

## روش تامین مالی پروژه محور و شرکتی از منظر حاکمیت پروژه موردکاوی: پروژه‌های بالادستی پارس جنوبی در ایران و قطر

حسین اشکوه\*، محمدحسین صبحیه\*\*

### چکیده

منابع مالی پروژه‌های سرمایه‌بر تنها از منابع مالی داخل سازمان (تامین آورده) تامین نمی‌شود و بخش عمده منابع مالی مورد نیاز پروژه از منابع خارج از سازمان به صورت بدهی تامین می‌شود. با توجه به اینکه تحقق تامین مالی یک فرایند چند لایه‌ای از تعاملات مختلف بین ارکان درگیر در این فرایند است که این تعاملات تحت مفهوم حاکمیت پروژه تفسیر می‌شود؛ بنابراین این مقاله با رویکرد تحلیلی دو روش تامین مالی پروژه محور و شرکتی را از منظر حاکمیت پروژه در پروژه‌های بالادستی نفت و گاز ایران و قطر بررسی می‌کند. روش تحقیق مقاله راهبرد کیفی موردکاوی در دو پروژه پارس جنوبی است. روش‌های گردآوری داده‌های تحقیق بر اساس مصاحبه‌های نیمه‌ساختاریافته و باز با ارکان پروژه‌های مورد مطالعه می‌باشد. نمونه‌گیری و انتخاب افراد مطلع در مورد پروژه‌ها با روش نمونه‌گیری در دسترس و نمونه‌گیری گلوله‌برفی انجام شده است. یافته‌های تحقیق نشان داد روش تامین مالی پروژه محور با استقلال حقوقی پروژه از سهام‌داران، وجود قراردادهای تفصیلی و الزام‌آور بلندمدت بین تامین‌کنندگان و خریداران محصول پروژه، منجر به ادغام عمودی و کاهش مشکل امتناع ارکان پروژه شده و انگیزه تامین مالی بلندمدت غیر رجوعی را افزایش داده است. در مقابل در تامین مالی شرکتی با عدم استقلال مالی و تصمیم‌گیری پروژه و تعریف ساختار تصمیم‌گیری در خارج از آن و عدم تقارن اطلاعات بین کارفرما و تامین‌کننده در دوره اجرا و بهره‌برداری احتمال ایجاد مشکل امتناع افزایش یافته و تامین‌کنندگان مالی با ساختار اتحادیه‌ای موجب شکل‌گیری ادغام عمودی خارج از پروژه شده و عدم انجام تعهدات وام‌گیرنده را هزینه‌بر نموده‌اند.

**کلیدواژه‌ها:** تامین مالی شرکتی؛ تامین مالی پروژه محور؛ حاکمیت پروژه؛ مشکل امتناع؛  
**ادغام عمودی؛ اتحاد راهبردی.**

تاریخ دریافت مقاله: ۱۳۹۴/۰۱/۱۶، تاریخ پذیرش مقاله: ۱۳۹۴/۰۷/۰۱

\* دانشجوی دکتری مدیریت پروژه و ساخت، دانشگاه تربیت مدرس.

\*\* استادیار گروه مدیریت پروژه و ساخت، دانشگاه تربیت مدرس (نویسنده مسئول).

## ۱. مقدمه

تامین منابع مالی مورد نیاز پروژه یکی از اصلی‌ترین عوامل اجرای موفق پروژه‌ها است و عدم دستیابی به منابع مالی مورد نیاز، ادامه حیات پروژه را به چالش اساسی می‌کشد؛ بنابراین توجه به عوامل تاثیرگذار بر تامین مالی پروژه، یکی از اصلی‌ترین دغدغه‌های سازمان‌های پروژه‌محور در تقبل پروژه‌ها می‌باشد [۳]. از طرف دیگر، تحقق تامین مالی و جذب منابع مالی پروژه تنها در چارچوب ویژگی‌های پروژه و ساختارهای شرکت متولی پروژه انجام نمی‌گیرد و یک فرایند چند لایه‌ای از تعاملات بین ارکان درگیر در این فرایند است. با توجه به اینکه موفقیت سازمان‌ها، با مفهوم «حاکمیت شرکتی» تفسیر و تحلیل می‌شود و حاکمیت پروژه، پوشش‌دهنده شکاف بین حاکمیت شرکتی و مدیریت پروژه مطرح شده است [۵۰]؛ لذا توجه به تامین مالی پروژه‌ها از منظر حاکمیت پروژه اهمیت می‌یابد. منابع مالی پروژه‌های بالادستی نفت و گاز (با توجه به حجم بالای منابع مورد نیاز) تنها از منابع مالی داخل سازمان تامین نمی‌شود و در بهترین حالت بخش کمی از این منابع مالی توسط شرکت متولی پروژه به صورت آورده یا سهام پروژه تامین می‌شود؛ و بخش عمده منابع مالی مورد نیاز پروژه از منابع خارج از سازمان و به صورت بدهی از طریق بازارها و نهادهای مالی با روش‌های مختلفی از جمله روش تامین مالی شرکتی<sup>۱</sup> و تامین مالی پروژه‌محور<sup>۲</sup> صورت می‌گیرد؛ بنابراین در این تحقیق به بررسی و تحلیل این دو روش تامین مالی پرکاربرد از منظر مشخصه‌های حاکمیت پروژه پرداخته می‌شود.

تامین مالی به فرایند تمرکز منابع مالی یا سرمایه‌ای به صورت میان مدت و بلندمدت از طریق آورده و یا بدهی اطلاق می‌شود [۷]. همچنین شاخه‌ای از علم اقتصاد است که به موضوع فراهم کردن سرمایه برای اشخاص، کسب‌وکارها و دولت‌ها می‌پردازد. تامین مالی پروژه نیز به مجموعه راهکارهای ضروری برای جذب منابع مالی مورد نیاز برای اجرای پروژه اطلاق می‌شود [۴۷]. روش‌های تامین مالی، مکانیسم‌هایی هستند که مبنایی برای جذب منابع مالی، تعیین نحوه پرداخت‌ها و بازپرداخت‌ها و شناسایی تعهدات و مسئولیت‌های ارکان پروژه و شرایط حاکم بر تامین مالی ایجاد می‌کنند [۴]. روش‌های تامین مالی مورد استفاده در پروژه‌های بالادستی نفت و گاز شامل روش‌هایی از جمله روش‌های تامین مالی ساخت یافته<sup>۳</sup> (از جمله روش تامین مالی پروژه‌محور، لیزینگ اهرمی)؛ روش تامین مالی شرکتی، روش‌های تامین آورده (از جمله روش بیع متقابل، سرمایه‌گذاری مستقیم و غیر مستقیم خارجی) و غیره است که بر اساس الزامات و تعهدات ارکان پروژه، الزامات حقوقی، اولویت‌های تامین‌کنندگان بدهی و آورده، ساختار سرمایه و ساختار مالکیت و سازمان و غیره می‌تواند بر چگونگی شکل‌گیری حاکمیت پروژه تاثیرگذار باشد

---

1. Corporate Finance  
2. Project Finance  
3. Structured Finance

[۲]. با توجه به اینکه روش تامین مالی پروژه محور و روش تامین مالی شرکتی، روش‌های غالب تامین مالی پروژه‌های احداث انرژی هستند [۲۵]؛ بنابراین در ادامه این مقاله ضمن بررسی ویژگی‌های این دو روش با تاکید بر مشخصه‌های حاکمیتی آن‌ها، نظریه‌ها و موضوعات حاکمیتی مطرح در تامین مالی پروژه و رویکردهای حاکمیتی مرتبط با هر یک از این روش‌ها بر اساس روش موردکاوی در دو پروژه بالادستی نفت و گاز تحلیل خواهد شد.

## ۲. مبانی نظری و پیشینه تحقیق

**روش تامین مالی پروژه‌ای (پروژه محور).** اصطلاح تامین مالی پروژه اولین بار برای نشان دادن نوع خاصی از ابزارها و گونه مشخصی از عملیات تامین مالی با مشخصه‌های منحصر به فردی که بنیان پروژه را در اجرای تامین مالی به انتقال بار مالی (بدهی)، ریسک اجرا و مسئولیت‌های حسابداری به اشخاص ثالث (با حفظ منافع پروژه) قادر می‌ساخت، اطلاق شد [۴۷]؛ ولی در چند سال اخیر این اصطلاح به نوع مشخصی از تامین مالی خارج از ترازنامه با انتقال مولفه‌های مسئولیت اطلاق شده است. اگرچه در مبانی نظری تامین مالی واژه «تامین مالی پروژه‌ای» اصطلاح متعارفی است؛ با وجود این، تعریف صریح قانونی و حقوقی مورد توافق همه ارکان در رابطه با این اصطلاح وجود ندارد. دلیل عمده این امر، برداشت دو مفهوم متمایز از این روش است. در حالت اول می‌تواند اشاره به هر ساختار تامین مالی جهت جذب منابع مالی برای توسعه پروژه باشد و در حالت دوم اشاره به جذب بدهی بدون حق رجوع (یا با حق رجوع محدود) جهت اجرای پروژه مشخص دارد که در این حالت به مفهوم تامین بدهی بدون حق رجوع پروژه‌ای است [۴۹].

چاپمن [۱۷] از این بدهی به‌عنوان بدهی اصلی با حق رجوع محدود نام برده است. در راستای شفاف‌سازی برداشت متداول از مفهوم تامین مالی پروژه‌ای، نویت و فیبوزی [۴۷] اظهار می‌دارند که اگر چه واژه «تامین مالی پروژه» برای نشان دادن تمام گونه‌های تامین مالی برای یک پروژه به‌صورت رجوعی یا غیررجوعی به‌کار می‌رود؛ ولی امروزه معنی و مفهوم مشخص‌تری از آن استنباط می‌شود که عبارت است از: «تامین مالی یک واحد مشخص اقتصادی که اساساً رضایت وام‌دهندگان از جریان نقدی و عایدی‌های آن واحد اقتصادی، به‌عنوان منبع بازپرداخت وام است و اموال واحد اقتصادی به‌عنوان رهن، در اختیار وام‌دهندگان قرار می‌گیرد» [۴۷]. روش تامین مالی پروژه‌ای بر اساس تعریف مرنا و دویی [۴۴] عبارت است از: «این اصطلاح اشاره به گستره وسیعی از ساختارهای تامین مالی دارد که دارای یک ویژگی مشترک هستند که عبارت است از اینکه تامین مالی اساساً وابسته به حمایت اعتباری حامی پروژه یا ارزش اموال

فیزیکی درگیر ندارد. در تامین مالی پروژه‌های کسانی که بدهی اصلی را تامین می‌کنند بر عملکرد خود پروژه اتکا می‌کنند.»

فینرتی [۲۸] روش تامین مالی پروژه‌های را به‌عنوان روشی جهت جذب منابع مالی برای تامین مالی یک پروژه به صورت سرمایه‌گذاری مستقل، که تامین‌کنندگان منابع بر جریان نقدی تولید شده از پروژه به‌عنوان منبع بازپرداخت بدهی و تعهدات، و تولید درآمد از سرمایه تخصیص یافته به پروژه، تاکید دارند، بیان می‌کند.

بنجامین ایستی [۲۵] روش تامین مالی پروژه‌های را ایجاد یک شرکت مستقل حقوقی<sup>۱</sup> (SPV) که وام و بدهی آن بدون حق رجوع (یا با حق رجوع محدود) و سهام یا آورده آن توسط یک یا چند بانی، با هدف جذب سرمایه در آن واحد صنعتی تک منظوره تامین شود، می‌داند. ایستی [۲۴] معتقد است وجه غیر رجوعی بودن در تامین مالی پروژه‌محور، جز جدایی‌ناپذیر تامین مالی پروژه‌های است. کریک [۱۶] اصلی‌ترین مشخصه روش تامین مالی پروژه‌محور را تامین دارایی‌های بلندمدت با سرمایه بلندمدت می‌داند.

با توجه به موارد بیان شده ویژگی‌های تامین مالی پروژه‌محور را می‌توان به‌صورت زیر بیان کرد:

- حامی / حامیان پروژه یک شرکت مستقل حقوقی (SPV)، صرفاً برای اجرا و مدیریت پروژه ایجاد می‌نماید؛

- حامی / حامیان پروژه بخش بزرگی از آورده پروژه را تامین می‌نمایند؛

- رابطه شرکت پروژه با ارکان پروژه (از جمله: وام‌دهندگان، پیمانکاران احداث، تامین‌کنندگان، مشتریان و دولت میزبان و سازمان‌های تامین‌کنندگان مالی بین‌المللی) از طریق قراردادهای الزام‌آور تفصیلی تعریف شده و رسمیت می‌یابد؛

- شرکت پروژه با اهرم مالی بالایی تامین مالی می‌شود [۳۰]؛

- وام‌دهندگان به پروژه، بر اموال و دارایی‌های حامی پروژه و ترازنامه آن حق رجوع ندارند (یا حق رجوع محدود دارند) و برای بازپرداخت بدهی تنها به عملکرد و دارایی‌های پروژه وابسته هستند [۱۹].

اسمیث [۵۵] اظهار می‌کند که وام‌دهندگان در روش تامین مالی پروژه‌ای با یک ریسک نامتقارن<sup>۲</sup> مواجه‌اند. آن‌ها هرگز بالاتر از مقداری که انتظار دارند (در صورت موفقیت پروژه) از پروژه دریافت نخواهند نمود؛ ولی در صورت شکست پروژه همواره عایدی آن‌ها (با توجه به غیر رجوعی بودن روش تامین مالی) کمتر از مقدار پیش‌بینی شده است. همچنین، این روش به‌عنوان ابزاری جهت تخصیص مالکیت مناسب بر دارایی مشخص، کاربرد دارد [۳۳] و موجب کاهش

1. Special Purpose Vehicle (SPV)

2. Asymmetrical Risk

عدم تقارن اطلاعاتی بین تامین کننده آورده و تامین کننده بدهی می شود [۵۳]؛ به طوری که تمام اطلاعات پروژه به تامین کنندگان بدهی انتقال می یابد؛ بنابراین در روش تامین مالی پروژه ای اطلاعات نامتقارن<sup>۱</sup> که در روش شرکتی وجود دارد، موجود نیست [۴۰]. تحقیقات نظری از جمله [۴۷] و تحقیقات تجربی از جمله [۳۳ و ۲۴] نشان دادند تامین مالی پروژه ای برخی از چالش های اقتصادی در تامین مالی سنتی (تامین مالی شرکتی) را حل می کند، برای نمونه ایستی [۲۴] بیان می کند که استفاده از روش تامین مالی پروژه محور دو مشکل تامین مالی شرکت ها را برطرف می کند:

- تامین مالی پروژه محور هزینه های بنگاه ناشی از اختلافات داخل بنگاه را کاهش می دهد؛

- تامین مالی پروژه محور هزینه فرصت طلبی ناشی از سرمایه گذاری ناکافی را کاهش می دهد.

یکی از اصلی ترین ویژگی های تامین مالی پروژه محور، استقلال حقوقی و تصمیم گیری پروژه از شرکت حامی پروژه است. بر اساس این ویژگی و ماهیت غیر رجوعی بودن بدهی پروژه ساختار پروژه از منظر ساختار سازمانی، ساختار سرمایه، ساختار بدهی، ساختار هیات مدیره و ساختار قراردادی بر اساس مورد کاوی هایی که ایستی [۲۱ و ۲۲ و ۲۳ و ۲۴ و ۲۵] از پروژه های زیرساخت و سرمایه بر با روش تامین مالی پروژه محور در ۶۱ کشور مختلف با ارزش پروژه های بیش از ۱/۹ میلیارد دلار انجام داده است، به صورت زیر است:

**ساختار سازمانی:** شرکت پروژه دارای سازمان مستقل حقوقی می باشد.

**ساختار سرمایه:** شرکت پروژه از اهرم مالی بالایی در مقایسه با رویکردهای دیگر استفاده می کند؛ به طوری که میانگین نسبت بدهی به کل هزینه سرمایه گذاری در حدود ۷۰ درصد است.

**ساختار مالکیت:** شرکت های پروژه ساختار بسیار متمرکز بدهی و آورده دارند. بیشتر بدهی توسط وام اتحادیه ای بانکی و به صورت غیر رجوعی تامین شده است. در خصوص مالکیت آورده، تعداد شرکت های حامی به طور متوسط در حدود یک تا سه شرکت هستند. تعداد حامیان پروژه به طور متوسط ۲/۷ حامی بوده است. سهامدار اکثریت، کنترل پروژه را بر عهده دارد. در حالت میانگین، سهامدار اکثریت، در حدود ۶۵ درصد از سهام پروژه را در اختیار دارد. در ۳۰ درصد از پروژه های بررسی شده، یک حامی تمام سهام پروژه را در اختیار داشته است [۲۴].

**ساختار هیات مدیره:** هیات مدیره پروژه اغلب از اعضای وابسته به سازمان حامی پروژه است. بر این اساس، در حدود ۸۳ درصد از اعضای هیات مدیره وابسته به سازمان مادر پروژه بوده‌اند.<sup>۱</sup> از لحاظ اندازه تعداد اعضای هیات مدیره در شرکت پروژه، به‌طور متوسط ۹/۸ نفر بوده است.<sup>۲</sup>

**ساختار قراردادی:** تامین مالی پروژه‌محور گاهی به‌عنوان «تامین مالی قراردادی» نیز نامیده می‌شود؛ زیرا اغلب یک تراکنش تامین مالی پروژه‌محور شامل بیش از پانزده رکن قراردادی است که به‌صورت زنجیره‌ای عمودی از تامین‌کنندگان تا خریداران کنار هم گرد آمده‌اند و بیش از چهل توافق قراردادی شامل آن است. چهار قرارداد اصلی تامین مالی پروژه‌محور شامل قرارداد تامین مواد اولیه، خرید محصول نهایی، قرارداد احداث و بهره‌برداری می‌باشد [۲۳].

**روش تامین مالی شرکتی (بنگاه‌محور).** روش تامین مالی شرکتی یا روش تامین مالی بنگاه‌محور، روشی است که در آن حامی پروژه به اعتبار دارایی‌ها و عایدات خود اقدام به جذب منابع مالی برای پروژه می‌کند و متعهد می‌شود تا از طریق مجموع جریان نقدی تولیدی خود اقدام به بازپرداخت تعهدات نماید [۴]. در این روش، جریان نقدی پروژه با جریان نقدی شرکت مادر پروژه (وام‌گیرنده) تجمیع می‌شود [۳۱] و تامین‌کنندگان بدهی در تامین بدهی بر درجه اعتبار و دارایی‌های عمومی شرکت مادر که می‌خواهد برای احداث پروژه جدید (و یا سایر فعالیت‌های تجاری خود) تامین مالی کند، توجه دارند [۲۷ و ۳۴ و ۳۷]. ترکیب اعتبار، نقدینگی و اطلاعات در دسترس، امکان جذب بدهی با هزینه کمتر را در روش تامین مالی شرکتی فراهم می‌آورد [۳۴]؛ به‌علاوه چون در روش تامین مالی شرکتی (CF) ریسک پروژه بین تمام فعالیت‌های تجاری شرکت وام‌گیرنده توزیع می‌شود؛ لذا این روش منجر به ایجاد تضمین متقابل<sup>۳</sup> بین واحدهای شرکت شده و به کاهش هزینه سرمایه‌ای می‌انجامد [۲۷]. در مقابل، هزینه‌های کنترل و هزینه‌های سربار بدهی در تامین مالی شرکتی موجب افزایش هزینه‌های بنگاه (شرکت مادر) می‌شود؛ در صورتی که هزینه اجرا و هزینه جذب بدهی در روش تامین مالی پروژه‌محور نسبت به روش تامین مالی شرکتی برای پروژه مستقل حقوقی بیشتر است [۴۳ و ۴۰]. در روش تامین مالی شرکتی، اگرچه ممکن است منابع جهت سرمایه‌گذاری در یک پروژه مشخص تهیه شود؛ ولی در صورتی که پروژه به اندازه جریان نقدی پیش‌بینی شده اولیه نتواند جریان نقدی تولید

۱. در مقایسه با خرید اهرمی (LBO) ۳۷ درصد و عرضه اولیه سهام (IPO) ۲۵ درصد و شرکت‌های بزرگ دولتی ۱۰ درصد بوده است [۲۶].

۲. با توجه به اینکه مورد کاوی‌ها شامل پروژه‌های بزرگ با هزینه سرمایه‌گذاری بالای ۱/۹ میلیارد دلار است. ایستی [۲۳] معتقد است، بین حجم سرمایه‌گذاری پروژه و اندازه تعداد هیات مدیره پروژه همبستگی وجود دارد

3. Coinsurance

کند، وام دهندگان انتظار دارند تا از طریق جریان نقدی سایر فعالیت‌های تجاری شرکت وام گیرنده، بازپرداخت بدهی صورت پذیرد [۳۷]؛ بنابراین در این روش بانیان پروژه با به خطر انداختن ترازنامه خود (ترازنامه شرکت مادر) جهت جذب بدهی ارزان قیمت اقدام می‌کنند. در روش تامین مالی شرکتی، دارندگان بدهی موجود شرکت، (که بدهی آن‌ها بازپرداخت نشده است) حق ادعا با اولویت بالاتر نسبت به دارندگان بدهی جدید دارند؛ بنابراین ممکن است بازپرداخت تعهدات آن‌ها (در شرایط خاصی) از طریق جریان نقدی پروژه جدید تامین شود. این موضوع می‌تواند به کاهش ارزش پروژه جدید منجر شود. در صورتی که پروژه جدید نیز از تولید جریان نقدی پیش‌بینی شده بازماند، حامی باید از سایر اموال و دارایی‌های خود تعهدات تامین‌کنندگان بدهی را بازپرداخت نماید. در صورت تکرار این موضوع، مشکل سربار بدهی<sup>۱</sup> در شرکت مادر ایجاد می‌شود. در نتیجه، این احتمال ممکن است وجود داشته باشد که تامین‌کنندگان بدهی جدید شرکت از این مشکل آگاهی داشته و از تامین بدهی جدید امتناع ورزند [۳۱]؛ بنابراین در روش تامین مالی شرکتی حتی با وجود پروژه‌هایی با خالص ارزش فعلی بالاتر از صفر ( $NPV > 0$ ) بانیان پروژه قادر به تامین منابع مالی و تقبل پروژه جدید نباشند و شرکت با بدهی بلندمدت کمتری مواجه شود که این امر منجر به شکل‌گیری مشکل سرمایه‌گذاری ناکافی<sup>۲</sup> در روش تامین مالی شرکتی می‌شود [۱۴].

**حاکمیت پروژه.** برای سازمانی که می‌خواهد بهینه‌ترین ارزش از سرمایه‌گذاری در پروژه‌ها را ایجاد نماید، باید یک پیوند شفاف بین خروجی‌هایی که توسط پروژه ایجاد می‌شوند و الزامات استراتژی کسب‌وکار سازمان وجود داشته باشد. این کسب ارزش از طریق مفهومی با عنوان «حاکمیت پروژه» در سازمان‌های پروژه‌محور، محقق می‌شود [۵۹]. اگرچه واژه «حاکمیت پروژه» واژه جدیدی محسوب نمی‌شود و در مبانی نظری مدیریت پروژه از دهه‌های گذشته به کار رفته است؛ ولی هنوز اتفاق نظر در بین پژوهشگران علم مدیریت پروژه در مورد این مفهوم ایجاد نشده است. لیو و یتون [۴۲] حاکمیت پروژه را با تاکید بر مدیریت اطلاعات و تخصیص ریسک در پروژه‌های احداث و فناوری اطلاعات به کار برده‌اند؛ توربین [۶۰] نیز حاکمیت پروژه را به عنوان زیرمجموعه‌ای از حاکمیت فناوری اطلاعات معرفی کرده است. در تحقیقی که توسط بکر و استین [۱۲] با استفاده از روش دلفی برای تعریف مفهوم حاکمیت پروژه و مقایسه آن با حاکمیت شرکتی انجام گرفته است، حاکمیت پروژه به صورت مجموعه‌ای از سیستم‌های مدیریت، قواعد، پروتکل‌ها، روابط و ساختارهایی تعریف شده است که چارچوبی برای تصمیم‌گیری در خصوص توسعه و اجرای پروژه، دستیابی به اهداف بلندمدت یا اهداف استراتژیک سازمان، فراهم می‌کند.

1. Debt Overhang Problem

2. Underinvestment

انجمن مدیریت پروژه (APM) در راهنمای حاکمیت مدیریت پروژه<sup>۱</sup>، حاکمیت پروژه را متمرکز بر فعالیت‌های رهبران (مدیران) شرکت با تاکید بر اصول مدیریت پروژه بیان می‌کند. در این رویکرد انجمن مدیریت پروژه را به صورت یک سازمان موقت که خود دارای هیأت مدیره (کمیته راهبری پروژه) باشد، در نظر نمی‌گیرد [۱۱]. همچنین پیچیدگی‌هایی که مربوط به حضور چندین شرکت و یا محیط بین‌المللی و تعامل چند کشور در یک پروژه، را نیز مدنظر قرار نداده است [۱۲]؛ از دیگر تعاریفی که از حاکمیت پروژه در مطالعات مربوط به مدیریت پروژه ارائه شده است، می‌توان به تعریف مولر [۴۵] اشاره کرد. براساس این تعریف حاکمیت پروژه عبارت است از: «حاکمیتی که در سطح پرتفولیو، طرح و پروژه به کار می‌رود و جزئی از چهارچوب حاکمیت شرکت است که نظام ارزشی، مسئولیت‌پذیری، فرایندها و سیاست‌گذاری‌هایی که امکان دستیابی پروژه به اهداف سازمانی را فراهم می‌آورد را دربر گرفته است و در راستای علایق تمامی ذی‌نفعان داخلی و خارجی و خود شرکت می‌باشد» [۴۵].

همان‌گونه که از تعریف فوق استنباط می‌شود، ساختار حاکمیت پروژه، زیرمجموعه‌ای از ساختار حاکمیت شرکت حامی پروژه در نظر گرفته شده است و همچنان که در ادامه این تعریف ذکر می‌شود: «حاکمیت در سطح شرکت از طریق تاثیر بر رفتار افراد سازمان، پروژه را نیز متاثر می‌سازد؛ بنابراین ضروری است که از طریق سازوکاری که مدیران را در کارهای روزانه تصمیم‌گیری و انجام فعالیت، هدایت و کنترل می‌کند، اجرا شود. این اجرا اغلب به صورت سیاست‌ها، فرایندها، کنترل‌ها، نقش‌ها و مسئولیت‌ها تعریف می‌شود که امکان یکپارچگی بین فرآیندهای عمومی و گسترده سازمان با زیر فرآیندهای مشخص مرتبط با پروژه‌ها را فراهم می‌آورد» [۴۵]. موضوعی که در این تعریف و تعریف‌های مشابه [۱۰ و ۲۹ و ۵۰] در خصوص ساختار حاکمیت پروژه در نظر گرفته نشده است، تاثیر عوامل خارج از سازمان متولی پروژه از جمله تاثیر ساختار حاکمیت نهادهای تامین‌کننده منابع مالی پروژه و نوع رویکرد تامین مالی بر شکل‌گیری ساختار حاکمیت پروژه است.

حاکمیت پروژه برای پوشش شکاف بین حاکمیت شرکتی و مدیریت پروژه شکل گرفته است و به عنوان رابطی جهت انتقال فرآیندها و چارچوب‌های حاکمیت شرکت مادر به سطح پروژه‌ها عمل می‌نماید [۵۰]؛ بنابراین اصلی‌ترین هدف از طرح مباحث حاکمیت در سطح پروژه بنا به نظر اغلب صاحب‌نظران حاکمیت پروژه پوشش شکاف بین حاکمیت شرکتی و مباحث عملیاتی مدیریت پروژه است.

---

1. Association for Project Management



روش های تامین مالی از منظر حاکمیت پروژه. نظریه های موجود تامین مالی پروژه دارای ابعاد زیاد و گسترده ای هستند. ایستی [۲۴] بیان می کند که روش تامین مالی پروژه محور موجب کاهش مشکل فرصت طلبی مدیران پروژه به دلیل شفافیت اطلاعات در فرایند تامین مالی می شود؛ در حالی که در تامین مالی شرکتی با توجه به وجود اطلاعات نامتقارن<sup>۱</sup> بین تامین کنندگان آورده (شرکت مادر) و تامین کنندگان بدهی، امکان فرصت طلبی مدیران شرکت برای هزینه کرد منابع مالی پروژه و جریان نقد آزاد<sup>۲</sup> پروژه به نفع خود یا سایر فعالیت های تجاری شرکت مادر (غیر از پروژه) وجود دارد. برای مثال، در روش تامین مالی شرکتی، شرکت حامی پروژه به عنوان وام گیرنده، امکان هزینه کرد تسهیلات را در محل هایی غیر از پروژه داشته و این امر موجب کاهش نظارت تامین کننده منابع مالی می شود. در صورت تکرار، چنین روندی منجر به شکل گیری مشکل کارگزاری بین مالکان بدهی و مالکان آورده می شود. هزینه های بنگاه مرتبط با مشکل بنگاه هستند که از اختلافات ارکانی که دارای اهداف متفاوت هستند، ایجاد می شود. مشکل بنگاه زمانی افزایش می یابد که پروژه دارای جریان نقد آزاد باشد. در این حالت ممکن است مدیران، سرمایه گذاری های ناآگاهانه ای تقبل نموده و هزینه های غیر ضروری ایجاد نمایند [۳۵]. روش تامین مالی پروژه محور موجب جلوگیری از ایجاد سربار بدهی<sup>۳</sup> در سازمان مادر است [۲۵]. این ویژگی برای بدهی تضمین شده نیز صادق است؛ ولی در این نوع بدهی، همچنان تجمیع جریان نقدی پروژه با شرکت مادر وجود دارد [۵۶]. مشوق دیگر استفاده از رویکرد تامین مالی پروژه محور، مدیریت ریسک است؛ در صورتی که اگر پروژه مطابق پیش بینی پیش نرود، ریسک مازاد پروژه به سازمان مادر منتقل نخواهد شد. به عبارت دیگر، با جدا کردن پروژه از سازمان مادر، تاثیرات منفی پروژه بر سازمان مادر (حامی پروژه) محدود می شود [۲].

حیب و جانسون [۳۳] تامین مالی پروژه محور را ابزاری جهت تخصیص بهینه مالکیت برای یک دارای مشخص می دانند. به طوری ساختار ویژه تامین مالی این امکان را برای تامین کنندگان بدهی فراهم می کند که کنترل دارایی های تامین مالی شده را در دست داشته باشند و در صورتی که کارکرد اصلی آنها، ارزش پیش بینی شده را از دست بدهد، با بازآرایی مجدد<sup>۴</sup> کارکرد پروژه مانع شکست پروژه شوند. نقش بازآرایی کننده، مهارت استفاده جایگزین از دارایی های پروژه می باشد. چمانور و جان [۱۸] تامین مالی پروژه محور را از دیدگاه منافع کنترلی برای مدیر متصدی (مدیر وقت) بررسی نموده اند. شاه و تاکور [۵۳] فرض کرده اند تامین مالی پروژه محور ممکن است به عنوان سازوکار اعلان خطر<sup>۵</sup> سازمان به کار رود.

---

1. Asymmetrical Information  
 2. free cash flow  
 3. Debt overhang  
 4. Redeployment  
 5. Signaling mechanism

جنسن و مک‌لین [۳۵] هزینه‌های بنگاه، ناشی از اختلاف بین مدیران و سهامداران بنگاه را از منظر مشکل کارگزاری تحلیل کرده‌اند. مدیران کنترل دارایی‌های شرکت را در دست دارند و ممکن است از این دارایی‌ها استفاده نامناسب نمایند؛ به ویژه زمانی که دارایی‌های مذکور دارای جریان نقدی آزاد باشد، که در این صورت مشکل کارگزاری تشدید می‌شود. ولیامسون [۶۱، ۶۲] و کلین، کرافورد و آلچین [۴۱] نظریه‌هایی را در خصوص نقش نهادهای اقتصادی به‌عنوان ابزاری برای جلوگیری از فرصت‌طلبی بعد از انعقاد قرارداد در روش‌های مختلف تامین مالی تدوین نمودند. بر اساس این نظریه‌ها روش تامین مالی پروژه‌محور، مشکل فرصت‌طلبی بعد از انعقاد قرارداد را کاهش می‌دهد. ایستی [۲۳] در این خصوص بیان می‌کند که ساختار تامین مالی پروژه‌محور، هزینه مشکل امتناع<sup>۱</sup> طرفی از مبادله را که در یک دارایی مشخص سرمایه‌گذاری نموده است، کاهش می‌دهد. مشکل امتناع موقعیتی است که در آن یکی از طرفین با توجه به افزایش قدرت چانه‌زنی، از ادامه کار امتناع می‌ورزد تا با این کار ضمن حفظ قدرت چانه‌زنی خود، منافع بیشتری را خارج از توافقات اولیه کسب کند. مشکل امتناع به‌ویژه زمانی اتفاق می‌افتد که یکی از طرفین باید قبل از تحقق مبادله، سرمایه‌گذاری را انجام دهد و یا قرارداد بین آن‌ها مباحثی همچون تعهدات، نحوه هزینه کرد و بازپرداخت‌ها، سطح کیفی ملزومات، زمان تحویل، واحد سنجش و ... را به‌صورت شفاف بیان نکرده باشد [۴۶]. این مشکل در پروژه‌های زیرساخت و بالادستی نفت و گاز به‌ویژه زمانی اهمیت می‌یابد که یکی از ارکان، دولت میزبان باشد. در این حالت دولت پس از انجام سرمایه‌گذاری یا تامین مالی با تغییر قوانین، افزایش تعهدات طرف مقابل و یا تغییر قیمت‌ها (برای مثال افزایش قیمت خوراک پتروشیمی‌ها یا سوخت نیروگاه‌ها یا کاهش قیمت خرید برق) مشکل امتناع را در پروژه ایجاد می‌نماید [۲].

ساوانت [۵۲] روش تامین مالی پروژه‌محور را یک ساختار تامین مالی و حاکمیت پروژه برای پروژه‌های کلان، سرمایه بر و زیرساخت در کشورهای دارای ریسک بالا می‌داند که در مقایسه با روش تامین مالی شرکتی منجر به کاهش هزینه مبادله و کاهش مشکل سرمایه‌گذاری ناکافی، ناشی از اختلاف بین دارندگان آورده و بدهی در شرکت می‌شود [۱۴]. سرمایه‌گذاری ناکافی یک مشکل سازمانی و حاکمیتی است که در آن، شرکت مادر از تقبل پروژه‌هایی که برای دارندگان بدهی‌های موجود شرکت، ایجاد پوشش مازاد کند، اجتناب می‌کند. با توجه به اینکه اولویت پرداخت دارندگان بدهی‌های موجود شرکت بالاتر از دارندگان بدهی‌های جدید و دارندگان سهام شرکت است، در صورت وجود بدهی پر ریسک در شرکت، ایجاد یک سرمایه‌گذاری سودآور به نفع دارندگان بدهی‌های موجود شرکت خواهد بود؛ بنابراین سرمایه‌گذاری جدید در این حالت به مفهوم انتقال ثروت سهامداران به دارندگان بدهی‌های پر ریسک موجود شرکت است. در این

---

1. Hold up problem

شرایط، شرکت مادر از سرمایه‌گذاری در فعالیتهای کم ریسک و پروژههای دارای خالص ارزش فعلی مثبت ( $NPV > 0$ ) خودداری می‌کند و با انتقال ریسک به تامین‌کنندگان منابع مالی، وارد سرمایه‌گذاری در فعالیتهای و پروژههای پر ریسک می‌شود. با توجه به اینکه پروژههای کم ریسک عایدی زیادی برای سهامداران نخواهد داشت؛ ولی برای تامین‌کنندگان مالی اطمینان از بازپرداخت بدهی ایجاد خواهند نمود؛ لذا سازمان برای افزایش سودآوری سهامداران وارد پروژههای دارای ریسک و بازده زیاد می‌شود تا با انتقال ریسک به تامین‌کنندگان بدهی برای سازمان و سهامداران ارزش ایجاد کند [۴۶]. با بررسی این موضوع ایستی [۲۲] نتیجه‌گیری می‌کند که شرکتهایی که مشکل سرمایه‌گذاری ناکافی و هزینه بالای مبادله دارند به استفاده از روش تامین مالی پروژه محور در مقابل تامین مالی شرکتهای تمایل بیشتری دارند.

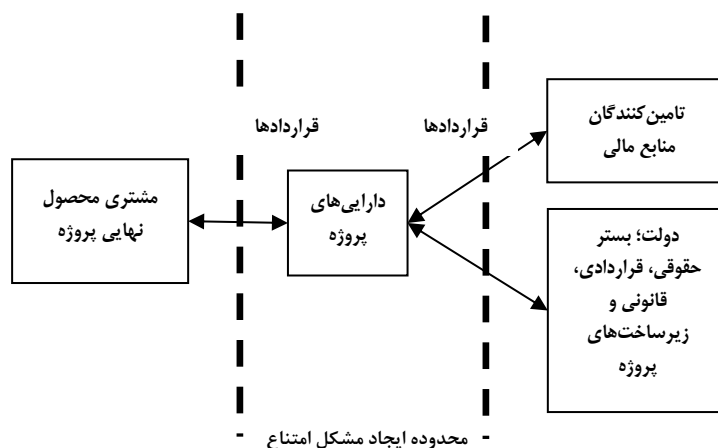
تحقیقات زیادی [عو ۱ و ۳۶ و ۱۴ و ۵۷] بر این باورند که شرکتهای، از روش تامین مالی پروژه‌ای برای کاهش مشکل هزینه از دست رفته<sup>۱</sup> استفاده می‌کنند. مشکل هزینه از دست رفته ناشی از سرمایه‌گذاری ناکافی، نیازمند تحلیل در سطح سازمانی است و به تحلیل در سطح پروژه مربوط نمی‌شود؛ ولی در صورتی که هزینه از دست رفته، ناشی از اختصاصی بودن دارایی (پروژه مورد نظر) و یا رفتار فرصت طلبانه مدیر پروژه، حامی پروژه، تامین‌کنندگان، مشتریان محصول پروژه و یا دولت میزبان باشد در این صورت نیازمند بررسی در سطح پروژه مورد نظر است [۲]. ساوانت [۵۲] دو مشکل اصلی حاکمیتی در تامین مالی پروژه را اولاً اختلاف بین مالک سرمایه و مالک بدهی می‌داند، که منجر به صرف نظر شرکت حامی از سرمایه‌گذاری در پروژه‌هایی با NPV بزرگ‌تر از صفر می‌شود. وجود بدهی پر ریسک، انگیزه‌ای برای مالک سرمایه ایجاد می‌کند که پروژه‌های با NPV بزرگ‌تر از صفر را کنار گذارد و روی به سرمایه‌گذاری ناکافی بیاورد. این امر می‌تواند در بلندمدت ارزش شرکت را از بین ببرد. دومین مشکل احتمال بروز رفتار فرصت طلبانه است. این مشکل به موضوع نقص قراردادها در نظریه اقتصاد هزینه مبادله بر می‌گردد که یک طرف بعد از صرف هزینه به حساب رفته برای یک دارایی مشخص، با مذاکره مجدد قراردادی مواجه می‌شود. طرفی که این سرمایه‌گذاری به حساب رفته را انجام داده، ممکن است با مشکل امتناع از طرف دیگر مواجه شود. با توجه به اینکه این رفتار پیش‌نگر است؛ لذا سرمایه‌گذار منطقی به این سرمایه‌گذاری به حساب رفته، متعهد نمی‌شود و این موضوع ممکن است منجر به سرمایه‌گذاری ناکافی و موجب امتناع سرمایه‌گذاران از حضور در پروژه‌های آتی آن

۱. هزینه از دست رفته (Deed Wight cost) یا هزینه ریخته (Sunk cost) یا سرمایه‌گذاری به حساب رفته (Sunk Investment) به هزینه‌هایی اطلاق می‌شود که برای یک طرح عمرانی یا تولیدی هزینه شده و در صورتی که طرح با شکست مواجه شود این هزینه‌ها را به سهولت نمی‌توان جبران کرد. این مشکل از اختلاف بین صاحب آورده و صاحب بدهی (سرمایه‌گذاری ناکافی) و تهدید ناشی از رفتار فرصت طلبانه حامی پروژه، تامین‌کنندگان، مشتریان و دولت میزبان و درجه بالای اختصاصی بودن دارایی پروژه ایجاد می‌شود.

شرکت یا آن کشور شود [۲].

وجود سرمایه‌گذاری به حساب رفته که نمی‌تواند به یک گزینه دیگر بازآرایی شود، انگیزه امتناع را افزایش می‌دهد [۴۱]. همچنین، زمانی که جایگزینی یک دارایی یا پروژه در یک پروژه یا طرح دیگر زمان بر یا هزینه‌بر باشد، مالک آن دارایی یا پروژه در راستای افزایش منافع خود و فرصت‌طلبی اقدام به ایجاد مشکل امتناع می‌نماید. برای مثال، مالک خط لوله انتقال در صنایع پالایش نفت، تمایل به بروز رفتار فرصت‌طلبانه دارد و می‌تواند برای دریافت حقوق و عایدات بیشتر، از انجام کار امتناع ورزد. در این حالت، صاحب نفت خام و مالک پالایشگاه با مشکل امتناع مواجه خواهند شد؛ زیرا هر دو برای انجام کارهای خود بر خط لوله احتیاج دارند و به راحتی نمی‌توانند جایگزینی برای آن ایجاد نمایند (شکل ۱). این مشکل در تامین مالی پروژه‌های بالادستی در ایران به صورت گسترده مطرح است؛ زیرا پروژه‌هایی که توسط بخش خصوصی یا سرمایه‌گذار خارجی اجرا می‌شوند، می‌توانند با مشکل امتناع دولت در بازپرداخت‌ها مواجه شوند. برای مثال، در قراردادهای بیع متقابل، نبود سرمایه‌گذار در دوران بهره‌برداری پروژه، ضمن ایجاد مشکل عدم تقارن اطلاعاتی بین بهره‌بردار دولتی و سرمایه‌گذار (پیمانکار بیع متقابل) مشکل امتناع دولت را افزایش می‌دهد. زمانی که سرمایه‌گذار داخلی است و روابط سهام‌داری در بین دولت و سرمایه‌گذار حاکم باشد، دولت با اولویت دادن هزینه‌های خود به بازپرداخت تعهدات به شرکت زیرمجموعه، موجب تشدید مشکل امتناع می‌شود [۲]. در این صورت ریسک سرمایه‌گذاری و تامین مالی افزایش یافته و تامین‌کنندگان مالی پروژه متحمل خسارت خواهند شد. هرچه قدرت چانه‌زنی و قدرت بازدارندگی تامین‌کننده منابع مالی و سرمایه‌گذار در مقابل دولت کمتر باشد، احتمال ایجاد مشکل امتناع نیز افزایش خواهد یافت. با توجه به همین موضوع، مشکل امتناع دولت در مورد سرمایه‌گذاران داخلی که از قدرت چانه‌زنی و قدرت بازدارندگی کمتری نسبت به دولت برخوردار هستند، بیشتر است [۲]. احتمال بروز مشکل امتناع همچنین زمانی افزایش می‌یابد که سرمایه‌گذاری یکی از طرفین مبادله، مختص استفاده طرف دوم مبادله باشد. به عبارت دیگر، امکان جایگزینی برای طرف سرمایه‌گذار در مبادله بسیار پرهزینه باشد. کلین و همکاران [۴۱] راهکار مالکیت مشترک و ادغام عمودی را راهکار مناسبی برای غلبه بر مشکل امتناع بیان می‌کنند. سایر راهکارهایی که برای غلبه بر این مشکل مطرح می‌شود عبارت‌اند از:

- استفاده از رویکرد ادغام عمودی؛
- تجمیع مالکیت سهام؛
- استفاده از قراردادهای الزام‌آور بلندمدت؛
- استفاده از بدهی پروژه‌ای و تفکیک حقوقی پروژه از سازمان مادر؛



شکل ۱. محدوده ایجاد مشکل امتناع در پروژه [۵۱]

با تجمع طرفین مبادله تحت مالکیت واحد، احتمال رفتار فرصت طلبانه کاهش خواهد یافت؛ البته باید توجه داشت که در مبانی نظری ادغام عمودی، اتکا صرف به انعقاد قرارداد بین طرفین (بدون تعهد به قرارداد) برای حذف مشکل امتناع کافی نیست [۵۱]. استفاده از بدهی متمرکز پروژه محور و تفکیک حقوقی پروژه از سازمان مادر قدرت چانه زنی مالکان بدهی را در مذاکرات آینده افزایش داده و منجر به کاهش مشکل امتناع مالکان آورده می شود [۴۸، ۵۸]. باید توجه داشت که راهکار استفاده از بدهی متمرکز پروژه محور نیز به صورت کامل مشکل امتناع را از بین نمی برد؛ بلکه کاربرد بدهی پروژه محور برای کاهش مشکل امتناع در حوزه هایی همچون کاهش مشکل جریان نقد آزاد پروژه، گروگذاری دارایی های پروژه نزد تامین کننده و توجه به نقش بازآرایی کارکرد پروژه، توسط سرمایه گذار و تامین کننده بدهی، کاربرد بیشتری دارد [۲].

در مبانی نظری تامین مالی، ایستی [۲۴] به این موضوع اشاره می کند که دولت میزبان یا ارکان مرتبط با دولت که تامین مواد اولیه یا ورودی اصلی پروژه یا خرید محصولات تولیدی آن را بر عهده دارند، تمایل زیادی به ایجاد مشکل امتناع پس از تحقق سرمایه گذاری دارند. این مشکل یکی از چالش های مورد توجه سرمایه گذاران و تامین کنندگان بدهی در پروژه هایی است که به صورت مستقیم با تعهدات بلندمدت دولت ارتباط دارند [۲]. مشکل امتناع می تواند به صورت افزایش مالیات، افزایش قیمت مواد اولیه، کاهش قیمت خرید محصولات تولیدی، معوقات در پرداخت بهای محصولات تولید شده، یا امتناع از خرید یا پرداخت بهای محصول پروژه نمود یابد؛ بنابراین یکی از دلایل تمایل کم سرمایه گذاران و تامین کنندگان بین المللی برای حضور در بازار نفت و گاز ایران وجود مشکل بالقوه امتناع از طرف دولت ایران بوده است [۲].

۱. در پروژه های بالادستی ایران دولت مالک صد درصدی پروژه است.

شلیفر و ویشنی [۵۴] در تحقیقی که در خصوص حاکمیت تامین‌کننده بدهی انجام داده‌اند، بیان می‌کنند که یکی از شکاف‌های اصلی حاکمیت شرکتی بی‌توجهی به حاکمیت تامین‌کننده بدهی است. در این خصوص ایستی و مگینسون [۲۶] به شناخت حاکمیت مبتنی بر اعتباردهنده و کارکردهای مختلف حاکمیتی که بانک‌ها ایفا می‌کنند، می‌پردازند. آن‌ها معتقدند بدهی بانکی، حاکمیت شرکتی را از سه طریق ارتقا می‌دهد:

اول: بانک‌ها تمایل دارند بر عملکرد وام‌گیرنده نظارت داشته باشند و در صورت تغییر نامطلوب در عملکرد وام‌گیرنده، به صورت موثر و زمان‌مند مداخله نمایند.

دوم: در صورت بروز مشکل، تمرکز مالکیت بدهی، امکان انعقاد مجدد قرارداد با هزینه پائین را فراهم می‌کند (توجه به نقش بازآرایی).

سوم: با حضور تعداد زیادی از اعتباردهنده‌ها به صورت وام اتحادیه‌ای، بانک‌ها می‌توانند به صورت داوطلبانه یا راهبردی، با هزینه‌بر کردن شکست پروژه برای حامی، از این امر جلوگیری نمایند.

### ۳. روش‌شناسی پژوهش

هر مطالعه علمی و روش‌مندی که منجر به یک ادعای دانش جدید در حوزه پژوهش شود، باید به سه عنصر شکل‌دهنده هر پژوهش علمی توجه داشته باشد. پیش‌فرض‌های فلسفی<sup>۱</sup> که زیربنای ادعاهای دانش هستند، رویه‌های عمومی که راهبردهای پژوهش<sup>۲</sup> نامیده می‌شود و رویه‌های تفصیلی<sup>۳</sup> گردآوری و تحلیل داده‌ها که شیوه‌های پژوهش نامیده می‌شوند، عناصر اصلی هر پژوهش علمی هستند [۲۰]؛ بنابراین هر پژوهشگری باید ابتدا نسبت به جایگاه خود در رابطه با نظریه و عمل، پژوهش و دانش، شناخت‌شناسی (نظریه دانش - آنچه درست و آنچه نادرست است) و هستی‌شناسی (ماهیت حقیقت)، آگاه باشد. در تصمیم‌گیری نسبت به انتخاب مفهوم علم و جایگاه پژوهشگر و مبانی فلسفی زیربنایی پژوهش مواردی همچون رویکرد استقرایی یا قیاسی، جهت‌گیری اثبات‌گرایی، نسبی‌گرایی و رئالیستی نسبت به شناخت‌شناسی و هستی‌شناسی عینی و یا ذهنی (ساختارگرایی) و در نهایت طرح پژوهش کیفی، کمی و ترکیبی اهمیت می‌یابد [۳۸]. بر اساس این پیش‌فرض‌های بنیادی در هر پژوهش، تحقیق حاضر بر اساس زاویه فکری ساختارگرایی و با رویکردی استقرایی بر اساس طرح پژوهش کیفی ساختار یافته است و بر اساس موردکاوای تامین مالی و حاکمیت پروژه‌های بالادستی نفت و گاز در دو روش تامین مالی پروژه‌محور و تامین مالی شرکتی به بررسی تطبیقی این روش‌ها از منظر حاکمیت پروژه می‌پردازد.

---

1. Philosophical assumptions  
2. Strategy of inquiry  
3. Detailed procedures

بر این اساس ابتدا پروژه‌های بالادستی نفت و گاز کشور بر اساس رویکرد تامین مالی آن‌ها دسته‌بندی شد. با توجه به اینکه اغلب پروژه‌های بالادستی کشور در سال‌های اخیر از رویکرد تامین آورده و مبتنی بر قرارداد بیع متقابل اجرا شده‌اند و اغلب پروژه‌هایی که مسئولیت تامین مالی آن‌ها بر عهده کارفرما (شرکت ملی نفت و شرکت‌های زیرمجموعه) بوده نیز عمدتاً از طریق منابع داخلی مجموعه وزارت نفت و منابع دولتی تامین مالی شده بودند؛ بنابراین این موارد از لیست پروژه‌های منتخب حذف شد. در نهایت مواردی که رویکرد تامین مالی آن‌ها از رویکرد اجرایی تفکیک شد و نقش تامین کننده و پیمانکار به عنوان مذاکره کنندگان مستقل تعریف شده بود، مشخص شد. با توجه به ضرورت دسترسی به اطلاعات پروژه و سوابق تامین مالی آن‌ها، پروژه‌هایی که در دو دهه گذشته اجرا شده بودند، مبنای انتخاب موردها قرار گرفت. با توجه به اینکه پروژه‌ای که از روش تامین مالی پروژه محور برای تامین مالی پروژه استفاده نموده باشد، در پروژه‌های بالادستی ایران مشاهده نشد؛ لذا از پروژه‌های مشابه در میادین مشترک استفاده شد. بر اساس بررسی‌های صورت گرفته از لیست پروژه‌های بالادستی و با تاکید بر معیارهای ذکر شده دو پروژه شامل پروژه توسعه فاز ۹ و ۱۰ میدان پارس جنوبی و پروژه LNG فاز ۱ و ۲ راس لافان (راس گاز یک) قطر انتخاب شدند. سپس، با بررسی اسناد و مستندات منتشر شده در خصوص این دو پروژه، داده‌های اولیه گردآوری شد. پس از گردآوری داده‌های اولیه با استفاده از راهبرد کیفی موردکاوی به بررسی و تحلیل داده‌های اولیه اقدام شد. سپس از طریق مصاحبه‌های نیمه ساختاریافته و باز با خبرگان و افراد مطلع در مورد پروژه‌های مورد بررسی، از منظر رویکرد تامین مالی و حاکمیت پروژه، داده‌های تکمیلی جمع‌آوری شد. شناسایی و انتخاب افراد مطلع در هر یک از پروژه‌ها بر اساس نمونه‌گیری در دسترس و نمونه‌گیری گلوله برفی صورت گرفت. بر این اساس، ابتدا افراد آگاه در دسترس و مرتبط با هر یک از پروژه‌ها شناسایی شد و هماهنگی‌های مورد نیاز برای انجام مصاحبه صورت گرفت. سپس، از هر یک از مصاحبه‌شوندگان درخواست شد تا افرادی را که اطلاعات تخصصی و فنی بیشتری از چگونگی حاکمیت و تامین مالی هر یک از موردهای منتخب داشتند، معرفی نمایند. فرایند انتخاب افراد مطلع تا مرحله‌ای

۱. با توجه به تعاریف ذکر شده از تامین مالی پروژه محور و ضرورت تفکیک پروژه و درآمدهای آن به صورت مستقل حقوقی از شرکت مادر و غیر رجوعی بودن ماهیت تامین بدهی پروژه، و اخذ تضامین از پروژه به جای شرکت ملی نفت یا سایر مجموعه‌های غیر از پروژه و بازپرداخت تعهدات تامین کننده مالی صرفاً از محل درآمدها و عایدات پروژه و بررسی و اعتبار سنجی پروژه به جای اعتبار شرکت مادر، هیچ یک از پروژه‌های یک دهه گذشته ایران در بخش بالادستی به صورت تامین مالی پروژه محور، تامین مالی نشده‌اند و صرفاً برخی از ویژگی‌های تامین مالی پروژه محور در مورد آن‌ها رعایت شده است. برای مثال، از تامین مالی فاز ۹ و ۱۰ در برخی از تحقیقات صورت گرفته به عنوان تامین مالی پروژه محور نام برده شده است، در صورتی که با توجه به تعاریف و بررسی‌های صورت گرفته که در ادامه مقاله ذکر خواهد شد، تامین مالی این پروژه کاملاً تامین مالی شرکتی است.

که داده‌ها به اشباع نظری برسد ادامه یافت. اشباع نظری مرحله‌ای است که در آن شواهد کافی در خصوص مقوله‌ها و رابطه بین آن‌ها به دست آمده و بررسی نمونه‌های بیشتر، داده‌های جدیدی برای پژوهش به همراه نداشته باشد [۳۲].

با توجه به اینکه واحد تحلیل در این پژوهش، پروژه‌های بالادستی صنعت نفت و گاز است و تعداد دو پروژه با رویکردهای مختلف تامین مالی پروژه محور و شرکتی انتخاب شده است؛ بنابراین محدودیت دسترسی به ارکان پروژه راس Lafan، گردآوری اطلاعات این پروژه متمرکز بر گزارش‌ها و اسناد منتشرشده از پروژه و افرادی که به صورت دقیق از اطلاعات پروژه آگاهی داشتند به صورت غیرمستقیم، گردآوری شد و اعتبار اطلاعات گردآوری شده در تعامل با موارد دیگر اعتبارسنجی شد. زمان هر یک از مصاحبه‌ها در حدود ۴۵ دقیقه تا ۹۰ دقیقه بود. با توجه به اینکه برخی از مصاحبه‌شوندگان به صورت غیرمستقیم از اطلاعات پروژه راس Lafan آگاهی داشتند و دارای اطلاعات مناسبی از چگونگی فرایند تامین مالی و ساختار حاکمیت آن بودند، مصاحبه‌هایی به صورت جداگانه در مورد این طرح با آن‌ها صورت گرفت و سپس در خصوص بررسی تطبیقی و مقایسه‌ای بین پروژه‌ها نیز نظرات آن‌ها اخذ شده است. برخی از این مصاحبه‌ها با پیشرفت پژوهش و ضرورت اخذ اطلاعات تکمیلی و دقیق‌تر بر اساس زاویه فکری ساختارگرایی، مجدداً تکرار شد تا موضوعات خاص در مورد هر پروژه با نگاه عمیق‌تر تحلیل شود. در مجموع تعداد ۱۲ مصاحبه از ۸ نفر مطلع در این پژوهش صورت گرفت. بر این اساس در پروژه‌های مورد بررسی، نقش و سابقه افراد مصاحبه‌شده به شرح جدول (۱) دسته‌بندی شد. از آنجا که در زاویه فکری ساختارگرایی (زاویه فکری پژوهش) واقعیت‌های اجتماعی بر ساخت انسان‌ها و اجتماع است و نقش و برداشت پژوهشگر در فرایند تحقیق به عنوان یک عامل تاثیرگذار در اشباع نظری داده‌ها در نظر گرفته می‌شود؛ لذا در گردآوری و تحلیل داده‌ها و تعداد افراد مصاحبه‌شونده و دستیابی به اشباع نظری در پژوهش این موضوع تاثیرگذار بوده است.

جدول ۱. نقش و سابقه افراد مصاحبه‌شده در پژوهش (نویسندگان)

سازمان مصاحبه‌شونده	سابقه	ارتباط با پروژه‌ها	نقش مصاحبه‌شونده	مجموع مصاحبه
سازمان کارفرما	بالای ۲۰ سال	مستقیم	مدیریت پروژه	۲
سازمان کارفرما	۱۲ سال	مستقیم	مهندسی	۱
سازمان پروژه	بالای ۳۰ سال	مستقیم	مهندسی	۲
سازمان پروژه	۱۴ سال	مستقیم	حقوقی	۲
سازمان پروژه	۸ سال	غیر مستقیم	مالی	۱
سازمان تامین‌کننده	بالای ۲۵ سال	غیر مستقیم	مالی	۱
سازمان تامین‌کننده	۱۲ سال	مستقیم	مالی	۲
سازمان بهره‌بردار	بالای ۲۰ سال	غیر مستقیم	مدیریت پروژه	۱



**میدان گازی پارس جنوبی.** میدان گازی پارس جنوبی یکی از بزرگ‌ترین منابع گازی مستقل جهان است که بر خط مرزی مشترک ایران و قطر در خلیج فارس قرار دارد و یکی از اصلی‌ترین منابع انرژی کشور به‌شمار می‌آید. مساحت این میدان ۹۷۰۰ کیلومتر مربع است که سهم متعلق به ایران، ۳۷۰۰ کیلومتر مربع است (شکل ۲). حجم گاز برداشت‌شده در میدان به همراه میعانات گازی، معادل ۲۳۰ میلیارد بشکه نفت خام است. ذخیره بخش ایرانی میدان ۱۳/۳ تریلیون متر مکعب گاز در جا و ۱۹ میلیارد بشکه میعانات گازی (۹ میلیارد بشکه قابل برداشت) است که ۵۰ درصد ذخایر گازی ایران و ۸ درصد از ذخایر گازی جهان را در خود جای داده است. گاز خشک قابل استحصال در بخش ایرانی میدان ۸/۱ تریلیون متر مکعب با ضریب باز یافت ۰/۶۱ است. ذخیره بخش قطری میدان ۳۷ تریلیون متر مکعب گاز در جا و ۲۶ تریلیون متر مکعب گاز قابل برداشت و ۳۰ میلیارد بشکه میعانات گازی (۱۰ میلیارد بشکه قابل برداشت) است که معادل ۹۹/۹ درصد ذخایر گازی قطر و ۲۱ درصد ذخایر گازی جهان است. بهره‌برداری از این میدان از سال ۱۳۸۱ در بخش ایران آغاز شده است؛ البته لازم به توضیح است که بهره‌برداری میدان از طرف قطر از سال ۱۹۹۱ آغاز شده است [۹].



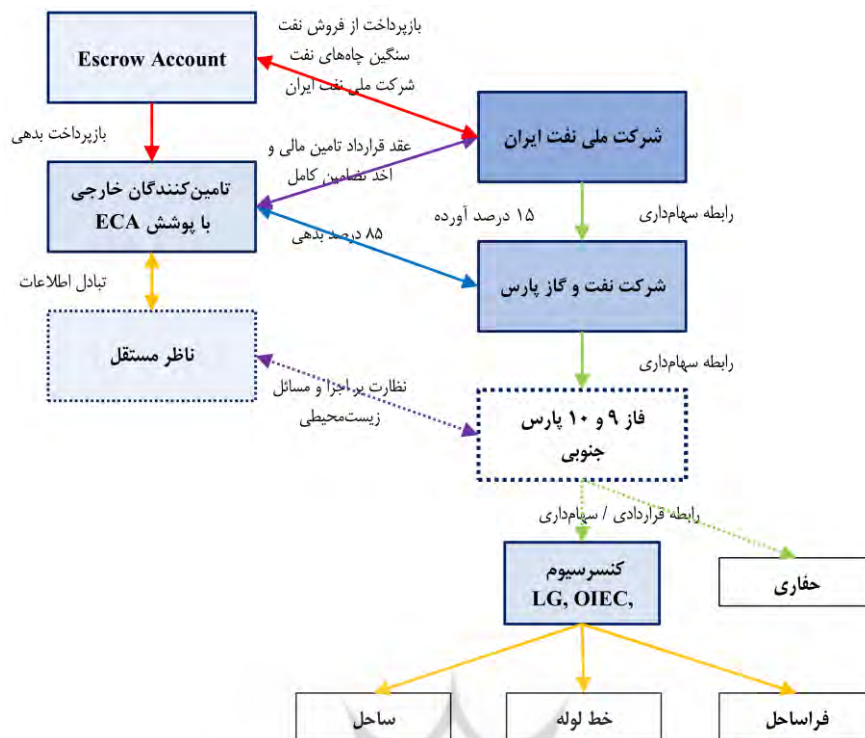
شکل ۲. موقعیت مکانی میدان نفتی پارس جنوبی

**موردکاوی ۱: پروژه توسعه فازهای ۹ و ۱۰ میدان گازی پارس جنوبی.** طرح توسعه فازهای ۹ و ۱۰ پارس جنوبی به منظور تولید روزانه ۵۶ میلیون متر مکعب گاز از مخزن، طراحی و در حال اجرا است. هدف از توسعه این فازها عبارت است از: تولید روزانه ۵۰ میلیون متر مکعب گاز طبیعی؛ تولید روزانه هشتاد هزار بشکه میعانات گازی؛ تولید سالانه یک میلیون تن اتان؛ تولید سالانه یک میلیون و پنجاه هزار تن گاز مایع پروپان و بوتان؛ تولید روزانه چهارصد تن گوگرد. عملیات توسعه این فازها به یک کنسرسیوم متشکل از شرکت ال جی کره جنوبی، شرکت مهندسی و ساخت تأسیسات دریایی ایران OIEC، شرکت مهندس و ساختمان صنایع

نفت IOEC واگذار شد. این کنسرسیوم مسئولیت اجرای پروژه را به صورت EPC برعهده داشت. کارفرمای طرح، شرکت نفت و گاز پارس به‌عنوان نماینده شرکت ملی نفت ایران حامی پروژه است. کنسرسیوم اجرا در این پروژه نقشی در تامین مالی برعهده نداشت و تامین مالی به صورت شرکتی و با تضمین شرکت ملی نفت ایران انجام گرفته است. ۱۵ درصد از مبلغ تامین مالی از محل دارایی‌های شرکت ملی نفت به‌عنوان آورده تامین شده و ۸۵ درصد معادل ۱/۷۴۵ میلیارد دلار توسط کنسرسیومی از بانک‌های بین‌المللی<sup>۱</sup> به رهبری دویچه بانک آلمان به عنوان اعتبار خرید حداقل پنجاه درصد از تجهیزات پروژه از کشورهای مشخص اروپایی و آسیایی و شرکت‌های محلی ایرانی در قالب دو نوع تسهیلات به پروژه اعطا شده است. بخش اول تسهیلاتی به مبلغ ۱/۲۲۰ میلیارد دلار با پوشش ECA<sup>۲</sup> ها (صندوق‌های اعتبار صادرات اروپایی و بانک صادرات و واردات کره جنوبی) برخوردار بود. بخش دوم نیز به صورت تسهیلات تجاری به مبلغ ۵۲۵ میلیون دلار و از طریق بانک‌های تجاری و با تضمین اعتباری شرکت ملی نفت تامین شده است. بازپرداخت‌ها از محل فروش نفت سنگین شرکت ملی نفت به صورت تامین مالی شرکتی محقق شده است. به عبارت دیگر در تامین مالی این پروژه، تامین‌کنندگان منابع مالی به هیچ‌وجه در ریسک پروژه سهیم نیستند و به تضامین دریافتی از شرکت ملی نفت ایران اتکا دارند. همچنین شرکت ملی نفت، متعهد بود که تجهیزات پروژه را از تامین‌کنندگان مورد نظر فاینانسر تهیه نماید. با توجه به ویژگی‌های تامین مالی پروژه محور و تامین مالی شرکتی بیان شده در این مقاله، شیوه تامین مالی این طرح، تامین مالی شرکتی با ظاهر تامین مالی پروژه محور بوده است و ارزیابی اعتباری به جای درآمدها و اعتبار پروژه بر دارایی‌ها و منابع شرکت ملی نفت معطوف است و صد درصد بازپرداخت‌ها از منابع مالی و سایر درآمدهای کارفرما صورت گرفته است.

پژوهشگاه علوم انسانی و مطالعات فرهنگی  
پرتال جامع علوم انسانی

1. Export-Import Bank of Korea, Kreditanstalt fur Wiederaufbau (KFW), Natexis Banques Populaires, BNP Paribas Bank, Commerzbank, ING Bank and SG Corporate and Investment Banking Institute.  
2. Export Credit Agency (ECA)



شکل ۳. ساختار تامین مالی و اجرای پروژه طرح توسعه فاز ۹ و ۱۰ پارس جنوبی (نویسندگان)

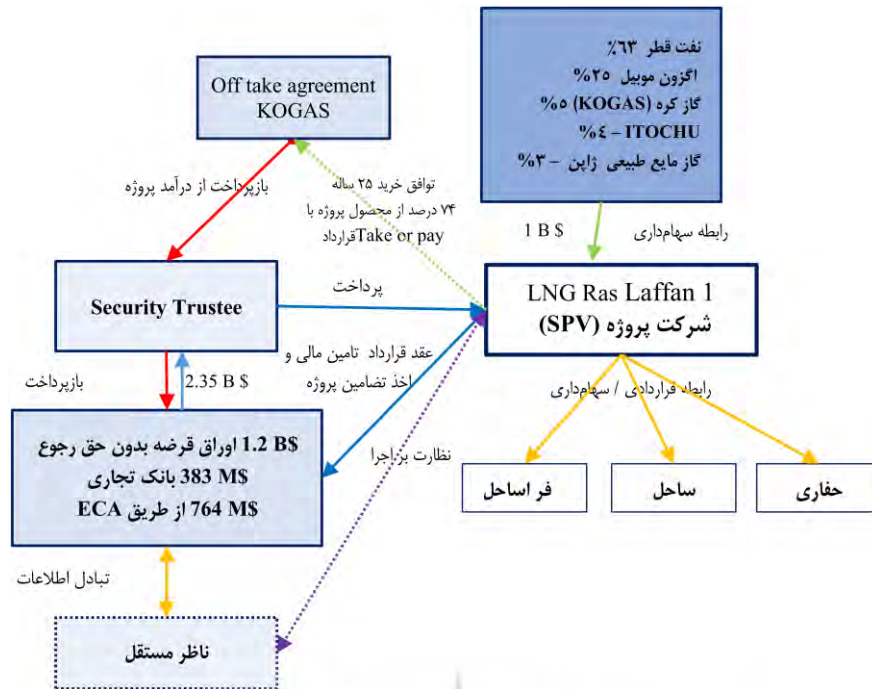
**موردکاوی ۲: پروژه گاز مایع طبیعی راس لافان قطر.** پروژه گاز مایع قطر در پارس جنوبی با هزینه ۳/۳۵ میلیارد دلار با ذخیره ۷۵۰۰ میلیارد متر مکعب گاز با تولید سالانه ۶/۶ میلیون تن گاز مایع با مشارکت شرکت نفت قطر (شصت و سه درصد)، شرکت اگزون موبیل (بیست و پنج درصد)، شرکت گاز کره<sup>۱</sup> (پنج درصد)، شرکت ITOCHU (چهار درصد)، شرکت گاز مایع طبیعی ژاپن<sup>۲</sup> (سه درصد) به صورت روش تامین مالی پروژه محور، تامین مالی و اجرا شده است. از کل هزینه پروژه مبلغ یک میلیارد دلار آن به صورت آورده سهامداران و ۲/۷۴ میلیارد دلار آن به صورت بدهی اصلی تامین مالی شده است که از این بدهی، مبلغ ۱/۲ میلیارد دلار به صورت بدهی اصلی که ۴۰۰ میلیون دلار آن با سررسید ۱۰ ساله و با نرخ سود ۷/۶۲۸٪ و ۸۰۰ میلیون دلار با سررسید ۱۸ ساله با نرخ سود ۸/۲۹۴٪ صرفاً به خریداران حقوقی به صورت بدهی با حق رجوع محدود (با پوشش ریسک اتمام پروژه و پس از اتمام پروژه بدون حق رجوع و صرفاً از محل درآمد پروژه) تامین شده است. مبلغ ۳۸۳ میلیون دلار از بدهی پروژه نیز به صورت بدون حق رجوع از بانکهای تجاری و ۷۶۴ میلیون دلار از بدهی پروژه نیز به صورت وام با پوشش

1. KOGAS  
2. LNG Nisho Iwai

ECA تامین شده است. بخش اعظم گاز مایع تولیدی این پروژه (۴/۹ میلیون تن از ۶/۶ میلیون تن گاز مایع، حدود ۷۴/۴۴ درصد از کل تولید)، توسط قرارداد فروش محصول<sup>۱</sup> بیست و پنج ساله با قرارداد خرید آمادگی تولید<sup>۲</sup> به شرکت گاز کره جنوبی واگذار شده است. این شرکت ۵ درصد مالک آورده پروژه نیز است. درآمد حاصل از فروش محصول باید به حساب یک نهاد امین<sup>۳</sup> واریز شود. بازپرداخت‌ها توسط نهاد امین ابتدا به دارندگان بدهی بر اساس اولویت آن‌ها پرداخت شده، مازاد درآمد به حساب شرکت پروژه واریز می‌شود. فروش محصول این پروژه و تامین تجهیزات و تعمیر و نگهداری آن توسط قراردادهای بلندمدت ۲۵ ساله تضمین شده است؛ به طوری که وجود این قراردادهای بلندمدت موجب کاهش ریسک بازار و بهره‌برداری پروژه شده و تامین مالی با حق رجوع محدود پروژه را تسهیل نموده است؛ بنابراین تامین‌کنندگان مالی با پوشش ریسک دوران ساخت و تکمیل پروژه، بدهی مورد نیاز برای اجرای پروژه را تامین کرده‌اند و بازپرداخت بدهی صرفاً از محل درآمدها و عایدات خود پروژه پرداخت می‌شود. روش تامین مالی پروژه محور در این پروژه با ایجاد یک شرکت مستقل حقوقی، قراردادهای بلندمدت، حضور فعال خریدار، تامین‌کننده و پیمانکار به ادغام عمودی منجر شده است.



- 
1. Off take agreements
  2. Take or Pay
  3. Security Trustee



شکل ۴. ساختار تامین مالی و اجرای پروژه طرح توسعه پروژه LNG راس لافان قطر (نویسندگان)

#### ۴. یافته‌های پژوهش

در این بخش از مقاله، یافته‌های کیفی تحقیق که از موردکاوی‌های دو پروژه بالادستی نفت و گاز با دو رویکرد متفاوت تامین مالی تقبل و اجرا شده‌اند، ارائه می‌شود. بر این اساس ابتدا رویکرد تامین مالی هر دو پروژه بر اساس ساختار حاکمیت پروژه مطرح شده در بخش قبلی مقاله بررسی و سپس به صورت تطبیقی دو روش تامین مالی پروژه محور و شرکتی از منظر حاکمیت پروژه تحلیل خواهد شد.

در تامین مالی پروژه راس لافان با تشکیل شرکت پروژه مستقل حقوقی، تصمیمات پروژه در محیط پروژه و بر اساس تفویض اختیار صورت گرفته از طرف سهامداران و در حیطه اختیارات هیات مدیره پروژه اتخاذ می‌شود. با توجه به حضور شرکای خارجی در پروژه (۳۷ درصد) اعمال تصمیمات یک طرفه از جانب دولت قطر محدود شده است و تصمیمات بر اساس منافع پروژه گرفته می‌شود. ادغام عمودی در پروژه منجر به حضور بلندمدت ارکان کلیدی پروژه شده و ریسک پروژه را برای فاینانسر کاهش داده است؛ به طوری که در ارزیابی اوراق قرضه پروژه که توسط موسسه استاندارد اند پور اعتبارسنجی شده است، اعتبار اوراق قرضه پروژه  $BBB^+$  تعیین شده است؛ بنابراین بر اساس همین اعتبار، شرکت پروژه توانست بخش عمده‌ای از منابع پروژه را

از طریق انتشار اوراق قرضه به صورت بلندمدت (۸۰۰ میلیون دلار ۱۸ ساله و ۴۰۰ میلیون دلار ۱۰ ساله) جذب نماید. در ایران با توجه به عدم حضور موسسه‌های اعتبارسنجی بین‌المللی امکان ارزیابی اعتباری اوراق مقدور نیست؛ در همین راستا جذب منابع از طریق انتشار اوراق بین‌المللی به صورت پروژه‌محور بدون حق رجوع صورت نگرفته است.

در تامین مالی فاز ۹ و ۱۰ پارس جنوبی جریان نقدی پروژه مبنای بازپرداخت تامین مالی نیست و بازپرداخت‌ها از محل فروش نفت سنگین شرکت ملی نفت و واریز آن به یک حساب امانی<sup>۱</sup> مشترک با فاینانسر صورت می‌گیرد. جریان نقدی پروژه نیز با سایر درآمدهای کارفرما تجمیع می‌شود؛ بنابراین در این پروژه، جریان نقد آزاد پروژه در مصارفی غیر از بازپرداخت بدهی مصرف شده و در توسعه و تامین منابع پروژه‌های آتی سازمان به صورت مستقیم هزینه نمی‌شود. از طرف دیگر، با توجه به اینکه سازمان مادر تنها نقش مجری را در پروژه عهده‌دار است، سود یا زیان پروژه تاثیری در منافع سازمان ندارد و انگیزه‌ای در راستای افزایش منافع پروژه در سازمان وجود نخواهد داشت؛ لذا ترکیب این موضوع با عدم کنترل مدیران در هزینه کرد درآمدهای پروژه، مشکل جریان نقد آزاد پروژه را در طرح توسعه فاز ۹ و ۱۰ پارس جنوبی ایجاد می‌نماید. در صورتی که در تامین مالی پروژه راس لافان قطر با تفکیک درآمدی پروژه از سهامداران آن از طریق ایجاد یک شرکت مستقل حقوقی و واریز درآمد پروژه به حساب یک موسسه امین ثالث (بنا بر الزام فاینانسر)، این موسسه ابتدا بازپرداخت بدهی‌های تامین‌کنندگان بدهی پروژه را پرداخت و مازاد آن را به حساب پروژه واریز می‌نماید. پروژه نیز موظف است درصدی از درآمدهای خود را به صورت ذخیره احتیاطی در حساب خود نگهداری نماید و سود مازاد را پس از کسر مالیات<sup>۲</sup> بین سهامداران تقسیم نماید. با توجه به اینکه همواره بخشی از درآمد و سود پروژه در سازمان پروژه باقی می‌ماند، پروژه از توان مالی مناسبی در صورت بروز شرایط اقتصادی برخوردار است. همچنین سود تقسیم‌شده بین سهامداران پس از بازپرداخت تعهدات است و سهامداران نسبت به سود دریافتی تعهدی به تامین‌کنندگان ندارد. به عبارت دیگر، تامین مالی پروژه تعهدی برای مدیران بعدی سازمان در بازپرداخت بدهی‌ها ایجاد نمی‌نماید (عدم ایجاد سربار بدهی برای سازمان مادر)؛ بنابراین در تامین مالی این پروژه با محدود کردن آزادی عمل سهامداران در هزینه کرد درآمدهای مالی پروژه مشکل جریان نقد آزاد در این پروژه کاهش یافته است.

در فاز ۹ و ۱۰ پارس جنوبی، ساختار تصمیم‌گیری پروژه در خارج از پروژه تعریف شده و در مجموعه وزارت نفت و حتی مجموعه هیات دولت شکل گرفته و تصمیمات با ترجیح مباحث

1. Escrow Account

۲. در این پروژه ۱۲ سال معافیت مالیاتی برای ترغیب ارکان برای مشارکت در نظر گرفته شده است.

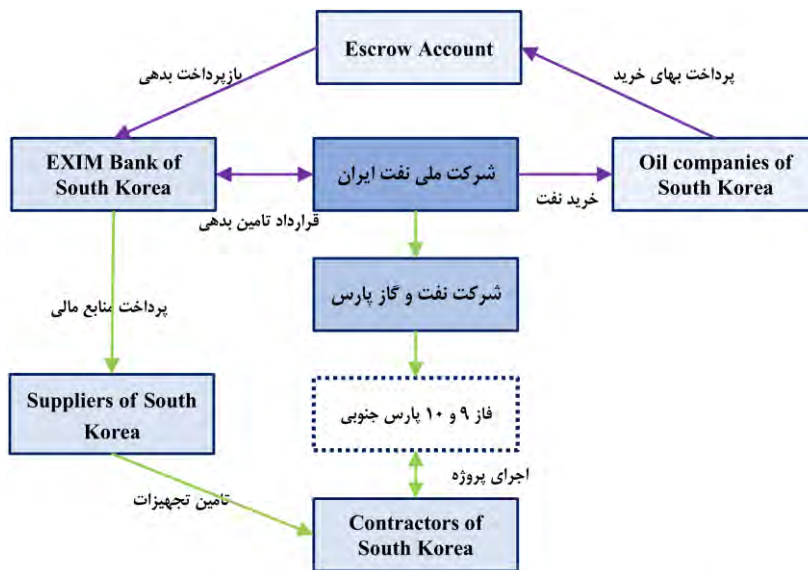
سیاسی به مسائل فنی اتخاذ می‌شود. تفویض اختیار در حداقل است و پاسخ‌گویی در خصوص تصمیمات اتخاذ شده غیر شفاف است. از طرف دیگر، شخص و یا نهادی که اختیار کامل تصمیم‌گیری پروژه را دارا باشد، به صورت رسمی مشخص نیست. تعدد نهادهای نظارتی و تصمیم‌گیری غیر رسمی در خارج از سازمان پروژه و عدم تعریف شفاف نقش‌ها و مسئولیت‌ها و اختیارات ارکان پروژه منجر به افزایش ریسک تامین‌کنندگان مالی پروژه می‌شود. عدم تقارن اطلاعات بین کارفرما و تامین‌کنندگان مالی در دوره بهره‌برداری از پروژه نیز به عدم تمایل تامین‌کننده منابع مالی به پذیرش ریسک‌های پروژه که اختیار مدیریت آن‌ها بر عهده کارفرما است، منجر شده است. با توجه به اینکه این مسائل احتمال ایجاد مشکل امتناع را افزایش می‌دهد؛ لذا تامین‌کنندگان مالی تمایلی به تامین مالی پروژه محور در این پروژه نداشتند. این عدم تمایل در پذیرش ریسک پروژه از طرف نهادهای تامین‌کننده منابع مالی موجب شده است فاینانسرها به اخذ تضامین بر اساس دارایی‌های شرکت ملی نفت و درآمدهای جاری آن‌ها به جای درآمدهای آتی پروژه تاکید داشته باشند و با ایجاد ادغام عمودی خارج از پروژه، مانع ایجاد مشکل امتناع توسط دولت ایران شوند. این ادغام عمودی خارج از پروژه توسط شرکت پیمانکار اپراتور پروژه (LG)، تامین‌کنندگان تجهیزات کشور کره جنوبی، بانک صادرات و واردات کره و شرکت‌های خریدار نفت سنگین ایران شکل گرفته است.

در تامین بدهی پروژه فاز ۹ و ۱۰ پارس جنوبی یکی از تامین‌کنندگان بدهی، بانک صادرات و واردات کره جنوبی<sup>۱</sup> بوده است. منافی که این بانک در حضور در پروژه داشته، علاوه بر نرخ سود تامین مالی، ایجاد منافع مکمل از طریق شکل‌گیری ادغام عمودی در تامین مالی پروژه است. حضور شرکت LG به‌عنوان پیمانکار اپراتور قرارداد EPC پروژه در این پروژه، یکی از ارکان این ادغام عمودی بوده است. همچنین تامین‌کنندگان در راستای افزایش صادرات کشور خود به کارفرمای پروژه الزام نموده بودند بیش از ۵۰ درصد از تجهیزات پروژه را از کشورهای آن‌ها تامین نمایند. این امر موجب شده است، ضمن کنترل جریان نقد آزاد در فاز پرداخت منابع مالی، به جای منابع نقدی، اعتبار خرید از شرکت‌های مشخص (با تایید تامین‌کننده مالی)، تخصیص دهند. در فاز بازپرداخت نیز با توجه به اینکه کشور کره از عمده خریداران نفت سنگین ایران است؛ لذا بازپرداخت تعهدات پروژه از محل فروش نفت سنگین ایران تضمین شده بود، بنابراین برای بانک صادرات و واردات کره، این اطمینان ایجاد شده است که بازپرداخت‌ها از محل خرید نفت سنگین توسط دولت کره جنوبی، انجام می‌گیرد.

در نتیجه این بانک بر اساس شکل‌گیری ادغام عمودی غیررسمی خارج از پروژه موجب کاهش مشکل امتناع کارفرما در دوره پرداخت و دوره بازپرداخت شده و ریسک تامین مالی برای

1. EXIM Bank of South Korea

تامین‌کنندگان را کاهش داده است (شکل ۵).



شکل ۵. ادغام عمودی خارج از پروژه در طرح توسعه فاز ۹ و ۱۰ پارس جنوبی (نویسنندگان)

در مقابل در پروژه راس لافان، ترکیب سهامداران پروژه بر اساس تخصص و توان فنی و اجرایی از یک طرف و شرکت‌های نیازمند محصول از طرف دیگر ترکیب بهینه و بلندمدت استراتژیکی در ساختار حاکمیت پروژه ایجاد کرده است. از طریق شکل‌گیری ادغام عمودی درون پروژه، ضمن مدیریت مناسب ریسک‌های فناورانه، بازار و ریسک نقدینگی، تمایل تامین‌کنندگان مالی برای تامین مالی بدون حق رجوع افزایش یافته است. ادغام عمودی در این پروژه به صورت درون پروژه است و شرکت گاز کره بر اساس قرارداد بلندمدت ۲۵ ساله خرید آمادگی تولید، ریسک بازپرداخت فاینانسر را (حتی در صورتی که محصول پروژه تولید نشده باشد)، پوشش می‌دهد؛ بنابراین طی یک قرارداد بلندمدت درآمدهای آتی پروژه تضمین شده است. حضور شرکت بین‌المللی نفتی همچون اگزون موبیل به‌عنوان سهام‌دار و پیمانکار مشکلات و ریسک‌های فنی و فناورانه پروژه را کاهش داده و ساختار مستقل حقوقی پروژه و تصمیم‌گیری درون پروژه‌ای موجب شفافیت نقش‌ها و مسئولیت‌ها و اختیارات پروژه شده است. این مکانیسم‌های حاکمیت پروژه ضمن کاهش ریسک سرمایه‌گذاری پروژه، تمایل تامی‌کنندگان مالی را نیز جهت حضور بلندمدت‌تر در پروژه افزایش داده است.

۱. الزام به پرداخت بهای محصول پروژه در این قرارداد، حتی زمانی که محصول پروژه، تولید نشده باشد نیز نافذ است [۱۳].



## ۵. بحث و نتیجه گیری

ساختار تامین مالی پروژه‌ای با ایجاد محدودیت در آزادی عمل مدیران پروژه در استفاده از جریان نقدی پروژه، هزینه بنگاه ناشی از جریان نقد آزاد را کاهش می‌دهد. همچنین تمرکز مالکیت بدهی و سهام پروژه، موجب می‌شود نظارت بر عملکرد مدیران و کنترل آن‌ها راحت‌تر شود. ساختار حقوقی مستقل پروژه (SPV) موجب افزایش شفافیت و کاهش هزینه‌های نظارت شده است. قراردادهای تفصیلی بلندمدت پروژه نیز که جزء لازم تامین مالی پروژه محور است، موجب حضور بلندمدت ارکان پروژه شده، ریسک تامین مالی و افزایش تمایل به تامین مالی بلندمدت بدون حق رجوع را در پی دارد و از این طریق منجر به ادغام عمودی در پروژه شده است. همچنین اهرم بالای تامین مالی، این اطمینان را ایجاد کرده که بازه عملکرد مدیریت، بسیار محدود شده و عملکرد ضعیف مدیریت، به تغییر مدیریت بیانجامد. همچنین ساختار پروژه محور موجب کاهش اختلافات سازمانی بین مالک (یا مالکان) آورده با مالکان بدهی و ارکان دیگر شده و رفتارهای فرصت طلبانه را در پروژه کاهش می‌دهد. در رویکرد تامین مالی شرکتی نیز در صورت بالا بودن حجم منابع مالی تامین شده و ریسک کشور میزبان، تامین کنندگان بدهی مکانیسم‌های مختلف حاکمیتی را به کار می‌برند تا با هزینه‌بر کردن عدم انجام تعهدات شرکت متولی پروژه (با توجه به اینکه طرف قرارداد تامین مالی به جای پروژه، شرکت متولی پروژه است) مانع بروز رفتارهای فرصت طلبانه ارکان پروژه شوند. همچنین تامین کنندگان بدهی با اتکا بر محصولات جاری شرکت مادر (به جای محصولات آتی پروژه) مشکل امتناع متولی پروژه را در دوران بازپرداخت منابع از محصول پروژه کاهش داده و با تامین اعتبار به جای منابع نقدی و الزام به تامین تجهیزات از فروشندگان کشور تامین کننده مالی ضمن کاهش مشکل جریان نقد آزاد پروژه در دوره پرداخت منابع، منجر به ایجاد ادغام عمودی خارج از پروژه شده است؛ لذا تامین کننده بدهی با اتحادیه‌ای کردن بدهی و استفاده از تامین کنندگان مختلف و ادغام عمودی خارج از پروژه، اقدامات فرصت طلبانه ارکان پروژه را کاهش داده و از این طریق احتمال ایجاد مشکل امتناع را در پروژه حداقل نموده است.

## منابع

1. Asadi, G. H. Khoshnud, S. Dolov, M. (1390). Review of Factors Affecting on Entities Financial Structure, *Journal of Financial Management and Accounting Perspective (JFMAP)*, 4. 9-23.
2. Oshkooh, H. (1395). Program Governance Model, Appropriate with Financing Approach, Case Study of Upstream Oil and Gas Programs. PhD. Dissertation in project and construction management, TMU.
3. Oshkooh, H. (1388). Evaluating Project Financing Approaches in Power Plant projects in IPP s. Master of Science Dissertation in project and construction management, TMU.
4. Oshkooh, H. Sobhiyah, M. H. (1388). Hybrid Financing Techniques in Private Power Plants, *5<sup>th</sup> International Conference of Project Management*, Tehran.
5. Hosseini, S. M. Davoodian, A. H. (1390). Ranking of Financing Methods of Iran Refinery Projects, *Journal of Financial Management and Accounting Perspective (JFMAP)*, 3. 69-82.
6. Rezaie, F. Hajiazizi, F. (1391). Influence of Long term Debt on Agent s Over Investment and Firm Value Problem, *Journal of Financial Management and Accounting Perspective (JFMAP)*, 6. 63-86.
7. Shabani, M. (1386). International Financial Markets, SAMT, publication, Tehran.
8. Sobhiyah, M. H. Oshkooh, H. (1388). Evaluating Power Plant Portfolio Finance in Private Plants, *1<sup>st</sup> Conference of Power Plant Industry*, Tehran.
9. Farzanegan, H. (1386). The Role of General Contractors in optimizing Oil and Gas projects Finance, Master of Science Dissertation in project and construction management, TMU.
10. Nasrolahi, Z. Arefmanesh, Z. Raiesi, M. (1390). Relationship between Corporate Governance and Information Asymmetry in Tehran Stock Exchange, *Journal of Financial Management and Accounting Perspective (JFMAP)*, 2. 9-29.
11. APM (2004). Directing Change: A Guide to Governance of Project Management Association for Project Management, High Wycombe, UK
12. Bekker and Steyn, (2009). Project Governance: Definition and Framework, *Journal of Contemporary Management*, 6. 214 - 228
13. Benoit, Philippe, (1996). Project Finance at the World Bank: An Overview of Policies and Instruments, World Bank Technical Paper Number 312, Washington.
14. Berkovitch, E. and Kim. E. H. (1990). Financial Contracting and Leverage induced over and under- investment incentives. *Journal of Finance*, 45: 765-794.
15. Bhattacharya, A. B. (2002). Project Financing Power Plants in Mexico, Master of Science Dissertation in Law, Montreal, Canada. McGill University,
16. Carrick, M. A. K. (2003). Commercial Debt Rising for PFI Projects, Ernst & Young UK, Corporation Finance.
17. Chapman (1995). The principles of project finance, the treasurer, November.
18. Chemmanur, T. J. and K. John. (1996). Optimal incorporation, structure of debt contracts and limited-recourse project financing. *Journal of Financial Intermediation*, 5: 372-408.
19. Cooper, I. A, and Habib, M. (1996). Using Project Finance to Fund Infrastructure Investments. *Journal of Applied Corporate Finance* 09/1996; 9(3): 25-39.
20. Creswell, J. W. (2003). Research Design: Qualitative, Quantitative, and Mixed

Methods Approaches, Thousand Oaks, CA, Sage.

21. Esty, B. C. (2000), An Overview of the Project Finance Market, Case study: 9-200-028, Boston, Ma. Harvard Business School.
22. Esty, B. C. (2001). Structuring Loan Syndicates: A case study of the Hong-Kong Disneyland project loan. *Journal of Applied Corporate Finance*, 14(3): 80-95.
23. Esty, B. C. (2002). Returns on project-financed investments: evolution and managerial implications. *Journal of Applied Corporate Finance*, 15, 71-86.
24. Esty, B. C. (2003). The Economic Motivation for Using Project Finance, Boston, Ma. Harvard Business School.
25. Esty, B. C. (2004). Modern Project Finance: A Case Book, US. John Wiley & Sons, Inc.
26. Esty, B. C. and W. Megginson, (2003). Creditor rights, enforcement, and debt ownership structure: Evidence from the global syndicated loan market, *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 38, 37-59.
27. Filipenko, O. (2001). Financial Flexibility and Limited Recourse Project Finance, New York, US. New York University, Stern school of Business.
28. Finnerty, J. D. (1996). Project Financing: Asset-Based Financial Engineering, New York. John Wiley & Sons.
29. Garland, R. (2009). Project Governance: A Practical Guide to Effective Project Decision Making. London and Philadelphia, Kogan Page Limited.
30. Gatti, S. (2007). Project Finance in Theory and Practice, Academic Press, Burlington.
31. Gendrrone, M. Lai, V. S. & Soumare, L. (2007). Project Finance with Limited Recourse: An Option Pricing Approach to Debt Capacity and Project Risk, *Journal of Structured Finance*, 13(3). 97-104.
32. Glaser, B. (1992). Basics of Grounded Theory Analysis, Mill Valley, CA, Sociology Press.
33. Habib, M. and D.B. Johnsen. (1996). User Specialization and Asset Financing. Working Paper, London Business School.
34. Jechoutek, K. G. & Lamech, R. (1995). Private Power Financing: From Project Finance to Corporate Finance, Public Policy for Private Sector, Washington DC. *World Bank Group*, 56.
35. Jensen, M. C. and Meckling, W. H. (1976). Theory of the firm: Managerial behavior, Agency Costs and Capital Structure. *Journal of Financial Economics* 2: 305-360.
36. John, T. A. and John, K. (1991). Optimality of Project Financing: Theory and Empirical Implications in Finance and Accounting. *Review of Quantitative Finance and Accounting*, 1: 51-74.
37. Khan, M. F. K. & Parra, R. J. (2003). Financing Large Projects: Using Project Finance Techniques and Practices, Singapore. Printice Hall.
38. Klakegg, O. J. (2010). Governance of Major Public Investment Projects, Pursuit of Relevance and Sustainability, PhD thesis Norwegian University of Science and Technology.
39. Kleimeier, S. (1993). Essays on Project Finance, Doctor of Philosophy Dissertation in Finance, US. University of Georgia.
40. Kleimeir and Megginson (2001). An Empirical Analysis of Limited Recourse project finance, Working Paper, University of Oklahoma.
41. Klein, B., Crawford, R. and Alchian, A. (1978). Vertical Integration.

- Appropriable Rents and the Competitive Contracting Process. *The Journal of Law and Economics*, 21: 297-326.
42. Liu L. and Yetton P. (1995). The contingent effects of project governance mechanisms on project delivery capability and the level of control ° evidence from the construction and IT service industries. Proceedings of the Pan-Pacific Business Conference XXII, Shanghai, China.
43. Megginson, W. L. and Kleimeier, S. (2000). Are project finance loans different from other syndicated credits? *Journal of Applied Corporate Finance* 13(1): 75-87.
44. Merna and Dubey, (1998). Financial Engineering in the Procurement of Project, Asia Law & Practice Publishing Ltd, Hong Kong.
45. Muller R. (2009). Project Governance, Gower Publishing, England.
46. Myers, S.C. (1977). Determinants of corporate borrowing. *Journal of Financial Economics*, 5: 147-175.
47. Nevitt, P.K., Fabozzi, F. (2000). Project Financing. Euromoney, London.
48. Perotti, E. C. and Spier, K. E. (1993). Capital Structure as a Bargaining Tool: The Role of Leverage in Contract Renegotiation. *The American Economic Review* 83: 1131-1141.
49. Pollio, Gerald (1998). Project Finance and International Energy Development, *Energy Policy*, 26(9), 687-697.
50. Renz, P. S. (2007). Project Governance: What Nonprofit Organizations Can Learn from Corporate Governance and Business Ethics, springer publication.
51. Sawant, R. J. (2007). the Economics of Large Scale Infrastructure Project Finance: An Empirical Examination of the Propensity to Project Finance, Doctoral thesis, The Fletcher School of Law and Diplomacy.
52. Sawant, R. J. (2010). The Economics of Large scale Infrastructure FDI: The Case of Project Finance, *Journal of International Business Studies*.
53. Shah, S., and Thakor, A. V. (1987). Optimal capital structure and Project Financing. *Journal of Economic Theory*, 42: 209-243.
54. Shleifer, A. and Vishny, R. W. (1997). A Survey of Corporate Governance, *Journal of Finance*, 52 (2): 737-783.
55. Smith, C.W. Jr (1990). Introduction, in Smith, C.W. Jr (Ed.), *The Modern Theory of Corporate Finance*, 2nd ed., McGraw-Hill, New York, NY.
56. Stulz, R. M. and Johnson, H. (1985). An analysis of secured debt. *Journal of Financial Economics*, 14: 501-522.
57. Stulz, R. M. and Johnson, H. (1985). An analysis of secured debt. *Journal of Financial Economics*, 14: 501-522.
58. Subramaniam, V. (1996). Underinvestment, Debt financing and Long-Term supplier relations. *Journal of Law, Economics and Organization*, 12: 461-479.
59. Too E.G., Weaver P. (2013). The management of project management: A conceptual framework for project governance, *International Journal of Project Management*. 07.006. 1031.
60. TURBIN N. (2003). IT Governance and Project Governance. The Project Perfect White Paper Collection.
61. Williamson, O. E. (1975). *Markets and Hierarchies: Analysis and Anti-trust Implications*. New York: The Free Press.
62. Williamson, O.E. (1988). *Corporate Finance and Corporate Governance*. *The Journal of Finance*, 43: 567-591.