

## کدام بنگاههای اقتصادی از تأمین مالی اسلامی استفاده

### می کنند؟<sup>۱</sup>

داود جعفری سرشت<sup>۲</sup>

زهرا علیزاده بکان<sup>۳</sup>

تاریخ دریافت: ۱۳۹۶/۰۹/۰۷ تاریخ پذیرش: ۱۳۹۷/۰۲/۰۴

#### چکیده

این تحقیق میزان استفاده از ابزارهای تأمین مالی اسلامی توسط بنگاههای غیرمالی را مورد بررسی قرار می‌دهد. براساس داده‌های تابلویی مربوط به شرکت‌هایی از چهارده کشور در حال توسعه در دوره زمانی ۲۰۰۵ تا ۲۰۰۹ ما دریافتیم که تأمین مالی اسلامی سهم قابل توجهی از ساختار سرمایه این شرکت‌ها را تشکیل می‌دهد. همچنین، شرکت‌های با سودآوری پایین، تمایل بیشتری به استفاده از بدهی نسبت به حقوق صاحبان سهام نشان می‌دهند که در این رابطه استفاده از ابزارهای تأمین مالی اسلامی نیز بر ابزارهای بدهی متعارف و سنتی ترجیح داده می‌شود. به علاوه، یافته‌های پژوهش بیانگر این است که تأمین مالی اسلامی برای شرکت‌های با سودآوری پایین، بسیار سودمند است که این نتیجه با چشم‌انداز هزینه نمایندگی سازگاری دارد.

**کلمات کلیدی:** تأمین مالی اسلامی، ساختار سرمایه، هزینه‌های نمایندگی

**طبقه‌بندی JEL:** C33 ، G32 ، Z12

۱. این مقاله برگردان مقاله‌ای انگلیسی با مشخصات زیر است:

Marizah Minhat & Nazam Dzolkarnaini (2017), "Which Firms Use Islamic Financing?", Economics Letters.

djafariseresht@yahoo.com

۲. عضو هیأت علمی گروه اقتصاد، دانشگاه بوعلی سینا، همدان، ایران

zahraalz414.za@gmail.com

۳. دانشجوی اقتصاد دانشگاه بوعلی سینا، همدان، ایران

## مقدمه

مطالعات در باره تأمین مالی شرکتی<sup>۱</sup> از زمان آرایه فرضیه بی ارتباط بودن ساختار سرمایه توسط مودیلیانی و میلر<sup>۲</sup> در سال ۱۹۵۹ رونق گرفت. پیشرفت‌های قابل توجهی در راستای شناخت عوامل تعیین کننده و مؤثر بر انتخاب شیوه تأمین مالی صورت گرفته که شواهد تجربی گسترده‌ای را فراهم کرده است و براساس آن انواع نظریه‌های مربوط به ساختار سرمایه از قبیل: نظریه نمایندگی<sup>۳</sup> (Jensen, 1968)، نظریه موازنه<sup>۴</sup> و نظریه سلسله مراتبی<sup>۵</sup> (Shyam-Sunder and Myers, 1999) آرایه و آزمون شده است. در واقع این نظریه‌ها در تلاش برای توضیح و تبیین عواملی بودند که می‌توانستند به‌طور موجه بر به‌کارگیری وجوه داخلی (مانند سودها) و استفاده از منابع خارجی (از قبیل بدهی و حقوق صاحبان سهام) در تأمین مالی شرکت‌ها اثرگذار باشند. با وجود این، فهم و دانش ما را در خصوص تصمیمات تأمین مالی شرکتی، به ویژه در ارتباط با به‌کارگیری ابزارهای مالی اسلامی<sup>۶</sup>، همچنان ناقص و ناکامی است. در ادبیات تأمین مالی شرکتی به وضوح یک خلاء عمده وجود دارد زیرا در حال حاضر قادر به توضیح منطق اقتصادی دلایل استفاده شرکت‌ها از ابزارهای مالی اسلامی جهت تأمین مالی فعالیت‌های خود نمی‌باشد. این خلاء باید با در نظر گرفتن این واقعیت برطرف گردد که صنعت تأمین مالی اسلامی<sup>۷</sup> حتی در طول رکود اقتصادی اخیر، معلق و بلا تکلیف باقی مانده است (Financial Times, 12 may 2011). مطالعه حاضر درصدد پر کردن این خلاء صورت گرفته است. ما حدس می‌زنیم که دین تنها عاملی نیست که تصمیم به استفاده از ابزارهای مالی اسلامی در تأمین مالی شرکتی را تحت تأثیر قرار می‌دهد و منطق اقتصادی احتمالی را برای این رفتار مالی آرایه می‌دهیم. بینشی که در مطالعه حاضر آرایه می‌شود مبنا و بستر مهمی را برای تحقیقات آتی در زمینه تأمین مالی شرکتی فراهم می‌سازد.

به لحاظ نظری، با توجه به ممنوعیت بهره روی وام‌ها و ترویج سهام شدن در سود و زیان، ابزارهای مالی اسلامی باید از ویژگی‌هایی برخوردار باشند که آن‌ها را از ابزارهای تأمین مالی متعارف قابل تشخیص و متمایز سازد (Ayub, 2007). ماهیت متمایز تأمین مالی اسلامی به این پرسش استناد می‌کند که آیا تصمیم به استفاده از ابزارهای مالی اسلامی تحت تأثیر همان مجموعه عواملی قرار می‌گیرد که بر استفاده از ابزارهای سنتی و متعارف تأثیرگذار هستند. برای پاسخ به این

1. Corporate Financing
2. Modigliani and Miller
3. Agency Theory
4. Trade-off Theory
5. Pecking Order Theory
6. Islamic Financing Instruments (IFIs)
7. Islamic Finance Industry

پرسش، میزان تأثیر عوامل خاص مربوط به شرکت از جمله سودآوری، فرصت‌های رشد، وثیقه‌ها، اندازه<sup>۱</sup> و نقدینگی<sup>۲</sup> بر روی استفاده از ابزارهای مالی اسلامی توسط شرکت‌ها مورد آزمون قرار گرفت. در این مرحله از مطالعه، نخست دریافتیم که تأمین مالی اسلامی بخش قابل توجهی از ساختار سرمایه شرکت‌های استفاده کننده از ابزارهای مالی اسلامی را تشکیل می‌دهد. دوم این‌که، شرکت‌های با سودآوری کمتر و شرکت‌های برخوردار از فرصت‌های رشد بیشتر، برحسب معیار اهرم (نسبت بدهی بلند مدت به حقوق صاحبان سهام)، از بدهی بیشتری برای تأمین مالی استفاده کرده‌اند که این نتیجه با تئوری سلسله مراتبی سازگار است. چنین نتیجه‌ای به این نکته اشاره می‌کند که دلیل استفاده بیشتر از بدهی در مقایسه با حقوق صاحبان سهام توسط شرکت‌ها، به مواردی مانند بالا بودن اطلاعات نامتقارن برمی‌گردد که با معیارهایی از جمله فرصت‌های رشد و کمبود وجوه داخلی (برای مثال: سودآوری) نشان داده می‌شود. سوم این‌که، سودآوری به‌طور قابل ملاحظه‌ای با تصمیم به استفاده از تأمین مالی اسلامی در ارتباط است که در آن شرکت‌های با سودآوری کمتر، به جای وام‌های متعارف عمدتاً ابزارهای مالی اسلامی را در ساختار سرمایه خود به کار می‌گیرند. تأمین مالی اسلامی به جهت وجود انتخاب نامساعد<sup>۳</sup> در بین تأمین‌کنندگان منابع مالی اسلامی<sup>۴</sup>، شرکت‌های با سودآوری پایین را به سمت خود جذب می‌کند که می‌تواند موجب کاهش هزینه‌های نمایندگی تأمین مالی به منظور بقا در دنیای محدود سرمایه‌گذاری آنان گردد (Aggarwal and Yousef, 2000; Godlewski et al., 2013).

#### ۱. نمونه و داده‌ها

نمونه مورد مطالعه شرکت‌های بزرگی از چهارده کشور در حال توسعه را در برمی‌گیرد که حضور چشمگیری در بانک‌های اسلامی دارند. این کشورها عبارتند از بحرین، بنگلادش، مصر، اندونزی، اردن، کویت، مالزی، موریتانی، پاکستان، قطر، عربستان سعودی، تونس، امارات متحده عربی و فلسطین. این احتمال وجود دارد که شرکت‌های سهامی در کشورهای یاد شده به دلیل وجود تقاضا برای سرمایه‌گذاری روی ابزارهای مالی اسلامی که توسط تأمین‌کنندگان منابع مالی اسلامی در آن‌جا ایجاد شده است، انگیزه بالایی در استفاده از تأمین مالی اسلامی داشته باشند. داده‌های مربوط به ابزارهای مالی اسلامی از گزارش‌های سالانه شرکت‌ها در قالب داده‌های تابلویی<sup>۵</sup> برای

1. Size
2. Liquidity
3. Adverse Selection
4. Islamic Financiers
5. Panel Data

دوره زمانی ۲۰۰۵ تا ۲۰۰۹ در خصوص بنگاه‌های غیرمالی<sup>۱</sup> گردآوری شده است. شرکت‌های منتخب جزء بیست شرکت برتر تشکیل دهنده شاخص اصلی بازار سهام هر کشور بودند که البته شرکت‌های فعال در حوزه مالی و سرمایه‌گذاری در این نمونه قرار نمی‌گرفتند. همان‌طور که در جدول شماره ۱ نشان داده شده، گزارش‌های سالیانه برای ۱۲۹ شرکت در دسترس بوده است. در ۵۷ درصد (یعنی ۸ مورد از ۱۴) از کشورهای مورد مطالعه شامل عربستان سعودی، مالزی، امارات متحده عربی، پاکستان، اندونزی، قطر، کویت و مصر، ابزارهای مالی اسلامی توسط شرکت‌ها مورد استفاده قرار گرفته است.

**جدول (۱) توزیع نمونه بر حسب کشور، در دسترس بودن داده، و استفاده از ابزارهای مالی اسلامی طی دوره**

زمانی ۲۰۰۵-۲۰۰۹

ردیف	نام کشور	تعداد شرکتهایی که گزارش سالانه آنها در دسترس بود	تعداد شرکتهای دارای ابزارهای مالی اسلامی	درصد شرکتهای دارای IFIs به کل شرکتهای هر کشور
۱	بحرین	۳	۰	۰
۲	بنگلادش	۹	۰	۰
۳	مصر	۹	۱	۱۱
۴	اندونزی	۱۶	۴	۲۵
۵	اردن	۳	۰	۰
۶	کویت	۹	۲	۲۲
۷	مالزی	۲۰	۱۳	۶۵
۸	موریتانی	۹	۰	۰
۹	پاکستان	۱۴	۴	۲۹
۱۰	فلسطین	۲	۰	۰
۱۱	قطر	۱۶	۴	۲۵
۱۲	عربستان سعودی	۶	۴	۶۷
۱۳	تونس	۱	۰	۰
۱۴	امارات متحده عربی	۱۲	۴	۳۳
	جمع	۱۲۹	۳۶	۲۸

ترجیح شرکت‌ها به استفاده از بدهی به جای حقوق صاحبان سهام جهت تأمین مالی فعالیت‌های عملیاتی خود بر حسب "نسبت ارزش دفتری بدهی‌های بلند مدت به جمع کل حقوق صاحبان سهام" اندازه‌گیری شده است (de Jong et al., 2008). هنگام بررسی و آزمون تأثیر متغیرهای خاص شرکت بر روی ترجیح استفاده از بدهی به جای حقوق صاحبان سهام، این نسبت اهرمی به عنوان متغیر وابسته در نظر گرفته شده است. برای مطالعه عوامل اثرگذار بر تأمین مالی

#### 1. Non-financial Firms

اسلامی در بین شرکت‌ها، "نسبت حجم ابزارهای مالی اسلامی بلند مدت<sup>۱</sup> به کل بدهی‌های بلند مدت" به عنوان متغیر وابسته مورد استفاده قرار گرفت. این نسبت بیانگر میزان ترجیح شرکت‌ها به استفاده از ابزارهای تأمین مالی اسلامی در مقایسه با ابزارهای متداول بدهی، جهت تأمین مالی فعالیت‌ها می‌باشد. سودآوری بر حسب "عایدات قبل از کسر بهره، مالیات، استهلاک دارایی‌های ثابت مشهود و نامشهود<sup>۲</sup> تقسیم بر کل دارایی‌ها" اندازه‌گیری شده است (Bevan and Danbolt, 2004). به طور معمول، نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری هر شرکت به عنوان متغیری برای اندازه‌گیری فرصت‌های رشد شرکت مورد استفاده قرار می‌گیرد که به صورت "نسبت ارزش بازار سهام به ارزش دفتری کل سهام شرکت" تعریف می‌شود. این متغیر حاوی بالاترین محتوای اطلاعاتی در خصوص فرصت‌های سرمایه‌گذاری شرکت می‌باشد (Adam and Goyal, 2008). مشهود بودن به صورت "نسبت خالص دارایی‌های ثابت مشهود<sup>۳</sup> (دارایی‌های ثابت پس از کسر استهلاک انباشته) به ارزش دفتری کل دارایی‌های شرکت" تعریف می‌شود. این نسبت سطح وثیقه‌های شرکت را اندازه‌گیری می‌کند. نقدینگی همان نسبت جاری<sup>۴</sup> شرکت است که از طریق تقسیم دارایی‌های جاری بر بدهی‌های جاری، اندازه‌گیری می‌شود. اندازه شرکت نیز از طریق محاسبه لگاریتم طبیعی جمع کل فروش‌های شرکت به دست می‌آید. آمارهای توصیفی متغیرهای مورد استفاده در این مطالعه، در جدول شماره ۲ منعکس شده است.

جدول ۲) آمار توصیفی متغیرها

متغیرها	میانگین	میانه	انحراف معیار	کمینه	بیشینه	چولگی	کشیدگی
<b>متغیرهای اهرمی:</b>							
نسبت بدهی بلند مدت به حقوق صاحبان سهام	۰/۸۵	۰/۶۲	۰/۹۲	۰	۵/۷۲	۲/۴۰	۱۰/۷۰
نسبت ابزارهای تأمین مالی اسلامی بلند مدت به جمع حقوق صاحبان سهام	۰/۲۸	۰/۱۰	۰/۴۱	۰	۱/۶۱	۲/۰۰	۵/۹۱
نسبت ابزارهای تأمین مالی اسلامی بلند مدت به کل بدهی‌های بلند مدت	۰/۴۶	۰/۲۷	۱/۱۹	۰	۱/۰۰	۸/۷۴	۸۲/۴۳
<b>متغیرهای توضیحی:</b>							
سودآوری	۰/۱۲	۰/۱۱	۰/۰۸	-۰/۱۵	۰/۳۳	-۰/۲۱	۴/۵۵
نقدینگی	۱/۷۶	۱/۵۴	۰/۹۴	۰/۱۷	۵/۵۸	۱/۴۲	۵/۷۲
فرصت‌های رشد	۲/۲۴	۱/۹۶	۱/۵۴	۰/۲۴	۸/۴۷	۱/۷۴	۶/۷۷
وثایق	۰/۴۱	۰/۴۷	۰/۲۵	۰/۰۱	۰/۹۰	-۰/۲۲	۱/۹۶
اندازه (برحسب فروش)	۲۰/۳۶	۲۰/۳۲	۱/۷۴	۱۴/۹۲	۲۴/۴۲	-۰/۳۳	۳/۹۸

1. Long-term IFIs
2. Depreciation and Amortisation
3. Tangible Fixed Assets
4. Current Ratio

همان‌طور که اطلاعات جدول ۲ نشان می‌دهد میانگین اهرم شرکت‌ها (نسبت بدهی بلند مدت به حقوق صاحبان سهام) معادل ۸۵ درصد و به طرز عجیبی بالا می‌باشد. در مقایسه، وجود ابزارهای مالی اسلامی در ساختار سرمایه شرکت‌های استفاده کننده از این ابزارها، قابل توجه و به‌طور متوسط معادل ۲۸ درصد کل حقوق صاحبان سهام آن‌هاست. نسبت اهرمی مربوط به نسبت به‌کارگیری ابزارهای مالی اسلامی بلند مدت به کل بدهی‌های بلند مدت حتی از این فراتر رفته و معادل ۴۶ درصد می‌باشد.

## ۲. تحلیل تجربی و نتایج

به منظور بررسی و آزمون عوامل تعیین کننده استفاده از بدهی‌های متعارف و ابزارهای مالی اسلامی توسط شرکت‌ها، مدل‌های رگرسیونی پنل نامتوازن مورد استفاده قرار گرفت. بیوان و دانبولت (۲۰۰۴) چنین استدلال می‌کنند که شواهد تجربی در مورد عوامل مؤثر بر ساختار سرمایه که بر مبنای رگرسیون‌های مقطعی تجمعی استوارند به واسطه عدم توانایی آن‌ها در کنترل بر روی عدم تجانس متغیر زمان و ویژگی‌های خاص شرکت، احتمالاً جهت‌دار هستند. برای شناسایی روش تخمین مناسب برای هر معیار سیاست مالی، یک آزمون تشخیص معمولی هاسمن به منظور تخمین پنل اثرات تصادفی در مقابل اثرات ثابت به کار گرفته شد.

### جدول ۳) نتایج داده‌های تابلویی مربوط به عوامل مؤثر بر استفاده از بدهی و ابزارهای

#### مالی اسلامی

Explanatory Variables	Long-term debt/equity		Long-term IFIs/ Long-term debt	
	(1) Fixed effects	(2) Random effects	(3) Fixed effects	(4) Random effects
Profitability	-2.19** (-1.97)	-2.43** (-2.40)	-6.35** (-2.30)	-6.30*** (-3.73)
Growth opportunities	0.17*** (3.05)	0.18*** (3.49)	-0.11 (-0.78)	0.05 (0.60)
Collateral	0.04 (0.05)	0.56 (1.12)	-0.08 (-0.04)	0.32 (0.70)
Size	0.44* (2.69)	0.10 (1.35)	0.09 (0.22)	-0.01 (-0.03)
Liquidity	0.07 (0.57)	-0.05 (-0.49)	-0.41 (-1.26)	-0.16 (-1.31)
Constant	-8.30 (-2.48)	-1.50 (-1.00)	0.39 (0.05)	1.27 (0.91)
Joint test statistic (regression)	3.03**	17.06***	2.82**	21.32***
Corr ( $\mu_i, x$ )	-0.63	0.00	-0.39	0.00
F -statistic (all $\mu_i = 0$ )	7.98***	-	0.76	-
Hausman test FE vs. RE ( $\chi^2$ )	21.95***	-	4.17	-
R <sup>2</sup> within	0.20	0.13	0.19	0.15
R <sup>2</sup> between	0.02	0.25	0.13	0.26
R <sup>2</sup> overall	0.01	0.15	0.14	0.19

t-statistics in parentheses for fixed effects and z-statistics in parentheses for random effects model. Joint test statistic for fixed effects is the F-statistic. Joint test statistic for random effects model is the Wald  $\chi^2$ .  
 \*\* Indicate statistical significance at 5% level, (2-tail test).  
 \*\*\* Indicate statistical significance at 1% level, (2-tail test)

ستون‌های اول و دوم از جدول شماره ۳ نتایج مربوط به عوامل مؤثر بر به‌کارگیری بدهی‌های متعارف را گزارش می‌کند که در آن یک نسبت اهرمی به عنوان متغیر وابسته مورد استفاده قرار گرفته است. ضرایب سودآوری در هر دو مدل رگرسیونی مختلف، منفی و معنی‌دار هستند که با پیش‌بینی نظریه سلسله مراتبی سازگار است (Myers and majluf, 1984). کمبود وجوه و منابع داخلی (برای مثال: سودآوری) می‌تواند نشانه‌ای از عدم اطمینان بزرگتر در خصوص چشم‌انداز انحلال یا ورشکستگی شرکت باشد از این‌رو، به احتمال زیاد هزینه‌های نمایندگی را برای حقوق صاحبان سهام افزایش می‌دهد. بنابراین، با هدف به حداقل رساندن هزینه‌های نمایندگی تأمین مالی، استفاده از بدهی ترجیح داده می‌شود. همچنین، به‌کارگیری بدهی جهت تأمین مالی از سوی شرکت‌های دارای فرصت‌های رشد بالا که از عدم تقارن اطلاعاتی بیشتر در مورد جریان‌های نقدی آتی رنج می‌برند، ترجیح داده می‌شود. این مبحث با نتایج مشاهده شده در خصوص رابطه مثبت معنادار بین اهرم و فرصت‌های رشد، مطابقت دارد.

ستون‌های سوم و چهارم جدول شماره ۳ اهمیت و معنی‌داری تأثیر سودآوری بر تصمیم شرکت به استفاده از تأمین مالی اسلامی را نشان می‌دهد. هر دوی اثرات ثابت<sup>۱</sup> و اثرات تصادفی<sup>۲</sup> نتایج منطقی و هماهنگی را آشکار می‌سازند مبنی بر این که سودآوری بر تصمیم به استفاده از تأمین مالی اسلامی تأثیر می‌گذارد. رابطه منفی بین تأمین مالی اسلامی و سودآوری نشان می‌دهد که شرکت‌های با سودآوری کمتر، تمایل بیشتری به داشتن سهم بزرگتری از ابزارهای مالی اسلامی در ساختار سرمایه خود دارند.

### نتیجه‌گیری

رجحان ابزارهای تأمین مالی اسلامی بر بدهی‌های متعارف در میان شرکت‌های با سودآوری کمتر، با این مفهوم سازگار است که ابزارهای مالی اسلامی منابع ارزان‌تری را برای تأمین مالی جذب می‌کنند زیرا به واسطه محدودیت بازارهای مالی اسلامی<sup>۳</sup> در زمینه قرض دادن یا سرمایه‌گذاری تنها منطبق با احکام شریعت، همواره تقاضای آماده در بازار وجود دارد (گادلوسکی<sup>۴</sup> و همکاران، ۲۰۱۳). گادلوسکی و همکاران (۲۰۱۳) استدلال می‌کنند که شرکت‌های با سودآوری کمتر احتمالاً تأمین مالی اسلامی را نسبت به تأمین مالی از طریق بدهی‌های متعارف اولویت می‌دهند از آن جهت که اولی می‌تواند به عنوان شکل تأمین مالی در دسترس‌تر و با صرفه‌تر

- 1.Fixed - effects
- 2.Random - effects
- 3.Islamic Financial Markets
- 4.Godlewski

دیده شود که از هزینه نمایندگی پایین‌تر تأمین مالی با وجود تقاضای بالا برای ابزارهای مالی اسلامی از طرف فراهم‌کنندگان غیر متنوع منابع مالی اسلامی، برخوردار است. همچنین، تأمین مالی بنگاه‌های با سودآوری پایین، می‌تواند دومین راه حل مناسب برای تأمین‌کنندگان منابع مالی اسلامی باشد که همواره نیازمند توجیه حضور و عملیات خود در زمینه سرمایه‌گذاری‌های متوالی در ابزارهای مالی اسلامی هستند. در حالی که تأمین‌کنندگان منابع مالی متعارف به‌طور معمول شرکت‌های با سودآوری پایین را نمی‌پذیرند، تأمین‌کنندگان منابع مالی اسلامی که در معرض مشکلات انتخاب نامناسب<sup>۱</sup> قرار دارند احتمالاً به چنین شرکت‌هایی قرض می‌دهند.

---

1. Adverse Selection