل می‌شود. به متغیرهای مورد استفاده در مدل به صورت سری‌های زمانی که مشخصه آماری آن‌ها (میانگین، واریانس و کواریانس) در طی زمان ثابت باشند، پایا گفته می‌شود. در روش‌های متعارف اقتصادسنجی عدم توجه به پایایی متغیرهای مورد استفاده در الگو، ساختگی بودن متغیرها را امکان پذیر می‌سازد. از این رو، قبل از استفاده از متغیرهای سری زمانی، باید پایایی یا عدم پایایی متغیرهای تحقیق مورد بررسی قرار گیرد. یکی از روش‌های

1. Phillips Perron

رایج انجام آزمون پایایی برای داده‌های سری زمانی استفاده از آزمون فیلیپس پرون می‌باشد. نتایج آزمون پایایی در جدول (۲) ارائه شده‌است.

جدول ۲. نتایج آزمون پایایی فیلیپس پرون

نتیجه	مقدار ارزش احتمال	t	متغیر
I(1)	۰/۰۰۰	-۷/۲۱	lnGDP
I(0)	۰/۰۰۱	-۴/۴۲	lnSUKUK
I(1)	۰/۰۰۰	-۶/۳۳	lnCPI
I(0)	۰/۰۰۰	-۴/۱۷	lnBCI
I(1)	۰/۰۰۰	-۱۰/۴۰	lnEXR

* معنی‌داری در سطح یک درصد، ** معنی‌داری در سطح ۵ درصد. *** معنی‌داری در سطح ۱۰ درصد.

مأخذ: نتایج پژوهش

نتایج *Error! Reference source not found.* نشان می‌دهد که متغیرهای صکوک و کسری بودجه در سطح ایستا بوده، اما متغیرهای تولید ناخالص داخلی، نرخ تورم و نرخ دلار در بازار آزاد با یک مرتبه تفاضل‌گیری ایستا شده‌است.

برآورد مدل و تحلیل نتایج

باتوجه به اینکه در رابطه (۲)، متغیر وابسته به صورت وقفه زمانی به عنوان متغیر مستقل در مدل لحاظ شده‌است. لذا تخمین مدل با استفاده از روش گشتاورهای عمومی تعمیم یافته، در قالب جدول زیر آورده شده‌است.

جدول (۳). نتایج تخمین مدل اصلی

متغیرها	ضرایب	آماره	ارزش احتمال
lnGDP(-1)	۰/۲۳	۰/۴۵	***۰/۶۷۲
lnSUKUK	۰/۲۱	۴/۶۰	*۰/۰۱۰
lnCPI	-۱/۱۷	-۲/۶۴	***۰/۰۵۷
lnBCI	-۰/۰۰۸	-۲/۲۸	***۰/۰۸۴

**۰/۰۲۱	-۳/۶۴	-۰/۱۹	lnEXR
$R^2 = 86\%$			

* معنی داری در سطح یک درصد، ** معنی داری در سطح ۵ درصد. *** معنی داری در سطح ۱۰ درصد. *** عدم معنی داری.

مأخذ: نتایج پژوهش

باتوجه به نتایج جدول (۳)، ضریب شاخص صکوک تأثیری مثبت و معنادار بر تولید ناخالص داخلی دارد بیانگر این مطلب است که افزایش با یک درصدی در ابزار تامین بازار بدهی از طریق شاخص صکوک موجب افزایش ۲۱ درصدی در تولید ناخالص داخلی می‌شود که مبین این نکته است اوراق‌های متشکل از شاخص فوق ابزاری مهم جهت بالا بردن امور مالی موثر و کارآمد، در مدت تبدیل و تخصیص و تجهیز منابع در بازار سرمایه ایران شده‌است و بازار سرمایه‌ای را فراهم نموده‌است که راهی برای بودجه جایگزین و سرمایه‌گذاری گسترده‌تر برای نهاده‌های شرکت‌های بزرگتر (سازمان‌های مشترک) و همچنین دولت مسیر نموده‌است. از این‌رو، با افزایش تامین بازار بدهی از طریق اوراق صکوک به‌ویژه اوراق‌های مذکور موجب افزایش توان بازار سرمایه و بهبود بخش حقیقی اقتصاد شده‌است و در نهایت منجر به بهبود عملکرد متغیرهای کلان اقتصادی از جمله افزایش تولید ناخالص داخلی می‌گردد.

در ادامه، اثر ضریب شاخص قیمت مصرف‌کننده تأثیر منفی و معنادار بر تولید ناخالص داخلی دارد که اشاره به این نکته دارد که با افزایش یک درصدی در نرخ تورم، موجب کاهش ۱۱۷ درصدی در میزان تولید ناخالص داخلی می‌شود بیانگر این نکته است که نرخ بالای تورم در سال‌های اخیر یکی از معضلات جدی اقتصاد ایران است و علاوه بر آنکه نظام قیمت‌ها را مختل می‌کند موجب کاهش پس‌اندازها، از بین رفتن انگیزه‌های سرمایه‌گذاری و فرار سرمایه از بخش واقعی اقتصاد به سمت فعالیت‌های نامولد و سفته‌بازی و در

نهایت موجب کاهش میزان تولید ناخالص داخلی می‌گردد. اثر ضریب لگاریتم کسری بودجه بر تولید ناخالص داخلی منفی و معنادار بوده و بیانگر این نکته است که با افزایش یک درصدی در کسری بودجه موجب کاهش ۸ درصدی در تولید ناخالص داخلی می‌گردد و گویای این وضعیت است که اقتصاد ایران با مشکل کسری بودجه‌ی مزمن مواجه بوده‌است. زیرا از یک سو درآمدها به علت ضعف سیستم مالیاتی و برخی از مشکلات ساختاری اقتصادی همانند افزایش تحریم‌های متعدد اقتصادی با محدودیت‌های جدی روبرو شده است و از سوی دیگر، اتخاذ سیاست‌های مالی نادرست و عدم برنامه‌ریزی صحیح همراه با رشد بی‌رویه‌ی جمعیت که به دنبال خود افزایش تقاضا برای کالاهای عمومی مانند آموزش و بهداشت را به دنبال دارد، باعث شده‌است که به‌طور فزاینده‌ای مخارج دولت افزایش یابد و در نتیجه سبب سردرگمی دولت در امر کاهش کسری بودجه شده و موجب اختلال در بخش‌های مختلف اقتصادی شده و سبب کاهش میزان تولید ناخالص داخلی شده‌است. در نهایت، اثر ضریب لگاریتم نرخ دلار در بازار آزاد بر تولید ناخالص داخلی منفی و معنادار بوده و مبین این نکته است که با افزایش یک درصدی در نرخ دلار غیررسمی موجب کاهش ۱۹ درصدی میزان تولید ناخالص داخلی می‌گردد و نشان‌دهنده این نتیجه است که کاهش ارزش پول داخلی از یک طرف به دلیل ارزان‌نمایی صادرات و گران‌نمایی واردات سبب افزایش خالص صادرات گشته، از طرف دیگر، از طریق افزایش قیمت نهاده‌های وارداتی، تولید ناخالص داخلی را کاهش می‌دهد.

در مدل گشتاورهای عمومی تعمیم‌یافته، مهم‌ترین آزمون برای بررسی اعتبار متغیرهای ابزاری انتخاب شده، آزمون سارگان است. آماره آزمون سارگان دارای توزیع کای دو با درجه آزادی برابر با تعداد محدودیت‌های بیش از حد مشخص است. در این آزمون، فرضیه

صفر به معنی انتخاب مناسب متغیرهای ابزاری مورد استفاده در مدل و تأیید انتخاب این متغیرها است. نتایج آزمون سارگان در جدول ۴ آورده شده است.

جدول ۴. نتایج آزمون سارگان

ارزش احتمال	Chi ₂	آزمون
۰/۸۳۶	۷/۳۵۷	سارگان

مأخذ: نتایج پژوهش

نتایج آزمون‌های خوبی برازش، نشان می‌دهد که مدل برآوردی از نظر شاخص‌های آماری، در وضعیت مناسبی قرار دارد. فرضیه صفر آزمون سارگان را نمی‌توان رد کرد و از این رو، می‌توان گفت که متغیرهای ابزاری استفاده شده در مدل، معتبر هستند.

نتیجه‌گیری

از اجزا و زیرمجموعه‌های کلیدی هر نظام مالی، بازار بدهی محسوب می‌شود. کمک به تامین مالی دولت، زمینه‌سازی مدیریت بدهی‌های معوقه دولتی و فراهم کردن بستر مناسب برای عملیات بازار باز توسط بانک مرکزی، برخی از مهم‌ترین مزایای تشکیل بازار بدهی است. لذا، یکی از ابزار بازار بدهی که می‌تواند تاثیر شگرفی بر تولید ناخالص داخلی داشته باشد، ناشی از اوراق صکوک باشد.

لذا با توجه به اهمیت این موضوع در ایران، مطالعه فوق به ارزیابی ارتباط بین بازار صکوک و تولید ناخالص داخلی در اقتصاد ایران طی بازه زمانی ۱۳۹۰-۱۴۰۰ به صورت تواتر داده-های فصلی با استفاده از رویکرد گشتاورهای تعمیم یافته (GMM) پرداخته شد. ابتدا جهت بررسی پایایی متغیرهای تحقیق از آزمون فیلیپس-پرون ایستایی متغیرهای تحقیق مورد تأیید قرار گرفت. نتایج تحقیق نشان داد که متغیر شاخص صکوک تأثیری مثبت و معنادار بر تولید ناخالص داخلی در ایران دارند که نتایج فوق سازگار با مطالعات Young Lin & Roselina (2021); Anwar & et al (2019); Echchabi & et al. (2016); Kafli & et al (2012)

(2017) and Fazli & et al می‌باشند. از سایر نتایج تحقیق، متغیرهای شاخص قیمت مصرف‌کننده، کسری بودجه و نرخ دلار در بازار غیررسمی تاثیر منفی و معنادار بر تولید ناخالص داخلی دارد که نتیجه فوق مطابق با مطالعات Tan & Shafi (2021) and Sharif (2016) Karimi & et al می‌باشد.

از آنجا که براساس ادبیات تحقیق، بخشی از توسعه بازار بدهی از طریق برخی اوراق صکوک تامین می‌شود، جهت توسعه هرچه بهتر بازار بدهی و تاثیر عمیق بر تولید ناخالص داخلی پیشنهاد می‌شود:

- ۱- انتشار هدفمند تمامی اوراق‌های صکوک جهت توسعه بازار بدهی در جهت رفع موانع تولید در تمامی بخش‌های اقتصادی با هدف افزایش تولید ناخالص داخلی
- ۲- اولویت دادن انتشار اوراق جهت پیش‌برد اهداف عمرانی دولت و کاهش ریخت و پاش - های دولت در قالب هزینه‌های جاری با هدف کاهش مزمن کسری بودجه
- ۳- طراحی سیاست‌های جدید جهت بهبود عملکردی بازار سرمایه اسلامی با تاکید بر به - کارگیری صحیح از اوراق صکوک در جهت افزایش تولید ناخالص داخلی و بهبود عملکرد سایر متغیرهای کلان اقتصادی از جمله نرخ تورم
- ۴- توسعه زیرساخت‌های مناسب با انتشار اوراق صکوک با نیل جذب هرچه بیشتر سرمایه - گذاران خارجی و سرریز عواید ناشی از بر افزایش تولید ناخالص داخلی
- ۵- توسعه بازار بدهی با داشتن یک رویکرد جامع و سیاست‌گذاری مناسب جهت اصلاح سایر سیاست‌های اقتصاد کلان و پرداختن به ابعاد مختلف بازار بدهی
- ۶- الزام به ارائه رتبه اعتباری صکوک و بنگاه‌ها توسط مؤسسات رتبه‌بندی در بازار سرمایه با هدف افزایش عمق بازار اوراق مالی اسلامی

- ۷- مداخله غیردستوری بانک مرکزی، شکل‌گیری بازاری متشکل برای اوراق بدهی به- منظور تعیین قیمت این اوراق بر اساس مکانیزم بازار
- ۸- رتبه‌بندی اعتباری اوراق متناسب با ریسک‌های اعتباری اوراق، کاهش زمان و هزینه انتشار اوراق بدهی و ایجاد تناسب میان ریسک و بازده اوراق
- ۹- فرهنگ‌سازی، ایجاد اعتماد و معرفی بهتر ابزار بازار بدهی برایش تأمین مالی بنگاه‌ها، حذف رکن ضامن برای تضمین اوراق، طراحی و انتشار اوراق قابل تبدیل به سهام برای افزایش تمایل به انتشار اوراق توسط شرکت‌ها و کاهش بیم از عدم تأمین منابع در سررسید، تدوین استانداردهای حسابداری و قوانین و مقررات مالیاتی مربوط به انواع اوراق در راستای رفع ابهامات موجود و ایجاد زمینه استفاده از این ابزارها با نیل به افزایش تولید ناخالص داخلی.

References

- Abduh, M. & Omar, M., A. (2012). Islamic banking and economic growth: The Indonesian experience. *International Journal of Islamic and middle eastern finance and management*.
- Ahmad, N. Daud, S., N., M. & Kefeli, Z. (2012). Economic forces and the sukuk market. *Procedia-Social and Behavioral Sciences*, 65: 127-133.
- Ahmadi, S., M., R. Mahdavi adeli, M., h. & Ahmadi shadmehri, M., T. (2017). Debt bonds, a tool for financing oil industry projects (with emphasis on Islamic treasury documents). *Financial Economics Quarterly*, 12 (45): 213-242. (In Persian)
- Arellano, M. & Bond, S. (1991). Some Tests of Specification for Panel Data: Monte Carlo Evidence and an Application to Employment. *The Review of Economic Studies*, 58 (2): 277-297.
- Bidabadi, B. & Elhiyarifard, M. (2010). Non-interest-bearing bonds (riyal and foreign currency) and monetary instruments of central banking without interest. *Research report*. (In Persian)
- Blundell, R., W. & Bond, S., R. (1998). Initial Conditions and Moment Restrictions in Dynamic Panel Data Models. *Journal of Econometrics*, 87: 115- 143.

- Boukhatem, J. & Moussa, F., B. (2018). The effect of Islamic banks on GDP growth: Some evidence from selected MENA countries. *Borsa Istanbul Review*, 18 (3): 231-247.
- Dusuki, A., W. & Mokhtar, S. (2010). Critical appraisal of Shariah Issues on ownership in asset based sukuk as implemented in the Islamic debt market. *International Shari'ah Research Academy for Islamic Finance (ISRA)*.
- Echchabi, A. & Idriss, U. (2016). Does sukuk financing promote economic growth? An emphasis on the major issuing countries. *Turkish Journal of Islamic Economics*, 3 (2): 63-73.
- Eun, C. Bruce, G. & Resnick, S. (2015). *International Financial Management. Seventh Edition*. New York, NY: McGraw-Hill/Irwin series in finance, insurance, and real estate. McGraw-Hill Education.
- Fazli, H. Najafpour, A. & Mohammadpour, E. (2017). The effect of Islamic financing on the market of selected countries in the Middle East. *Islamic Economy*, 18 (70), 187-203. (In Persian)
- Godlewski, C., J. Turk-Ariss, R. & Weill, L. (2013). Sukuk vs. conventional bonds: A stock market perspective. *Journal of Comparative Economics*, 41 (3): 745-761.
- Greene, W., H. (2002). *Econometric Analysis*. Fifth edition, Prentice Hall, Upper Saddle River, New Jersey, 07458.
- Haji Dolabi, H. (2016). Increasing the share of the debt market in financing Iran's economy; Opportunities, threats. *Trend Quarterly*, 20 (80): 112-81. (In Persian)
- Hassan, H. & Masih, M. (2021). *Public debt and GDP growth in the Malaysian Islamic economy*.
- Hasani, M. Ebrahim Qazvini, A. & Malekian, H. (2018). Examining the goals and performance of issuing financial bonds in the annual budget laws and the challenges facing it (issuing financial bonds; an opportunity or a threat). *Financial Law Quarterly*, 3 (2): 57-77. (In Persian)
- Khansari, R. (2015). International sukuk; Global experience and leading requirements for Iran's banking system. 27th Islamic Banking Conference, Tehran: Higher Institute of Banking Education of Iran. (In Persian)
- Khansari, R. (2017). The requirements of foreign exchange sukuk issuance in Iran and its role in financial stability, monetary and banking research institute. *Central Bank of the Islamic Republic of Iran*, November 2017. (In Persian)
- Mousavian, S., A. (2007). Istana securities, a supplement of Iran's capital market. *Economic Courage Quarterly*, 4 (8). (In Persian)

- Mousavian, S., A. & Mousavi Beyuki, S., M., M. (2009). Investigating the possibility of using total return swap for credit risk management in Islamic banking. *Islamic Economy Quarterly*, 10 (37). (In Persian)
- Muharam, H. Anwar, R., J. & Robiyanto, R. (2019). Islamic stock market and sukuk market development, economic growth, and trade openness (the case of Indonesia and Malaysia). *Verslas: Teorija ir praktika/Business: Theory and Practice*, 20: 196-207.
- Nazarpour, M., N. & Fayazi, M., T. (2014). The use of Islamic treasury documents to finance government capital asset acquisition plans. *Islamic Economics and Banking*, 13: 83-108. (In Persian)
- Nazarpour, M., N. & Sadraei, M., H. (2015). Identifying and ranking the risks of Islamic treasury documents in the Iranian securities market. *Islamic Finance Research*, 12: 133-166. (In Persian)
- Park, D., H. Kwan, H., S. & Shu, T. (2017). Do Local Currency Bond Markets Enhance Financial Stability? *World bank*. <http://pubdocs.worldbank.org/en/177581510031023058/Local-currency-bonds- Paper.pdf>.
- Qadhawi, H. & Bazmohammadi, H. (2010). *Open market operations in the framework of usury-free banking, a case study of Islamic treasury documents*. Monetary and Banking Research Institute of the Central Bank. (In Persian)
- Rostami, M., Z. & Rostami, M., H. (2017). Analytical study of Islamic treasury bonds (Akhza) and its advantages and challenges. *Knowledge of Islamic Economics*, 9 (2): 87-104. (In Persian)
- Sadeghi, S., K. & Tedin, Sh. (2021). Investigating the effect of public debt on economic growth in selected Islamic countries. *Journal of Islamic Economics and Banking*, 10 (37): 45-68. (In Persian)
- Sadraei, M., H. Shahraki, M., J. & Tavaklian, H. (2019). Investigating the effect of the release of Islamic treasury documents on the financial stability of the Iranian government with the approach of the stochastic dynamic general equilibrium model. *Economic Research and Policy Quarterly*, 28 (94): 336-396. (In Persian)
- Saleh Abadi, A. (2006). *Islamic financial markets*. First edition, Tehran, Securities and Exchange Organization. (In Persian)
- Shahriari, M. (2015). Hybrid partnership sukuk, an Islamic tool for financing knowledge-based projects. *Islamic Financial Research*, 5 (2): 133-154. (In Persian)
- Shamsi Nejad, S., S. & Talebi, M. (2015). Application of Islamic treasury documents in the interbank market in Iran. *Islamic Financial Research*, 1: 33-62. (In Persian)

- Sims, C., A. (1980). Macroeconomics and Reality. *Econometrical*, 48: 1-48.
- Tabatabaiejad, S., S. & Mousavi, M., S. (2021). Legal feasibility of the debt market. *Studies in Islamic Economics*, 1 (1): 249-274. (In Persian)
- Tan, Y., L. & Shafi, R., M. (2021). Capital market and economic growth in Malaysia: the role of sukuk and other sub-components. *ISRA International Journal of Islamic Finance*. UK: Routledge.
- Zulfaqari, M. & Sahabi, B. (2015). Investigating the effect of exchange rate fluctuations on the risk of stock returns in the automotive, mining and cement industries based on Markov regime transitions. *Financial Engineering and Securities Management Quarterly*, 7 (29): 85-106. (In Persian)
- Zulkhibri, M. (2015). A Synthesis of Theoretical and Empirical Research on Sukuk. *Borsa Istanbul Review*, 15 (4): 237-248. doi: 10.1016/j.bir.2015.10.001.
- <https://www.eghtesadnews.com>
- <https://rdis.seo.ir/fa/category/list/21/>
- <https://tsd.cbi.ir/Display/Search.aspx>