

## تبیین مدل تأمین مالی پروژه‌های عمرانی دانشگاه آزاد اسلامی توسط ابزارهای نوین تأمین مالی

نوع مقاله: پژوهشی

مریم قیصران پور<sup>۱</sup>

عبدالکریم مقدم<sup>۲</sup>

احمد پیفه<sup>۳</sup>

تاریخ پذیرش: ۱۴۰۰/۰۹/۰۳

تاریخ دریافت: ۱۴۰۰/۰۷/۲۰

### چکیده

وجود ابزارهای مالی گوناگون در بازار اوراق بهادار، انگیزش و مشارکت بیشتر مردم را در تأمین منابع مالی فعالیت‌های اقتصادی درازمدت به همراه می‌آورد. روش‌های متفاوتی برای تأمین مالی فعالیت‌های تجاری وجود دارد که سازمان‌های مختلف می‌توانند از آنها برای تأمین مالی استفاده نمایند. از این رو هدف پژوهش حاضر بررسی ابزارهای نوین تأمین مالی و راه‌کارهای اجرایی نمودن آن در پروژه‌های عمرانی دانشگاه آزاد اسلامی می‌باشد. جامعه آماری کلیه کارکنان حوزه ستادی، مدیریت امور مالی، مدیریت امور اعتباری، اداره سرمایه‌گذاری، مدیران و معاونین دانشگاه آزاد اسلامی می‌باشند که در قلمرو زمانی پژوهش سال ۱۳۹۹ به روش احتمالی انجام و ۱۴۵ نفر برآورد شد. در راستای جمع‌آوری داده‌ها از ابزار پرسشنامه بهره گرفته شد که روایی صوری مورد و پایایی ۹۳/۹٪ تأیید و از طریق دو نرم‌افزار SPSS و PLS مورد تجزیه و تحلیل قرار گرفت. با توجه به نظرات خبرگان، نتایج رتبه و اهمیت درباره ابزارهای نوین تأمین مالی به ترتیب اوراق مشارکت، ابزار مشتقه، قرارداد آتی، صکوک، اوراق رهنی و گواهی سپرده و همچنین بررسی نتایج حاصل از مدل ساختاری صکوک بالاترین اثر مستقیم و قرارداد آتی دارای کمترین اثر بر تأمین مالی پروژه‌های عمرانی

<sup>۱</sup> دانشجوی دکتری گروه حسابداری، واحد زاهدان، دانشگاه آزاد اسلامی، ایران.

mghesaran@yahoo.com

<sup>۲</sup> دانشیار گروه حسابداری، دانشگاه پیام نور، گرمسار، ایران (نویسنده مسئول)

A\_moghad@pnu.ac.ir

<sup>۳</sup> استادیار گروه حسابداری، دانشگاه سیستان و بلوچستان، سیستان و بلوچستان، ایران.

pifeh@acc.usb.ac.ir

دانشگاه آزاد اسلامی می‌باشد. نتایج فرضیه‌های تحقیق حاکی از تأثیر و نقش بسزای اوراق مشارکت، ابزار مشتقه، قرارداد آتی، صکوک، اوراق رهنی و گواهی سپرده در پروژه‌های عمرانی دانشگاه آزاد اسلامی دارد.

**کلمات کلیدی:** ابزارهای نوین تأمین مالی، راه‌کارهای اجرایی نمودن، پروژه‌های عمرانی، دانشگاه آزاد اسلامی.

**طبقه‌بندی JEL:** H10 , G0, G32, B26

## مقدمه

یکی از نکات مهم مورد توجه مدیران مالی بنگاه‌های اقتصادی، شیوه‌ها و میزان تأمین مالی است. پیشرفت در صنعت هر کشور و رشد تولیدات، مستلزم برنامه‌های سرمایه‌گذاری کوتاه‌مدت، میان‌مدت و بلندمدت است و از طریق آن پشتوانه‌ی عظیمی در اقتصاد هر کشور به دست می‌آید. منابع تأمین مالی این سرمایه‌گذاری‌ها از طریق سود انباشته، فروش سهام جدید، تسهیلات بانکی یا به‌وسیله‌ی ترکیبی از این منابع قابل تأمین است (هیبتی و همکاران، ۱۳۹۱: ۱۳۴). یکی از اهداف مهم مدیریت مالی حداکثر نمودن ثروت سهامداران است. به این منظور، هدف مدیران مالی یافتن راه‌های تأمین منابع مالی برای رسیدن به این هدف است. وظایف اصلی مدیریت مالی، تصمیم‌گیری در ارتباط با تأمین مالی، سرمایه‌گذاری و تقسیم سود است. شرکت‌ها در تصمیمات تأمین مالی، با دو منبع تأمین مالی داخلی و تأمین مالی خارجی روبه‌رو هستند. منابع مالی داخلی، شامل جریان‌های وجوه نقد حاصل از فعالیت‌های عملیاتی، فروش دارایی‌ها و سود انباشته و منابع مالی خارجی در برگیرنده وجوه تحصیل شده از طریق بازار مالی مانند، انتشار اوراق مشارکت، صدور سهام جدید و دریافت تسهیلات مالی از بانک هستند. مدیران باید تصمیم بگیرند وجوه مورد نیاز خود را چگونه تأمین کنند و منابع مالی در دسترس را چگونه مصرف کنند. آنها می‌توانند این منابع مالی را صرف پرداخت سود به سهامداران، اجرای پروژه‌های سرمایه‌گذاری سودآور، تسویه بدهی‌های موعود رسیده و افزایش سرمایه در گردش کنند (فرانک و گویال<sup>۱</sup>، ۲۰۰۹: ۲). تأمین مالی شرکت‌ها و ساختار بدهی اعم از نوع بدهی و سررسید بدهی شرکت‌ها یکی از چالش‌برانگیزترین مباحث در حوزه بازارهای تأمین سرمایه است. ساختار سررسید بدهی به عنوان مهم‌ترین پارامتر مؤثر بر ارزش شرکت‌ها و برای جهت‌گیری آنها در بازارهای سرمایه مطرح گردیده است. تصمیم‌گیری در مورد ساختار بدهی به معنی تأمین مالی شرکت، همچون سایر تصمیم‌های مدیران بر ارزش شرکت اثرگذار است. مدیران به‌عنوان نمایندگان صاحبان سهام، ترکیب ساختار بدهی شرکت را به‌گونه‌ای تنظیم می‌کنند تا در روند افزایش ارزش شرکت که همانا افزایش ثروت سهامداران است، تأثیر مثبت به‌جای گذارد. لذا تعیین یک ساختار بهینه و تأمین منابع مالی در شرکت‌ها دارای اهمیت ویژه‌ای است (دیمیتریس و ماریا<sup>۲</sup>، ۲۰۱۱: ۶۲۳).

یکی از مهم‌ترین تصمیمات مدیریت مالی، تصمیم‌گیری در مورد نحوه تأمین مالی برای واحدهای اقتصادی می‌باشد که شامل تصمیماتی همچون ساختار مالی و ساختار سرمایه و همچنین تعیین بهترین شیوه تأمین مالی و ترکیب آنها است. امروزه واحدهای اقتصادی برای تأمین مالی

---

<sup>1</sup> Frank and Goyal

<sup>2</sup> Dimitris and Maria

راه‌های مختلفی از قبیل وام بانکی، استقراض خارجی، انتشار سهام، انتشار اوراق مشارکت و ... را پیش‌رو دارند. هر واحد تجاری هنگام تصمیم‌گیری برای استفاده از منابع مالی جدید باید هزینه منابع مختلف تأمین مالی را مشخص کرده و آثاری را که هر کدام از این منابع بر بازده و ریسک عملیاتی می‌گذارند، تعیین نمایند. لذا به منظور تداوم عملیات سرمایه‌گذاری، ضرورت دارد که شیوه‌های تأمین مالی واحدهای تجاری مورد بررسی و تجزیه و تحلیل قرار گرفته و مشخص شود که آیا آنها موفق به کسب بازده معقول از سرمایه‌گذاری‌های انجام شده و هزینه‌های مربوط شده‌اند یا خیر (فرامرزی و پورموسی، ۱۳۹۳: ۱۴).

لازمه شتاب داد به فرآیند رشد اقتصادی در کشورها کاهش سطح حضور دولت در فعالیت‌های غیرحاکمیتی است که ممکن است. اما آنچه موضوع مشارکت بخش خصوصی - دولتی را از مفهوم خصوصی‌سازی متمایز می‌کند، این است که در بحث مشارکت بخش خصوصی - دولتی، دولت‌ها وظایف قانونی و مسئولیت‌های حاکمیتی خود را حفظ و با تقبل بخشی از ریسک و حداقل کردن آن، زمینه شراکت بخش خصوصی با بخش دولتی را فراهم می‌کنند (دانایی‌فرد و همکاران، ۱۳۹۶: ۳۴). از جمله روش‌هایی که بیش از دو دهه دولت‌ها به آن توجه کرده‌اند و با گذشت سال‌ها و درک اهمیت آن، همچنان با شدت بیشتری برای ترغیب بخش خصوصی به مشارکت در آن می‌کوشند، مشارکت و تأمین مالی عمومی-خصوصی است (دار<sup>۱</sup>، ۲۰۰۸؛ ۲). بسیاری از کشورهای درحال توسعه و توسعه‌یافته، این روش را برای اجرای پروژه‌های خود در سطوح ملی و محلی به کار می‌گیرند (رسولی‌منش، ۱۳۸۹؛ ۴). دولت‌ها به سرعت دریافته‌اند که نه از لحاظ منابع انسانی و نه از لحاظ منابع مالی قادر نیستند به تعهدات گسترده خود جامه عمل بپوشانند. اگر سیاست‌ها و کمک‌های مالی دولتی نبود، مدیران دولتی در جستجوی کشف پتانسیل مشارکت بخش خصوصی در زمینه سرمایه‌گذاری‌ها بودند. این فرآیند منجر به تغییر و جابجایی وظایف دولتی از تأمین خدمات عمومی به نوعی از مشارکت با بخش خصوصی شد (احمدی و موسوی، ۱۳۹۳؛ ۲۳).

توسعه‌ی کشور نیز در شرایط کنونی به بهره‌گیری عقلایی از همه ابزارها و امکانات و استفاده از منابع و فرصت‌ها نیاز دارد. حضور وسیع دولت در فعالیت‌های حاکمیتی و تصدیگری دیگر به صلاح کشور نیست؛ زیرا دولت نه قادر است تعهدات گسترده موجود خود را انجام دهد و نه توان پاسخ‌گویی به نیازهای روز جامعه را دارد؛ لذا آنچه ضرورت دارد اجرای مؤثر فعالیت‌های حاکمیتی و کاهش حضور دولت در فعالیت‌های غیرحاکمیتی است؛ در این راستا بررسی وضعیت اجرای طرح‌ها و پروژه‌های عمرانی، در جایگاه یکی از وظایف مهم و ضروری بخش عمومی، گویای پاسخ‌گو نبودن مناسب دولت در این زمینه است. وجود تعداد شایان توجه طرح‌ها و پروژه‌های عمرانی نیمه‌تمام و

<sup>1</sup> Darr

وجودداشتن منابع کافی که شاهد آن کمبود تخصیص اعتبارات و انتشار اسناد خزانه و اوراق مشارکت با سررسیدهای چندساله است، موجب شده است تا اجرای راهبرد مشارکت عمومی- خصوصی و هموارکردن زمینه همکاری، مشارکت و بهره‌گیری از توان مالی، تخصصی و نوآوری بخش خصوصی از اهمیت ویژه‌ای برخوردار شود (شیروی و خدادادپور، ۱۳۹۳: ۲۲۸). در مسیر رشد و توسعه، کشور نیازمند تأمین زیرساخت‌ها و اجرای طرح‌ها و پروژه‌هایی است که هم از نظر موضوعی بسیار متنوعند و هم از نظر میزان نیاز به تأمین مالی منابع و سرمایه در گستره وسیعی قرار می‌گیرند. یکی از ابزارهایی که با توجه به تنوع موجود، توانایی هریک از بخش‌های عمومی و خصوصی را متناسب با ظرفیت‌شان به کار می‌گیرد، مشارکت عمومی-خصوصی است. این نوع مشارکت با ایفای نقش خود در زمینه‌های تأمین منابع و کمک به کاهش معضل کسری بودجه، کاهش هزینه مربوط به اجرای پروژه‌ها، بهره‌گیری از تخصص و مهارت‌های بخش خصوصی در طراحی و اجرای با کیفیت پروژه‌ها، کاهش طول زمان اجرا و بهره‌برداری به‌موقع از آنها، ایجاد درآمد پایدار از محل اجرای پروژه‌های زیرساختی برای بخش عمومی و در نهایت بهبود دیدگاه‌های مردم نسبت به دولت، دارای نقش و ضرورتی شایان توجه است. با وجود آگاهی از دستاوردهای مثبت این مشارکت و ایجاد بستری مطلوب برای تأمین زیرساخت‌ها، ارائه خدمات عمومی و تأمین منافع ملی، متأسفانه وجود موانع مهمی در انجام آن، حرکت در مسیر مطلوب را با کندی مواجه و دستیابی به عملکردی مطلوب را با تأخیر روبه‌رو کرده است (محمدی و همکاران، ۱۳۹۹؛ ۱۰۳).

به این ترتیب، به نظر می‌رسد همان‌گونه که شرکت‌ها برای تأمین منابع مالی خود باید از روش‌های تأمین مالی متفاوتی با توجه به عواملی هم چون هزینه تأمین مالی، ریسک و بازده و غیره استفاده کنند، دانشگاه آزاد نیز باید عواملی هم چون ویژگی‌ها، کاربردها، وجوه افتراق و اشتراک ابزارهای نوین تأمین مالی را به منظور به‌کارگیری هر یک از این ابزار برای تأمین مالی خود به‌کارگیرند. در حقیقت آنچه که ما در این تحقیق به دنبال آن هستیم بررسی ابزارهای نوین تأمین مالی و ارائه راه‌کارهای اجرایی نمودن آن در دانشگاه آزاد اسلامی می‌باشد. برای دستیابی به این منظور تحقیق حاضر در نظر دارد ابزارهایی هم چون انواع صکوک، اوراق رهنی، اوراق آتی، اوراق مشتقه بازار سهام، گواهی‌های سپرده و اوراق مشارکت را از جهات یادشده مورد بررسی قرار دهد. لذا تحقیق حاضر در پی تبیین مدل تأمین مالی پروژه‌های عمرانی دانشگاه آزاد اسلامی توسط ابزارهای نوین تأمین مالی است.

### مبانی نظری و پیشینه پژوهش

وجود ابزارهای مالی گوناگون در بازار اوراق بهادار، انگیزش و مشارکت بیشتر مردم را در تأمین منابع مالی فعالیت‌های اقتصادی بلندمدت به همراه می‌آورد. تنوع ابزارهای مالی از نظر ترکیب ریسک و بازده، ماهیت سود و شیوه مشارکت در ریسک، گروه‌های مختلفی را به سوی خود می‌کشاند. با وجود این، رویکرد گوناگونی ابزارهای مالی بدون شناسایی گونه‌ها و زمینه‌های به‌کارگیری آنها چاره‌ساز نیست. روش‌های متفاوتی برای تأمین مالی فعالیت‌های تجاری وجود دارد که سازمان‌های مختلف می‌توانند از آنها برای تأمین مالی استفاده نمایند. بهترین شکل تأمین مالی سرمایه‌گذاری‌های درازمدت، از محل پس‌اندازها و نقدینگی بخش خصوصی و از طریق بورس اوراق بهادار محقق می‌شود. بورس اوراق بهادار در هدایت پس‌اندازهای کوچک به سرمایه‌گذاری‌های مولد، جذب پس‌اندازهای راكد در تولید، اصلاح ساختار بخش‌های اقتصاد، افزایش درآمد ملی، افزایش درآمد دولت و ... نقش مهمی می‌تواند ایفا کند. دستیابی به این اهداف مستلزم گسترش بازار اوراق بهادار است که این نیز به نوبه خود در گرو تنوع بخشیدن به ابزارهای مالی می‌باشد. وجود تنوع در اوراق بهادار به کارآمد شدن بازار سرمایه و تخصیص بهینه سرمایه می‌انجامد و امکان مشارکت طیف وسیعی از آحاد جامعه را در امر سرمایه‌گذاری فراهم می‌سازد (سروش و کاوند، ۱۳۸۷: ۱۱۸). بی‌تردید بقاء و تداوم فعالیت در محیط تجاری پیچیده و رقابتی کنونی مستلزم فعالیت‌های سودآور از جمله سرمایه‌گذاری در پروژه‌ها می‌باشد، به طوری که شرکت‌ها با در نظر گرفتن عوامل مختلف از جمله ریسک و نرخ بازده مورد انتظار، اقدام به سرمایه‌گذاری در پروژه‌ها می‌نمایند. اینکه شرکت‌ها چگونه منابع مالی مورد نیاز برای سرمایه‌گذاری در این فعالیت‌ها را تأمین می‌کنند ساختار سرمایه شرکت‌ها را شکل می‌دهد. توانایی شرکت در تعیین منابع مالی بالقوه اعم از داخلی و خارجی برای استفاده در سرمایه‌گذاری‌ها و تهیه برنامه‌های مالی مناسب از عوامل اصلی رشد و پیشرفت یک شرکت محسوب می‌شوند. از این رو تصمیمات تأمین مالی یکی از اصلی‌ترین حوزه‌های تصمیم‌گیری مدیران مالی شرکت‌ها به شمار می‌رود (کاشانی‌پور و مومنی یانسری، ۱۳۸۹: ۲). در ادامه روش‌های تأمین مالی تشریح می‌گردد.

### صکوک ابزاری نوین برای تأمین مالی

ابزارهای بدهی اسلامی معمولاً اشاره به صکوک داشتند. صکوک یکی از ابزارهای مالی مهم و موافق با شریعت اسلام می‌باشد که این ابزارها منبع جایگزین سرمایه‌سازی را به خصوص برای شرکت غول‌پیکر و موجودیت‌های مقتدر در مقایسه با اوراق قرضه مرسوم فراهم می‌کنند. صکوک اوراق بهادار نوآورانه بدهی است که مشابه با اوراق قرضه مرسوم با توجه به گردش نقدینگی و ریسک

می‌باشد. دهه گذشته ناظر افزایش بی‌سابقه‌ای برای صکوک به خصوص قبل از بحران مالی جهانی بود. طی سال‌های تازه گذشته، بازار صکوک گواهی بر تقریباً ۱۰٪-۱۵٪ نرخ رشد بوده است تا به دارایی معوقه ۱۷۰ میلیارد دلاری آمریکا در پایان سه ماه سوم در سال ۲۰۱۱ برسد. این بازار تقریباً در ۱۴/۳ درصد دارایی مالی اسلامی جهانی نقش دارد. ظهور بانکداری اسلامی و صنعت مالی در اقتصادهای مدرن، به خصوص در خلیج فارس و برخی از دولت‌های جنوب شرقی آسیا تلاشی را برای ساختن سیستم مالی شبه مستقل تحت سیستم غالب بازتاب می‌دهد. این ویژگی نیز آفرینش بازارهای سرمایه اسلامی را درون بازارهای مرسوم غالب مشخص نموده است. یک حقیقت بی‌چون و چرا درباره صکوک و اوراق قرضه تجربه‌شان در همان بازارها ولو اینکه با مقررات جداگانه‌ای موافق با شریعت می‌باشد. صرف‌نظر از مفاهیم اساسی شریعت که زمینه ساختارهای متفاوت صکوک را می‌سازند، اجرای قراردادهای به طور کلی بعد از اوراق قرضه مرسوم الگوبرداری می‌شود. این مطلب مناقشه‌ها و افسانه‌های پیرامون تفاوت‌ها بین صکوک و اوراق قرضه مرسوم را از بین نمی‌برد. درحالی‌که میلر و دیگران صکوک و بازگشتی‌هایشان را باور دارند، اوراق قرضه مرسوم را به سخره می‌گیرند، کار و رای (۲۰۰۷) بیان می‌کنند که صکوک از اوراق قرضه متفاوت است به خصوص زمانی که فردی مزیت‌های متنوعی را در نظر می‌گیرد که ریسک فهرست دارایی را کاهش می‌دهند (اسماعیل‌زاده و امیری، ۱۳۹۴: ۵۹). به علاوه، صکوک می‌تواند ابزاری کارا برای سرمایه‌گذاری باشد. رفتار قیمتی صکوک متفاوت از اوراق قرضه متعارف است، به همین دلیل اگر در یک سبد سرمایه‌گذاری قرار گیرد، هم به دلیل تنوع‌سازی و هم به دلیل رفتار قیمتی متفاوت، ریسک را کاهش می‌دهد. این موضوع مورد نظر همه سرمایه‌گذاران قرار می‌گیرد. همچنین، اوراق صکوک وسیله‌ای مناسب و در دسترس برای هدایت نقدینگی سرگردان جامعه به سوی سرمایه‌گذاری مولد است (ذکریا و ایسا<sup>۱</sup>، ۲۰۱۳: ۶۶۳).

### اوراق رهنی ابزاری نوین برای تأمین مالی

پس از جنگ جهانی دوم با افزایش تقاضای خرید مسکن، بانک‌ها و مؤسسه‌های مالی و اعتباری با تقاضای فراوانی برای وام مسکن رو به رو شدند. از این رو کوشش فراوانی صورت گرفت تا منابع مالی بیشتری جذب شده و از این راه، تسهیلات بیشتری نیز اعطا شود. در آن زمان تأمین مالی این وام‌ها عمدتاً از محل سپرده‌ها بود. بنابراین منابع تأمین مالی بانک‌ها به همین مورد محدود می‌شد. از این رو بانک‌ها (به ویژه بانک‌های آمریکایی) جهت تأمین مالی به بازار سرمایه و بازار رهن ثانویه رو آوردند و از ابزارهای مالی جدید جهت تأمین مالی استفاده کردند. اوراق بهادار با پشتوانه وام‌های

<sup>1</sup> Zakaria and Isa

رهنی یکی از مهم‌ترین این ابزارها بود (مارتلینی و همکاران، ۲۰۰۳). اوراق مشارکت رهنی اوراق مشارکتی است که به منظور مشارکت در خرید تسهیلات رهنی به وسیله ناشر منتشر می‌شود. تسهیلات رهنی نیز عبارت است از تسهیلات بانکی مبتنی بر دارایی دینی با سررسید بیش از یک سال که به منظور خرید زمین و ساختمان اعطا شده است. اوراق مشارکت رهنی در حقیقت اوراق مشارکتی است که به منظور مشارکت در خرید تسهیلات رهنی به وسیله ناشر منتشر می‌شود. ناشر (واسط) هر شخص حقوقی است که اوراق مشارکت رهنی را به نام خود منتشر می‌کند. در این نوع از اوراق مشارکت، ناشر به طور معمول شرکت سرمایه‌گذاری است. بانک‌ها، لیزینگ‌ها و مؤسسه‌های مالی و اعتباری غیر بانکی تحت نظارت بانک مرکزی که تسهیلاتی را در قالب عقد فروش اقساطی واگذار کرده‌اند می‌توانند از این روش جهت تأمین مالی خود استفاده کنند. به اشخاص حقوقی که از این راه به تأمین مالی اقدام کنند در اصطلاح بانی گفته می‌شود. فرایند عملیاتی انتشار این اوراق به گونه‌ای است که ابتدا ناشر (شرکت سرمایه‌گذاری) به جمع‌آوری وجوه نقد از مردم اقدام کرده و از طرف آنان خرید دین را انجام می‌دهد. با فروش اوراق رابطه وکیل و موکل بین ناشر و خریدار اوراق محقق می‌شود. ناشر به وکالت از طرف خریداران اوراق صرفاً مجاز به خرید طلب‌های ناشی از تسهیلات رهنی از بانی است (اسماعیل‌زاده و امیری، ۱۳۹۴: ۶۰).

#### اوراق آتی ابزاری نوین برای تأمین مالی

قرارداد تحویل آتی، قراردادی است که در مورد خرید و فروش یک دارایی مشخص (کالا یا اوراق بهادار) بین دو شخص حقیقی یا حقوقی منعقد می‌گردد. در قرارداد، نوع کالا یا ورقه بهادار، میزان، قیمت مورد توافق، زمان و مکان تحویل قید می‌گردد. یک طرف قرارداد خریدار است که متعهد می‌شود دارایی مورد معامله را در زمان و مکان مشخص به قیمت معین خریداری نماید. طرف دیگر قرارداد متعهد به فروش آن دارایی طبق شرایط مندرج در قرارداد است. قراردادهای تحویل آتی به دو دسته تقسیم می‌شوند: قراردادهای تحویل آتی اختصاصی، که این‌گونه قراردادها سابقه طولانی دارند و به اعتقاد برخی، سابقه آن به حدود ۲۰۰۰ سال قبل از میلاد مسیح (ع) برمی‌گردد. هم اکنون نیز این قراردادها در اکثر کشورها رایج است و به ویژه در مورد غلات از این‌گونه قراردادها استفاده می‌شود و قراردادهای تحویل آتی قابل معامله قرارداد تحویل آتی قابل معامله فرم استاندارد شده قرارداد تحویل آتی اختصاصی است که به سهولت در بازار بورس قابل معامله می‌باشد. قراردادهای تحویل آتی قابل معامله (که اختصاراً قراردادهای آتی گفته می‌شود) نقش مهمی در دنیای سرمایه‌گذاری امروز بازی می‌کنند. این قراردادها همانند اوراق اختیار معامله نقش اساسی در مدیریت ریسک دارند. پیمان‌های تحویل آتی به سرمایه‌گذاران اجازه کنترل و اداره



ریسک سرمایه‌گذاری و هم‌چنین سفته‌بازی را در بازارهای اوراق بهادار می‌دهند (معصومی‌نیا و شهیدی نسب، ۱۳۸۹: ۱۴۴).

### اوراق مشتقه ابزاری نوین برای تأمین مالی

بازار برای اوراق مشتقه به حد افراطی در سال‌های اخیر رشد نموده است. مبالغ مالی اوراق مشتقه از تاریخ نیمه ۲۰۰۷ به ۴۵/۵ تریلیون دلار یک از افزایش ۵۰ برابری از سطح مبلغ در نیمه سال ۲۰۰۱ رسید (معامله‌های بین‌المللی و اتحادیه مشتقات ۲۰۰۷). توسعه این ابزارها نوآوری مهمی می‌باشد، آخرین سری نوآوری‌ها مثل فروش وام‌ها در دهه هشتاد و تأمین امنیت‌ها در دهه نود که اثر معنی‌داری روی ماهیت و عملیات بازارهای اعتباری داشته‌اند. مثل این نوآوری‌های قبلی، خاصیت کلیدی اوراق مشتقه این است که آنها منشأ اعتبار، تأمین بودجه اعتبار و نگهداری و مدیریت ریسک اعتبار را از هم جدا می‌کنند. این جداسازی استنباط‌هایی برای توزیع ریسک اعتبار سرتاسر سیستم مالی و به همین منوال برای تأمین اعتبار دارد. بانک‌هایی که اعتبار را از وام‌گیرندگان شرکتی موجب می‌شوند، دیگر نیازی به نگهداری ریسک اعتبار منوط به این وام‌ها ندارند، درحالی‌که سایر شرکت‌های مالی می‌توانند ریسک اعتبار را بدون اجباری برای موجب شدن یا تأمین بودجه اعتبار مورد نظر نگهداری کنند. پتانسیل متنوع‌سازی ریسک اوراق مشتقه به طور وسیعی بحث و اعلام شده است. دو نمونه از اوراق مشتقه بنام‌های اختیار معامله و قراردادهای تحویل آتی می‌باشند که هم‌اکنون در حجم وسیعی در بازارهای مالی سراسر دنیا مورد دادوستد قرار می‌گیرد. اگر چه معاملات این‌گونه اوراق دارای سابقه طولانی است؛ ولی از دهه هفتاد قرن بیستم و ریسکی‌تر شدن محیط مالی، رشد چشمگیری در حجم معاملات اوراق اختیار معامله و قراردادهای تحویل آتی پدیدار گشت. از همین دهه به بعد بود که مدیریت ریسک پر تفرقی، به طور جدی مورد توجه اداره‌کنندگان آن قرار گرفت و اوراق اختیار معامله و پیمان‌های تحویل آتی به شکل استاندارد در بازار ارائه شد. لذا بازارهای وسیعی به وجود آمد که این بازارها هم‌اکنون به دادوستد این اوراق مشغول هستند (هیرتل<sup>۱</sup>، ۲۰۰۷: ۱۲۳).

### گواهی سپرده ابزاری نوین برای تأمین مالی

گواهی سپرده ابزار قابل معامله‌ای است که توسط بانک سپرده‌گذار در بازارهای بین‌المللی یا داخلی منتشر می‌شود. هر گواهی سپرده نماینده تعداد مشخصی از سهام عادی یک شرکت است که مسئولیت سپرده‌گذاری و مراقبت از آن بر عهده یک شخص خاص است. گواهی سپرده ابراز قابل

<sup>1</sup> Hirtle

معامله‌ای است که توسط شرکت‌های سپرده‌گذاری منتشر می‌شود و نشان‌دهنده مالکیت بر سهام یک شرکت خارجی است. گواهی سپرده نزد متولی در بازار محلی ناشر نگهداری می‌شود. واژه گواهی سپرده معمولاً هم برای گواهی فیزیکی و هم برای خود اوراق بهادار به کار می‌رود. گواهی‌های سپرده معمولاً با توجه به رویه‌های تسویه معاملاتی، قوانین و مقررات حاکم بر آن و بازاری که آن معامله می‌شوند به انواع مختلفی تقسیم می‌شود:

- گواهی سپرده آمریکایی: گواهی‌هایی هستند که در آمریکا توسط ناشران غیر آمریکایی منتشر می‌شوند و در دسترس سرمایه‌گذاران آمریکایی می‌باشند.
- گواهی‌های سپرده جهانی: گواهی‌هایی هستند که در یک یا چند کشور خارج از کشور ناشر عرضه می‌شوند.
- گواهی‌های سپرده محلی: علاوه بر این دو نوع کلی در سال‌های اخیر به دلیل گسترش استفاده از این نوع ابزارها در سطح بین‌المللی گواهی‌هایی به نام کشورهای دیگر منتشر می‌شود (برازنیا ادبی، ۱۳۸۷: ۵۸).

#### اوراق مشارکت ابزاری نوین برای تأمین مالی

اوراق مشارکت همان اوراق قرضه است که مطابق قانون بانکداری اسلامی منتشر می‌شود. ماهیت حقوقی اوراق مشارکت بر پایه عقد مشارکت مدنی قابل تحلیل است. در نظام مشارکت که انواعی دارد، صاحب پس‌انداز به جای دادن قرض و گرفتن بهره، کل یا بخشی از سرمایه مورد نیاز مؤسسه اقتصادی را تأمین می‌کند و بر اساس توافق با کارفرما، در سود و زیان آن شریک می‌شود و در پایان هر دوره مالی، پس از کسر هزینه‌ها، سود به دست آمده بر حسب نسبت‌هایی که در قرارداد توافق شده، بین صاحب سرمایه و عامل اقتصادی (کارفرما) تقسیم می‌شود. اوراق مشارکت معمولاً سودهای متغیری را موجب می‌شوند و از آن جا که بر مبنای مضاربه یا شراکت هستند، سود معینی را ضمانت نمی‌کنند. بنابراین با توجه به تعریف اوراق مشارکت و جایگزینی مفهوم سود علی‌الحساب به جای سود قطعی به نظر می‌آید مشکل شرعی اوراق قرضه برای اوراق مشارکت وجود نداشته باشد. در تعریف اوراق مشارکت آمده است که این اوراق می‌تواند به وسیله بخش خصوصی و دولتی منتشر شود، ولی در این مدت که از تعریف اوراق مشارکت گذشته است، استقبال بخش خصوصی از این اوراق تقریباً برابر صفر بوده است. عدم استقبال بخش خصوصی از این اوراق می‌تواند ناشی از عوامل مختلفی مانند هزینه بر بودن این اوراق، الزام شرکت‌ها نسبت به تضمین پرداخت اصل و سود پول در ازای انتشار اوراق مشارکت پیش از تاریخ سررسید و عدم معامله بر اساس نرخ بهره واقعی بازدهی سرمایه‌گذاری باشد. یکی از تفاوت‌های اساسی بین اوراق قرضه و اوراق مشارکت در همین قسمت مشخص می‌شود. اوراق قرضه فقط در زمان سررسید قابل بازخرید است و پیش از

زمان سررسید فقط قابلیت معامله در بازار ثانویه را دارد، ولی اوراق مشارکت در هر زمان قابل بازخرید است. این نکته یکی از موارد مهم برای استقبال نکردن شرکت‌ها از اوراق مشارکت می‌باشد، زیرا شرکت‌های غیردولتی همانند دولت این توانایی را ندارند که در هر زمان اوراق مشارکت را بازخرید کنند و در بهترین شرایط تنها با به ثمر نشستن سرمایه‌گذاری و در زمان سررسید اوراق می‌توانند آنها را بازخرید کنند (اسماعیل‌زاده و امیری، ۱۳۹۴؛ ۶۳).

### پیشینه تجربی پژوهش

کاکمبو و همکاران (۲۰۲۱) در تحقیقی با عنوان تصویب اعتبارات خرد اسلامی به عنوان مکانیزم تأمین مالی شرکت‌های کوچک و متوسط در اوگاندا به بررسی شرکت‌های کوچک و متوسط اوگاندایی پرداختند. آنها بیان کردند دستیابی به بودجه ریزی عملیاتی و اداری مورد نیاز برای اجرای موثر فعالیت‌هایشان یک چالش قابل در زمینه رشد شرکت‌های کوچک و متوسط در اوگاندا است. برعکس، سرمایه‌گذاری خرد از طریق ابزار تأمین مالی اسلامی به عنوان یک عامل مطلوب برای چالش‌های عدم دسترسی به تأمین مالی میان SME ها، به ویژه در کشورهای در حال توسعه مورد توجه است.

هی و همکاران (۲۰۱۹) در تحقیقی با عنوان اعتماد به نفس بیش از حد مدیران، تأمین مالی داخلی و کارایی سرمایه‌گذاری: شواهد از چین با استفاده از شرکت‌های حاضر در بورس شانگهای چین و بورس شنزن در دوره زمانی سال‌های ۲۰۱۰ تا ۲۰۱۵ تأثیر اعتماد به نفس بیش از حد مدیران بر انتخاب تأمین مالی داخلی و کارایی سرمایه‌گذاری (مقیاس سرمایه‌گذاری، سرمایه‌گذاری بیش از حد و کم سرمایه‌گذاری) مورد آزمون قرار دادند. نتایج نشان داد که تأمین مالی داخلی می‌تواند فرصت‌های کسب و کار و کمبود سرمایه را کاهش دهد، اما ممکن است باعث سرمایه‌گذاری بیش از حد، به‌ویژه در شرکت‌هایی با مدیران دارای اعتماد به نفس بیش از حد شود. مشکل سرمایه‌گذاری بیش از حد به‌طور معناداری با اعتماد به نفس بیش از حد مدیران در شرکت‌های دولتی و غیردولتی در ارتباط است.

آلام و همکاران (۲۰۱۳) به مطالعه این موضوع پرداختند که آیا اوراق قرضه اسلامی متفاوت از اوراق قرضه مرسوم می‌باشند؟ شواهدی از آزمون‌های بازار سرمایه آن‌ها معتقد بودند که بیشتر بحث روی صکوک پیرامون مطابقت با شریعت و موضوع‌های بازار سرمایه با ادبیات محدودی بر روی دورنمای مالی مشترک موضوع‌های اوراق قرضه اسلامی تمرکز یافته است. این مطالعه اثر تطبیقی دارایی اعلام‌های صکوک و اوراق قرضه مرسوم را روی بازگشتی‌های موجودی به بازار مالی اسلامی اصلی بررسی نمود.

محمدی و همکاران (۱۳۹۹) در پژوهشی با عنوان موانع تأمین مالی بخش عمومی برای پروژه‌های عمرانی استان اصفهان با رویکرد چندمعیاره به بررسی موانع تأمین مالی بخش عمومی برای پروژه‌های عمرانی استان اصفهان پرداختند. جامعه آماری این پژوهش شامل کلیه مدیران، کارشناسان و خبرگانی است که در زمینه تأمین مالی بخش عمومی دارای تخصص، تجربه و آگاهی لازم هستند. با توجه به نامشخص بودن حجم دقیق این جامعه، با در نظر گرفتن اشباع نظری، حجم نمونه ۴۰ نفر در نظر گرفته و به روش نمونه‌گیری سهمیه‌ای تعداد ۴۰ پرسش‌نامه بین ۲۰ سازمان از کل سازمان‌های متصدی پروژه‌های عمرانی در استان، توزیع شد. ابزار اندازه‌گیری، پرسش‌نامه پژوهشگرساخته است که خبرگان، روایی صوری و محتوایی آن را تأیید کردند. برای تجزیه و تحلیل داده‌ها با استفاده از روش تاپسیس، پاسخ سؤالات این پژوهش بررسی و در نهایت ۶۶ مانع شناسایی و در پنج دسته طبقه‌بندی شد؛ علاوه بر این یافته‌های پژوهشی نشان می‌دهد قراردادهای مشارکت عمومی - خصوصی به ترتیب کمترین موانع شامل قراردادهای خدماتی، اجاره‌ای، مدیریتی، ساخت و بهره‌برداری، انتقال، اعطای امتیاز و سرمایه‌گذاری مشترک می‌شوند.

ابوالفتحی و همکاران (۱۳۹۹) در پژوهشی با عنوان بررسی پیامدهای کیفیت گزارشگری یکپارچه بر ارزش‌گذاری شرکت‌ها و عملکرد آتی شرکت با تأکید بر نقش پیچیدگی و نیازهای تأمین منابع مالی خارجی داده‌های مربوط به شرکت‌های پذیرفته شده در بورس و فرا بورس تهران برای دوره زمانی ۷ ساله بین سال‌های ۱۳۹۰ الی ۱۳۹۶ برای ۱۲۰ شرکت استخراج و از الگوی رگرسیونی داده‌های ترکیبی برای آزمون فرضیه‌ها استفاده گردید. نتایج پژوهش نشان داد که بازار سرمایه نگرش مثبتی نسبت به شرکت‌هایی دارد که از رویکرد گزارشگری یکپارچه برای ارائه اطلاعات خود استفاده می‌کنند؛ و این نگرش مثبت منجر به افزایش ارزش‌گذاری شرکت می‌گردد. همچنین نتایج پژوهش نشان دهنده آن است که رابطه مثبت میان ارزش‌گذاری شرکت و گزارشگری یکپارچه در شرکت‌های دارای پیچیدگی سازمانی و شرکت‌های نیاز به تأمین مالی خارجی بالاتر، قوی‌تر است. و در پایان نتایج پژوهش بیان می‌کند که گزارشگری یکپارچه از طریق ارائه اطلاعات شفاف و جامع سبب می‌گردد تصمیم‌گیرندگان داخلی بتوانند تصمیمات بهینه‌ای را اتخاذ نمایند که موجبات بهبود عملکرد آتی شرکت را فراهم می‌آورد.

خزائی و همکاران (۱۳۹۶) به بررسی تأثیر تأمین مالی از طریق ابزارهای بدهی بر عملکرد بنگاه‌های تولیدی کشور پرداختند. برای این منظور از داده‌های تابلویی ۱۴۱ بنگاه تولیدی فعال در بورس اوراق بهادار تهران در قالب ۲۰ صنعت طی دوره‌ی زمانی ۱۳۷۹-۱۳۹۲ استفاده گردید. برای بررسی عملکرد بنگاه‌ها، از متغیرهای بهره‌وری کل عوامل تولید، بازده دارایی‌ها و بازده فروش استفاده شده است. به‌منظور برآورد بهره‌وری کل عوامل تولید از متدلوژی لوپنسون و پترین

(۲۰۰۳) بهره گرفته شده و سپس بر اساس رویکرد داده‌های تابلویی چندسطحی (MultilevelPanel)، ضمن توجه به اثرات سطح صنعت (سطح دوم) و تفکیک صنایع وابسته به نفت (سطح سوم)، تأثیر تأمین مالی از طریق ابزارهای بدهی بر عملکرد بنگاه‌ها مورد آزمون قرار گرفته است. نتایج نشان‌دهنده تأیید فرضیه‌ی پژوهش مبنی بر تأثیر مثبت و معنی‌دار تأمین مالی از طریق ابزارهای بدهی بر عملکرد بنگاه‌های تولیدی است. همچنین نتایج حاکی از تأثیر منفی و معنی‌دار تأمین مالی از طریق منابع داخلی (جریان‌ات نقدی) بر عملکرد بنگاه‌های مورد بررسی و نیز تأثیر منفی و معنی‌دار اجرای قانون هدفمندسازی یارانه‌ها و افزایش نرخ ارز بر بهره‌وری بنگاه‌ها است.

اسماعیل زاده و امیری (۱۳۹۴) به بررسی ابزارهای نوین تأمین مالی و راه‌کارهای اجرایی نمودن آن در بانک تجارت پرداختند. هدف اصلی تحقیق شناسایی انواع ابزارهای نوین تأمین مالی در بانک تجارت و جامعه آماری پژوهش حوزه ستادی، روسا و معاونین بانک تجارت و نمونه آماری پژوهش مصاحبه با ۹۰ نفر کارشناس انجام گردید. قلمرو زمانی مطالعه از شهریور ۱۳۹۲ تا پایان بهمن ۱۳۹۲ می‌باشد. در این تحقیق صکوک، اوراق رهنی، اوراق آتی، اوراق مشتقه، گواهی سپرده و اوراق مشارکت به عنوان ابزارهای نوین تأمین مالی انتخاب و بررسی شدند. برای دستیابی به هدف تحقیق پرسشنامه‌ای تدوین و از پاسخ دهندگان در مورد تأثیرات ابزارهای نوین و قابلیت اجرای آنها در بانک تجارت سؤال‌اتی پرسیده شد. به این ترتیب شش فرضیه تدوین و داده‌های مرتبط از طریق پرسشنامه جمع‌آوری و تجزیه و تحلیل‌ها نشان داد که از نظر پاسخ دهندگان تمامی ابزارهای نوین بانکی قابلیت اجرایی را دارا هستند.

#### جدول ۱. خلاصه پیشینه پژوهش

ردیف	سال	محقق	عنوان	نتایج
پیشینه خارجی				
۱.	۲۰۲۱	کامبو و همکاران	تصویب اعتبارات خرد اسلامی به عنوان مکانیزم تأمین مالی شرکت‌های کوچک و متوسط در اوگاندا	آنها بیان کردند دستیابی به بودجه ریزی عملیاتی و اداری مورد نیاز برای اجرای موثر فعالیت‌هایشان یک چالش قابل در زمینه رشد شرکت‌های کوچک و متوسط در اوگاندا است. برعکس،

<p>سرمایه‌گذاری خرد از طریق ابزار تأمین مالی اسلامی به عنوان یک عامل مطلوب برای چالش‌های عدم دسترسی به تأمین مالی میان SME ها، به ویژه در کشورهای در حال توسعه مورد توجه است.</p>				
<p>نتایج نشان داد که تأمین مالی داخلی می‌تواند فرصت‌های کسب و کار و کمبود سرمایه را کاهش دهد، اما ممکن است باعث سرمایه‌گذاری بیش از حد، به‌ویژه در شرکت‌هایی با مدیران دارای اعتماد به نفس بیش از حد شود. مشکل سرمایه‌گذاری بیش از حد به‌طور معناداری با اعتماد به نفس بیش از حد مدیران در شرکت‌های دولتی و غیردولتی در ارتباط است.</p>	<p>اعتماد به نفس بیش از حد مدیران، تأمین مالی داخلی و کارایی سرمایه‌گذاری: شواهد از چین</p>		<p>هی و همکاران</p>	<p>۲.</p>
<p>آن‌ها معتقد بودند که بیشتر بحث روی صکوک پیرامون مطابقت با شریعت و موضوع‌های بازار سرمایه با ادبیات محدودی بر رو دورنمای مالی مشترک موضوع‌های اوراق قرضه اسلامی تمرکز یافته است. این مطالعه اثر تطبیقی دارای اعلام‌های صکوک و اوراق قرضه مرسوم را روی بازگشتی‌های موجودی به بازار مالی اسلامی اصلی بررسی نمود.</p>	<p>آیا اوراق قرضه اسلامی متفاوت از اوراق قرضه مرسوم می‌باشند؟ شواهدی از آزمون‌های بازار سرمایه</p>	<p>۲۰۱۳</p>	<p>آلام و همکاران</p>	<p>۳.</p>

تحقیقات داخلی				
در نهایت ۶۶ مانع شناسایی و در پنج دسته طبقه‌بندی شد؛ علاوه بر این یافته‌های پژوهشی نشان می‌دهد قراردادهای مشارکت عمومی - خصوصی به ترتیب کمترین موانع شامل قراردادهای خدماتی، اجاره‌ای، مدیریتی، ساخت و بهره‌برداری، انتقال، اعطای امتیاز و سرمایه‌گذاری مشترک می‌شوند.	موانع تأمین مالی بخش عمومی برای پروژه‌های عمرانی استان اصفهان	۱۳۹۹	محمدی و همکاران	۴.
نتایج پژوهش نشان داد که بازار سرمایه نگرش مثبتی نسبت به شرکت‌هایی دارد که از رویکرد گزارشگری یکپارچه برای ارائه اطلاعات خود استفاده می‌کنند؛ و این نگرش مثبت منجر به افزایش ارزش‌گذاری شرکت می‌گردد. همچنین نتایج پژوهش نشان دهنده‌ی آن است که رابطه‌ی مثبت میان ارزش‌گذاری شرکت و گزارشگری یکپارچه در شرکت‌های دارای پیچیدگی سازمانی و شرکت‌های نیاز به تأمین مالی خارجی بالاتر، قوی‌تر است. و در پایان نتایج پژوهش بیان می‌کند که گزارشگری یکپارچه از طریق ارائه اطلاعات شفاف و جامع سبب می‌گردد	بررسی پیامدهای کیفیت گزارشگری یکپارچه بر ارزش‌گذاری شرکت‌ها و عملکرد آتی شرکت با تاکید بر نقش پیچیدگی و نیازهای تأمین منابع مالی خارجی	۱۳۹۹	ابوالفتحی و همکاران	۵.

تصمیم‌گیرندگان داخلی بتوانند تصمیمات بهینه‌ای را اتخاذ نمایند که موجبات بهبود عملکرد آتی شرکت را فراهم می‌آورد.				
نتایج نشان‌دهنده‌ی تأیید فرضیه‌ی پژوهش مبنی بر تأثیر مثبت و معنی‌دار تأمین مالی از طریق ابزارهای بدهی بر عملکرد بنگاه‌های تولیدی است. همچنین نتایج حاکی از تأثیر منفی و معنی‌دار تأمین مالی از طریق منابع داخلی (جریان‌ات نقدی) بر عملکرد بنگاه‌های مورد بررسی و نیز تأثیر منفی و معنی‌دار اجرای قانون هدفمندسازی یارانه‌ها و افزایش نرخ ارز بر بهره‌وری بنگاه‌ها است.	بررسی تأثیر تأمین مالی از طریق ابزارهای بدهی بر عملکرد بنگاه‌های تولیدی کشور	۱۳۹۶	خزائی و همکاران	۶.
در این تحقیق صکوک، اوراق رهنی، اوراق آتی، اوراق مشتقه، گواهی سپرده و اوراق مشارکت به عنوان ابزارهای نوین تأمین مالی انتخاب و بررسی شدند. برای دستیابی به هدف تحقیق پرسشنامه‌ای تدوین و از پاسخ‌دهندگان در مورد تأثیرات ابزارهای نوین و قابلیت اجرای آنها در بانک تجارت سؤالاتی پرسیده شد. به این ترتیب شش فرضیه تدوین و داده‌های مرتبط از طریق پرسشنامه جمع‌آوری و تجزیه و تحلیل‌ها نشان داد که	بررسی ابزارهای نوین تأمین مالی و راهکارهای اجرایی نمودن آن در بانک تجارت	۱۳۹۴	اسماعیل‌زاده و امیری	۷.



از نظر پاسخ دهندگان تمامی ابزارهای نوین بانکی قابلیت اجرایی را دارا هستند.				
--	--	--	--	--

منبع: محقق ساخته

### فرضیه‌های پژوهش و مدل مفهومی پژوهش

هدف کلی این پژوهش بررسی انواع ابزارهای نوین تأمین مالی و ارائه راه‌کارهای اجرایی نمودن آن در پروژه‌های عمرانی دانشگاه آزاد اسلامی است. جهت دستیابی به هدف تحقیق فرضیه‌های بصورت زیر طراحی شدند:

#### فرضیه اصلی:

بررسی انواع ابزارهای نوین تأمین مالی و ارائه راه‌کارهای اجرایی نمودن آن در پروژه‌های عمرانی دانشگاه آزاد اسلامی است.

#### فرضیه‌های فرعی:

عبارت‌اند از:

۱. صکوک به عنوان یکی از ابزارهای نوین تأمین مالی نقش بسزایی در تأمین مالی پروژه‌های عمرانی دانشگاه آزاد اسلامی دارد.
۲. اوراق رهنی به عنوان یکی از ابزارهای نوین تأمین مالی نقش موثری در تأمین مالی پروژه‌های عمرانی دانشگاه آزاد اسلامی دارد.
۳. اوراق آتی در تأمین مالی پروژه‌های عمرانی دانشگاه آزاد اسلامی به عنوان یکی از ابزارهای نوین تأمین مالی نقش داشته است.
۴. اوراق مشتقه نقش انکارناپذیری در تأمین مالی پروژه‌های عمرانی دانشگاه آزاد اسلامی دارد.
۵. گواهی سپرده به عنوان یکی از ابزارهای نوین تأمین مالی نقش ویژه‌ای در تأمین مالی پروژه‌های عمرانی دانشگاه آزاد اسلامی داشته است.
۶. اوراق مشارکت به عنوان یکی از ابزارهای نوین تأمین مالی نقش بسزایی در تأمین مالی پروژه‌های عمرانی دانشگاه آزاد اسلامی دارد.

### روش تحقیق

این تحقیق از نوع تجربی و تطبیقی در حوزه تحقیقات رفتاری می‌باشد. روش پژوهش فوق قیاسی استقرائی است، بدین معنی که مبانی نظری و پیشینه پژوهش از راه مطالعات کتابخانه‌ای، مقالات و مسیر سایت‌ها به صورت قیاسی و گردآوری اطلاعات و داده‌ها برای آزمون فرضیه‌ها در قالب استقرائی انجام گرفته است. از آنجایی که نتایج حاصل از این پژوهش می‌تواند در فرآیند تصمیم‌گیری استفاده شود، این پژوهش از لحاظ هدف تحقیق، کاربردی است.

از نظر دسته‌بندی پژوهش‌ها بر مبنای هدف، می‌توان این پژوهش را نوعی پژوهش کاربردی به شمار آورد که نتایج به‌دست‌آمده از آن می‌تواند در فرآیند تصمیم‌گیری استفاده شود و به‌صورت مستقیم قابل کاربرد برای انتخاب منابع تأمین مالی و سرمایه‌گذاری است. از نظر دسته‌بندی پژوهش‌ها بر حسب نحوه گردآوری داده‌ها، پژوهش حاضر از نوع پژوهش توصیفی است. از ویژگی‌های پژوهش توصیفی این است که پژوهشگر دخالتی در موقعیت، وضعیت و نقش متغیرها ندارد و آنها را دستکاری یا کنترل نمی‌کند و آنچه را وجود دارد مطالعه کرده و به توصیف و تشریح آن می‌پردازد. در بخش توصیفی میانگین، میان، حدافل و حداکثر، انحراف معیار متغیر وابسته بیان شده است و در بخش استنباطی نیز برای آزمون فرضیه‌های پژوهش از مدل رگرسیون چندمتغیره استفاده شده است.

یکی از معمول‌ترین و متداول‌ترین ابزار جمع‌آوری اطلاعات پرسشنامه است. محقق با به‌کارگیری پرسشنامه سعی می‌کند تا از طریق طرح تعدادی سؤال اطلاعات مورد لزوم را جمع‌آوری نماید. پرسشنامه شامل دسته‌ای از پرسش‌هاست که بر طبق اصول خاصی تدوین گردیده است و به صورت کتبی به افراد ارائه می‌شود و پاسخگو براساس تشخیص خود جواب‌ها را در آن می‌نویسد. هدف از ارائه پرسشنامه کسب اطلاعات معین در مورد موضوعی مشخص است. بزرگ بودن گروه یا جامعه مورد مطالعه یکی از دلایل مهم برای استفاده از پرسشنامه است چه امکان مطالعه نمونه‌های بزرگ را فراهم می‌آورد. کیفیت تنظیم پرسشنامه در به دست آمدن اطلاعات صحیح و درست و قابل تعمیم بسیار با اهمیت است. از آنجایی که پرسشنامه جنبه خود اجرایی دارد، راهنمایی‌های مورد نیاز به پاسخ‌دهندگان ارائه شد تا محققین اطمینان حاصل نمایند که پرسشنامه به خوبی درک شده است. به منظور جمع‌آوری اطلاعات مورد نیاز از روش میدانی با مراجعه به کارکنان حوزه ستادی، مدیریت امور مالی، مدیریت امور اعتباری، اداره سرمایه‌گذاری، مدیران و معاونین دانشگاه آزاد اسلامی استفاده شده است. جامعه مورد بررسی در این پژوهش کلیه کارکنان حوزه ستادی، مدیریت امور مالی، مدیریت امور اعتباری، اداره سرمایه‌گذاری، مدیران و معاونین دانشگاه آزاد اسلامی می‌باشند که در قلمرو زمانی پژوهش سال ۱۳۹۹ بود. از آنجا که

پژوهش پیرامون تمامی اعضا جامعه زمانبر بوده و از نظر هزینه مقرون به صرفه نیست، پژوهشگر ناچار است اقدام به نمونه‌گیری نماید. جامعه مورد بررسی ۳۵۰ نفر تعیین و از این تعداد ۱۴۵ به عنوان نمونه پرسشنامه جهت آزمون میان آنان توزیع و جمع‌آوری گردید. در این پژوهش از پرسشنامه محقق ساخته استفاده شد. جدول ۲ گویه‌های پرسشنامه جهت سنجش متغیرها را نشان می‌دهد.

جدول ۲. پایایی مربوط به سؤالات پرسشنامه

متغیر	تعداد سؤالات	آلفای کرونباخ به درصد
صکوک	۵	۰/۸۵۰
اوراق رهنی	۴	۰/۷۷۰
قرارداد آتی	۴	۰/۸۴۲
ابزار مشتقه	۴	۰/۷۹۸
گواهی سپرده	۵	۰/۸۵۴
اوراق مشارکت	۴	۰/۷۴۷
نقش ابزار	۶	۰/۹۰۵
کل ابزار	۳۲	۰/۹۳۹

منبع: محقق ساخته

با توجه به نتایج جدول ضریب آلفای کرونباخ برای کلیه متغیرها و کل پرسشنامه بزرگتر از ۰/۷ است لذا پرسشنامه از پایایی لازم برخوردار است.

### یافته‌های پژوهش

در این بخش محقق با استفاده از ابزارهایی معتبر و پایدار گردآوری اطلاعات در جامعه آماری خود گردآوری نموده است مورد تجزیه و تحلیل قرار می‌دهد و با استفاده از تجزیه و تحلیل درنهایت می‌توان سؤال تحقیق را رد و یا قبول نمود. از این رو، قسمت حاضر در چهار بخش شامل تجزیه و تحلیل توصیفی داده‌ها، تحلیل عاملی تاییدی، تجزیه و تحلیل استنباطی (آزمون فرضیات) ارائه می‌گردد. در این مرحله در مورد نمونه آماری تحقیق با توجه به اطلاعات به دست آمده توضیحاتی را ارائه می‌دهیم:

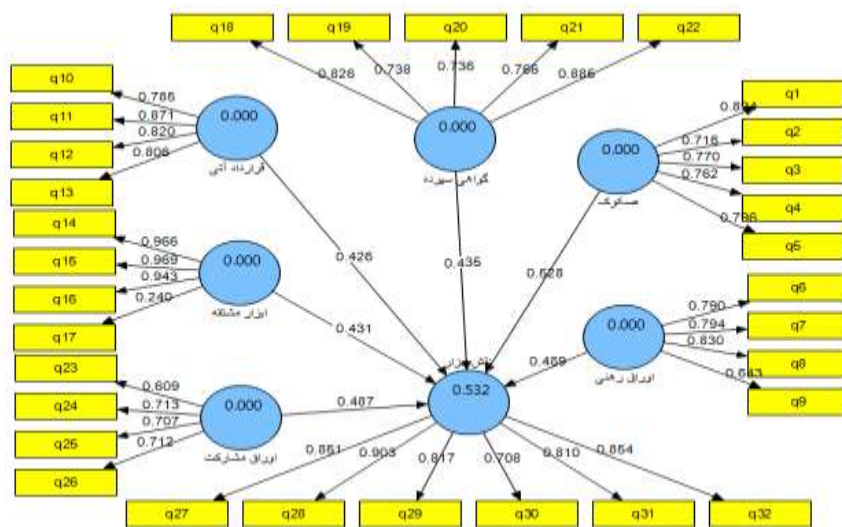
جدول ۳. آمار توصیفی مربوط به مقیاس‌های پرسشنامه

متغیر	کمترین	بیشترین	میانگین	انحراف معیار	چولگی	کشیدگی
صکوک	۰	۴/۴۰	۱/۵۲۸	۰/۷۵۸	۱/۲۳۱	۳/۶۷۰
اوراق رهنی	۰/۲۵	۴/۲۵	۱/۵۶۰	۰/۷۹۶	۱/۳۷۶	۲/۵۸۵
قرارداد آتی	۰	۴/۲۵	۱/۷۰۳	۰/۹۰۵	۰/۹۱۶	۰/۵۷۳
ایزار مشتقه	۰/۲۵	۵/۵۰	۱/۷۳۴	۰/۸۴۴	۱/۴۱۱	۳/۳۶۶
گواهی سپرده	۰	۴/۲۰	۱/۵۰۶	۰/۷۴۳	۱/۷۲۳	۳/۷۷۹
اوراق مشارکت	۰	۳/۷۵	۱/۹۶۳	۰/۸۳۶	-۰/۰۳۹	-۰/۷۵۶
نقش ایزار	۰/۶۷	۴/۳۳	۱/۹۳۴	۰/۸۳۷	۱/۱۵۵	۰/۹۱۴

منبع: محقق ساخته

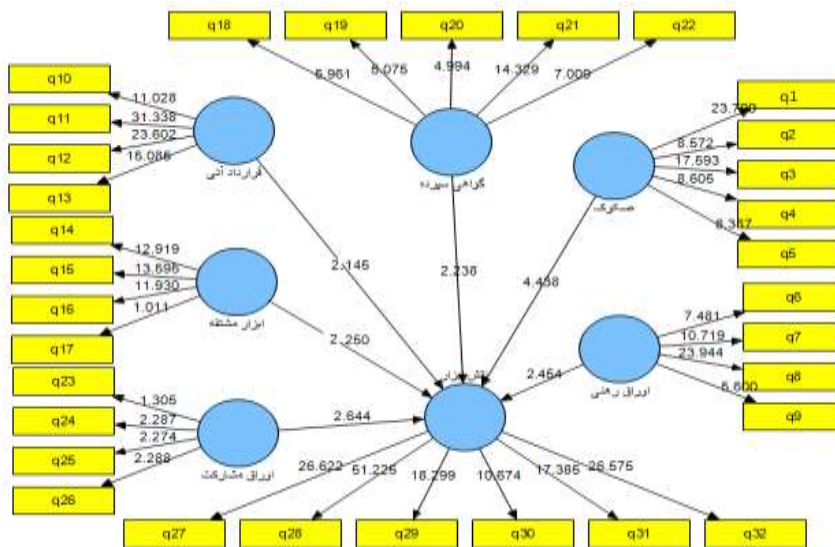
به عنوان نمونه میانگین امتیاز متغیر صکوک از نظر نمونه مورد بررسی ۱/۵۲۸ و انحراف معیار ۰/۷۵۸ می‌باشد همچنین کمترین امتیاز مربوط به متغیر صکوک کارکنان معادل صفر و بیشترین امتیاز معادل ۴/۴ می‌باشد. از سوی دیگر مقدار چولگی مشاهده شده برابر ۱/۲۳۱ است و در بازه (۲،۲-) قرار دارد؛ یعنی از لحاظ کجی متغیر نرمال بوده و توزیع آن متقارن است. همچنین مقدار کشیدگی آن ۳/۶۷ است و در بازه (۲، ۲-) قرار ندارد؛ این نشان می‌دهد توزیع متغیر از کشیدگی نرمال برخوردار نیست. در حالت کلی چنانچه چولگی و کشیدگی در بازه (۲،۲-) نباشند داده‌ها از توزیع نرمال برخوردار نیستند.

داده‌های آماری پس از جمع‌آوری پرسشنامه‌ها، رتبه‌های (خیلی زیاد، زیاد، متوسط، کم، خیلی کم) به ترتیب شماره‌گذاری و به همراه اطلاعات عمومی از طریق نرم‌افزار پاسخ‌های داده شده مورد آزمون و بررسی قرار می‌گیرد. بعد از تشریح برازندگی مدل و تعیین این که مدل از برازندگی خوبی برخوردار است به آزمون فرضیات تحقیق پرداخته می‌شود. مبنای تایید و رد فرضیه‌ها مقایسه کمیت  $t$  با ۱/۹۶ (سطح متناظر با توزیع نرمال استاندارد) می‌باشد. بنابراین به ازای مقادیر بزرگتر از ۱/۹۶ فرضیه تایید خواهد شد و برای مقادیر کمتر از آن فرضیه رد می‌شود.



شکل ۱. نمودار تحلیل عاملی تاییدی مدل تحقیق فرضیه ها در حالت استاندارد

منبع: محقق ساخته



شکل ۲. نمودار تحلیل عاملی تاییدی مدل تحقیق فرضیه ها در حالت معناداری

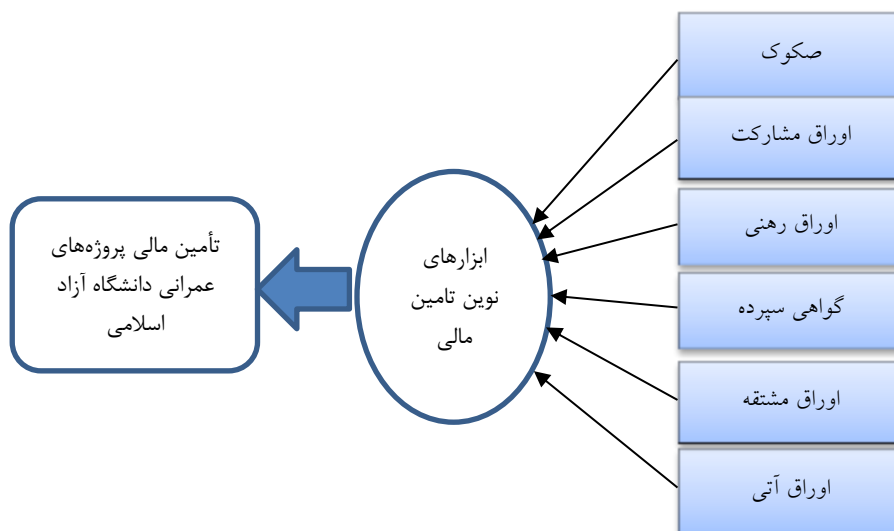
منبع: محقق ساخته

جدول ۴. محاسبه اثرات مستقیم و غیر مستقیم متغیرهای مدل بر یکدیگر

T-VALUE	ضریب اثر	مسیر بررسی شده
۴/۴۳۸	۰/۵۲۸	صکوک ← تأمین مالی پروژه‌های عمرانی دانشگاه آزاد اسلامی
۲/۴۵۴	۰/۴۸۶	اوراق رهنی ← تأمین مالی پروژه‌های عمرانی دانشگاه آزاد اسلامی
۲/۱۴۵	۰/۴۲۶	اوراق آتی ← ع تأمین مالی پروژه‌های عمرانی دانشگاه آزاد اسلامی
۲/۲۵۰	۰/۴۳۱	اوراق مشتقه ← تأمین مالی پروژه‌های عمرانی دانشگاه آزاد اسلامی
۲/۲۳۸	۰/۴۳۵	گواهی سپرده ← تأمین مالی پروژه‌های عمرانی دانشگاه آزاد اسلامی
۲/۶۴۴	۰/۴۸۷	اوراق مشارکت ← تأمین مالی پروژه‌های عمرانی دانشگاه آزاد اسلامی

منبع: محقق ساخته

در مسائلی که ما قصد اندازه‌گیری متغیرهای مفهومی را داریم می‌بایست از تحلیل مسیر استفاده کرد. اگر هر کدام از سوالات پرسشنامه شما به تنهایی قادر به سنجش متغیرهای مستقل و وابسته است، از روش تحلیل رگرسیون استفاده شود اما، چنانچه هر مجموعه از سوالات یک مفهوم را اندازه‌گیری می‌کنند و محقق به کمک مدل نظری پژوهش می‌خواهد رابطه بین متغیرهای مفهومی را مورد بررسی قرار دهد؛ بهتر است از تحلیل مسیر استفاده گردد. براساس جدول (۳) و انجام محاسبات و نیز پس از بررسی نتایج حاصل از مدل ساختاری صکوک بالاترین اثر مستقیم و همچنین اوراق آتی دارای کمترین اثر بر تأمین مالی پروژه‌های عمرانی دانشگاه آزاد اسلامی می‌باشد. با توجه به جدول بالا و تحلیل مسیر مدل طراحی شده به شرح زیر ارائه می‌گردد:



شکل ۳. مدل نهایی تحقیق

منبع: محقق ساخته

با توجه نتایج استخراج شده درباره ابزارهای نوین تأمین مالی از نظر رتبه‌بندی فریدمن دارای اهمیت بوده به شرح زیر می‌باشد:

جدول ۵. نتایج آزمون رتبه‌بندی فریدمن

رتبه	رتبه میانگین	ابعاد
۴	۳/۶۹	صکوک
۵	۳/۶۳	اوراق رهنی
۳	۴/۰۳	قرارداد آتی
۲	۴/۱۹	ابزار مشتقه
۶	۳/۲۱	گواهی سپرده
۱	۴/۶۵	اوراق مشارکت

منبع: محقق ساخته

با توجه نتایج جدول (۵) رتبه و اهمیت نظرات پاسخ دهندگان درباره ابزارهای نوین تأمین مالی به ترتیب اوراق مشارکت، ابزار مشتقه، قرارداد آتی، صکوک، اوراق رهنی و گواهی سپرده می‌باشد.

جدول ۶. نتایج حاصل از یافته‌های مدل اندازه‌گیری در سطح معناداری ۰/۰۵

نتیجه	ضریب استاندارد	مقدار تی	فرضیات مدل مفهومی
تأیید	۰/۴۸	۳/۴۳	فرضیه اول: صکوک به عنوان یکی از ابزارهای نوین تأمین مالی نقش بسزایی در تأمین مالی پروژه‌های عمرانی دانشگاه آزاد اسلامی دارد.
تأیید	۰/۳۵	۲/۳۹	فرضیه دوم: اوراق رهنی به عنوان یکی از ابزارهای نوین تأمین مالی نقش موثری در تأمین مالی پروژه‌های عمرانی دانشگاه آزاد اسلامی دارد.
تأیید	۰/۲۰	۳/۴۲	فرضیه سوم: اوراق آتی در تأمین مالی پروژه‌های عمرانی دانشگاه آزاد اسلامی به عنوان یکی از ابزارهای نوین تأمین مالی نقش داشته است.
تأیید	۰/۱۰	۲/۳۵	فرضیه چهارم: اوراق مشتقه نقش انکارناپذیری در تأمین مالی پروژه‌های عمرانی دانشگاه آزاد اسلامی دارد.
تأیید	۰/۱۹	۳/۲۶	فرضیه پنجم: گواهی سپرده به عنوان یکی از ابزارهای نوین تأمین مالی نقش ویژه‌ای در تأمین مالی پروژه‌های عمرانی دانشگاه آزاد اسلامی داشته است.
تأیید	۰/۲۹	۲/۳۸	فرضیه ششم: اوراق مشارکت به عنوان یکی از ابزارهای نوین تأمین مالی نقش بسزایی در تأمین مالی پروژه‌های عمرانی دانشگاه آزاد اسلامی دارد.

منبع: محقق ساخته

از آنجا که تکنیک تحلیل مسیر یکی از روش‌های تحلیل داده‌های آماری است که بیشتر برای آزمون مدل‌های علی به کار گرفته شده است؛ جهت دو نوع از تحقیقات اکتشافی و آزمون نظریه‌های ثانویه (تأییدی) مورد استفاده قرار می‌گیرد. از آنجا که در تحلیل مسیر تأییدی روابط بین صفت‌های مکنون درخور توجه است؛ درواقع به دنبال آن هستیم که مشخص نماییم روابط موجود بین صفت‌های مکنون که براساس نظریه استخراج شده‌اند با توجه به داده‌های گردآوری شده از نمونه مورد تأیید قرار می‌گیرند یا خیر؟ همان‌گونه که از جدول و شکل‌های فوق قابل استنباط است، تحلیل مسیر تأییدی فرضیه پژوهش، با توجه به ضرایب استاندارد مسیر و اعداد



معناداری مورد تأیید قرار گرفته است و نشان می‌دهد که روابط موجود براساس نظریه‌های استخراج‌شده و داده‌های گردآوری‌شده از نمونه مورد بررسی در سطح معناداری ۰/۰۵ به قرار زیر است:

**فرضیه اول:** براساس اطلاعات جدول فوق، صکوک به عنوان یکی از ابزارهای نوین تأمین مالی نقش بسزایی در تأمین مالی پروژه‌های عمرانی دانشگاه آزاد اسلامی دارد. معادل ۰/۵۲۸ تخمین زده شده که دارای مقدار  $t$  بالای ۱/۹۶ است (یعنی ۴/۴۳۸). لذا این فرضیه تأیید می‌گردد. از این رو، صکوک به عنوان یکی از ابزارهای نوین تأمین مالی نقش بسزایی در تأمین مالی پروژه‌های عمرانی دانشگاه آزاد اسلامی دارد.

**فرضیه دوم:** براساس اطلاعات جدول فوق، اوراق رهنی به عنوان یکی از ابزارهای نوین تأمین مالی نقش مؤثری در تأمین مالی پروژه‌های عمرانی دانشگاه آزاد اسلامی دارد. معادل ۰/۴۶۹ تخمین زده شده که دارای مقدار  $t$  بالای ۱/۹۶ است (۲/۴۵۴). لذا این فرضیه تأیید می‌گردد. از این رو، اوراق رهنی به عنوان یکی از ابزارهای نوین تأمین مالی نقش مؤثری در تأمین مالی پروژه‌های عمرانی دانشگاه آزاد اسلامی دارد.

**فرضیه سوم:** براساس اطلاعات جدول فوق، اوراق آتی در تأمین مالی پروژه‌های عمرانی دانشگاه آزاد اسلامی به عنوان یکی از ابزارهای نوین تأمین مالی نقش داشته است. معادل ۰/۴۲۶ تخمین زده شده که دارای مقدار  $t$  بالای ۱/۹۶ است (۲/۱۴۵). لذا این فرضیه تأیید می‌گردد. از این رو، اوراق آتی در تأمین مالی پروژه‌های عمرانی دانشگاه آزاد اسلامی به عنوان یکی از ابزارهای نوین تأمین مالی نقش داشته است.

**فرضیه چهارم:** براساس اطلاعات جدول فوق، اوراق مشتقه نقش انکارناپذیری در تأمین مالی پروژه‌های عمرانی دانشگاه آزاد اسلامی دارد. معادل ۰/۴۳۱ تخمین زده شده که دارای مقدار  $t$  بالای ۱/۹۶ است (۲/۲۵۰). لذا این فرضیه تأیید می‌گردد. از این رو، اوراق مشتقه نقش انکارناپذیری در تأمین مالی پروژه‌های عمرانی دانشگاه آزاد اسلامی دارد.

**فرضیه پنجم:** براساس اطلاعات جدول فوق، گواهی سپرده به عنوان یکی از ابزارهای نوین تأمین مالی نقش ویژه‌ای در تأمین مالی پروژه‌های عمرانی دانشگاه آزاد اسلامی داشته است. معادل ۰/۴۳۵ تخمین زده شده که دارای مقدار  $t$  بالای ۱/۹۶ است (۲/۲۳۸). لذا این فرضیه تأیید می‌گردد. از این رو، گواهی سپرده به عنوان یکی از ابزارهای نوین تأمین مالی نقش ویژه‌ای در تأمین مالی پروژه‌های عمرانی دانشگاه آزاد اسلامی داشته است.

**فرضیه ششم:** بر اساس اطلاعات جدول فوق، اوراق مشارکت به عنوان یکی از ابزارهای نوین تأمین مالی نقش بسزایی در تأمین مالی پروژه‌های عمرانی دانشگاه آزاد اسلامی دارد. معادل ۰/۴۸۷

تخمین زده شده که دارای مقدار  $t$  بالای  $1/96$  است (۲/۶۴۴). لذا این فرضیه تأیید می‌گردد. از این‌رو، اوراق مشارکت به عنوان یکی از ابزارهای نوین تأمین مالی نقش بسزایی در تأمین مالی پروژه‌های عمرانی دانشگاه آزاد اسلامی دارد.

### نتیجه‌گیری

فرآیند تأمین مالی یکی از مباحث مهم اقتصاد مالی است. برای تأمین مالی، روش‌ها و ابزار گوناگونی وجود دارد که هر کدام دارای ویژگی‌ها و خواص مربوط به خود است. بسته به نیازها، توان مالی، شرایط بنگاه‌های اقتصادی و تنوع رفتار مردم در سرمایه‌گذاری و مواجهه با خطر، این ابزارها و روش‌ها تبیین و به کار گرفته می‌شوند. یکی از روش‌های مهم فرآیند تأمین مالی، تبدیل به اوراق بهادار کردن دارایی‌ها می‌باشد. از دستی دیگر و با توسعه بازارهای مالی در دنیا روز به روز اهمیت و اثرگذاری آنها در تمام جنبه‌های تمدن بشری از جمله اقتصاد و سیاست افزایش یافته است. بحران‌های مالی ناشی از ریسک‌های اوراق بهادار یا یک نوع ابزار مالی در یک کشور می‌تواند به راحتی زنجیرهای از بحران‌ها را در گستره بزرگی از کشورها ایجاد کند. لذا هدف کلی تحقیق بررسی تأثیر ابزارهای نوین تأمین مالی بر تأمین مالی پروژه‌های عمرانی دانشگاه آزاد اسلامی دارد. صکوک به عنوان یکی از ابزارهای نوین تأمین مالی نقش بسزایی در تأمین مالی پروژه‌های عمرانی دانشگاه آزاد اسلامی دارد مورد تأیید قرار گرفت. در همین راستا ذکر یا (۲۰۱۲)، آلام و همکاران (۲۰۱۳) اظهار داشتند که صکوک منبع حیاتی و ماندنی سرمایه‌سازی اسلامی برای توسعه اقتصادی و اجتماعی می‌باشد. صکوک متشکل از انواع گوناگون می‌باشد که وابسته به اهداف هر ابزار است. رشد و پذیرش صکوک طی سال‌ها و در سراسر جهان پایدار و ماندگار هستند. فطرس و محمودی (۱۳۸۷) نیز بر این عقیده بودند که اوراق صکوک جایگزینی مناسب و مفید برای اوراق قرضه و اوراق مشارکت می‌باشد و بر اقدام دولت برای تعریف، حمایت و به کارگیری این ابزار جدید مالی در اقتصاد ایران تأکید کردند. اوراق رهنی به عنوان یکی از ابزارهای نوین تأمین مالی نقش مؤثری در تأمین مالی پروژه‌های عمرانی دانشگاه آزاد اسلامی دارد مورد تأیید قرار گرفت. در همین راستا، اسماعیل‌زاده و امیری (۱۳۹۴) بر این باور هستند که با توجه به سیستم اقتصادی کشور و فضای حاکم بر اقتصاد کشور که عمده تأمین مالی آنها از طریق سپرده‌ها است، سازمان‌ها می‌توانند از اوراق رهنی به عنوان ابزاری پیشرفته جهت تأمین مالی خود بهره ببرند. اوراق آتی در تأمین مالی پروژه‌های عمرانی دانشگاه آزاد اسلامی به عنوان یکی از ابزارهای نوین تأمین مالی نقش داشته است مورد تأیید قرار گرفت. طبق نتایج حاصل از آزمون فرضیه‌ها ما یافتیم که اوراق آتی به عنوان یکی از ابزارهای نوین تأمین مالی می‌تواند نقش بسزایی در تأمین مالی بانک تجارت داشته باشد؛ اما با

توجه به بررسی‌های انجام شده به نظر نمی‌رسد تحقیقات زیادی در این زمینه انجام شده باشد. اوراق مشتقه نقش انکارناپذیری در تأمین مالی پروژه‌های عمرانی دانشگاه آزاد اسلامی دارد مورد تأیید قرار گرفت. نتایج تحقیق هنکه و همکاران (۱۹۹۸)، شاو و همکاران (۲۰۰۷) نیز همانند تحقیق حاضر نشان دادند که اوراق مشتقه می‌تواند بار تأمین مالی در شرکت‌ها و سازمان‌های مختلف مورد استفاده قرار بگیرد. علاوه بر این، معصومی‌نیا (۱۳۸۵) بر تأمین مالی از طریق اوراق مشتقه صحه گذاشته‌اند. گواهی سپرده به‌عنوان یکی از ابزارهای نوین تأمین مالی نقش ویژه‌ای در تأمین مالی پروژه‌های عمرانی دانشگاه آزاد اسلامی داشته است مورد تأیید قرار گرفت. این ابزار به سرمایه‌گذاران این امکان را می‌دهد تا به آسانی و بدون هیچ‌گونه نگرانی از سرمایه‌گذاری عادی در عرصه بین‌المللی اقدام به سرمایه‌گذاری در سهام شرکت‌های خارجی نمایند. ما نیز در فرضیه پنجم طبق نتایج حاصل از آزمون فرضیه‌ها نشان دادیم که گواهی سپرده به‌عنوان یکی از ابزارهای نوین تأمین مالی می‌تواند نقش بسزایی در تأمین مالی بانک تجارت داشته باشد. اوراق مشارکت به‌عنوان یکی از ابزارهای نوین تأمین مالی نقش بسزایی در تأمین مالی پروژه‌های عمرانی دانشگاه آزاد اسلامی دارد مورد تأیید قرار گرفت. در همین راستا فطرس و محمودی (۱۳۸۵) و نظریور و صادقی فدکی (۱۳۸۹) بر این عقیده بودند این اوراق می‌تواند به‌عنوان ابزاری برای تأمین مالی سازمان‌ها مورد استفاده قرار بگیرد اما به‌تنهایی کفایت نمی‌کند و می‌توان از آن به‌عنوان ابزاری مکمل و در کنار دیگر ابزارها برای تأمین مالی مورد استفاده قرار بگیرد.

براساس نتایج پژوهش پیشنهاد می‌شود سازمان‌ها از ابزارهای نوین تأمین مالی برای دستیابی به مزیت‌هایی همچون افزایش نقدینگی، بهبود مدیریت ریسک، افزایش تنوع در منابع تأمین مالی و افزایش ثروت سهامداران بهره ببرند. اوراق مشارکت به‌تنهایی نمی‌تواند 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. سازمان‌ها می‌توانند با استاندارد کردن دارایی‌های مورد استفاده در صکوک و فرآیند ارزیابی آنها و تسهیل امور مربوط به انتشار و رتبه‌بندی اوراق صکوک و ایجاد مؤسسات رتبه‌بندی و در نهایت ایجاد بازار ثانویه مناسب برای خرید و فروش اوراق صکوک و تسهیل نقد شوندگی آنها از این ابزار برای تأمین مالی بهره ببرند. پیشنهاد می‌شود نهادهای ناظر بر فرآیند انتشار اوراق مشارکت رهنی یعنی بانک مرکزی و سازمان بورس و اوراق بهادار مقررات و الزام‌های مشخصی را جهت انتشار این ابزار تهیه کنند. در این زمینه نوع قراردادهای منعقد شده بین ارکان اساسی انتشار از اهمیت فراوانی برخوردار است. به پژوهشگران پیشنهاد می‌گردد در تحقیقات

آتی به بررسی نقش شیوه‌های تأمین مالی در سازمان‌های مختلف بر میزان کارایی سازمانی  
بپردازند.

## منابع

۱. ابوالفتحی، حسن؛ نورالهزاده، نوروز؛ جعفری، محبوبه و خسروی پور، نگار (۱۳۹۹). "بررسی پیامدهای کیفیت گزارشگری یکپارچه بر ارزش‌گذاری شرکت‌ها و عملکرد آتی شرکت با تاکید بر نقش پیچیدگی و نیازهای تأمین منابع مالی خارجی"، دانش حسابداری و حسابرسی مدیریت، ۹(۳۵)، صص ۱۱۹-۱۳۳.
۲. احمدی، موسی و موسوی، سیدمحسن (۱۳۹۳). "مشارکت عمومی و خصوصی: مبانی نظری مطالعات موردی"، دانشگاه امام صادق، چاپ دوم.
۳. اسماعیل‌زاده، علی و امیری، حمیده (۱۳۹۴). "بررسی ابزارهای نوین تأمین مالی و راه‌کارهای اجرایی نمودن آن در بانک تجارت"، اقتصاد مالی، ۹(۳۱)، صص ۷۶-۵۷.
۴. برارنیادبی، قربان (۱۳۸۷). "گواهی سپرده ابزار نوین تأمین مالی در سطح بین‌الملل: روند توسعه آن در منطقه آسا (آسیا و اقیانوسیه)"، مرکز تحقیقات کامپیوتری علوم اسلامی (۳۴)، صص ۸۷-۵۶.
۵. خزائی، ایوب؛ طهرانچیان، امیرمنصور؛ جعفری صمیمی، احمد و طالبلو، رضا (۱۳۹۶). "تأثیر تأمین مالی از طریق ابزارهای بدهی بر عملکرد بنگاه‌های تولیدی در ایران"، تحقیقات اقتصادی، ۵۲(۲)، صص ۳۱۲-۲۸۷.
۶. دانایی‌فرد، حسن؛ دلخواه، جلیل و کیانی، پریسا (۱۳۹۶). "شناسایی و اولویت‌بندی موانع توسعه مشارکت‌های خصوصی و عمومی"، مجله چشم‌انداز مدیریت مشاغل، ۲۹(۲)، صص ۴۹-۳۳.
۷. رسولی‌منش، سیدمحمد (۱۳۸۹). "تأمین مالی برنامه‌ها و پروژه‌های توسعه شهری با استفاده از روش مشارکت عمومی - خصوصی"، اقتصاد شهر، ۵(۵)، صص ۴۳-۳.
۸. سروش، ابوذر و کاوند، مجتبی (۱۳۸۷). "ریسک‌های اوراق رهنی اسلامی و برخی راه‌کارهای پوشش آنها در ایران"، دو فصلنامه علمی پژوهشی جستارهای اقتصادی، ۸(۱۶)، صص ۱۴۵-۱۱۷.
۹. شیروی، عبدالحسین و خدادادپور، منیره (۱۳۹۳). "مشارکت‌های عمومی - خصوصی از منظر قوانین ایران. حقوق خصوصی"، ۱۱(۲)، صص ۲۶۱-۲۲۷.
۱۰. فرامرز، جواد و پورموسی، علی‌اکبر (۱۳۹۳). "مطالعه تأثیر تأمین مالی خارج از ترازنامه بر حقوق صاحبان سهام شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران"، دانش حسابداری و حسابرسی مدیریت، ۳(۱۲)، صص ۲۲-۱۳.

۱۱. کاشانی پور، محمد و مؤمنی یانسری، ابوالفضل (۱۳۸۹). "بررسی نقش عدم تقارن اطلاعاتی در تصمیمات ساختار سرمایه شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران"، مجله پژوهش‌های مدیریت، ۸۶، صص ۱-۲۲.
۱۲. محمدی، مهدی؛ اصلانی، فرشید و سیدی قهفرخی، فاطمه سادات (۱۳۹۹). "موانع تأمین مالی بخش عمومی برای پروژه‌های عمرانی استان اصفهان با رویکرد چندمعیاره"، مدیریت دارایی و تأمین مالی، ۸(۴)، صص ۱۰۱-۱۱۶.
۱۳. معصومی‌نیا، غلامعلی و شهیدی نسب، مصطفی (۱۳۸۹). "بررسی فقهی و اقتصادی ابزار تأمین مالی مشارکت کاهنده"، فصلنامه پژوهشی اقتصاد اسلامی، ۹(۳۵)، صص ۱۵۸-۱۴۲.
۱۴. هیبیتی، فرشاد؛ نیکومرام، هاشم و احمدی، موسی (۱۳۹۱). "ارزیابی نظام نوین تأمین مالی در واگذاری پروژه‌های زیرساختی دولت‌ها به بخش خصوصی و ارائه الگو برای ایران"، دانش مالی تحلیل اوراق بهادار (مطالعات مالی)، ۵(۱۴)، صص ۱۴۲-۱۳۳.

15. Alam, N., Hassan, K. and Haque, A. (2013). "Are Islamic Bonds different from Conventional Bonds? International Evidence from Capital Market Tests", Accounting and Auditing Organization for Islamic Financial Institutions. Darr, J. (2008). "Current trends in public private partnership laws Legislative update", Construction Law Journal, 28, 1-17.
16. Dimitris, M.A. and Maria, P.B. (2011). "Capital Structure, Equity Ownership and Firm Performance", Journal of Banking and Finance, (34), 621-632.
17. Frank, M.Z. and Goyal, V.K. (2009). "Capital Structure Decisions, which Factor are Reliably Important?", Financial Management, 38(1), 1-37.
18. He, Y., Chen, C. and Hua, Y. (2019). "Managerial overconfidence, internal financing, and investment efficiency: Evidence from China", Research in International Business and Finance, 47, 501-510.
19. Hirtle, B. (2007). "Credit Derivatives and Bank Credit Supply", Federal Reserve Bank of New York Staff Reports, no. 276.
20. Kakembo, S.H., Abduh, M. and Pg Hj Md Salleh, P.M.H.A. (2021). "Adopting Islamic microfinance as a mechanism of financing small and medium enterprises in Uganda", Journal of Small Business and Enterprise Development, Vol. ahead-of-print No. ahead-of-print. <https://doi.org/10.1108/JSBED-04-2019-0126>
21. Zakaria, N.B. and Isa, M.A. (2013). "The Construct of Sukuk, Rating and Default Risk", Procedia - Social and Behavioral Sciences 65, 662-667.