

ارزیابی روش‌های نوین تامین مالی در شرکت‌های زیر مجموعه صندوق بازنشستگی کشوری

دکتر جواد عین آبادی

استادیار گروه حسابداری و مالی، موسسه آموزش عالی الکترونیکی ایرانیان، تهران، ایران.
javadeinabadi@gmail.com

الهه فرزین پور

دانشجوی کارشناسی ارشد مهندسی مالی و مدیریت ریسک، موسسه آموزش عالی الکترونیکی ایرانیان، تهران، ایران. (نویسنده مسئول).
e.farzinpour2022@gmail.com

چکیده

با توجه به وضعیت خاص کشورهای در حال توسعه و بحران‌های مالی در این کشورها امکان تامین سرمایه مورد نیاز برای اجرای پروژه‌های بزرگ به راحتی فراهم نمی‌شود، بنابراین انتخاب روش تامین مالی مناسب در مورد پروژه‌ها مساله مهمی است. در بسیاری از پروژه‌ها به دلیل مسائلی مانند حجم بالای سرمایه مورد نیاز حساسیت بالای پروژه از نظر مسائل سیاسی، اقتصادی و امنیتی، عدم تمایل حضور خارجیان و سرمایه‌گذاری آنها مساله تامین مالی مورد توجه مسوولان حکومتی قرار می‌گیرد. در تعدادی از پروژه‌ها با حمایت‌ها و اعتبارات دولتی می‌توان وجوه مورد نیاز را تامین کرد، اما در پروژه‌های مهم و زیرساختی مورد نیاز کشور که امکان تامین وجوه کامل آن توسط دولت فراهم نیست مانند پروژه‌های نفتی، گازی، پتروشیمی و بسیاری از صنایع دیگر برای توسعه زیر ساخت‌ها نیاز اساسی برای حضور سرمایه‌گذاری خارجی و استفاده از تسهیلات بانک‌ها و موسسات خارجی وجود دارد. اندیشیدن راهکاری برای تامین منابع مالی مورد نیاز پروژه از مراحل اولیه برای اطمینان از به انجام رسیدن پروژه است در انتخاب روش مناسب تامین مالی در مرحله امکان‌سنجی پروژه باید به تمام موارد و خواسته‌های بخش‌های مختلف درگیر در پروژه از کشور میزبان پروژه، صنعت مرتبط با پروژه، پیمانکاران، خریداران، تهیه‌کنندگان، بانک‌های قرض‌دهنده، مساله ریسک‌ها و به طور کلی تمام بخش‌های درگیر در پروژه توجه کرد و سپس با توجه به ارجحیت و اهمیت هر کدام از آنها به انتخاب روش مناسب پرداخت. در ضمن باید توجه کرد که ساختار استفاده شده برای تامین مالی پروژه در یک کشور ممکن است به دلیل وجود تفاوت‌ها در قوانین و شرایط آن موثر نباشد در حالی که به طور موثری در کشور دیگری استفاده شود، نکته مهم انتخاب شکل صحیح روش تامین مالی با توجه به شرایط هر پروژه و کشور میزبان پروژه است.

واژگان کلیدی: تامین مالی، فاینانس، سرمایه‌گذاری خارجی، مدیریت ریسک، پروژه.

مقدمه

در حالی که سرمایه‌گذاری هنگفت در طرح‌های زیربنایی یک نیاز مبرم برای کشورهای در حال توسعه است، دولت‌ها قادر نیستند سرمایه لازم برای تامین مالی این پروژه‌ها را تامین کنند. برای حل این معضل دولت‌ها باید روش‌های نوین تامین مالی پروژه‌ها را به کار گیرند این روش‌ها به بخش خصوصی امکان می‌دهد تا در پروژه‌های زیربنایی و عمومی مشارکت کند، بدون این که برای همیشه مالک طرح‌های زیر بنایی شود. اخیرا استفاده از قراردادهای ساخت، بهره‌برداری و انتقال، جهت خصوصی‌سازی، جذب سرمایه‌های خارجی، دسترسی به تکنولوژی پیشرفته و مهارت‌های فنی و بهره‌مندی از مدیریت کارآمد، مورد توجه دولت ایران نیز قرار گرفته است. مهم‌ترین و موثرترین راه‌حل تحقق اهداف

توسعه در یک کشور، وجود ساختار اقتصادی توانمند با بازار مالی فعال است. به دلیل فقر حاکم و کمبود پس انداز مالی در اغلب کشورهای در حال توسعه، امکانات داخلی در اینگونه کشورها برای تشکیل سرمایه جهت تحقق اهداف توسعه‌ای و انجام پروژه‌های زیربنایی کافی نیست و به همین دلیل اکثر این کشورها ناچارند کسری سرمایه مورد نیاز خود را از منابع خارجی تامین کنند و به این ترتیب گرایش به سمت جذب منابع مالی خارجی شکل می‌گیرد. در تامین مالی پروژه‌ها با توجه به نوع پروژه و صنعت مرتبط با آن، حجم مالی و زمان مورد نیاز در نظر گرفته شده برای پروژه، شرایط کشور میزبان پروژه از نظر امنیت سیاسی، اقتصادی و قوانین موجود در آن، میزان حساسیت پروژه در آن کشور می‌تواند روش‌های مختلفی را برای تامین مالی پروژه متصور شد که در حالت کلی این موارد شامل:

در صورت استفاده از منابع داخلی:

۱. تخصیص بخشی از درآمد کل کشور.

۲. تخصیص بخشی از درآمد حاصل از صادرات.

در صورت استفاده از منابع خارجی:

۱. روش‌های قرضی (استقراضی) - تامین مالی شرکتی، تامین مالی پروژه‌ای.

۲. روش‌های غیرقرضی (سرمایه‌گذاری) - سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی - سرمایه‌گذاری غیرمستقیم خارجی.

نکته مهم در مورد انتخاب هر کدام از این روش‌ها شرایط و ویژگی‌های پروژه و کشور میزبان پروژه و به دست آوردن بهترین بازده مورد انتظار می‌باشد. روشی مورد توجه قرار می‌گیرد تا بتواند با کمترین میزان وقت و هزینه، جوابگوی ریسک‌های پروژه باشد. سیاست‌های اتخاذ شده کشور میزبان در به کارگیری هر کدام از این روش‌ها بسیار حائز اهمیت است چه بسا روش‌های مفیدی با توجه به شرایط پروژه و در نظر گرفتن موارد دیگر قابل تصور باشد. اما عدم توجه دولت یا خطمشی سیاست‌های اقتصادی کشور میزبان یا ناآگاهی آنها و مهیا نبودن زیرساخت‌های مورد نیاز مانع از به کارگیری آن شیوه شود. از طرفی توجه متولیان پروژه در پیش‌بینی و در نظر گرفتن شیوه تامین مالی مناسب با شرایط پروژه در به کارگیری روش‌های مختلف تامین مالی بسیار موثر است. در حالت کلی برای رسیدن به یک ساختار مناسب باید روش‌های تخصیص ریسک، نوع قراردادها، جنبه‌های حقوقی و مالی هر ساختار و هماهنگی آن با شرایط پروژه مورد بررسی قرار گیرد.

انواع روش‌های تامین مالی داخلی

انواع تسهیلاتی که در حال حاضر برای اجرای طرح‌ها یا اعتبارات پروژه‌ای ارائه می‌شود عبارتند از وام، اجاره به شرط تملیک، فروش اقساطی، کمک‌های فنی، مشارکت در سرمایه، تسهیم سود، استصناع و خطوط اعتباری.

وام (Loan)

این نوع از تسهیلات برای طرح‌هایی با آثار اجتماعی و اقتصادی قابل توجه که زمان اجرای طولانی دارند و ممکن است درآمدزا هم نباشند به کار می‌رود. وام‌ها به دولت‌ها یا موسسات عمومی و غالباً به کشورهای کمتر توسعه‌یافته عضو برای اجرای طرح‌های زیربنایی و صنعتی اعطا می‌شود.

اجاره به شرط تملیک (Leasing)

یک نوع اعتبار میان‌مدت برای اجرای طرح‌های صنعتی است که براساس آن تجهیزات سرمایه‌ای و سایر سرمایه‌های ثابت مثل کارخانه، ماشین‌آلات و تجهیزات برای صنایع، صنایع تبدیلی کشاورزی، زیربنایی، حمل‌ونقل و غیره برای

استفاده هر دو بخش خصوصی و عمومی ارائه می‌شود. این نوع از تسهیلات برای کشتی، تانکرهای نفت، کشتی‌های ماهیگیری و غیره هم اعطا می‌گردد. بعد از پایان مدت اجاره، بانک مالکیت تجهیزات را به مستاجر به صورت هبه منتقل می‌کند.

فروش اقساطی (Instalment Sale)

فروش اقساطی شبیه اجاره به شرط تملیک است. با این تفاوت عمده که در فروش اقساطی مالکیت سرمایه در زمان تحویل به ذینفع منتقل می‌شود. براساس این شیوه، بانک تجهیزات و ماشین‌آلات را خریداری می‌کند و با اعمال درصدی سود به ذینفع می‌فروشد.

مشارکت در سرمایه (Equity Participation)

در این روش تامین مالی بانک در سرمایه شرکت‌های در حال فعالیت یا جدید در بخش خصوصی یا عمومی مشارکت می‌کند. مشارکت بانک حداکثر معادل ۱/۳ سرمایه ثبت شده است.

تسهیم سود (Profit Sharing)

نوعی از مشارکت است که طبق آن دو یا چند شریک برای تامین مالی یک شرکت، سرمایه‌ای را فراهم می‌کنند. مشارکت‌کنندگان به نسبت سهمی که فراهم کرده‌اند در سود یا زیان شرکت، شریک هستند.

خطوط اعتباری (Line of Financing)

طبق این شیوه، بانک از طریق اعطای تسهیلات، اجاره به شرط تملیک و فروش اقساطی به منظور کمک به رشد و توسعه صنایع کوچک و متوسط کشورهای عضو (عموما در بخش خصوصی) اعتبار می‌دهد.

استصناع (Istisna's):

این شیوه تامین مالی یک نوع جدید از تامین اعتبار برای اجرای طرح‌های صنعتی و تجارت کالاهای سرمایه‌ای و افزایش تولید صادراتی کشورهای عضو است. استصناع قراردادی برای تولید کالاهای تولیدی یا دیگر دارایی‌هاست که براساس آن تولیدکننده تعهد می‌کند، کالاهای مشخص را مطابق با ویژگی معین، با نرخ مشخص و در یک زمان خاص تولید کند.

کمک فنی (Technical Asistance)

علاوه بر موارد مزبور، بانک برخی کمک‌های فنی را نیز به صورت بلاعوض یا وام برای فراهم آوردن مهارت‌های فنی جهت کمک به طرح‌ها مانند تهیه مطالعات امکان‌سنجی، طراحی و مهندسی، نصب و ارائه خدمات مشاوره‌ای از قبیل تعیین سیاست‌ها، مطالعات بخش‌ها، تحقیقات و غیره به کشورهای عضو کمتر توسعه‌یافته اعطا می‌کند.

انواع روش‌های تامین مالی خارجی روش‌های قرضی (استقراضی)

در این گونه از روش‌ها کشور سرمایه‌پذیر وامی را از کشور یا موسسه وام‌دهنده دریافت می‌کند و موظف است در سررسیدهای مقرر اقساط بازپرداخت آن را به وام‌دهنده بپردازد. در این نوع روش‌ها کشور یا بانک وام‌دهنده هیچ‌گونه

ریسکی را نمی‌پذیرد و تمام ریسک‌ها متوجه کشور وام‌گیرنده است. به عبارتی روش‌های قرضی که می‌توان از آنها به عنوان وام نام برد عمدتاً با تضمین بازپرداخت همراه می‌باشند و در کشور ما به دو گروه عمده قابل تفکیک می‌باشند: استفاده از تسهیلات اعتباری ماخوذ از بانک‌ها و موسسات مالی خارجی. استفاده از تسهیلات بانک‌های توسعه‌ای مانند بانک جهانی و بانک توسعه اسلامی. معمول است که بانک کشور با هدایت و نظارت بانک مرکزی با گروه‌های بانکی کشورهای صنعتی موافقتنامه‌هایی موسوم به موافقتنامه پایه منعقد می‌نمایند که به موجب آن بانک‌ها یا گروه بانک‌های خارجی طرف موافقتنامه تا سقف معینی، تسهیلات ارزی در اختیار بانک‌های تجاری ایران قرار می‌دهد. موافقتنامه یا اعطای تسهیلات در هر مورد منوط به تایید گزارش توجیهی پروژه‌ای که مصرف‌کننده اعتبارات است از سوی بانک‌های داخلی و نیز طرف‌های خارجی می‌باشد ایران با بانک‌های کشورهای آلمان، ایتالیا، فرانسه، سوئیس، کره، چین، هند، اتریش و... خطوط اعتباری دارد. که از این بین همکاری بیشتری را با بانک‌های آلمان، ایتالیا، فرانسه و چین دارد. در انعقاد قرارداد مالی با اعتباردهندگان خارجی علاوه بر مشخص کردن نرخ‌ها و شرایط استفاده از اعتبار اعطایی شرط تضمین دولت نیز قید می‌شود. وزارت امور اقتصادی و دارایی وظیفه دارد نسبت به صدور تضمین‌های لازم اقدام کند. در عمل پس از انعقاد قرارداد مالی بین بانک‌های کشور و اعتباردهنده خارجی و صدور ضمانت‌نامه کلی توسط وزارت امور اقتصادی و دارایی خط اعتباری ایجاد می‌شود. در حالت کلی اعطای تسهیلات توسط موسسات و بانک‌های خارجی می‌تواند بر اساس اعتبار شرکت متولی پروژه تامین مالی شرکتی باشد یا با توجه به ویژگی‌ها و جریان نقدینگی پروژه برای بازپرداخت وام باشد که به آن تامین مالی پروژه‌ای گفته می‌شود. این مقاله به دنبال ارائه شیوه‌ای نوین برای تامین مالی پروژه‌ها در شرکت‌های زیر مجموعه صندوق بازنشستگی کشوری از دید کارشناسان و مدیران سرمایه‌گذاری این شرکت‌ها است.

معیارهای انتخاب بهترین ابزار تامین مالی

بهترین ابزار تامین مالی با توجه به شرایط داخلی شرکت و منبع تامین مالی کننده متفاوت می‌باشد و انتخاب آن با در نظر گرفتن این شرایط و معیارها امکان پذیر است. معیارهای انتخاب مناسبترین روش تامین مالی، به سه دسته معیارها و شرایط داخل شرکت، معیارهای منبع تامین مالی کننده و همچنین عوامل کلان اقتصادی-سیاسی تقسیم میشوند. فاکتورهای اصلی تعیین کننده منبع تامین مالی مناسب هر شرکتی عبارتند از:

ریسک: شرکت یا پروژه‌ای که میخواهد تامین مالی نماید باید مصارف وجوه تامین مالی را مشخص کرده و با توجه به ریسک محل مصرف وجوه منبع تامین مالی را انتخاب کند. نمودار زیر سطح ریسک پذیری منابع تامین مالی مختلف را نشان می‌دهد.

نمودار (۱): سطح ریسک منابع تامین مالی



بازده: هر کدام از منابع تامین مالی، بازده یا به عبارت دیگر سود یا بهره خاصی را از شرکت یا پروژه مطالبه دارند و شرکت یا پروژه باید میزان بهره ای را که میتواند در قبال تامین مالی بپردازد باید مدنظر گرفته و سپس با توجه به بازده مورد انتظار هر کدام از منابع تامین مالی به سراغ آنها برود. نرخ بازده مورد انتظار هر کدام از منابع با توجه به ریسکی که آنها قبول می‌کنند تعیین میگردد و هرچه منبع مالی ریسک بیشتری را در

قبال شرکت یا پروژه قبول کند به تناسب آن بازده بیشتری را قبول میکند. نمودار زیر، بازده مورد انتظار منابع تامین مالی مختلف را نشان می دهد.

نمودار (۲): بازده مورد انتظار منابع تامین مالی



حجم سرمایه گذاری (تامین مالی): مدیران مالی شرکت ها و پروژهها باید توجه داشته باشند که میزان سرمایه یا منابع مورد نیاز برای شرکت یا پروژه چه میزان میباشد و متناسب با منابع مورد نیاز و ظرفیت سنجی منابع تامین مالی اقدام به انتخاب منبع تامین مالی نمایند. نمودار زیر نشان دهنده حجم سرمایه گذاری (قدرت منابع در تامین مالی) منابع مالی در شرکت یا پروژه می باشد.

نمودار (۳): حجم سرمایه گذاری منابع برای تامین مالی شرکت یا پروژه



افق تامین مالی: هر کدام از منابع تامین مالی با توجه به ساختاری که دارند افق زمانی تامین مالی خاصی را دارند که مدیران مالی شرکتها باید با توجه به محل مصرف وجوه تامین مالی، منبع تامین مالی خود را انتخاب کنند. نمودار زیر منابع تامین مالی را به ترتیب افق زمانی از کوتاه مدت به دراز مدت نشان می دهد.

بورس اوراق بهادار

مدلها و روشهای تامین مالی

خانوارها، بنگاه ها و دولتها به منظور انجام فعالیتهای اقتصادی، نیازمند منابع مالی هستند که این منابع را از محلهای مختلف و از طریق بستر نظام مالی از دارندگان مازاد منابع مالی تامین مینمایند. در این نمودار راههای تامین مالی خانوارها، بنگاهها و دولت ارائه شده است.

نمودار (۴): روشهای تامین مالی





تامین مالی از محل منابع داخل کشور



تامین مالی از طریق بازار سرمایه



تامین مالی شرکتی

در این نوع تامین مالی کشور یا موسسه وام علاوه بر اعطای وام، به نحوه هزینه شدن آن نیز نظارت کامل داشته و نوع مصرف را از ابتدا با وام‌گیرنده شرط می‌کند. در واقع در این شیوه تامین مالی از اعتبار شریکان یک شرکت برای تامین وجوه مورد نیاز پروژه استفاده می‌کنند. پس از تعیین اعتبار شرکت، سرمایه لازم برای اجرای یک پروژه اقتصادی مشخص توسط موسسه اعتباری یا بانک عامل خارجی تامین می‌شود نرخ بهره هم بر حسب شرایط اقتصادی و ریسک کشور در زمان اعطای اعتبار تعیین می‌شود. در ایران مالک پروژه به خصوص پروژه‌های زیر بنایی دولت ایران است و دولت بر اساس اعتبار و رتبه ریسک خود می‌تواند از تسهیلات استفاده کند. این انتخاب اغلب برای پروژه‌های کوچکتر و سرمایه مورد نیاز کمتر مناسب است اما در ایران به دلیل ضعف در روش‌های دیگر این روش با ضمانت دولت بیشترین روش مورد استفاده در تامین مالی از منابع خارجی است. با وجود تامین مالی دولتی، شرکت‌های خصوصی از این نوع تامین مالی اجتناب می‌کنند چون این شیوه ترازنامه آنها را تغییر می‌دهد و در ظرفیت و پتانسیل آنها برای شرکت در پروژه‌های آینده ایجاد محدودیت می‌کند.

شرکت‌های خصوصی محدودیت دیگری نیز در جذب این منابع می‌توانند داشته باشند و آن مبلغی است که در مقابل وام گرفته شده باید در حساب‌های خارجی داشته باشند است. علاوه بر شرکت‌ها انعکاس این وام‌ها در ترازنامه دولت نیز تاثیر منفی دارد و باعث می‌شود کشور در تامین مالی پروژه‌های آینده خود دچار محدودیت شود. در این روش مدیریت ریسک بر عهده شرکت یا دولت اعتبارگیرنده است و آنها با توجه به آگاهی و شناخت خود از ریسک‌ها می‌توانند از این روش استفاده کنند. با توجه به بی‌توجهی که در ایران نسبت به مدیریت ریسک وجود دارد اکثر پروژه‌ها در ایران تحت ریسک‌های موجود، در زمان و هزینه مناسب خود انجام نشده و در بازپرداخت‌ها دچار مشکل می‌شوند بنابراین برای حفظ اعتبار و وجه خود در مقابل بانک‌های خارجی باید به دنبال منابعی برای جبران کمبود در این بازپرداخت‌ها باشند. در نتیجه این سیکل تکرار می‌شود و در بعضی مواقع پروژه توجیه مالی خود را به علت بالا رفتن هزینه‌ها از دست می‌دهد. به علاوه برای دریافت اعتبار لازم است تادرسدی از مبلغ در بانک مزبور ذخیره شود که این مساله در بسیاری موارد در حد توانایی اعتبارگیرندگان نمی‌باشد حسن این روش این است که در تامین مالی بر اساس اعتبار شرکت احتیاج به مطالعات وسیعی نیست و تنها در حد اعتبار شرکت یا کشور درخواست‌کننده سنجیده می‌شود و در زمان و هزینه صرف شده برای آن به نسبت روش تامین مالی پروژه‌های بسیار کمتر است.

تامین مالی پروژه‌ای

در این نوع تامین مالی کشور یا موسسه وام‌دهنده هیچ‌گونه شرطی را برای نحوه مصرف وام پرداختی قرار نمی‌دهد و در واقع فاز تامین مالی از فاز اجرایی آن کاملاً جدا است.

اصطلاح رایجی در ایران در توضیح این روش وجود دارد به نام فاینانس خودگردان که بیشتر در مورد پروژه‌های نفتی رایج است و تعریف بیان شده برای آن این است که به تامین مالی گفته می‌شود که بازپرداخت‌های هزینه از محل صدور محصولات تولیدی همان طرح انجام شود. دولت نیز موظف است تا تسویه کامل کلیه تعهدات ناشی از سرمایه‌گذاری مربوطه، اجازه صدور محصولات تولیدی این طرح را تضمین کند. قسمت اول این تعریف که بازپرداخت‌ها بر اساس محصولات تولیدی پروژه صورت می‌گیرد، صحیح است، اما این روش به درستی ویژگی‌های این ساختار را ندارد و بیشتر ساختاری است که داخل شرکت نفت ایران به کار می‌رود و در واقع باز هم اعطای تسهیلات بر اساس اعتبار شرکت نفت می‌باشد و در واقع روش درون سازمانی شرکت نفت است. تعریفی که در ادامه آمده است به روشی یکی از وجوه تمایز تامین مالی پروژه‌ای از دیگر ابزار تامین مالی را نشان می‌دهد: تامین مالی پروژه‌ای شامل شده است از تاسیس و به وجود

آمدن یک موسسه تامین مالی مستقل قانونی با بدهی بدون اتکا یا با اتکای محدود به دارایی حامیان پروژه و سرمایه‌ای از یک یا چند حامی برای هدف تامین مالی پروژه‌های زیربنایی. در این تعریف از تامین مالی پروژه‌ای به وجود آمدن یک موسسه مستقل قانونی برای مالکیت دارایی‌ها مشخص شده است. چون شرکت پروژه از نظر قانونی مستقل است، در صورت دیفالت وام خطری حامیان پروژه را تهدید نمی‌کند. استقلال قانونی همچنین این اطمینان را می‌دهد که تهیه‌کننده سرمایه‌نگرانی در مورد وضعیت مالی حامیان برای طلب از قبل وجود نداشته باشد و به درآمد و جریان نقدینگی آینده پروژه توجه کند.

در تامین مالی پروژه‌ای از دارایی‌های پروژه و در آمد آتی پروژه به عنوان پایه‌هایی برای تامین وجوه مورد نیاز استفاده می‌کنند. مدیریت ریسک در این ساختار نقش بسیار مهمی دارد و اصولاً ارتباط بین بخش‌های درگیر در پروژه به منظور مدیریت ریسک پروژه‌ها و به وسیله قرار دادها برقرار می‌شود. در این ساختار کسانی که خواستار اجرای پروژه هستند به عنوان حامیان پروژه نام برده می‌شود. این سوال وجود دارد که چرا حامیان، تامین مالی پروژه‌ای را برای تامین مالی پروژه‌ها انتخاب می‌کنند؟ تامین مالی پروژه‌ای هزینه‌ها را نسبت به تامین مالی شرکتی بالاتر می‌برد و زمان بیشتری را برای سازماندهی می‌خواهد و توجه بیشتری باید به درگیری‌های خاص مدیریت زمان و کارشناسی تکمیل، بازمینی و اداره و مدیریت وام در طول حیات پروژه صورت می‌گیرد. سوالی که مطرح می‌شود این است که دلایل حامیان برای انتخاب این روش برای تامین مالی یک پروژه چیست؟ از جمله دلایل ممکن است این باشد که حامیان پروژه ممکن است بخواهند خودشان را در مقابل بدهی و ریسک پروژه یا هر دیفالتی در مورد پروژه ایزوله کنند یا تمایل بخشی از حامیان این است که دارایی‌های پروژه را در ترازنامه خودشان نداشته باشند یا ممکن است خواست جدی برای تقسیم بخشی از ریسک حامیان پروژه از این طریق در پروژه‌های بزرگ با دیگران وجود داشته باشد. یک حامی ممکن است برای قرض گرفتن وجوه ضروری برای پروژه بر اساس اعتبار شرکت خود با محدودیت‌هایی در قرض گرفتن مواجه شود، ممکن است مزیت مالیاتی (مانند معافیت مالیاتی یا دیگر امتیازات مالیاتی) در یک حوزه در صورت کاربرد این ساختار برای پروژه وجود داشته باشد و یا قانون گذار در اختیارات قانونی ویژه ممکن است به طور مستقیم حامیان را مجبور کند که راهکار تامین مالی پروژه‌ای را ادامه دهند

از معایب این روش می‌توان به صرف زمان و هزینه بالا در ابتدای کار برای مطالعات امکان سنجی اشاره کرد. مشکلات تخصیص ریسک، صدمات ناشی از ضعف مدیریت، تاثیرات منفی ناشی از سلب مالکیت و دیگر ریسک‌های سیاسی در این ساختار بیشتر مورد توجه است.

در روش تامین مالی پروژه‌ای ملاک اصلی برای تامین‌کننده منابع مالی خارجی، اقتصادی بودن طرح می‌باشد. چنانچه مطالعات امکان سنجی طرح به لحاظ اقتصادی مثبت باشد، تامین‌کننده منابع مالی، بدون مشارکت مستقیم سهمی، می‌پذیرد که منابع لازم را به صورت نقدی و غیرنقدی در اختیار واحد مورد نظر قرار دهد و در مقابل محصولات تولیدی طرح را مابه ازای اصل سود مورد توافق دریافت کند.

پیشینه پژوهش

ملانظری و همکارانش (۱۳۸۸) در پژوهشی با بررسی رابطه بین روش‌های تامین مالی (منابع برون‌سازمانی) و موفقیت و عدم موفقیت شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار به منابع مالی مورد نیاز شرکت‌ها اشاره داشتند و توانایی شرکت‌ها در تعیین منابع مالی مناسب و تصمیم‌گیری صحیح در این خصوص را از عوامل موفقیت شرکت‌ها برشمردند. نتایج تحقیق ایشان نشان داد که بین روش‌های تامین مالی، موفقیت و عدم موفقیت شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران ارتباط معناداری وجود دارد و همچنین افزایش سرمایه، بیشتر از وام بانکی بر موفقیت شرکت‌ها تأثیر

دارد، به عبارت دیگر تعداد شرکت‌های موفق که از محل افزایش سرمایه تأمین مالی نموده‌اند نسبت به کل شرکت‌های این گروه بیشتر از شرکت‌های موفق است که از محل وام بانکی تأمین مالی نموده‌اند. ری و تیروول (۲۰۰۷) در پژوهشی به بررسی تأمین سرمایه و دسترسی در تعاونی‌ها، چارچوب سرمایه‌گذاری پویایی را طرح می‌کنند که خط‌مشی‌ها، تأمین بودجه و رشد تعاونی‌ها را به هم ارتباط می‌دهد. همچنین، ایشان اشاره به ایجاد تعاونی‌ها به عنوان، سهم اساسی از بازارهای اقتصادی توسعه یافته دارد که این سهم، احتمالاً با ظهور اقتصادهای جدید رشد می‌کند. مطالعاتی که توسط محمدی نرکاشوند و همکاران (۲۰۱۱)، بریونیس و همکاران (۱۹۹۷) و هاشمی نژاد و همکاران (۲۰۱۱)، حضرتی و همکاران (۱۳۸۹)، آگهی و همکاران (۱۳۸۶)، عطائی و ایزدی (۱۳۹۴) و یزدان پناه و صمدیان (۱۳۸۸)، انجام شده همگی بیانگر آن هستند که بالا بودن هزینه‌های اجرایی، مشکلات مالی، کمبود سرمایه و نقدینگی یکی از عمده‌ترین دلایل رکود فعالیت شرکت‌های تعاونی‌ها محسوب می‌شود که آن‌ها را در راه رسیدن به اهداف خود با مشکل مواجه نموده است.

تقوی و لطفی (۱۳۹۹) به بررسی اثرات سیاست پولی بر حجم سپرده‌ها، تسهیلات اعطایی و نقدینگی نظام بانکی کشور طی سال‌های ۱۳۹۲-۱۳۹۹ پرداختند. آن‌ها اظهار داشتند سیاست‌های پولی از کانال‌های مختلفی مانند نرخ بهره، نرخ ارز و کانال اعتباری، بر اقتصاد کشور تأثیر می‌گذارند. بر اساس نمونه تخمین زده شده، نرخ رشد GDP حقیقی اثر منفی بر نرخ رشد حجم سپرده‌ها و نرخ رشد مانده تسهیلات اعطایی داشته است، اما تأثیر آن بر نقدینگی بانک‌ها مثبت بوده است. در نهایت، در سال‌های مورد بررسی رابطه مثبتی میان نرخ تورم و نرخ رشد سپرده‌ها و نرخ رشد نقدینگی نظام بانکی کشور وجود داشته است اما در همین سال‌ها، رابطه میان نرخ تورم و نرخ رشد مانده تسهیلات نظام بانکی منفی بوده است.

هنکه و همکاران (۲۰۰۳) به مطالعه تأمین امنیت اعتبار و اوراق مشتقه: ابزارهای مالی و مدیریت ریسک اعتباری فهرست وام تجاری بازار واسطه پرداختند. آن‌ها بر این عقیده بودند که در سالهای اخیر، توسعه بازارها برای تأمین امنیت اعتبار و اوراق مشتقه ابزارهای جدید مدیریت ریسک اعتبار را مهیا کرده است. با این حال در بخش بیان شده بازار، مسایل انتخاب مغایر و مشکلاتی با خطر اخلاقی کاملاً شدید هستند.

شاو و همکاران (۱۹۹۲) به بررسی اثرات اوراق مشتقه بر روی ساختار ریسک، سرمایه و وامدهی بانکهای آمریکا پرداختند. نتایج آن‌ها پیشنهاد میکنند که اوراق مشتقه ابزارهای مفید و انعطاف‌پذیری در نرم افزارهای کاربردی مدیریت ریسک بانکها می‌باشند. با اتکا بر استراتژی، اوراق مشتقه‌ای به بانک اجازه میدهند تا ریسک را با خرید پشتیبان عدم پرداخت را کاهش دهند یا ریسک را افزایش دهند و درآمد پایه مضاعفی را بوسیله فروش پشتیبان عدم پرداخت تولید نمایند.

روش‌شناسی تحقیق

این تحقیق بر اساس یافته‌های حاصل از پیمایش و پتل دلفی خبرگانی بسط یافته است. یافته‌های پیمایش بر اساس پرسشنامه تکمیل شده توسط کارشناسان واحد سرمایه‌گذاری شرکت‌های زیر مجموعه صندوق بازنشستگی کشوری و پتل دلفی حاصل مصاحبه با مدیران سرمایه‌گذاری است. این تحقیق ماهیتاً کاربردی است و با هدف ارائه پاسخ به سؤالات تحقیق از روش آمیخته استفاده می‌کند. به منظور جمع‌آوری داده‌های میدانی از تکنیک مصاحبه نیمه ساختاریافته استفاده شد. در این راستا از پروتکل مصاحبه نیمه ساختاریافته برای افراد مختلف و در زمان‌های مختلف استفاده گردید. بدین معنی که تمامی محورهای مورد سؤال برای مشارکت‌کنندگان در زمان‌های مختلف به صورت یکسان بوده و محقق

به منظور حصول به داده‌های مورد نیاز جهت تدوین مدل نقش هدایتگری داشته است. همچنین مقولات به دست آمده از مشارکت کنندگان اولیه در پروتکل مصاحبه قرار گرفت تا از طریق سایر مشارکت کنندگان مورد اعتبار یابی واقع شود.

جمعیت آماری و حجم نمونه

جامعه آماری این پژوهش شامل کارکنان حوزه سرمایه‌گذاری شرکت‌های زیر مجموعه صندوق بازنشستگی و مدیران و معاونین واحد سرمایه‌گذاری هستند. علاوه بر این برای انجام این تحقیق با تعدادی از مدیران خبره حوزه سرمایه‌گذاری مصاحبه نیمه ساختار یافته انجام شده است. برای محاسبه حجم نمونه از فرمول کوکران استفاده شده است. در این تحقیق جهت اطمینان ۵ درصد بیش از حجم نمونه برآورد شده انتخاب شد که پس از حذف پرسشنامه‌های ناقص و داده‌های پرت این تعداد به حدود ۱۱۲ پرسشنامه رسیده است.

فرضیه‌های تحقیق

فرضیه اصلی

بررسی انواع ابزارهای نوین تأمین مالی و ارائه راهکارهای اجرایی نمودن آن در شرکت‌های زیر مجموعه صندوق بازنشستگی کشوری است.

فرضیه‌های فرعی

صکوک به عنوان یکی از ابزارهای نوین تأمین مالی نقش بسزایی در تأمین مالی شرکت‌های زیر مجموعه صندوق بازنشستگی کشوری دارد.

اوراق رهنی به عنوان یکی از ابزارهای نوین تأمین مالی نقش موثری در تأمین مالی شرکت‌های زیر مجموعه صندوق بازنشستگی کشوری دارد.

اوراق آتی در تأمین مالی شرکت‌های زیر مجموعه صندوق بازنشستگی کشوری به عنوان یکی از ابزارهای نوین تأمین مالی نقش داشته است.

اوراق مشتقه نقش انکارناپذیری در تأمین مالی فعالیت‌های شرکت‌های زیر مجموعه صندوق بازنشستگی کشوری دارد. گواهی سپرده به عنوان یکی از ابزارهای نوین تأمین مالی نقش ویژه‌ای در تأمین مالی شرکت‌های زیر مجموعه صندوق بازنشستگی کشوری داشته است.

اوراق مشارکت به عنوان یکی از ابزارهای نوین تأمین مالی نقش بسزایی در تأمین مالی شرکت‌های زیر مجموعه صندوق بازنشستگی کشوری داشته اند.

تجزیه و تحلیل داده‌ها آزمون فرضیه اول

H_0 : صکوک به عنوان یکی از ابزارهای نوین تأمین مالی نمی‌تواند نقش بسزایی در تأمین مالی شرکت‌های زیر مجموعه صندوق بازنشستگی کشوری داشته باشد.

H_1 : صکوک به عنوان یکی از ابزارهای نوین تأمین مالی می‌تواند نقش بسزایی در تأمین مالی شرکت‌های زیر مجموعه صندوق بازنشستگی کشوری داشته باشد.

جدول (۲): نتایج مربوط به آزمون تی تک نمونه ای

معیار یا متغیر تعالی	میانگین	انحراف استاندارد	آماره t	سطح معنی داری
صکوک	۱/۹۱۱۳	۰/۷۴۳	-۱۳/۵	۰/۰۰

*سطح خطای یک درصد

به دلیل اینکه سؤالات پرسشنامه دارای پنج گزینه برای انتخاب بوده است، میانگین فرضی برای هر سؤال در این مرحله عدد سه قرار گرفته است که با مقایسه نتایج به دست آمده از پاسخگویان با میانگین فرضی، می توان گفت که تفاوت معناداری (سطح معناداری کوچک تر از یک درصد) بین آماره به دست آمده از پژوهش و میانگین فرضی وجود دارد. بر این اساس فرض H_0 رد می شود و فرضیه H_1 پذیرفته می شود؛ بنابراین میتوان گفت، صکوک به عنوان یکی از ابزارهای نوین تأمین مالی می تواند نقش بسزایی در تأمین مالی شرکت های زیر مجموعه صندوق بازنشستگی کشوری داشته باشد.

آزمون فرضیه دوم

H_0 : اوراق رهنی به عنوان یکی از ابزارهای نوین تأمین مالی نمی تواند نقش بسزایی در تأمین مالی شرکت های زیر مجموعه صندوق بازنشستگی کشوری داشته باشد.
 H_1 : اوراق رهنی به عنوان یکی از ابزارهای نوین تأمین مالی می تواند نقش بسزایی در تأمین مالی شرکت های زیر مجموعه صندوق بازنشستگی کشوری داشته باشد.

جدول (۳): نتایج مربوط به آزمون تی تک نمونه ای

مؤلفه	میانگین	انحراف استاندارد	df	Sig.
اوراق رهنی	۱/۲۹۱۲	۰/۹۴	۳۰	۰/۹ *

*سطح خطای یک درصد

به دلیل اینکه سؤالات پرسشنامه دارای پنج گزینه برای انتخاب بوده است، میانگین فرضی برای هر سؤال در این مرحله عدد سه قرار گرفته است که با مقایسه نتایج به دست آمده از پاسخگویان با میانگین فرضی، می توان گفت که تفاوت معناداری (سطح معناداری کوچک تر از یک درصد) بین آماره به دست آمده از پژوهش و میانگین فرضی وجود دارد. بر این اساس فرض H_0 رد میشود و فرضیه H_1 پذیرفته می شود؛ بنابراین می توان گفت، اوراق رهنی به عنوان یکی از ابزارهای نوین تأمین مالی م میتواند نقش بسزایی در تأمین مالی شرکت های زیر مجموعه صندوق بازنشستگی کشورداشته باشد.

آزمون فرضیه سوم

H_0 : اوراق آتی به عنوان یکی از ابزارهای نوین تأمین مالی نمی تواند نقش بسزایی در تأمین مالی شرکت های زیر مجموعه صندوق بازنشستگی کشوری داشته باشد.
اوراق آتی به عنوان یکی از ابزارهای نوین تأمین مالی می تواند نقش بسزایی در تأمین مالی شرکت های زیر مجموعه صندوق بازنشستگی کشوری داشته باشد.

جدول (۴): نتایج مربوط به آزمون تی تک نمونه ای

مؤلفه	میانگین	انحراف استاندارد	df	Sig.
اوراق آتی	۱/۲۲	۱۳	۳۰	۰/۹ *

به دلیل اینکه سؤالات پرسشنامه دارای پنج گزینه برای انتخاب بوده است، میانگین فرضی برای هر سؤال در این مرحله عدد سه قرار گرفته است که با مقایسه نتایج به دست آمده از پاسخگویان با میانگین فرضی، می توان گفت که تفاوت معناداری (سطح معناداری کوچک تر از یک درصد) بین آماره به دست آمده از پژوهش و میانگین فرضی وجود دارد. بر این اساس فرض H_0 رد می شود و فرضیه H_1 پذیرفته می شود؛ بنابراین می توان گفت، اوراق آتی به عنوان یکی از ابزارهای نوین تأمین مالی م میتواند نقش بسزایی در تأمین مالی شرکت های زیر مجموعه صندوق بازنشستگی کشوری داشته باشد.

فرضیه چهارم

H_0 : اوراق مشتقه به عنوان یکی از ابزارهای نوین تأمین مالی نمی تواند نقش بسزایی در تأمین مالی شرکت های زیر مجموعه صندوق بازنشستگی کشوری داشته باشد.
 H_1 : اوراق مشتقه به عنوان یکی از ابزارهای نوین تأمین مالی میتواند نقش بسزایی در تأمین مالی شرکت های زیر مجموعه صندوق بازنشستگی کشوری داشته باشد.

جدول (۵): نتایج مربوط به آزمون تی تک نمونه ای

مؤلفه	میانگین	انحراف استاندارد	df	Sig.
اوراق مشتقه	۲/۱۱	۱/۹۱	۳۰	۰/۹ *

* سطح خطای یک درصد

به دلیل اینکه سؤالات پرسشنامه دارای پنج گزینه برای انتخاب بوده است، میانگین فرضی برای هر سؤال در این مرحله عدد سه قرار گرفته است که با مقایسه نتایج به دست آمده از پاسخگویان با میانگین فرضی، می توان گفت که تفاوت معناداری (سطح معناداری کوچک تر از یک درصد) بین آماره به دست آمده از پژوهش و میانگین فرضی وجود دارد. بر این اساس فرض H_0 رد می شود و فرضیه H_1 پذیرفته می شود؛ بنابراین می توان گفت، اوراق مشتقه به عنوان یکی از ابزارهای نوین تأمین مالی میتواند نقش بسزایی در تأمین مالی شرکت های زیر مجموعه صندوق بازنشستگی کشوری داشته باشد.

آزمون فرضیه پنجم

H_0 : گواهی سپرده به عنوان یکی از ابزارهای نوین تأمین مالی نمی تواند نقش بسزایی در تأمین مالی شرکت های زیر مجموعه صندوق بازنشستگی کشوری داشته باشد.
 H_1 : گواهی سپرده به عنوان یکی از ابزارهای نوین تأمین مالی میتواند نقش بسزایی در تأمین مالی شرکت های زیر مجموعه صندوق بازنشستگی کشوری داشته باشد.

جدول (۶): نتایج مربوط به آزمون تی تک نمونه ای

مؤلفه	میانگین	انحراف استاندارد	df	Sig.
گواهی سپرده	۰/۰۱۲	۱/۳۹	۳۰	۰/۹ *

* سطح خطای یک درصد

به دلیل اینکه سؤالات پرسشنامه دارای پنج گزینه برای انتخاب بوده است، میانگین فرضی برای هر سؤال در این مرحله عدد سه قرار گرفته است که با مقایسه نتایج به دست آمده از پاسخگویان با میانگین فرضی، می توان گفت که تفاوت معناداری (سطح معناداری کوچک تر از یک درصد) بین آماره به دست آمده از پژوهش و میانگین فرضی وجود دارد. بر

این اساس فرض H_0 رد می شود و فرضیه H_1 پذیرفته می شود؛ بنابراین می توان گفت، گواهی سپرده به عنوان یکی از ابزارهای نوین تأمین مالی می تواند نقش بسزایی در تأمین مالی شرکت های زیر مجموعه صندوق بازنشستگی کشوری داشته باشد.

آزمون فرضیه ششم

H_0 : اوراق مشارکت به عنوان یکی از ابزارهای نوین تأمین مالی نمی تواند نقش بسزایی در تأمین مالی شرکت های زیر مجموعه صندوق بازنشستگی کشوری داشته باشد.

H_1 : اوراق مشارکت به عنوان یکی از ابزارهای نوین تأمین مالی می تواند نقش بسزایی در تأمین مالی شرکت های زیر مجموعه صندوق بازنشستگی کشوری داشته باشد.

جدول (۷): نتایج مربوط به آزمون تی تک نمونه ای

مؤلفه	میانگین	انحراف استاندارد	df	Sig.
اوراق مشارکت	۲/۲۱	۲/۹۹	۳۰	* /۰/۹

* سطح خطای یک درصد

به دلیل اینکه سؤالات پرسشنامه دارای پنج گزینه برای انتخاب بوده است، میانگین فرضی برای هر سؤال در این مرحله عدد سه قرار گرفته است که با مقایسه نتایج به دست آمده از پاسخگویان با میانگین فرضی، می توان گفت که تفاوت معناداری (سطح معناداری کوچک تر از یک درصد) بین آماره به دست آمده از پژوهش و میانگین فرضی وجود دارد. بر این اساس فرض H_0 رد می شود و فرضیه H_1 پذیرفته می شود؛ بنابراین می توان گفت، اوراق مشارکت به عنوان یکی از ابزارهای نوین تأمین مالی میتواند نقش بسزایی در تأمین مالی شرکت های زیر مجموعه صندوق بازنشستگی کشوری داشته باشد.

یافته های حاصل از مصاحبه

محدودیت تأمین مالی شرکت های تابعه صندوق بازنشستگی کشوری به روش متداول نظیر آورده های نقدی، صکوک، استقراض، استفاده از تسهیلات بانکی و غیره کفایت لازم جهت ارتقاء سطح مشارکت شرکت ها در پروژه های زیرساختی را ندارد، همچنین، گرایش به توسعه در این شرکت ها به عنوان یک راهکار بدیل جهانی در جهت افزایش حضور صندوق های بازنشستگی در ابعاد اجتماعی و اقتصادی جامعه لزوم اصلاح شیوه های تأمین مالی را مطرح میکند؛ زیرا حضور فعال و مشارکتی صندوق های بازنشستگی در عرصه های زیرساختی مستلزم وجود منابع مالی و سرمایه ای کافی می باشد. به بیان دیگر، افزایش توجه به صندوق های بازنشستگی در عرصه جهانی و عملکرد مناسب آن در برخی کشورها لزوم همگامی با اقتصاد جهانی را در عرصه بازنشستگی کشور بیش از پیش مطرح نموده است؛ بنابراین رفع محدودیت های تأمین مالی شرکت های وابسته با صندوق بازنشستگی و همگامی با تحولات جهانی در عرصه بیمه بازنشستگی گرایش به اتخاذ رویکردهای بومی و متنوع تأمین مالی را می طلبد. بدین معنا که روش های تأمین مالی مورد استفاده در سطح جهانی با در نظر داشتن شرایط و ضوابط ملی مورد بازبینی قرار گیرد و متناسب با شرایط حاکم بر بسترهای اقتصادی، اجتماعی و فرهنگی کشور، شیوه های متنوع، چند کارکردی و ترکیبی مورد نظر قرار گیرد، از میان شیوه های تأمین مالی رایج در جهان می توان بر شیوه های نوین آن تمرکز نمود، این شیوه ها دارای دو ویژگی اساسی هستند، اولین ویژگی مربوط به تنوع این شیوه ها و دومین ویژگی ناظر بر مشارکتی و جمعی بودن آنها می باشد. بدین معنا که تنها یک شیوه تأمین مالی نمی تواند برای حجم وسیع سرمایه گذاری صندوق های بازنشستگی موجود در کشور وافی به مقصود باشد، ضمن آن که ماهیت اجتماعی و اقتصادی این صندوق بر رویکردهای تأمین مالی جمعی تأکید فراوان دارد. انتخاب شیوه های تأمین

مالی، تابعی از عوامل بیرونی نظیر ویژگی‌ها و الزامات روش‌های تأمین مالی، چالش‌های بنیادی و ساختاری صندوق و میزان رفع این چالش‌ها در جهت بازیابی جایگاه صندوق می‌باشد. برخی از چالش‌های موجود در عرصه بازنشتی نظیر برخورد‌های سیاسی و سلیقه‌ای، ضعف ساختارهای قانونی و غیره می‌تواند بر شیوه‌های تأمین مالی اثرگذار باشد. تبیین میان ماهیت و عملکرد صندوق، انتخاب روش‌های تأمین مالی را به شدت تحت تأثیر قرار می‌دهد. اگرچه ماهیت وجودی صندوق به دوراز سودمحوری و منفعت‌طلبی تعریف شده است؛ اما عملکرد صندوق تبعیت از روندهای مدیریتی سودمحور موجود در بخش‌های خصوصی را نشان می‌دهد؛ بر این مبنا، انتخاب شیوه‌های تأمین مالی در فضای سودمحور نمی‌تواند صرفاً بر مبنای تمامی روش‌های تأمین مالی مورد استفاده در سطح جهان باشد. در چنین وضعیتی می‌بایست در راستای رفع تباین میان عملکرد و ماهیت وجودی صندوق گام‌های اساسی برداشت. سازوکاری که می‌تواند در راستای فائق آمدن بر چنین تباینی مؤثر باشد، رتبه‌بندی صندوق‌ها می‌باشد. تجویز یک شیوه تأمین مالی منحصر به فرد برای تمامی صندوق‌های بازنشتی کشور که دارای بدنه‌های مدیریتی متنوع هستند، منطقی به نظر نمی‌رسد؛ اما توجه به مؤلفه‌های جمعی و متنوع روش‌های تأمین مالی همچنان به عنوان یک معیار برای صندوق بازنشتی کشوری قابل اجرا است. در نهایت انتخاب شیوه‌های تأمین مالی مناسب می‌تواند انضباط مالی و کاهش فساد را تضمین نماید، همچنین، توسعه سرمایه‌های اجتماعی از حیث مشارکت، همبستگی و اعتماد اجتماعی در بین شرکت‌های دخیل در پروژه‌های زیرساختی می‌تواند محصول اصلی کنشگری یک نظام تأمین مالی مناسب باشد.

نتیجه‌گیری

انتخاب روش تأمین مالی مناسب در مورد پروژه‌ها مساله مهمی است. ساختار استفاده شده برای پروژه در یک کشور ممکن است به دلیل وجود تفاوت‌ها در قوانین و شرایط آن موثر نباشد در حالی که به طور موثری در کشور دیگری استفاده شود نکته مهم انتخاب شکل صحیح روش تأمین مالی با توجه به شرایط هر پروژه و کشور میزبان پروژه است. برای نمونه درآمد دولت شامل فروش نفت، مالیات و سایر موارد دیگری است که با توجه به قیمت نفت، ظرفیت صادرات کشور و نیز میزان درآمدهای مالیاتی، قابل پیش‌بینی است. روش‌های سرمایه‌گذاری در صنعت نفت نیز متفاوت است. یک روش استفاده از سرمایه‌گذاری خارجی در صنعت نفت، گاز و پتروشیمی، گرفتن وام از کشورهای خارجی و پرداخت اصل و بهره وام از فروش محصولات تولیدی است؛ به این روش اصطلاحاً فاینانس می‌گویند. در واقع دولت در قراردادهای فاینانس تضمین می‌دهد که اصل و بهره وام را در موعد سررسید بازپرداخت می‌کند چون دستگاه اجرایی منابع ارزی و ریالی را از قبل براساس قوانین بودجه سنواری پیش‌بینی و تأمین کرده است. روش دیگر سرمایه‌گذاری خارجی را بیع متقابل می‌گویند. در قراردادهای بیع متقابل، سرمایه‌گذار خارجی با ریسک خود سرمایه‌گذاری می‌کند و صرفاً از محل محصول تولیدی بازپرداخت سرمایه را انجام می‌دهد. به عنوان مثال سرمایه‌گذار پیش‌بینی می‌کند که پس از بهره‌برداری از یک چاه نفت به صورت قرارداد بیع متقابل می‌توان ۳۰ هزار بشکه در روز بهره‌برداری کرد، اما اگر پیش‌بینی‌ها به وقوع نپیوندد و کمتر از مقدار پیش‌بینی شده بهره‌برداری شود، باید دوره طولانی‌تری را تحمل کند تا بازپرداخت سرمایه اش انجام شود.

روش سوم به این شکل است که سرمایه‌گذار خارجی و کشوری که سرمایه‌گذاری در آنجا صورت می‌گیرد و در مالکیت طرح شریک می‌شوند. مثلاً در زمینه نفت، طرح توسعه مخزن نفتی تهیه شده و سرمایه‌گذاری برای استخراج سرمایه‌گذاری می‌کنند. مالکیت به صورت توافقی مثلاً ۴۰ به ۶۰ یا ۳۰ به ۷۰ میان طرفین تقسیم می‌شود. این روش به سرمایه‌گذاری مستقیم معروف است. گزینه مناسب دیگری بی او تی باشد. این روش امروزه در کشورهای توسعه‌یافته برای واگذاری آخرین تصدی‌های دولتی به بخش خصوصی مانند تاسیسات زیر بنایی مورد توجه قرار گرفته و موارد متعددی

نیز اجرا شده است. در این روش تمامی خدمات اعم از طراحی، تدارکات، ساخت، تامین و بهره‌برداری از پروژه به پیمانکار واگذار می‌شود. پیمانکار مسوولیت کامل تامین مالی و اجرای پروژه را برعهده گرفته و بهره‌برداری از پروژه را تا زمان معین که طبق قراردادهای مالی برای بازپرداخت هزینه‌ها و سود پیمانکار تعیین شده است، انجام می‌دهد. به عنوان مثال در مورد طرح راه سرمایه‌گذاری پیش‌بینی می‌کند که پس از ساخت جاده‌هزار وسیله نقلیه در ساعت از جاده عبور خواهد کرد. اگر پیش‌بینی درست نباشد و تعداد وسیله نقلیه‌ای که از آن جاده عبور می‌کند کمتر باشد دوره بازپرداخت طولانی‌تر است ولی اگر بیشتر شد بازگشت سرمایه می‌تواند از محل محصول ایجاد شده سریع‌تر انجام شود، اگر چه سرمایه‌گذار تا مدت معینی سرمایه را در اختیار خواهد داشت. اکنون این سوال مطرح می‌شود که از میان این روش‌ها کدام روش مناسب‌تر است؟

اگر کشوری که سرمایه‌گذاری در آنجا صورت می‌گیرد از لحاظ توانایی‌های اقتصادی، مدیریتی سازمانی و تکنولوژی توانمند باشد و طرح‌های توسعه‌ای را در موعد مقرر به بهره‌برداری برساند و بتواند محصولات خود را بازاریابی کرده و به قیمت‌های پیش‌بینی شده در طرح، به فروش برساند. روش فاینانس مطلوب است چرا که مدیریت طرح‌ها به طور کامل به عهده خود کار فرماست. روش فاینانس برای کشوری که از لحاظ سازمانی و مدیریتی ضعیف باشد یا برای محصولات خود بازاریابی نکرده و نتواند در بازار بین‌المللی و رقابت یا دیگر تولیدکنندگان محصولات خود را به فروش برساند، روش مطلوبی نیست؛ چرا که ریسک سرمایه‌گذاری بالاست و در صورتی که فروش تولیدات به مانعی برخورد کند، پرداخت وام‌ها و بهره آنها با مشکل مواجه می‌شود. برای چنین کشورهایی روش بیع متقابل بهتر از فاینانس است چرا که سرمایه‌گذار سرمایه و سود خود را از محصولات بر می‌دارد. بنابراین سرمایه‌گذار خود را درباره کیفیت و بازار محصولات متعهد می‌داند و در مدیریت طرح‌ها مشارکت می‌کند. این مشارکت باعث پوشش ضعف مدیریتی کارفرما و ارتقای منابع انسانی آن می‌شود و فروش با مشکلات کمتری مواجه است. روش سرمایه‌گذار مستقیم که در کشورهای دیگر رایج است از لحاظ قانون اساسی ما مشکل دارد. بنابراین با توجه به شرایط کشور و ضعف‌های مدیریتی سازمانی و بازاریابی موجود، روش بیع متقابل برای کشور ما مطلوب‌تر از روش فاینانس است. البته باید گفت سرمایه‌گذاران خارجی سعی می‌کنند کمترین ریسک را در سرمایه‌گذاری خود متحمل شوند از این رو تا حد امکان خود را کمتر با قوانین داخلی کشور ما درگیر می‌کنند به همین دلیل سرمایه‌گذاران خارجی در طرح‌های کارخانه‌ای مانند پالایشگاه و پتروشیمی به صورت بیع متقابل رغبت نشان نمی‌دهند.

راهکار و پیشنهاد

اغلب صاحب نظران حوزه بازنشستگی اذعان دارند که نظام بازنشستگی در پیاده سازی عقدهای مشارکتی که در بسیاری از متون علمی به عنوان شاخصه نظام بازنشستگی از آن یاد می‌شود، عملکرد قابل قبولی از خود نشان نداده است. اجرای دقیق و کامل قانون بازنشستگی با مشکل‌هایی همراه بوده است که مسئولان ذیربط و سیاست گذاران این عرصه همواره کوشیده اند تا با تشکیل کارگروه‌های گوناگونی به حل این مشکل‌ها بپردازند؛ در این قسمت تلاش می‌کنیم تا راهکارهایی برای اجرایی ساختن ابزارهای نوین تأمین مالی که در این تحقیق مدنظر ما بود بپردازیم. بر این اساس می‌توان این موارد را به عنوان راهکارهای اجرایی در نظر گرفت:

یکی از مشکلات صدور صکوک این است که حتماً باید یک موسسه واسطه بین سرمایه گذار و سرمایه پذیر وجود داشته باشد که این امر فرایند سرمایه گذاری را بسیار پیچیده می‌کند به طور کلی یکی از بزرگ ترین مشکلات صدور اوراق صکوک پیچیدگی فرایند آن است. می‌توان با ادغام سهام ممتاز بدون حق رای و اوراق قرضه قراردادی و با توجه به استاندارد جهانی اقدام به انتشار نوعی از اوراق بهادار در زمره اوراق صکوک نمود و آن را اوراق صکوک ممتاز نامید.

صندوق بازنشستگی با کمک ابزارهای لازم می توانند با توجه به محدودیت منابع و با اتکا به مجموعه وثیقه های تسهیلات رهنی خود، به انتشار اوراق مشارکت رهنی اقدام نمایند.

اکثر تسهیلات اعطایی از طرف بانک های بدون ربا قابل تبدیل به اوراق بهادار هستند لیکن از این میان تسهیلات فروش اقساطی و اجاره به شرط تملیک به دلایل زیر از اولویت برخوردارند: این تسهیلات دارای بازدهی ثابت و معین هستند و برای افراد ریسک گریز و برای تبدیل کردن دارایی های بانکی به اوراق بهادار شروع مناسبی به حساب می آیند. در این تسهیلات یا دارایی تا پرداخت آخرین اجاره بها در مالکیت صندوق می ماند یا صندوق می تواند معادل آن را به عنوان رهن دریافت نماید، بنابراین، این تسهیلات از کمترین ریسک برخوردارند. این تسهیلات دارای زمان بندی کاملاً معلوم بوده و صندوق می تواند متناسب با شرایط بازار، بسته های مناسب تسهیلات را از جهت سررسید انتخاب و به بازار عرضه کند.

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

✓ پیشنهاد می شود صندوق از ابزارهای نوین تأمین مالی برای دستیابی به مزیت هایی همچون افزایش

نقدینگی، بهبود مدیریت ریسک، افزایش تنوع در منابع تأمین مالی و افزایش ثروت سهامداران بهره ببرد؛

✓ اوراق مشارکت به تنهایی نمی تواند جایگزینی کامل برای اوراق قرضه باشد و باید علاوه بر بررسی و رفع

نقایص آن، به دنبال معرفی و استفاده از ابزار جدید مالی بود که هم بتواند جایگزینی مناسب برای اوراق قرضه باشد و هم علاوه بر شرعی بودن مشکلات اوراق مشارکت را نداشته باشد.

✓ صندوق و شرکت های تابعه می توانند با استاندارد کردن دارایی های مورد استفاده در صکوک و فرآیند

ارزیابی آن ها و تسهیل امور مربوط به انتشار و رتبه بندی اوراق صکوک و ایجاد مؤسسات رتبه بندی و در نهایت ایجاد بازار ثانویه مناسب برای خرید و فروش اوراق صکوک و تسهیل نقد شوندگی آن ها از این ابزار برای تأمین مالی بهره ببرند.

✓ پیشنهاد می شود نهادهای ناظر بر فرآیند انتشار اوراق مشارکت رهنی یعنی بانک مرکزی و سازمان بورس

و اوراق بهادار مقررات و الزام های مشخصی را جهت انتشار این ابزار تهیه کنند. در این زمینه نوع قراردادهای منعقد بین ارکان اساسی انتشار از اهمیت فراوانی برخوردار است.

منابع

✓ برارنیا ادبی، قربان، (۱۳۹۱)، گواهی سپرده ابزار نوین تأمین مالی در سطح بین الملل: روند توسعه آن در منطقه آسا (آسیا و اقیانوسیه)، مرکز تحقیقات کامپیوتری علوم اسلامی، سال ششم، شماره ۹۱، صص ۲۱-۲۳.

✓ سرمد، زهره، بازرگان، عباس، حجازی، الهه، (۱۳۹۱)، روش های تحقیق در علوم رفتاری، چاپ پنجم، انتشارات آگاه.

✓ سروش، ابوذر، (۱۳۹۲)، اوراق مشارکت رهنی ابزاری نوین در تأمین مالی بانک ها، فصلنامه علمی پژوهشی اقتصاد اسلامی، سال هشتم، شماره ۱۰، صص ۲۱۹-۲۳۲.

✓ سروش، ابوذر، کاوند، مجتبی، (۱۳۹۱)، ریسک های اوراق رهنی اسلامی و برخی راهکارهای پوشش آن ها در ایران، دو فصلنامه علمی پژوهشی جستارهای اقتصادی، سال هشتم، شماره ۲۱، صص ۲۲۲-۲۳۵.

✓ سعیدی، علی، (۱۳۹۳)، اوراق مشارکت رهنی، راه کار تأمین مالی بخش مسکن، مرکز تحقیقات کامپیوتری علوم اسلامی، سال ششم، شماره ۹۲، صص ۱۹-۲۲.

- ✓ سعیدی، علی، کرد، مجید، (۱۳۹۰)، امکان سنجی اقتصادی تبدیل تسهیلات فروش اقساطی به اوراق رهنی (مورد مطالعه: بانک ملی ایران)، فصلنامه علمی پژوهشی اقتصاد اسلامی، سال نهم، شماره ۹۱، صص ۲۱۰-۲۱۱.
- ✓ فرجی، شهرزاد، فراهانی، سمانه، (۱۳۹۰)، ابزارهای نوین تأمین مالی کاربرد اوراق قرض الحسنه، مباحثه، اجاره و استتصاع (سفارش ساخت) در سیستم بانکی، اداره تحقیقات و کنترل ریسک بانک سپه، دوره ۹، شماره ۳۱، صص ۳۹-۵۷.
- ✓ فطرس، محمد حسن، محمودی، حسین، (۱۳۹۲)، صکوک، ابزاری مناسب برای جانشینی اوراق قرضه، فصلنامه علمی پژوهشی اقتصاد اسلامی، سال هشتم، شماره ۱۱، صص ۲۹-۹۲.
- ✓ کاشانی پور، محمد، مؤمنی یانسری، ابوالفضل، (۱۳۹۰)، بررسی نقش عدم تقارن اطلاعاتی در تصمیمات ساختار سرمایه شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، مجله پژوهش های مدیریت، شماره ۳۱، صص ۲۹-۴۵.
- ✓ معصومی نیا، غلامعلی، شهیدی نسب، مصطفی، (۱۳۹۰)، بررسی فقهی و اقتصادی ابزار تأمین مالی مشارکت کاهنده، فصلنامه پژوهشی اقتصاد اسلامی، سال نهم، شماره ۹۲، صص ۲۱۱-۲۲۳.
- ✓ Alam, N., Hassan, K., Haque, A., (2013), "Are Islamic Bonds different from Conventional Bonds? International Evidence from Capital Market Tests", Accounting and Auditing Organization for Islamic Financial Institutions.
- ✓ Godlewski, ., Turk-Ariss, R., (2011), "Do markets perceive sukuk and conventional bonds as different Financing instruments?", BOFIT Discussion Papers.
- ✓ Henke, S., Burghof, H., (1998), "Credit Securitization and Credit Derivatives: Financial Instruments and the Credit Risk Management of Middle Market Commercial Loan Portfolios", CFS Working Paper Nr. 98/07.
- ✓ Hirtle. B., (2007), "Credit Derivatives and Bank Credit Supply", Federal Reserve Bank of New York Staff Reports, no. 276. 57
- ✓ Shao. Y., Yeager, T., (2007), "The Effects of Credit Derivatives on U.S. Bank Risk and Return, Capital and Lending Structure", International Review of Financial Analysis, Vol. 11, n3, 251-278.
- ✓ Zakaria, N.B., Isa, M. A., (2013), "The Construct of Sukuk, Rating and Default Risk", Procedia - Social and Behavioral Sciences 65, 662 – 667.