

## مروری مختصر بر شیوه‌های تامین مالی

مجتبی ابراهیمی رومنجان

گروه حسابداری، واحد فردوس، دانشگاه آزاد اسلامی، فردوس، ایران

Ebrahimi362@yahoo.com

امیر سبزان اسفهرو، احمد مخمل باف، فاطمه عمیدیان

دانشجویان مقطع کارشناسی حسابداری مرکز آموزش عالی علمی کاربردی جهاد دانشگاهی بیرجند، ایران

Ahmadmakhmalbaf@yahoo.com

**چکیده** - تامین منابع مالی به عنوان بازوی توانمند نهادهای مالی و از عوامل مهم در پیشرفت نظام مالی هر کشوری محسوب می‌شوند، امروزه همه نیازهای مالی سرمایه‌گذاران در بازارهای مالی با استفاده از ابزارهای نوین مالی برآورده می‌شوند؛ از این جهت، شناسایی ابزارهای نوین مالی از اهمیت زیادی برخوردار شده است. این مطالعه پس از مروری بر پژوهش‌های صورت گرفته در حوزه تامین مالی به دنبال شناسایی ابزارهای نوین تامین مالی می‌باشد. نتایج به دست آمده در این مطالعه نشان می‌دهد بهینه‌ترین ابزارهای خلاقانه تامین مالی در شرایط کنونی، انتشار اوراق مشارکت و از همه مهم‌تر اوراق بهادار اسلامی (صکوک) است، در حقیقت اوراق بهادار اسلامی در کشورهای اسلامی از مهم‌ترین بازارهای سرمایه محسوب می‌شود، صکوک ابزاری جدید، آزمون شده و مناسب برای فرآیند تامین مالی، هم برای شرکت‌های دولتی و هم برای شرکت‌های غیردولتی است. صکوک می‌تواند به عنوان ابزاری مکمل و یا جانشین اوراق مشارکت برای کنترل نقدینگی باشد. ابزارهای مالی اسلامی جایگزین مناسبی برای ابزارهای مالی غربی می‌باشند. با توسعه ابزارهای مالی اسلامی از یک سو می‌توان فرهنگ اسلامی را در سایر جوامع اشاعه داد و از سوی دیگر می‌توان مردم را به داد و ستد و مبادله با استفاده از ابزارهای مالی مورد علاقه‌شان ترغیب نمود. به این ترتیب وجوه نقد بلا استفاده کمتر شده، سرعت گردش وجوه نقد در اقتصاد کشور بالا رفته و با توجه به سایر مزایای حجم مبادلات بالا و سرعت زیاد گردش وجوه نقد، رشد و شکوفایی در اقتصاد حاصل می‌شود.

**کلید واژه:** تامین مالی، اوراق بهادار اسلامی، صکوک، اوراق مشارکت، بازار سرمایه، اقتصاد.

### مقدمه

تامین مالی، هنر و علم مدیریت وجه نقد است. هدف از تامین مالی، سرمایه‌گذاری، سودآوری، کاهش ریسک و برطرف کردن نیازهای اقتصادی و اجتماعی بنگاه است. سود ناشی از کسب و کار بنگاه، از عوامل مهم تداوم فعالیت بنگاه اقتصادی تلقی گردیده و منبع مهمی برای تامین مالی فعالیت-

های عملیاتی بنگاه در آینده است. از نگرانی‌های بنگاه‌های اقتصادی در جهان، تأمین منابع مطلوب مالی می‌باشد. هر نوع فعالیت نیاز به منابع مالی دارد. درحقیقت، منابع مالی را به شریان حیاتی بنگاه‌های اقتصادی و سازمان‌های کوچک و بزرگ تشبیه کرده‌اند (paramasivan, 2008). از این رو مؤسسات و بنگاه‌های اقتصادی به ویژه فعالان در بخش صنعت، برای ادامه‌ی حیات و فعالیت‌های تولیدی خود و همچنین توسعه‌ی فعالیت‌ها، به سرمایه‌های کلان نیاز دارند. همچنین، این مؤسسات و بنگاه‌های اقتصادی برای تأمین سرمایه‌ی مورد نیاز خود وابستگی شدیدی به بازارهای مالی دارند. نقش این بازارها در اختیار گذاشتن سرمایه‌های لازم برای مؤسسات و شرکت‌ها است. یکی از نکات اساسی مورد توجه مدیران مالی بنگاه‌های اقتصادی، روش‌ها و میزان تأمین مالی است (ابزری، ۱۳۸۶).

امروزه دستیابی به منابع مالی ارزان و مناسب یکی از مهمترین دغدغه‌های مدیران و سیاست‌گذاران اقتصادی است. این موضوع نه تنها برای واحدهای در شرف تأسیس بلکه برای واحدهای موجود نیز به صورت معناداری مصداق می‌یابد که به نوعی مبین طرف تقاضای سرمایه‌گذاری است. از سوی دیگر در طرف عرضه نیز پیشرفت‌های قابل توجهی صورت گرفته است که نتیجه آن ابزارها و روش‌های مختلف تأمین مالی موجود می‌باشد. به عبارت دیگر از آنجا که بنگاه‌ها با توجه به شرایط و ویژگی‌های خاص خود متقاضی جذب سرمایه با شرایط مختلف می‌باشند، روش‌های متعددی نیز جهت ارائه منابع مالی پیشنهاد و در دستور کار قرار گرفته است. همزمان معرفی و ظهور روش‌های متنوع تأمین مالی اسلامی طی سال‌های اخیر باعث گردیده نه تنها در کشورهای اسلامی، بلکه در کشورهای غیر اسلامی نیز گزینه‌های اسلامی شدیداً مورد توجه قرار گیرند (مزینی، ۱۳۹۰).

پیشرفت در صنعت هر کشور و رشد تولیدات، مستلزم برنامه‌های سرمایه‌گذاری کوتاه مدت، میان مدت و بلندمدت است و از طریق آن پشتوانه‌ی عظیمی در اقتصاد هر کشور به دست می‌آید. منابع این سرمایه‌گذاری‌ها از طریق سود انباشته، فروش سهام جدید، تسهیلات بانکی یا به وسیله‌ی ترکیبی از این منابع قابل تأمین است. استفاده از ابزارهای نوین 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 (فرجی، ۱۳۹۰).

در حقیقت یکی از اهداف مهم مدیریت مالی حداکثر نمودن ثروت سهامداران است. از طرفی ایران کشوری در حال توسعه است که جهت نیل به توسعه و پیشرفت نیازمند سرمایه‌گذاری و تشکیل سرمایه در سطوح کلان و خرد است. تامین مالی همواره یکی از دغدغه‌ها و معضلات دولت و بنگاه‌ها در ایران بوده است. ناکارا بودن بازار سرمایه در ایران بر شدت این معضل افزوده است. البته تلاش‌های بسیاری جهت حل این معضل در زمینه‌های مختلف قانونی و زیرساختی صورت گرفته است. یکی از فرصت‌هایی که می‌تواند بر حجم بازار سرمایه و کارایی آن تاثیر بسزایی داشته باشد، تنوع بخشی و توسعه شیوه‌ها و ابزارهای نوین تامین مالی است. بدین منظور، هدف از این مطالعه یافتن راه‌ها و ابزارهای نوین تامین مالی در جهت به حداکثر رسانیدن منافع کشور خواهد بود.

### اهداف استفاده از ابزارهای نوین تامین مالی

راهبرد تامین مالی در شرکت‌ها، از مباحث مهم دانشمندان مالی و حسابداری است. از اهداف مهم تامین مالی، انجام سرمایه‌گذاری در شرکت‌ها برای سودآوری بیشتر است (جهانخانی و کنعانی امیری، ۱۳۸۵). مدیران بنگاه‌های اقتصادی در عصر کنونی، با توجه به محدودیت‌های منابع مالی به ویژه در عرصه تجارت جهانی و تنگ شدن رقابت، تحت فشار فزاینده‌ای قرار دارند تا هزینه‌های عملیاتی و بهای تمام شده را کاهش دهند و کم هزینه‌ترین نوع ساختار سرمایه را برای انجام فعالیت‌های بنگاه اقتصادی در راستای افزایش ارزش بنگاه، پرداخت به موقع بدهی‌ها، تداوم فعالیت و حضور بیشتر در بازارهای داخلی و خارجی برگزینند. این فشارها معمولاً از سوی گروه‌های مختلفی مانند سهامداران، مصرف کنندگان و سایر ذینفعان به مدیران بنگاه‌ها وارد می‌شود. برای دستیابی به اهداف پیش گفته، راهبردهای مدیران، تامین منابع مالی مطلوب با کمترین هزینه برای رشد و توسعه اقتصادی فعالیت‌های بنگاه، افزایش سود و حداکثرسازی ثروت سهامداران، می‌باشد. امروزه ابزارهای نوین تامین مالی عمدتاً، با اهداف زیر مورد بهره‌برداری قرار می‌گیرند:

❖ **افزایش نقدینگی:** با تبدیل دارایی‌ها (تسهیلات) به اوراق بهادار، درآمدهای آتی به حال تبدیل می‌شوند، بنابراین بانک می‌تواند مبالغ فراوانی را به صورت نقدی به دست آورد. این افزایش نقدینگی نه تنها برای بهبود نسبت‌های مالی مانند کفایت سرمایه بانک مفید است بلکه از اضافه برداشت‌های احتمالی از بانک مرکزی که نرخ سود بالایی دارند جلوگیری می‌کند.

❖ **بهبود مدیریت ریسک:** در صورت انتشار اوراق، بانک‌ها، تمام یا بخشی از ریسک‌های موجود در فرآیند اعطای تسهیلات را به افراد دیگری (واسط و سرمایه‌گذاران) منتقل می‌کنند.

❖ **افزایش در تنوع منابع تأمین مالی:** بانک‌ها با استفاده از این ابزارها می‌توانند برای تأمین مالی به بازارهای جدیدی دست یابند و خود را صرفاً محدود به سپرده گذاران نکنند.

❖ **افزایش ثروت سهامداران:** با انتشار اوراق، وجوه حاصله صرف سرمایه‌گذاری در پروژه‌هایی با خالص ارزش فعلی مثبت می‌شود و از این راه ثروت سهامداران بانک افزایش خواهد یافت (سروش، ۱۳۸۷).

❖ **بهبود بخشیدن به توان بانک برای تطابق سررسید دارایی‌ها و بدهی‌ها:** بانک‌ها همواره از این طریق می‌توانند بدهی‌هایشان را تا سررسید مقرر، تأمین مالی کنند.

❖ **بهبود نسبت‌های مالی:** بانک‌ها از این طریق، بدون اینکه سرمایه خود را افزایش دهند، می‌توانند دارایی‌های نقد را افزایش داده و با استفاده از این منابع، تسهیلات مجدد اعطا نموده و به سود خود بیافزاید (فرجی، ۱۳۸۹).

در نهایت می‌توان گفت: مدیریت، سرمایه و تکنولوژی ارکان مهم کسب و کار هستند که برخورداری از آنها می‌تواند امکان استفاده از موقعیت‌های بازار را فراهم نماید. در این بین، تأمین سرمایه می‌تواند مدیریت، نحوه اجرا و در نهایت سودآوری پروژه‌های مختلف را تحت تاثیر خود قرار دهد. بنابراین شناخت روش‌های مختلف تأمین مالی و عوامل موثر بر انتخاب هر کدام از این روش‌ها اهمیت بسیاری خواهد داشت.

### طبقه‌بندی شیوه‌های مختلف تأمین مالی

یکی از تصمیماتی که مدیران واحد اقتصادی به منظور حداکثر ساختن ثروت سهامداران اتخاذ می‌نمایند، تصمیمات مربوط به تأمین مالی می‌باشد این نوع تصمیم‌گیری‌ها مربوط به ساختار سرمایه و همچنین تعیین و انتخاب بهترین شیوه تأمین مالی و ترکیب آن می‌باشد. در نتیجه یک مدیر مالی می‌تواند از طریق ایجاد تغییر در مواردی مانند سود هر سهم، خط‌مشی تقسیم سود، زمان‌بندی مدت و ریسک سودآوری و انتخاب شیوه تأمین مالی بر ثروت سهامداران اثر بگذارد. منابع مالی هر واحد اقتصادی از منابع داخلی و خارجی تشکیل شده، منابع داخلی شامل جریان‌های نقدی حاصل از عملیات، وجوه حاصل از فروش دارایی‌ها و منابع خارجی شامل استقراض از بازارهای مالی و انتشار سهام می‌باشد.

کردستانی و نجفی عمران (۱۳۸۹) در پژوهشی با عنوان «بررسی تاثیر روش‌های تأمین مالی بر بازده آتی سهام» در خصوص انواع منابع تأمین مالی اینگونه اظهار نظر نموده‌اند: شرکت‌ها در تصمیمات

تأمین مالی، با دو منبع تأمین مالی داخلی و تأمین مالی خارجی روبرو هستند. وظایف اصلی مدیران، حداکثر کردن ثروت سهامداران است، تأثیر روش‌های تأمین مالی و نحوه مصرف عواید حاصل از این روش‌ها بر بازده آتی سهام، برای آنان از اهمیت بسزایی برخوردار است. همچنین، روش تأمین مالی می‌تواند بر سود هر سهم، ریسک مالی و درصد مالکیت سهامداران، تأثیر بگذارد.

ابری و دیگران (۱۳۸۶) در پژوهشی با عنوان «بررسی و تجزیه و تحلیل روش‌های تأمین مالی شرکت‌های پذیرفته شده بورس اوراق بهادار تهران» انواع منابع مالی را به دو دسته منابع مالی با هزینه و بدون هزینه طبقه‌بندی نمودند.

کاپلان و زینگلز<sup>۱</sup> (۱۹۹۷)، شرکت‌ها را براساس نوع انتخاب روش تأمین منابع مالی داخلی و خارجی به دو گروه سرمایه‌ای و اهرمی طبقه‌بندی نموده‌اند. یک طیف برای تأمین مالی، متمایل به استفاده از سرمایه صاحبان سهام دارند که اصصلاً آن را شرکت‌های سرمایه‌ای می‌گویند. طیف دیگر، شرکت‌هایی هستند که برای تأمین منابع مالی متمایل به ایجاد بدهی هستند که اصصلاً آن را شرکت‌های اهرمی می‌نامند (جهانخانی و کنعانی امیری، ۱۳۸۵).

پژوهش‌های حسابداری، روش‌های تأمین مالی شیوه‌های تأمین مالی بنگاه‌ها را به دو بخش داخلی و خارجی و تأمین مالی بدون هزینه و با هزینه طبقه‌بندی می‌نماید. واحدهای اقتصادی خصوصی و دولتی برحسب اهداف و شرایط، برای انجام فعالیت‌های عملیاتی، همواره ترکیبی از این دو را مورد استفاده قرار می‌دهند.

### الف) تأمین مالی داخلی

یک کسب‌وکار به نوبه خود ظرفیت ایجاد سرمایه توسط خود را داراست. این تأمین مالی برای هر شرکت کوچکی در دسترس است، یک کسب‌وکار کوچک می‌تواند توسط حساب‌های دریافتی شرکت، استفاده از کارت‌های اعتباری، سود انباشته و اجاره به شرط تملک (لیزینگ) منابع مالی مورد نیاز خود را تأمین کند (آقاجانی، ۱۳۹۲). در تأمین مالی طرح‌ها و پروژه‌ها، منابع داخلی شرکت‌ها بدلیل ارزان‌تر بودن، کم ریسک بودن و کم هزینه بودن، از اولویت‌های خاصی برای تخصیص مطلوب منابع به سرمایه‌گذاری‌ها برخوردارند. مدیران بنگاه باید از میزان وجه نقد موجود و سرمایه‌گذاری‌های کوتاه مدت نهایت بهره‌وری را بعمل آورند که برای تداوم عملیات کنونی شرکت نیاز است. برخی مواقع، وجه نقد موجود در بنگاه به تنهایی برای توسعه فعالیت‌های عملیاتی کفایت نمی‌کنند. در نتیجه

1. Kaplan & Zingales

مدیران مجبورند تا پیشنهاد افزایش سرمایه، عدم تقسیم سود، ایجاد ذخایر و پرداخت وام از سوی سهامداران را به مجمع عمومی شرکت ارائه نمایند که از ارزان‌ترین شیوه‌های تأمین مالی است. این روش تأمین مالی بخصوص برای شرکت‌های جوان از بهترین روش‌های ادامه فعالیت و سودآوری می‌باشد که هنوز در جامعه شناخته شده نیستند و با مشکل عدم اعطای تسهیلات با بانک‌ها مواجه هستند.



شکل شماره ۱: طبقه‌بندی شیوه‌های مختلف تامین مالی

انواع روش‌های تأمین مالی داخلی شامل سرمایه و سهام، سود انباشته، سود سهام پرداختنی، اندوخته‌های قانونی و احتیاطی، فروش دارایی‌ها، وام دریافتی از شرکا و حساب جاری شرکا می‌باشد که برای ادامه فعالیت‌های عملیاتی با کمترین هزینه سرمایه مورد استفاده قرار می‌گیرد. معمولاً مدیران و سهامداران بنگاه‌های اقتصادی که در سال‌های اولیه فعالیت خود قرار دارند با مشکل اخذ وام و اعتبار مواجه هستند تأمین مالی داخلی را به دلیل کم هزینه‌ترین بودن به سایر روش‌های تأمین مالی ترجیح می‌دهند. ولی عدم تقسیم سود برای سال‌های متمادی برای سرمایه‌گذاران که به قصد سودآوری در بنگاه سرمایه‌گذاری نموده‌اند نه تنها نارضایتی آنان را به همراه خواهد داشت بلکه انگیزه آنان را نیز برای حفظ سرمایه در بنگاه کاهش می‌دهد. بنابراین مدیران در بلندمدت به سوی تأمین مالی خارج از بنگاه متمایل می‌شوند.

### شیوه‌های تأمین مالی داخلی

۱- **سرمایه و سهام:** طبق ماده ۱ اصلاحیه قانون تجارت مصوب اسفند ماه ۱۳۴۷، سرمایه شرکت‌های سهامی به سهام تقسیم شده است. طبق ماده ۲۴ قانون مذکور سهم قسمتی از سرمایه شرکت سهامی است که مشخص کننده میزان مشارکت، تعهدات و منافع صاحب آن در شرکت می‌باشد. از ابزارهای مهم شرکت‌های سهامی عام برای تأمین منابع مالی، عرضه سهام در بورس اوراق بهادار و فروش آن می‌باشد.

۲- **سود انباشته:** سود انباشته، مهمترین منبع تأمین مالی همه‌ی کشورها به ویژه در انگلستان، کانادا و امریکا است. به طوری که در امریکا و انگلستان بیش از ۷۵ درصد سرمایه‌ی گذاری‌ها از طریق سود انباشته تأمین مالی شده است. شرکت‌ها بخشی از سود خالص خود در پایان سال مالی به عنوان سود نقدی به سهامداران پرداخت نموده و بخش دیگری را تحت عنوان سود انباشته برای افزایش توان عملیاتی، کاهش هزینه‌های تأمین مالی و عدم استقراض از مؤسسات اعتباری در بنگاه نگهداری می‌کنند؛ این مبالغ در حساب سود انباشته در بخش حقوق صاحبان سهام نمایش داده می‌شود. این منابع مالی، صرف انجام سرمایه‌گذاری، تأمین سرمایه در گردش و یا بازپرداخت بدهی‌های شرکت می‌گردد. بنابراین سود انباشته بخشی از سود خالص شرکت است؛ که به دلیل اعمال محدودیت، بطور موقت به سهامداران پرداخت نمی‌شود و انباشته می‌گردد. بنابراین از روش‌های مهم و بدون هزینه تأمین مالی بشمار می‌آید. تأمین مالی از طریق سرمایه و سهام و سود انباشته باعث کاهش ریسک تجاری، اهرم عملیاتی و همچنین کاهش هزینه‌های سرمایه بنگاه می‌گردد.

**۳- سود سهام پرداختنی:** جهانخانی و پارسائیان (۱۳۹۰) به نقل از پی نوو در خصوص سود سهام پرداختنی اینگونه اظهار نظر نموده‌اند: عایدی یا سود هر سهم<sup>۱</sup> از شاخص‌های بسیار مهم مالی است که همواره مورد توجه سرمایه‌گذاران و تحلیل‌گران مالی می‌باشد. سود هر سهم، از تقسیم سود پس از کسر مالیات شرکت، بر تعداد کل سهام، محاسبه می‌شود و نشان دهنده سودی است که شرکت در دوره مشخص به ازای هر سهم عادی بدست آورده است. معمولاً بنگاه‌های اقتصادی بخشی از سود مصوب مجمع عمومی را بعنوان سود تقسیمی هر سهم<sup>۲</sup> به سهامداران پرداخت می‌کنند. البته طبق ماده ۲۴۰ قانون تجارت از زمان اعلام سود تقسیمی توسط مجمع عمومی تا زمان پرداخت این فرآیند حداقل هشت ماه به طول می‌انجامد که این مبلغ نیز می‌تواند بعنوان منبعی بدون هزینه برای برخی از فعالیت‌ها مورد استفاده بنگاه قرار گیرد.

**۴- اندوخته‌های قانونی و احتیاطی:** طبق مفاد قانون تجارت، اندوخته درحقیقت، نوعی محدودیت در تقسیم سود و جزء حقوق صاحبان سهام است. اندوخته به دو نوع اندوخته قانونی و اندوخته اختیاری تقسیم می‌شود. اندوخته قانونی ۵ درصد سود خالص می‌باشد و تا زمانی که به ۱۰ درصد سرمایه برسد انعکاس آن در حقوق صاحبان سهام برای افزایش نقدینگی و همچنین افزایش فعالیت‌های عملیاتی بنگاه‌ها اجباری است.

**۵- فروش دارایی‌ها:** از روش‌های کم هزینه تأمین مالی بنگاه‌های اقتصادی در کوتاه مدت، فروش دارایی‌های مازاد و مستعمل است. چنانچه بنگاه، فروش دارایی‌های ثابت عملیاتی خود را بطور وسیع در دستور کار قرار دهد این تصمیم حاوی پیام نامساعد برای سرمایه‌گذاران و اعتباردهندگان است و در آینده، توان عملیاتی بنگاه را کاهش داده و باز پرداخت بدهی‌های شرکت را با مشکلات جدی یا حتی ابهام مواجه سازد.

**۶- وام دریافتی از شرکا:** از روش‌های تأمین مالی سریع و معمولاً کم هزینه یا بدون هزینه، بخصوص در شرکت سهامی خاص و تضامنی، ورود وجه نقد یا تأمین مالی از طریق، اخذ وام از شرکا یا سهامداران است.

**۷- جاری شرکا:** در برخی بنگاه‌های اقتصادی مانند شرکت‌های تضامنی یا سهامی خاص، به دلیل وجود برخی چالش‌های مالی، شرکا در راستای افزایش توان مالی شرکت از منابع مالی خود، اقدام به

---

1. Earning Per Share (EPS)  
2. Dividend Per Share (DPS)



خرید کالا و خدمات یا پرداخت بدهی به بستانکاران می‌نمایند، این روش نیز نوعی شیوه سریع تأمین مالی و معمولاً بدون هزینه یا کم هزینه تلقی می‌گردد.

**۸- حقوق و دستمزد پرداختنی:** این گروه از بدهی‌ها، معرف تعهدات واحد تجاری مبنی بر حالتی است که هزینه تحقق یافته و پرداخت نشده مانند حقوق و دستمزد پرداختنی است که با توجه به اصل تطابق هزینه با درآمد برآورد یا ایجاد شده است (اسکندری، ۱۳۹۱). این بدهی‌ها، منابع مالی داخلی بدون هزینه و کوتاه مدت بنگاه‌ها تلقی می‌گردد و در برخی مواقع می‌تواند بعنوان منبع تأمین مالی کوتاه مدت مورد استفاده قرار گیرد. برخی از بنگاه‌ها، این وجوه را به دیگر فعالیت‌های عملیاتی اختصاص داده تا بدینوسیله متحمل هزینه بهره نگردند. ادامه این راهبرد در بلندمدت می‌تواند نارضایتی، کارکنان و کاهش انگیزه را در برداشته باشد. شرکت‌ها، زمانی محدودیت تأمین مالی دارند که بین مصارف داخلی و مصارف خارجی وجوه تخصیص داده شده با یک شکاف روبه‌رو باشند. استفاده از وجوه خارجی، چارچوب مناسب برای جداکردن شرکت‌ها براساس میزان محدودیت مالی آنهاست. منظور از «محدودیت مالی» این است که عواملی مانع تأمین وجوه مورد نیاز برای همه سرمایه‌گذاری‌های مطلوب می‌شود. عدم توانایی در تأمین وجوه برای سرمایه‌گذاری می‌تواند ناشی از شرایط بد اعتباری، عدم توانایی در گرفتن وام، عدم توانایی در انتشار سهام جدید و وجود دارایی‌های غیر نقد شونده باشد (کنعانی امیری، ۱۳۸۶). بنگاه‌های اقتصادی برای تأمین منابع مالی مورد نیاز خود، همواره با محدودیت‌هایی مالی مواجه هستند که شدت آن می‌تواند با توجه به شرایط و محیط‌های اقتصادی و سیاسی، اندازه بنگاه و نوع صنعت با یکدیگر کاملاً متفاوت باشد. به دلایل پیش گفته، بنگاه‌ها به تأمین مالی خارجی روی می‌آوردند.

### ب) تأمین مالی خارجی

تأمین مالی خارجی یکی از راه‌های رشد توسعه فعالیت‌های مولد اقتصادی کشورهای در حال توسعه می‌باشد. در بسیاری از پروژه‌های مهم بنگاه‌های اقتصادی، به دلایل زیر امکان تأمین مالی داخلی وجود نداشته و در چنین شرایطی بنگاه‌ها برای تأمین وجه نقد سرمایه‌گذاری و وجه نقد سرمایه در گردش و اطمینان از فروش بیشتر کالا، به تأمین منابع مالی خارجی گرایش پیدا می‌کنند.

❖ حجم بالای سرمایه‌گذاری مورد نیاز؛

❖ ریسک بالای پروژه از نظر مسائل سیاسی و اقتصادی؛

❖ حضور در بازارهای جهانی و اطمینان از فروش کالا در دیگر کشورها؛

- ❖ عدم کفایت اعتبارات دولتی برای تأمین مالی طرح‌ها یا پروژه‌ها؛
- ❖ محدودیت مالی بانک‌های داخلی برای تأمین مالی طرح‌ها یا پروژه‌ها؛
- ❖ مشارکت مالی دیگر کشورها برای تأمین مالی، کاهش هزینه و ریسک سرمایه‌گذاری، دستیابی به فناوری پیشرفته، تولید انبوه و کاهش بهای تمام شده و دسترسی به بازارهای جهانی؛
- ❖ اعمال برخی از سیاست‌های پولی بانک مرکزی (غنی‌زاده، ۱۳۹۳).

## شیوه‌های تأمین مالی خارجی

### ۱- فاینانس

فاینانس در لغت به معنی «مالیه» و یا «تأمین مالی» می‌باشد و در بحث سرمایه‌گذاری، به تأمین مالی از طریق استفاده از منابع داخلی و یا دریافت و استفاده از وام ارزی اطلاق می‌گردد (اسلامی میلانی، ۱۳۸۸). به بیان دیگر، فاینانس به تأمین منابع مالی مورد نیاز اجرای پروژه‌ها و خرید تجهیزات طرح‌های تولیدی (سرمایه‌ای) و همچنین خدمات فنی و مهندسی پروژه‌ها با استفاده از تسهیلات اعتباری خارجی میان مدت و وفق قراردادهای مالی منعقد شده با اعتباردهندگان خارجی اطلاق می‌شود (سایت بازار خبر، ۱۳۹۳). در این روش، مبلغ مشخصی با توافق طرفین از یک کشور یا مؤسسه به کشور دیگری قرض داده شده و اصل وام به همراه سود (بهره) آن طی مدت زمان معلومی (معمولاً ۵ تا ۱۰ سال) باز پرداخت می‌گردد (کسمتی، ۱۳۸۱). از آنجا که روش فاینانس یکی از روش‌های غیر سرمایه‌گذاری به حساب می‌آید، بنابراین وام دهنده هیچ دخالت و کنترلی بر نحوه هزینه شدن وام نداشته و در سود و زیان آن نیز سهیم نمی‌گردد، بلکه تنها تضمین بازپرداخت اصل پول و بهره خود را در اقساط مشخص دریافت می‌کند. با توجه به این موضوع، وام دهنده برای اطمینان از بازپرداخت به موقع وام پرداخت شده، تضمین‌های مشخص و معتبری را از کشور وام‌گیرنده دریافت می‌نماید. معمولاً کشورها یا موسسات وام دهنده برای کسب اطمینان بیشتر از بازپرداخت وام خود، از روش‌های مختلفی مانند همکاری چند کشور یا مؤسسه در وام پرداختی که باعث ایجاد امکان فشار بیشتر بر وام‌گیرنده در صورت بروز مشکل در بازپرداخت وام خواهد شد استفاده می‌کنند (قاسمی، ۱۳۸۲).

برخی مزایای استفاده از روش فاینانس عبارتند از:

- ❖ نرخ پایین بهره
- ❖ بلندمدت بودن زمان بازپرداخت
- ❖ امکان مدیریت توسط طرف داخلی

- ❖ انتقال ریسک دریافت وام به اعتبار گیرنده (دولت یا شرکت‌های دولتی و خصوصی خارجی) و انتقال ریسک نوسانات بازار ارز به طرف خارجی (غنی زاده، ۱۳۹۳).
- برخی معایب استفاده از روش فاینانس عبارتند از:
- ❖ تاخیر در زمان اجرای پروژه باعث افزایش جرائم بانکی و بهای تمام شده پروژه می‌شود.
- ❖ فاینانس فقط جذب سرمایه فیزیکی است و انتقال دانش فنی و فناوری تلقی نمی‌گردد.
- ❖ معمولاً فاینانس باعث افزایش رقابت در صنعت کشور نمی‌گردد.
- ❖ به دلیل ریسک بالای سرمایه‌گذاری در ایران (از نظر بیگانگان)، هزینه بیمه وام‌های پرداختی به دولت و شرکت‌های ایرانی بالاتر از استانداردهای بین‌المللی است و این فرآیند باعث افزایش بهای تمام شده و نهایتاً کاهش سود متعارف بنگاه‌ها می‌گردد (غنی زاده، ۱۳۹۳).

### ۲- یوزانس یا نسیه تضمین شده

یوزانس یا نسیه تضمین شده در لغت به معنی «مهلت» و «فرجه» و «وعده پرداخت» آمده است و در اصطلاح سرمایه‌گذاری به معنی توافق بر پرداخت قیمت فن آوری و تجهیزات دریافت شده در قبال ارائه برات مدت دار (مثلاً به مدت یک یا دو سال) می‌باشد، وام دریافتی با توجه به بازپرداخت آن در مدت زمان کوتاه مقدار کمتری داشته و معمولاً برای پروژه‌های تجاری مورد استفاده قرار می‌گیرد؛ به این معنی که وام گیرنده توان پرداخت هزینه‌های خرید (کالا، خدمات یا تکنولوژی) را ندارد و مایل است که این هزینه‌ها را در طول زمان و یا آینده‌ای معلوم بپردازد (امیری، ۱۳۸۴).

باید توجه داشت که در روش فاینانس تنها بحث تامین مالی و دریافت پول به صورت وام مطرح بود؛ در حالی که در روش یوزانس بحث کالا، خدمات و یا دانش فنی نیز وارد شده و در واقع این فناوری‌ها از کشور یا مؤسسه خارجی خریداری می‌گردد (رهنمای رود پستی، ۱۳۸۶). همچنین میزان پرداخت در روش فاینانس حدود ۱۰ سال است و برای اکثر پروژه‌های کلان و زیربنایی مورد قرض قرار می‌گیرد (ورنون، ۱۹۶۰)، در حالی که در یوزانس به علت ماهیت خاص و کوتاه مدت آن عمدتاً در جهت پروژه‌های زیرساختی و بلند مدت به کار گرفته نمی‌شود (نبی لو، ۱۳۸۸).

### ۳- تأمین مالی مجدد

استفاده از خطوط اعتباری کوتاه مدت بین بانکی حداکثر یکساله برای گشایش اعتبارات اسنادی<sup>۱</sup> بابت واردات کالا را اصطلاحاً تأمین مالی مجدد یا ری‌فاینانس<sup>۱</sup> می‌گویند. کلیه واردکنندگان کالا و خدمات

1. Letter of Credit (L.c.)

می‌توانند اقدام به گشایش اعتبارات اسنادی با استفاده از خطوط اعتباری بین بانکی نمایند. تأمین مالی مجدد نوعی گشایش اعتبار اسنادی می‌باشد که فروشنده یا ذینفع در زمان معامله، طبق شرایط اعتبار وجه اسناد را به صورت نقد از بانک کارگزار دریافت می‌نماید و خریدار با توجه به قرارداد منعقد شده با بانک در زمان تعیین شده در قرارداد اقدام به پرداخت وجه اسناد می‌نماید. حداکثر مهلت خریدار برای پرداخت وجه اسناد یک سال می‌باشد (خیری و کیائی، ۱۳۹۰).

#### ۴- وام‌های تضمین خارجی

وام‌های دریافتی در این روش با روش فاینانس یک تفاوت عمده دارد و آن هم به برقراری شروط مشخص برای استفاده از وام و اعمال کنترل مؤسسه وام دهنده بر نحوه هزینه شدن وام در زمان اجرای پروژه بر می‌گردد. در این موارد باید مطالعات امکان‌سنجی الزام شده توسط وام دهنده به انجام رسیده و توجیه فنی و اقتصادی پروژه مورد قبول وی قرار گیرد. این روش با روش تأمین مالی (فاینانس) تفاوت عمده‌ای دارد و آن هم به برقراری شروط و مشخص برای استفاده از وام و اعمال کنترل مؤسسه وام دهنده بر نحوه هزینه شدن وام در زمان اجرای پروژه بر می‌گردد (اسلامی میلانی و اسماعیلی، ۱۳۸۸).

#### ۵- اعتبار خرید

اعطای تسهیلات به خریداران یا کارفرمایان خارجی برای خرید کالا و خدمات ایرانی در چارچوب قرارداد تأمین مالی را «اعتبار خریدار» می‌نامند. این نوع تسهیلات با هدف فراهم کردن امکان فروش مدت‌دار کالا و خدمات اعطا می‌شود. خریدار یا کارفرمای خارجی تمایل دارد وجه کالا یا خدمات دریافتی را به صورت مدت‌دار پردازد درحالی‌که فروشنده پیمانکار ایرانی ترجیح می‌دهد وجه مربوط را بصورت نقدی دریافت کند. در اینجا بانک می‌تواند بصورت واسطه مالی ایفای نقش کند. وجه مربوط را به فروشنده یا پیمانکار ایرانی بصورت نقدی پرداخت و در سررسیدهای مقرر از خریدار / کارفرمای خارجی و یا بانک ایشان دریافت می‌کند (مدیریت امور بین‌الملل بانک، ۱۳۸۶).

#### ۶- تجارت متقابل

تجارت متقابل یا معاملات متقابل، مجموعه‌ای از روش‌های تجاری برای توسعه تجارت است که در این معاملات، صادرکنندگان یا واردکنندگان متعهد می‌گردند در قبال کالاهایی که به کشور دیگر

صادر (وارد) می‌کنند، یا مؤسسه سرمایه‌گذار در قبال فراهم سازی منابع نقدی (سرمایه لازم برای خرید تجهیزات و نیروهای تولید) و غیرنقدی (تجهیزات، فناوری، دانش فنی و...) مورد نیاز برای اجرای پروژه، کالای مرتبط یا غیر مرتبط با کالای اولیه را وارد (صادر) نماید؛ یا مؤسسه سرمایه‌گذار اصل سرمایه (مالی و غیرمالی) خود را به همراه سود انتظاری از محل محصولات یا خدمات تولیدی همان پروژه یا طرح‌های داخلی دیگر یا در برخی موارد به صورت معادل ارزی آن دریافت نماید. انواع قراردادهای در تجارت متقابل به شرح زیر است:

- ۱ - معاملات تهاتر<sup>۱</sup>: مبادله مستقیم کالاها بدون انتقال پول.
- ۲ - خرید متقابل<sup>۲</sup>: قرارداد جداگانه‌ای است که از یک سو، بر فروش کالا و از سوی دیگر بر تعهد صادرکننده به خرید از طرف تجاری خود تأکید می‌نماید (شیروی، ۱۳۸۹).
- ۳ - افس<sup>۳</sup>: در این قرارداد، صادرکننده تجهیزات (غالباً صنایع هواپیمایی و نظامی) تعهد می‌نماید که قطعات مورد استفاده در این تجهیزات یا محصولاتی دیگر از کشور وارد کننده خریداری نموده یا موجبات خریداری آنها را فراهم نمایند (صابر، ۱۳۸۶).
- ۴ - بیع متقابل<sup>۴</sup>: در قراردادهای بیع متقابل، هزینه انجام پروژه یا توسعه آن به عهده شرکت سرمایه‌گذاری بین‌المللی خارجی یا ایرانی گذاشته می‌شود؛ در عوض دولت هزینه مربوط به پروژه را از طریق فروش مستقیم کالا یا خدمات به شرکت بین‌المللی مجری پروژه پرداخت نماید (شیروی، ۱۳۸۹).

## ۷- استقراض از بانک‌های داخلی

از روش‌های تأمین مالی خارج از بنگاه‌های اقتصادی در ایران، استقراض از بانک‌های فعال داخل کشور تحت قالب عقود اسلامی مانند مضاربه، مساقات، جعاله، مشارکت مدنی و فروش اقساطی است (اسکندری، ۱۳۹۱).

در مجموع، تأمین مالی به واسطه استقراض، مزایایی را برای شرکت‌ها به دنبال دارد. از جمله اینکه سود تضمین شده بدهی‌ها، جزء هزینه‌های قابل قبول مالیاتی بوده و در نتیجه صرفه‌جویی (سپر) مالیاتی به همراه داشته و اعطاکندگان آن نیز بجز سود تضمین شده، سهمی از سود شرکت نخواهند داشت. از

- 
1. Barter
  2. Counter Purchase
  3. Offset
  4. Buy Back

طرف دیگر، تأمین مالی بدین طریق، سهم سهامداران در کنترل شرکت را کاهش نداده و در دوران تومری نیز بازپرداخت آن ارزان‌تر تمام خواهد شد. تأمین مالی از طریق بدهی صرف‌نظر از مزایای پیش گفته، معایبی چند نیز می‌توان به همراه داشته باشد. تضمین پرداخت سود تضمین شده بدهی و لزوم بازپرداخت اصل آن در سررسید و محدودیت‌های احتمالی تحمیل شده از سوی شرایط وام‌های اخذ شده بر شرکت از جمله این موارد می‌باشند. همچنین استفاده بیش از حد از بدهی، ریسک مالی و در نتیجه هزینه سرمایه شرکت را افزایش می‌دهد (نادی‌زاده، ۱۳۹۳).

#### ۸- حساب‌ها و اسناد پرداختنی

حساب‌ها و اسناد پرداختنی عموماً بزرگترین بخش بدهی‌های جاری را تشکیل می‌دهند. در حرفه حسابداری، برای تعهدات عادی و مستمر واحد تجاری از عنوان حساب‌ها و اسناد پرداختنی تجاری استفاده می‌گردد (اسکندری، ۱۳۹۱).

این بدهی‌ها، ناشی از فعالیت‌های مستمر بنگاه اقتصادی در کوتاه مدت تلقی می‌گردد و معمولاً فاقد هزینه می‌باشد. برخی از بنگاه‌ها، این وجوه را به دیگر فعالیت‌های عملیاتی اختصاص داده تا بدینوسیله متحمل هزینه بهره نگردند. ادامه این راهبرد در بلندمدت می‌تواند نارضایتی بستانکاران، و جرائم تأخیر وام‌های کوتاه مدت، بیمه و مالیات را در بر داشته باشد.

#### ۹- پیش دریافت‌ها

پیش دریافت‌ها، وجوهی هستند که برای ارائه کالاها و خدمات در آینده دریافت می‌شوند و تا زمانی که به عنوان بدهی واحد تجاری محسوب می‌گردند که تعهد مربوط به آن‌ها انجام نشده است. این ارقام در برخی از بنگاه‌ها به عنوان منبع تأمین مالی بدون بهره تلقی می‌گردد (اسکندری، ۱۳۹۱).

#### ۱۰- تأمین مالی خارج از ترازنامه

تأمین مالی برون ترازنامه‌ای<sup>۱</sup> از روش‌های تأمین مالی است که توجه زیادی را به خود جلب کرده است. در این روش، دارایی‌ها و بدهی‌ها، به رغم استفاده توسط شرکت، در ترازنامه نشان داده نمی‌شوند. بطور کلی استفاده از ابزار تأمین مالی برون ترازنامه‌ای موجب افزایش نقدینگی شرکت می‌شود (دستگیر و فیلی، ۱۳۹۳).

1. Off balance Sheet Financing

انواع روش‌های تأمین مالی خارج از ترازنامه شامل: ایجاد شرکت‌هایی با مقاصد خاص، اجاره‌ها، شبه شرکت‌های فرعی، فروش و بازخرید مجدد دارایی‌ها، موجودی کالای امانی، عاملیت حساب‌های دریافتی و قراردادهای خرید آتی می‌باشد (دستگیر و غنی‌زاده، ۱۳۹۱).

### ۱۱- دریافت کمک‌های بلاعوض از دولت

طبق استاندارد حسابداری شماره ۱۱، کمک‌های بلاعوض عبارت است از کمک‌های دولت به شکل انتقال دارایی به واحد تجاری یا جلوگیری از خروج آن از واحد تجاری در قبال رعایت برخی شرایط، در گذشته یا آینده، مربوط به فعالیت‌های واحد تجاری است. مدیریت مطلوب این وجوه می‌تواند، به عنوان منابع بدون هزینه، تأثیر مهمی بر فعالیت‌های اقتصادی و سودآوری بنگاه اقتصادی داشته باشد.

### برتری تامین مالی داخلی نسبت به تامین مالی خارجی

شرکت‌ها به دلایل زیر، تامین مالی داخلی را بر تامین مالی خارجی ترجیح می‌دهند:

اول، مدیران هنگام استفاده از منابع داخلی، از انعطاف پذیری بیشتری برخوردار هستند. برای مثال، مدیران می‌توانند منابع مورد نیاز پروژه‌های سرمایه‌گذاری را سریع‌تر تامین کنند و این طرح‌ها را به مرحله‌ی اجرا درآورند و بدین ترتیب، هم از هزینه‌های تاخیر در اجرای پروژه‌های سرمایه‌گذاری جلوگیری کنند و هم از امتیاز افزایش وجوه از طریق منابع مالی خارجی را برای دوره‌های آتی، حفظ کنند.

دوم، شرکت‌ها در زمان استفاده از منابع خارجی، مجبور به تحمل هزینه‌های قانونی حسابداری، حق الزحمه‌های ظهن‌نویسی و مانند آن هستند که اغلب اوقات، این گونه هزینه‌ها در زمان استفاده از تامین مالی داخلی، وجود ندارند.

سوم، به دلیل وجود عدم تقارن اطلاعاتی بین مدیریت و سرمایه‌گذاران برون سازمانی درباره‌ی فرصت‌های سرمایه‌گذاری شرکت، بازار ممکن است اوراق بهادار جدید شرکت‌ها را کمتر از واقع ارزیابی کند و موجبات انتقال ثروت را از سهامداران موجود به سهامداران جدید فراهم آورد (چل پارک و پینکس، ۲۰۰۱).

بنابراین، هزینه‌های تامین مالی داخلی، کمتر از هزینه‌های تامین مالی خارجی است. از این رو، انتظار می‌رود بین نسبت تامین مالی داخلی به تامین مالی خارجی و ضریب پاسخ سود، رابطه مثبت وجود داشته باشد. شرکت‌ها باید تا زمان معینی، از افشای اطلاعات مربوط به فرصت‌های سرمایه-

گذاری و رشد آتی، خودداری کنند تا از این طریق، مانع سوءاستفاده‌ی رقبای خود از این گونه اطلاعات و در نتیجه، کاهش ارزش شرکت شوند. بنابراین، شرکت‌های با رشد بیشتر، در مقایسه با سایر شرکت‌ها، تمایل کمتری به افشای اطلاعات مربوط به فرصت‌های رشد و سرمایه‌گذاری دارند و عدم تقارن اطلاعاتی بین مدیریت و سرمایه‌گذاران شرکت‌های رشدی، بیشتر است. به همین دلیل، سرمایه‌گذاران خواستار بازده بالاتری هستند و در نتیجه، هزینه‌ی سرمایه‌ی تأمین مالی خارجی در این گونه شرکت‌ها، بیشتر از شرکت‌های با رشد کمتر است. در نتیجه، انتظار می‌رود رابطه‌ی مثبت بین نسبت تأمین مالی داخلی به تأمین مالی خارجی و ضریب پاسخ سود در شرکت‌های با رشد زیاد، قوی‌تر باشد (چک پارک و پینکس، ۲۰۰۱).

### اوراق مشارکت و اوراق بهادار اسلامی (صکوک) ابزاری خلاقانه جهت تأمین مالی در شرایط کنونی

تأمین مالی و استفاده از ابزارهای مناسب برای تأمین نقدینگی مورد نیاز بنگاه‌های اقتصادی به عنوان یکی از مهمترین نهاده‌های تولید، نقش اساسی و کلیدی را در موفقیت هر کسب و کار و فعالیت اقتصادی ایفا می‌کند. امروزه روش‌های تأمین مالی با نرخ بهره‌ی ثابت در نظام مالی سرمایه‌داری رایج است و ابزارهای بدهی تأمین مالی که مهم‌ترین آن اوراق قرضه است؛ در سطح بسیار گسترده‌ای کاربرد دارند. استفاده از این ابزار در نظام مالی اسلامی ربوی بوده و مردود شمرده شده است. از آنجایی که اسلام، مسلمانان را از دریافت و پرداخت ربا منع کرده است؛ متخصصان در کشورهای مسلمان همیشه به فکر طراحی ابزارهای مالی مطابق با شرع بوده‌اند. از جمله این ابزارها می‌توان به اوراق مشارکت اشاره نمود. از آن جایی که اوراق مشارکت بر مبنای یک طرح انتفاعی منتشر می‌گردد و در مدت زمان تا سررسید خود، سود علی‌الحساب و در سررسید به محاسبه سود قطعی و پرداخت آن به دارندگان اوراق می‌پردازد؛ با شرع مطابقت داشته و در سال‌های اخیر توسط شرکت‌های دولتی و غیردولتی بسیاری انتشار یافته است. مشکلی که در اوراق مشارکت منتشره توسط بانک مرکزی وجود داشت؛ این موضوع بود که این اوراق به پشتوانه یک طرح فیزیکی منتشر می‌گردد؛ در حالی که یکی از مهمترین معضلات پیش روی شرکت‌ها و بنگاه‌های اقتصادی در سال‌های اخیر، نحوه‌ی تأمین مالی برای خرید دارایی و تأمین نقدینگی می‌باشد که در این گونه موارد چنین اوراقی کاربردی ندارد. لذا تلاش‌های کارشناسان و متخصصان مالی زیادی سبب به وجود آمدن ابزارهای مالی اسلامی جدیدی تحت عنوان اوراق بهادار اسلامی (صکوک) گردید (شرکت کارگزاری بانک



ملی ایران). صکوک را می‌توان از جمله نوآوری‌های تاثیرگذار دهه اخیر در عرصه مباحث و موضوعات پولی و مالی اسلامی دانست. این اوراق که در حال حاضر به طور عمده برای تامین مالی دولت، سازمان‌های وابسته به دولت و بنگاه‌های اقتصادی منتشر می‌شوند، براساس عقدهای اسلامی، طراحی و جایگزین مناسبی برای اوراق بهادار ربوی به‌ویژه اوراق قرضه به شمار می‌آیند؛ در حقیقت اوراق صکوک در کشورهای اسلامی از مهم‌ترین بازارهای سرمایه محسوب می‌شود (حسینی و همکاران، ۱۳۹۲).

### الف) اوراق مشارکت به عنوان جانشینی برای اوراق قرضه

یکی از ابزارهای راهگشا در سنوات اخیر، انتشار اوراق مشارکت است که می‌تواند منبع تامین مالی مناسبی برای بنگاه‌ها و ابزار سرمایه‌گذاری خوبی برای صاحبان سرمایه باشد. از سوی دیگر فروش اوراق مشارکت دولتی به عنوان یک ابزار و سیاست پولی انقباضی، گزینه و راهکاری برای جمع‌آوری هرچه بیشتر نقدینگی موجود و هدایت آن به سمت تولید می‌باشد. "اوراق مشارکت" در حقیقت اوراق بهاداری است که دارنده آن به صورت مشاع، مالک بخشی از منفعی است که ناشی از اجرای یک طرح یا پروژه سرمایه‌گذاری است. مدت قرارداد مشارکت مشخص است و می‌توان سود اوراق را در ابتدای دوره، انتهای دوره، با سررسیدهای ماهانه، فصلی یا سالانه پرداخت کرد. از آنجا که صکوک مشارکت اوراق بهاداری است که بیانگر مالکیت مشاع فرد است، می‌توان آن را در بازار ثانویه و به قیمتی که توسط عوامل بازار تعیین می‌شود، معامله کرد. این نوع صکوک نیز همانند برخی از ابزارهای مالی در برخی از کشورهای اسلامی به مرحله اجرا رسیده و چند سالی است مورد استفاده قرار می‌گیرد. اوراق مشارکت یکی از نزدیک‌ترین ابزارهای جایگزین اوراق قرضه در نظام بانکداری کشور می‌باشد. این اوراق دارای تفاوت‌های عمده با اوراق قرضه بوده، به طوری که در اوراق قرضه ارتباط دو طرف معامله به شیوه قرض دهنده و قرض گیرنده است اما در اوراق مشارکت ارتباط دو طرف شراکت بوده و معمولاً در قالب عقد مشارکت مدنی به انتشار این اوراق می‌پردازند. در اوراق مشارکت، ناشر بخشی از سرمایه مورد نیاز را خود تهیه نموده و بخش دیگر را از طریق انتشار اوراق مشارکت تأمین می‌کند. در واقع دارندگان اوراق مشارکت به صورت مشاع و به تناسب سرمایه آورده شده با ناشر در یک فعالیت اقتصادی وارد شده و در سود حاصل نیز شریک می‌شوند. دارندگان اوراق مشارکت به میزان سهم خود از مشارکت، مالک طرح یا دارایی‌های آن می‌شوند (سلیمی، ۱۳۹۱).

انتشار اوراق مشارکت می‌تواند توسط بخش خصوصی برای تأمین پروژه‌ها به جای استقراض از نظام بانکی مورد استفاده قرار گیرد، با انتشار این اوراق بهادار جدید در بازار، می‌توان چند جنبه آن را بررسی کرد: جذب وجوه سرگردان و جلوگیری از بکارگیری آنها در راه‌هایی که برخلاف مصالح اقتصادی کشور است. جبران کسری بودجه دولت و همچنین اعمال سیاست‌های مالی و پولی، بانک مرکزی در تمام صورت‌های مطرح شده می‌تواند اقدام به خرید سهام از طریق بانک‌ها و یا بازار سرمایه کرده، از این طریق بر حجم نقدینگی تأثیر بگذارد. بدیهی است که چون این اوراق برای مدت‌های طولانی قابل انتشار است، اجرای سیاست‌های پولی که مستلزم زمان هستند، آسان‌تر می‌باشد. تأمین مالی شرکت‌ها؛ از طریق این ابزار براحتی می‌تواند بر منابع مالی و قدرت آن‌ها تأثیر گذارد.

### ب) اوراق بهادار اسلامی (صکوک)

اصطلاح صکوک برگرفته از واژه عربی صکک به معنای چک، نوشته بدهکار، سفته و قبض بدهی است، صکوک ابزار نوینی است که در کشورهای اسلامی به جای اوراق قرضه به کار گرفته می‌شود. روند به کارگیری این ابزار در کشور ما کند است اما اخیراً خبرهایی مبنی بر ایجاد صکوک اجاره منتشر شده است، اوراق صکوک معمولاً به وسیله دولت یا شرکت‌هایی که قصد افزایش سرمایه یا پروژه‌های توسعه در دست اجرا دارند، انتشار می‌یابند. هدف از بکارگیری صکوک به عنوان ابزار جدید در بازار پول و سرمایه، تقلید از اوراق قرضه مبتنی بر بهره در بانکداری معمول نیست، بلکه ایجاد ابزاری ابتکاری است که منطبق بر قوانین شرع اسلام است. صکوک دارای مزیت‌های متعددی بوده و به عقیده برخی صاحب نظران، این نوع اوراق بهادار اسلامی پل ارتباطی بین دو بازار پول و سرمایه بشمار می‌رود. برخی از مزایای انتشار اوراق صکوک را می‌توان در شش مورد بیان کرد. صکوک نقدینگی بانی را افزایش می‌دهد. از طرف دیگر دارایی‌هایی که نقدینگی پایینی دارند و یا غیر نقد هستند از ترازنامه خارج شده و وجوه نقد جایگزین آن می‌شود. همچنین با اینکه قسمتی از دارایی‌ها از شرکت بانی جدا می‌شود اما با این حال باز هم بانی می‌تواند از دارایی‌ها استفاده کند. مزیت چهارم هم این است از آنجا که صکوک با پشتوانه دارایی منتشر می‌شود لذا دارای ریسک کمتر است و هزینه تأمین مالی را نیز کاهش می‌دهد. یک راه دیگر کاهش هزینه تأمین مالی استفاده از افزایش اعتبار است. در حالی مزیت پنجم صکوک کمک به توسعه بازار سرمایه با فراهم کردن امکان تبدیل دارایی‌ها به اوراق بهادار است که چنانچه برای دادوستد این نوع اوراق بازاری ثانویه فراهم شود آنگاه قابلیت نقدشوندگی این اوراق هم افزایش می‌یابد (احمدپور، ۱۳۸۶). انتشار صکوک می‌تواند منافع

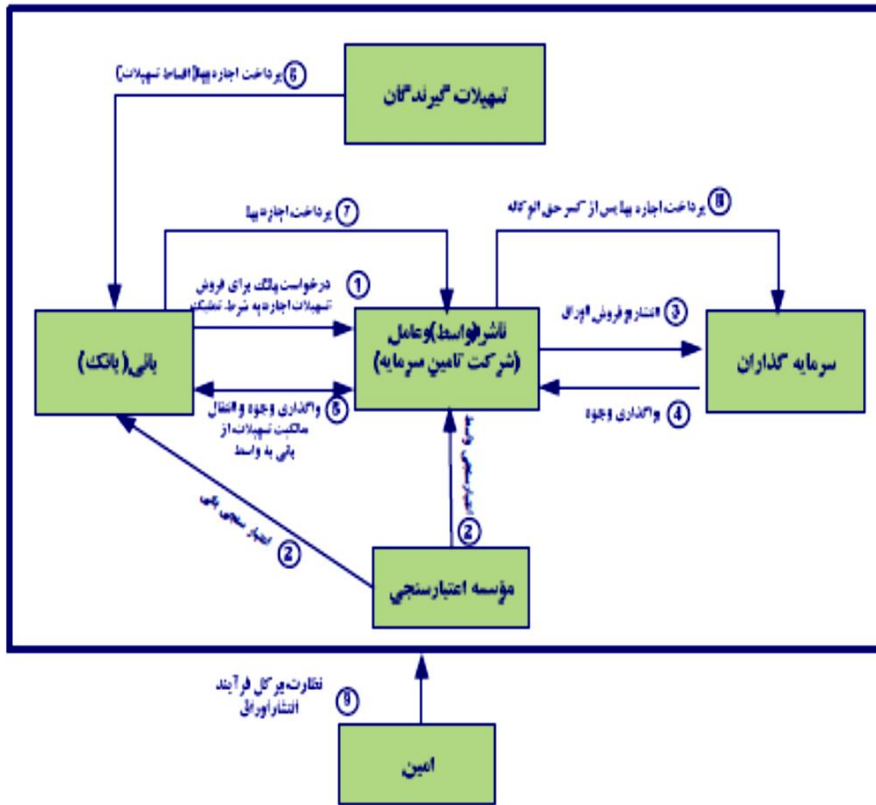
طیف گسترده‌ای از سرمایه‌گذاران (ریسک‌گریز و ریسک‌پذیر) و سرمایه‌پذیران را تأمین نماید؛ صکوک انواع مختلفی دارد که سازمان حسابداری و حسابرسی نهادهای مالی اسلامی، چهارده نوع آن را معرفی کرده است. از بین انواع صکوک تعدادی از آنها مانند صکوک اجاره، مضاربه و استصناع از اهمیت بیشتری برخوردار است و بیشتر مورد استفاده قرار گرفته است.

### صکوک اجاره؛ ابزاری کارآمد جهت تأمین مالی

صکوک اجاره، نوعی صکوک سرمایه‌گذاری است که بیانگر مالکیت واحدهای سرمایه‌گذاری با ارزش برابر از دارایی‌های بادوام فیزیکی هستند که به یک قرارداد اجاره، آن طور که در شریعت تعریف شده است، پیوند خورده‌اند. در میان محصولات مالی اسلامی، صکوک اجاره یک محصول متمایز به شمار می‌رود که محبوبیت زیادی بین سرمایه‌گذاران مسلمان به دست آورده است. از طرف دیگر ناشران (دولت‌ها و شرکت‌ها) نیز صکوک اجاره را روش مناسبی برای تجهیز منابع می‌دانند. ایده انتشار صکوک اجاره برای نخستین بار توسط منذر قحف در مقاله معروف وی با عنوان "استفاده از اوراق اجاره دارایی برای پوشش شکاف بودجه" در سال ۱۹۹۷ مطرح شد (سلیمی، ۱۳۹۱). در صکوک اجاره، حق استفاده از منافع یک دارایی یا مجموعه‌ای از دارایی‌ها در قبال اجاره بها، از مالک به شخص دیگری منتقل می‌شود. مدت عقد اجاره مشخص است و می‌توان اجاره‌بها را در ابتدای دوره، انتهای دوره، با سررسیدهای ماهانه، فصلی یا سالانه پرداخت کرد. با توجه به اینکه صکوک اجاره اوراق بهاداری است که نشان دهنده مالکیت مشاع فرد است، می‌توان آن را در بازار ثانویه و به قیمتی که به وسیله عوامل بازار تعیین می‌شود معامله کرد. انواع اوراق اجاره شامل اوراق اجاره عادی و اوراق اجاره به شرط تملیک می‌باشد. سه نوع اوراق اجاره به شرط تملیک در کمیته فقهی سازمان بورس و اوراق بهادار تصویب و مجوز انتشارشان در بازار سرمایه صادر شده است که عبارتند از: اوراق اجاره به شرط تملیک به منظور تأمین مالی<sup>۱</sup>، تأمین نقدینگی<sup>۲</sup> و اوراق اجاره رهنی<sup>۳</sup> (به منظور تبدیل دارایی‌ها به اوراق بهادار). در این نوع صکوک، بانی (بانک) تسهیلاتی که در قالب عقد اجاره به شرط تملیک واگذار نموده است را به شخص ثالثی (واسط) می‌فروشد. بر این اساس ابتدا واسط، اوراق اجاره را منتشر می‌نماید و سپس، تسهیلاتی که بانک در قالب عقد اجاره به شرط

1. Ijarah Sukuk for Financing
2. Ijarah Sukuk for Liquidity
3. Mortgage Ijarah Sukuk

تملیک اعطا کرده است را خریداری می‌نماید. واسط به وکالت از سوی سرمایه‌گذاران، مالک دارایی‌هایی می‌شود که پیش از این بانک (بانی) آنها را به صورت اجاره به شرط تملیک به گیرندگان تسهیلات واگذار کرده بود. این نوع اوراق شبیه اوراق مشارکت رهنی است با این تفاوت که اوراق مشارکت رهنی با پشتوانه عقد فروش اقساطی منتشر می‌شوند در حالی که اوراق اجاره با پشتوانه عقود اجاره عادی و اجاره به شرط تملیک منتشر می‌شود (گلستانی، ۱۳۸۹).



شکل شماره ۲: فرآیند عملیاتی اوراق اجاره رهنی

صکوک مضاربه؛ ابزاری نوین مالی اسلامی برای تأمین مالی بخش بازرگانی و صادرات اوراق مضاربه، یکی از انواع متنوع اوراق بهادار اسلامی، مبتنی بر قرارداد مضاربه است. این اوراق با توجه به آن که قابلیت مبادله در بازار ثانویه را دارد، می‌تواند به عنوان یک ابزار کارآمد مالی، علاوه بر تأمین مالی بخش صادرات، وابستگی نظام مالی را به تأمین مالی به وسیله بانک کاهش دهد و به

توسعه بازار سرمایه و تأمین مالی، از این راه کمک کند. اوراق مضاربه در اصطلاح عبارت است از اینکه شخصی (مالک)، مالی (سرمایه) را به دیگری (عامل) بدهد و در مقابل، سهم معینی از سود آن سرمایه را بگیرد؛ سود اوراق مضاربه بستگی کامل به سود فعالیت تجاری خواهد داشت. سود فعالیت تجاری نیز گرچه تا حدودی قابل پیش‌بینی است؛ اما در عمل تابع عوامل مختلفی است که احتمال دارد مغایر با پیش‌بینی در آید. در نتیجه سود اوراق کاملاً متغیر و در پایان دوره‌ی مالی قطعی می‌شود. علمای شیعه برخلاف اهل تسنن عقد مضاربه را منحصر در تجارت می‌دانند؛ به همین جهت در ایران این عقد تنها در تجارت منعقد می‌گردد (فدائی، ۱۳۹۲).

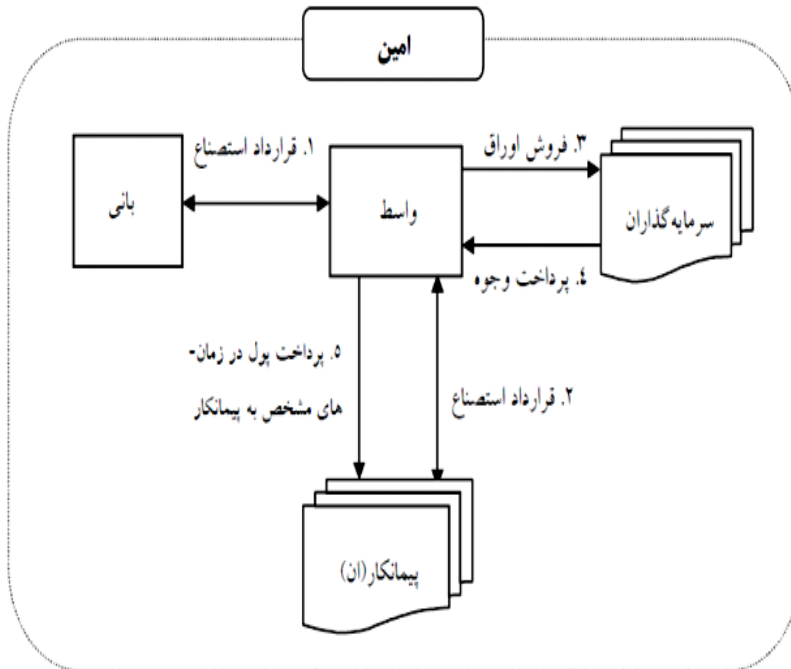
### صکوک استصناع؛ ابزاری نوین مالی اسلامی برای تأمین مالی پروژه‌ها

اوراق استصناع (صکوک استصناع و یا اوراق سفارش ساخت) از جمله اوراق بهادار جدیدی است که تاکنون در برخی از کشورها طراحی و منتشر شده است. این نوع از اوراق مبتنی بر عقد استصناع بوده و از جمله اوراق بهادار با بازدهی ثابت محسوب می‌شوند. اوراق استصناع با هدف ایجاد ابزاری جدید در زمینه تأمین مالی پروژه‌ها و تأمین مالی پیمانکاران طراحی شده است.

استصناع در لغت به معنای سفارش ساخت چیزی است. واژه استصناع در لغت از باب استفعال از ماده «صنع» بوده و به معنای طلب و سفارش ساخت چیزی است. در استعمال عرفی استصناع عبارت است از اینکه کسی با تولیدکننده‌ای قرارداد ببندد که چیز مشخصی را در زمان معینی برایش بسازد. در این حال، قراردادی میان این دو به امضا می‌رسد که تولیدکننده تعداد مورد توافق را برای وی بسازد و قیمت آن را دریافت دارد. از این رو استصناع در اصطلاح فقهی و حقوقی به قراردادی اطلاق می‌شود که به موجب آن یکی از طرفین قرارداد، در مقابل مبلغی معین، ساخت و تحویل چیز مشخصی را در زمان معین نسبت به طرف دیگر به عهده می‌گیرد. بر اساس این تعریف، اوراق استصناع (سفارش ساخت) را می‌توان اوراق بهاداری دانست که ناشر براساس قرارداد سفارش ساخت منتشر می‌کند (علوی قزوینی، ۱۳۹۳).

در اوراق سفارش ساخت در قبال ساخت یک دارایی یا طرح مشخصی در آینده، مبلغی به سازنده (پیمانکار) پرداخت می‌شود. اوراق استصناع را می‌توان به صورت با نام و بی‌نام و همچنین قابل معامله و غیر قابل معامله منتشر کرد. مدت قرارداد سفارش ساخت مشخص است و بانی می‌تواند سود دارندگان اوراق را در ابتدای دوره، انتهای دوره، با سررسیدهای ماهانه، فصلی یا سالانه پرداخت کند. از آنجا که این اوراق بیانگر مالکیت مشاع فرد در یک دارایی پایه است، می‌توان آن را در بازار ثانویه

و به قیمتی که توسط عوامل بازار تعیین می‌شود، معامله کرد. بدین گونه در صورتی که به هر دلیل، سرمایه‌گذاران (خریدار اوراق) نیاز به پول نقد داشته باشند می‌توانند همه یا بخشی از این اوراق را در بازارهای ثانویه یا توسط بانک‌های عامل مورد معامله قرار دهند و با فروش همراه تنزیل آن اوراق، به مبالغ موردنظر دست یابند (علوی قزوینی، ۱۳۹۳).



شکل شماره ۳: فرآیند عملیاتی اوراق استصناع

### نکته آخر:

بازار پول و سرمایه جذاب و متنوع باعث آرامش و رشد بادوام اقتصاد می‌شود. بازار آرام و امن و شکوفای داخلی زمینه‌ساز موفقیت در تعامل با بازارهای بزرگ مالی جهانی است. سرمایه‌گذاران حرفه‌ای بین‌المللی همواره به دنبال ورود به بازارهای جذاب و پر پتانسیل اما کم ریسک می‌باشند. در حال حاضر که تمرکز دولت تدبیر بر متوقف کردن کامل تحریم‌ها و کاستن و رفع دائمی آنها می‌باشد، هم‌زمان نهادهای قانون‌گذار و ناظر باید بسترها و زیرساخت‌های حقوقی، قانونی و مالی رقابتی متناسب با استانداردهای جهانی را تدوین و به اجرا گذارند. حکومت قانون، حق مالکیت و عدم مصادره اموال،

اجرای سفت و سخت قراردادهای جذاب بودن قراردادهای و همخوانی استانداردهای حسابداری و حسابرسی با استانداردهای جهانی و نیز اسلامی از جمله مواردیست که به سرمایه‌گذار اعتماد و جرات ورود به یک بازار را می‌دهد. سیاست‌های پولی و مالی با ثبات و اقتصاد آرام و قابل پیش‌بینی نیز از جمله مواردیست که نباید از آنها غافل بود. البته حضور موسسات معتبر اعتبارسنجی بین‌المللی که با اعلام رتبه اعتباری یک کشور و یا یک شرکت به سرمایه‌گذاران جهانی میزان قابل اعتماد بودن بازار و شرکت مورد ارزیابی را نشان می‌دهند، خود از جمله مهم‌ترین پیش شرطها برای تعامل و دادوستد با بازارهای مالی جهانی است که ایران برای این مهم باید اقدامات لازم را در نظر داشته باشد. به نظر می‌رسد در دسترس‌ترین و امکان‌پذیرترین مسیر بین‌المللی جهت عملیاتی شدن دسترسی ایران به بازار سرمایه بین‌المللی، بانک توسعه اسلامی باشد. بانک توسعه اسلامی یکی از بازوهای شرکت اسلامی جهت بیمه سرمایه‌گذاری و اعتبار صادرات می‌باشد در حقیقت ضمانتی برای صکوک دولت ایران می‌کند و به ایران این امکان را می‌دهد که از بازارهای جهانی جهت سرمایه‌گذاری در زیر ساخت‌ها و پروژه‌های توسعه‌ای خود به تامین مالی بپردازد.

### نتیجه‌گیری

بحث تامین منابع مالی و لزوم گردآوری وجوه و هدایت آنها به سمت پروژه‌های اقتصادی، بحث روز در اقتصاد ایران است، مدیران مالی برای تصمیم‌گیری جهت انتخاب بهترین روش تامین مالی خود همواره با این پرسش جدی مواجه‌اند که کدام روش یا ابزار تامین مالی می‌تواند بهترین و بهینه‌ترین تامین مالی برای شرکت تحت مدیریتشان باشد. در این پژوهش دریافتیم، اوراق بهادار اسلامی یکی از بهترین راهکارهای پیشنهادی برای تامین منابع مالی بنگاه‌ها و شرکت‌ها است که پیش از این نیز از فعالان اقتصادی به‌عنوان راهکاری قابل تامل مطرح شده بود، اوراق بهادار اسلامی برای سرمایه‌گذاران پایبند به اصول اقتصاد اسلامی، ابزار بسیار متنوع و مطمئنی را فراهم کرده است. از طریق انتشار اوراق بهادار اسلامی، سرمایه عظیمی به بازار مالی وارد شده و موجب توسعه فعالیت‌های اقتصادی و کاهش شدید بیکاری شده است؛ به گونه‌ای که شرکت‌ها به دنبال نیروی کار جدید هستند. در وضعیت کنونی اقتصاد ایران، از یک طرف به دلیل بالا بودن حجم نقدینگی که به تورم دامن می‌زند، و از طرف دیگر، به دلیل آمارهای غیر قابل قبول بیکاری (به رغم تلاش‌های صورت گرفته)، استفاده از ابزار مالی صکوک، می‌تواند نقدینگی سرگردان را به حوزه‌های تولیدی هدایت نماید. از آنجا که در حال حاضر، بانک‌ها توانایی لازم برای پرداخت اعتبارات به متقاضیان را نداشته و ناچار هستند از منابع بانک

مرکزی با کارمزد و جریمه بلااستفاده نمایند، اوراق صکوک می‌تواند مشکلات نقدینگی سیستم بانکی و همچنین صنایع را برطرف نماید، بدون اینکه اثرات تورمی برای اقتصاد کشور به همراه داشته باشد. بنابراین با توسعه ابزارهای مالی اسلامی از یک سو می‌توان فرهنگ اسلامی را در سایر جوامع اشاعه داد و از سوی دیگر می‌توان مردم را به دادوستد و مبادله با استفاده از ابزارهای مالی مورد علاقه‌شان ترغیب نمود. نهایتاً زمانی که اقتصاد یک جامعه رو به پیشرفت باشد، به طور مستقیم در فرهنگ جامعه نیز تأثیر مثبت خواهد داشت.

### منابع

- آقاجانی، حسنعلی، عباس قلی پور، محسن، فهیمی راد، محسن؛ ۱۳۹۲، تبیین روش‌های تأمین مالی طرح‌های کارآفرینانه مطالعه موردی تعاونگران استان مازندران، مجله رشد و فناوری، فناوری، فصلنامه تخصصی پارک‌ها و مراکز رشد، سال نهم، شماره ۳۶، پاییز.
- ابزری، مهدی، دستگیر، محسن و علی قلی پور، بررسی و تجزیه و تحلیل روش‌های تأمین مالی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، فصلنامه بررسی‌های اقتصادی، دوره ۴، شماره ۴، زمستان ۱۳۸۶.
- احمد پور، احمد و حسین خاکپور، بررسی و شناخت ابزارهای مالی نوین در بازار سرمایه، مجله اقتصادی، شماره ۶۵، مرداد ماه ۱۳۸۶.
- اسامی میلانی، پریسا و اسماعیلی، شاهپور؛ ۱۳۸۸، روزنامه دنیای اقتصاد، شماره ۱۹۶۱.
- اسکندری، جمشید؛ ۱۳۹۱، مروی جامع بر حسابداری مالی جلد یک، تهران، انتشارات فرشید.
- امیری، داریوش؛ ۱۳۸۴، یوزانس، سایت: مرکز تحقیقات کامپیوتری علوم اسلامی.
- پهلوان، حمید، رضوی، سید روح الله، اوراق صکوک: تعریف، انواع و ساختار، مدیریت پژوهش توسعه و مطالعات اسلامی سازمان بورس و اوراق بهادار، تهران، ۱۳۸۶.
- حسینی، سیدعلی، حکمت، هانیه، کاشف، معصومه، نقش صکوک اجاره و اوراق مشارکت در تأمین مالی شرکت‌ها، فصلنامه پژوهش حسابداری، سال دوم، شماره ۸، بهار ۱۳۹۲.
- جهانخانی، علی و پارسایان، علی، ۱۳۹۰، مدیریت مالی، سازمان مطالعه و تدوین کتب علوم انسانی دانشگاه‌ها (سمت)، جلد ۱، چاپ اول.



- جهانخانی، علی، شیوه‌های تأمین مالی شرکت‌ها در شرایط کنونی بازار سرمایه ایران، ماهنامه حسابداری، شماره ۱۰۸، اسفند ماه ۱۳۷۴.
- خیری، بهرام و کیانی، مریم، ۱۳۹۰، نگاهی بر تسهیلات ارزی فاینانس و ری فاینانس، مقاله مشترک دانشگاه آزاد اسلامی واحد تهران مرکز و دانشگاه آزاد اسلامی واحد قزوین.
- دستگیر، محسن و غنی زاده، بهرام، ۱۳۹۱، حساب آرای، مجله حسابرس، سال چهاردهم، شماره ۶۱ مهر و آبان ماه.
- دستگیر، محسن و فیل‌سرای، مهدی، ۱۳۹۲، نگاهی گذرا به تأمین مالی برون ترازنامه‌ای، مجله حسابداری، شماره ۲.
- سروش، ابوذر؛ (۱۳۸۶)، «بررسی اوراق صکوک اجاره»، بورس، سال دهم، شماره ۶۵.
- سلیمی، علیرضا، ضرورت توسعه اوراق بهادار اسلامی، فصلنامه راهبرد، سال بیست و یکم، شماره ۶۵، زمستان ۱۳۹۱.
- شیروی، عبدالحسین ۱۳۸۹، انواع روش‌های قراردادی تجارت متقابل، اندیشه‌های حقوقی، سال دوم، شماره هفتم.
- شرکت کارگزاری بانک ملی ایران، واحد تأمین سرمایه، "راهنمای انتشار اوراق صکوک اجاره."
- صابر، محمدرضا، ۱۳۸۶، مطالعه تطبیقی ماهیت حقوقی قراردادهای بیع متقابل و جایگاه قانونی آن، مجله حقوقی، نشریه مرکز امور حقوق بین‌المللی معاونت حقوقی و امور مجلس ریاست جمهوری، شماره ۳۷.
- علوی قزوینی، سیدعلی، شفایی، عبدالله؛ مطالعه تطبیقی زمان انتقال مالکیت در قرارداد سفارش ساخت (استصناع)، نشریه: حقوق تطبیقی (نامه مفید)، دوره ۱۰، تابستان ۱۳۹۳.
- غنی زاده، بهرام و بارانی، زینب، روش‌های تأمین مالی در بنگاه‌های اقتصادی، مجله حسابداری رسمی، سال ۱۳۹۳.
- فرجی، شهرزاد، سمانه، واشقانی فراهانی، ابزارهای نوین تأمین مالی (کاربرد اوراق قرض الحسنه، مرابحه، اجاره و استصناع در سیستم بانکی)، ۱۳۹۰.
- فرجی، شهرزاد، رفیعی، پریسا، ۱۳۸۹، بررسی فرآیند انتشار اوراق رهنی و چگونگی بکارگیری آن، راهکاری نوین به منظور تأمین نقدینگی بانک‌ها، بیست و یکمین همایش بانکداری اسلامی، تهران: موسسه عالی آموزش بانکداری ایران.

- فدائی، میثم؛ صکوک مضاربه ابزاری برای تأمین مالی بخش بازرگانی، مجله بازار سرمایه، شماره ۴۰، تیر ماه ۱۳۹۲.
- قاسمی، سامان؛ ۱۳۸۲، بررسی راه‌های تجهیز و توسعه منابع مالی خارجی، تهران، مجله اقتصادی وزارت امور اقتصاد و دارایی.
- کردستانی، غلامرضا و نجفی عمران، مظاهر؛ ۱۳۸۹، بررسی تاثیر روش‌های تأمین مالی بر بازده آتی سهام، مجله پیشرفت‌های حسابداری، سال دوم، شماره ۲ پیاپی (۵۹).
- کسمتی، محمد رضا؛ ۱۳۸۱، مطالعه تطبیقی قراردادهای نفتی، پژوهشگاه صنعت نفت، ارائه در اولین همایش مدیریت پروژه.
- کنعانی امیری، منصور؛ ۱۳۸۶، بررسی رابطه بین محدودیت‌های مالی و بازده سهام در بازار ایران، مجله دانشور رفتار سال چهاردهم، دی ماه، شماره ۲.
- کنعانی امیری، منصور؛ ۱۳۸۶، بررسی رابطه بین محدودیت‌های مالی و بازده سهام در بازار ایران، مجله دانشور رفتار سال چهاردهم، دی ماه، شماره ۲.
- گلستانی، مهدی؛ ۱۳۸۹، اوراق (صکوک) اجاره ابزاری نوین برای تأمین مالی شرکت‌های لیزینگ، مجله اقتصادی - ماهنامه بررسی مسایل و سیاست‌های اقتصادی، شماره‌های ۹ و ۱۰.
- مدیریت امور بین‌الملل بانک؛ ۱۳۸۶، معیارهای بکارگیری از اعتبار خریدار و فروشنده، مجله توسعه، سال دهم؛ شماره ۶۱.
- مزینی، امیرحسین؛ ارزیابی روش‌های تأمین مالی در اقتصاد ایران، مرکز تحقیقات کامپیوتری علوم اسلامی، ۱۳۹۰.
- نادى‌زاده، حسین؛ ۱۳۹۳، تأثیر مدیریت سرمایه در گردش و ساختار سرمایه بر سودآوری شرکت‌های پذیرفته شده بورس اوراق بهادار تهران، پایان‌نامه کارشناسی ارشد حسابداری، دانشگاه آزاد اسلامی واحد نجف آباد.
- نبی‌لو، حمید؛ ۱۳۸۸، شناسایی و اولویت‌بندی ریسک قراردادهای ساخت، بهره‌برداری و انتقال (BOT) در پروژه‌های عمرانی از دیدگاه مدیران پروژه‌ها در شرکت‌های عمرانی؛ راهنما: فلاح شمس، دانشگاه آزاد اسلامی، پایان‌نامه کارشناسی ارشد.
- Chul, P. and Pincus, M. (2001). Internal vs External Funding Sources and Earnings Response Coefficients, Review of Quantitative Finance and Accounting, 16: 33-52.

- Jabeen, Z. (2007), "Sukuk: Principles, Structure and Developments", International Journal of Islamic Finance Services, Vol. 1, No. 3, pp. 73-96.
- Paramasivan.C and subramanian.T Financial Management New Age International Publisher December 1, 2008.
- [www.sciencedirect.com](http://www.sciencedirect.com)