



## بررسی ابزارهای نوین تأمین مالی و راهکارهای اجرایی نمودن آن در بانک تجارت

علی اسماعیل زاده<sup>۱</sup>  
حمیده امیری<sup>۲</sup>

تاریخ پذیرش: ۱۳۹۴/۳/۲۷

تاریخ دریافت: ۱۳۹۴/۱/۲۵

### چکیده

تحقیق حاضر در راستای مبانی تئوریک مبحث تأمین مالی به بررسی ابزارهای نوین تأمین مالی و راهکارهای اجرایی نمودن آن در بانک تجارت پرداخته است. هدف اصلی تحقیق شناسایی انواع ابزارهای نوین تأمین مالی در بانک تجارت است. جامعه آماری پژوهش حوزه ستادی، روسا و معاونین بانک تجارت و نمونه آماری پژوهش مصاحبه با ۹۰ نفر کارشناس است. قلمرو زمانی مطالعه از شهریور ۱۳۹۲ تا پایان بهمن ۱۳۹۲ می باشد. 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 شد. با بررسی فرضیه‌ها در این پژوهش از نرم‌افزار SPSS 18 تجزیه و تحلیل‌ها نشان داد که از نظر پاسخ‌دهندگان تمامی ابزارهای نوین بانکی قابلیت اجرایی را دارا هستند.

واژه‌های کلیدی: تأمین مالی، ابزارهای نوین، بانک تجارت.

طبقه بندی JEL: G21, E44, E52

۱- دانشیار و عضو هیئت علمی دانشگاه آزاد اسلامی واحد اسلامشهر، (نویسنده مسئول) ali35091@yahoo.com

۲- کارشناس ارشد حسابداری.

## ۱- مقدمه

وجود ابزارهای مالی گوناگون در بازار اوراق بهادار، انگیزش و مشارکت بیشتر مردم را در تأمین منابع مالی فعالیت‌های اقتصادی درازمدت 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 بانک‌ها و مؤسسه‌های مالی مختلف می‌توانند از آن‌ها برای تأمین مالی شرکت‌ها 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 راکد 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، ۱۳۸۷).

مصرف منابع، به‌کارگیری آن‌ها در فعالیت‌های مختلف اقتصادی جامعه، اعم از تجاری و تولیدی است. در سیستم بانکداری متعارف، عمده موارد مصرف منابع بانک‌ها اعطای اعتبارات، وام‌های تولیدی و صنفی به اشخاص حقیقی و حقوقی، تنزیل اسناد تجاری و مشارکت در سرمایه مؤسسات تولیدی و خدماتی می‌باشد. روش‌های متفاوتی برای تأمین منابع مالی فعالیت‌های تجاری وجود دارد که بانک‌ها و موسسات مالی مختلف می‌توانند از آن‌ها برای تأمین مالی شرکت‌ها استفاده نمایند؛ و یکی از پیش‌شرط‌های اساسی موفقیت در کسب‌وکار، دسترسی به منابع مالی کافی، مدیریت صحیح منابع مالی و استفاده بهینه از آن‌ها است. روش‌های تأمین مالی به دو نوع کلی (۱) مبتنی بر بدهی و (۲) مبتنی بر سرمایه تقسیم می‌شود. برای تأمین مالی، شناخت دقیق منابع مالی و ویژگی‌های حاکم بر آن‌ها و هم‌چنین شناخت مصارف مالی مورد نیاز، ضرورت دارد. آورده سهامداران در پیشبرد فعالیت‌های پروژه مصرف و سود حاصل نیز تماماً در آینده، بین سهامداران توزیع می‌گردد (ادوارد و همکاران، ۲۰۰۵). به این ترتیب، به نظر می‌رسد همان‌گونه که شرکت‌ها برای تأمین منابع مالی خود باید از روش‌های تأمین مالی متفاوتی با توجه به عواملی هم‌چون هزینه تأمین مالی، ریسک و بازده و غیره استفاده کنند، بانک‌ها نیز باید عواملی هم‌چون 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 بانک تجارت می‌باشد. برای دستیابی به این منظور ما در نظر داریم ابزارهایی هم‌چون انواع صکوک، اوراق رهنی، اوراق آتی، اوراق مشتقه بازار سهام، گواهی‌های سپرده و اوراق مشارکت را از جهات یادشده مورد بررسی قرار دهیم.

## ۲- دیدگاه کلی در ارتباط با تأمین مالی

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 (کاشانی پور و یانسی، ۱۳۸۹). بیش از دو دهه گذشته، آزادسازی بازار به عنوان یک مسئله عمده تأثیرگذار بر کسب‌وکار بین‌المللی، پدیدار شد. پس از سال‌ها دخالت زیاد دولت‌ها در عرصه اقتصاد، اجماع کلی به منظور نقش بیشتر بخش خصوصی در دستیابی به رشد اقتصادی پویا، به دست آمد. به عنوان یک نتیجه، اکثر کشورهای در حال توسعه، برنامه‌های اصلاح بازار را باهدف احیای توسعه اقتصادی پایدار و ایجاد رشد، مطرح ساخته‌اند. برنامه اصلاحات بر چهار عامل کلیدی متمرکز شده بود: آزادسازی سرمایه‌گذاری‌های مستقیم خارجی، چارچوب نظارتی قانونمند، ارتقا زیرساخت‌های فیزیکی، ثبات اقتصادی شامل کاهش در کسری بودجه، بازسازی شرکت‌های دولتی و خصوصی. یکی از دلایل متعدد تغییر سیاست‌ها آن است که بحران بدهی در اوایل سال ۱۹۸۰ منجر به کاهش میزان کل سرمایه‌های استقراری در دسترس کشورهای در حال توسعه شده بود و برای برخی از کشورهای در حال توسعه به شدت بدهکار، منجر به کمبود مطلق سرمایه‌های استقراری جدید گردید (بوآتنگ، ۲۰۰۲).

## ۳- روش‌های تأمین مالی

### صکوک ابزاری نوین برای تأمین مالی

ابزارهای بدهی اسلامی معمولاً اشاره به صکوک داشتند. صکوک یکی 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 (گزارش صکوک جهانی ۲۰۱۱). 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 فهرست‌داری را کاهش می‌دهند (گودلوسکی و همکاران، ۲۰۱۱). 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 همکاران، ۲۰۱۲).

### 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 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 (سازمان بورس و اوراق بهادار، ۱۳۸۷). 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 (کاوند و همکاران، ۱۳۹۰).

### 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. هم‌اکنون 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 (معصومی نیا و شهیدی نسب، ۱۳۸۹).

### 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 این گونه اوراق دارای سابقه طولانی است؛ ولی از دهه هفتاد قرن بیستم و ریسکی تر 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 تفوی، به طور جدی مورد توجه اداره کنندگان 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 هم اکنون به دادوستد این اوراق مشغول هستند (هرتل، ۲۰۰۸).

### 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 اولین بار در سال ۱۹۲۷ در آمریکا برای کمک به سرمایه‌گذاران آمریکایی در جهت خرید سهام شرکت‌های غیر آمریکایی ایجاد شد. از آن زمان، گواهی سپرده به عنوان ابزار منعطف و پذیرفته‌شده‌ای رشد یافته و برای ناشران امکان دسترسی به سرمایه‌گذاران خارجی را فراهم نموده است. داده‌های تاریخی، به رشد استفاده از این ابزار در سطح بین‌المللی گواهی می‌دهند. بر اساس آمارهای فدرال رزرو، کل سرمایه‌گذاری آمریکایی‌ها در سهام غیر آمریکایی شامل گواهی سپرده و سهام غیر آمریکایی در طی ۱۶ سال رشد فزاینده‌ای را تجربه نمود، از ۲۷۹ میلیارد دلار در سال ۱۹۹۱ به ۴۰۱ تریلیون دلار در فصل اول سال ۲۰۰۷ رسید. گواهی سپرده می‌تواند یکی از عوامل این رشد باشد (برارنیادی، ۱۳۸۷). گواهی سپرده ابزار قابل 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.

### 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 می‌رسد مشکل شرعی اوراق قرضه برای اوراق مشارکت وجود نداشته باشد (فطرس و محمودی، ۱۳۸۷). 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 بازخريد است و پیش از زمان سررسید فقط قابلیت معامله در بازار ثانویه را دارد، ولی اوراق مشارکت در هر زمان قابل بازخريد 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 بازخريد کنند و در بهترین شرایط تنها با به ثمر نشستن سرمایه‌گذاری و در زمان سررسید اوراق می‌توانند آن‌ها را بازخريد کنند (سروش، ۱۳۸۷).

#### ۴- پیشینه تحقیق

تقوی و لطفی (۱۳۸۳) به بررسی اثرات سیاست پولی بر حجم سپرده‌ها، تسهیلات اعطایی و نقدینگی نظام بانکی کشور (طی سال‌های ۱۳۸۲-۱۳۷۴) پرداختند. آن‌ها اظهار داشتند سیاست‌های پولی از کانال‌های مختلفی مانند نرخ بهره، نرخ ارز و کانال اعتباری، بر اقتصاد کشور تأثیر می‌گذارند. بر اساس نمونه تخمین زده‌شده، نرخ رشد GDP حقیقی اثر منفی بر نرخ رشد حجم سپرده‌ها و نرخ رشد مانده تسهیلات اعطایی داشته است، اما تأثیر آن بر نقدینگی بانک‌ها مثبت بوده است. در نهایت، در سال‌های مورد بررسی رابطه مثبتی میان نرخ تورم و نرخ رشد سپرده‌ها و نرخ رشد نقدینگی نظام بانکی کشور وجود داشته است اما در همین سال‌ها، رابطه میان نرخ تورم و نرخ رشد مانده تسهیلات نظام بانکی منفی بوده است. معصومی نیا (۱۳۸۵) بررسی فقهی ابزارهای مشتقه را مطالعه کرد. در حقیقت این مقاله ابزارهای مشتقه را با نگرش فقهی بررسی می‌نماید. وی نتیجه گرفت که مشتقات برای مدیریت ریسک ابداع شدند؛ اما بورس بازان نیز برای کسب سود از آن‌ها استفاده می‌کنند. مشتقات را می‌توان به چهار قسم قراردادهای آتی خاص، قراردادهای آتی یکسان، اختیار معامله‌ها و معاوضات تقسیم نمود. بیشتر صاحب‌نظران برای بیان حکم شرعی این ابزارها آن‌ها را غیر مشروع دانسته‌اند. گروه کمی هم به تصحیح آن‌ها رأی داده‌اند. در این مقاله عمده

دلایل هر دو گروه بررسی و مقتضای تحقیق این شد که می‌توان راه‌های شرعی مناسبی برای تصحیح بیشتر اقسام قراردادهای آتی و اختیار معامله یافت؛ اما ابزارهایی از قبیل قراردادهای آتی شاخص سهام، اختیار معامله روی شاخص و سوآپ‌های رایج غیرقابل تصحیح هستند.

فطرس و محمودی (۱۳۸۷) به مطالعه صکوک، ابزاری مناسب برای جانشینی اوراق قرضه پرداختند. نتایج به دست آمده در این مطالعه نشان می‌دهد که صکوک ابزاری جدید، آزمون شده و مناسب برای فرآیند تأمین مالی، هم برای شرکت‌های دولتی و هم برای شرکت‌های غیردولتی، است. ضمن اینکه صکوک ابزاری قانونی، مقبول و کارآ است که امکان به‌کارگیری آن در ایران فراهم است، هر چند احتیاج به فراهم کردن زیرساخت‌هایی دارد که به طور خلاصه عبارت‌اند از استاندارد کردن دارایی‌های مورد استفاده در صکوک و فرآیند ارزیابی آن‌ها، تسهیل امور مربوط به انتشار و رتبه‌بندی اوراق صکوک و ایجاد مؤسسات رتبه‌بندی و ایجاد بازار ثانویه مناسب برای خرید و فروش اوراق صکوک و تسهیل نقد شوندگی آن‌ها.

فرجی و فراهانی (۱۳۹۰) به بررسی ابزارهای نوین تأمین مالی: کاربرد اوراق قرض‌الحسنه، مراحه، اجاره و استصناع (سفارش ساخت) در سیستم بانکی پرداختند. در این مقاله به منظور تأمین مالی و افزایش نقدینگی و اصلاح ساختار ترازنامه بانک‌ها بر پایه اصول و موازین حاکم بر بانکداری اسلامی، ابزارهای جدید و نوین تأمین مالی در قالب اوراق قرض‌الحسنه به عنوان ابزار غیرانتفاعی و اوراق مراحه، اجاره، استصناع (سفارش ساخت) به عنوان ابزارهای انتفاعی با بازدهی معین معرفی شده و مزایا و فرآیند اجرایی هر یک از ابزارها به تفکیک به منظور پیاده‌سازی در بانک‌ها و مؤسسات مالی تشریح شد. آن‌ها بر این عقیده بودند که استفاده از ابزارهای تأمین مالی مزایای بسیاری برای بانک‌ها و مؤسسات مالی از جمله افزایش نقدینگی، بهبود مدیریت ریسک، افزایش در تنوع منابع تأمین مالی، افزایش ثروت سهامداران، بهبود بخشیدن به توان بانک برای تطابق سررسید دارایی‌ها و بدهی‌ها، بهبود نسبت‌های مالی، کسب درآمد از طریق ایفای نقش عامل و آزادسازی منابع مالی بانک‌ها به منظور اعطای تسهیلات به بخش‌های سودآور و... در بردارد.

هنکه و همکاران (۱۹۹۸) به مطالعه تأمین امنیت اعتبار و اوراق مشتقه: ابزارهای مالی و مدیریت ریسک اعتباری فهرست وام تجاری بازار واسطه پرداختند. آن‌ها بر این عقیده بودن که در سال‌های اخیر، توسعه بازارها برای تأمین امنیت اعتبار و اوراق مشتقه ابزارهای جدید مدیریت ریسک اعتبار را مهیا کرده است. با این حال در بخش بیان شده بازار، مسایل انتخاب مغایر و مشکل‌هایی با خطر اخلاقی کاملاً شدید هستند. کاربرد بالقوه و موفق تأمین امنیت اعتبار و اوراق مشتقه برای مدیریت ریسک اعتبار فهرست تجاری وام تجاری بازار میانی وابسته به توسعه ساختارهای محرک-سازگار است که مسایل انتخاب مغایر و مشکل‌هایی با خطر اخلاقی را حل کنند یا حداقل سبک نمایند.

شاو و همکاران (۲۰۰۷) به بررسی اثرات اوراق مشتقه بر روی ساختار ریسک، سرمایه و وام‌دهی بانک-های آمریکا پرداختند. نتایج آن‌ها پیشنهاد می‌کنند که اوراق مشتقه ابزارهای مفید و انعطاف‌پذیری در نرم-افزارهای کاربردی مدیریت ریسک بانک‌ها می‌باشند. با اتکا بر استراتژی، اوراق مشتقه‌ی به بانک اجازه می-



دهند تا ریسک را با خرید پشتیبان عدم پرداخت را کاهش دهند یا ریسک را افزایش دهند و درآمد پایه مضاعفی را بوسیله فروش پشتیبان عدم پرداخت تولید نمایند.

ذکریا (۲۰۱۲) این محقق به بررسی صکوک، دسته‌بندی و خطر عدم پرداخت بدهی پرداخت. او اظهار داشت 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 می‌باشد. رشد و پذیرش صکوک طی سال‌ها و در سراسر جهان پایدار و ماندگار هستند. با این حال تعداد فزاینده‌ی صکوک پرداخت‌نشده با یکی از نگرانی‌ها باشند چون این مطلب دقیقاً مرتبط با ریسک اعتبار می‌باشد. انتشار صکوک هنوز نیاز دارد تا متحمل یک فرآیند درجه‌بندی مشابهی مثل سایر اوراق قرضه شود. از طریق این ارزیابی درجه‌بندی اعتبار، از یک طرف، صکوک ممکن است به اندازه ابزارهای اعتبار موقت سایر بدهی‌های قراردادی دیده شوند. 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 رو 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.

#### ۵- روش‌شناختی پژوهش

در مجموع اینکه، چنانچه طبقه‌بندی تحقیقات بر حسب هدف را مد نظر قرار دهیم، تحقیق حاضر در زمره تحقیقات کاربردی قرار دارد، چنانچه طبقه‌بندی انواع تحقیقات بر اساس ماهیت و روش را مدنظر قرار گیرد، روش تحقیق حاضر از لحاظ ماهیت در زمره تحقیقات توصیفی و غیرآزمایشی (میدانی و پیمایشی) قرار داشته و از نظر روش نیز در دسته تحقیقات همبستگی محسوب می‌گردد. ضمن اینکه در فرآیند این تحقیق از روش‌های کتابخانه‌ای و میدانی نیز به عنوان اجزاء جدانشدنی تحقیقات علمی بهره‌برداری شده است.

#### فرضیه اصلی

بررسی انواع ابزارهای نوین تأمین مالی و ارائه راهکارهای اجرایی نمودن آن در بانک تجارت است.

فرضیه‌های فرعی عبارت‌اند از:

- صکوک به عنوان یکی از ابزارهای نوین تأمین مالی نقش بسزایی در تأمین مالی بانک تجارت دارد.
- اوراق رهنی به عنوان یکی از ابزارهای نوین تأمین مالی نقش موثری در تأمین مالی بانک تجارت دارد.
- اوراق آتی در تأمین مالی بانک تجارت به عنوان یکی از ابزارهای نوین تأمین مالی نقش داشته است.
- اوراق مشتقه نقش انکارناپذیری در تأمین مالی فعالیت‌های بانک تجارت دارد.

- گواهی سپرده به عنوان یکی از ابزارهای نوین تأمین مالی نقش ویژه‌ای در تأمین مالی بانک تجارت داشته است.
- اوراق مشارکت به عنوان یکی از ابزارهای نوین تأمین مالی نقش بسزایی در تأمین مالی بانک تجارت داشته‌اند.

### جامعه و نمونه

جامعه آماری این پژوهش شامل کارکنان حوزه ستادی، مدیریت امور مالی، مدیریت امور اعتباری، اداره سرمایه‌گذاری، اداره تشکیلات و روش‌ها، اداره مطالعات ریسک و برنامه‌ریزی استراتژیک، مدیران و معاونین بانک تجارت شعبات استان تهران هستند. علاوه بر این برای انجام این تحقیق تعدادی از این بانک‌ها را به صورت نمونه‌ای مورد بررسی قرار گرفته است. برای محاسبه حجم نمونه از فرمول کوکران استفاده شده است. در این تحقیق جهت اطمینان ۱۰ درصد بیش از حجم نمونه برآورد شده انتخاب شد که پس از حذف پرسشنامه‌های ناقص و داده‌های پرت این تعداد به حدود ۹۰ پرسشنامه رسیده است. محاسبه حجم نمونه با این فرمول نیازمند آماره‌های مختلفی از جمله واریانس متغیر اصلی تحقیق (متغیر وابسته) می‌باشد که این مقدار را حداکثر مقدار آن (۰/۵) انتخاب کرده‌ایم.

$$n = \frac{Nz^2pq}{Nd^2 + z^2pq}$$

در فرمول فوق معمولاً  $Z$  استاندارد برابر با ۱,۹۶ می‌باشد. حداکثر اشتباه مجاز ( $d$ ) معادل ۰/۰۵، ضریب اطمینان ۰/۹۵،  $t = 1/96$  و مقادیر  $p$  و  $q$  نیز هر کدام معادل ۰/۵ و حجم جامعه  $N =$  در نظر گرفته می‌شود. مقدار  $P$  برابر با ۰/۵ در نظر گرفته می‌شود. زیرا اگر  $P = 0/5$  باشد  $n$  حداکثر مقدار ممکن خود را پیدا می‌کند و این امر سبب می‌شود که نمونه به حد کافی بزرگ باشد (سرمد و همکاران، ۱۳۸۸).

### متغیرهای تحقیق

ابزاری که در این تحقیق برای جمع‌آوری اطلاعات و داده‌ها مورد استفاده قرار گرفته، پرسشنامه است. پرسشنامه دارای سؤالات کلی است که بعضی از آن‌ها شامل چندین سؤال می‌باشند و در مجموع پاسخ‌دهندگان می‌بایست به ۳۰ سؤال پاسخ می‌دادند. اما ابزار اندازه‌گیری این تحقیق (پرسش‌نامه) با دقت زیاد و با مراجعه به کتب مربوطه و هم‌چنین پس از مشاوره و مصاحبه با نظر اساتید راهنما و مشاور و ابهام‌زدایی از سؤالات و انجام اصلاحاتی در آن و پس از تأیید نهایی، تکثیر و بین افراد توزیع شد. ضمن اینکه در این تحقیق پایایی پرسشنامه یا قابلیت اعتماد آن با استفاده از روش اندازه‌گیری آلفای کرونباخ محاسبه شده که به صورت زیر می‌باشد:

جدول (۱) آلفای کرونباخ برای هر یک از متغیرها

ردیف	شاخص	ضریب پایایی
۱	صکوک	.865
۲	اوراق رهنی	.825
۳	اوراق آتی	.792
۴	اوراق مشتقه	.875
۵	گواهی سپرده	.885
۶	اوراق مشارکت	.900
۷	شاخص پایایی کل	.918

#### ۶- تجزیه و تحلیل داده‌ها

##### آزمون فرضیه اول

$H_0$ : صکوک به عنوان یکی از ابزارهای نوین تأمین مالی نمی‌تواند نقش بسزایی در تأمین مالی بانک تجارت داشته باشد.

$H_1$ : صکوک به عنوان یکی از ابزارهای نوین تأمین مالی می‌تواند نقش بسزایی در تأمین مالی بانک تجارت داشته باشد.

جدول (۲) نتایج مربوط به آزمون تی تک نمونه‌ای

مؤلفه	میانگین	انحراف استاندارد	df	Sig.
صکوک	۲,۶۵۹	۰,۶۶۵	۸۹	*.۰۰۰

\*سطح خطای یک درصد

به دلیل اینکه سؤالات پرسشنامه دارای پنج گزینه برای انتخاب بوده است، میانگین فرضی برای هر سؤال در این مرحله عدد «سه» قرار گرفته است که با مقایسه نتایج به دست آمده از مشتریان بانک‌های تجارت با میانگین فرضی، می‌توان گفت که تفاوت معناداری (سطح معناداری کوچک تر از یک درصد) بین آماره به دست آمده از پژوهش و میانگین فرضی وجود دارد. بر این اساس فرض  $H_0$  رد می‌شود و فرضیه  $H_1$  پذیرفته می‌شود؛ بنابراین می‌توان گفت، صکوک به عنوان یکی از ابزارهای نوین تأمین مالی می‌تواند نقش بسزایی در تأمین مالی بانک تجارت داشته باشد.

##### آزمون فرضیه دوم

$H_0$ : اوراق رهنی به عنوان یکی از ابزارهای نوین تأمین مالی نمی‌تواند نقش بسزایی در تأمین مالی بانک تجارت داشته باشد.

$H_1$ : اوراق رهنی به عنوان یکی از ابزارهای نوین تأمین مالی می‌تواند نقش بسزایی در تأمین مالی بانک تجارت داشته باشد.

جدول (۳) نتایج مربوط به آزمون تی تک نمونه‌ای

مؤلفه	میانگین	انحراف استاندارد	df	Sig.
اوراق رهنی	۲,۰۵۶	۰,۳۳۹	۸۹	*۰,۰۰۰

\*سطح خطای یک درصد

به دلیل اینکه سؤالات پرسشنامه دارای پنج گزینه برای انتخاب بوده است، میانگین فرضی برای هر سؤال در این مرحله عدد «سه» قرار گرفته است که با مقایسه نتایج به دست آمده از مشتریان بانک‌های تجارت با میانگین فرضی، می‌توان گفت که تفاوت معناداری (سطح معناداری کوچک تر از یک درصد) بین آماره به دست آمده از پژوهش و میانگین فرضی وجود دارد. بر این اساس فرض  $H_0$  رد می‌شود و فرضیه  $H_1$  پذیرفته می‌شود؛ بنابراین می‌توان گفت، اوراق رهنی به عنوان یکی از ابزارهای نوین تأمین مالی می‌تواند نقش بسزایی در تأمین مالی بانک تجارت داشته باشد.

#### آزمون فرضیه سوم

$H_0$ : اوراق آتی به عنوان یکی از ابزارهای نوین تأمین مالی نمی‌تواند نقش بسزایی در تأمین مالی بانک تجارت داشته باشد.

$H_1$ : اوراق آتی به عنوان یکی از ابزارهای نوین تأمین مالی می‌تواند نقش بسزایی در تأمین مالی بانک تجارت داشته باشد.

جدول (۴) نتایج مربوط به آزمون تی تک نمونه‌ای

مؤلفه	میانگین	انحراف استاندارد	df	Sig.
اوراق آتی	۲,۱۱۴	۰,۵۲۸	۸۹	*۰,۰۰۰

\*سطح خطای یک درصد

به دلیل اینکه سؤالات پرسشنامه دارای پنج گزینه برای انتخاب بوده است، میانگین فرضی برای هر سؤال در این مرحله عدد «سه» قرار گرفته است که با مقایسه نتایج به دست آمده از مشتریان بانک‌های تجارت با میانگین فرضی، می‌توان گفت که تفاوت معناداری (سطح معناداری کوچک تر از یک درصد) بین آماره به دست آمده از پژوهش و میانگین فرضی وجود دارد. بر این اساس فرض  $H_0$  رد می‌شود و فرضیه  $H_1$  پذیرفته می‌شود؛ بنابراین می‌توان گفت، اوراق آتی به عنوان یکی از ابزارهای نوین تأمین مالی می‌تواند نقش بسزایی در تأمین مالی بانک تجارت داشته باشد.

### آزمون فرضیه چهارم

$H_0$ : اوراق مشتقه به عنوان یکی از ابزارهای نوین تأمین مالی نمی‌تواند نقش بسزایی در تأمین مالی بانک تجارت داشته باشد.

$H_1$ : اوراق مشتقه به عنوان یکی از ابزارهای نوین تأمین مالی می‌تواند نقش بسزایی در تأمین مالی بانک تجارت داشته باشد.

جدول (۵) نتایج مربوط به آزمون تی تک نمونه‌ای

مؤلفه	میانگین	انحراف استاندارد	df	Sig.
اوراق مشتقه	۲,۲۲۷	۰,۶۰۲	۸۹	*۰,۰۰۰

\*سطح خطای یک درصد

به دلیل اینکه سؤالات پرسشنامه دارای پنج گزینه برای انتخاب بوده است، میانگین فرضی برای هر سؤال در این مرحله عدد «سه» قرار گرفته است که با مقایسه نتایج به دست آمده از مشتریان بانک‌های تجارت با میانگین فرضی، می‌توان گفت که تفاوت معناداری (سطح معناداری کوچک تر از یک درصد) بین آماره به دست آمده از پژوهش و میانگین فرضی وجود دارد. بر این اساس فرض  $H_0$  رد می‌شود و فرضیه  $H_1$  پذیرفته می‌شود؛ بنابراین می‌توان گفت، اوراق مشتقه به عنوان یکی از ابزارهای نوین تأمین مالی می‌تواند نقش بسزایی در تأمین مالی بانک تجارت داشته باشد.

### آزمون فرضیه پنجم

$H_0$ : گواهی سپرده به عنوان یکی از ابزارهای نوین تأمین مالی نمی‌تواند نقش بسزایی در تأمین مالی بانک تجارت داشته باشد.

$H_1$ : گواهی سپرده به عنوان یکی از ابزارهای نوین تأمین مالی می‌تواند نقش بسزایی در تأمین مالی بانک تجارت داشته باشد.

جدول (۶) نتایج مربوط به آزمون تی تک نمونه‌ای

مؤلفه	میانگین	انحراف استاندارد	df	Sig.
گواهی سپرده	۱,۹۹۶	۰,۴۷۷	۸۹	*۰,۰۰۰

\*سطح خطای یک درصد

به دلیل اینکه سؤالات پرسشنامه دارای پنج گزینه برای انتخاب بوده است، میانگین فرضی برای هر سؤال در این مرحله عدد «سه» قرار گرفته است که با مقایسه نتایج به دست آمده از مشتریان بانک‌های تجارت با میانگین فرضی، می‌توان گفت که تفاوت معناداری (سطح معناداری کوچک تر از یک درصد) بین

آماره به دست آمده از پژوهش و میانگین فرضی وجود دارد. بر این اساس فرض  $H_0$  رد می‌شود و فرضیه  $H_1$  پذیرفته می‌شود؛ بنابراین می‌توان گفت، گواهی سپرده به عنوان یکی از ابزارهای نوین تأمین مالی می‌تواند نقش بسزایی در تأمین مالی بانک تجارت داشته باشد.

#### آزمون فرضیه ششم

$H_0$ : اوراق مشارکت به عنوان یکی از ابزارهای نوین تأمین مالی نمی‌تواند نقش بسزایی در تأمین مالی بانک تجارت داشته باشد.

$H_1$ : اوراق مشارکت به عنوان یکی از ابزارهای نوین تأمین مالی می‌تواند نقش بسزایی در تأمین مالی بانک تجارت داشته باشد.

جدول (۷) نتایج مربوط به آزمون تی تک نمونه‌ای

مؤلفه	میانگین	انحراف استاندارد	df	Sig.
اوراق مشارکت	۱,۲۵	۰,۳۳۷	۸۹	*۰,۰۰۰

\*سطح خطای یک درصد

به دلیل اینکه سؤالات پرسشنامه دارای پنج گزینه برای انتخاب بوده است، میانگین فرضی برای هر سؤال در این مرحله عدد «سه» قرار گرفته است که با مقایسه نتایج به دست آمده از مشتریان بانک‌های تجارت با میانگین فرضی، می‌توان گفت که تفاوت معناداری (سطح معناداری کوچک تر از یک درصد) بین آماره به دست آمده از پژوهش و میانگین فرضی وجود دارد. بر این اساس فرض  $H_0$  رد می‌شود و فرضیه  $H_1$  پذیرفته می‌شود؛ بنابراین می‌توان گفت، اوراق مشارکت به عنوان یکی از ابزارهای نوین تأمین مالی می‌تواند نقش بسزایی در تأمین مالی بانک تجارت داشته باشد.

#### ۷- نتیجه‌گیری و پیشنهادها

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 نگاه‌های 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 دست‌های دیگر و با توسعه بازارهای مالی در دنیا روزبه‌روز 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. در مجموع نتایج به دست آمده به صورت زیر می‌باشد:

**فرضیه اول:** طبق نتایج حاصل از آزمون فرضیه‌ها ما دریافتیم که صکوک به عنوان یکی از ابزارهای نوین تأمین مالی می‌تواند نقش بسزایی در تأمین مالی بانک تجارت داشته باشد. در همین راستا ذکر یا و همکاران (۲۰۱۲) و 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 می‌باشد. رشد و پذیرش صکوک طی سال‌ها و در سراسر جهان پایدار و ماندگار هستند. حسن فطرس و همکاران (۱۳۸۷) و سروش (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 به‌کارگیری این ابزار جدید مالی در اقتصاد ایران تأکید کردند.

**فرضیه دوم:** طبق نتایج حاصل از آزمون فرضیه‌ها ما دریافتیم که اوراق رهنی به عنوان یکی از ابزارهای نوین تأمین مالی می‌تواند نقش بسزایی در تأمین مالی بانک تجارت داشته باشد. در همین راستا، سعیدی (۱۳۸۸) بر این عقیده است که با توجه به سیستم اقتصادی کشور و فضای حاکم بر بانک‌های کشور که عمده تأمین مالی آن‌ها از طریق سپرده‌ها است، بانک‌ها می‌توانند از اوراق رهنی به عنوان ابزاری پیشرفته جهت تأمین مالی خود بهره ببرند. علاوه بر این، مارتلینی و همکاران (۲۰۰۳) نیز اعلام کردند که بانک‌ها 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 رهنی یکی از مهم‌ترین این ابزارها می‌باشد.

**فرضیه سوم:** عزیزی (۱۳۷۷) بر این عقیده بود که اوراق آتی می‌تواند به عنوان ابزاری برای تأمین مالی بانک‌ها مورد استفاده قرار بگیرد. 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 انجام‌شده به نظر نمی‌رسد تحقیقات زیادی در این زمینه انجام شده باشد.

**فرضیه چهارم:** طبق نتایج حاصل از آزمون فرضیه‌ها ما یافتیم که اوراق مشتقه به عنوان یکی از ابزارهای نوین تأمین مالی می‌تواند نقش بسزایی در تأمین مالی بانک تجارت داشته باشد. نتایج تحقیق هنکه و همکاران (۱۹۹۸) و شاو و همکاران (۲۰۰۷) نیز همانند تحقیق حاضر نشان دادند که اوراق مشتقه می‌تواند باری تأمین مالی در شرکت‌ها و سازمان‌های مختلف مورد استفاده قرار بگیرد. هرتل (۲۰۰۸) نیز اعلام کرد که بازارهای وسیعی به وجود آمد که این بازارها هم اکنون به دادوستد اوراق مشتقه مشغول می‌باشند. علاوه بر این، سروش (۱۳۸۶) و معصومی نیا (۱۳۸۷) بر تأمین مالی از طریق اوراق مشتقه صحه گذاشته‌اند.

**فرضیه پنجم:** برارنیادبی (۱۳۸۷) اظهار داشت که گواهی سپرده به ناشران فرصت انعطاف‌پذیری در تأمین مالی و ضرورت دستیابی به اهداف استراتژیک را می‌بخشد. 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 به عنوان یکی از ابزارهای نوین تأمین مالی می‌تواند نقش بسزایی در تأمین مالی بانک تجارت داشته باشد.

**فرضیه ششم:** طبق نتایج حاصل از آزمون فرضیه‌ها ما یافتیم که اوراق مشارکت به عنوان یکی از ابزارهای نوین تأمین مالی می‌تواند نقش بسزایی در تأمین مالی بانک تجارت داشته باشد. در همین راستا سروش (۱۳۸۷) و حسن فطرس و همکاران (۱۳۸۷) بر این عقیده بودند این اوراق می‌تواند به عنوان ابزاری برای تأمین مالی سازمان‌ها مورد استفاده قرار بگیرد اما به تنهایی کفایت نمی‌کند و می‌توان از آن به عنوان ابزاری مکمل و در کنار دیگر ابزارها برای تأمین مالی مورد استفاده قرار بگیرد.

## ۸- راهکارهای اجرایی

اغلب صاحب‌نظران حوزه بانکداری اذعان دارند که نظام بانکی در پیاده‌سازی عقود مشارکتی که در بسیاری از متون علمی به عنوان شاخصه نظام بانکی اسلامی از آن یاد می‌شود، عملکرد قابل قبولی از خود نشان نداده است. چرا که از زمان تصویب قانون بانکداری بدون ربا در مورخ ۱۳۶۲/۶/۱۰ نزدیک به سه دهه می‌گذرد. طی این دوره، اجرای دقیق و کامل قانون پیش گفته با مشکل‌هایی همراه بوده است که مسئولان ذیربط و سیاست‌گذاران این عرصه همواره کوشیده‌اند تا با تشکیل کارگروه‌های گوناگونی به حل این مشکل‌ها بپردازند؛ اما در این قسمت تلاش می‌کنیم تا راهکارهایی برای اجرایی ساختن ابزارهای نوین تأمین که در این تحقیق مدنظر ما بود بپردازیم. بر این اساس می‌توان این موارد را به عنوان راهکارهای اجرایی در نظر گرفت:

- یکی از مشکلات صدور صکوک این است که حتماً باید یک موسسه واسطه بین سرمایه‌گذار و سرمایه‌پذیر وجود داشته باشد که این امر فرایند سرمایه‌گذاری را بسیار پیچیده می‌کند به طور کلی یکی از بزرگ‌ترین مشکلات صدور اوراق صکوک پیچیدگی فرایند آن است. می‌توان با ادغام سهام ممتاز بدون حق رای و اوراق قرضه قراردادی و با توجه به استاندارد AAOIFIS FAS 17 اقدام به انتشار نوعی از اوراق بهادار در زمره اوراق صکوک نمود و آن را اوراق صکوک ممتاز نامید.
- بانک‌ها با کمک ابزارهای لازم می‌توانند با توجه به محدودیت منابع و با اتکا به مجموعه وثیقه‌های تسهیلات رهنی خود، به انتشار اوراق مشارکت رهنی اقدام نمایند و از راه بازار سرمایه تأمین مالی کنند. به این ترتیب منابع درگیر در تسهیلات رهنی به واسطه استفاده از ابزارهای مناسب مجدداً آزاد شده و منابع جدیدی در اختیار بانک قرار می‌گیرد.
- اکثر تسهیلات اعطایی از طرف بانک‌های بدون ربا قابل تبدیل به اوراق بهادار هستند لیکن از این میان تسهیلات فروش اقساطی و اجاره به شرط تملیک به دلایل زیر از اولویت برخوردارند: این تسهیلات دارای بازدهی ثابت و معین هستند و برای افراد ریسک‌گریز و برای تبدیل کردن دارایی‌های بانکی به اوراق بهادار شروع مناسبی به حساب می‌آیند. در این تسهیلات یا دارایی تا پرداخت آخرین اجاره‌بها در مالکیت بانک می‌ماند یا بانک می‌تواند معادل آن را به عنوان رهن



دریافت نماید، بنابراین، این تسهیلات از کمترین ریسک برخوردارند. این تسهیلات دارای زمان‌بندی کاملاً معلوم بوده بانک‌ها می‌توانند متناسب با شرایط بازار، بسته‌های مناسب تسهیلات را از جهت سررسید انتخاب و به بازار عرضه کنند.

- صکوک ممکن است خطر عدم پرداخت بدهی را ترویج کند چون صکوک نیز نیاز دارد تا ارزیابی دسته‌بندی معتبر از دورنماهای پرداختی‌اش در آینده را متحمل شود. حتی گرچه انتشار صکوک به همراه امنیت دارایی می‌آید با این حال هر انتقال منفی ارزیابی دسته‌بندی معتبر خطر عدم پرداخت بدهی را نشان می‌داد.

#### ۹- پیشنهادها

- ✓ پیشنهاد می‌شود بانک‌ها 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 به تنهایی 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.
- ✓ بانک‌ها می‌توانند با (۱) استاندارد کردن دارایی‌های مورد استفاده در صکوک و فرآیند ارزیابی آن‌ها و (۲) تسهیل امور مربوط به انتشار و رتبه‌بندی اوراق صکوک و ایجاد مؤسسات رتبه‌بندی و در نهایت (۳) 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 فرایند 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 بین ارکان اساسی انتشار از اهمیت فراوانی برخوردار است.

## منابع

- ۱) برارنیادی، 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، سال هشتم، شماره ۳۴، صص ۷۸-۵۶.
- ۲) سرمد، زهره، بازرگان، عباس؛ حجازی، الهه، (۱۳۸۰)، روش‌های تحقیق در علوم رفتاری، چاپ پنجم، انتشارات آگاه.
- ۳) سروش، ابودر، (۱۳۸۷)، اوراق مشارکت رهنی ابزاری نوین در تأمین مالی بانک‌ها، فصلنامه علمی پژوهشی اقتصاد اسلامی، سال هشتم، شماره ۲۹، صص ۱۶۳-۱۸۷.
- ۴) سروش، ابودر و کاوند، مجتبی، (۱۳۸۷)، ریسک‌های اوراق رهنی اسلامی و برخی راهکارهای پوشش آن‌ها در ایران، دو فصلنامه علمی پژوهشی جستارهای اقتصادی، سال هشتم، شماره ۱۶، صص ۱۱۷-۱۴۵.
- ۵) سعیدی، علی (۱۳۸۸)، اوراق مشارکت رهنی، راه‌کار تأمین مالی بخش مسکن، مرکز تحقیقات کامپیوتری علوم اسلامی، سال هشتم، شماره ۳۱، صص ۴۳-۵۷.
- ۶) سعیدی، علی و کرد، مجید، (۱۳۸۹)، امکان‌سنجی اقتصادی تبدیل تسهیلات فروش اقساطی به اوراق رهنی (مورد مطالعه: بانک ملی ایران)، فصلنامه علمی پژوهشی اقتصاد اسلامی، سال نهم، شماره ۳۶، صص ۱۴۹-۱۶۲.
- ۷) فرجی، شهرزاد و فراهانی، سمانه، (۱۳۹۰)، ابزارهای نوین تأمین مالی کاربرد اوراق قرض‌الحسنه، مباحثه، اجاره و استنصاع (سفارش ساخت) در سیستم بانکی، اداره تحقیقات و کنترل ریسک بانک سپه.
- ۸) فطرس، محمد حسن و محمودی، حسین، (۱۳۸۷)، صکوک، ابزاری مناسب برای جانشینی اوراق قرضه، فصلنامه علمی پژوهشی اقتصاد اسلامی، سال هشتم، شماره ۲۲، صص ۳۷-۵۰.
- ۹) 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، شماره ۸۶.
- ۱۰) معصومی نیا، غلامعلی، شهیدی نسب، مصطفی، (۱۳۸۹)، بررسی فقهی و اقتصادی ابزار تأمین مالی مشارکت کاهنده، فصلنامه پژوهشی اقتصاد اسلامی، سال نهم، شماره ۳۵، صص ۱۴۲-۱۵۸.
- 11) Alam, N., Hassan, K., Haque, A., (2013), "Are Islamic Bonds different from Conventional Bonds? International Evidence from Capital Market Tests", Accounting and Auditing Organization for Islamic Financial Institutions.
- 12) Godlewski, ., Turk-Ariss, R., (2011), "Do markets perceive sukuk and conventional bonds as different Financing instruments?", BOFIT Discussion Papers.
- 13) Henke, S., Burghof, H., (1998), "Credit Securitization and Credit Derivatives: Financial Instruments and the Credit Risk Management of Middle Market Commercial Loan Portfolios", CFS Working Paper Nr. 98/07.
- 14) Hirtle. B., (2007), "Credit Derivatives and Bank Credit Supply", Federal Reserve Bank of New York Staff Reports, no. 276.

- 15) Shao. Y., Yeager, T., (2007), “ The Effects of Credit Derivatives on U.S. Bank Risk and Return, Capital and Lending Structure”, International Review of Financial Analysis, Vol. 11, n3, 251-278.
- 16) Zakaria, N.B., Isa, M. A., (۲۰۱۳), “The Construct of Sukuk, Rating and Default Risk”, Procedia - Social and Behavioral Sciences 65, 662 – 667.