

بررسی ارتباط تامین مالی اوراق بهادار اسلامی و سودآوری در بازار سرمایه ایران

وحید بخردی نسب^۱

فاطمه ژولانژاد^۲

چکیده

در این تحقیق به بررسی شیوه‌های جدید تامین مالی و تاثیر آن بر سودآوری شرکت‌ها در بازار سرمایه ایران پرداخته شده است. شیوه‌های تامین مالی جدید در ایران عبارتند از، انتشار اوراق اجاره یا صکوک اجاره و صکوک مرابحه که می‌توانند، راهکار مناسبی برای تامین مالی شرکت‌ها به‌شمار آید. صکوک، یک ابزار بدهی اسلامی است که به پشتوانه دارایی‌های واقعی منتشر می‌شود. در این تحقیق اطلاعات مالی ۲۴ شرکت از شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، که تا تاریخ تهیه این تحقیق اقدام به انتشار صکوک کرده‌اند، گردآوری و با استفاده از نرم‌افزار اقتصادسنجی ایویوز طی بازه زمانی ۱۳۸۷ تا ۱۳۹۴ مورد بررسی قرار گرفته‌اند. مدل تحقیق، با استفاده از رویکرد داده‌های ترکیبی و رگرسیون حداقل مربعات تخمین زده شده است. نتایج پژوهش حاکی از آن است که، چنانچه شرکت‌ها از صکوک اجاره استفاده نمایند، فرایند سودهی در شرکت‌ها بهبود می‌یابد و با افزایش استفاده از اوراق اسلامی اجاره، سودآوری بالا می‌رود، ولی اوراق اسلامی مرابحه به مراتب اثر کمتری بر سودآوری دارند.

واژگان کلیدی: اوراق اسلامی جدید، صکوک، اوراق مرابحه، اوراق اجاره، سودآوری.

طبقه‌بندی **JEL**: G11.

^۱ کارشناس ارشد حسابداری vahid.bekhradinasa@gmail.com

^۲ کارشناس ارشد حسابداری Jolanejad1022@gmail.com

مقدمه

امروزه نظام مالی اسلامی در دنیا با سرعت شگرفی در حال رشد و توسعه است و نه تنها کشورهای اسلامی بر ضرورت به کارگیری ابزارهای مالی تاکید دارند، بلکه در دیگر کشورهای دنیا هم این روند کاملاً مشهود است. بازارهای سرمایه، بخش جدایی ناپذیر نظام مالی اسلامی هستند. پیرامون این مهم متفکران مسلمان توانستند با رعایت ضوابط و مقررات شرعی و متناسب با نیازهای واقعی جوامع اسلامی، انواعی از ابزارهای مالی اسلامی را طراحی نمایند. این ابزارها که برخی بیش از ده سال تجربه عملی دارند و برخی در حد فکر و ایده هستند، به سه گروه ابزارهای مالی غیرانتفاعی (براساس قراردادهای خیرخواهانه اسلامی همچون قرض الحسنه و وقف)، ابزارهای مالی انتفاعی با نرخ سودهای انتظاری (براساس قراردادهای مشارکتی چون شرکت، مضاربه، مزارعه و مساقات) و در نهایت ابزارهای مالی انتفاعی با نرخ سودهای معین (براساس قراردادهایی چون مرابحه؛ اجاره و استصناع) طراحی می‌شوند (موسویان، ۱۳۸۶). تمرکز مطالعه پیش‌رو بر دو نوع از ابزارهای تامین مالی اسلامی بوده که در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران طی چند سال اخیر بسیار رایج است. در واقع محققین در مطالعه حاضر در نظر دارند تا با ارزیابی ارتباطی تامین مالی از طریق صکوک اجاره و صکوک مرابحه به این مهم پی ببرند که ابزارهای جدید تامین مالی اسلامی توانایی افزایش سود و سودآوری را برای شرکت‌های بورسی دارند یا خیر. لذا به بررسی تجربی این ارتباط پرداخته شده است.

مبانی نظری و پیشینه تحقیق

بنگاه‌ها به منظور اجرای پروژه‌های سودآور و دستیابی به حداکثر بازدهی در جهت افزایش منافع سهامداران خود، از روش‌های مختلف تامین مالی بهره می‌گیرند. توانایی بنگاه‌ها در مشخص نمودن روش تامین مالی از عوامل اصلی رشد و پیشرفت آن‌ها محسوب می‌شود. بر این اساس یکی از مهم‌ترین تصمیم‌های مالی، نحوه تامین مالی بنگاه‌های اقتصادی است که نقش بسزایی در استمرار و سودآوری آن‌ها دارد (جعفری و همکاران، ۱۳۹۲). در این میان بزرگترین دغدغه شرکت‌ها برای تامین منابع مالی مورد نیاز، نوع روش تامین است. از این‌رو

شرکت‌ها برای جذب سود بیشتر، از منابع مالی مختلف بهره می‌گیرند. توانایی یک بنگاه در دسترسی به تامین مالی خارجی عامل کلیدی در توسعه، رشد و بقا آن است. طبق مطالعه آگیون و همکاران^۱ (۲۰۰۷) دسترسی بنگاه‌ها به تامین مالی خارجی قدرت رقابت‌پذیری آن‌ها را افزایش می‌دهد. به علاوه، دسترسی به منابع مالی به‌طور قابل توجهی رشد بنگاه را تسهیل می‌کند. لذا یکی از روش‌های تامین مالی، ابزارهای جدید تامین مالی اسلامی یا به عبارتی صکوک می‌باشد. یکی از مهم‌ترین دستاوردهای بانکداری و مالیه اسلامی و از جمله برجسته‌ترین ابزار توسعه اقتصادی اسلامی، انتشار اوراق بهادار اسلامی (صکوک) براساس احکام مقدس شریعت اسلامی است، مشروط بر اینکه در سازوکارهای آن تمام اصول بنیادی که اقتصاد اسلامی را از دیگر اقتصادها متمایز می‌سازد، رعایت شود.

در نظام سرمایه‌داری، برای پروژه‌های بزرگی که نیاز به سرمایه کلان و در پی آن سود یا درآمد زیادی نیز در پی دارند، اقدام به صدور اسناد بر پایه اوراق قرض با بهره می‌شود و صاحبان این اسناد چیزی جز بستانکارانی بر اساس بهره از صاحبان این پروژه‌ها نیستند و در مالکیت پروژه‌ها یا در سود یا درآمد حاصل از آن‌ها، هیچ‌گونه سهمی ندارند و فقط بهره‌ای را که متناسب با بهره بازار پول است، به‌دست می‌آورند. درحالی‌که ابزارهای مالی اسلامی به‌گونه‌ای طراحی شده‌اند که دارندگان اوراق به‌صورت مشاع در فعالیت‌های واقعی اقتصاد حضور دارند و سود این فعالیت‌ها پس از کسر هزینه‌های عملیاتی بین دارندگان اوراق توزیع می‌گردد. از طرفی سابقه ابزارهای مالی اسلامی به صدر اسلام بر می‌گردد. لیکن استفاده از آن در مقیاسی وسیع و با نگرشی جدید تا چند دهه قبل مورد توجه قرار نگرفته بود. در این میان، ایران اولین کشوری است که اقدام به طراحی و انتشار چنین ابزارهای مالی نمود. بنابراین در سال ۱۹۹۴ میلادی (۱۳۷۳ شمسی) مقررات ناظر بر انتشار اوراق مشارکت را تهیه کرد و شهرداری تهران به‌عنوان ناشر، اولین اوراق مشارکت را منتشر نمود. لیکن به دلیل عدم اطلاع‌رسانی بین‌المللی، این موضوع به سایر کشورها منتقل نشد (قاسمی ارمکی، ۱۳۹۱). اصطلاح صکوک برای ابزارهای مالی اسلامی، نخستین بار در سال ۲۰۰۲ میلادی در جلسه کمیته فقهی بانک توسعه اسلامی برای ابزارهای مالی پیشنهاد

^۱ Aghion et al.

شد. بعد از آن سازمان حسابداری و حسابرسی نهادهای مالی اسلامی اقدام به معرفی ۱۴ نوع صکوک نمود (سروش و صادقی، ۱۳۸۶).

مطالعات و پژوهش‌های انجام شده درباره سود، یکی از پر حجم‌ترین و بیشترین تلاش‌های پژوهشی را در تاریخ حسابداری تشکیل می‌دهد. از این رو سود از جمله اطلاعات با اهمیت در تصمیمات اقتصادی به‌شمار می‌رود. سود به‌عنوان راهنمای پرداخت سود تقسیمی، ابزار سنجش اثربخشی مدیریت، وسیله پیش‌بینی و ارزیابی تصمیم‌گیری‌ها، همواره مورد استفاده سرمایه‌گذاران، مدیران و تحلیل‌گران مالی بوده است (کردستانی و نجفی عمران، ۱۳۸۹). بر همین اساس، محققان بسیاری سعی کردند عوامل مؤثر بر سودآوری شرکت‌ها را شناسایی کنند. سودآوری رکن اساسی هر سازمان، عامل بقا و مظهر موفقیت و پیشرفت می‌باشد و سودآوری به قدری اهمیت دارد که می‌توان گفت بدون وقوع آن، سازمان یا موسسه تجاری از درجه اعتبار ساقط می‌شود و بدیهی است که اگر هر سازمانی از رسیدن به آن دور بماند از بین می‌رود و هر سازمانی به آن دست یابد موفق خواهد بود و توسعه روز افزون پیدا خواهد کرد. مدیران مکتب کلاسیک اهمیت زیادی برای مقوله سود قائل بودند. فریدمن از بزرگان این مکتب، سود را برای سازمان همانند اکسیژن برای انسان قلمداد می‌کرد (سعیدی و قزل‌سفلو، ۱۳۹۰). با این تفاسیر سود از جمله اطلاعات با اهمیت در تصمیمات اقتصادی به‌شمار می‌رود. بنابراین لازم است عوامل مؤثر بر سودآوری شرکت‌ها را شناسایی و به بررسی ارتباط آن‌ها پرداخت. البته عوامل تاثیرگذار بر سودآوری بی‌شمارند ولی، از نقطه‌نظر اقتصادی و حسابداری، نوع صنعت، اندازه شرکت، عمر، نسبت سرمایه به دارایی، نسبت بدهی به دارایی و هزینه‌های تبلیغات بر سودآوری تاثیرگذار هستند. بر این اساس تامین مالی از طریق اوراق بهادار اسلامی که به نوعی بدهی شرکت محسوب می‌شود، می‌تواند بر سودآوری شرکت مؤثر باشد. با این توضیح، پژوهش حاضر به دنبال بررسی تاثیر به‌کارگیری اوراق بهادار اسلامی (صکوک) بر سودآوری شرکت‌ها در بازار سرمایه ایران است.

عوامل موثر بر سودآوری

نوع صنعت، اندازه شرکت، عمر شرکت، فرصت‌های سرمایه‌گذاری، نسبت سرمایه به دارایی، نسبت بدهی به دارایی، سیاست‌های تقسیم سود، هزینه‌های شرکت و تامین مالی شرکت‌ها از عوامل موثر بر سودآوری شرکت‌ها می‌باشد. به‌عنوان نمونه سعیدی و قزل سفلو (۱۳۹۰) در پژوهش خود عوامل موثر بر سودآوری را متأثر از چهار عامل اهرم مالی، اندازه شرکت، فرصت‌های سرمایه‌گذاری و سود تقسیمی سال قبل شناسایی کرده‌اند. به نظر می‌رسد که اندازه شرکت، عمر شرکت، نسبت سرمایه به دارایی، نسبت بدهی به دارایی و هزینه‌های تبلیغات توانایی بهبود ارتباط تامین مالی و سودآوری شرکت‌ها را دارد. پس انتظار می‌رود که این متغیرها بر ارتباط بین تامین مالی اسلامی و سودآوری شرکت‌ها به شرح زیر اثرگذار باشد.

اندازه شرکت

اندازه شرکت یکی از مهمترین عواملی است که بر ارتباط بین تامین مالی اسلامی و سودآوری شرکت‌ها تاثیرگذار است. محققان زیادی پیرامون اندازه شرکت و سودآوری پژوهش انجام داده‌اند. پینروس^۱ (۱۹۵۹) به این نتیجه رسید که شرکت‌های بزرگتر به دلیل حجم فعالیت گسترده، سودآورتر از شرکت‌های کوچکترند. زیرا، شرکت‌های بزرگتر دارای نیروهای متخصص‌اند و این نیروها فعالیت بخش‌های مختلف شرکت را ارزیابی کرده و فعالیت‌های زاید و غیراقتصادی را حذف می‌کنند. ریتولد و شیپر^۲ (۱۹۹۵) برخلاف پینروس (۱۹۵۹) به این نتیجه رسیدند که رابطه‌ای بین اندازه و سودآوری وجود ندارد. شفرد^۳ (۱۹۸۶) معتقد است که شرکت‌های بزرگ سهم مشخصی از بازار فروش را در اختیار دارند و در شرایط رقابت ناقص بازار، به دلیل قدرتی که دارند می‌توانند نقش تعیین‌کننده‌ای از نظر قیمت و میزان عرضه محصول به بازار، ایفا کنند. ماجومدار^۴ (۱۹۹۷) بیان می‌کند که

^۱ Penrose

^۲ Rietveld & Schipper

^۳ Shepherd

^۴ Majumdar

شرکت‌های بزرگ سودآورتر از شرکت‌های کوچک‌اند. فیینی^۱ (۲۰۰۲) معتقد است که اندازه شرکت تأثیر چندانی بر سودآوری ندارد. ولی کینکا و همکاران^۲ (۲۰۰۵) به این نتیجه رسیدند که بین اندازه شرکت‌های اروپایی و نسبت‌های سودآوری رابطه مثبت و معنی‌داری وجود دارد. بخاری و همکاران^۳ (۲۰۰۵) معتقدند که شرکت‌های بزرگتر نسبت به شرکت‌های کوچکتر در سودآوری با ثبات‌ترند و سودآوری شرکت‌های کوچکتر بیشتر تابع شرایط و نوسان‌های بازار است. لارنیس و همکاران^۴ (۲۰۰۶) بیان می‌کنند که اندازه شرکت و شاخص سطح عمومی قیمت‌ها بر سودآوری شرکت‌ها تأثیر دارد. ولی با توجه به هدف این پژوهش که تمرکز بر شرکت‌هایی است که از ابزارهای تامین مالی جدید (اسلامی) استفاده می‌نمایند، ارتباط اندازه شرکت و سودآوری تاکنون در این شرکت‌ها مورد بررسی قرار نگرفته است و انتظار می‌رود که در این نوع شرکت‌ها اندازه شرکت ارتباط مثبتی بر سودآوری داشته باشد.

عمر شرکت

افزایش عمر شرکت سبب افزایش تجربه نیروی انسانی شرکت شده و تجربه نیروی انسانی موجب خواهد شد که فرآیند تولید محصول در زمان کم‌تر و هزینه پایین‌تر انجام شود. این موضوع نیز بهره‌وری و سودآوری بیشتر را در پی خواهد داشت. ولی ریتولد و شیپر (۱۹۹۵) معتقدند که رابطه‌ای بین عمر شرکت و سودآوری آن وجود ندارد و ماجومدار (۱۹۹۷) معتقد است که شرکت‌های جوان‌تر سودآورتر از شرکت‌های قدیمی‌ترند.

¹ Feeny

² Cinca et al.

³ Bokhari et al.

⁴ Lawrence et al.

نسبت سرمایه به دارایی

عمده مطالعات مرتبط با نسبت سرمایه به دارایی و ارتباط آن با سودآوری، بیانگر ارتباط معنی دار با یکدیگر است. به عنوان نمونه دیویدسون و دیوتیا^۱ (۱۹۹۱) معتقدند که سرمایه نقش بسیار مهمی در سودآوری شرکت‌های کوچک دارد. اما به دلیل قادر نبودن به تامین سرمایه، ناچار به دریافت وام با نسبت بالا بوده و این موضوع باعث کاهش سودآوری آن‌ها شده است. بالنتین و همکاران^۲ (۱۹۹۳) بیان می‌کنند که رابطه مثبت معنی‌داری بین نسبت سرمایه و سودآوری وجود دارد. گروسکی و همکاران^۳ (۱۹۹۷)، اچیواریا^۴ (۱۹۹۷) و هوگو^۵ (۱۹۹۷) به ارتباط مثبت و معنی‌داری بین سرمایه و سودآوری دست یافتند. رفتار شرکت‌های کوچک و بزرگ مشابه است، با این تفاوت که رابطه سرمایه و سودآوری در شرکت‌های بزرگ، بیشتر از شرکت‌های کوچکتر می‌شود. همچنین، با مقایسه ساختار سرمایه شرکت‌ها، مشخص کرد که شرکت‌های بزرگ، نسبت سرمایه کم‌تری در مقایسه با شرکت‌های کوچک دارند و نسبت بدهی شرکت‌های بزرگ، بیشتر از شرکت‌های کوچک است (وی فو و همکاران^۶، ۲۰۰۰).

نسبت بدهی به دارایی

مدیران شرکت‌ها به دلیل مزایای تامین مالی از طریق بدهی، تمایل دارند از این طریق نیازهای مالی شرکت را تامین کنند. اما تامین مالی از طریق بدهی، هزینه بهره را در پی دارد و این موضوع باعث خواهد شد که شرکت‌ها بخشی از درآمدهای خود را در سال‌های آتی صرف پرداخت هزینه‌های تامین مالی کنند. در نتیجه، سودآوری آتی آن‌ها کاهش خواهد یافت. استفاده از بدهی زیاد، یکی از عوامل مهم کاهش سودآوری شرکت‌های کوچک است (دیویدسون و دیوتیا، ۱۹۹۱). سودآوری پایین، مربوط به شرکت‌هایی است که بدهی بالا دارند (بالنتین و همکاران، ۱۹۹۳). هزینه بدهی برای شرکت‌های کوچک بیشتر از شرکت‌های متوسط

¹ Davidson & Dutia

² Ballantine et al.

³ Geroski et al.

⁴ Echevarria

⁵ Hughes

⁶ Wei Fu et al.

و بزرگ است و هزینه بدهی باعث کاهش رشد سودآوری در شرکت‌های کوچک شده است (هلمز و همکاران^۱، ۱۹۹۴). چهاب^۲ (۱۹۹۵) معتقد است که سطوح بدهی با سودآوری و ریسک واحد تجاری رابطه‌ایی معکوس دارد. راجان و زینگالس^۳ (۱۹۹۵) همبستگی مشاهده شده بین ارزش دفتری بدهی‌ها به حقوق صاحبان سهام با فروش و نسبت بازده دارایی‌ها اغلب مبهم و حل نشده است. البته هوگو (۱۹۹۷) معتقد است که سودآوری پایین مربوط به شرکت‌هایی است که بدهی بالا دارند. وی فیو و همکاران (۲۰۰۰) بیان می‌کنند که بدهی بر سودآوری تأثیر منفی دارد. البته ارتباط بین نسبت بدهی و سودآوری به معیار اندازه‌گیری سودآوری بستگی دارد (لین و رووی^۴، ۲۰۰۵). چن و استرانگ^۵ (۲۰۰۵) بیان می‌کنند که افزایش نرخ بدهی به دارایی شرکت‌های چینی تأثیری بر سودآوری آن‌ها دارد. همچنین ایروتیس^۶ (۲۰۰۷) معتقد است که افزایش نرخ بدهی به دارایی شرکت‌های یونانی، کاهش سودآوری آن‌ها را به دنبال دارد.

هزینه تبلیغات

هدف از تبلیغات، معرفی محصولات به مشتریان است و مشتریان براساس تبلیغات انجام گرفته، با کیفیت، قیمت و خدمات شرکت‌ها آشنا می‌شوند. به‌طور کلی تبلیغات تأثیر مستقیم بر فروش دارد و افزایش میزان فروش نیز بر سود شرکت نیز مؤثر است. محققان ضمن بررسی شیوه‌های مختلف تبلیغات، به این نتیجه رسیدند که تبلیغات تلویزیونی بیشترین تأثیر را بر سودآوری دارد. کومانور و ویلسون^۷ (۱۹۷۴)، اور^۸ (۱۹۷۴)، جونز و همکاران^۹ (۱۹۷۷) و نیکل و میتکالف^{۱۰} (۱۹۷۸) به رابطه معنی‌دار بین میزان تبلیغات و

¹ Holmes et al.

² Chehab

³ Rajan & Zingales

⁴ Lin & Rowe

⁵ Chen & Strange

⁶ Eriotis

⁷ Comanor & Wilson

⁸ Orr

⁹ Jones et al.

¹⁰ Nickell & Metcalf

سودآوری دست می‌یابد. بر خلاف این محققان تیلز^۱ (۱۹۹۸) معتقد است که تبلیغات در دوره انجام آن بی‌تأثیر است، اما برخی محدودیت‌ها مانند اطلاعات یک طبقه از شرکت‌های تولیدی و دوره زمانی بسیار کوتاه، نتایج تحقیق را محدود می‌کند. همچنین هان و مانری^۲ (۲۰۰۴) رابطه‌ای منفی بین هزینه تبلیغات و قیمت سهام را اثبات می‌نمایند. ولی لی^۳ (۲۰۰۶) بین تبلیغات و حجم فروش و افزایش سودآوری به ارتباط مستقیم و معنی‌دار دست می‌یابد. در مقابل چاکر و همکاران^۴ (۲۰۱۵) مهم‌ترین عامل اثرگذار بر سودآوری را نوع تامین مالی می‌داند. از این‌رو در ادامه به تشریح اثر ابزارهای تامین مالی اسلامی بر سودآوری شرکت‌ها پرداخته شده است. پس با استفاده از کاربردی بودن دو نوع از این ابزارها در ایران، تمرکز این تحقیق بر دو نوع از ابزارهای تامین مالی جدید تحت عنوان اوراق اجاره و اوراق مرابحه می‌باشد.

تامین مالی از طریق اوراق بهادار اسلامی

به مجموعه فرآیندهایی که جهت تامین منابع مالی و سرمایه مورد نیاز برای انجام فعالیت‌های تجاری، خرید و یا سرمایه‌گذاری انجام می‌شود، تامین مالی گفته می‌شود. روش‌های متفاوتی برای تامین مالی فعالیت‌های تجاری وجود دارد که بانک‌ها و مؤسسات مالی مختلف می‌توانند از آن‌ها برای تامین مالی شرکت‌ها استفاده نمایند. . برای تامین مالی، شناخت دقیق منابع مالی و ویژگی‌های حاکم بر آن‌ها و همچنین شناخت مصارف مالی مورد نیاز، ضرورت دارد. روش‌های تامین مالی به دو نوع کلی مبتنی بر بدهی و مبتنی بر سرمایه تقسیم می‌شود. برای تامین مالی، شناخت دقیق منابع مالی و ویژگی‌های حاکم بر آن‌ها و همچنین شناخت مصارف مالی مورد نیاز، ضرورت دارد. تامین مالی از طریق اوراق بهادار اسلامی به‌عنوان تامین مالی از نوع بدهی می‌باشد. تامین مالی به روش‌های مبتنی بر بدهی، به معنای اخذ وام از یک منبع خارج از شرکت و با موافقت صاحبان شرکت است. با این امید که پس از به‌دست آوردن این منابع و انجام فعالیت مورد نظر، سود حاصل بیش از مقداری باشد که باید به‌عنوان بهره به وام‌دهندگان بازگردانده شود. در حال حاضر ۱۴ نوع اوراق

¹ Tellis

² Han & Mannry

³ Lee

⁴ Chaker et al.

صکوک، به شرح صکوک اجاره، صکوک سلم، صکوک استصناع، صکوک مرابحه، صکوک مشارکت، صکوک مضاربه، صکوک مزارعه، صکوک مساقات، صکوک مقارضه، صکوک حق الامتیاز، صکوک نماینده سرمایه‌گذاری، صکوک مالکیت دارایی(هایی) که در آینده ساخته می‌شود، صکوک مالکیت منافع دارایی(های) موجود و صکوک مالکیت منافع دارایی(هایی) که در آینده ساخته می‌شود، تشکیل می‌شود. ولی کاربردی‌ترین این ابزارها در بازار سرمایه ایران عبارتند از صکوک اجاره و صکوک مرابحه که در ادامه شرح داده شده‌است.

صکوک اجاره

صکوک اجاره گواهی‌هایی با ارزش برابر هستند که نشان دهنده مالکیت مشاع دارندگان آن‌ها در دارایی‌های اجاره داده شده و یا منفعت و یا خدمات و حقوق از محل حساب‌های دریافتی آن‌هاست. ارکان در صکوک اجاره عبارتند از بانی، ضامن، متعهد پذیره نویس، حسابرس، بازارگردان، نهاد واسط و عامل فروش. شیوه تأمین مالی با استفاده از صکوک اجاره بدین صورت است که ابتدا شرکتی که احتیاج به نقدینگی دارد (بانی)، یک‌سری از دارایی‌های خود که برای اجاره مناسب هستند را انتخاب می‌کند. سپس یک شرکت با هدف خاص (شرکت ناشر) تأسیس می‌کند. این شرکت با هدف خاص از لحاظ قانونی دارای یک شخصیت کاملاً مستقل است. بانی دارایی‌های منتخب را به صورت یک سبد دارایی به شرکت با مقصد خاص می‌فروشد، با این توافق که شرکت با مقصد خاص پس از خرید دارایی‌ها مجدداً آن‌ها را در قالب قرارداد اجاره در اختیار بانی قرار دهد. مدت اجاره و همچنین مبلغ اجاره بها با توافق طرفین تعیین می‌شود. در مرحله بعد شرکت ناشر از طریق انتشار صکوک، دارایی‌های خود را به اوراق بهادار (صکوک) تبدیل می‌کند. صکوک دارای ارزش مساوی هستند و هر یک بیانگر مالکیت مشاع قسمتی از دارایی‌های مورد اجاره می‌باشند. به عبارت دیگر سرمایه‌گذارانی که اقدام به خرید صکوک می‌نمایند به نسبت میزان ارزش اوراق خود در مالکیت آن دارایی‌ها به صورت مشاع شریک می‌شوند.

بانی به موجب قرارداد اجاره باید مبلغ اجاره بها را طبق شرایطی که در قرارداد ذکر شده در اختیار شرکت ناشر قرار دهد. شرکت ناشر نیز باید اجاره بها را بین دارندگان صکوک

تقسیم کند. هنگامی که مدت زمان اجاره به پایان می‌رسد، جریان نقدی حاصل از اجاره‌بها نیز متوقف می‌شود و مالکیت دارایی‌های مورد اجاره نیز در اختیار دارندگان صکوک است. حال اگر ارزش بازار دارایی‌های مذکور بیش از مبلغ اسمی مندرج در صکوک باشد، آن‌گاه دارندگان صکوک پس از اتمام مدت زمان اجاره با فروش دارایی‌ها، سود سرمایه‌ای به دست می‌آورند و در غیر این صورت با زیان سرمایه‌ای مواجه می‌شوند. بنابراین درحالی‌که درآمد حاصل از صکوک نسبتاً پایدار و دارای ریسک اندکی است، اما خود اوراق می‌توانند با ریسک کاهش قیمت مواجه شوند. طبیعتاً این موضوع می‌تواند انگیزه سرمایه‌گذاران برای خرید صکوک را کاهش دهد. به‌همین دلیل معمولاً همراه با صکوک یک سند اختیار فروش نیز در اختیار سرمایه‌گذاران قرار می‌گیرد تا در صورت تمایل بتوانند دارایی‌های مربوطه را در زمان انقضای قرارداد اجاره به قیمت اسمی به خود بانی بفروشند.

صکوک مرابحه

مدتی است که متفکران مسلمان، به‌منظور پرکردن خلاء حاصل از حذف اوراق قرضه، با استفاده از ویژگی‌های بیع مرابحه اقدام به طراحی اوراق بهاداری به نام صکوک مرابحه کرده‌اند که می‌تواند مکمل خوبی برای بازار پول و سرمایه اسلامی، به‌منظور تامین مالی و ابزار سیاست پولی باشد. از این‌رو یکی از انواع قرارداد فروش، بیع مرابحه است که از زمان‌های قدیم بین مردم رایج بوده است و مقصود از آن، بیعی است که فروشنده قیمت تمام شده کالا اعم از قیمت خرید، هزینه‌های حمل و نقل، نگهداری و سایر هزینه‌های مرتبط را به اطلاع مشتری می‌رساند، سپس تقاضای مبلغ یا درصدی اضافی به‌عنوان سود می‌کند.

مرابحه، قرارداد فروشی است که فروشنده به‌وسیله آن، قیمت تمام شده کالا، اعم از قیمت خرید، هزینه‌های حمل و نقل، نگهداری و سایر هزینه‌های مرتبط را به اطلاع مشتری می‌رساند، سپس با افزودن مبلغ یا درصدی به‌عنوان سود، به وی می‌فروشد، بیع مرابحه می‌تواند به‌صورت نقد یا نسیه منعقد شود و به‌طور معمول، نرخ سود نسیه آن بیشتر است.

پیشینه داخلی

محمد ابوالقاسم و همکاران^۱ (۲۰۱۵) به بررسی حاکمیت شرکتی، نسبت‌های مالی، ساختار صکوک و رتبه صکوک در کشور مالزی پرداخته‌اند. نتایج پژوهش نشان می‌دهد که بین حاکمیت شرکتی و نسبت‌های مالی با صکوک اسلامی رابطه معنی‌داری وجود دارد. همچنین رتبه صکوک در کشور مالزی در بین شرکت‌های مالزی از درصد بالایی برخوردار است.

ذوالخبیری^۲ (۲۰۱۵) به بررسی نظری و تجربی صکوک پرداخته است. این پژوهش نشان می‌دهد که در ادبیات نظری صکوک تا حد زیادی پژوهش‌های کیفی به جای تحقیق کمی است. پژوهش‌های انجام شده در صکوک در قالب مقالات مجلات، کتاب‌ها، مقالات کنفرانس، گزارش‌ها، و مجلات است افزایش یافته است، اما هنوز به صورت کمی به موضوع کمتر پرداخته شده است.

هیشام و همکاران^۳ (۲۰۱۵) به بررسی اینکه آیا برای تامین مالی باید صکوک انتخاب شود یا انتشار اوراق بهادار پرداخته است. شواهد این پژوهش نشان می‌دهد که تامین مالی از طریق صکوک تاثیر مثبتی بر عملکرد شرکت‌ها نسبت به انتشار اوراق بهادار دارد. چاکر و همکاران (۲۰۱۵) به بررسی ارتباط بین قیمت سهام و صکوک پرداخته‌اند. نتایج حاکی از آن است که بین قیمت سهم در بازار و تامین مالی از طریق صکوک رابطه معنی‌داری وجود دارد.

تیکا و همکاران^۴ (۲۰۱۵) به بررسی نیازمندی بازار تولید به نسبت‌های صکوک پرداخته‌اند. این پژوهش نشان می‌دهد که شرکت‌ها برای تامین منابع مالی خود به منابع دیگری به جز منابع داخلی نیازمند هستند. بازار با تزریق اوراق مالی اسلامی به شرکت از عملکرد بهتری نسبت به زمانی که از صدور اوراق بهادار استفاده می‌کند برخوردار است.

اب حمید و همکاران^۵ (۲۰۱۴) عملکرد شرکت و ریسک را با وجود رتبه صکوک به عنوان ریسک پیش فرض مورد بررسی قرار دادند. ایشان ۳۱۲ شرکت بزرگ را از کلیه

¹ Mohamed Abulgasem et al

² Zulkhibri

³ Hisham et al

⁴ Tika et al

⁵ Ab Hamid et al.

صنعت‌ها در مالزی از سال ۲۰۰۸ تا ۲۰۱۱ به‌عنوان نمونه انتخاب کردند. نتیجه پژوهش منجر به معرفی معیارهای ریسک پیش فرض توسط صکوک شد که بر پایه داده‌های منحصر به فرد مالزی و در انطباق با شریعت است.

کاماروالدین^۱ (۲۰۱۴) پیش فرض صکوک را در بازار صکوک مالزی مورد بررسی قرار داد. این پژوهش صکوک را به‌عنوان ابزار مالی پیش فرض در مالزی در بین انتشاردهندگان صکوک از سال ۲۰۰۰ تا ۲۰۱۰ بررسی می‌کند. اطلاعات صادرکنندگان صکوک از گزارش سالانه آن‌ها در پایگاه داده CCM استخراج شده است. تحقیق نشان داد که بیشترین تعداد انتشار صکوک در سال ۲۰۰۹ رخ داده است. بنابراین رشد متوسط ۲/۲۲ درصدی صکوک در بازار سرمایه اسلامی مالزی شواهد روشن از محبوبیت صکوک در بین شرکت‌های بزرگ در مالزی است و حاکی از پتانسیل عظیمی به‌عنوان گزینه تامین مالی پایدار است.

آلام و همکاران^۲ (۲۰۱۳) تحقیقی با عنوان اینکه آیا اوراق قرضه اسلامی (صکوک) از اوراق قرضه متعارف متفاوت است؟، انجام دادند. در پژوهش مزبور ایشان به بررسی تاثیر اوراق قرضه متعارف و معرفی صکوک بر ثروت سهامداران با استفاده از ۷۹ صکوک و ۸۷ اوراق قرضه متعارف در دوره زمانی ۲۰۱۲-۲۰۰۴ در شش بازار مالی اسلامی توسعه یافته پرداختند. نتایج بیانگر این بود که واکنش بازار در دوران قبل و حین بحران مالی جهانی به اوراق قرضه متعارف مثبت و بعد از آن منفی بود. ضمناً اندازه عرضه اوراق قرضه به‌نظر می‌رسد در مورد صکوک تاثیر منفی بر سود انباشته غیر متعارف دارد و در مورد اوراق قرضه متعارف تاثیر مثبت دارد.

زمانی و افشار (۱۳۹۲) آزمون تجربی رابطه الگوهای تامین مالی بر شاخص‌های ارزیابی عملکرد مالی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار را انجام دادند. نمونه تحقیق شامل ۱۰۰ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران طی دوره زمانی ۱۳۸۵-۱۳۹۰ بود که از طریق غربالگری انتخاب شدند. نتایج حاصل از آزمون فرضیات تحقیق نشان داد که متغیرهای الگوی تامین مالی به‌طور قابل توجهی با شاخص‌های ارزیابی عملکرد مالی رابطه معنی‌داری دارند.

¹ Kamarudin

² Alam et al.

مرادزاده فرد و همکاران (۱۳۹۲) رابطه نوع و حجم تامین مالی را بر عملکرد عملیاتی مورد پژوهش قرار دادند. بدین منظور نمونه آماری شامل ۶۲ شرکت از بین شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران برای دوره پنج ساله ۱۳۸۸-۱۳۸۴ انتخاب شدند. به منظور آزمون فرضیه‌ها از تحلیل رگرسیون و ضریب همبستگی پیرسون استفاده شد که نتایج حاصل از این آزمون‌ها نشان داد تامین مالی از طریق بدهی و تامین مالی خارج از ترازنامه به ترتیب با ارزش افزوده بازار و نسبت Q توبین رابطه معنی‌دار دارد.

جعفری و همکاران (۱۳۹۲) تحقیقی با عنوان بررسی اثر روش تامین مالی بر رشد سودآوری بنگاه‌ها را در ایران انجام دادند. به همین منظور نمونه‌ای شامل ۳۰ شرکت از بزرگترین شرکت‌های بورس اوراق بهادار تهران طی سال‌های ۱۳۹۰-۱۳۸۰ در نظر گرفته شدند. نتایج تحقیق نشان دادند که رابطه مثبت بین افزایش درآمدها و سودآوری شرکت‌ها وجود دارد، ضمناً تامین مالی کوتاه مدت اهمیت بیشتری در دستیابی بنگاه‌ها به نرخ رشد بالاتر دارد و الگوی تقسیم سود در میان بنگاه‌های کشور یکی از عوامل کاهش رشد بنگاه‌ها بوده است.

صالح آبادی و همکاران (۱۳۹۰) طی تحقیقی به تبیین فقهی و ارائه الگوی تکنیکی بازاربایی در طراحی و راه‌اندازی اوراق اجاره در ایران پرداختند و بدین نتیجه رسیدند که صکوک اجاره، جایگزین مناسبی برای اوراق قرضه و مکمل دیگری برای اوراق مشارکت است. همچنین دولت باید برای تعریف، حمایت، به‌کارگیری این ابزار جدید مالی و ایجاد بازارهای ثانویه مورد نیاز سرمایه‌گذاران فردی اقدام کند.

طالب نیا و همکاران (۱۳۸۹) تاثیر تامین مالی خارج از ترازنامه را بر نسبت‌های سودآوری مورد پژوهش قرار دادند. در این تحقیق تاثیر تامین مالی خارج از ترازنامه بر نسبت‌های سودآوری شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران را مورد مطالعه قرار داده شد. در این پژوهش از روش پیمایشی-مقایسه‌ای استفاده شد و نسبت‌های سودآوری قبل و بعد از تامین مالی خارج از ترازنامه و همچنین شرکت‌هایی که دارای تامین مالی خارج از ترازنامه و شرکت‌هایی که فاقد تامین مالی خارج از ترازنامه بوده‌اند مورد مقایسه قرار گرفتند. تجزیه و تحلیل اطلاعات جمع‌آوری شده و آزمون فرضیه‌های تحقیق

در دوره زمانی ۱۳۸۰ تا ۱۳۸۵ نشان داد که تامین مالی خارج از ترازنامه تاثیر قابل ملاحظه‌ای بر نسبت‌های سودآوری نداشته‌است.

سجادی و همکاران (۱۳۸۶) عوامل موثر بر سودآوری شرکت‌های پذیرفته شده در بورس را مورد بررسی قرار دادند. در این پژوهش شش عامل نوع صنعت، اندازه شرکت، عمر، نسبت سرمایه به دارایی، نسبت بدهی به دارایی و هزینه‌های تبلیغات را بر سودآوری ۶۰ شرکت پذیرفته شده در بورس به‌عنوان نمونه بررسی کردند. یافته‌ها بیانگر آن بودند که اگر سه معیار سودآوری، بازده دارایی و بازده تعدیل شده دارایی تعریف شوند متغیرهایی مانند اندازه شرکت، نسبت سرمایه به دارایی و نسبت بدهی به دارایی بر سودآوری تاثیرگذار خواهند بود، اما نوع صنعت، عمر و هزینه تبلیغات بر سودآوری بی‌تاثیر است. همچنین اگر معیار سودآوری بازده سرمایه در نظر گرفته شود، نوع صنعت و اندازه شرکت بر سودآوری، موثرند. اما عمر، نسبت سرمایه به دارایی، نسبت بدهی به دارایی و هزینه تبلیغات بر سودآوری تاثیر ندارند.

فرضیه‌های تحقیق

فرضیه‌های اصلی پژوهش پیرامون تامین مالی شرکت‌ها در بازار سرمایه ایران از طریق صکوک طی دوره مورد بررسی و بهبود فرآیند سوددهی شرکت‌ها می‌باشد. انتظار می‌رود که تامین مالی از طریق صکوک منجر به سودآوری در بین شرکت‌های بورسی شود. لذا بر این اساس فرضیه‌های پژوهشی به شرح زیر تبیین می‌شود:

- تامین مالی شرکت‌ها در بازار سرمایه ایران از طریق صکوک اجاره، منجر به بهبود فرآیند سودآوری در شرکت‌ها می‌شود.
- تامین مالی شرکت‌ها در بازار سرمایه ایران از طریق صکوک مرابحه، منجر به بهبود فرآیند سودآوری در شرکت‌ها می‌شود.

روش‌شناسی تحقیق

جامعه آماری و حجم نمونه

از بین شرکت‌های منتشرکننده اوراق بهادار، ۲۴ شرکت منتشرکننده اوراق اسلامی صکوک شناسایی شدند. لذا حجم نمونه شامل ۲۴ شرکت منتشرکننده اوراق صکوک ایران شامل صکوک مرابحه بوتان، صکوک اجاره نفت پارس، صکوک اجاره لیزینگ رایان سایپا، صکوک اجاره مپنا، صکوک اجاره لیزینگ سینا، صکوک اجاره گروه سرمایه‌گذاری مسکن، صکوک اجاره جوپار، صکوک اجاره بانک سامان، صکوک اجاره سرمایه‌گذاری امید، صکوک اجاره ماهان، صکوک اجاره مپنا، صکوک اجاره چادر ملو، صکوک اجاره سپهر صادرات، صکوک اجاره رایتل، صکوک اجاره دانا پتروریگ کیش، صکوک مرابحه گلوکوزان، صکوک اجاره پتروشیمی قائد بصیر، صکوک اجاره بوتان، صکوک اجاره کاشی پرسپولیس یزد، صکوک اجاره فولاد کاوه کیش، صکوک مرابحه مگا موتور، صکوک اجاره پترو امید آسیا، صکوک اجاره رایتل، صکوک مرابحه بناگستر کرانه و صکوک اجاره مخابرات ایران می‌باشد. همچنین اطلاعات مورد نیاز از طریق بیانیه منتشره از طرف شرکت‌های مذکور استخراج می‌شود که شامل مبلغ اوراق در دست انتشار، تعداد اوراق در دست انتشار، مبلغ اسمی هر ورقه، دوره و تاریخ تقریبی این اوراق از سال ۱۳۸۷ تا سال ۱۳۹۴ خواهد بود، که رفتار سرمایه‌گذاران در زمان انتشار و فروش اوراق بهادار اسلامی (صکوک) مورد بررسی و آزمون قرار گرفته شده‌است. شرکت‌های نمونه آماری به تفکیک بازه زمانی و تامین مالی از طریق اجاره یا مرابحه به شرح زیر می‌باشد.

جدول ۱: شرکت‌های استفاده کننده از تامین مالی صکوک

نام شرکت	بازه زمانی	نوع تامین مالی
گروه صنعتی بوتان اجاره	۱۳۸۷ تا ۱۳۹۴	تامین مالی از طریق اوراق اجاره
بانک سامان	۱۳۸۷ تا ۱۳۹۴	تامین مالی از طریق اوراق اجاره
بنا گستر کرانه	۱۳۸۷ تا ۱۳۹۴	تامین مالی از طریق اوراق مرابحه
پروژه‌های نیروگاهی ایران	۱۳۸۷ تا ۱۳۹۴	تامین مالی از طریق اوراق اجاره
تولیدات پتروشیمی قائد بصیر	۱۳۸۷ تا ۱۳۹۴	تامین مالی از طریق اوراق اجاره
شرکت پترو امید آسیا	۱۳۸۷ تا ۱۳۹۴	تامین مالی از طریق اوراق اجاره
شرکت تولیدی موتور و... سایپا	۱۳۸۷ تا ۱۳۹۴	تامین مالی از طریق اوراق مرابحه
شرکت جویبار	۱۳۸۷ تا ۱۳۹۴	تامین مالی از طریق اوراق اجاره
شرکت چادرملو	۱۳۸۷ تا ۱۳۹۴	تامین مالی از طریق اوراق اجاره
شرکت دانا پتروریگ کیش	۱۳۸۷ تا ۱۳۹۴	تامین مالی از طریق اوراق اجاره
شرکت رایتل	۱۳۸۷ تا ۱۳۹۴	تامین مالی از طریق اوراق اجاره
شرکت رایتل ۲	۱۳۸۷ تا ۱۳۹۴	تامین مالی از طریق اوراق اجاره
شرکت فولاد کاوه جنوب کیش	۱۳۸۷ تا ۱۳۹۴	تامین مالی از طریق اوراق اجاره
شرکت گلوکوزان	۱۳۸۷ تا ۱۳۹۴	تامین مالی از طریق اوراق مرابحه
شرکت لیزینگ جامع سینا	۱۳۸۷ تا ۱۳۹۴	تامین مالی از طریق اوراق اجاره
شرکت لیزینگ رایان سایپا	۱۳۸۷ تا ۱۳۹۴	تامین مالی از طریق اوراق اجاره
شرکت مخابرات ایران	۱۳۸۷ تا ۱۳۹۴	تامین مالی از طریق اوراق اجاره
شرکت نفت پارس	۱۳۸۷ تا ۱۳۹۴	تامین مالی از طریق اوراق اجاره
شرکت واسپاری سپهر صادرات	۱۳۸۷ تا ۱۳۹۴	تامین مالی از طریق اوراق اجاره
شرکت هواپیمایی ماهان	۱۳۸۷ تا ۱۳۹۴	تامین مالی از طریق اوراق اجاره
گروه سرمایه گذاری مسکن	۱۳۸۷ تا ۱۳۹۴	تامین مالی از طریق اوراق اجاره
گروه صنعتی بوتان	۱۳۸۷ تا ۱۳۹۴	تامین مالی از طریق اوراق مرابحه
مجتمع کاشو سنگ پرسپولیس	۱۳۸۷ تا ۱۳۹۴	تامین مالی از طریق اوراق اجاره
مدیریت سرمایه گذاری امید	۱۳۸۷ تا ۱۳۹۴	تامین مالی از طریق اوراق اجاره

متغیر وابسته**سودآوری (Profitable)**

برای اندازه‌گیری سودآوری شرکت‌ها شاخص‌های مالی متعددی وجود دارد که از جمله می‌توان به بازده دارایی‌ها اشاره کرد. این تحقیق از شاخص سودآوری به‌عنوان بازده دارایی‌ها بهره گرفته است. بازده دارایی یکی از نسبت‌های سودآوری است که هدف کلی آن اندازه‌گیری میزان توفیق یا ناتوانی شرکت در استفاده از منابع مالی شرکت می‌باشد. هدف خاص محاسبه بازده دارایی اندازه‌گیری سودآوری کلی دارایی است. به عبارتی بازده دارایی‌ها برابر است با سودخالص شرکت تقسیم بر متوسط دارایی‌ها و این نسبت به شرح رابطه ۱ محاسبه می‌شود.

$$Profitable_{it} = Net\ profit_{it} / Average\ assets_{it} \quad (۱)$$

که در رابطه فوق:

Profitable: سودآوری

Net profit: سود خالص

Average assets: میانگین دارایی‌ها

متغیرهای مستقل**تامین مالی صکوک (SUK)**

تامین مالی شرکت‌های بورسی از طریق صکوک اجاره و مرابحه به عنوان متغیر مستقل در نظر گرفته شده است. چاکر و همکاران (۲۰۱۵) معتقدند که تامین مالی از طریق ابزار تامین مالی اسلامی، بهبود عملکرد مالی را متضمن می‌شود. بر این اساس ابزارهای تامین مالی اسلامی به‌عنوان متغیرهای اثرگذار بر فرایند سودآوری شرکت‌ها انتخاب شدند. سایت کدال و یا پیوست‌های صورت‌های مالی و همچنین نرم افزارهای اطلاعاتی ره آورد و تدبیرپرداز، اطلاعاتی در خصوص صکوک منتشر نمی‌کنند. بر همین اساس با استفاده از

سایت صکوک^۱ تک تک شرکت‌های بورسی مورد بررسی قرار گرفت. نتایج حاکی از آن بود که ۲۴ شرکت از طریق صکوک تامین مالی نموده‌اند و مبالغ این تامین مالی از طریق این سایت استخراج شده‌است.

متغیرهای کنترلی

اندازه شرکت (SIZE)

اندازه شرکت که از طریق لگاریتم طبیعی دارایی‌های شرکت اندازه‌گیری می‌شود و نحوه سنجش آن به شرح رابطه ۲ محاسبه می‌شود.

$$SIZE_{it} = \ln(\text{Total Assets}_{it}) \quad (۲)$$

که در رابطه فوق:

$SIZE_{it}$: اندازه شرکت i در دوره t

$\ln \text{Total Assets}_{it}$: لگاریتم طبیعی جمع دارایی‌های شرکت i در دوره t

عمر یا سن شرکت (AGE)

عمر شرکت که از تعداد سال‌های فعالیت شرکت در بورس به دست می‌آید و نحوه سنجش آن به صورت زیر است:

$$AGE_{it} = \ln(\text{Company Age}_{it}) \quad (۳)$$

که در رابطه فوق:

AGE_{it} : اندازه شرکت i در دوره t

Company Age_{it} : تعداد سال‌های فعالیت شرکت i در دوره t

¹ Sukuk.ir

نسبت سرمایه به دارایی‌ها (DA)

نسبت سرمایه به دارایی‌ها که از تقسیم سرمایه بر جمع دارایی‌ها به دست می‌آید و نحوه سنجش آن به شرح رابطه ۴ محاسبه می‌شود.

$$DA_{it} = \text{Capital}_{it} / \text{Total Assets}_{it} \quad (۴)$$

که در رابطه فوق:

Capital_{it} : سرمایه شرکت i در دوره t

Total Assets_{it} : جمع دارایی‌های شرکت i در دوره t

نسبت بدهی به دارایی‌ها (CA)

نسبت بدهی به دارایی‌ها که از تقسیم بدهی بر جمع دارایی‌ها به دست می‌آید و نحوه سنجش آن به صورت زیر است.

$$CA_{it} = \text{Total Debit}_{it} / \text{Total Assets}_{it} \quad (۵)$$

که در رابطه فوق:

CA_{it} : اندازه شرکت i در دوره t

Total Debit_{it} : جمع بدهی‌های شرکت i در دوره t

Total Assets_{it} : جمع دارایی‌های شرکت i در دوره t

هزینه تبلیغات (AD)

هزینه تبلیغات که از جمع هزینه‌های تبلیغات گزارش شده در صورت حساب سود و زیان به دست می‌آید.

مدل تجربی تحقیق

فرضیه‌های تحقیق با استفاده از تعدیل مدل به‌کار رفته در پژوهش چاکر و همکاران (۲۰۱۵) و همچنین پژوهش سجادی و همکاران (۱۳۸۶) که از متغیر تامین مالی از طریق صکوک در آن استفاده شده، تصریح و سپس برآورد شده‌است. این تعدیل جهت به‌روز شدن نحوه اثرگذاری متغیر صکوک انجام شده‌است. در نتیجه مدل فرضیه‌های تحقیق به‌شرح زیر می‌باشد.

$$Profitable_{it} = \beta_0 + \beta_1 Ind_{it} + \beta_2 Size_{it} + \beta_3 Age_{it} + \beta_4 DA_{it} + \beta_5 CA_{it} + \beta_6 Ad_{it} + \beta_7 Suk_Rent_{it} + U_j$$

(۱) مدل

$$Profitable_{it} = \beta_0 + \beta_1 Ind_{it} + \beta_2 Size_{it} + \beta_3 Age_{it} + \beta_4 DA_{it} + \beta_5 CA_{it} + \beta_6 Ad_{it} + \beta_7 Suk_Murabaha_{it} + U_j$$

(۲) مدل

به‌طوری‌که متغیرهای مدل‌های فوق عبارتند از:

Profitable: سودآوری

Size: اندازه شرکت

Age: عمر شرکت

DA: نسبت سرمایه به دارایی

CA: نسبت بدهی به دارایی

Ad: هزینه تبلیغات

Suk_Rent: تامین مالی از طریق صکوک اجاره

Suk_Murabaha: تامین مالی از طریق صکوک مرابحه

U: خطای مدل

یافته‌های تحقیق

برای تجزیه و تحلیل داده‌های هر یک از مدل‌های بیان شده نیاز است قبل از پردازش آن‌ها و آزمون فرضیه‌ها، فروض کلاسیک مدل آزمون شود. یکی از فروض کلاسیک آماری همسانی واریانس باقی‌مانده‌ها است که از فرضیه‌های اساسی هر رابطه محسوب می‌شود. همچنین لازم است آزمون‌های آماری لازم برای تبیین نوع داده‌ها انجام گیرد تا مشخص شود که داده‌ها به صورت تابلویی است یا تلفیقی و در صورتی که نوع داده‌ها تابلویی تشخیص داده شد، باید نوع اثرات آن مشخص شود. برای بررسی فرض ناهمسانی واریانس در این تحقیق، از آزمون وایت استفاده شد که نتایج آن در جدول ۲ ارائه شده است.

جدول ۲: نتایج آزمون مفروضات رگرسیونی و نوع داده‌ها

آزمون هاسمن		آزمون F لیمر		آزمون ناهمسانی واریانس		مدل
آماره	سطح معنی‌داری	آماره	سطح معنی‌داری	آماره	سطح معنی‌داری	
۱۷/۰۸	۰/۰۲۹۲	۷/۴۱	۰/۰۰۰۰	۱/۵۱	۰/۰۲۳۶	مدل (۱)
۱۶/۲۷	۰/۰۳۸۶	۷/۴۰	۰/۰۰۰۰	۱/۶۳	۰/۰۰۹۰	مدل (۲)

منبع: یافته‌های تحقیق

نتایج مندرج در جدول ۲ نشان می‌دهد که مقدار احتمال محاسبه شده در آزمون وایت برای مدل اول تحقیق از سطح خطای ۰/۰۵ کمتر است که نشان از ناهمسانی واریانس بوده و روش تخمین این مدل به صورت رگرسیون حداقل مربعات تعمیم یافته می‌باشد. همچنین مقدار احتمال محاسبه شده برای مدل دوم پژوهش کمتر از سطح خطای ۰/۰۵ بوده که در این مدل‌ها ناهمسانی واریانس وجود داشته و روش تخمین به صورت رگرسیون حداقل

مربعات تعمیم یافته است. در ارتباط با نوع تخمین داده‌ها، نتایج آزمون F لیمر برای دو مدل کمتر از سطح ۰/۰۵ می‌باشد که بر مبنای این نتایج فرض صفر آزمون مبنی بر تلفیقی بودن داده‌ها رد شده و داده‌ها به صورت تابلویی تخمین زده می‌شود. با توجه به آزمون F لیمر، لازم است آزمون هاسمن برای تعیین نوع داده‌های تابلویی انجام گیرد. همان‌طور که در جدول ۲ مشاهده می‌شود، نتیجه آزمون هاسمن برای مدل‌های پژوهش نشان می‌دهد که مقدار احتمال مربوط به این آماره‌ها از ۵ درصد کمتر است، بنابراین این مدل‌های تحقیق بر روی متغیر مورد نظر بر اساس رویکرد داده‌های تابلویی با اثرات ثابت تخمین زده می‌شود. در ادامه با در نظر گرفتن نتایج پیش آزمون‌های آماری به تخمین مدل‌های اصلی تحقیق پرداخته می‌شود که نتایج آن در جدول ۳ نشان داده شده است.

پس از انجام آزمون‌های آماری لازم، به‌منظور تعیین به‌کارگیری داده‌ها و اطمینان از صحت الگوی برازش شده، نتایج نهایی حاصل از تخمین مدل‌های تحقیق در ادامه ارائه می‌شود.

نتایج تخمین مدل اول تحقیق

بر اساس نتایج آزمون F لیمر و آزمون هاسمن، مدل تحقیق بر اساس رویکرد داده‌های تابلویی با اثرات ثابت تخمین زده شد. نتایج حاصل از تخمین این مدل در جدول ۳ ارائه شده است که تاثیر تامین مالی اسلامی از طریق صکوک اجاره بر سودآوری در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران را آزمون می‌کند.

جدول ۳: نتایج مربوط به تخمین مدل اول

$Profitable_{it} = \beta_0 + \beta_1 Ind_{it} + \beta_2 Size_{it} + \beta_3 Age_{it} + \beta_4 DA_{it} + \beta_5 CA_{it} + \beta_6 Ad_{it} + \beta_7 Suk_Rent_{it} + U_j$					
نام متغیر	نماد متغیر	ضریب برآورد شده	خطای استاندارد	آماره t	p_value
عرض از مبدأ	C	۰/۰۳۴۱۳۲	۰/۰۳۱۴۹۴	۱/۰۸۳۷۵۵	۰/۲۸۰۴
اندازه شرکت	Size	۰/۰۰۷۶۸۴	۰/۰۰۱۴۴۹	۵/۰۸۳۷۵۵	۰/۰۰۰۰
عمر شرکت	Age	-۰/۰۰۰۶۳۴	۰/۰۰۱۹۰۴	-۰/۳۳۲۸۳۹	۰/۷۳۹۸
نسبت سرمایه به دارایی	DA	-۰/۰۳۰۸۱۳	۰/۰۲۹۹۴۵	-۱/۰۲۹۰۰۳	۰/۳۰۵۳
نسبت بدهی به دارایی	CA	-۰/۱۱۸۶۱۴	۰/۰۲۴۶۱۸	-۴/۸۱۸۱۰۹	۰/۰۰۰۰
هزینه تبلیغات	Ad	۰/۴۲۲۳۴۰	۰/۲۱۱۳۰۸	۱/۹۹۸۶۹۳	۰/۰۴۷۶
صکوک اجاره	Suk-R	۳/۱۳۰۰۰۹	۶/۳۳۰۰۹	۱/۱۹۳۹۰۹	۰/۰۲۲۲
آماره F: ۲۹/۹۴		معناداری آماره F: ۰/۰۰۰۰		ضریب تعیین ۰/۸۶	
آماره دوربین واتسون: ۱/۸۷		تعداد مشاهدات: ۱۹۲		تعداد نمونه: ۲۴	

منبع: یافته‌های تحقیق

احتمال آماره F رگرسیون که نشان از توان توضیح دهنده مدل است، برای این مدل کمتر از ۰/۰۱ است، که می‌توان گفت در سطح اطمینان ۹۹ درصد این مدل معنی‌دار بوده و دارای اعتبار است. همچنین مقدار آماره دوربین واتسون (۱/۸۷) نیز نشان می‌دهد که بین باقی‌مانده‌ها خودهمبستگی وجود ندارد، زیرا این مقدار در فاصله ۱/۵ و ۲/۵ قرار دارد.

نتایج تخمین مدل دوم تحقیق

بر اساس نتایج آزمون F لیمر و آزمون هاسمن، مدل دوم تحقیق بر اساس رویکرد داده‌های تابلویی با اثرات ثابت تخمین زده شد. نتایج حاصل از تخمین این مدل در جدول ۴ ارائه شده است که تاثیر تامین مالی اسلامی از طریق صکوک مرابحه بر سودآوری در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران را آزمون می‌کند.

جدول ۴: نتایج مربوط به تخمین مدل دوم

$Profitable_{it} = \beta_0 + \beta_1 Ind_{it} + \beta_2 Size_{it} + \beta_3 Age_{it} + \beta_4 DA_{it} + \beta_5 CA_{it} + \beta_6 Ad_{it} + \beta_7 Suk_Murabaha_{it} + U_j$					
نام متغیر	نماد متغیر	ضریب برآورد شده	خطای استاندارد	آماره t	p_value
عرض از مبدأ	C	۰/۰۱۴۲۷۹	۰/۰۰۱۵۴۴	۹/۲۴۸۶۰۷	۰/۰۰۰۰
اندازه شرکت	Size	۰/۰۰۱۸۶۵	۰/۰۰۰۰۴۲۴	۴/۴۰۱۰۰۱	۰/۰۰۰۰
عمر شرکت	Age	۰/۰۰۲۶۵۷	۰/۰۰۴۱۳۷۴	۰/۰۶۴۲۱۹	۰/۹۴۸۹
نسبت سرمایه به دارایی	DA	-۰/۲۳۲۰۳۶	۰/۰۲۹۵۷۰	-۷/۸۴۷۰۴۵	۰/۰۰۰۰
نسبت بدهی به دارایی	CA	-۰/۳۰۶۶۷۸	۰/۲۲۳۱۵۳	-۱/۳۷۴۲۹۵	۰/۱۷۱۳
هزینه تبلیغات	Ad	-۶/۷۴۰۰۸	۳/۴۸۰۰۸	-۱/۹۳۸۸۰۱	۰/۰۵۴۳
صکوک مرابحه	Suk_M	۰/۰۱۸۶۰۸	۰/۰۱۰۵۱۵	۱/۷۶۹۵۶۷	۰/۰۷۸۷
آماره F: ۳۲/۱۶		معناداری آماره F: ۰/۰۰۰۰		ضریب تعیین: ۰/۵۴	
آماره دوربین واتسون: ۱/۸۱		تعداد مشاهدات: ۱۹۲		تعداد نمونه: ۲۴	

منبع: یافته‌های تحقیق

احتمال آماره F رگرسیون که نشان از توان توضیح دهندگی مدل است، برای این مدل کمتر از ۰/۰۱ است، که می‌توان گفت در سطح اطمینان ۹۹ درصد این مدل معنی‌دار بوده و دارای اعتبار است. همچنین ملاحظه مقدار آماره دوربین واتسون (۱/۸۱) نیز نشان می‌دهد که بین باقی‌مانده‌ها خودهمبستگی وجود ندارد، زیرا این مقدار در فاصله ۱/۵ و ۲/۵ قرار دارد.

بحث و نتیجه‌گیری

در نظام سرمایه‌داری که امروزه در جهان متداول است، برای پروژه‌های بزرگی که نیاز به سرمایه کلان دارند و سود یا درآمد زیادی نیز در پی دارند به صدور اسناد بر پایه اوراق قرض با بهره یا ابزارهای مالی اسلامی اقدام می‌کنند و صاحبان این اسناد چیزی جز بستن کارانی براساس بهره از صاحبان این پروژه‌ها نیستند و در مالکیت پروژه‌ها یا در سود یا درآمد حاصل از آن‌ها، هیچ‌گونه سهمی ندارند و فقط بهره‌ای را که متناسب با بهره بازار پول است، به دست می‌آورند. درآزمون فرضیه اول هدف تعیین اثر تامین مالی شرکت‌های بورسی از طریق صکوک اجاره بر سودآوری شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران که از ابزار اسلامی استفاده کرده اند می‌باشد. بر این اساس فرض صفر عدم ارتباط بین تامین مالی شرکت‌های بورسی از طریق صکوک اجاره و سودآوری و فرض مقابل وجود رابطه معنی‌دار بین تامین مالی شرکت‌های بورسی از طریق صکوک اجاره و سودآوری می‌باشد. همان‌گونه که نتایج جدول ۳ نشان می‌دهد، سطح معنی‌داری برای متغیر تامین مالی از طریق صکوک اجاره در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران با ابزار اسلامی برابر با ۰/۰۲۲۲ می‌باشد که این مقدار با احتمال ۹۵ درصد کمتر از سطح معنی‌داری ۰/۰۵ نشان می‌دهد. از این رو فرض صفر رد شده و می‌توان نتیجه گرفت که بین تامین مالی شرکت‌های بورسی از طریق صکوک اجاره با سودآوری رابطه معنی‌داری وجود دارد. از طرفی ضریب متغیر تامین مالی شرکت‌های بورسی از طریق صکوک اجاره برابر است با ۳/۱۳۰۰۰۹ که این مقدار گویای تاثیر مستقیم تامین مالی شرکت‌های بورسی از طریق صکوک اجاره بر سودآوری شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران می‌باشد. به عبارتی شواهد آزمون فرضیه اول حاکی از آن است که با افزایش تامین مالی شرکت‌های بورسی از طریق صکوک اجاره، سودآوری شرکت‌های پذیرفته شده در بورس

اوراق بهادار تهران افزایش می‌یابد و با کاهش تامین مالی شرکت‌های بورسی از طریق صکوک اجاره، سودآوری شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران کاهش می‌یابد. صکوک اجاره گواه‌هایی با ارزش برابر هستند که نشان دهنده مالکیت مشاع دارندگان آن‌ها در دارایی‌های اجاره داده شده و یا منفعت و یا خدمات و حقوق از محل حساب‌های دریافتی آن‌هاست. در شیوه تامین مالی با استفاده از صکوک اجاره ابتدا شرکتی که احتیاج به نقدینگی دارد، یک سری از دارایی‌های خود که برای اجاره مناسب هستند را انتخاب می‌کند. سپس یک شرکت با هدف خاص تأسیس می‌کند. این شرکت با هدف خاص از لحاظ قانونی دارای یک شخصیت کاملاً مستقل است. بانی دارایی‌های منتخب را به صورت یک سبد دارایی به شرکت با مقصد خاص می‌فروشد، با این توافق که شرکت با مقصد خاص پس از خرید دارایی‌ها مجدداً آن‌ها را در قالب قرارداد اجاره در اختیار بانی قرار دهد. مدت اجاره و همچنین مبلغ اجاره بها با توافق طرفین تعیین می‌شود. در مرحله بعد شرکت ناشر از طریق انتشار صکوک، دارایی‌های خود را به اوراق بهادار (صکوک) تبدیل می‌کند. صکوک دارای ارزش مساوی هستند و هر یک بیان‌گر مالکیت مشاع قسمتی از دارایی‌های مورد اجاره می‌باشند. به عبارت دیگر سرمایه‌گذارانی که اقدام به خرید صکوک می‌نمایند به نسبت میزان ارزش اوراق خود در مالکیت آن دارایی‌ها به صورت مشاع شریک می‌شوند. بانی به موجب قرارداد اجاره باید مبلغ اجاره بها را طبق شرایطی که در قرارداد ذکر شده در اختیار شرکت ناشر قرار دهد. شرکت ناشر نیز باید اجاره بها را بین دارندگان صکوک تقسیم کند. از این طریق شرکت‌های که اقدام به انتشار صکوک می‌نمایند، دچار نقدینگی در شرکت شده و بدون اینکه نیاز به پرداخت بهره‌های بانکی باشد، نقدینگی را در چرخه بازار به گردش انداخته و از این طریق فرآیند سودآوری میسر می‌شود. این سودآوری زمانی به اوج می‌رسد که ارزش بازار دارایی‌های مذکور بیش از مبلغ اسمی مندرج در صکوک باشد، آن‌گاه دارندگان صکوک پس از اتمام مدت زمان اجاره با فروش دارایی‌ها، سود سرمایه‌ای به دست می‌آورند.

درآزمون فرضیه دوم هدف تعیین اثر تامین مالی شرکت‌های بورسی از طریق صکوک مرابحه بر سودآوری شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران که از ابزار اسلامی استفاده کرده‌اند، می‌باشد. بر این اساس فرض صفر عدم ارتباط بین تامین مالی

شرکت‌های بورسی از طریق صکوک مرابحه و سودآوری و فرض مقابل وجود رابطه معنی‌دار بین تامین مالی شرکت‌های بورسی از طریق صکوک مرابحه و سودآوری می‌باشد. همان‌گونه که نتایج جدول ۳ نشان می‌دهد، سطح معنی‌داری برای متغیر تامین مالی از طریق صکوک مرابحه در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران با ابزار اسلامی برابر با ۰/۰۷۸۷ می‌باشد که با احتمال ۹۰ درصد کمتر از سطح معنی‌داری ۰/۱۰ را نشان می‌دهد. از این‌رو فرض صفر رد شده و می‌توان نتیجه گرفت که بین تامین مالی شرکت‌های بورسی از طریق صکوک مرابحه با سودآوری رابطه معنی‌داری وجود دارد. از طرفی ضریب متغیر تامین مالی شرکت‌های بورسی از طریق صکوک مرابحه برابر است با ۰/۱۸۶۰۸، که این مقدار گویای تاثیر مستقیم تامین مالی شرکت‌های بورسی از طریق صکوک مرابحه بر سودآوری شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران می‌باشد. به عبارتی شواهد آزمون فرضیه دوم حاکی از آن است که با افزایش تامین مالی شرکت‌های بورسی از طریق صکوک مرابحه، سودآوری شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران افزایش می‌یابد و با کاهش تامین مالی شرکت‌های بورسی از طریق صکوک مرابحه، سودآوری شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران کاهش می‌یابد.

در مقابل صکوک اجاره، صکوک مرابحه، قرارداد فروشی است که فروشنده به‌وسیله آن، قیمت تمام شده کالا، اعم از قیمت خرید، هزینه‌های حمل و نقل، نگهداری و سایر هزینه‌های مرتبط را به اطلاع مشتری می‌رساند، سپس با افزودن مبلغ یا درصدی به‌عنوان سود، به وی می‌فروشد، بیع مرابحه می‌تواند به‌صورت نقد یا نسبه منعقد شود و به‌طور معمول، نرخ سود نسبه آن بیشتر است. پس اوراق مرابحه به‌عنوان یکی دیگر از ابزار تامین مالی اسلامی نخست قیمت تمام شده کالا اعم از قیمت خرید، هزینه‌های حمل و نقل، نگهداری و سایر هزینه‌های مرتبط از آن کسر، سپس مبالغ اضافی به‌عنوان سود در صورت‌های مالی شناسایی می‌شود.

آزمون فرضیه‌های تحقیق، رابطه تامین مالی شرکت‌های بورسی از طریق صکوک اجاره و مرابحه را با سودآوری در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران مورد بررسی قرار داد. بر اساس نتایج به‌دست آمده، بین تامین مالی شرکت‌های بورسی از طریق صکوک اجاره و مرابحه با سودآوری رابطه معنی‌داری وجود دارد. پس فعالان بازار سرمایه در

صورتی که قصد سرمایه‌گذاری مطمئن و بدون ریسک را در بازار سرمایه داشته باشند، می‌توانند بر روی اسناد خزانه اسلامی، بالاخص اوراق اجاره سرمایه‌گذاری کنند تا از این طریق در مدت زمانی مشخص با سودآوری مناسب و مشخصی همراه شوند. ولی به مراتب اوراق مرابحه اثر کمتری بر سودآوری دارد. شاید نگرانی برخی از فعالان بازار سرمایه در عدم نقدشوندگی این دسته از اسناد باشد. اما با توجه به تضمین بانک مرکزی مبنی بر پرداخت آن، این نگرانی نیز حل شده و فعالان بازار سرمایه با خیالی آسوده می‌توانند به سرمایه‌گذاری در این اوراق بپردازند. بنابراین به مدیران شرکت‌ها پیشنهاد می‌شود که به‌منظور پر کردن خلاء حاصل از حذف اوراق قرضه، با استفاده از ویژگی‌های بیع مرابحه و اوراق اجاره اقدام به طراحی اوراق بهاداری به نام صکوک مرابحه و اجاره کرده، که می‌تواند مکمل خوبی برای بازار پول و سرمایه اسلامی به‌منظور تامین مالی و ابزار سیاست پولی باشد. پس جهت تامین مالی شرکت‌های خود از تامین مالی از طریق صکوک اجاره و مرابحه استفاده کرده و پرتفوی ساختار سرمایه شرکت خود را بیشتر حول محور اوراق اسلامی متمرکز کنند.

منابع و مأخذ

الف - منابع فارسی

- جعفری صمیمی، احمد؛ خزائی، ایوب و منظری شورکچالی، جلال (۱۳۹۲): *بررسی اثر روش تامین مالی بر رشد سودآوری بنگاه‌ها در ایران*، راهبرد اقتصادی، دوره ۲.
- زمانی عموقین، رامین و مصطفی افشار (۱۳۹۲): *آزمون تجربی رابطه الگوهای تامین مالی بر شاخص های ارزیابی عملکرد مالی شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار، اولین کنفرانس ملی حسابداری و مدیریت، شیراز، موسسه بین‌المللی آموزشی و پژوهشی خوارزمی*.
- سجادی، سیدحسین؛ دستگیر، محسن؛ فرازمنند، حسن و محمودی، وحید (۱۳۸۶): *عوامل موثر بر سودآوری شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، تحقیقات اقتصادی، دوره ۴۳*.
- سروش، ابوذر و صادقی، محسن (۱۳۸۶): *مدیریت ریسک اوراق بهادار اجاره (صکوک اجاره)*، فصلنامه علمی پژوهشی اقتصاد اسلامی، دوره ۲۷.
- سعیدی، پرویز و قزل سفلو، جواد (۱۳۹۰): *بررسی تاثیر واگذاری سهام دولتی بر عملکرد مالی (سودآوری)*، مجله پژوهش های مدیریت، دوره ۸۸.
- صالح آبادی، علی؛ سیاح، سجاد و نجفی، مهدی (۱۳۹۰): *تبیین فقهی و ارائه الگوی تکنیکی - بازاریابی در طراحی و راه اندازی اوراق اجاره در ایران*، فصلنامه علمی پژوهشی جستارهای اقتصادی، دوره ۱۵.
- طالب نیا، قدرت اله؛ رهنمای رودپشتی، فریدون و پوراصل، چیاطالب (۱۳۸۹): *بررسی تاثیر تامین مالی خارج از ترازنامه بر نسبت های سودآوری*، پژوهش های مدیریت، دوره ۸۴.

قاسمی ارمکی، علی (۱۳۹۱): *راهنمای انتشار صکوک*. چاپ اول، تهران، انتشارات کیومرث. ۱۸۰ صفحه.

کردستانی، غلامرضا و نجفی عمران، مظاهر (۱۳۸۹): *بررسی تاثیر روش های تامین مالی بر بازده آتی سهام*. مجله پیشرفت های حسابداری. دانشگاه شیراز، ۵۹/۳، ۱۰۸-۷۵.

مرادزاده فرد، مهدی؛ نوری فرد، یداله و علیپور، سعیده (۱۳۹۲): *رابطه نوع و حجم تامین مالی با عملکرد عملیاتی*. پژوهش های حسابداری مالی و حسابرسی. ۱۹، ۱۰۱-۶۹.

موسویان، سیدعباس (۱۳۸۶): *اوراق بهادار استصناع؛ مکمل بازار سرمایه ایران*. جستارهای اقتصادی. دوره ۴. شماره ۸. صفحه ۱۱ تا صفحه ۳۸.

ب- منابع انگلیسی

Ab Hamid, N; Zakaria, N and Ab Aziz, N (2014): Firms' performance and risk with the presence of Sukuk rating as default risk. *Social and Behavioral Sciences*. 145, 181 – 188.

Aghion, P. & Fally, T. & Scarpettam S (2007): *Credit Constraints as a Barrier to the Entry and Post-Entry Growth of Firms*, Economic Policy, Vol. 22, No. 52.

Alam, N; Kabir Hassan, M and Aminul Haque, M (2013): *Are Islamic bonds different from conventional bonds? International evidence from capital market tests*. Borsa Istanbul Review. 13, 22-29.

Ballantine, J. W., F. W. Cleveland and C. T. Koeller (1993): *Profitability, Uncertainty, and Firm Size*, Small Business Economics 5, 87-100.

Bokhari, J., C., Hudson, R., Keasey, K (2005): *The Predictive ability and Profitability of technical trading rules: Does company size matter?* Economics Letters 86. PP. 21-27.

Chaker. Aloui, Shawkat. Hammoudeh, Hela Ben.Hamida (2015): *Price discovery and regime shift behavior in the relationship between sharia stocks and*

sukuk: A two-state Markov, Pacific-Basin Finance Journal. Volume 34, Pages 121–135.

Chehab, A. F (1995): *Essays on the determinants of capital structure*. University of New Orleans.

Chen, J., Strange, R (2005): Determinants of Capital Structure: Evidence from Chinese Listed Companies. *Economic Change and Restructuring* 38. PP 11-35.

Cinca, C., Molinero, C., Larraz, G (2005): *Country and size effects in financial ratios: A European Perspective*, Global Finance Journal 16. PP 26-47.

Comanor, W. S. and T. A. Wilson (1979): *The Effect of Advertising on Competition: A Survey*, Journal of Economic Literature, 42, June, 453-76.

Davidson III, W. N. and D. Dutia, (1991): *Debt, Liquidity and Profitability Problems in Small Firms*, Entrepreneurship Theory and Practice (Fall), 53–64.

Echevarria, D. P (1997): *Capital Investment and the Profitability of Fortune 500 Industries*. Studies in Economics and Finance (Fall), 3–35.

Eriotis, N (2007): *How firm characteristics affect Capital structure: an empirical study*. Managerial Finance. Vol. 33. No. 5, pp. 321- 331.

Feeny, S. (2000): *Determinants of profitability: An Empirical Investigation using Australian tax entities*, Australia: Melbourne Institute Working, paper No. 1.

Geroski, P. A., S. Machin and C. Walters (1997): *Corporate Growth and Profitability*, The Journal of Industrial Economics (June), 171–189.

Han, B. H., & Mannry, D (2004): *The value relevance of R&D and advertising expenditures: Evidence from Korea*, The International Journal of Accounting, 39, 155-173.

Hisham Hanifa. Mohamed, Mansur. Masih, Obiyathulla I. Bacha (2015): *Why do issuers issue Sukuk or conventional bond? Evidence from Malaysian*

listed firms using partial adjustment models. Pacific-Basin Finance Journal. Volume 34, September 2015, Pages 233–252.

Holmes, S., K. Dunstan and D. Dwyer, (1994): *The Cost of Debt for Small Firms: Evidence from Australia*, Journal of Small Business Management (January), 27–35.

Hughes, A., (1997): *Finance for SMEs: A U.K. Perspective*, Small Business Economics. 9, 151–166.

Jones, J. C. H., Laudadio, L. and M. Percy (1973): *Market Structure and Profitability in Canadian Manufacturing Industry: Some Cross-Section Results*, Canadian Journal of Economics, August, 6, 356-68.

Kamarudin, M; Kamaluddin,N;Ab. manan,S and Mat G Hani,G. (2014): *Defaulters profile in Malaysia Sukuk market*, Social and Behavioral Sciences. 145, 277 – 285.

Lawrence, D., Diewert, W & fox, K. (2006): *The contributions of Productivity, Denis*, Journal Prod Anal. 26: PP1-13.

Lee, C. (2006): *Advertising, Its Determinants, Determinants, and Market Structure*, Review of Industrial Organization. 21. PP 89- 101.

Lin, S., & Rowe, W. (2005): *Determinants of the profitability of China regional SOEs*, China Economic Review, 1-22.

Majumdar, S. (1997): *The Impact of Size and Age on Firm-Level Performance: Some Evidence from India*, Review of Industrial Organization 12: 231–241.

Mohamed Abulgasem. A. Elhaj, , Nurul Aini Muhamed, Nathasa Mazna Ramli, (2015): *The Influence of Corporate Governance, Financial Ratios, and Sukuk Structure on Sukuk Rating*, Procedia Economics and Finance. Volume 31, 2015, Pages 62–74.

Muhamed. Zulkhibri. (2015): *A synthesis of theoretical and empirical research on sukuk*, Borsa Istanbul Review. Volume 15, Issue 4, December 2015, Pages 237–248.

Nickell, S. and D. Metcalf (1978): *Monopolistic Industries and Monopoly Profits or, are Kellogg's Cornflakes Overpriced?* Economic Journal, June, 88, 254-68.

Orr, D. (1974): *The Determinants of Entry: A Study of the Canadian Manufacturing Industries*, The Review of Economics and Statistics, 56 .1, February, 58-66.

Penrose, E. T. (1959): *The Theory of the Growth of the Firm*. Oxford Basil Blackwell.

Rajan, R.I. & Zingales. (1995): *What do we know about capital structure? Some evidence from international data*. Journal of finance.67-85.

Rietveld, P., & schipper, Y. (1995): *Explaining employment growth in small industrial enterprises: Dose policy matter?* Vrije university, Tinbergen Institute Amsterdam.

Shepherd, W. G. (1986): *On the Core Concepts of Industrial Economics*, Mainstreams in Industrial Organization. 36-52.

Tellis, G. J. (1988): *Advertising Exposure, Loyalty, and Brand Purchase: A Two- State Model of Choice*, Journal of Marketing Research, 25, May, 134-44.

Tika. Arundina, Mohd. Azmi.Omar, Mira.Kartiwi (2015): *The predictive accuracy of Sukuk ratings; Multinomial Logistic and Neural Network inferences*, Pacific-Basin Finance Journal. Volume 34, Pages 273–292.

Wei Fu, T., Chu Ke, M., & Sheng Huang, Y (2002): *Capital Growth, Financing Sourceb and Profitability of Small Businesses: Evidence from Taiwan Small Enterprises*, Small Business Economics. 18, 257–267.