

تاثیر استفاده از صکوک بر عملکرد مالی شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران

شراره سادات جمال^۱، سید عباس نجفی زاده^۲

^۱ کارشناسی ارشد حسابداری دانشگاه آزاد اسلامی واحد اراک.

^۲ استادیار و عضو هیئت علمی دانشگاه آزاد اسلامی واحد اراک گروه اقتصاد.

نام نویسنده مسئول:

شراره سادات جمال

چکیده

پژوهش حاضر به بررسی تأثیر استفاده از اوراق بهادار سازی صکوک بر عملکرد مالی شرکت های بورس اوراق بهادار تهران می پردازد. این پژوهش به روش توصیفی پیمایشی نسبت های مالی مربوط به این شرکتها را قبل و بعد از استفاده از صکوک بررسی خواهد نمود. فرضیه اصلی این پژوهش به این شرح است: استفاده از صکوک در شرکتها سبب بهبود عملکرد مالی و ارزش بازار آنها خواهد شد. برای جمع آوری اطلاعات مورد نیاز مباحث تئوری و اطلاعات مالی مبتنی بر صورتهای مالی حسابرسی شده شرکت های تحت بررسی، از روش کتابخانه ای (آرشیو بورس) استفاده شده است.

تجزیه و تحلیل اطلاعات جمع آوری شده و آزمون فرضیه های تحقیق نشان می دهد که استفاده از صکوک تأثیری بر عملکرد مالی و ارزش بازار شرکتها ندارد. دلایل این امر ممکن است بالابودن دارایی بازده بدهی شرکت های موجود در جامعه آماری مشکلات مربوط به انتشار این اوراق و عوامل دیگری از قبیل آثار تورم شدید در اقتصاد جاری کشور بوده باشد که سبب عدم امکان بکارگیری از این ابزار است.

واژگان کلیدی: صکوک، عملکرد مالی، ارزش بازار، شرکت های بورس اوراق بهادار.

مقدمه

استفاده از فرآیندهای اوراق بهادارسازی یکی از کارآمدترین ابزارهای مالی در توسعه اقتصادی به شمار می آید. اوراق بهادارسازی خلق و انتشار اوراق بدهی، یا اوراق قرضه ای است که پرداخت های اصل و بهره آن از محل جریان نقدی مجموعه مجزایی از دارایی ها صورت می گیرد. فرایند اوراق بهادارسازی سرمایه گذاران را قادر می سازد تا مدیریت ریسک خود را بهبود بخشند، به بازده های ریسک تعدیل شده بهتری دست یابند و به نقدینگی بیشتری دسترسی داشته باشند. (زندیه و زندیه، ۱۳۹۳)

اوراق قرضه و اوراق مشارکت دو نمونه مشخص از اوراق بهادار می باشند. اوراق قرضه امروزه یکی از ابزارهای مالی بسیار مهم است که امکان حذف آن از بازارهای مالی و پولی یک کشور بسیار سخت و حتی غیر ممکن به نظر می رسد. اوراق قرضه تنها در فرآیند تأمین مالی به کار نمی رود، بلکه خرید و فروش اوراق قرضه دولتی بوسیله بانک مرکزی، از ابزارهای مهم برای اعمال سیاستهای پولی از طریق عملیات بازار باز می باشد. دخالت مقامات بانکی در بازار اوراق قرضه دولتی، به منظور تنظیم پایه پولی متناسب با نیازهای نقدینگی اقتصاد، عملیات بازار باز نامیده می شود.

چون بهره معین، قسمتی از ذات اوراق قرضه می باشد، بنابراین با توجه به قانون ربا در اسلام در واقع امکان استفاده از اوراق قرضه به صورت کامل از بین می رود. حتی در بسیاری از کشورهای دیگر هم که چنین قانونی اعمال نمی شود، برخی از مسلمانان به دلیل اعتقادات دینی استقبالی از اوراق قرضه نمی کنند و بهره اوراق قرضه را برابر با ربا می دانند.

ابزارهای جایگزین اوراق قرضه علاوه بر داشتن همه مزایای اوراق قرضه که باعث استفاده گسترده از آن می شود، باید بتواند این مشکل اساسی و ماهیتی آن را که همان نرخ سود ثابت است، به درستی بر طرف کند، وگرنه نخواهد توانست جایگزین مناسبی برای اوراق قرضه باشد. اولین جایگزینی که برای اوراق قرضه در ایران طراحی شده است اوراق مشارکت می باشد که چندین سال است به شکلهای مختلف مورد استفاده قرار می گیرد. (فطرس و سایرین، ۱۳۹۰)

اوراق مشارکت همان اوراق قرضه است که مطابق قانون بانکداری اسلامی منتشر می شود. ماهیت حقوقی اوراق مشارکت بر پایه عقد مشارکت مدنی قابل تحلیل است. در نظام مشارکت که انوعی دارد، صاحب پس انداز به جای دادن قرض و گرفتن بهره، کل یا بخشی از سرمایه مورد نیاز مؤسسه اقتصادی را تأمین می کند و بر اساس توافق با کارفرما، در سود و زیان آن شریک می شود و در پایان هر دوره مالی، پس از کسر هزینه ها، سود به دست آمده بر حسب نسبت هایی که در قرارداد توافق شده، بین صاحب سرمایه و عامل اقتصادی (کارفرما) تقسیم می شود.

اما یکی از ناکارآمدیهای اوراق مشارکت در مورد شرکتهایی است که احتیاج به تأمین مالی در غیر امور توسعه ای دارند. فرضاً اگر شرکتی احتیاج به نقدینگی برای رفع مشکلات جاری خود داشته باشد نمی تواند از اوراق مشارکت استفاده کند، زیرا در تعریف این اوراق آمده است که این اوراق باید برای تأمین مالی پروژه ای خاص باشند و نمی توانند در امور دیگر مورد استفاده قرار گیرند. در حالیکه بسیاری از مشکلات بنگاههای اقتصادی مربوط به سرمایه در گردش و نقدینگی جاری است.

ایراد دیگر در مورد این اوراق این است که آیا براستی می توان گفت که سود این اوراق قطعی نیست و علی الحساب است؟ هنگامی که سود پرداخت شده این اوراق دقیقاً برابر آن چیزی است که اعلام میشود و هیچگاه کمتر یا بیشتر از آن مقدار نمی شود، می تواند شبهه ربوی بودن این اوراق را دامن زند، که این امر خود باعث عدم استقبال بسیاری از افراد جامعه می شود.

با توجه به همه مباحث بالا، به نظر می رسد اوراق مشارکت به تنهایی نمی تواند جایگزینی کامل برای اوراق قرضه باشد و باید علاوه بر بررسی و رفع نقایص آن، به دنبال معرفی و استفاده از ابزار جدید مالی بود که هم بتواند جایگزینی مناسب برای اوراق قرضه باشد و هم علاوه بر شرعی بودن مشکلات اوراق مشارکت را نداشته باشد.

بدین ترتیب طی دو دهه اخیر شاهد شکل گیری ساختار ابزارهای مالی اسلامی مطابق با شریعت اسلام در کشورهای اسلامی صکوک بوده ایم تا شرکت ها با استفاده از نوآوری های موجود در ابزارهای مالی اسلامی ساختاریافته که به شهرت یافته است، بتوانند خلأ ناشی از کمبود ابزارهای مالی متداول در بازارهای مالی متعارف را جبران کنند. (زندیه و زندیه، ۱۳۹۴)

فرهنگ "المنجد" واژه "صک" (جمع آن اُصک، صُکوک و صِکاک) را کتاب، نامه و رسید دریافت پول و... ترجمه کرده است. دایره المعارف "قاموس عام لکل فن و مطلب" در این رابطه چنین بیان می کند: "صک به معنای سند و سفته (سفته) است و معرب واژه چک در فارسی است. اعراب این واژه را توسعه دادند و آن را بر کلیه ی انواع حوالجات و تعهدات به کار بردند. آن ها این واژه را بر کتاب به صورت عام و بر سند اقرار به مال به صورت خاص اطلاق کردند. در عرف عرب این واژه، حواله، انواع سفته، سند و هر آنچه که تعهد یا اقراری از آن ایفاد شود را شامل می شود. واژه های صک الوکاله به معنای وکالت نامه و صک الکفاله به معنای کفالت نامه نیز در زبان عربی رواج یافته است." (صادقی، ۱۳۸۷، ۱۵۸).

استاندارد شرعی شماره ۱۷ سازمان حسابداری و حسابرسی نهادهای مالی اسلامی، صکوک را این گونه تعریف کرده است: گواهی‌هایی با ارزش اسمی یکسان که پس از اتمام عملیات پذیرهنویسی، بیانگر پرداخت مبلغ اسمی مندرج در آن توسط خریدار به ناشر است و دارنده ی آن مالک یک یا مجموعه‌ای از دارایی‌ها، منافع حاصل از دارایی و یا ذینفع یک پروژه یا یک فعالیت سرمایه‌گذاری خاص می‌شود.

حق وعباس^۱، کحف^۲، الگاری^۳ و زرقا^۴ ایده های اصلی درباره انتشار صکوک را ارائه کردند. همچنین سویلم^۵ و الگامل^۶ به دقت عامل عدم اطمینان را در حوزه ی نظام مالی اسلامی مورد بررسی قرار داده اند (Arsalan Tariq & Dar, 2007:204-206).

صکوک انواع مختلفی دارد که سازمان حسابداری و حسابرسی نهادهای مالی اسلامی، ۱۴ نوع آن را معرفی کرده است. از بین انواع صکوک تعدادی از آنها مانند صکوک اجاره، مضاربه و استصناع از اهمیت بیشتری برخوردار است و بیشتر مورد استفاده قرار گرفته است و منابع مالی متنوعی را برای توسعه بازار و مدیریت نقدینگی بنگاه‌های اقتصادی اسلامی فراهم می‌کند و جبران کسری بودجه دولت، اعمال سیاست‌های مالی و پولی و افزایش نقدینگی از مهمترین تأثیرات این ابزار مالی در بازار خواهد بود.

جمهوری اسلامی ایران در سال ۱۹۹۴ میلادی مقررات ناظر بر انتشار اوراق مشارکت را تهیه کرد و شهرداری تهران به عنوان ناشر، اولین اوراق مشارکت را جهت تأمین مالی پروژه بزرگراه شهید نواب صفوی منتشر نمود. بدلیل عدم اطلاع محققان حوزه‌ی مطالعات مالی اسلامی از این ابداع، ایده‌ی استفاده از ابزارهای مالی اسلامی را به اوایل سالهای ۱۹۹۷ میلادی یعنی ۳ سال پس از تصویب ضوابط اجرایی انتشار اوراق مشارکت ایران نسبت می‌دهند. البته توسعه‌ی این ابزار مالی و طراحی انواع مختلف آن توسط کشورهای اسلامی به ویژه کشورهای عربی و مالزی بوده است. شایان ذکر است از سال ۲۰۰۱ میلادی تا ژانویه ۲۰۱۳ میلادی حدود ۴۷۲/۷ میلیارد دلار صکوک در جهان منتشر شده که حدود ۳۹۴/۳۶ میلیارد دلار آن صکوک داخلی کشورها و حدود ۷۸/۳۳ میلیارد دلار آن صکوک بین‌المللی بوده است. با وجود این حجم عظیم از اوراق و اهمیت آن در زیرساخت اقتصاد مبتنی بر اسلام، هنوز شرکتهای ایرانی تمایل چندانی به استفاده از این ابزار- به دلیل نامشخص بودن تأثیر آن بر عملکردهای مالی و توسعه اقتصادی- ندارند.

از اینرو با توجه به نقش مؤثری که فرآینداوراق بهادارسازی در توسعه بازارهای تأمین مالی ساختاریافته ایفا می‌کند، در پژوهش حاضر بر آنیم تا به طور خاص مشخص نماییم آیا استفاده از صکوک بر عملکرد مالی و ارزش آنها موثر بوده است یا خیر؟

۱. مروری بر پیشینه تحقیق

بررسی انجام شده بر روی صکوک را می‌توان به دو دسته کلی تقسیم نمود. بررسی‌هایی که به معرفی صکوک و انواع آن، جنبه های مختلف آن، معایب و مزایا پرداخته اند و دسته دوم پژوهش‌هایی که به بررسی عملکرد و تأثیر استفاده از صکوک بر متغیرهای مختلف و یا به عنوان ابزاری در تأمین مالی شرکتها پرداخته است.

اما از پژوهشهایی که به معرفی این ابزار و جنبه های مختلف آن پرداخته است می‌توان به خوانساری (۱۳۹۷)، یار محمدی و همکاران (۱۳۹۶)، پاسبان و موسویان (۱۳۹۲)، سعیدی و همکارانش (۱۳۸۸)، و کردلویی و صادقی (۱۳۹۰) اشاره نمود. همچنین موسویان و همکارانش (۱۳۹۰) و مصباحی مقدم و صالح آبادی (۱۳۹۴) به معرفی اوراق بهادار اسلامی بانکی (صکوک) در سیستم بانکی پرداخته اند.

در مقابل پژوهشهایی که به بررسی عملکرد و تأثیر استفاده از صکوک بر متغیرهای مختلف و یا به عنوان ابزاری در تأمین مالی شرکتها

پرداخته اند به شرح زیر است:

خوانساری (۱۳۹۷) به بررسی نقش توسعه بازار صکوک ارزی در تقویت ثبات مالی کشور پرداخته است. نتایج وی نشان می‌دهد که انتشار صکوک ارزی چه در بازار داخلی و چه در بازار بین الملل می‌تواند با کمک به کاهش عدم انطباق واحد پولی و کاهش عدم انطباق سررسید و از طریق راههایی همچون برآورده کردن نیازهای ارزی، برنامه ریزی بهتر منابع و مصارف ارزی و جذب نقدینگی سرگردان در بازارهای گوناگون، موجب کاهش التهابات ارزی شود و در نتیجه زمینه ایجاد تقویت و ثبات ارزی شود.

¹ Haque & Abbas, 1999

² Kahf, 1997

³ Elgari, 1997

⁴ Zarqa, 1997

⁵ Suwailem – Al, 2000

⁶ Gamal-El, 2000

زالخیبری (۲۰۱۵) از سه منظر به بررسی تلفیقی از پژوهشات تجربی و تئوری صکوک پرداخته است: مفاهیم و ماهیت واقعی صکوک ساختار و مباحث عملیاتی و نقش صکوک در توسعه اقتصادی. به اعتقاد وی برخلاف پژوهشات کیفی ترجیح گسترده تری نسبت به پژوهشات کمی دارد. و اینها به دلیل کمبود در مباحث تاریخی است.

خوانساری (۱۳۹۴) با معرفی صکوک منطبق با بال ۳، نشان میدهد که با استفاده از این ابزار امکان برآورده کردن الزامات سرمایه ای در توافقنامه بال ۳ و تقویت سرمایه بانک فراهم می شود.

کامارودین و همکارانش (۲۰۱۴) به ارزیابی عملکرد بازار اوراق اسلامی صکوک در خلال بحران مالی جهان و میزان استقبال از صکوک پرداختند. در مطالعه آنان نشان داده شد که نظام اقتصادی دنیا، بانکداری اسلامی را به عنوان یک نظام مترقی و پیشرفته، پذیرفته و در بسیاری از موارد، آن را جایگزین رو شهای قبلی خود نموده است. همچنین میزان استفاده از این اوراق به طور سالانه افزایش داشته است بنحوی که در سال ۲۰۰۹ به اوج خود رسیده است.

نورالهدایه عبدالحمید (۲۰۱۴) ریسک و عملکرد شرکتها را در حضور رتبه بندی صکوک به عنوان ریسک قراردادی^۷ مورد بررسی قرار دادند. نتایج نشان می دهد که رتبه بندی صکوک در شرکتهایی که دارایی بازده بدهی کمتری هستند باعث کاهش ریسک و بهبود عملکرد آنها خواهد شد در حالیکه رتبه بندی صکوک در شرکتهایی که دارایی بازده بدهی بیشتری هستند تاثیری ندارد. فطرس و محمودی به بررسی و تأثیر استفاده از اوراق صکوک اجاره در فرآیند تأمین مالی می پردازد. شمس و زمانی نیا (۱۳۹۴) و محقق نیا و یوسفی (۱۳۹۲) نتیجه گیری کرده اند که صکوک می تواند به عنوان ابزاری مناسب برای تأمین مالی در بانکداری اسلامی مورد استفاده قرار گیرد تا مشکلات اوراق قرضه جهت تأمین مالی مطرح نباشد و همچنین بر اقدام دولت در حمایت و به کارگیری این اوراق در اقتصاد تأکید نموده اند.

به اعتقاد میسمی (۱۳۸۷) یکی از مهمترین ویژگی های صکوک اجاره (مشابه بسیاری دیگر از ابزارهای مالی اسلامی)، وابستگی و اثرگذاری آن در تولید ملی می باشد. تمامی انواع صکوک اجاره در نهایت به تولید کالا و یا خدمتی در اقتصاد کشور انجامیده و از این طریق به حمایت از تولید ملی اقدام می ورزند.

گودلوسی و همکارش (۲۰۱۳) از دیدگاه سرمایه داران و الام نفس و همکارش (۲۰۱۳) در شش بازار توسعه یافته مالی اسلامی بورس اوراق قرضه و صکوک را بایکدیگر مقایسه کرده است. نتایج گودلوسی بیان می کنند که سرمایه داران واکنشی منفی به صکوک و واکنشی بیطرف به اوراق قرضه دارند. آنان این نتیجه را به تقاضای زیاد استفاده از ابزارهای مالی اسلامی توسط شرکتهایی با بازه بدهی کمتر نسبت داده اند. اما نتایج الام نفس نشان داده است که واکنش بازار به اوراق صکوک قبل و در طول بحران مالی جهان منفی بوده است در حالیکه واکنش بازار به اوراق قرضه قبل از بحران مالی مثبت و در خلال و بعد از آن منفی بوده است. اندازه اوراق منتشر شده نشان می دهد که تاثیر منفی روی عایدی غیرنرمال انباشته صکوک و تاثیری مثبت روی عایدی غیرنرمال انباشته اوراق قرضه وجود دارد.

روش پژوهش

پژوهش حاضر از حیث هدف، پژوهش کاربردی و شبه تجربی، از نقطه نظر زمان گردآوری، از نوع پیمایشی (به روش مقطعی)، توصیفی و همبستگی و از نظر روش های جمع آوری داده ها و اطلاعات، از نوع میدانی می باشد. براساس هدف پژوهش، جامعه آماری در تحقیق حاضر شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران است که از صکوک استفاده نمودند.

به منظور پرداخت به این سوال که آیا استفاده از صکوک بر عملکرد مالی و ارزش شرکتها و در نتیجه توسعه اقتصادی آنها موثر بوده است یا خیر؟ فرضیه های پژوهش به شرح زیر مطرح می گردد:

فرضیه اصلی اول: ارزش بازار شرکتها بعد از استفاده از صکوک بیشتر از ارزش شرکتها قبل از استفاده از صکوک است.

برای بررسی فرضیه فوق از فرضیه های فرعی زیر کمک می گیریم:

فرضیه فرعی اول: میانگین قیمت بازار هر سهم شرکت ها بعد از استفاده از صکوک بیشتر از میانگین قیمت بازار هر سهم شرکت ها قبل از استفاده از صکوک است.

فرضیه فرعی دوم: میانگین ارزش شرکت ها بعد از استفاده از صکوک بیشتر خواهد شد.

فرضیه اصلی دوم: عملکرد مالی شرکتها بعد از استفاده از صکوک مناسبتر از عملکرد مالی قبل از استفاده از صکوک است.

^۷ Default risk: Default risk is a risk that an issuer of a bond may be unable to make timely principal and interest payment. It also refers to credit risk, as gauged by commercial rating companies, which means the risk that a debtor will be unable to pay back its principal.

فرضیه های فرعی مرتبط:

فرعی سوم: میانگین نسبت سود ناویژه به مجموع داراییها در شرکتها بعد از استفاده از صکوک بیشتر از میانگین نسبت سود ناویژه به مجموع داراییها در شرکتها قبل از استفاده از صکوک است.

فرعی چهارم: میانگین نسبت سود خالص به ارزش ویژه در شرکتها بعد از استفاده از صکوک بیشتر از میانگین نسبت سود خالص به ارزش ویژه در شرکتها قبل از استفاده از صکوک است.

فرعی پنجم: میانگین نسبت سود خالص به مجموع داراییها در شرکتها بعد از استفاده از صکوک بیشتر از میانگین نسبت سود خالص به مجموع داراییها در شرکتها قبل از استفاده از صکوک است.

جامعه آماری در این پژوهش شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران هستند که از صکوک استفاده نمودند.

برای انتخاب عناصر جوامع آماری مذکور چهار پیش فرض به شرح زیر برقرار شده است:

۱. شرکتهایی که سال مالی آنها به ۲۹ اسفند ختم شده است در طی دوره پژوهش تغییر سال مالی نداشتند.

۲. شرکتهای سرمایه گذاری به دلیل متفاوت بودن نحوه محاسبه بازده آنها از جامعه آماری حذف شده اند.

۳. شرکتهایی که طی دوره تحقیق در حالت تعلیق بوده و یا از بورس خارج شده اند.

بر اساس معیارهای فوق تعداد شرکتهای انتخابی در این پژوهش ۵ شرکت بوده است. نفت پارس، گروه صنعتی بوتان، شرکت معدنی و صنعتی چادرملو، شرکت گلوکوزان، گروه تجاری مینا.

در تمامی فرضیه ها ابتدا برای اینکه مشخص شود که آیا داده ها از توزیع نرمال برخوردارند یا نه از آزمون کولموگروف-اسپیرنوف و شپیور و ویلک و برای درک شهودی بهتر از روش نموداری (نمودار هیستوگرام) استفاده شده است. در این آزمون فرض صفر و مقابل به صورت زیر برقرار است:

{ دادهها از توزیع نرمال پیروی میکنند: H_0

{ دادهها از توزیع نرمال پیروی نمیکنند: H_1

بدین معنا که اگر مقدار سطح معنی داری کمتر از ۵ درصد باشد فرض صفر با احتمال ۹۵ درصد رد می شود. یا به عبارت دیگر فرض نرمال بودن داده ها رد می شود. اگر داده ها نرمال نباشند برای بررسی وضعیت اختلاف آنها باید از آزمون ناپارامتری ویلکاکسون استفاده کنیم. درحالیکه اگر داده ها از توزیع نرمال پیروی کنند (نمودار هیستوگرام آنها منطبق بر نمودار توزیع نرمال فرضی باشد) جهت بررسی وضعیت اختلاف دو میانگین از آزمون پارامتری t نمونه های همبسته استفاده می کنیم.

یافته ها

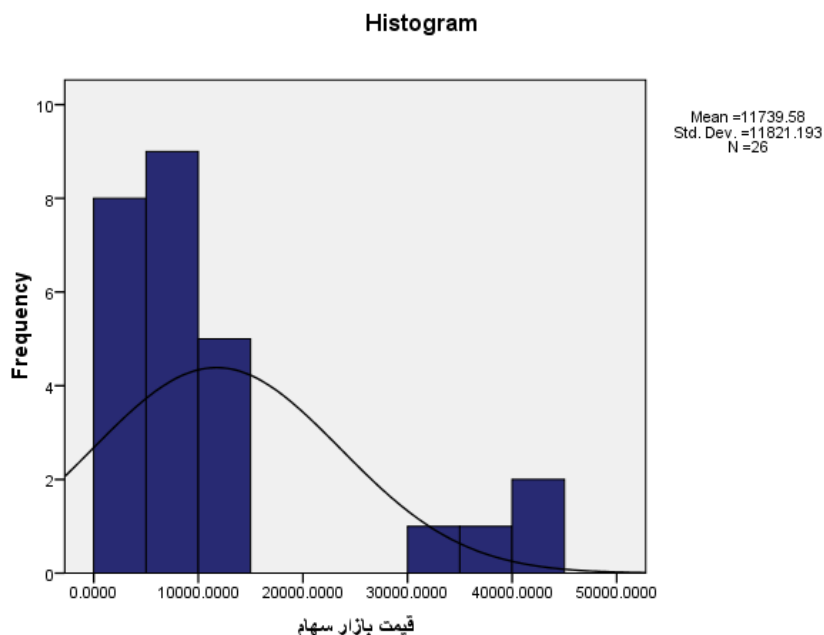
آزمون فرضیه فرعی اول: میانگین قیمت بازار هر سهم شرکت ها بعد از استفاده از صکوک بیشتر از میانگین قیمت بازار هر سهم شرکت ها قبل از استفاده از صکوک است. ابتدا آزمون نرمال بودن قیمت بازار هر سهم شرکت: آزمون نرمالیتی

{ دادهها از توزیع نرمال پیروی میکنند: H_0

{ دادهها از توزیع نرمال پیروی نمیکنند: H_1

جدول ۱: آزمون نرمالیتی فرضیه فرعی اول

	Kolmogorov-Smirnov ^a			Shapiro-Wilk		
	Statistic	df	Sig.	Statistic	df	Sig.
قیمت بازار سهام	.259	26	.0001	.714	26	.0001



نمودار ۱: نمودار هیستوگرام داده ها آزمون فرضیه فرعی اول

در نمودار فوق، انحراف توزیع قیمت بازار سهام از توزیع نرمال مشخص می شود. در آزمون نرمالیتی سطح معنی داری برابر ۰/۰۰۱ بدست آمده است که کمتر از ۰/۰۵ است بنابراین فرض صفر یعنی نرمال بودن داده ها با احتمال ۹۵ درصد رد می شود. در اینحالت(وقتی داده ها نرمال نیستند) برای آزمون فرضیه فرعی اول از آزمون ناپارامتری ویلکاکسون استفاده می شود.

جدول ۲: آزمون ویلکاکسون

	اختلاف قیمت بازار سهام شرکتها قبل و بعد از استفاده از صکوک
Z(آماره آزمون)	-1.013 ^a
سطح معناداری	.311

با توجه به جدول آزمون آماری ویلکاکسون سطح معنی داری برابر ۰/۳۱۱ بدست آمده است که بزرگتر از ۰/۰۵ است. این بدین معناست که اختلاف معناداری از لحاظ آماری بین قیمت بازار هر سهم شرکت ها بعد از استفاده از صکوک و قیمت بازار هر سهم شرکت ها قبل از استفاده از صکوک وجود ندارد.

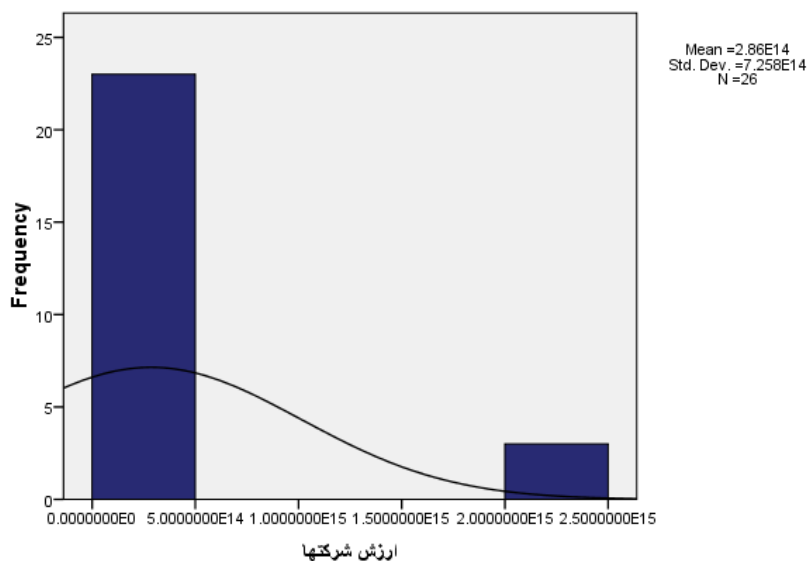
- فرضیه فرعی دوم: میانگین ارزش شرکت ها بعد از استفاده از صکوک بیشتر از میانگین ارزش شرکت ها قبل از استفاده از صکوک است. ابتدا از نرمال بودن داده ها(میانگین ارزش شرکتها) قبل و بعد از استفاده از صکوک مطمئن می شویم. این آزمون به شرح زیر است:
- آزمون نرمالیتی:

$$\left\{ \begin{array}{l} \text{دادهها از توزیع نرمال پیروی میکنند: } H_0 \\ \text{دادهها از توزیع نرمال پیروی نمیکنند: } H_1 \end{array} \right.$$

جدول ۳: آزمون نرمالیتی فرضیه فرعی دوم

	Kolmogorov-Smirnov ^a			Shapiro-Wilk		
	Statistic	df	Sig.	Statistic	df	Sig.
ارزش شرکتها	.486	26	.0001	.417	26	.0001

Histogram



نمودار ۳: نمودار هیستوگرام داده های مربوط به آزمون فرضیه فرعی دوم

در آزمون نرمالیتی سطح معنی داری برابر $0/0001$ بدست آمده است که کمتر از 0.05 است بنابراین فرض صفر یعنی نرمال بودن توزیع ارزش شرکتها با احتمال 95 درصد رد می شود. در اینحالت برای آزمون فرضیه فرعی دوم نیز از آزمون ناپارامتری ویلکسون استفاده می شود. یعنی با استفاده از آزمون ناپارامتری ویلکسون اختلاف ارزش شرکتها قبل و بعد از استفاده از صکوک بدست می آوریم:

جدول ۴: آزمون ویلکسون

	اختلاف ارزش شرکتها قبل و بعد از استفاده از صکوک
Z (آماره آزمون)	-.524
سطح معناداری آزمون ویلکسون	.600

در جدول آزمون آماری ویلکسون سطح معنی داری برابر $0/6$ بدست آمده است که بزرگتر از $0/05$ است. این بدین معناست که اختلاف معناداری از لحاظ آماری بین میانه ارزش شرکتها بعد از استفاده از صکوک و میانه ارزش شرکتها قبل از استفاده از صکوک وجود ندارد.

- فرضیه فرعی سوم: میانگین نسبت سود ناویژه به مجموع داراییها در شرکتها بعد از استفاده از صکوک بیشتر از میانگین نسبت سود ناویژه به مجموع داراییها در شرکتها قبل از استفاده از صکوک است.

$$\begin{cases} H_0 : \mu_1 = \mu_2 \\ H_1 : \mu_1 \leq \mu_2 \end{cases}$$

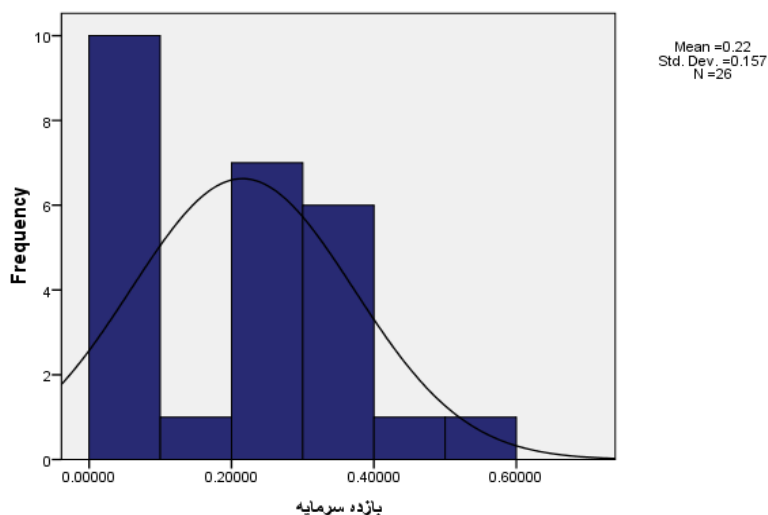
• آزمون نرمالیتی:

دادهها از توزیع نرمال پیروی میکنند: H_0
 دادهها از توزیع نرمال پیروی نمیکنند: H_1

جدول ۵: آزمون نرمالیتی فرضیه فرعی سوم

	Kolmogorov-Smirnov ^a			Shapiro-Wilk		
	Statistic	df	Sig.	Statistic	df	Sig.
بازده سرمایه	.159	26	.091	.924	26	.057

Histogram



نمودار ۴: نمودار هیستوگرام داده ها فرضیه فرعی سوم

در آزمون نرمالیتی سطح معنی داری برابر ۰/۰۹۱ بدست آمده است که بزرگتر از ۰/۰۵ است. این بدان مفهوم است که توزیع نسبت بازده سرمایه گذارینها دارای توزیع نرمال است که به صورت شهودی نمودار همراه با منحنی نرمال نیز این موضوع را بوضوح نشان میدهد. بنابراین برای آزمون فرض سوم فرعی از آزمون پارامتری t نمونه های همبسته بکار گرفته می شود.

جدول ۶: آزمون t دو نمونه همبسته

اختلاف بازده سرمایه گذاری شرکتها قبل و بعد از استفاده از صکوک	Paired Differences				t	df	Sig. (2-tailed)	
	Mean	Std. Deviation	Std. Error Mean	95% Confidence Interval of the Difference				
				Lower				Upper
	.03153	.14368	.03985	-.05529	.11835	.791	12	.444

سطح معنی داری در جدول آزمون t برابر ۰/۴۴ بدست آمده است که بیشتر از ۰/۰۵ است. با احتمال ۹۵ درصد نمی توان فرض صفر را رد کرد. در واقع از لحاظ آماری با احتمال ۹۵ درصد تفاوت معناداری بین میانگین نسبت بازده سرمایه گذاری در شرکتها بعد از استفاده از صکوک و میانگین نسبت بازده سرمایه گذاری در شرکتها قبل از استفاده از صکوک وجود ندارد.

- فرضیه فرعی چهارم: میانگین نسبت بازده ارزش ویژه در شرکتها بعد از استفاده از صکوک بیشتر از میانگین نسبت بازده ارزش ویژه در شرکتها قبل از استفاده از صکوک است.

$$\begin{cases} H_0 : \mu_1 = \mu_2 \\ H_1 : \mu_1 \leq \mu_2 \end{cases}$$

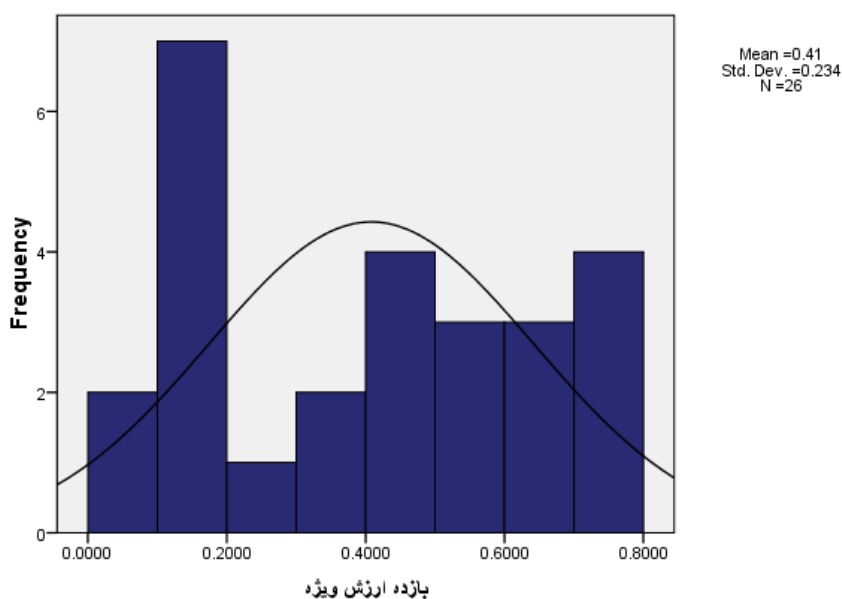
آزمون نرمالیتی:

دادهها از توزیع نرمال پیروی میکنند: H_0
دادهها از توزیع نرمال پیروی نمیکنند: H_1

جدول ۷: آزمون نرمالیتی فرضیه فرعی چهارم

	Kolmogorov-Smirnov ^a			Shapiro-Wilk		
	Statistic	df	Sig.	Statistic	df	Sig.
بازده ارزش ویژه	.161	26	.080	.937	26	.116

Histogram



نمودار ۵: نمودار هیستوگرام داده ها مربوط به فرضیه فرعی چهارم

در جدول آزمون کولموگروف-اسپیرنوف سطح معنی داری برابر ۰/۰۸ بدست آمده است که بزرگتر از ۰/۰۵ است. بنابراین با احتمال ۹۵ درصد فرض صفر یعنی نرمال بودن توزیع بازده ارزش ویژه پذیرفته می شود. هیستوگرام همراه با منحنی نرمال نیز نرمال بودن توزیع بازده ارزش ویژه را به خوبی ترسیم می کند. بنابراین برای آزمون فرض پنجم فرعی نیز می توان آزمون پارامتری t نمونه های همبسته را بکار برد.

جدول ۸: آزمون t دو نمونه همبسته

	Paired Differences					t	df	Sig. (2-tailed)
	Mean	Std. Deviation	Std. Error Mean	95% Confidence Interval of the Difference				
				Lower	Upper			
اختلاف بازده ارزش شرکتها قبل و بعد از استفاده از صکوک	-8.7868854E-4	.1411459	.0391468	-.0861723	.0844149	-.022	12	.982

بنابر سطح معناداری آزمون t زوجی که برابر ۰/۹۸ بدست آمده است که بزرگتر از ۰.۰۵ است. بنابراین با احتمال ۹۵ درصد نمیتوان فرض صفر را رد کرد. در واقع می توان گفت با احتمال ۹۵ درصد از لحاظ آماری تفاوت معناداری بین میانگین نسبت بازده ارزش ویژه در شرکتها بعد از استفاده از صکوک و میانگین نسبت بازده ارزش ویژه در شرکتها قبل از استفاده از صکوک وجود ندارد.

- فرضیه فرعی پنجم: میانگین نسبت بازده داراییها در شرکتها بعد از استفاده از صکوک بیشتر از میانگین نسبت بازده داراییها در شرکتها قبل از استفاده از صکوک است.

$$\begin{cases} H_0 : \mu_1 = \mu_2 \\ H_1 : \mu_1 \leq \mu_2 \end{cases}$$

آزمون نرمالیتی:

$$\begin{cases} H_0: \text{دادهها از توزیع نرمال پیروی میکنند} \\ H_1: \text{دادهها از توزیع نرمال پیروی نمیکنند} \end{cases}$$

جدول ۹: آزمون نرمالیتی فرضیه فرعی پنجم

	Kolmogorov-Smirnov ^a			Shapiro-Wilk	
	Statistic	df	Sig.	Statistic	Sig.
بازده دارایی یا توان سوددهی	.171	26	.054	.902	.018

نمودار ۶: نمودار هیستوگرام داده ها فرضیه فرعی پنجم

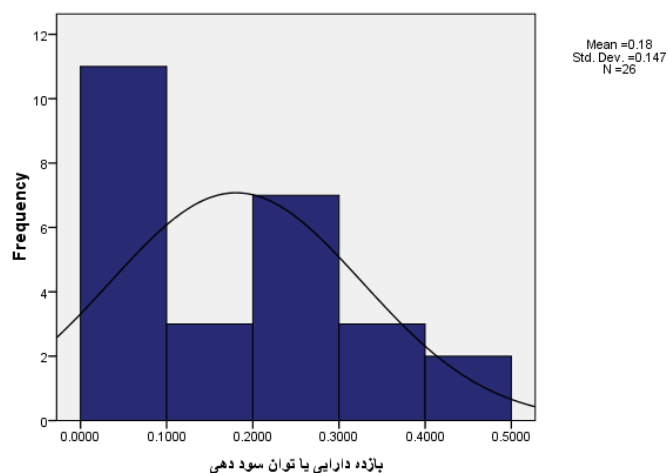
در جدول آزمون کولموگروف-اسپیرنوف سطح معنی داری برابر ۰/۰۵۴ بدست آمده است که بزرگتر از ۰/۰۵ است. بنابراین با احتمال ۹۵ درصد فرض صفر یعنی نرمال بودن توزیع بازده دارایی پذیرفته می شود. هیستوگرام همراه با منحنی نرمال نیز نرمال بودن توزیع بازده دارایی را به خوبی ترسیم می کند. بنابراین برای آزمون فرض ششم فرعی نیز می توان آزمون پارامتری t نمونه های همبسته را بکار برد.

جدول ۱۰: آزمون t دو نمونه همبسته

	Paired Differences					t	df	Sig. (2-tailed)
	Mean	Std. Deviation	Std. Error Mean	95% Confidence Interval of the Difference				
				Lower	Upper			
اختلاف توان سوددهی شرکتها قبل و بعد از استفاده از صکوک	.04018	.11872	.03293	-.03156	.11193	1.220	12	.246

بنابر سطح معناداری آزمون t زوجی که برابر ۰/۲۴۶ بدست آمده است که بزرگتر از ۰/۰۵ است. بنابراین با احتمال ۹۵ درصد نمیتوان فرض صفر را رد کرد. در واقع می توان گفت با احتمال ۹۵ درصد از لحاظ آماری تفاوت معناداری بین میانگین نسبت بازده داراییها در شرکتها بعد از استفاده از صکوک و میانگین نسبت بازده داراییها در شرکتها قبل از استفاده وجود ندارد.

Histogram



بحث و نتیجه گیری

در حقیقت نتایج حاصل از آزمون دو فرضیه فرعی اول بیان میکند که استفاده از صکوک موجب ارزش افزایی برای شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران نمی شود. این نتیجه درست مشابه با نتایج مرادزاده فرد و همکارش (۱۳۸۸) است که تاثیر تامین مالی خارج از ترازنامه بر ارزش شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران را مورد مطالعه قرار داده و بیان می شود که این شیوه تامین مالی معمولاً زمانی استفاده می گردد که شرکتها می خواهند ضمن تحصیل دارایی، آن دارایی و بدهی مربوط به آن را در ترازنامه نشان ندهند که در نتیجه این شیوه تامین مالی، ساختار سرمایه شرکت را متحول و نهایتاً منحنی ریسک را تغییر می دهد.

نتایج حاصل از آزمون سه فرضیه فرعی دوم نیز نشان می دهد که استفاده از صکوک به عنوان یک ابزار تامین مالی خارج از ترازنامه تاثیری بر نسبتهای سودآوری شرکتها ندارد. که این نتیجه نیز در وفاق با پژوهش طالب نیا و همکاران (۱۳۸۹) است. به طور کلی از دیدگاه نظری انتظار بر این است که به دلیل سه ویژگی قانونی بودن، مقبول واقع شدن و کارا بودن (فطرس و محمودی)، کاهش در میزان دارائیهای عملیاتی و استفاده بهینه از دارائیهای موجود (سلیمی فر و همکارش ۱۳۹۰، موسویان و همکارانش ۱۳۹۲) و همچنین قابل قبول بودن هزینه اجاره از نظر مقامات مالیاتی (سعیدی و همکارش ۱۳۸۸)، ارزش شرکت افزایش پیدا کند.

همچنین این اوراق جایگزین مناسبی برای اوراق قرضه شوند(شمس و زمانی نیا ۱۳۹۴). از سوی دیگر با افزایش میزان استفاده از این اوراق به طور سالانه (کامارودین و همکارانش ۲۰۱۴) واکنش بازار اسلامی به اوراق صکوک مثبت بوده است.

در حقیقت توسعه بازار صکوک در کشورهای مسلمان در همبستگی مثبت معناداری با شاخص های آزادی تأمین مالی، آزادی سرمایه گذاری و در نهایت شاخص کلی آزادی اقتصادی کشورهای مزبور می باشد که همانا حاکی از نقش مؤثر گسترش بازارهای صکوک در رشد و توسعه اقتصادی کشورها می باشد. (زرننده و زرننده، ۱۳۹۴)

با این حال عدم تأیید تئوری های فوق با استفاده از آزمونهای انجام شده در این تحقیق نمی تواند دال بر نادرست بودن آن باشد. دلایل این امر ممکن است بالابودن دارایی بازده بدهی شرکتها موجود در جامعه آماری (نورالهدایه عبدالحمید و همکارانش، ۲۰۱۴) مشکلات مربوط به انتشار این اوراق (خصوصاً در زمینه ثبت دارایی ثابت برای واسطه) و عوامل دیگری از قبیل آثار تورم شدید در اقتصاد جاری کشور، عدم امکان بکارگیری ابزارهای تأمین مالی خارج از ترازنامه همیشه و هر جا بوده باشد.

ایجاد و انتشار ابزارهای مالی اسلامی (صکوک) می تواند در مدیریت نقدینگی بانک ها و تامین مالی پروژه های عمرانی دولت مناسب بوده و در راستای سیاست پولی و مالی استفاده گردد. و همچنین با حمایت دولت از این ابزارها و توسعه بازار اولیه و ثانویه آن ها می تواند بسیاری از مشکلات مربوط به تامین مالی بنگاه های اقتصادی را برطرف نماید. (شمس و زمانی نیا، ۱۳۹۴)

بر این اساس دلایل عدم استفاده مطلوب از صکوک در شرکتها پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران نیازمند انجام تحقیقات بیشتر خواهد بود.

منابع و مراجع

- [۱] پاسبان محمدرضا، اسمعیلی حسین، ۱۳۹۲، بررسی ماهیت فقهی و حقوقی ابزارهای مالی صکوک مرابحه و اجاره، قابل دسترس در www.law.tabrizu.ac.ir.
- [۲] حسن زاده علی، احمدیان اعظم، ۱۳۹۱، تاثیر ابزارهای مالی اسلامی بر رشد سرمایه گذاری، مطالعات اقتصاد اسلامی، سال پنجم، شماره اول، ص ۲۹-۵۸.
- [۳] خوانساری رسول، ۱۳۹۷، بایسته های انتشار صکوک ارزی در ایران و نقش آن در ثبات مالی، پژوهشکده پولی و بانکی، بانک مرکزی ایران. www.mbir.ac.ir
- [۴] خوانساری رسول، ۱۳۹۴، کاربرد صکوک در تقویت سرمایه بانکها: تجربه بین المللی بر اساس توافقنامه بال ۳، مجموعه مقالات بیست و ششمین همایش بانکداری اسلامی. تهران، شهریور ۱۳۹۴ : موسسه عالی آموزش بانکداری ایران، ص ۵۱۱-۵۴۱.
- [۵]
- [۶] زندیه وحید، زندیه سعید، ۱۳۹۴، جایگاه اوراق بهادارسازی در رشد توسعه اقتصادی کشورها(با تاکید بر نیاز به گسترش بازار اوراق بهادار سازی در ایران)، فصلنامه علمی پژوهشی دانش سرمایه گذاری، سال چهارم، شماره شانزدهم، ص ۲۲۱-۲۴۰.
- [۷] سعیدی علی و سروش ابودر، ۱۳۸۷، بررسی ملاحظات حسابداری و مالیاتی اوراق اجاره در ایران فصلنامه علمی پژوهشی اقتصاد اسلامی، سال هشتم، شماره ۳۳.
- [۸] شمس شهاب الدین، زمانی زهرا، ۱۳۹۴، بررسی عملکرد اوراق بهادار اسلامی منتشره در بورس اوراق بهادار تهران، چهارمین کنفرانس الگوی اسلامی ایرانی پیشرفت؛ پیشرفت ایران؛ گذشته، حال، آینده.
- [۹] صادقی ابراهیم و کردلویی، انتشار اوراق قرضه اسلامی (صکوک)، ۱۳۹۱، قابل دسترس www.prozhe.com.
- [۱۰] طالب نیا قدرت ...، رهنمای رودپشتی فریدون، طالب پور اصل چیلا، ۱۳۸۹، بررسی تأثیر تأمین مالی خارج از ترانزنامه بر نسبت های سودآوری، پژوهش های مدیریت، شماره ۸۴.
- [۱۱] فطرس محمد حسن، محمودی حسین، صکوک، ابزاری مناسب برای جانشینی اوراق قرضه، قابل دسترس در www.SID.ir.
- [۱۲] قانون مالیاتهای مستقیم، مصوب ۱۳۸۰.
- [۱۳] کمیته تدوین استانداردهای حسابداری، اصول و ضوابط حسابداری و حسابرسی استانداردها حسابداری: استانداردهای شماره ۱-۲۸، ۱۳۸۵، تهران: سازمان حسابرسی، چاپ دهم.
- [۱۴] یارمحمدی رضا، خوانساری رسول، ملیحی سیدمحمدحسن، ۱۳۹۶، دست نامه صکوک راهنمایی برای ساختاردهی صکوک، پژوهشکده پولی و بانکی، بانک مرکزی ایران. www.mbir.ac.ir

- [۱۵] محقق نیا محمدجواد، یوسفی صمد، ۱۳۹۲ بررسی ابزارهای تامین مالی در بانکداری اسلامی (صکوک اجاره)، پایان نامه کارشناسی ارشد دانشگاه دانشگاه علامه طباطبایی.
- [۱۶] مرادزاده فرد مهدی، فرامرز جواد، ۱۳۸۸، مطالعه تاثیر تامین مالی خارج از ترازنامه بر ارزش شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، قابل دسترس در www.SID.ir.
- [۱۷] مصباحی مقدم غلامرضا، صالح آبادی علی، اعتصامی امیرحسین، ۱۳۹۴، امکان سنجی طراحی صکوک بانکی تبدیل شونده به سهام، دوفصلنامه علمی - پژوهشی مطالعات اقتصاد اسلامی سال هفتم، ص ۱۷۳-۲۰۹.
- [۱۸] میسمی حسین، حس نژاده علی، شهیدی نسب مصطفی، ۱۳۹۱، رویکردی مرحله های برای استفاده از عقود مشارکتی در تأمین مالی خرد اسلامی، اندیشه مدیریت راهبردی، سال ششم، شماره دوم، شماره پیاپی ۱۲، ص ۳۳-۶۲.
- [۱۹] موسویان سید عباس، ۱۳۸۶، اوراق بهادار (صکوک) اجاره، همایش بین المللی ابزارهای نوین مالی در نظام بانکداری اسلامی.
- [20] Christophe J. Godlewski c, Rima Turk-Ariss b, Laurent Weill, 2013, Sukuk vs. conventional bonds: A stock market perspective, Journal of Comparative Economics, vol (41), 745-761.
- [21] Elhaja M., Muhamedb N., Ramlia N., 2015, The Influence of Corporate Governance, Financial Ratios, and Sukuk Structure on Sukuk Rating, Procedia Economics and Finance, vol(31), 62 - 74.
- [22] Kamarudin M.F., Kamaluddin N., Manan S., Ghani G.M., 2014, Defaulters profile in Malaysia Sukuk market, Procedia - Social and Behavioral Sciences, Vol(145), 277 - 285..
- [23] Zulkhibri M., A synthesis of theoretical and empirical, 2015, research on sukuk, Borsa I stanbul Review, vol(15-4), 237-248.
- [24] Nafis Alam M. Kabir Hassan b, Mohammad Aminul Haque, 2013, Are Islamic bonds different from conventional bonds? International evidence from capital market tests, Borsa _Istanbul Review, Vol (13), 22-29.
- [25] Nurul Hidayah Ab H., Nor Balkish Z., Noor Hidayah Ab A., 2014, Firms' performance and risk with the presence of Sukuk rating as default risk, Procedia - Social and Behavioral Sciences, vol(145), 181 - 188.