



شناسایی روش‌های تأمین مالی در مدیریت پروژه‌های نوسازی بافت فرسوده شهری (مطالعه موردی: پروژه‌های متمرکز نوسازان)

نویسندگان: آیدا رحیمی گلخندان^۱، محمدعلی کاشف حقیقی^۲ و امیرحسین محبی فر^۳

شماره: ۱۴۰۷

چکیده

پروژه‌های متمرکز نوسازان که در این پژوهش مورد مطالعه و بررسی قرار گرفته‌اند، پروژه‌هایی با کاربری غالب مسکونی هستند که به‌طور متمرکز به وسیله سازمان نوسازی شهر تهران با هدف تأمین کسری سرانه و واحد معوض املاک بافت فرسوده به منظور تسهیل تملک و ایجاد زیرساخت‌های نوسازی اجرا می‌گردند. اتکای تأمین مالی این پروژه‌ها به اعتبار مالی سازمان نوسازی به‌عنوان حامی، برای برآورده ساختن نیازهای مالی آنها ناکافی است. از این رو باید ضمن جذب وام و سرمایه از خارج از سازمان نوسازی، انتظارات مشارکت‌کنندگان در تأمین مالی این پروژه‌ها را به محصول و عملکرد پروژه معطوف داشت. این پژوهش بر آن است تا در شناسایی روش‌ها و ابزارهای تأمین مالی این پروژه‌ها بکوشد، تا تصمیم‌گیرندگان در حیطه تأمین مالی در سازمان بتوانند با شناخت ظرفیت‌های بازار مالی کشور، به چینی ترکیب مناسبی از مشارکت‌کنندگان مختلف در تأمین منابع مالی آنها دست یابند.

کلید واژه‌ها: نوسازی، انبوه‌سازی، تأمین مالی پروژه‌ها، روش تأمین مالی.

۱- کارشناس ارشد رشته مدیریت پروژه و ساخت، دانشگاه شهید بهشتی

۲- استاد مدعو دانشگاه شهید بهشتی در گروه مدیریت پروژه و ساخت

۳- عضو هیأت علمی گروه مدیریت پروژه و ساخت، دانشکده معماری و شهرسازی دانشگاه شهید بهشتی

مقدمه

بافت فرسوده به بخشی از بافت شهری گفته می‌شود که به دلیل فرسودگی کالبدی، فقدان دسترسی سواره مناسب و نیز تأسیسات و خدمات و زیرساخت‌های شهری، آسیب‌پذیر است و معمولاً هم اقشار محروم و مهاجران روستایی، با فعالیت‌های سنتی فاقد ارزش افزوده بالا در آن ساکن‌اند.^۱ ویژگی‌های مسکن در بافت‌های فرسوده شهر تهران عبارت‌اند از ناپایداری بناها در برابر زمین‌لرزه، تعداد طبقات کم، وجود مسکن‌های چندخانواری یا مسکن مختلط با کارگاه یا انبار و هم‌چنین ریزدانگی. حق دارا بودن مسکن مناسب از اساسی‌ترین رکن‌های حقوق بشر است و در تمام پیمان‌های جهانی همواره بر آن تأکید شده است. طبق بیانیه «کمیته حقوق اقتصادی، اجتماعی و فرهنگی سازمان ملل متحد»، حق مسکن به معنای بهره‌مند بودن همه انسان‌ها از حق زیستن در محیطی امن و آرام، با حفظ عزت و کرامت انسانی است (رضایی، خانی و ستوده علمباز، ۱۳۸۷). در دومین اجلاس اسکان بشر^۲ نیز مسکن مناسب با ویژگی‌هایی چون آسایش، فضا، دسترسی فیزیکی و امنیت مناسب، امنیت مالکیت، پایداری، روشنایی، تهویه و سیستم گرمایی صحیح، زیرساخت‌های اولیه از قبیل آبرسانی بهداشتی و آموزش، دفع زباله، کیفیت زیست‌محیطی، عوامل بهداشتی، و مکان در دسترس از نظر کار و تسهیلات اولیه تعریف شده‌است (معاونت برنامه‌ریزی سازمان نوسازی شهر تهران، آذر ۱۳۸۸).

حق دارا بودن مسکن مناسب در قانون اساسی جمهوری اسلامی ایران نیز در نظر گرفته شده است و یکی از وظایف دولت تأمین مسکن متناسب با شأن انسانی برای همه شهروندان است. در اصل ۳۰ قانون اساسی جمهوری اسلامی ایران چنین بیان شده است: «داشتن مسکن متناسب با نیاز، حق هر فرد و خانوار ایرانی است. دولت موظف است با رعایت اولویت برای آنها که نیازمندترند، به خصوص روستانشینان و کارگران، زمینه اجرای این اصل را فراهم کند.»^۳ همه اینها در حالی است که سرپناه ساکنان بافت‌های فرسوده حتی نزدیکی مختصری هم با الگوی مسکن مناسب ندارد و همچنین به دلیل فقر ساکنان - و لابد مالکان آنها - در این بافت‌ها امکان نوسازی خودبده‌خودی وجود ندارد، و دارندگان سرمایه نیز انگیزه‌ای برای سرمایه‌گذاری در آن ندارند.

پروژه‌های متمرکز نوسازان که در این پژوهش مورد مطالعه و بررسی می‌گردند، پروژه‌های انبوه‌سازی با کاربری غالب مسکونی‌اند که به طور متمرکز به وسیله سازمان نوسازی شهر تهران و با تأمین زمین‌های تنخواه - از جمله اراضی ذخیره‌نوسازی^۴ - برای ساخت مجتمع‌های مسکونی و واگذاری آنها با شرایط حمایتی ویژه به ساکنان بافت فرسوده به اجرا در می‌آیند. عمده‌ترین اهداف مورد نظر سازمان از اجرای این پروژه‌ها، تسهیل تملک برای ایجاد زیرساخت‌ها (دسترسی‌ها، فضای سبز و مانند اینها)، تأمین کسری سرانه و واحد معوض^۵ املاک بافت فرسوده و حفظ ساکنان اصلی بافت فرسوده در محل است. با تعریف این پروژه‌ها در فاصله کمی از محدوده بافت فرسوده، علاوه بر ایجاد مطلوبیت فضایی، زمینه ایجاد ارزش‌افزوده نیز فراهم می‌گردد. تعدادی از این پروژه‌ها در

^۱ شورای عالی شهرسازی و معماری

^۲ ۱۹۹۶ - استانبول

^۳ حق مسکن در اصل ۴۳ قانون اساسی نیز مورد تأکید قرار گرفته است.

^۴ با استناد به ماده ۱۱ طرح تفصیلی با عنوان ذخیره توسعه و نوسازی بافت‌های شهری، به کلیه املاک و اراضی بزرگ با مساحت یک هکتار و بیشتر که در عملکرد خاص هریک از پهنه‌ها تعیین تکلیف نمی‌شوند، اراضی ذخیره توسعه و نوسازی اطلاق می‌گردد. اهداف ساخت‌وساز در اراضی ذخیره نوسازی شامل تأمین مسکن برای سرریز جمعیتی بافت‌های فرسوده شهری، تعادل بخشی خدماتی و تأمین خدمات مورد نیاز و ایجاد ظرفیت‌های جدید توسعه در مسیر تحقق چشم انداز ۲۰ ساله شهر تهران است (عبدالعلی‌زاده، ۱۳۸۸).

^۵ واحد معوض، واحدی مسکونی یا تجاری است که در ازای واگذاری یک یا چند واحد فرسوده به مالک بافت فرسوده واگذار می‌شود. شورای اسلامی شهر تهران در ماده واحده‌ای با عنوان "ساماندهی مشارکت‌های اجتماعی در احیای بافت‌های فرسوده شهر تهران" در شهریور ماه سال ۱۳۸۶، سازمان نوسازی را ملزم به واگذاری مسکن معوض به مالکان املاک فرسوده ساخته است.

زمین‌های ذخیره نوسازی واقع شده‌اند و زمین باقی این پروژه‌ها را که داخل بافت فرسوده قرار دارند، از سوی سازمان نوسازی به روش‌های دیگری از جمله در قالب طرح خانه به‌جای خانه^۱ تملک کرده است.

تأمین مالی پروژه‌های نوسازی و بهسازی بافت فرسوده از جمله «پروژه‌های متمرکز نوسازان» که در این پژوهش بررسی می‌گردد و اهمیت اجتماعی زیادی نیز دارد، به دلایلی چون مخاطرات جدی سرمایه‌گذاری و جذابیت بس ناچیز سرمایه‌گذاری، معمولاً با روش‌های رایج امکان‌پذیر نیست و یا به‌کندی صورت می‌گیرد. اتکای تأمین مالی این پروژه‌ها به توان و اعتبار مالی سازمان نوسازی نیز به‌عنوان حامی، برای برآورده ساختن نیازهای مالی آنها ناکافی است و این پروژه‌ها را به مخاطره می‌اندازد. از این رو لازم است که بخشی از انتظارات مشارکت‌کنندگان در تأمین مالی این پروژه‌ها، به محصول و عملکرد پروژه معطوف گردد. سازمان نوسازی به عنوان حامی پروژه‌های مذکور، برای تصمیم‌گیری در مورد نحوه تأمین مالی این پروژه‌ها، نیازمند آن است که به روشی نظام‌مند شیوه‌های تأمین مالی ممکن را مطابق اولویت‌ها و انتظارات خود شناسایی کند.

این پژوهش بر آن است تا با شناسایی و تدقیق روش‌ها و ابزارهای تأمین مالی این پروژه‌ها، این امکان را فراهم سازد که تصمیم‌گیرندگان در حیطه تأمین مالی در سازمان بتوانند با در دست داشتن ظرفیت‌های بازار مالی کشور، به چپ‌ساز ترکیب بهینه‌ای از مشارکت‌کنندگان مختلف در تأمین منابع مالی آنها دست یابند.

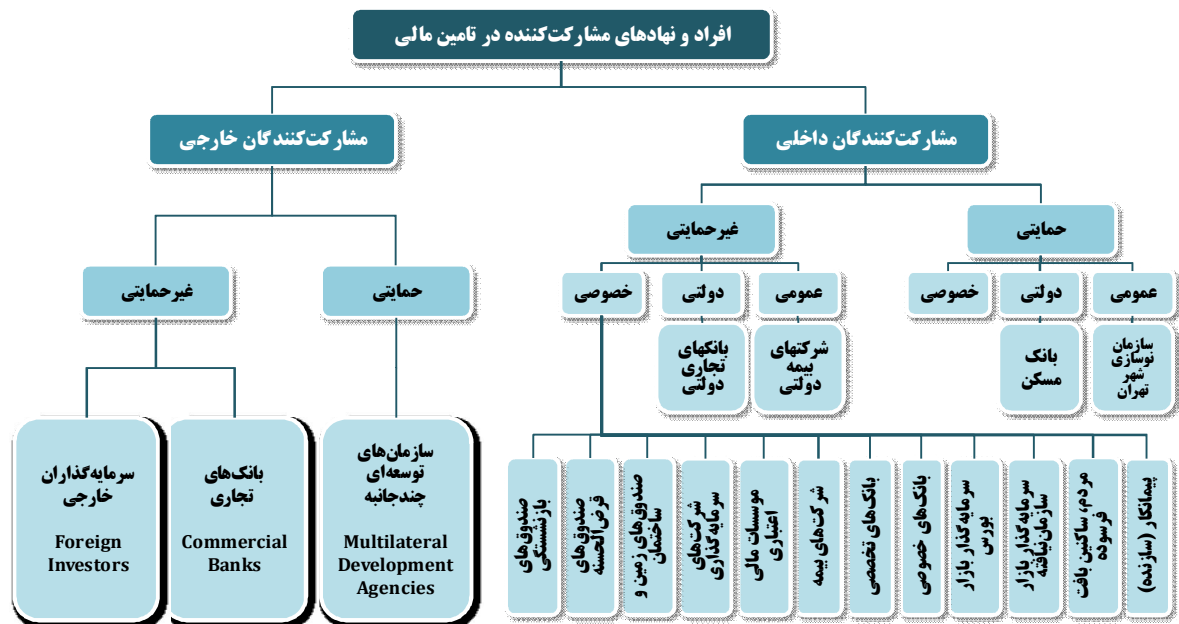
مطالعه اقدامات مربوط به تملک اراضی پروژه در محدوده این پژوهش جای ندارد و مطالعات پس از تعریف پروژه و آزادسازی زمین به نام سازمان نوسازی شهر تهران آغاز می‌شود.

شناسایی نهادها و افراد مؤثر در تأمین مالی

بانیان پروژه‌ها، عموماً بزرگ‌ترین بخش آورده‌های اولیه پروژه را تأمین می‌کنند. گاه در برخی از پروژه‌ها، از خریداران محصول پروژه نیز دعوت می‌شود که در آورده‌های پروژه سرمایه‌گذاری کنند. سایر سرمایه‌گذاران و نهادهای مالی نیز فرصت حضور در تأمین مالی پروژه‌ها را دارند. بانک‌های تجاری و -در بازار مالی برخی از کشورها- شرکت‌های بیمه و صندوق‌های بازنشستگی، منابع اصلی تأمین مالی پروژه‌ها به شمار می‌آیند (Finnerty, 1996).

به منظور شناسایی نهادها و افرادی که قابلیت حضور در تأمین مالی پروژه‌های مورد مطالعه را دارند، مطالعات اسنادی در زمینه مبانی و نهادهای تأمین مالی انجام گرفت. پس از انجام این مطالعات، نهادها و افراد دارای پتانسیل شرکت در تأمین مالی این پروژه‌ها شناسایی شدند و به صورت آنچه که در شکل ۱ (نمودار سلسله‌مراتبی) دیده می‌شود دسته‌بندی گردیدند.

^۱ نوعی شیوه تملک املاک واقع در بافت فرسوده، با هدف احداث پروژه‌های نوسازی است، مشتمل بر واگذاری واحدهای آپارتمانی مسکونی آماده یا در حال ساخت به ازای تملک املاک مسکونی فرسوده.



افراد و نهادهای دارای پتانسیل شرکت در تأمین مالی پروژه‌های مورد مطالعه (منبع: نگارنده)

همان‌گونه که مشاهده می‌شود، این مشارکت‌کنندگان در دسته‌بندی «داخلی و خارجی»، «حمایتی و غیر حمایتی» و «خصوصی، عمومی و دولتی»، نظم داده شده‌اند. مشارکت‌کنندگان و نهادهای حمایتی، آن دسته از تأمین‌کنندگان منابع مالی‌اند که در تحقق پروژه‌های نوسازی بافت فرسوده، مأموریت، رسالت و یا علایقی - غیر مالی - دارند. دسته‌بندی ۰ می‌تواند به شناخت گسترده‌تر امکانات موجود و پیشگیری از نادیده انگاشتن برخی از مشارکت‌کنندگان در تأمین مالی پروژه‌های مورد مطالعه کمک کند. مطابق ۰، برای تأمین مالی پروژه‌های نوسازی، هیچ نهاد حمایتی در بخش خصوصی شناسایی نشده‌است. با وجود رویکرد منفعت‌گرایانه بخش خصوصی، به نظر می‌رسد که بتوان با هم‌سو کردن اهداف نوسازی با اهداف سازمان‌های مردم‌نهاد و افرادی که رویکردی خیرخواهانه و حمایتی در بافت فرسوده شهری دارند، جریان منابع و سرمایه‌گذاری آنها را به سوی تحقق هدف اجتماعی نوسازی بافت فرسوده هدایت کرد. به دلیل اهمیت موضوعات اقتصادی و اجتماعی و در مسیر تحقق نوسازی مردمی، نیاز به «تسهیل‌گری نوسازی» از طریق به کارگیری مجموعه‌هایی در مقیاس محله‌ها در ساختار مدیریت نوسازی شهر تهران، در نظر گرفته شده است. در ماده ۴۲ فصل هشتم آیین‌نامه اجرایی قانون ساماندهی و حمایت از تولید و عرضه مسکن، اهداف و ویژگی‌های دفاتر خدمات نوسازی برشمرده شده است. در حیطه وظایف و اختیارات دفاتر خدمات نوسازی، ذیل سرفصل وظایف مدیریتی، به مدیریت جلب و جذب انواع سرمایه‌های خرد و کلان با استفاده از روش‌های تأمین مالی مشارکتی برای پروژه‌های پایلوت و محرک توسعه اشاره شده‌است. به نظر می‌رسد که در صورت فعال‌سازی این نقش در دفاتر نوسازی محلی، ظرفیت هدایت سرمایه‌ها و منابع حمایت‌گرایانه بخش خصوصی نیز به بافت فرسوده فراهم خواهد شد.

شناسایی الگوها و روش‌های تأمین مالی

در مرحله بعد به شناسایی الگوها و روش‌های ممکن تأمین مالی پرداخته شد. همواره دو گزینه اساسی برای تأمین مالی پروژه‌ها وجود دارد: تأمین مالی از طریق سرمایه سهامداران (سهام)^۱، و تأمین مالی به روش وام یا استقراض (بدهی)^۲. البته ناگفته نماند که همیشه هم تمایز شفافیتی بین این دو گزینه وجود ندارد و با توجه به ساختار تأمین مالی، می‌توان پیوستاری از سهام، شبه‌وام^۳، وام تضمینی^۴، و وام غیرتضمینی^۵ در نظر گرفت. ارتباط بین اینها را به لحاظ میزان امنیت سرمایه‌گذاری، بازدهی سرمایه و سرعت بازپرداخت نشان می‌دهد. با توجه به مفاهیم و تفاوت‌های سهام و بدهی، تأمین مالی پروژه‌ها می‌تواند بر اساس منابع استقراضی (بدهی) یا غیراستقراضی (سهام) انجام گیرد (Turner, 2007)، (Yescomb, 2002)، (Gatti, 2008)، (Fight, 2006). مهندسی مالی پروژه مستلزم ارزیابی ترکیب منابع ممکن از بدهی و سهام است، تا مشخص گردد که از کدام بازارهای مالی می‌توان منابع مالی لازم را برای پروژه، با شرایط مناسب و درخور قبول و کمترین هزینه تأمین مالی فراهم کرد (Finnerty, 1996).



از سویی هم روش‌های تأمین مالی پروژه‌ها را می‌توان «بر اساس تعهدات سازمان» و نیز «بر اساس تعهدات پروژه» دسته‌بندی کرد:

- تأمین مالی شرکتی (بر اساس تعهدات سازمان): در تأمین مالی شرکتی، وام‌دهندگان به سازمان برای بازپرداخت وام‌شان به کل سید دارایی‌های شرکت نظر دارند و سازمان مادر عهده‌دار مسئولیت بازپرداخت این منابع مالی - فارغ از موفقیت یا شکست پروژه - است (Turner, 2007).
- تأمین مالی پروژه‌ای (بر اساس تعهدات پروژه)^۶: در این حالت پروژه‌ها به‌عنوان موجودیت حقوقی مجزا و به‌صورت مستقل تأمین مالی می‌شوند. این نوع تأمین مالی عمدتاً غیرتضمینی، بدون حق رجوع و خارج از ترازنامه است، زیرا تنها با دارایی‌های پروژه و جریان درآمد پروژه تضمین می‌گردد (Turner, 2007).

دسته‌بندی دیگر، تأمین مالی پروژه‌ها بر اساس تأمین از منبع داخلی کشور یا تأمین مالی خارجی است. تأمین مالی به لحاظ اینکه از طریق بازار پول یا سرمایه باشد نیز طبقه‌بندی شدنی است.

1 Equity
2 Debt
3 Subordinated Debt
4 Secured Debt
5 Unsecured Debt
6 Corporate Finance
7 Project Finance

- بازار پول: بازاری است که در آن منابع مالی کوتاه مدت مبادله می‌شوند.
 - بازار سرمایه: بازار مبادله منابع مالی بلندمدت (بیش از یک سال) است. بدهی‌های بلندمدت شرکت‌ها، در این بازار مبادله می‌شوند. بازار بورس اوراق بهادار، نمونه این نوع بازارهاست (شایانی، ۱۳۸۸).
- در ادامه، روش‌های تأمین مالی پروژه‌ها در دسته‌بندی منابع استقرایی و غیراستقرایی داخل یا خارج از کشور و روش‌های تأمین مالی اسلامی مورد بررسی قرار خواهند گرفت.

تأمین مالی از منابع داخلی کشور

• جذب منابع داخلی - روش‌های استقرایی

تأمین مالی داخلی استقرایی، شامل وام‌ها و تسهیلات تکلیفی است. ممکن است بخش دولتی امتیازهایی برای مجری طرح فراهم کند؛ مانند در نظر نگرفتن هیچ‌گونه مسئولیت برای بازپرداخت وام (تا زمانی که این پول برای انجام طرح استفاده می‌شود) و یا بازپرداخت وام در زمانی که طرح به موفقیت برسد (مثلاً زمانی که در جریان نقدینگی انعکاس یابد). وام دولتی گاه به صورت یارانه برای طرح‌ها فراهم می‌شود. این امر اغلب با وساطت شرکت‌های تجاری فعال در بازار «تأمین مالی طرح‌ها» انجام می‌پذیرد (Yescomb, 2002).

• جذب منابع داخلی - روش‌های غیراستقرایی

روش‌های تأمین مالی پروژه‌های مورد مطالعه این پژوهش، از منابع داخلی کشور به صورت غیراستقرایی شامل این موارد است که در ادامه تشریح می‌گردند: مشارکت مدنی، پیش‌فروش، فروش متری، اوراق مشارکت، اوراق رهنی، سهام پروژه، تشکیل صندوق‌های زمین و ساختمان، و صندوق سرمایه‌گذاری شهرداری.

مشارکت مدنی: مشارکت مدنی عبارت است از درآمیختن سهم‌الشرکه نقدی و یا غیرنقدی متعلق به اشخاص حقیقی یا حقوقی به نحو مشاع به منظور انتفاع طبق قرارداد (ماده اول قانون عملیات بانکی بدون ربا، ۱۳۶۲). با این روش هر یک از دارندگان منابع مورد نیاز، می‌توانند در قالب عقد مشارکت مدنی در پروژه نوسازی شریک گردند و از منافع واقعی و ملموس آن بهره‌مند شوند. امتیاز شیوه عقد مشارکت مدنی، بر خلاف دیگر روش‌ها، این است که در این عقد می‌توان از سرمایه نقدی و غیرنقدی اشخاص -مانند مایملک، تخصص و دیگر توانایی‌های آنان- بهره برد (آیینی، موضوعات اقتصادی، مالی و مدیریتی در بهسازی و نوسازی بافت‌های فرسوده شهری، ۱۳۸۸). در چارچوب عقد مشارکت مدنی نیز می‌توان از تسهیلاتی برای تأمین مالی پروژه‌های مورد مطالعه با تفاوت‌های جزئی از بخش دولتی یا خصوصی نظام بانکی کشور بهره برد. در این روش موضوع مشارکت باید مشخص باشد. مشارکت مدنی پس از اتمام موضوع شرکت، تصفیه و مرتفع می‌شود.

تشکیل صندوق سرمایه‌گذاری شهرداری و صندوق زمین و ساختمان: صندوق سرمایه‌گذاری شهرداری، شرکت

سرمایه‌گذاری با سرمایه ثابت است که سرمایه‌گذاری‌های آن در زمینه بهسازی و نوسازی بافت‌های فرسوده شهر تهران بیش از سرمایه‌گذاری در سایر دارایی‌های مالی است. شرکت‌های سرمایه‌گذاری با سرمایه ثابت، تعداد سهام منتشر شده ثابتی دارند و انتشار سهام جدید در آنها مطابق قوانین و آیین‌نامه‌های بورس‌هایی است که اجازه معاملات سهام آنها را صادر می‌کنند، و رفتارشان با آنها نیز مشابه شرکت‌های تولیدی با این نوع سهام است. خریداران و فروشندگان این سهام کمیسیون‌ها را به کارگزاران پرداخت می‌کنند، و به پرداخت دیگر هزینه‌های اضافی (مالیات، بورس و جز آن)، مشابه سایر اوراق بهادار اقدام می‌کنند. ارزش سهام شرکت‌های

سرمایه‌گذاری با سرمایه ثابت می‌تواند کمتر یا بیشتر از ارزش خالص دارایی‌های^۱ آنها به ازای هر سهم باشد (فرهادی، شعبانی؛ و موسوی، ۱۳۸۸).

نمونه داخلی صندوق سرمایه‌گذاری در بهسازی و نوسازی بافت‌های فرسوده شهرداری در ایران، تحت عنوان صندوق‌های زمین و ساختمان به تصویب سازمان بورس و اوراق بهادار رسیده است که تنها در بخش مسکن سرمایه‌گذاری می‌کند. صندوق زمین و ساختمان از مصادیق نهادهای مالی موضوع بند ۲۱ ماده یک قانون بازار اوراق بهادار است که با دریافت مجوز تأسیس از سازمان اوراق بهادار، تحت نظارت همین سازمان فعالیت می‌کند (فرهادی، شعبانی و موسوی، ۱۳۸۸). ضوابط تأسیس صندوق‌های زمین و ساختمان در تاریخ ۱۳۸۷/۵/۲۸ در شورای عالی بورس و اوراق بهادار تدوین و تصویب گردید و به عنوان ابزار مالی جدیدی در بخش مسکن شناخته شد. این صندوق مبتنی بر سرمایه است و سازوکار آن به این صورت است که ابتدا زمینی به این صندوق منتقل می‌گردد و فردی که این زمین را منتقل می‌کند به ارزش زمین، یک واحد سرمایه‌گذاری دریافت می‌دارد و سپس مجوز عرضه عمومی را می‌گیرد و به تناسب پولی که برای این پروژه نیاز دارد اوراق سرمایه‌گذاری منتشر می‌کند و به ساخت پروژه مشغول می‌شود. این واحدهای سرمایه‌گذاری در هر زمانی می‌توانند افزایش سرمایه دهند. در پایان، پروژه به مزایده گذاشته می‌شود و به فروش می‌رود و سود این پروژه بین دارندگان و واحدهای سرمایه‌گذاری تقسیم می‌گردد. در طول سال‌هایی که پروژه ساخته می‌شود، اگر شخصی به نقدینگی نیاز داشته باشد می‌تواند گواهی را به شخص دیگری واگذار کند؛ و این گواهی در بازار بورس پذیرش می‌گردد و در تابلوی جداگانه‌ای واگذار می‌شود (سازمان بورس و اوراق بهادار، ۱۳۸۹).

سهام‌دار پروژه: در این روش، تأمین منابع با واگذاری سهامی از عین پروژه در قالب شرکت خاص و یا قرارداد مشارکت مدنی انجام می‌پذیرد. این روش از عینی‌ترین روش‌های مشارکتی در تأمین مالی نوسازی بافت فرسوده به شمار می‌آید. باید در نظر داشت که فروش عام سهام پروژه و تعیین حق مالکیت آتی، می‌تواند همگونی اجتماعی آینده محیط و اهداف حاکمیتی در پروژه را به خطر اندازد؛ حال آنکه در صورت تعیین گروه‌های خاص به عنوان سهام‌دار و نظارت در پروژه، چنین مشکلی پیدا نخواهد شد (شیرازی‌زاده؛ و خسروانی‌نژاد، ۱۳۸۸). این روش، از نظر حقوقی عقد خصوصی بین بانی پروژه و خریدار سهام محسوب می‌شود و به استناد ماده ۱۰ قانون مشارکت مدنی بلامانع است. شرکت عمران و مسکن‌سازان شرق، برای نخستین بار اقدام به به‌کارگیری این روش و عرضه عمومی سهام پروژه برای دو پروژه سارا و مجد در بافت فرسوده شهر مشهد کرده است (حسینی، ۱۳۸۷).

فروش متری مسکن: در طرح فروش متری، شرکت‌های سرمایه‌گذار مسکن با جذب سرمایه‌های خرد از جمله سرمایه‌های فردی و پس‌اندازهای تدریجی، متقاضیان خود را به مجاری تولید مسکن، از طریق انعقاد قرارداد و بازار انبوه‌سازان مسکن، هدایت می‌کنند. در شیوه اجرایی متداول فروش متری در کشور، واحدهایی با حمایت دولت احداث می‌گردد و به وسیله شرکت‌های سرمایه‌گذاری عرضه می‌شود و متقاضیان با خرید اوراق به میزان حداقل لازم، دست کم نیمی از بهای مسکن مورد نظر خود را هنگام خرید قطعی تأمین می‌کنند و ۵۰ درصد باقی‌مانده بهای واحد مسکونی حتی‌المقدور در اجرای توافق به عمل آمده بین شرکت سرمایه‌گذاری و بانک عامل طرف قرارداد به صورت تسهیلات بلندمدت در اختیار خریدار قرار می‌گیرد. در مجموع فروش متری مسکن را می‌توان شیوه‌ای جدید از پیش‌فروش مسکن دانست که از طریق فعال کردن سرمایه، در پی رونق بخشیدن به فضای تولید مسکن است (شیرازی‌زاده و خسروانی‌نژاد، ۱۳۸۸). با این روش تاکنون ۳ مرحله برای تأمین مالی سازمان نوسازی شهر تهران به انجام رسیده است.

¹ Net Asset Value (NAV)

پیش‌فروش: پیش‌فروش روشی قدیمی است که طی آن مجری و سرمایه‌گذار اصلی در مرحله‌ای از پیشرفت پروژه، اقدام به جذب منابع در قبال وعده واگذاری واحدی خاص به سرمایه‌گذار خود می‌کند. به موجب لایحه پیش‌فروش ساختمان، مصوب ۱۳۵۸، هر قراردادی -از قبیل بیع، صلح، یا اجاره به شرط تملیک- که در نتیجه آن یکی از طرفین متعهد به ساخت یا تکمیل بنا در زمین معینی باشد که حداقل مالک قسمتی از آن است، و یا در ازای انجام تعهد، مالک قسمتی از ساختمان می‌شود، قرارداد پیش‌فروش ساختمان به شمار می‌آید و جزئیات آن نیز مشمول مواد قانونی این لایحه و آیین‌نامه قانونی آن خواهد بود.

اوراق مشارکت: به استناد این قانون می‌توان اوراق مشارکت را، اوراق بهادار بانام یا بی‌نامی دانست که به موجب قانون یا مجوز بانک مرکزی جمهوری اسلامی ایران به قیمت اسمی مشخص برای مدت معین و تأمین بخشی از منابع مالی مورد نیاز برای ایجاد یا تکمیل و توسعه طرح‌های سودآور تولیدی و ساختمانی و خدماتی منتشر می‌شود و به سرمایه‌گذارانی که قصد مشارکت در اجرای طرح‌های یادشده را دارند، از طریق عرضه عمومی واگذار می‌گردد. اوراق مشارکت ابزاری برای گردآوری وجوه از پس‌اندازکنندگان و سرمایه‌گذاران در طرح یا طرح‌هایی معین است. در واقع اوراق مشارکت شکلی از اوراق قرضه است که در چارچوب بانکداری موسوم به غیربوی طراحی شده است. اوراق مشارکت در مقایسه با سهام، اوراق بهاداری است کم‌خطرتر و با نرخ بازده پایین‌تر. فرض آن است که خریدار اوراق مشارکت سرمایه‌گذار متهورتری از سپرده‌گذار بانک است، ولی و محافظه‌کارتر از سرمایه‌گذار در سهام. اگر اوراق مشارکتی انتشار یابد که ضمانت دولت یا بانک مرکزی و یا حتی بانک‌های دولتی معتبر را داشته باشند، خطر این اوراق حداکثر در سطح خطر سپرده بانکی است (آیینی، از اوراق قرضه تا اوراق مشارکت در شهرداری‌ها، ۱۳۸۹). این روش نیز به منظور تأمین مالی سازمان نوسازی شهر تهران به کار رفته است.

اوراق رهنی:^۱ اوراق بهادار رهنی، نوعی اوراق بهادار با پشتوانه تعهدات استقراضی‌اند، که مطالباتی را بر جریان نقدینگی وام‌های رهنی نشان می‌دهند و اغلب در دارایی‌های مسکونی کاربرد دارند. ابتدا وام‌های رهنی از بانک‌ها، شرکت‌های رهنی و دیگر صادرکنندگان وام، خریداری می‌گردند. سپس در مخزن سرمایه‌گذاری مشترک^۲ تمرکز می‌یابند. این کار را اژانس‌های دولتی یا مؤسسات دارای پشتوانه دولتی^۳ و یا شرکت‌های خصوصی انجام می‌دهند، که ممکن است ترکیباتی را برای پاسخ به ریسک عدم پرداخت این وام‌ها مطرح و ارائه کنند. اوراق بهادار رهنی، در فرایند تبدیل شدن به اوراق بهادارسازی^۴ (انتشار اوراق بهادار)، نشانگر مطالباتی از اصل و فرع وام‌ها در مخزنی مشترک‌اند. این اوراق بهادار اغلب به عنوان اوراق قرضه فروخته می‌شوند ولی طی ابداعات مالی، می‌توانند طیف وسیعی از اوراق بهادار را ایجاد کنند، که ارزش نهایی آنها از مخازن مشترک رهنی مشتق شده است.

تأمین مالی از منابع خارج از کشور

از آنجا که منابع مالی داخلی و دیگر شیوه‌های تجهیز سرمایه‌گذاری از منابع داخلی در بیشتر کشورهای در حال توسعه محدود است، در نتیجه منابع مالی خارجی می‌توانند بهترین گزینه برای تأمین وجوه مورد نیاز برای تولید و سرمایه‌گذاری باشند. اقتصاددانان سرمایه را به جیوه‌ای تشبیه می‌کنند که لغزان است و با کوچک‌ترین ضربه‌ای جابه‌جا می‌شود و یا آن را چونان پرنده‌ای می‌پندارند که با کوچک‌ترین صدای پایی می‌پرد و زودتر از آدمی از معرکه می‌گریزد. این پرنده گریزان، امروزه سهم بسیار عمده‌ای در اقتصاد کشورهای جهان دارد و به اقصی‌نقاط مختلف دنیا مهاجرت می‌کند. بیشتر سرمایه‌گذاران بر این باورند که سرمایه «وطن» نمی‌شناسد (غفارپور، ۱۳۸۴).

¹ mortgage-backed security (MBS)

² Pool

³ government-sponsored enterprises

⁴ Securitization

• جذب منابع خارجی – روش‌های استقراری

عوامل مختلفی می‌توانند بر وسعت بازار استقراری پروژه‌ها تأثیر نهند. از جمله این عوامل می‌توان به برآورد سودآوری پروژه، اهرم مالی، موقعیت مکانی آن، و ارزیابی ریسک پروژه از سوی تأمین‌کنندگان منابع مالی، جایگاه اعتباری سازمان بانی پروژه، و نقدشوندگی اوراق قرضه پروژه اشاره کرد (Finnerty, 1996).

تسهیلات موسوم به وام تجاری: بازار بانکی بین‌المللی یکی از پویاترین بازارهای مالی دنیاست و چون تحت تأثیر مقررات ملی قرار ندارد، موجب برقراری روابط انعطاف‌پذیری بین سپرده‌گذاران و وام‌گیرندگان در کشورهای مختلف خواهد بود. واحد پولی حاکم در این بازار، دلار امریکاست؛ و دیگر واحدهای پولی رایج مارک آلمان و فرانک سوئیس‌اند (Finnerty, 1996). در اعتبارات یا وام‌های اعطایی به وسیله بانک‌های تجاری غالباً از نرخ LIBOR، به علاوه درصدی توافقی به عنوان پایه برای نرخ بهره استفاده می‌شود. برخی از شروط مقدم برای اعطای این نوع وام‌ها عبارت‌اند از: امضای اسناد و قراردادهای مربوط به وثیقه‌ها و تضمین‌ها، تأییدیه‌های مقامات دولتی ایران و صدور مجوزهای لازم مرتبط با وثیقه‌ها و معتبر شدن قرارداد تأمین مالی، اظهارنظر حقوقی به وسیله مشاور حقوقی مورد قبول بانک که مؤید اعتبار قراردادهای وام و وثیقه‌گذاری از دیدگاه قوانین و مقررات ایران باشد (شایانی، ۱۳۸۸). دریافت وام‌های بین‌المللی، گاه منوط به اعمال کنترل مؤسسه وام‌دهنده بر نحوه هزینه شدن وام در زمان اجرای پروژه می‌گردد. واژه فاینانس نیز که در لغت به معنی «مالیه» یا تأمین مالی است، در حیطه سرمایه‌گذاری به تأمین مالی از طریق استفاده از منابع خارجی و یا دریافت و استفاده از وام ارزی اطلاق می‌گردد (غفارپور، ۱۳۸۴).

وام‌های اعطایی به وسیله مؤسسات مالی بین‌المللی چندجانبه: اعتبارات مؤسسات مذکور در بیشتر موارد به منظور ایجاد تأسیسات زیربنایی در کشور دریافت‌کننده اعطا می‌شود. این اعتبارات کم‌هزینه‌اند و برای دریافت‌شان باید مقررات و ضوابط اعلام شده به وسیله مؤسسه مالی بین‌المللی ذی‌ربط به دقت رعایت شود. ایران از زمان عضویت در بانک جهانی تاکنون با استفاده از منابع مالی آن بانک اقدام به اجرای ۳۳ پروژه تا پیش از انقلاب اسلامی به ارزش ۱۲۱۰ میلیون دلار و ۱۸ پروژه بعد از انقلاب اسلامی به ارزش ۲۰۵/۹ میلیون دلار کرده است. پروژه‌های مذکور عمدتاً در بخش‌های آب و فاضلاب، حمل‌ونقل، انرژی، بهداشت، حمایت‌های اجتماعی و بازسازی مناطق زلزله‌زده بوده است (زیوداری، ۱۳۸۹). علاوه بر بانک جهانی و صندوق بین‌المللی پول، دست‌کم ۵۰ مؤسسه چندملیتی دیگر نیز برای تأمین مالی پروژه‌های کشورهای در حال توسعه وجود دارد. مؤسساتی که عملکردشان "جهانی" است، عبارت‌اند از: صندوق ویژه اوپک^۱، صندوق کویت برای توسعه اقتصادی عرب^۲، و بانک بین‌المللی سرمایه‌گذاری متعلق به شورای کشورهای کمک‌های اقتصادی متقابل^۳. مؤسساتی که عملکرد "منطقه‌ای" دارند، اینها هستند: بانک توسعه آفریقا^۴، بانک توسعه آسیا^۵، صندوق عربی^۶ و بانک توسعه اسلامی^۷.

• جذب منابع خارجی – روش‌های غیر استقراری

در کشور ما هیئت وزیران در اردیبهشت ۱۳۸۵ بنا به پیشنهاد مشترک وزارت امور اقتصاد و دارایی، و سازمان مدیریت و برنامه‌ریزی کشور، و نیز به استناد ماده ۶ قانون الحاق موادی به قانون تنظیم بخشی از مقررات مالی دولت - مصوب ۱۳۸۴ - آیین‌نامه اجرایی

¹ The OPEC Fund for International Development (OFID)

² Kuwait Fund for Arab Economic Development (KFAED)

³ Council for Mutual Economic Assistance (CMEA)

⁴ African Development Bank

⁵ Asian Development Bank

⁶ Al-Arabic Fund

⁷ Islamic Development Bank (IDB)

ماده یاد شده را به تصویب رساند، که بر اساس آن به منظور تأمین منابع مالی، شرکت‌های دولتی ایرانی طرف قرارداد مجاز شدند که به عقد قرارداد با سرمایه‌گذاران خارجی و ایرانی در چارچوب روش‌های سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی و روش‌های «ساخت، بهره‌برداری و واگذاری»، «ساخت، مالکیت، بهره‌برداری»، «بیع متقابل» و «مشارکت مدنی»، با اولویت سرمایه‌گذاری ایرانی، دست زنند.

در ادامه، به بررسی روش‌های تأمین مالی با حضور سرمایه‌گذاران خارجی، در سه دسته سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی^۱، سرمایه‌گذاری غیرمستقیم خارجی^۲، و روش‌های تأمین مالی جبرانی و پروژه‌ای، پرداخته خواهد شد.

سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی: منظور از سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی، مشارکت یک یا چند سرمایه‌گذار خارجی در سهام ثبت‌شده یکی از مؤسسات داخلی است که حق و حقوقی را برای سرمایه‌گذار ایجاد می‌کند. این نوع سرمایه‌گذاری، هم دارای مزایایی و هم کاستی‌هایی. برخی از مزایای این روش برای دریافت‌کننده سرمایه، عبارت‌اند از: انتقال دانش فنی، افزایش توانمندی نیروی انسانی، مشارکت در سود و زیان، اشتغال‌زایی، ملزم نبودن به سپردن تعهد مالی، دستیابی به تجربه‌های مدیریتی و مانند اینها. در عین حال با توجه به اینکه معمولاً کشورهای سرمایه‌گذار به شیوه‌های گوناگون در بالابردن سود خود و صرف کمترین هزینه و انتقال کمترین دانش ممکن را می‌کوشند، کشور سرمایه‌پذیر در تمام مراحل می‌بایست بسیار با دقت عمل کند. انواع روش‌های سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی عبارت‌اند از تملک یا خرید، ایجاد شعبه فرعی از شرکت، سرمایه‌گذاری مشترک، مشارکت در تولید، مشارکت در سود، مشارکت زمانی، مشارکت در سود (قاسمی، ۱۳۸۳)، همان‌گونه که اشاره شد، در آیین‌نامه اجرایی مقررات مالی دولت - مصوب ۱۳۸۴ - عقد مشارکت مدنی^۳ با سرمایه‌گذاران خارجی مجاز شمرده شده‌است. مشارکت مدنی، وجود منابع طبیعی و نیروی کار ارزان نیز در کشورهای جهان سوم و در حال توسعه، جزو عوامل ایجاد JV است. اینها عواملی هستند که شرکت‌های بزرگ را به بهره‌گیری از نیروی کار ارزان و استفاده از بازارهای کشورهای جهان سوم ترغیب کرده‌اند.

سرمایه‌گذاری غیرمستقیم خارجی: در این نوع از سرمایه‌گذاری، کشور یا مؤسسه خارجی از طریق اوراق بهاداری مانند سهام، اوراق قرضه بلندمدت، اوراق مشارکت بین‌المللی و نظایر اینها در تأمین مالی پروژه مشارکت می‌کند. تفاوت روش مذکور با سرمایه‌گذاری مستقیم، در این است که در اینجا سرمایه‌گذار در روند اجرای پروژه دخیل نمی‌گردد و نظارتی نیز بر آن ندارد و از نظر مالی هم تعهد نمی‌سپارد؛ و تنها در صورت سود یا زیان پروژه، بر اساس سهم‌الشرکه داده شده، سود و زیان دریافت می‌کند (غفارپور، ۱۳۸۴). باید توجه داشت که به‌کارگیری این روش منوط به بلوغ بازار سرمایه‌پذیر، ارتباط آن با بازار جهانی، و وجود رتبه‌بندی اعتباری در این بازار است.

تأمین مالی پروژه‌ای و معاملات جبرانی: به این دسته روش‌ها، تأمین مالی ساختاری^۴ نیز گفته می‌شود. تأمین مالی ساختاری یا پروژه‌محور می‌تواند به‌عنوان جمع‌آوری سرمایه‌های داخلی و خارجی برای تأمین مالی هر پروژه زیربنایی مستقل تعریف شود که در آن تأمین‌کنندگان سرمایه تنها به جریان نقدینگی پروژه به‌عنوان منبع سرمایه برای بازپرداخت و وام‌های‌شان و نیز تأمین سود و سود سهام سرمایه‌گذاری شده در پروژه چشم دارند. شرایط استقراض و سهام با ویژگی‌های جریان نقدینگی پروژه متناسب می‌شوند. برای تضمین آنها، وثیقه وام پروژه منوط به سوددهی آن و نیز ارزش تضامین دارایی‌های پروژه است. پروژه‌هایی که به‌صورت پروژه‌ای

¹ Foreign Direct Investment (FDI)

² Foreign Portfolio Investment (FPI)

³ Joint Venture (JV)

⁴ Structured Financing

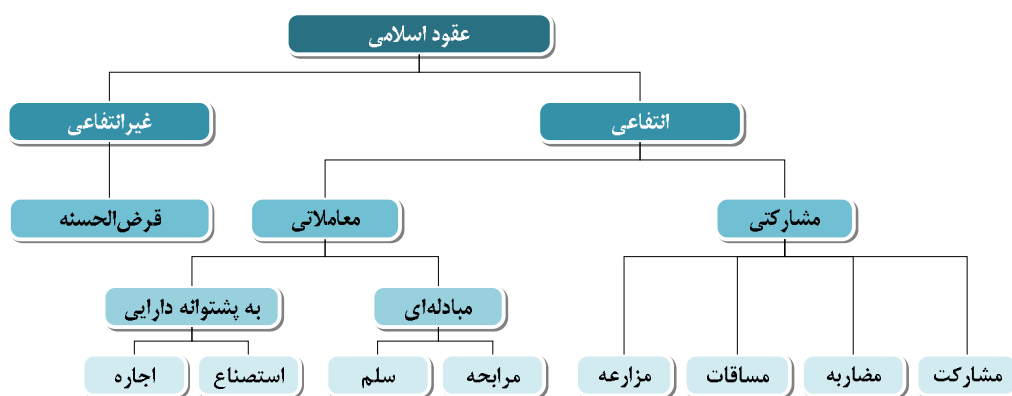
تأمین شده‌اند، همچون خطوط لوله پالایشگاه‌ها، تجهیزات تولید نیرو، پروژه‌های برق و آبی، تأسیسات بنادر، معادن و تأسیسات فرایندهای معدنی می‌شوند (Finnerty, 1996).

به طور کلی، مجموعه روش‌هایی که مفهوم واگذاری را در خود دارند (BOT^1 , $BOOT^2$, BLT^3)، در طبقه‌بندی روش‌های تأمین مالی پروژه‌ای یا ساختاری جای می‌گیرند. استفاده از روش BOT در قانون تشویق و حمایت سرمایه‌گذاری خارجی نیز به‌عنوان یکی از شیوه‌های سرمایه‌گذاری خارجی در چارچوب ترتیبات قراردادی مورد تأکید قرار گرفته و در متن قانون از این روش با عنوان «احداث، بهره‌برداری و واگذاری» یاد شده است.

روش‌های تأمین مالی اسلامی

نظام مالی اسلامی بر محوریت مشارکت در سود و زیان و پذیرش ریسک و رسیدن به عدالت و رفاه در همه ابعاد اجتماعی توجه دارد، و مواردی را نیز همچون تحریم ربا، مشارکت در سود و زیان، ممنوعیت بخشی از عملیات بورس‌بازی و سفته‌بازی، پرهیز از عملیات غیرمجاز شرعی و انجام تعهدات مندرج در قرارداد و نظایر اینها مدنظر قرار می‌دهد (Tomas, 1999).

قراردادهای انتفاعی اسلامی به دو دسته کلی عقود معاملاتی و مشارکتی تقسیم می‌شوند. عقود معاملاتی دارای سود مشخص و ثابتی مانند اوراق مربحه، اجاره، سلم و استصناع‌اند؛ و عقود مشارکتی سود قطعی ندارند و مشتمل‌اند بر اوراق مشارکت، مضاربه، مزارعه و مساقات.



انواع عقود اسلامی

در ادامه، هر یک از این تکنیک‌های مالی به اختصار تشریح می‌گردند.

قرض الحسنه: طبق ماده ۱۵ آیین‌نامه فصل سوم قانون عملیات بانکی بدون ربا، قرض الحسنه عقدی است که به موجب آن یکی از طرفین (قرض‌دهنده) مقدار معینی از مال خود را به طرف دیگر (قرض‌گیرنده) تملیک می‌کند که قرض‌گیرنده مثل آن را - و یا در صورت امکان قیمت آن را - به قرض‌دهنده رد می‌کند.

اجاره: تحت قرارداد اجاره، منفعت استفاده از دارایی خاصی برای مدت معین از فردی به فرد دیگر منتقل می‌شود. این قرارداد بین موجر و مستأجر است و اجاره به صورت ماهانه یا فصلی و سالانه از جانب مستأجر به موجر پرداخت می‌شود. اجاره به شرط تملیک (اجاره و اقتنا) عقد اجاره‌ای است که در آن شرط شود که مستأجر در پایان مدت اجاره، در صورت عمل به شرایط مندرج در قرارداد

¹ Build Operate Transfer

² Build Lease Transfer

³ Build Own Operate Transfer

عین مستأجره را مالک گردد. اقتنا به معنی تصاحب و تملک است. بسیاری از مؤسسات معتبر مالی اسلامی در جهان، مانند مؤسسه لاربا در ایالات متحد و بانک واحد کویت در انگلستان از این سازوکار برای تأمین مالی مسکن استفاده می‌کنند (اسلامی بیدگلی و فاضلیان، ۱۳۸۵).

استصناع: قراردادی است که به موجب آن یک طرف قرارداد تعهد می‌کند که کالای مشخصی را با ویژگی معین، مشخص و در زمانی خاص تولید کند که عمدتاً هرگونه فرایند تولید، ساخت، مونتاژ یا بسته‌بندی را شامل می‌گردد. همچنین استصناع را می‌توان در تأمین مالی کالاهای سرمایه‌ای و حتی کالاهای ناملموسی چون گاز و برق به کار برد (محمدی و زرین‌قلمی، ۱۳۸۷).

سلم: سلم یا سلف طبق ماده ۴۰ آیین‌نامه فصل سوم قانون عملیات بانکی بدون ربا، پیش‌خرید نقدی محصولات تولیدی به قیمت معین و با توجه به ضوابط شرعی است.

مرباحه: نوعی قرارداد فروش است که در آن، فروشنده هزینه واقعی را که برای تهیه آن کالا متحمل شده است به اطلاع می‌رساند و درصدی سود براساس آن می‌گیرد و یا اینکه بر هزینه کل آن مبلغی می‌افزاید و از خریدار به عنوان سود مطالبه می‌کند. استفاده از مباحه در تأمین مالی مسکن تحت عنوان قرارداد فروش اقساطی صورت می‌پذیرد. در نظام بانکی بدون ربا، بانک‌ها فروش اقساطی - شان را از این طریق انجام می‌دهند؛ بدین صورت که مثلاً در معاملات مسکن، بانک ابتدا آن را خریداری می‌کند و سپس آن را به صورت اقساطی به مشتری می‌فروشد. فروش اقساطی مطابق آیین‌نامه تسهیلات بانکی مصوب هیئت وزیران (۱۳۶۲) عبارت است از واگذاری عین به بهای معلوم به غیر، به ترتیبی که تمام یا قسمتی از بهای مزبور به اقساط مساوی یا غیرمساوی در سررسید یا سررسیدهای معین دریافت گردد.

مشارکت: در آیین‌نامه فصل سوم قانون عملیات بانکی بدون ربا، در چارچوب تعریف کلی شراکت، مفاهیم مشارکت مدنی و مشارکت حقوقی تعریف شده‌اند. مشارکت مدنی عبارت است از درآمیختن سهم‌الشرکه نقدی و یا غیرنقدی متعلق به اشخاص حقیقی یا حقوقی متعدد به نحو مشاع به منظور انتفاع طبق قرارداد. مشارکت مدنی، از جمله روش‌هایی است که بانک یا هر مؤسسه تأمین سرمایه (منابع مالی) از طریق آن براساس موازین شرعی می‌تواند با اشخاص وارد معامله شود و نیازهای مادی آنان را برطرف کند (اسلامی بیدگلی و فاضلیان، ۱۳۸۵). مشارکت حقوقی عبارت است از تأمین قسمتی از سرمایه شرکت‌های سهامی جدید و یا خرید قسمتی از سهام شرکت‌های سهامی موجود. سرمایه‌گذاری مستقیم نیز نوعی مشارکت حقوقی است، که طبق ماده ۲۸ آیین‌نامه فصل سوم قانون عملیات بانکی بدون ربا، عبارت است از تأمین سرمایه لازم برای اجرای طرح‌های تولیدی و طرح‌های عمرانی انتفاعی به وسیله بانک‌ها.

مضاربه: در آیین‌نامه قانون عملیات بانکی بدون ربا، و همچنین دستورالعمل اجرایی مضاربه، بیان شده است که مضاربه قراردادی است که به موجب آن یکی از طرفین (مالک) عهده‌دار تأمین سرمایه (نقدی) می‌گردد، با قید اینکه طرف دیگر (عامل) با آن تجارت کند و در سود به دست‌آمده شریک باشد.

برای انعقاد قراردادهای اسلامی پیش‌گفته، علاوه بر روش سنتی، ابزار مالی جدیدی به نام اوراق صکوک معرفی شده‌است که فرایند آن برگرفته از تبدیل به اوراق بهادارسازی^۱ است. در این روش، واسطی (شرکت با مقصود خاص یا SPV^۲) دارایی‌هایی را به دست می‌گیرد و اوراقی را بر مبنای آنها منتشر می‌کند که نشان‌دهنده ذی‌نفع بودن دارندگان اوراق از آن دارایی‌هاست. سازمان حسابداری و

^۱ Securitization

^۲ Special Purpose Vehicle

حسابرسی مؤسسه‌های مالی اسلامی^۱ استانداردهایی را برای ۱۴ نوع صکوک سرمایه‌گذاری - از جمله صکوک مشارکت، اجاره، سلم، مضاربه، مرابحه و استصناع - تعریف کرده است. شورای فقهی سازمان بورس و اوراق بهادار، تا زمان انجام این پژوهش، به کارگیری صکوک اجاره و استصناع را از نظر شرعی بلامانع دانسته است.

شناسایی روش‌های تأمین مالی پروژه‌های مورد مطالعه

به مانند آنچه که در پروژه‌های متمرکز نوسازان رواج دارد، آورده‌های سازمان نوسازی عبارت‌اند از: زمین پروژه، مجوزها (اعم از پروانه و عوارض نوسازی، تراکم مازاد بر تراکم پایه، تغییر کاربری، پایان کار)، انشعابات (شامل آب، برق، گاز، تلفن و مالیات نخستین نقل-وانتقال)، هزینه‌های تأمین مالی (از جمله سود بانکی، مالیات، تفاوت تسعیر ارز، تضامین، لزوم وجود مانده‌های جبرانی، خواب سرمایه و هزینه‌های اجرایی تأمین مالی)، و در نهایت هزینه مدیریت بر ساخت و بازاریابی و فروش به نسبت سهم‌الشرکه سازمان. سازمان نوسازی در نظر دارد که دیگر هزینه‌های پروژه را (همچون هزینه‌های طراحی و ساخت) از منابع مالی خارجی تأمین کند. با این مفروضات و با در نظر گرفتن ویژگی‌های این پروژه‌ها از ترکیب نهادها و افراد دارای پتانسیل حضور در تأمین مالی پروژه‌های مورد مطالعه با الگوها و روش‌ها و ابزارهای تأمین مالی که در دو بخش پیشین به آنها پرداخته شد، مطابق آنچه که در ۰ درج شده است روش‌های تأمین مالی این پروژه‌ها مشخص گردیده‌اند.

جدول ۱. ماتریس مشارکت‌کنندگان با الگوها و ابزارهای تأمین مالی

مشارکت‌کنندگان و نهادهای مالی	داخلی		خارجی
	دولتی		
	خصوصی	دولتی	
الگوهای تأمین مالی	سرمایه‌گذاران خارجی	بانک‌های تجاری دولتی	✓
	بانک‌های تجاری	بانک‌های تخصصی دولتی	✓
	سازمان‌های توسعه‌ای خدجانبه	بانک‌های تجاری خصوصی	✓
	صندوق‌های قرض‌الحسنه	سرمایه‌گذاران بورس	✓
	صندوق‌های بازنشستگی	سرمایه‌گذار بازار سازمان‌نیافته	✓
	شرکت‌های سرمایه‌گذاری	مردم و ساکنین بافت فرسوده	✓
	شرکت‌های بیمه خصوصی	پیمانکار (سازنده)	✓
	بانک‌های تخصصی خصوصی	شرکت‌های بیمه دولتی	✓
	بانک‌های تجاری دولتی	بانک‌های تخصصی دولتی	✓
	بانک‌های تجاری خصوصی	بانک‌های تخصصی دولتی	✓
حمایتی	دریافت تسهیلات تکلیفی	✓	✓
	مشارکت مدنی	✓	✓
	انتشار اوراق مشارکت	✓	✓
	انتشار اوراق رهنی (تبدیل به اوراق بهادار سازی)	✓	✓
	انتشار اوراق سرمایه‌گذاری صندوق‌های زمین و ساختمان	✓	✓
	انتشار صکوک	✓	✓
	انتشار سهام پروژه	✓	✓
	فروش متري مسکن	✓	✓
	پیش فروش	✓	✓
	کمک‌های توسعه‌ای (Official Flows)	✓	✓
حمایتی	وام‌های تجاری (Commercial Loans)	✓	✓
	اعتبار خریدار و اعتبار فروشنده	✓	✓
	سرمایه‌گذاری مستقیم (Foreign Direct Investment- FDI)	✓	✓
	سرمایه‌گذاری غیر مستقیم (Foreign Portfolio Investment- FPI)	✓	✓
	اوراق مشارکت ارزی، اوراق قرضه بین‌المللی، سهام بین‌المللی، صکوک ارزی	✓	✓
	پروژه‌های BOT, BOO, BOOT, BTO, BLT, DBOM, ROT, ROO	✓	✓
	تأمین مالی پروژه محور (Project Finance)	✓	✓
	جبرانی (Compensation Trade)	✓	✓
	بیع متقابل، قراردادهای خدماتی، قراردادهای مدیریتی، قراردادهای اجارهای	✓	✓
	بیع متقابل، قراردادهای خدماتی، قراردادهای مدیریتی، قراردادهای اجارهای	✓	✓

¹ AAOIFI

در مرحله بعد از طریق مصاحبه با خبرگان مدیریت مالی، بیان ویژگی‌ها و شرایط سازمان نوسازی و پروژه‌های موضوع پژوهش، جامعیت گستره گزینه‌های تأمین مالی شناسایی شده و اعتبارسنجی آنها از لحاظ کاربرد در پروژه‌های موردنظر انجام شد. مجموعه گزینه‌های پیشنهادی برای تأمین مالی پروژه‌های مورد مطالعه و بررسی در جدول ۲ درج شده‌اند.

جدول ۱. مجموعه گزینه‌های پیشنهادی

روش‌های تأمین مالی		
داخلی	غیر حمایتی	حمایتی
		دریافت تسهیلات تکلیفی
		دریافت تسهیلات مشارکت مدنی از بانک‌های دولتی
		دریافت تسهیلات مشارکت مدنی از بانک‌های خصوصی
		مشارکت مدنی با پیمانکار
		انتشار اوراق مشارکت
		انتشار اوراق رهنی (تبدیل به اوراق بهادارسازی)
		انتشار اوراق سرمایه‌گذاری صندوق‌های زمین و ساختمان
		انتشار صکوک
		روش سهام پروژه
		فروش متری مسکن
پیش‌فروش		
خارجی	غیر حمایتی	حمایتی
		دریافت کمک‌های توسعه‌ای (Official Flows)
		دریافت وام از سازمان‌های توسعه‌ای
		دریافت وام‌های تجاری (Commercial Loans)
		استقراض
		سرمایه‌گذاری مستقیم
باز استقراضی	سرمایه‌گذاری مشترک (Joint Venture- JV)	(Foreign Direct Investment- FDI)
	اوراق مشارکت ارزی، اوراق قرضه بین‌المللی، سهام بین‌المللی، صکوک ارزی	(Foreign Portfolio Investment- FPI)

نتیجه‌گیری

همان‌گونه که در این مقاله بیان شد، شناسایی نهادها و افراد دارای پتانسیل حضور در تأمین مالی پروژه‌های مورد مطالعه و بررسی از یک سو، و ابزارها و شیوه‌های تأمین مالی موجود از سوی دیگر، با در نظر گرفتن شرایط پروژه‌ها و بازار مالی کشور، به مجموعه روش‌های تأمین مالی ممکن برای پروژه‌های موضوع پژوهش - درج شده در **Error! Reference source not found.** - انجامید. البته این امر بدین معنا نیست که تمامی روش‌های ذکر شده برای تأمین مالی پروژه‌ها به یک اندازه مطلوبیت و تحقق‌پذیری دارند. این‌رو در زمان برنامه‌ریزی مالی پروژه باید مطلوبیت هریک از اینها را - و نیز برتری هر کدام به دیگری - برسنجید تا بتوان یکی از روش‌ها یا ترکیبی از برخی از آنها را برای تأمین مالی این پروژه‌ها برگزید و به کار گرفت. لازمه این انتخاب، وجود بستر قانونی و اجرایی برای روش مورد نظر و تحقق‌پذیری آن با توجه به شرایط محیطی در زمان برنامه‌ریزی مالی پروژه است. این‌گونه می‌توان روشی را که کمترین هزینه تأمین مالی و خواب سرمایه را به پروژه و سازمان تحمیل می‌کند، برگزید.

منابع

- اسلامی بیدگلی، غ، و فاضلیان، س. ۱۳۸۵، **معرفی روش‌های تأمین مالی اسلامی مسکن**، فصلنامه پژوهشی دانشگاه امام صادق.
- آیینی، م. ۱۳۸۹، **از اوراق قرضه تا اوراق مشارکت در شهرداری‌ها**، سومین همایش مالی شهرداری با رویکرد تأمین مالی و مشارکت بخش خصوصی در شهرها، تهران.
- آیینی، م. ۱۳۸۸، **موضوعات اقتصادی، مالی و مدیریتی در بهسازی و نوسازی بافت‌های فرسوده شهری**، مرکز تحقیقات ساختمان و مسکن، تهران.
- حسینی، س. ۱۳۸۷، **مشارکت پایدار مردمی در نوسازی و بازسازی بافت‌های فرسوده شهری**، انتشارات سخن گستر، مشهد.
- رضایی، ن، خانی، ع، و ستوده علمباز، ف. ۱۳۸۷، **الگوی مسکن در نوسازی بافت‌ها فرسوده**، اولین همایش بهسازی و نوسازی بافت‌های فرسوده شهری، مشهد.
- زیبوداری، م. ۱۳۸۹، **طراحی الگوی عملیاتی خدمات فاینانس پروژه‌های شهری با استفاده از رویکرد تلفیقی خدمات بانکی**، بیمه‌ای و بورسی، مرکز مطالعات تکنولوژی دانشگاه صنعتی شریف و مرکز مطالعات و برنامه‌ریزی شهر تهران.
- شایانی، ب. ۱۳۸۸، **شناسایی و مقایسه انواع روش‌های تأمین مالی ممکن در پروژه‌های ساخت بناها با کاربری تجاری-اداری در تهران**، پایان‌نامه کارشناسی ارشد، استاد راهنما: شریعت‌پناهی، مجید، دانشکده معماری و شهرسازی دانشگاه شهید بهشتی.
- شیرازی‌زاده، آ، و خسروانی‌نژاد، س. ۱۳۸۸، **بررسی روش‌ها و تجربیات برتر جهانی تأمین منابع مالی در بافت‌های فرسوده**، دومین همایش بهسازی و نوسازی بافت‌های فرسوده شهری، شیراز.
- عبدالعلی‌زاده، ع. ه. ۱۳۸۸، **ضرورت حضور انبوه‌سازان در نوسازی بافت‌های فرسوده**، همایش سالانه نوسازی بافت‌های فرسوده شهری، تهران.

- غفاریپور، د. ۱۳۸۴، **سرمایه‌گذاری و روش‌های تأمین منابع مالی خارجی**، سازمان امور اقتصادی و دارایی استان آذربایجان شرقی، تبریز.
- فرهادی، ر. ا.، شعبانی، و. و. و موسوی، س. ۱۳۸۸، **طراحی ابزارهای نوین تأمین مالی جهت ترمیم بافت‌های فرسوده شهری**، همایش سالانه نوسازی بافت‌های فرسوده شهری، تهران.
- قاسمی، س. ۱۳۸۳، **روش‌های تأمین مالی و سرمایه‌گذاری خارجی پروژه**، سازمان سرمایه‌گذاری و کمک‌های اقتصادی و فنی ایران، تهران.
- محمدی، م. و زرین‌قلمی، س. ۱۳۸۷، **تأمین مالی پروژه‌های زیربنایی**، انتشارات جهاد دانشگاهی، تهران.
- معاونت برنامه‌ریزی سازمان نوسازی شهر تهران، آذر ۱۳۸۸، **درآمدی بر ادبیات مسکن**، نشریه علمی - تخصصی نوسازی.
- Fight, A. ,2006, **Introduction to Project Financ**₂ Oxford: Butterworth-Heinemann, An imprint of Elsevier.
- Finnerty, J. D. ,1996, **Project financing**, New York: John Wiley & Sons, Inc.
- Gatti, S. ,2008, **Project Finance in Theory and Practice**₂ San Diego, California: Elsevier Inc.
- Tomas, A. ,1999, **Islamic Home Finance Methods**₂ American Journal of Islamic Finance .
- Turner, R. ,2007, **The Financing of Projects**₂ In P.W. Morris, & J.K. Pinto, The Wiley Guide to Project, Program & Portfolio Management, John Wiley & Sons, Inc.
- Yescomb, E. ,2002, **Principles of Project Finance**₂ San Diego, California: Academic Press- An Imprint of Elsevier.