Archive of SID

دوفصلنامهٔ علمی
جستارهای اقتصادی ایران
س۱۶، ش۳۱، بهار و تابستان ۱۳۹۸
صفحات ۱۳۷-۱۵۹

Biquarterly Journal
of
Iran's Economic Essays
Vol.16, No.31, Spring & Summer 2019

# تأمین مالی بر مبنای صکوک و حاکمیت شرکتی: مطالعه موردی شرکت‌های ناشر صکوک در ایران

حسن کیائی*
محمد سلیمانی**

## چکیده

مطالعات بسیاری به تحلیل ارتباط بین روش‌های مختلف تأمین مالی و حاکمیت شرکتی پرداخته‌اند. برخی از آنها نشان می‌دهند شرکت‌هایی که حاکمیت شرکتی بهتری دارند در تأمین مالی مبتنی بر سرمایه موفق ترند. در مقابل، برخی بر این باورند که بین حاکمیت شرکتی مطلوب تر و تأمین مالی مبتنی بر بدهی رابطه مثبتی وجود دارد. در این مقاله تلاش شده است تا با ایجاد تمایز میان دیدگاه تأمین مالی کنندگان و دیدگاه شرکت های متقاضی وجوه، ارتباط بین حاکمیت شرکتی و تأمین مالی مبتنی بر انتشار صکوک بررسی شود.

نتایج نشان می دهد برخلاف تأمین مالی متعارف، در مورد انتشار صکوک در هر دو دیدگاه باید بین انتشار صکوک و کیفیت حاکمیت شرکتی رابطه مثبتی وجود داشته باشد. برای ارزیابی این نگاه تئوریک، در قالب یک مطالعه موردی مشخصه‌های حاکمیت شرکتی شرکت‌های منتشرکننده صکوک در ایران طی سال‌های ۱۳۹۰ تا ۱۳۹۵ بررسی شده است که نتایج نشان می دهد متغیرهای حاکمیت شرکتی اثر مثبت و معناداری بر انتشار صکوک در میان شرکت‌های مورد مطالعه داشته‌اند.

**واژگان کلیدی:** حاکمیت شرکتی، تأمین مالی مبتنی بر صکوک، ساختار سرمایه، روش های تأمین مالی، مدل رگرسیونی.

**طبقه‌بندی JEL:** G34, G32, C21.

* استادیار دانشکده معارف اسلامی و اقتصاد دانشگاه امام صادق(ع) (نویسنده مسئول) kiaee@isu.ac.ir
** استادیار دانشکده معارف اسلامی و اقتصاد دانشگاه امام صادق(ع) solimani@isu.ac.ir
تاریخ دریافت: ۱۳۹۶/۸/۲۱ تاریخ پذیرش: ۱۳۹۷/۱۱/۲۴

www.SID.ir

Archive of SID



### ۱. مقدمه

حاکمیت شرکتی، مجموعه‌ای از قواعد و اصولی است که بـه مسـئله نماینـدگی[1] می‌پـردازد و تفکیـک مدیریت و تأمین مالی (شلیفر و ویشنی،[2] ۱۹۹۷) یا به‌صورت عمومی‌تر تفکیـک مـدیریت و مالکیـت (کیسی، تامپسون و رایت،[3] ۱۹۹۷؛ مالین،[4] ۲۰۰۴) را پی می‌گیرد. حاکمیت شرکتی مطلوب تضـمین می‌کند که مدیران یک کسب‌وکار در جهت منـافع همـه ذینفعـان و همچنـین، افـزایش ارزش بنگـاه در بلندمدت رفتار کنند. اصول حاکمیت شرکتی OECD یکی از منابع شناخته شده است که برخی قواعد مربوط به الزامات مقررات‌گذاری، حقوق سـهامداران، سـرمایه‌گذاران نهـادی، تأمین‌کننـدگان منـابع و چارچوب افشای اطلاعات شرکت‌ها را مشخص می‌کند (گزارش OECD، ۲۰۱۵).

در همین سیاق برخی اقتصاددانان اسـلامی بـرای ایجـاد یـک چـارچوب اسـلامی بـرای اصـول حاکمیت شرکتی تـلاش کرده‌انـد (اقبـال و میرآخـور،[5] ۲۰۰۴؛ حسـن،[6] ۲۰۰۹؛ حفـیظ،[7] ۲۰۱۳ و لاربش،[8] ۲۰۱۵)؛ البته با بررسی این مطالعات می‌توان به این نتیجه رسید که مفهوم حاکمیت شرکتی در سیستم‌های اقتصادی اسلامی تفاوت آشکاری با مفهوم متعارف آن ندارد. لاربش (۲۰۱۵) پـس از مقایسه پژوهش‌های موجود درباره حاکمیـت شـرکتی اسـلامی و متعـارف می‌نویسـد: پاسـخگویی، شفافیت، مسئولیت‌پذیری و انصاف (بی‌طرفی)، اصـول حاکمیـت شـرکتی در اسـلام هسـتند؛ امـا او همچنین معتقد است حاکمیـت شـرکتی پدیـده‌ای تـازه در اسـلام نیسـت و اهـداف هـر دو سیسـتم حاکمیت شرکتی یکسان است: مدیریت مؤثر، افشای مناسب اطلاعات و ثبات شرکتی بلندمدت.

با وجود اینکه مطالعات زیادی در حوزه ارتباط ساختار سرمایه شرکت‌ها با ویژگی‌های مربـوط به حاکمیت شرکتی آنها وجود دارد، اما هنوز در ادبیات مطالعـه‌ای پیرامـون تـأمین مـالی از طریـق صکوک و مؤلفه‌های حاکمیت شرکتی مربوط به شرکت‌ها انجام نشده اسـت. بنـابراین، ایـن مقالـه تلاش می‌کند تا برای نخستین بار رابطه بین انتشار صکوک و حاکمیت شرکتی را بررسی کند. البته، برای درک دقیق‌تر رابطه بین صکوک و حاکمیت شـرکتی بایـد نخسـت آثـار حاکمیـت شـرکتی بـر تصمیم‌های تأمین مالی شرکت‌ها تحلیل شود. به‌این‌ترتیب، در این مقالـه بـرای نخسـتین بـار یـک ترکیب نظری بین دیدگاه‌های مختلف درباره رابطه بین حاکمیـت شـرکتی و سـاختار سـرمایه ارائـه می‌شود و در ادامه با در نظر گرفتن تفاوت ذاتی صکوک و تـأمین مـالی مبتنـی بـر بـدهی در نظـام

1. agency problem
2. Shleifer and Vishny
3. Wright
4. Mallin
5. Iqbal and Mirakhor
6. Hasan
7. Hafeez
8. Larbsh

www.SID.ir

Archive of SID



متعارف، رابطه تئوریک انواع صکوک با حاکمیت شرکتی بررسی می‌شود. سرانجام به‌عنوان یک مطالعه موردی، رابطه میان مؤلفه‌های حاکمیت شرکتی در شرکت‌های منتشرکننده صکوک در ایران با صکوک منتشرشده در آنها در قالب یک مدل رگرسیونی بررسی می‌شود.

## ۲. حاکمیت شرکتی و ساختار سرمایه

شرکت‌ها و بنگاه‌ها برای انجام طرح‌ها و عملیات خود از منابع مالی متفاوتی استفاده می‌کنند. به‌طورخاص آنها برای بیشینه کردن بازدهی خود، باید از بین منابع داخلی (به دیگر سخن، سرمایه سهامداران) یا وجوه اعتباردهندگان خارج از بنگاه و یا ترکیبی از این دو اقدام به تأمین مالی کنند. مودیلیانی و میلر[1] (۱۹۵۸) برای نخستین بار نظریه ساختار سرمایه را بررسی کردند. اگرچه آنها به این نتیجه رسیدند که بین روش تأمین مالی و ارزش بازاری بنگاه رابطه معناداری وجود ندارد، اما پژوهش آنها سرآغاز مجموعه‌ای از پژوهش‌ها درباره ساختار بهینه سرمایه بنگاه‌ها بود. در تعیین ساختار بهینه سرمایه، محیط اقتصادی و شرایط کسب و کار نقش بسیار مهم را بازی می‌کنند. ازاین‌رو پژوهشگران بسیاری در پی یافتن ساختار بهینه سرمایه با توجه به عوامل درون‌زا و برون‌زای بنگاه‌ها بوده‌اند (به‌عنوان مثال میائو،[2] ۲۰۰۵؛ چن، ۲۰۱۰ و اوزتکین و فلنری،[3] ۲۰۱۲). مؤلفه‌های حاکمیت شرکتی از جمله عواملی هستند که بر ساختار سرمایه کسب‌وکارها اثر می‌گذارند. با مدنظر قرار دادن پژوهش‌های موجود درباره رابطه بین حاکمیت شرکتی و ساختار سرمایه شرکت، بین دیدگاه تأمین‌کنندگان مالی[4] و دیدگاه شرکت تمییز گذاشته می‌شود.

### ۲-۱. ارتباط حاکمیت شرکتی و ساختار سرمایه: دیدگاه تأمین مالی کنندگان

از منظر تأمین مالی‌کنندگان کیفیت بهتر حاکمیت شرکتی، مشوقی برای سرمایه‌گذاران برای استفاده از تأمین مالی مبتنی بر سرمایه است. مدیران و سرمایه‌گذاران به‌طور طبیعی اطلاعات یکسانی ندارند و مسئله عدم تقارن اطلاعاتی بین آنها همواره وجود دارد. حاکمیت شرکتی خوب مشکل عدم تقارن اطلاعاتی را کاهش می‌دهد؛ به‌نحوی‌که تعارض منافع کمتری بین تأمین‌کننده مالی (سرمایه‌گذار) و استفاده‌کننده از منابع (مدیر) وجود داشته باشد. در شرکت‌های دارای حاکمیت شرکتی با کیفیت بالا، سرمایه‌گذاران به‌دلیل نااطمینانی کمتر در جریان نقدی آتی، انتظار بازدهی پایین‌تری دارند و ازاین‌رو این شرکت‌ها، با ثابت در نظر گرفتن سایر شرایط، نسبت به شرکت‌هایی با حاکمیت شرکتی ضعیف هزینه

1. Modiglani and Miller
2. Miao
3. Öztekin and Flannery
4. financer

www.SID.ir

Archive of SID



سرمایه کمتری خواهند داشت، البته هنگامی که شرکت حاکمیت شرکتی ضعیفی داشته باشد، تأمین‌کنندگان مالی بالقوه برای حمایت از خود در برابر سوءمدیریت احتمالی و در پی آن سودآوری پایین‌تر شرکت، استفاده از تأمین مالی مبتنی بر بدهی با بازدهی ثابت را ترجیح خواهند داد. بنابراین، به نظر می‌رسد از نگاه تأمین مالی‌کنندگان، میان کیفیت حاکمیت شرکتی و تأمین مالی مبتنی بر سرمایه رابطه مثبت و میان کیفیت حاکمیت شرکتی و تأمین مالی مبتنی بر بدهی رابطه منفی وجود دارد.

بررسی‌های تجربی پژوهشگران نیز این ارتباط را تأیید می‌کند. راملی[1] (۲۰۱۲) اثر حاکمیت شرکتی بر هزینه سرمایه شرکت‌های ثبت شده مالزی در طول سال‌های ۲۰۰۳-۲۰۰۷ را با استفاده از تکنیک رگرسیون پنل دیتا بررسی کرده است. او با به‌کارگیری امتیاز کلی حاکمیت شرکتی به‌عنوان متغیر مستقل نشان داد که حاکمیت شرکتی بر هزینه سرمایه اثر کاهنده دارد. ماند، پارک و سون[2] (۲۰۱۰) یک نمونه شامل ۹۰۰ بنگاه را برای سال‌های ۱۹۹۸-۲۰۰۶ انتخاب کردند تا نشان دهند آیا حاکمیت شرکتی خوب نقش مؤثری در سیاست تأمین مالی یک بنگاه دارد یا خیر؟ نتایج آنها نشان می‌داد که در بنگاه‌هایی با حاکمیت شرکتی قوی، تأمین مالی مبتنی بر سرمایه نسبت به تأمین مالی مبتنی بر بدهی اولویت دارد؛ زیرا حاکمیت شرکتی قوی، هزینه‌های نمایندگی را به‌حدی کاهش می‌دهد که استفاده از سرمایه به‌عنوان یک روش تأمین مالی بلندمدت جذاب‌تر از بدهی می‌شود. معین‌الدین، دهقان و میربافقی[3] (۲۰۱۳) با استفاده از نمونه‌ای شامل ۹۴ شرکت ثبت شده در بورس اوراق بهادار تهران در سال‌های ۲۰۰۷-۲۰۱۱ نشان دادند که بین متغیرهای حاکمیت شرکتی و میانگین موزون هزینه سرمایه رابطه معکوس معناداری وجود دارد.

**۲-۲. ارتباط حاکمیت شرکتی و ساختار سرمایه: دیدگاه شرکت‌ها**

می‌توان تحلیل دیگری را از منظر شرکت‌های تأمین مالی شونده مطرح کرد. شرکت‌های با کیفیت بالای حاکمیت شرکتی، عموماً دارای نسبت بالایی از مالکیت متمرکز (درونی) یا مالکیت مدیریتی هستند. در این شرکت‌ها، با ثابت در نظر گرفتن سایر شرایط، مدیران در زمان تصمیم‌گیری در مورد منابع تأمین مالی انگیزه بیشتری برای استفاده از تأمین مالی مبتنی بر بدهی دارند. به‌طورخاص هنگامی که مدیران از سرمایه‌گذاری خود انتظار بازدهی بالایی دارند، احتمال استفاده از تأمین مالی مبتنی بر بدهی به حداکثر خود می‌رسد. یکی از توجیهات مطرح در این‌باره آن است که موقعیت مالکیت قوی مدیران در شرکت‌های دارای حاکمیت شرکتی مناسب، اعتبار کافی در بازار

1. Ramly
2. Mande, Park and Son
3. Moeinadin, Dehghan and Mirbafghi

www.SID.ir

Archive of SID



را برای تأمین مالی مبتنی بر بدهی به آنها می‌دهد. اما در شرکت‌های دارای حاکمیت شرکتی ضعیف که دارای سطح پایینی از مالکیت متمرکز یا مالکیت مدیریتی هستند، مدیران اعتبار کافی برای استفاده از تأمین مالی مبتنی بر بدهی ندارند و تأمین مالی مبتنی بر سرمایه را ترجیح می‌دهند. افزون‌براین، ازآنجاکه مدیران این شرکت‌ها در سود شرکت سهیم نیستند و به‌سادگی می‌توانند از تأمین مالی مبتنی بر سرمایه استفاده کنند، انگیزه‌ای برای حفظ و یا افزایش بازدهی سرمایه‌گذاری سهامداران جاری ندارند. این دیدگاه توسط تئوری سلسله‌مراتبی[1] (مایرز و ماجلوف،[2] ۱۹۸۴) تأیید شده است که نشان می‌دهد بنگاه‌ها به‌عنوان آخرین راه چاره، اقدام به انتشارسهام خواهند کرد. بنابراین، در دیدگاه شرکت‌ها، میان کیفیت حاکمیت شرکتی با تأمین مالی مبتنی بر سرمایه رابطه منفی و میان کیفیت حاکمیت شرکتی و تأمین مالی مبتنی بر بدهی رابطه مثبت وجود دارد.

برخی مطالعات تجربی وجود چنین ارتباطی را تأیید می‌کند. جان و لیتوف[3] (۲۰۰۹) برای بررسی رابطه بین حاکمیت شرکتی و نسبت اهرمی، بیش از ۲۰۰۰ شرکت را در سال‌های ۱۹۹۰ تا ۲۰۰۶ انتخاب کردند. آنها به این نتیجه رسیدند که بنگاه‌هایی دارای حاکمیت شرکتی قوی بیشتر از تأمین مالی مبتنی بر بدهی استفاده می‌کنند و نسبت‌های اهرمی بالاتری دارند. آنها این نتایج را به این نحو توجیه کردند که مدیران منصوب شده در شرکت‌های دارای حاکمیت شرکتی مناسب از استراتژی‌های سرمایه‌گذاری محافظه‌کارانه پیروی می‌کنند و ازاین‌رو تأمین مالی مبتنی بر بدهی را به انتشار سهام ترجیح می‌دهند.

بنابراین به نظر می‌رسد برای بررسی رابطه کیفیت حاکمیت شرکتی و ساختار سرمایه شرکت‌ها باید دیدگاه تأمین مالی‌کنندگان و شرکت‌های متقاضی وجوه را از هم تفکیک کرد. به‌این‌ترتیب می‌توان تا میزان استفاده شرکت‌های با درجه حاکمیت شرکتی متفاوت از تأمین مالی مبتنی بر سرمایه و یا تأمین مالی مبتنی بر بدهی را تحلیل کرد.

**۲-۳. ارتباط حاکمیت شرکتی و ساختار سرمایه: مطالعات تجربی**

برخی پژوهشگران برای مطالعه رابطه تجربی بین حاکمیت شرکتی و ساختار سرمایه، مؤلفه‌های حاکمیت شرکتی را در یک شاخص کلی ترکیب کرده‌اند و در پی تحلیل رابطه بین این شاخص و نسبت اهرمی در شرکت‌های نمونه بوده‌اند (به‌عنوان مثال نگاه کنید به راملی،[4] ۲۰۱۲ و جان و لیتوف، ۲۰۰۹). البته برخی محققان نیز برای یافتن رابطه احتمالی بین حاکمیت شرکتی و ساختار

1. pecking order theory
2. Myers and Majluf
3. Litov
4. Ramly

www.SID.ir

Archive of SID



سرمایه برخی از متغیرهای حاکمیت شرکتی را انتخاب و از آن متغیر یا متغیرها استفاده کرده‌اند. برخی متغیرهای اصلی استفاده شده این پژوهشگران در ادامه بیان می‌شود:

- **اندازه هیئت مدیره**

اندازه هیئت مدیره یکی از شاخص‌هایی است که کیفیت حاکمیت شرکتی را نشان می‌دهد. زیاد بودن تعداد اعضای هیئت مدیره، بیان‌کننده توانایی بیشتر شرکت برای رصد تصمیم‌های مدیران و بنابراین کیفیت بهتر حاکمیت شرکتی می‌باشد. حسن و بات[1] (۲۰۰۹) رابطه بین حاکمیت شرکتی و ساختار سرمایه در ۵۸ شرکت غیرمالی منتخب ثبت شده در بورس اوراق بهادار کراچی (که به‌صورت تصادفی انتخاب شده بودند) را بررسی کردند. نتایج نشان داد که اندازه هیئت مدیره با نسبت بدهی به سرمایه به‌طور معناداری همبستگی منفی دارد؛ البته النودل و حسینی[2] (۲۰۱۰) در نمونه‌ای از شرکت‌های منتخب عربستان سعودی و عبدلی، لشکری و دهقانی (۲۰۱۲) در نمونه‌ای از شرکت‌های ایرانی دریافتند که اندازه هیئت مدیره با نسبت تأمین مالی مبتنی بر بدهی رابطه مستقیم دارد.

- **مالکیت نهادی**

منظور از مالکیت نهادی، درصد سهام یک شرکت است که در تملک نهادها (عمدتاً نهادهای مدیریت دارایی) می‌باشد. هرچه مالکیت نهادی در یک شرکت بالاتر باشد، تغییرات سهامداری در آن کمتر و افق برنامه‌ریزی در آن بلندمدت‌تر است و بنابراین انتظار می‌روند کیفیت حاکمیت شرکتی در آن بالاتر باشد. یاسین و المرنه[3] (۲۰۱۵) با مطالعه شرکت‌های غیرمالی تحت مالکیت عمومی ثبت شده در بورس اوراق بهادار عمان نشان دادند که مالکیت نهادی اثر مثبت و معناداری بر نسبت اهرمی دارد. همچنین عبدلی، لشکری و دهقانی (۲۰۱۲) نشان داده‌اند که در شرکت‌های ایرانی نیز سهم نهادی رابطه مستقیم و معناداری با نسبت اهرم مالی دارد.

- **مالکیت درونی**[4]

مالکیت درونی به سهام نهادها و افرادی اشاره می‌کند که بیش از پنج درصد از کل سهام شرکت را در اختیار دارند. این متغیر میزان تمرکز شرکت را نیز نشان می‌دهد. مشابه با مالکیت نهادی، مالکیت درونی بیشتر نشان از تغییرات سهامداری کمتر، ثبات مالکیتی و تمرکز تصمیم‌گیری بیشتر

1. Hasan and Butt
2. Al Nodel and Hussainey
3. Yaseen and Al-Amarneh
4. Insider Ownership

www.SID.ir

Archive of SID



در شرکت است و بنابراین بیشتر بودن مالکیت درونی می‌تواند نشان از بهتر بودن کیفیت حاکمیت شرکتی داشته باشد. النودل و حسینی (۲۰۱۰) نشان داده‌اند که بین تمرکز مالکیت در شرکت‌ها ثبت شده سعودی و نسبت اهرمی آنها رابطه مثبتی وجود دارد. این نتایج نشان می‌دهد هنگامی که شرکت حاکمیت شرکتی قوی‌تری داشته باشد، مدیران اهرم مالی بیشتری را انتخاب می‌کنند. معین‌الدین (۲۰۱۲) با استفاده از داده‌های ۵۳ شرکت ثبت شده در بورس تهران در سال‌های ۲۰۰۶-۲۰۱۰ نشان داد که بین تمرکز مالکیت و تأمین مالی از طریق استقراض رابطه مثبتی وجود دارد. در مقابل کرسی و پرنسایپ[1] (۲۰۱۵) با بررسی نمونه ای از ۳۰۳ شرکت متکی بر تکنولوژی‌های جدید در ایتالیا طی سال‌های ۲۰۰۴-۲۰۱۳ دریافتند که مالکیت متمرکز منجر به کاهش اهرم مالی بنگاه‌ها می‌شود.

- **مالکیت مدیریتی**

مالکیت مدیریتی یکی دیگر از متغیرهای حاکمیت شرکتی است که درصد سهام تحت تملک مدیران شرکت را نشان می‌دهد. با توجه به اینکه مدیرانی از شرکت که دارای سهام شرکت نیز باشند، انگیزه بیشتری برای استفاده از حداکثر توان خود در اداره بهتر شرکت دارند، بیشتر بودن مالکیت مدیریتی نشان از کیفیت بهتر حاکمیت شرکتی است. کرسی و پرنسایپ (۲۰۱۵) در یک مطالعه نشان داده‌اند که سهامداران مدیریتی عامل کاهش نسبت بدهی شرکت‌ها می‌شوند. در مطالعه‌ای متفاوت، حسن و بات (۲۰۰۹) در مورد شرکت‌های ثبت شده پاکستانی نشان می‌دهد که سهامداری مدیریتی رابطه مثبتی با تأمین مالی مبتنی بر بدهی دارند.

با کنار هم قرار دادن نتایج مطالعات تجربی مشخص می‌شود در مورد همه مؤلفه‌های حاکمیت شرکتی، نتایج متناقض بین این مؤلفه‌ها و ساختار سرمایه شرکت‌ها وجود دارد. به نظر می‌رسد دلیل این تناقض در نتایج مطالعات همان تفاوت در دیدگاه تأمین مالی‌کنندگان و شرکت‌هاست که در بخش پیشین بررسی شد. به‌عنوان نمونه، با وجود اینکه شرکت‌های با درصد مالکیت مدیریتی یا نهادی بالاتر علاقه‌مند تأمین مالی از طریق بدهی هستند؛ اما تأمین مالی‌کنندگان در تعامل با این شرکت‌ها علاقه دارند از طریق مشارکت در سهام وجوه را در اختیار این شرکت‌ها قرار دهند که این موضوع موجب پیدایش نتایج متفاوت در مطالعات تجربی شده است.

1. Corsi and Prencipe

www.SID.ir

Archive of SID



### ۳. ارتباط انتشار صکوک و حاکمیت شرکتی

همان‌طورکه پیش‌تر عنوان شد، در ادبیات موجود، مطالعه‌ای پیرامون اثرگذاری مؤلفه‌های حاکمیت شرکتی بر میزان انتشار صکوک انجام نشده است. تنها در برخی پژوهش‌ها در مالزی مؤلفه‌های حاکمیت شرکتی در بنگاه‌های منتشرکننده صکوک بررسی شدند. الحاج، محمد و راملی[1] (۲۰۱۵) با انتخاب یک نمونه شامل ۲۵ شرکت ثبت شده در بورس نشان دادند که اندازه هیئت مدیره تأثیر مثبت معناداری بر رتبه صکوک[2] دارد. ابراهیم و هارون[3] (۲۰۱۲) با استفاده از داده‌های شرکت‌های غیرمالی ثبت شده در بورس مالزی برای دوره ۲۰۰۰-۲۰۰۹، نشان دادند انتشار صکوک و همچنین حاکمیت شرکتی اثر قابل توجهی بر تصمیم‌های تأمین مالی در میان شرکت‌های مالزیایی داشته است. شاهر، ابراهیم و مود[4] (۲۰۱۴) مؤلفه‌های اصلی را بررسی کردند که انتشار اوراق بدهی اسلامی و اوراق بدهی متعارف، در شرکت‌های ثبت شده در بورس مالزی را تحت تأثیر قرار می‌دهند. نتایج این مطالعه نشان می‌دهد که فقط قیمت تعدیل شده سهام عامل تعیین‌کننده انتشار یا عدم انتشار اوراق بهادار توسط شرکت‌هاست و نه متغیرهای حاکمیت شرکتی.

به نظر می‌رسد برای بررسی دقیق رابطه صکوک و حاکمیت شرکتی، باید میان انواع مختلف صکوک تمیز قائل شد. هر نوع از صکوک با توجه به ویژگی‌های خاصی که دارد، حقوق و تعهدات متفاوتی برای دارنده صکوک و ناشر صکوک به همراه دارد. در این بخش در میان انواع صکوک، با توجه به اهمیتی که صکوک مشارکت، مرابحه و اجاره هم به‌لحاظ مدل مفهومی و هم به‌لحاظ میزان انتشار دارند، در این مقاله اثرگذاری حاکمیت شرکتی بر این سه نوع صکوک بررسی می‌شود؛ البته با توجه به اینکه سایر صکوک مشارکتی شبیه به صکوک مشارکت هستند و سایر صکوک با بازدهی ثابت شبیه به صکوک مرابحه و اجاره هستند، این نوع تحلیل‌ها برای دیگر انواع صکوک نیز قابل پیاده‌سازی می‌باشد.

#### ۳-۱. صکوک مشارکت

تأمین مالی از طریق صکوک مشارکت تقریباً مشابه تأمین مالی مبتنی بر سرمایه است؛ زیرا ناشر همه سود یا زیان ناشی از عملیات شرکت را با دارنده صکوک تسهیم می‌کند؛ رابطه حقوقی دارنده صکوک و شرکت ناشر بر مبنای عقد شرکت می‌باشد و دارنده صکوک حق مداخله در فرایند تصمیم‌گیری شرکت را دارد.

1. Elhaj, Muhamed and Ramli
2. Sukuk ratings
3. Ibrahim and Haron
4. Shahar, Ibrahim and Mohd

www.SID.ir

Archive of SID



در اینجا ذکر این نکته ضروری است که آنچه در بخش قبل درباره ارتباط تأمین مالی مبتنی بر سرمایه و کیفیت حاکمیت شرکتی ارائه شد در مورد رابطه تأمین مالی از طریق صکوک مشارکت و حاکمیت شرکتی نیز درست است؛ ازاین‌رو می‌توان گفت از دیدگاه سرمایه‌گذار، صکوک مشارکت شرکت‌های دارای حاکمیت شرکتی قوی جذاب‌تر است و از دیدگاه شرکت، مدیران شرکت‌های دارای حاکمیت شرکتی قوی، احتمالاً انگیزه کمتری برای انتشار صکوک مشارکت خواهند داشت؛ البته شایان ذکر است، در مواردی که صکوک مشارکت صرفاً برای یک پروژه منتشر شود و نه برای کل شرکت، بازدهی پروژه بین دارندگان صکوک تسهیم می‌شود نه بازدهی کل شرکت، و بنابراین در این موارد حتی مدیران شرکت‌های دارای حاکمیت شرکتی مناسب نیز احتمالاً انگیزه لازم جهت انتشار صکوک مشارکت را خواهند داشت.

**۳-۲. صکوک مرابحه**

هنگامی که یک شرکت تصمیم به انتشار صکوک مرابحه می‌گیرد از یک نهاد واسطه‌ای مانند شرکت‌های با هدف خاص (SPV)[1] استفاده می‌کند (عارف، اقبال و محمد،[2] ۲۰۱۴). این نهاد وجوه را از دارندگان صکوک جمع‌آوری می‌کند؛ یک دارایی را به‌صورت نقد می‌خرد و آن را با قیمت بالاتر به‌صورت اقساط به شرکت می‌فروشد. مابه‌التفاوت بین قیمت خرید نقد و قیمت فروش معوق، سود دارندگان صکوک را تعیین می‌کند. وظیفه دیگر نهاد واسط این است که وجوه را به‌صورت ماهانه یا سالانه از شرکت دریافت و میان دارندگان صکوک توزیع کند. پس از استفاده از این نوع تأمین مالی، سمت بدهی ترازنامه شرکت ناشر را به میزان ارزش دارایی به علاوه سود مرابحه افزایش خواهد یافت و دارندگان صکوک همانند بستانکاران شرکت خواهند بود. به‌طورخلاصه تأمین مالی از طریق صکوک مرابحه به نوعی مشابه تأمین مالی مبتنی بر بدهی است و لذا انتظار می‌رود بین حاکمیت شرکتی و انتشار صکوک مرابحه رابطه مشابهی همچون تأمین مالی مبتنی بر بدهی وجود داشته باشد؛ اما یکی از مهم‌ترین ویژگی‌های تأمین مالی صکوک مرابحه که آن را از تأمین مالی مبتنی بر بدهی متمایز می‌کند عبارت است از دارایی پایه.[3]

برای انتشار صکوک مرابحه مدیران شرکت باید یک دارایی موجود یا جدید را انتخاب کنند که در فرایند تولید شرکت دارای کارایی و اثرگذاری کافی است و بر مبنای آن صکوک منتشر کنند. بنابراین، برخلاف تأمین مالی مبتنی بر بدهی که در آن یک تعهد موجود، با یک استقراض جدید

1. Special Purpose Vehicle
2. Ariff, Iqbal and Mohamad
3. underlying asset

www.SID.ir

Archive of SID



پاسخ داده می‌شود، شرکت منتشرکننده صکوک جهت انتخاب و مدیریت دارایی پایه باید حاکمیت شرکتی قوی و سیستم مدیریتی توانمند داشته باشد. اکنون این پرسش به وجود می‌آید هنگامی که بازدهی دارنده صکوک تفاوت بین ارزش نقدی و ارزش نسیه بوده و مستقل از عملکرد دارایی در فرایند تولید شرکت می‌باشد، چرا دقت مدیران در خرید و مدیریت دارایی اهمیت دارد؟ برای پاسخ به این پرسش باید به دو ویژگی مهم قراردادهای مرابحه اشاره شود:

**نرخ بازدهی:** ازآنجاکه نرخ بازدهی قرارداد مرابحه تفاوت بین ارزش نقدی و نسیه آن است، هنگامی که شرکت دارایی پایه را با ارزش نسیه بالاتر بخرد، نرخ بازدهی صکوک افزایش می‌یابد. در این شرایط، هرچه دارایی برای شرکت ارزشمندتر باشد، قیمت نسیه بالاتر برای آن پرداخت می‌کند. درواقع آنچه که این دارایی را در شرکت ارزشمندتر می‌کند اثربخشی آن در فرایند تولید و مدیریت درست آن در طول دوره استفاده از آن است. ازاین‌رو اگرچه بازدهی دارنده صکوک مستقل از فرایند عملیاتی شرکت است، اما به تصمیم انتخاب دارایی و رفتارهای مدیریتی شرکت وابسته است.

**ریسک نکول:** با توجه به اینکه کل بدهی منتشرکننده صکوک به دارندگان صکوک معادل قیمت نسیه دارایی پایه است، در قرارداد صکوک مرابحه برخلاف سیستم تأمین مالی مبتنی بر بدهی متعارف، دریافت هرگونه وجه به‌عنوان جریمه یا دیرکرد در صورت نکول یا تأخیر در پرداخت از جانب شرکت، نوعی ربا محسوب می‌شود و ممنوع است. از سوی دیگر اگرچه بازدهی دارندگان صکوک مستقل از عملیات شرکت است، اما میزان ریسک صکوک به تصمیم‌ها و رفتار مدیران شرکت وابسته است. اگر دارایی پایه در فرایند تولید شرکت اثربخشی کافی نداشته باشد یا به‌طور درست استفاده نشود، احتمال نکول افزایش می‌یابد و ازآنجاکه در صورت عدم توانایی پرداخت اقساط، هیچ‌گونه پرداخت اضافی وجود نخواهد داشت، ریسک نکول در صکوک مرابحه بسیار با اهمیت‌تر از تأمین مالی مبتنی بر بدهی است.

با در نظر گرفتن تفاوت‌های تأمین مالی مبتنی بر بدهی و صکوک مرابحه، می‌توان رابطه بین انتشار صکوک مرابحه و حاکمیت شرکتی را بررسی کرد. به نظر می‌رسد براساس توضیحات ذیل هم از دید تأمین مالی‌کننده و هم از دید شرکت، رابطه مثبتی بین انتشار صکوک مرابحه و حاکمیت شرکتی وجود دارد.

**از منظر تأمین مالی‌کننده:** از نظر دارندگان صکوک رابطه مثبتی بین صکوک مرابحه و حاکمیت شرکتی وجود دارد؛ زیرا صکوک مرابحه منتشرشده توسط شرکت‌های دارای حاکمیت شرکتی قوی در مقایسه با شرکت‌های دارای حاکمیت شرکتی ضعیف، بازدهی بالاتر و ریسک کمتری دارند. هنگامی که یک شرکت حاکمیت شرکتی بهتری داشته باشد، مدیران نه‌تنها برای انتخاب دارایی اثربخش بلکه برای استفاده و به‌کارگیری آن در عملیات شرکت نیز بیشترین تلاش را می‌کنند.

www.SID.ir

Archive of SID



بنابراین، از یک‌سو احتمال نکول کاهش می‌یابد و از سوی دیگر دارایی پایه برای شرکت به اندازه کافی ارزشمند و مفید است که بالاترین قیمت ممکن را در قبال آن پرداخت کند و با این کار بازدهی مناسب برای دارندگان صکوک فراهم نماید.

**از منظر شرکت ناشر:** همان‌طورکه در ابتدای این مقاله بیان شد، مدیران در شرکت‌های دارای حاکمیت شرکتی قوی انگیزه کافی برای استفاده از ابزارهای تأمین مالی با بازدهی ثابت را دارند؛ زیرا در صورت استفاده از این نوع ابزارها، تأمین مالی‌کننده سهمی در سودآوری پروژه یا شرکت نخواهد داشت. این موضوع در مورد تأمین مالی صکوک مرابحه نیز درست است. بنابراین، از نظر شرکت رابطه مثبتی بین صکوک مرابحه و حاکمیت شرکتی وجود دارد. دارندگان صکوک صرفاً نرخ بازدهی ثابت خود را دریافت می‌کنند و بازدهی احتمالی مازاد شرکت به مالکان شرکت دارای حاکیمت شرکتی مطلوب تعلق می‌گیرد.

**۳-۳. صکوک اجاره**

یکی دیگر از روش‌های تأمین مالی یک پروژه یا یک شرکت تأمین مالی با استفاده از صکوک اجاره می‌باشد. در این نوع تأمین مالی نهاد واسط صکوک منتشر خواهد کرد و با منابع به‌دست‌آمده ناشی از صکوک، دارایی مورد نیاز شرکت را می‌خرد و آن را به‌صورت قرارداد اجاره به شرکت اجاره می‌دهد. در طول مدت قرارداد اجاره نهاد واسط مبلغ اجاره را به‌صورت ماهانه یا سالانه جمع و در میان دارندگان صکوک توزیع می‌کند (عارف، اقبال و محمد،[1] ۲۰۱۴).

صکوک اجاره همانند صکوک مرابحه دارای بازدهی ثابت می‌باشد؛ البته همان‌طورکه پیش‌تر در مورد صکوک مرابحه ذکر شد؛ ریسک و بازدهی صکوک اجاره متفاوت از ریسک و بازدهی تأمین مالی مبتنی بر بدهی است و در نتیجه رابطه بین انتشار صکوک اجاره و حاکمیت شرکتی متفاوت می‌باشد. تنها نکته‌ای که در مورد صکوک اجاره باید افزود آن است که دارندگان صکوک اجاره در طول دوره تأمین مالی مالک دارایی پایه می‌باشند و مدیران در شرکت با دارایی سروکار دارند که در مالکیت شرکت نیست. ازاین‌رو دقت مدیران شرکت در انتخاب دارایی مؤثر و استفاده کارا از آن دارایی در مقایسه با صکوک مرابحه اهمیت بسیار بیشتری دارد. در نتیجه در صکوک اجاره نیز انتظار است که هم از دیدگاه تأمین مالی‌کننده و هم از نظر شرکت بین انتشار صکوک و کیفیت حاکمیت شرکتی رابطه مثبتی وجود داشته باشد.

**از منظر تأمین مالی‌کننده:** بین صکوک اجاره و حاکمیت شرکتی رابطه مثبتی وجود دارد؛ زیرا صکوک

1. Ariff, Iqbal and Mohamad

www.SID.ir

Archive of SID



اجاره منتشرشده توسط شرکت‌های دارای حاکمیت شرکتی قوی نسبت به شرکت‌های دارای حاکمیت شرکتی ضعیف، بازدهی بالاتر و ریسک کمتری خواهد داشت. افزون‌بر ریسک و بازدهی که در صکوک مرابحه به آن پرداخته شد، در صکوک اجاره حق مالکیت دارنده صکوک، ریسک‌ها و بازدهی‌های جدیدی به وجود می‌آورد. ریسک از دست دادن یا معیوب شدن دارایی یا تغییر قیمت دارایی از جمله ریسک‌های این نوع صکوک هستند. در مقابل، اگر در طول این مدت دارایی برای شرکت ارزشمندتر شود، دارندگان صکوک می‌توانند، در جایگاه مالک دارایی، بهای اجاره بالاتری را مطالبه می‌کنند. بنابراین، رابطه مثبت بین صکوک اجاره و حاکمیت شرکتی معنادارتر و عمیق‌تر از صکوک مرابحه است.

**از منظر شرکت ناشر:** مشابه آنچه در صکوک مرابحه بیان شد از دیدگاه شرکت ناشر نیز رابطه مثبتی بین صکوک اجاره و حاکمیت شرکتی وجود دارد؛ زیرا دارندگان صکوک صرفاً نرخ بازده ثابت خود را دریافت می‌کنند و سایر بازدهی‌های ایجاد شده در شرکت برای مالکان محفوظ خواهد بود.

### ۴. حاکمیت شرکتی در شرکت‌های ناشر صکوک در ایران

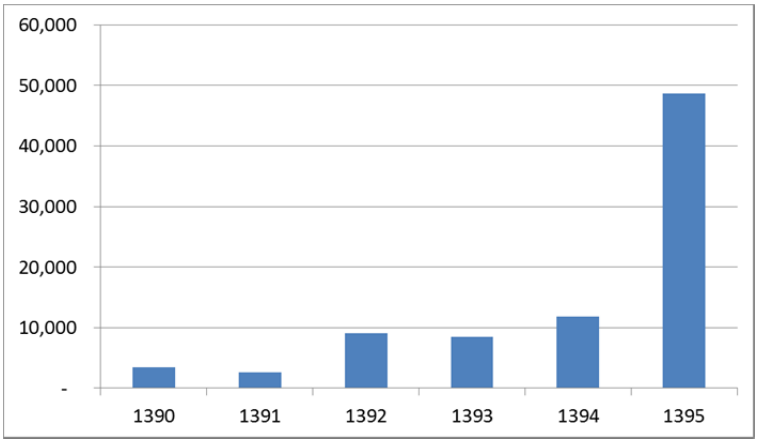
اگرچه تحقیقاتی درباره بررسی رابطه بین عناصر حاکمیت شرکتی و ساختار سرمایه در شرکت‌های ایرانی انجام شده است (به‌عنوان مثال عبدلی، لشکری و دهقانی (۲۰۱۲)، معین‌الدین (۲۰۱۲)، معین‌الدین، دهقان و میربافقی (۲۰۱۳))؛ اما در ادبیات موجود پژوهشی درباره رابطه بین صکوک و حاکمیت شرکتی در شرکت‌های ناشر صکوک در ایران انجام نشده است. ازاین‌رو در این بخش پس از بررسی مختصر شرکت‌های ایرانی ناشر صکوک در سال‌های اخیر، به مطالعه رابطه احتمالی بین صکوک و حاکمیت شرکتی در میان این شرکت‌ها پرداخته می‌شود.

اگرچه انتشار اوراق بهادار اسلامی در ایران از سال ۱۳۷۳ آغاز شد هنگامی که شهرداری تهران برای پروژه‌های عظیم ساختمانی در شهر تهران به نام نواب، اقدام به انتشار اوراق مشارکت کرد؛ اما اوراق صکوک نخستین بار با تأسیس شرکت مدیریت دارایی مرکزی ایران در سال ۱۳۸۹ منتشر شد. این شرکت طبق قانون متصدی ایجاد و نظارت بر شرکت‌های با هدف خاص (spv)، برای انواع صکوک است. انتشار صکوک که از سال ۱۳۸۹ در ایران آغاز شده و در سال‌های اخیر به نحو چشمگیری رشد داشته است تا حدی که تنها در سال ۱۳۹۵ بیش از ۴۸ هزار میلیارد ریال صکوک در ایران منتشر شده است؛ البته از کل صکوک منتشرشده در سال ۱۳۹۵ میزان ۳۴ هزار میلیارد ریال توسط دولت انتشار یافته است. در نمودار یک ارزش صکوک منتشرشده از سال ۱۳۹۰ تا سال ۱۳۹۵ نشان داده شده است. همچنین نام شرکت‌ها، صنایع، انواع و ارزش اوراق صکوک منتشر شده طی سال‌های ۱۳۹۰ تا ۱۳۹۵ در پیوست ۱ ارائه شده است.

www.SID.ir

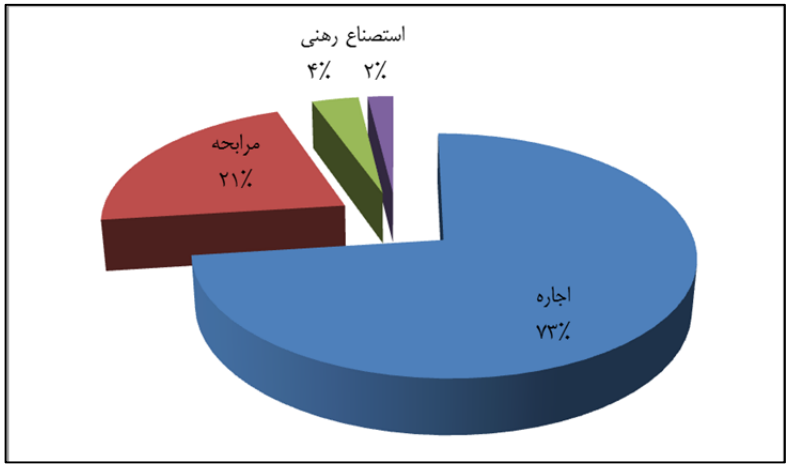
Archive of SID






**نمودار ۱: ارزش صکوک منتشرشده در ایران طی سال‌های ۱۳۹۰ تا ۱۳۹۵ (شرکت مدیریت دارایی مرکزی ایران)**

همان‌طورکه نمودار شماره ۲ نشان می‌دهد صکوک اجاره در میان اوراق صکوک منتشرشده در ایران طی سال‌های ۱۳۹۰ تا ۱۳۹۵ با ۷۳ درصد بیشترین سهم را دارد. پس از آن صکوک مرابحه با سهم قابل توجه ۲۱درصدی رتبه بعدی را دارد. اوراق صکوک رهنی بانک مسکن نیز ۴درصد و اوراق استصناع نیز تنها ۲درصد از صکوک منتشرشده را به خود اختصاص داده‌اند. در نمودار شماره ۳ نیز صکوک منتشرشده در سال‌های ۱۳۹۰ تا ۱۳۹۵ براساس طبقه‌بندی صنایع ارائه شده است. بر این اساس پس از دولت، بیشترین صکوک در صنایع فناوری اطلاعات، بانکی و مالی، آهن و فولاد و خودرو منتشر شده است.

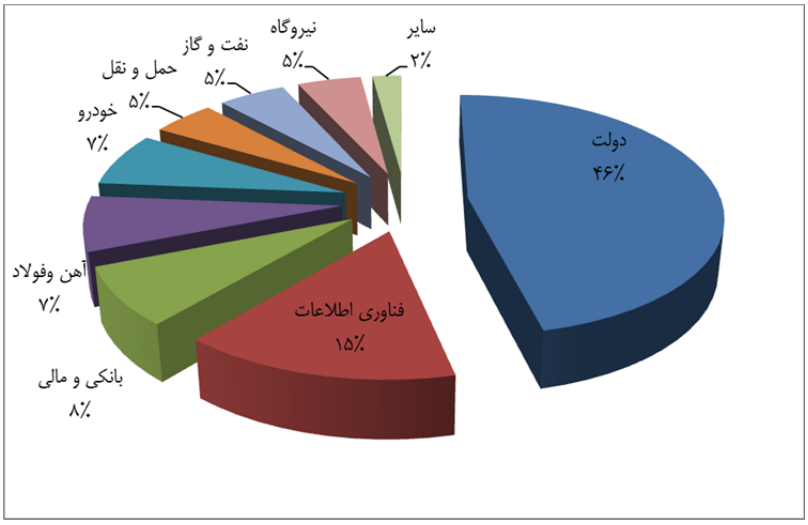



**نمودار ۲: صکوک منتشرشده طی سال‌های ۱۳۹۰ تا ۱۳۹۵ براساس قرارداد (شرکت مدیریت دارایی مرکزی ایران)**

www.SID.ir

Archive of SID






**نمودار ۳: صکوک منتشرشده طی سال‌های ۱۳۹۰ تا ۱۳۹۵ براساس صنایع (شرکت مدیریت دارایی مرکزی ایران)**

برای بررسی رابطه بین انتشار صکوک و مؤلفه‌های حاکمیت شرکتی در شرکت‌های ایرانی، اولاً صکوک انتشاریافته توسط دولت را نباید در نظر گرفت؛ زیرا حاکمیت شرکتی درباره آنها بی‌معناست و ثانیاً نیازمند نماگری از صکوک هستیم که بین شرکت‌های مختلف و با اندازه‌های متفاوت قابل مقایسه باشد. ازاین‌رو نسبت صکوک به دارایی (SA) در نظر گرفته می‌شود. این نسبت بیان‌کننده ارزش صکوک منتشرشده توسط شرکت تقسیم بر ارزش کل دارایی‌های آن شرکت در زمان انتشار صکوک می‌باشد. همچنین، همان‌طورکه در بخش دوم مقاله نشان داده شد برای تحلیل کمی مؤلفه‌های حاکمیت شرکتی متغیرهای خاصی در ادبیات استفاده شده است که در این مطالعه نیز همین متغیرها برای نشان دادن ویژگی‌های حاکمیت شرکتی در شرکت‌های ایرانی براساس جدول ۱ استفاده شده است. داده‌های لازم برای محاسبه این متغیرها تماماً از بیانیه‌های ثبت اوراق صکوک شرکت‌های منتشرکننده استخراج شده‌اند که در پایگاه شرکت مدیریت دارایی مرکزی ایران موجود است.

**جدول ۱: متغیرهای منتخب برای تحلیل مؤلفه‌های حاکمیت شرکتی**

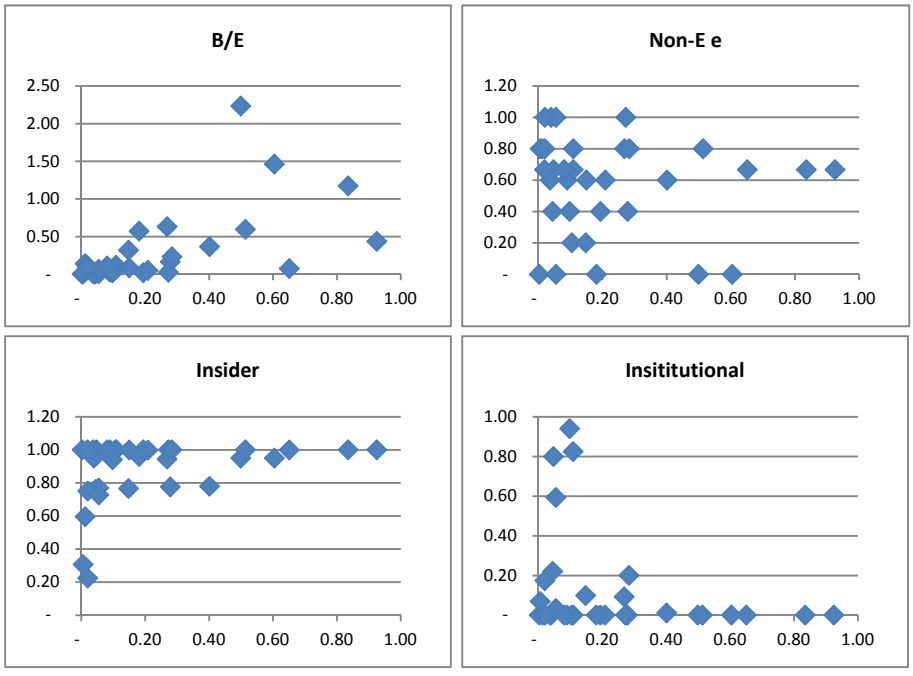
| متغیر | نماد | توضیحات |
|---|---|---|
| تعداد اعضای هیئت مدیره به دارایی | B/E | تعداد اعضای هیئت مدیره یک شرکت تقسیم بر ارزش دارایی شرکت |
| تعداد اعضای هیئت مدیره غیر موظف به تعداد کل هیئت مدیره | Non-Exe | سهم هیئت مدیره غیر موظف به کل اعضای هیئت مدیره |
| مالکیت درونی | Insider | سهم صاحبان سهامی که بیش از پنج درصد از کل سهام شرکت را در اختیار دارند. |
| مالکیت نهادی | Institutional | سهم از شرکت که در اختیار نهادهای مالی و سرمایه‌گذاری است. |

www.SID.ir

Archive of SID



نمودار ۳ رابطه نسبت صکوک به دارایی (SA) به‌عنوان متغیر صکوک را با نسبت‌های حاکمیت شرکتی ارائه شده در جدول ۱ را نشان می‌دهد. محورهای افقی در همه نمودارها بیان‌کننده نسبت صکوک به دارایی (SA) است. اگرچه این نمودارها تا حدودی روابط بین متغیر SA و متغیرهای حاکمیت شرکتی را نمایش می‌دهند، اما برای بررسی معنادار بودن این روابط بالقوه یک مدل رگرسیون خطی ارائه می‌شود.




**نمودار ۳: پراکندگی نسبت صکوک به دارایی (SA) در برابر نسبت‌های حاکمیت شرکتی در شرکت‌های ناشر**

نمودار ۴، نمودار هیستوگرام SA را همراه با منحنی برآورد شده چگالی کرنل[1] ارائه می‌کند که نشان‌دهنده چولگی قابل توجه به سمت راست است و نیاز به برخی تبدیلات جهت متقارن کردن توزیع این متغیر را نشان می‌دهد. همچنین، آزمون نرمال بودن شاپیرو-ویک[2] فرض نرمال بودن را رد می‌کند ($p\text{-value}=2.1e^{-05}$). برای بررسی تبدیلات لازم برای SA از رویکرد پارامتریک تبدیل نمایی باکس-کاکس[3] استفاده می‌شود که جهت کاهش نابهنجاری‌هایی مانند عدم جمع‌پذیری،

1. kernel density
2. Shapiro-Wilk normality test
3. Box-Cox parametric power transformation

www.SID.ir

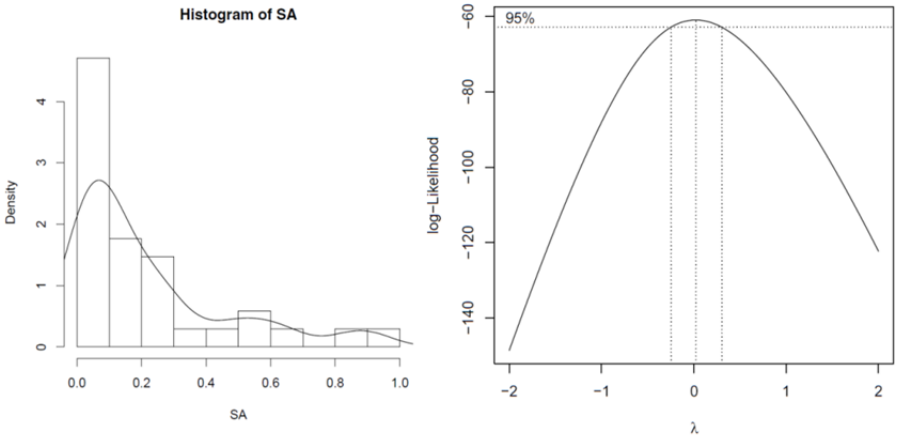
Archive of SID



نرمال نبودن و ناهمسانی واریانس توسط باکس و کاکس (۱۹۶۴) ارائه شده است. ایـن خـانواده از تبدیلات نمایی برای متغیر مثبت $Y_i$ به صورت زیر تعریف می‌شود:

$$Y_i^{(\lambda)} = \begin{cases} \dfrac{(Y_i^{\lambda}-1)}{\lambda} & if\ \lambda \neq 0 \\ log(Y_i) & if\ \lambda = 0 \end{cases}$$

که در آن $\lambda$ عددی است که پروفایل لگاریتمی درست‌نمایی $Y^{(\lambda)}$ را بیشینه می‌کنـد. نمـودار ۴ همچنین پروفایل لگاریتمی درست‌نمایی SA در برابر پارامتر تبدیل نمایی باکس-کـاکس ( $\lambda$ ) را نشان می‌دهد. با توجه به این نمودار، می‌توان تبدیلات لگاریتمی را برای SA انتخاب نمود؛ زیـرا فاصله اطمینان در حدود مقدار صفر متمرکز است.




**نمودار ۴: نمودار هیستوگرام متغیر SA و ترسیم پروفایل لگاریتمی درست‌نمایی آن در برابر تبدیل‌نمایی باکس-کاکس ( $\lambda$ )**

حال یک مدل رگرسیون خطی برای لگاریتم (SA) را بـه‌عنوان متغیـر وابسـته و مجموعـه‌ای از ویژگی‌های حاکمیت شرکتی به‌عنوان بردار متغیر مستقل در نظر گرفته می‌شود. با اسـتفاده از روش رگرسیون گام به گام،[1] مدل اولیه به مدلی تقلیل یافت که در جدول ۲ ارائه شده است. گفتنی اسـت که محاسبات با استفاده از نرم‌افزار R انجام شده است.

جدول ۲ نشان می‌دهد که همه متغیرهای حاکمیت شرکتی به استثنای متغیر نهادی اثر معنـادار و مثبتی بر نسبت صکوک به دارایـی دارنـد. بـا مقایسـه ایـن ضـرایب نتیجـه می‌شـود کـه در میـان متغیرهای مستقل، مالکیت درونی بزرگ‌ترین اثر را بر نسبت SA دارد و نسبت تعداد اعضای هیئت

1. Backward stepwise regression approach

www.SID.ir

Archive of SID



مدیره از این نظر در رتبه دوم قرار می‌گیرد. ازاین‌رو، در شرکت‌هایی که مالکیت متمرکزتری دارند یا نسبت تعداد اعضای هیئت مدیره به دارایی آنها بیشتر است، نسبت ارزش صکوک منتشره به کل دارایی‌های شرکت بالاتر خواهد بود.

**جدول ۲: نتایج برآورد پارامترها**

| پارامتر | ضریب | آماره t | احتمال (.pr) |
|---|---|---|---|
| جزء ثابت | -۵٫۱۵۴۱ | -۵٫۹۳۹ | ۱٫۶۵e-۰۶ |
| B/E | ۱٫۴۰۲۷ | ۴٫۰۳۲ | ۰٫۰۰۰۳۵ |
| Non-Exe | ۰٫۷۶۳۶ | ۱٫۴۰۵ | ۰٫۱۷۰۱۷ |
| Insider | ۲٫۵۱۱۱ | ۳٫۰۶۲ | ۰٫۰۰۴۶۱ |
| Multiple R-squared | | ۰٫۴۸۶۶ | |
| Adjusted R-squared | | ۰٫۴۳۵۲ | |
| F-statistic | | ۹۰۴۷۶ | |
| p-value | | ۰٫۰۰۰۱۴۶۵ | |

نتایج تجربی آنچه در مورد رابطه تئوریک بین انتشار صکوک و حاکمیت شرکتی بیان شد را به‌طور کامل تأیید می‌کند. در بخش گذشته این نتیجه به‌دست آمد که در مورد انواع صکوک و از دیدگاه تأمین مالی‌کننده و شرکت ناشر، انتظار می‌رود رابطه مثبتی بین صکوک و حاکمیت شرکتی وجود داشته باشد. نتایج مدل رگرسیون خطی برای شرکت‌های ناشر صکوک در ایران نیز نشان می‌دهد که کیفیت حاکمیت شرکتی یکی از عوامل مؤثر در انتشار اوراق صکوک است.

## ۵. جمع‌بندی و نتیجه‌گیری

مقاله‌های فراوانی به بررسی رابطه بین ساختار سرمایه شرکت‌ها با کیفیت حاکمیت شرکتی آنها پرداخته‌اند. این پژوهش‌ها نتایج متفاوتی را ارائه می‌دهند. برخی از آنها بر این باورند که شرکت‌های دارای حاکمیت شرکتی قوی در تأمین مالی مبتنی بر سرمایه موفق‌ترند؛ ازاین‌رو رابطه بین حاکمیت شرکتی و نسبت بدهی را منفی ارزیابی می‌کنند. درمقابل، برخی پژوهش‌ها نشان می‌دهند که شرکت‌های دارای حاکمیت شرکتی مناسب دسترسی بهتری به بازارهای بدهی دارند و ازاین‌رو رابطه مثبتی بین حاکمیت شرکتی و تأمین مالی مبتنی بر بدهی شناسایی می‌کنند. در این مقاله با بررسی استدلال‌های اصلی برای هر دو دیدگاه و با تمایز قائل شدن بین دیدگاه‌های شرکت ناشر و تأمین مالی‌کننده، یک جمع‌بندی تئوریک در این زمینه ارائه شد؛ درحالی‌که از منظر تأمین مالی‌کننده، در شرکت‌های دارای حاکمیت شرکتی قوی تأمین مالی مبتنی بر سرمایه نسبت به تأمین

www.SID.ir

Archive of SID



مالی مبتنی بر بدهی برتری دارد، از دیدگاه شرکت ناشر، شرکت‌های دارای حاکمیت شرکتی مناسب به تأمین مالی مبتنی بر بدهی تمایل بیشتری دارند.

در ادامه مقاله برای بررسی رابطه بین انتشار صکوک و حاکمیت شرکتی، ویژگی‌های انواع مختلف صکوک در نظر گرفته می‌شود. با توجه به اینکه صکوک مشارکت تقریباً مشابه تأمین مالی مبتنی بر سرمایه است، می‌توان از نظر تئوریک چنین نتیجه گرفت که اگرچه سرمایه‌گذاران علاقه‌مند به سرمایه‌گذاری در اوراق صکوک مشارکت شرکت‌های دارای حاکمیت شرکتی قوی هستند، اما از منظر شرکت، بین حاکمیت شرکتی و انتشار صکوک مشارکت یک رابطه منفی وجود دارد. البته برای صکوک مرابحه و اجاره شرایط متفاوت است. در این مقاله با استفاده از مبانی نظری نشان داده شد که هم در صکوک اجاره و هم در صکوک مرابحه، ریسک و بازدهی این ابزارها تا حدود زیادی به تصمیم‌های انتخاب دارایی پایه و رفتارهای مدیریتی شرکت وابسته است. ازاین‌رو از منظر تأمین مالی‌کننده رابطه مثبتی بین حاکمیت شرکتی و انتشار صکوک وجود دارد. به‌همین‌ترتیب از منظر شرکت ناشر، دارندگان صکوک تنها نرخ بازدهی ثابت خود را دریافت می‌کنند و ازاین‌رو انتظار است رابطه مثبتی بین تمایل برای انتشار صکوک مرابحه و اجاره و حاکمیت شرکتی وجود داشته باشد.

برای مشاهده رابطه بین حاکمیت شرکتی و انتشار صکوک، در یک مطالعه موردی، داده‌های انتشار صکوک در ایران از سال ۱۳۹۰ تا ۱۳۹۵ در نظر گرفته شد. نسبت صکوک به دارایی در شرکت‌های منتشرکننده به‌عنوان متغیر مستقل تعریف شد و برای تحلیل میزان و جهت اثرگذاری متغیرهای حاکمیت شرکتی بر آن یک مدل رگرسیونی ارائه گردید. با توجه به نتایج آزمون‌های نرمال بودن، برای متغیر نسبت صکوک به دارایی از تبدیل لگاریتمی استفاده شد. نتایج رگرسیون خطی پیش‌بینی بخش تئوریک مقاله را تأیید کرد و یک رابطه معنادار و مثبت میان صکوک و متغیرهای حاکمیت شرکتی تأیید شد. در میان پارامترهای حاکمیت شرکتی، تعداد اعضای هیئت مدیره و مالکیت درونی بیشترین تأثیر را بر انتشار صکوک در شرکت‌های ایران داشتند.

www.SID.ir

Archive of SID



## منابع


1. Al Nodel, A. and Hussainey, K., (2010), "Corporate Governance and Financing Decisions by Saudi Companies", *Journal of Modern Accounting and Auditing*; Vol.6, No.8, PP. 1-14.
2. Abdoli, M., Lashkary, M. and Dehghani, M., (2012), "Corporate Governance and Its Effect on the Corporate Financial Leverage", *J. Basic. Appl. Sci. Res.*, Vol. 2, No. 9, PP. 8552-8560.
3. Ariff, M., Iqbal, M. and Mohamad, S., (2014), *The Islamic Debt Market for SUKUK Securities: The Theory and Practice of Profit Sharing Investment (Foundations of Islamic Finance series)*, Edward Elgar Pub.
4. Box, G. and Cox, D., (1964), "An analysis of transformations (with discussion)", *Journal of the Royal Statistical Society B*, No. 26, PP. 211-252.
5. Chen, H., (2010), "Macroeconomic Conditions and the Puzzles of Credit Spreads and Capital Structure", *The Journal of Finance*, Vol, 65, No, 6, PP. 2171-2212.
6. Corsi, C. and Prencipe, A., (2015), "Corporate Governance and Capital Structure Interactions in New Technology-Based Firms. The Effects of Ownership Structure and Board of Directors on Firm's Leverage", *American International Journal of Contemporary Research*, Vol. 5 No. 5, PP. 118-128.
7. Elhaj, M., Muhamed, N. and Ramli, N., (2015), "The Influence of Corporate Governance, Financial Ratios, and Sukuk Structure on Sukuk Rating", *Procedia Economics and Finance*; No 31, PP. 62-74
8. Hafeez, M., (2013), "An Analysis of Corporate Governance in Islamic and Western Perspectives", *International Journal of Business, Economics and Law*, Vol. 2, No. 3, PP. 98-103.
9. Hasan, A. and Butt, S., (2009), "Impact of Ownership Structure and Corporate Governance on Capital Structure of Pakistani Listed Companies", *International Journal of Business and Management*, Vol. 4, No. 2, PP. 50-57.
10. Hasan, Z., (2009), "Corporate Governance: Western and Islamic Perspectives", *International Review of Business Research Papers*, Vol. 5, No. 1, PP. 277-293.
11. Ibrahim, K. and Haron, R., (2012), "The Impact of Sukuk on Corporate Financing: Malaysia Evidence", *Journal of Islamic Finance*, Vol. 1, No. 1, PP. 1-11.


www.SID.ir

Archive of SID



12. Iqbal, Z. and Mirakhor. A., (2004), "Stakeholders Model of Governance in Islamic Economic System", *Islamic Economic Studies*, Vol. 11, No. 2, PP. 43-63.
13. John, K. and Litov, L., (2009), "Corporate Governance and Financing Policy: New Evidence"; *4th Annual Conference on Empirical Legal Studies Paper*.
14. Keasey, K., Thompsons, S. and Wright, M., (1997), *Corporate Governance – Responsibilities, Risks and Remuneration*, John Wiley & Sons, New York.
15. Larbsh, M. (2015), "Islamic Perspective of Corporate Governance", *University Bulletin, University of Zawia*, No. 17, vol. 1, PP. 1-18.
16. Mallin, C. (2004), *Corporate Governance*, Oxford University Press, Oxford.
17. Mande, V., Park, Y. and Son, M., (2010), *Equity or Debt Financing: Does Good Corporate Governance Matter?*, California State University, Fullerton.
18. Miao, J., (2005), "Optimal Capital Structure and Industry Dynamics", *The Journal of Finance*, Vol. 60, No. 6, PP. 2621-2659.
19. Myers, S. and Majluf, N., (1984), "Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have", *Journal of Financial Economics*, Vol. 13, No. 2.
20. Moeinaddin, M., (2012), "The Relationship between Corporate Governance and Finance Patterns of the Listed Companies", *Interdisciplinary Journal of Contemporary Research in Business*; Vol. 4, No. 7, PP. 489-500.
21. Moeinadin, M., Dehghan H. and Mirbafghi, M., (2013), "Impact of Corporate Governance Mechanisms on the Financial Decisions and Cost of Equity of the Firms Listed on the Tehran Stock Exchange", *Interdisciplinary Journal of Contemporary Research in Business*, Vol. 5, No. 7, PP. 449-464.
22. Modigliani, F. and Miller, M., (1958), "The Cost of Capital, Corporation Finance, and the Theory of Investment", *American Economic Review*, Vol. 1, No.3, PP. 655-669.
23. Principles of Corporate Governance, (2015), *OECD Report to G20 Finance Ministers and Central Bank Governors*, G20/OECD.
24. Öztekin, Ö. and Flannery, M., (2012), "Institutional Determinants of Capital Structure Adjustment Speeds", *Journal of Financial Economics*, Vol. 103, No. 1, PP. 88-112.

www.SID.ir

Archive of SID



25. Ramly, Z., (2012), “Impact of corporate governance quality on the cost of equity capital in an emerging market: Evidence from Malaysian listed firms”, *African Journal of Business Management*, Vol. 6, No. 4, PP. 1733-1748.
26. Shahar, H., Ibrahim, Y. and Mohd, K., (2014), “Firms’ Issuing Choice between Islamic and Conventional debt: Does Corporate Governance Structure Matter?”, *Prosiding Perkem*, ke-9.
27. Shleifer, A. and Vishny, R., (1997), “A Survey of Corporate Governance”, *The journal of Finance*, Vol. LII, No. 2, PP. 737-783.
28. Yaseen, H. and Al-Amarneh, A., (2015), “Corporate Governance and the Financial Leverage: Evidence from Jordan”, *Research Journal of Finance and Accounting*, Vol.6, No.12, PP. 180–187.

www.SID.ir

Archive of SID



**پیوست ۱: صکوک منتشره در ایران طی سال‌های ۱۳۹۰ تا ۱۳۹۵**

**(شرکت مدیریت دارایی مرکزی ایران؛ http://sukuk.ir)**

| سال انتشار | منتشرکننده | نوع قرارداد | مبلغ | سررسید | صنعت |
|---|---|---|---|---|---|
| ۱۳۹۰ | شرکت جوپار | اجاره به شرط تملیک | ۴۱۵,۲۵۰ | ۴ ساله | حمل و نقل |
| ۱۳۹۰ | ماهان ۲ | اجاره به شرط تملیک | ۹۱۴,۲۵۰ | ۴ ساله | حمل و نقل |
| ۱۳۹۰ | سرمایه گذاری امید | اجاره به شرط تملیک | ۱,۰۸۷,۰۰۰ | ۴ ساله | بانکی و مالی |
| ۱۳۹۰ | بانک سامان | اجاره به شرط تملیک | ۱,۰۰۰,۰۰۰ | ۴ ساله | بانکی و مالی |
| ۱۳۹۱ | شرکت مپنا | اجاره به شرط تملیک | ۲,۰۰۰,۰۰۰ | ۴ ساله | نیروگاه |
| ۱۳۹۱ | شرکت لیزینگ جامع سینا | اجاره به شرط تملیک | ۱۰۰,۳۴۰ | ۴ ساله | بانکی و مالی |
| ۱۳۹۱ | گروه سرمایه گذاری مسکن | اجاره به شرط تملیک | ۲۳۸,۰۰۰ | ۴ ساله | بانکی و مالی |
| ۱۳۹۱ | شرکت صنعتی بوتان | مرابحه | ۳۰۱,۷۰۳ | ۲ ساله | سایر |
| ۱۳۹۲ | دانا پترورینگ کیش | اجاره به شرط تملیک | ۷۷۵,۰۰۰ | ۴ ساله | نفت و گاز |
| ۱۳۹۲ | رایتل | اجاره به شرط تملیک | ۳,۰۰۰,۰۰۰ | ۴ ساله | فناوری اطلاعات |
| ۱۳۹۲ | سپهر صادرات | اجاره به شرط تملیک | ۴۰۰,۰۰۰ | ۲٫۵ ساله | بانکی و مالی |
| ۱۳۹۲ | مپنا ۲ | اجاره به شرط تملیک | ۱,۹۷۰,۰۰۰ | ۴ ساله | نیروگاه |
| ۱۳۹۲ | شرکت چادرملو | اجاره به شرط تملیک | ۱,۵۰۰,۰۰۰ | ۴ ساله | آهن وفولاد |
| ۱۳۹۲ | نفت پارس | اجاره به شرط تملیک | ۱,۰۴۰,۰۰۰ | ۴ ساله | نفت و گاز |
| ۱۳۹۲ | لیزینگ رایان سایپا | اجاره به شرط تملیک | ۲۲۷,۸۹۲ | ۴ ساله | بانکی و مالی |
| ۱۳۹۲ | شرکت گلوکوزان | مرابحه | ۲۰۰,۰۰۰ | ۲ ساله | سایر |
| ۱۳۹۳ | شرکت رایتل ۲ | اجاره به شرط تملیک | ۳,۰۰۰,۷۰۵ | ۴ ساله | فناوری اطلاعات |
| ۱۳۹۳ | شرکت پترو امید آسیا | اجاره به شرط تملیک | ۵۲۹,۱۸۴ | ۴ ساله | نفت و گاز |
| ۱۳۹۳ | فولاد کاوه جنوب کیش | اجاره به شرط تملیک | ۲,۰۰۰,۰۰۰ | ۴ ساله | آهن وفولاد |
| ۱۳۹۳ | کاشی و سنگ پرسپولیس یزد | اجاره به شرط تملیک | ۳۰۹,۹۲۰ | ۴ ساله | سایر |
| ۱۳۹۳ | شرکت بوتان | اجاره به شرط تملیک | ۹۲۸,۶۰۷ | ۴ ساله | سایر |
| ۱۳۹۳ | شرکت قائد بصیر | اجاره به شرط تملیک | ۷۰۳,۶۶۰ | ۴ ساله | نفت و گاز |
| ۱۳۹۳ | شرکت تولیدی موتور، گیربکس و اکسل سایپا | مرابحه | ۱,۰۰۰,۰۰۰ | ۲ ساله | خودرو |
| ۱۳۹۴ | دولت | اجاره | ۵,۰۰۰,۰۰۰ | ۴ ساله | دولت |
| ۱۳۹۴ | شرکت مخابرات ایران | اجاره به شرط تملیک | ۴,۵۰۰,۰۰۰ | ۴ ساله | فناوری اطلاعات |
| ۱۳۹۴ | شرکت دانا پترورینگ کیش | اجاره به شرط تملیک | ۶۵۰,۰۰۰ | ۴ ساله | نفت و گاز |
| ۱۳۹۴ | شرکت صنعتی و معدنی توسعهٔ ملی | سفارش ساخت | ۱,۶۲۹,۳۱۴ | ۳ ساله | آهن وفولاد |
| ۱۳۹۵ | وزارت علوم | اجاره | ۴,۰۰۰,۰۰۰ | ۴ ساله | دولت |
| ۱۳۹۵ | وزارت امور اقتصادی و دارایی | اجاره | ۲۰,۰۰۰,۰۰۰ | ۴ ساله | دولت |
| ۱۳۹۵ | لوتوس پارسیان | اجاره | ۴۸۰,۰۰۰ | ۴ ساله | بانکی و مالی |
| ۱۳۹۵ | ماهان ۳ | اجاره | ۲,۱۰۰,۰۰۰ | ۴ ساله | حمل و نقل |
| ۱۳۹۵ | رایتل ۳ | اجاره به شرط تملیک | ۲,۰۰۰,۰۰۰ | ۴ ساله | فناوری اطلاعات |
| ۱۳۹۵ | جوپار ۲ | اجاره به شرط تملیک | ۵۱۸,۵۰۰ | ۴ ساله | حمل و نقل |

www.SID.ir

Archive of SID



| سال انتشار | منتشرکننده | نوع قرارداد | مبلغ | سررسید | صنعت |
|---|---|---|---|---|---|
| ۱۳۹۵ | بانک مسکن | رهنی | ۳,۰۰۰,۰۰۰ | ۲ ساله | بانکی و مالی |
| ۱۳۹۵ | بنا گستر کرانه | مرابحه | ۵۰۰,۰۰۰ | ۴ ساله | نفت و گاز |
| ۱۳۹۵ | وزارت تعاون، کار و رفاه اجتماعی | مرابحه | ۱۰,۰۰۰,۰۰۰ | ۴ ساله | دولت |
| ۱۳۹۵ | سایپا | مرابحه | ۵,۰۰۰,۰۰۰ | ۴ ساله | خودرو |
| ۱۳۹۵ | شرکت مادر تخصصی بازرگانی دولتی ایران | مرابحه | ۱۰,۰۰۰ | ۲ ساله | دولت |
| ۱۳۹۵ | فولاد مبارکه اصفهان | مرابحه | ۱,۰۰۰,۰۰۰ | ۲ ساله | آهن وفولاد |
| ۱۳۹۵ | سیمان شرق | مرابحه | ۶۴,۰۰۰ | ۴ ساله | سایر |

www.SID.ir