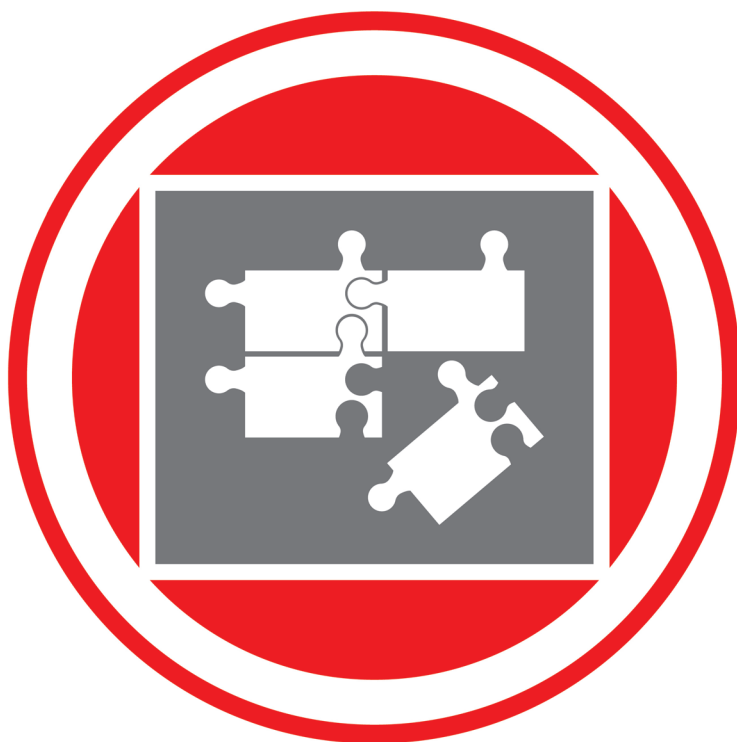


# آشنایی با مدل‌ها و روش‌های تامین مالی شرکت‌ها

(با تاکید بر روش‌های نوین تامین مالی از طریق بازار سرمایه)



نویسنده: دکتر شهرام بابالویان





سرشناسه: بابالویان، شهرام، ۱۳۶۰-

عنوان و نام پدیدآور: آشنایی با مدل‌ها و روش‌های تامین مالی شرکت‌ها:

با تاکید بر روش‌های نوین تامین مالی از طریق بازار سرمایه / شهرام بابالویان.

مشخصات نشر: تهران: آکادمی مالی شرکت گروه مدیریت سرمایه‌گذاری امید، ۱۳۹۹.

تهیه و تنظیم: روابط عمومی شرکت گروه مدیریت سرمایه‌گذاری امید

مشخصات ظاهری: ۸۰ ص: مصور، جدول.

وضعیت فهرست نویسی: فیپا

موضوع: تامین مالی

موضوع: ابزارهای مالی اسلامی (صکوک)

شمارگان: ۲۰۰ نسخه

# آشنایی با مدل‌ها و روش‌های تامین مالی شرکت‌ها

(با تاکید بر روش‌های نوین تامین مالی از طریق بازار سرمایه)

نویسنده: شهرام بابالویان





پیام مدیر عامل

### بسم الله الرحمن الرحيم

در سال‌های اخیر مسئله تأمین مالی پروژه‌ها و بنگاه‌های اقتصادی به یکی از چالش‌های اصلی توسعه کسب و کار تبدیل شده و از نگاه فعالان اقتصادی «دسترسی به منابع مالی» از مهمترین مشکلات مطرح در فضای کسب و کار می‌باشد. همانطور که می‌دانیم یکی از ویژگی‌های اصلی تأمین مالی در اقتصاد ایران، بانک محور بودن نظام تأمین مالی و نقش پررنگ بازار پول در این فرآیند است. به عبارتی اولین و شاید تنها گزینه اکثر مدیران برای تأمین مالی پروژه‌ها و شرکت‌ها استفاده از تسهیلات بانک‌ها و مؤسسات اعتباری است و تأمین مالی با استفاده از سایر منابع از قبیل صندوق توسعه ملی، منابع پیش‌بینی شده دولت و در نهایت تأمین مالی از طریق بازار سرمایه در اولویت‌های بعدی قرار دارند.

هر چند به دلیل تحریم ظالمانه کشور عزیزمان توسط دشمنان قسم خورده، تأمین مالی از منابع خارج کشور با محدودیت‌هایی مواجه شده است؛ ولیکن خوشبختانه در حال حاضر ابزارهای متعدد و متنوعی برای تأمین مالی از طریق بازار سرمایه و سایر نهادها بوجود آمده که می‌تواند نقش و سهم بازار سرمایه در تأمین مالی بنگاه‌ها را افزایش دهد.





این ابزارها به گونه‌ای است که همه شرکت‌های گروه می‌توانند به منظور تأمین منابع مالی از آن‌ها بهره‌مند گردند.

هدف از تدوین این کتابچه آموزشی، معرفی و آشنایی با روش‌های مختلف تأمین مالی داخلی و خارجی و شرایط و مقررات مربوط به آن است. بدیهی است آشنایی با روش‌های متعدد تأمین مالی و انتخاب مناسب‌ترین روش تأمین در اجرای پروژه‌ها و طرح‌های توسعه شرکت‌های گروه به منظور رونق تولید، رشد سودآوری و متعاقباً ایجاد اشتغال و محرومیت زدایی، نقش به‌سزایی خواهد داشت. لذا به کلیه مدیران و اعضای هیئت مدیره محترم شرکت‌های گروه توصیه می‌شود کتابچه حاضر را جهت پیشبرد اهداف، ماموریت و راهبرد شرکت، مورد مطالعه قرار دهند.

حسین مدرس خیابانی

مدیر عامل و عضو هیئت مدیره

زمستان ۱۳۹۹



# فهرست

۱۱	.....	مقدمه
۱۳	.....	معیارهای انتخاب بهترین ابزار تامین مالی
۱۷	.....	مدل‌ها و روش‌های تامین مالی
۶۹	.....	مشکلات موجود در اجرای تامین مالی پروژه‌ها در ایران
۷۳	.....	جمع‌بندی
۷۶	.....	منابع و مآخذ





مقدمه

نحوه تامین مالی و تهیه بودجه اجرایی لازم برای انجام پروژه‌های زیربنایی و بهره‌برداری از محصولات و خدمات حاصل از آنها در حال حاضر به عنوان یکی از مهم‌ترین چالش‌های پیش روی کشورهای در حال توسعه مطرح می‌باشد.

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 امکان سنجی پروژه باید به تمام موارد و خواسته‌های بخش‌های مختلف درگیر در پروژه از کشور میزبان پروژه، صنعت مرتبط با پروژه، پیمانکاران، خریداران، تهیه‌کنندگان، بانک‌های قرض دهنده، 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.

نقش و اهمیت حوزه‌های پولی و مالی در ایفای نقش تجهیز منابع مالی و هدایت و مدیریت آن به سمت بخش‌های مولد از اهمیت مضاعفی برخوردار است. تأمین منابع مالی در کشور به صورت سنتی و در شبکه بانک‌های تجاری و تخصصی انجام می‌شود. اما در سال‌های اخیر حرکتی نوین به سمت فعال‌سازی ظرفیت‌های نهفته در بازار سرمایه برای تأمین مالی شرکت‌ها و طرح‌ها آغاز شده است.

روش‌ها و ابزارهای مختلفی برای تامین مالی به منظور تامین تجهیزات، سرمایه در گردش و ... برای پروژه‌های صنعتی، معدنی، ساختمانی و غیره در بازارهای پول و سرمایه وجود دارد که در این کتابچه به معرفی روش‌های تامین مالی پروژه‌ها و سرمایه در گردش شرکت‌ها به تفکیک منابع داخل کشور و منابع خارج کشور پرداخته شده است.

۲



## معیارهای انتخاب بهترین ابزار تامین مالے

### تعریف تامین مالی

به فرآیندی که به دنبال ایجاد، جمع آوری و افزایش منابع مالی یا سرمایه‌ای برای هر نوع مخارجی است، تامین مالی می‌گویند. تامین مالی، به فرآیند تامین بودجه برای فعالیتهای تجاری، خرید کالا یا سرمایه‌گذاری گفته می‌شود. تامین مالی، هنر و علم مدیریت وجه نقد است. هدف از تامین مالی، سرمایه‌گذاری، سودآوری، کاهش ریسک و برطرف کردن نیازهای اقتصادی و اجتماعی بنگاه است. سود ناشی از کسب و کار بنگاه، از عوامل مهم تداوم فعالیت بنگاه اقتصادی تلقی گردیده و منبع مهمی برای تامین مالی فعالیتهای عملیاتی بنگاه در آینده است. از نگرانی‌های بنگاه‌های اقتصادی در جهان، تامین منابع مطلوب مالی می‌باشد. هر نوع فعالیت نیاز به منابع مالی دارد. از این رو، منابع مالی را به شریان حیاتی بنگاه‌های اقتصادی و سازمان‌های کوچک و بزرگ تشبیه کرده‌اند. در حقیقت، هدف اصلی از هر نوع فعالیت اقتصادی سودآوری است و کسب سود بدون وجود منابع مالی امکان پذیر نمی‌باشد.

### 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.

بازار پول

بورس اوراق بهادار

بازار خارج از بورس

سرمایه شخصی

نمودار: 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 بهره‌ای 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 می‌دهد.



نمودار ۲: بازده مورد انتظار منابع تامین مالی

**حجم سرمایه‌گذاری (تامین مالی):** مدیران مالی شرکت‌ها 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 سرمایه‌گذاری (قدرت منابع در تامین مالی) منابع مالی در شرکت یا پروژه می‌باشد.



نمودار ۳: حجم سرمایه‌گذاری منابع 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 می‌دهد.



نمودار ۴: افق زمانی منابع تامین مالی

**در دسترس بودن:** یکی دیگر از معیارهای انتخاب روش تامین مالی، میزان در دسترس بودن و امکان‌پذیری استفاده از آن روش و ابزار مالی است.



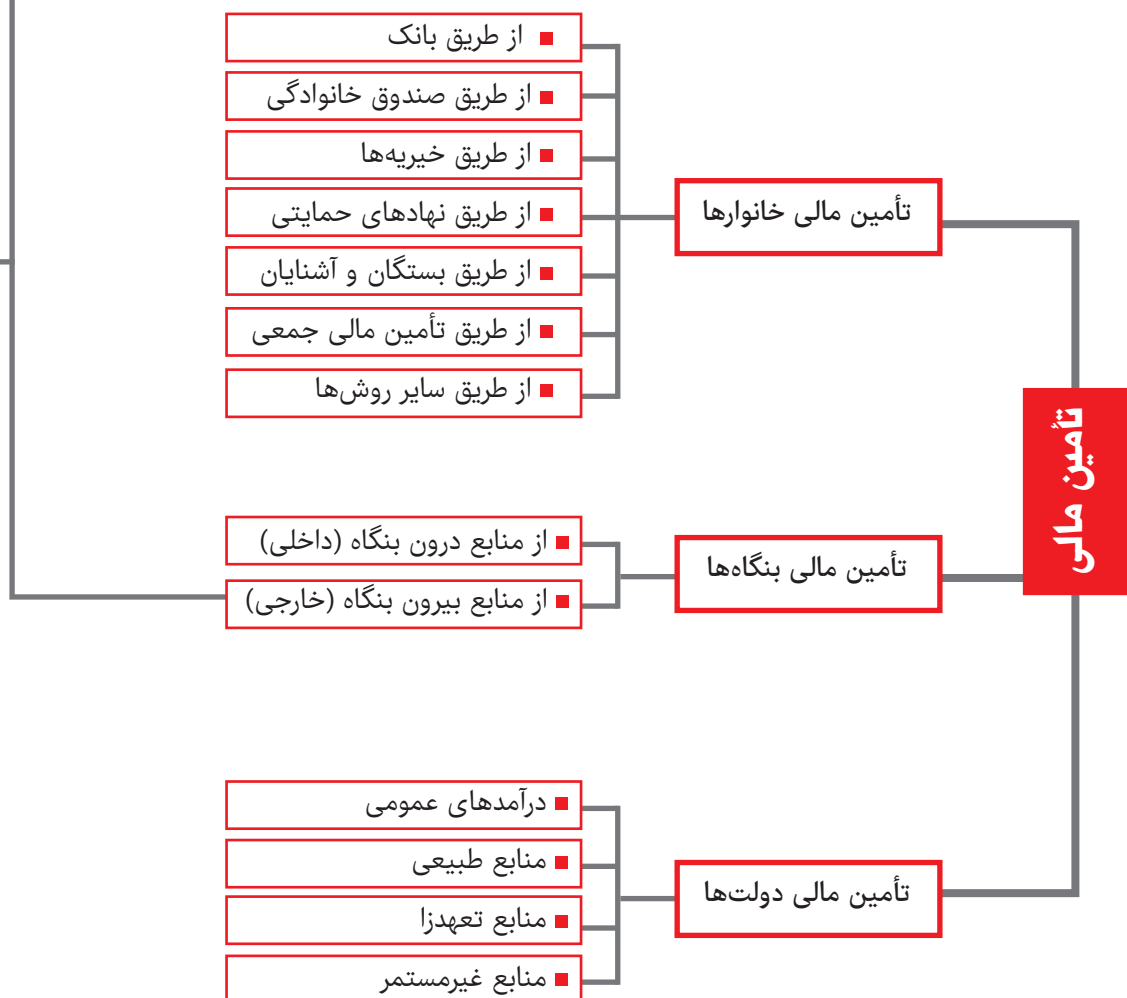


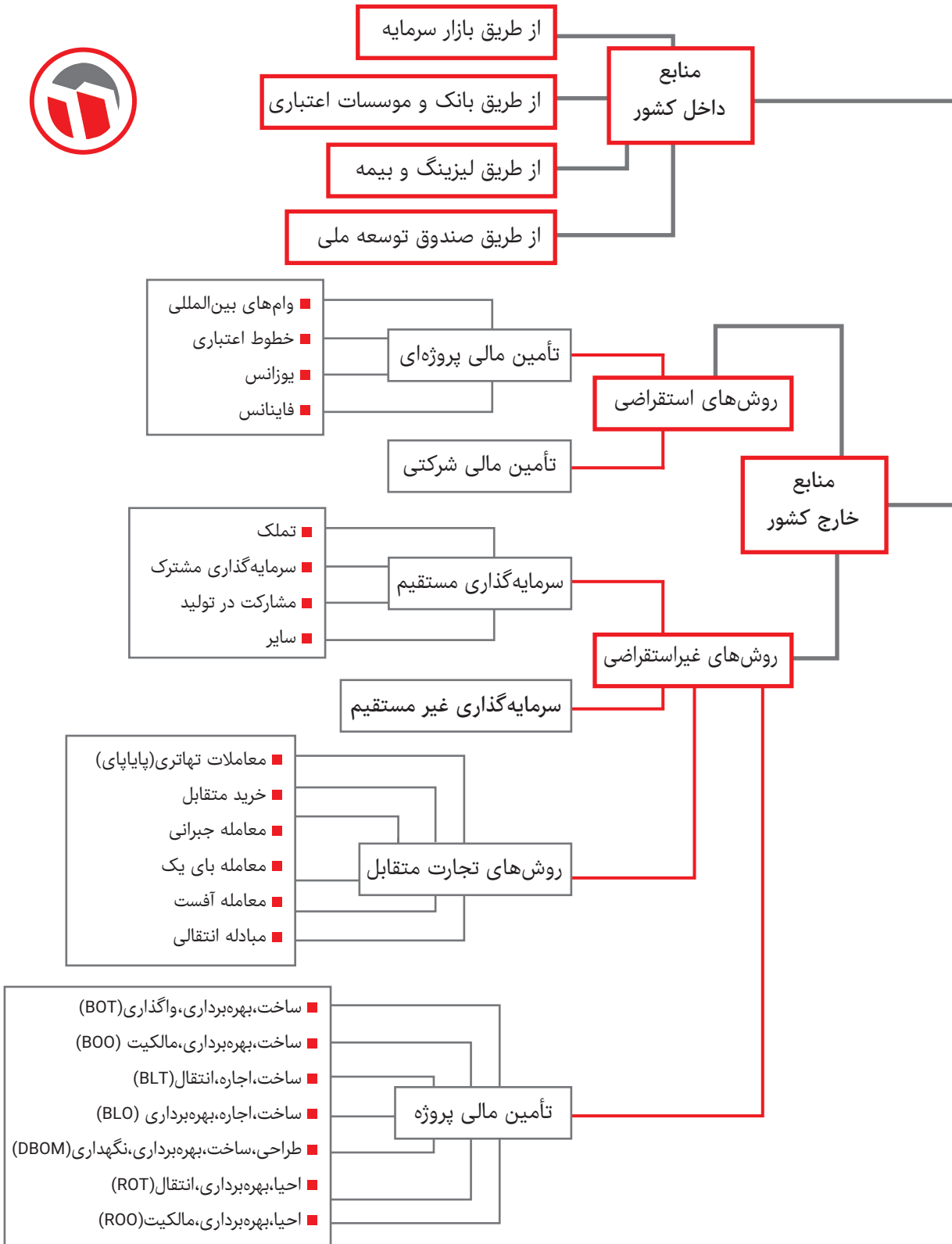
۳

مدل‌ها و روش‌های تامین مالے

### ۱-۱-۳ مدل‌ها و روش‌های تأمین مالی

خانوارها، بنگاه‌ها 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 تأمین می‌نمایند. در این نمودار راه‌های تأمین مالی خانوارها، بنگاه‌ها و دولت ارائه شده است.





### ۲-۳- مدل‌ها و روش‌های تأمین مالی بنگاه‌ها

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

#### ۱-۲-۳- تأمین مالی از منابع درون بنگاه (داخلی)

معمولاً مدیران و سهامداران بنگاه‌های اقتصادی که در سال‌های اولیه فعالیت خود قرار دارند با مشکل اخذ وام و اعتبار مواجه هستند، تأمین مالی داخلی را به دلیل کم‌هزینه‌ترین بودن به سایر روش‌های تأمین مالی ترجیح می‌دهند.

انواع روش‌های تأمین مالی داخلی شامل سود انباشته، اندوخته‌های قانونی و احتیاطی، فروش دارایی‌ها، عاملیت حساب‌های دریافتی و کارت‌های اعتباری و جاری شرکت می‌باشد که برای ادامه فعالیت‌های عملیاتی با کمترین هزینه سرمایه مورد استفاده قرار می‌گیرد.

#### ۲-۲-۳- تأمین مالی از منابع بیرون بنگاه (خارجی)

در بسیاری از پروژه‌های مهم بنگاه‌های اقتصادی، امکان تأمین مالی داخلی وجود نداشته و در چنین شرایطی بنگاه‌ها برای تأمین وجه نقد سرمایه‌گذاری و وجه نقد سرمایه در گردش و اطمینان از فروش بیشتر کالا، به تأمین منابع مالی خارجی گرایش پیدا می‌کنند. تأمین منابع خارجی به دو بخش منابع داخل کشور و منابع خارج کشور طبقه‌بندی می‌شود.

#### ۱-۲-۲-۳- تأمین مالی از محل منابع داخل کشور



### ۳-۲-۱-۱- تامین مالی از طریق بازار سرمایه

روش‌ها و ابزارهای مختلفی برای تامین مالی به منظور تامین تجهیزات، سرمایه در گردش و ... برای پروژه‌های صنعتی، معدنی، ساختمانی و غیره در بازار سرمایه وجود دارد که به دو روش کلی تامین مالی مبتنی بر بدهی و تامین مالی سرمایه‌ای تقسیم می‌شود.

تامین مالی از طریق بازار سرمایه دارای مزایایی بسیار زیادی است که در زیر به اهم این مزایا اشاره می‌شود:

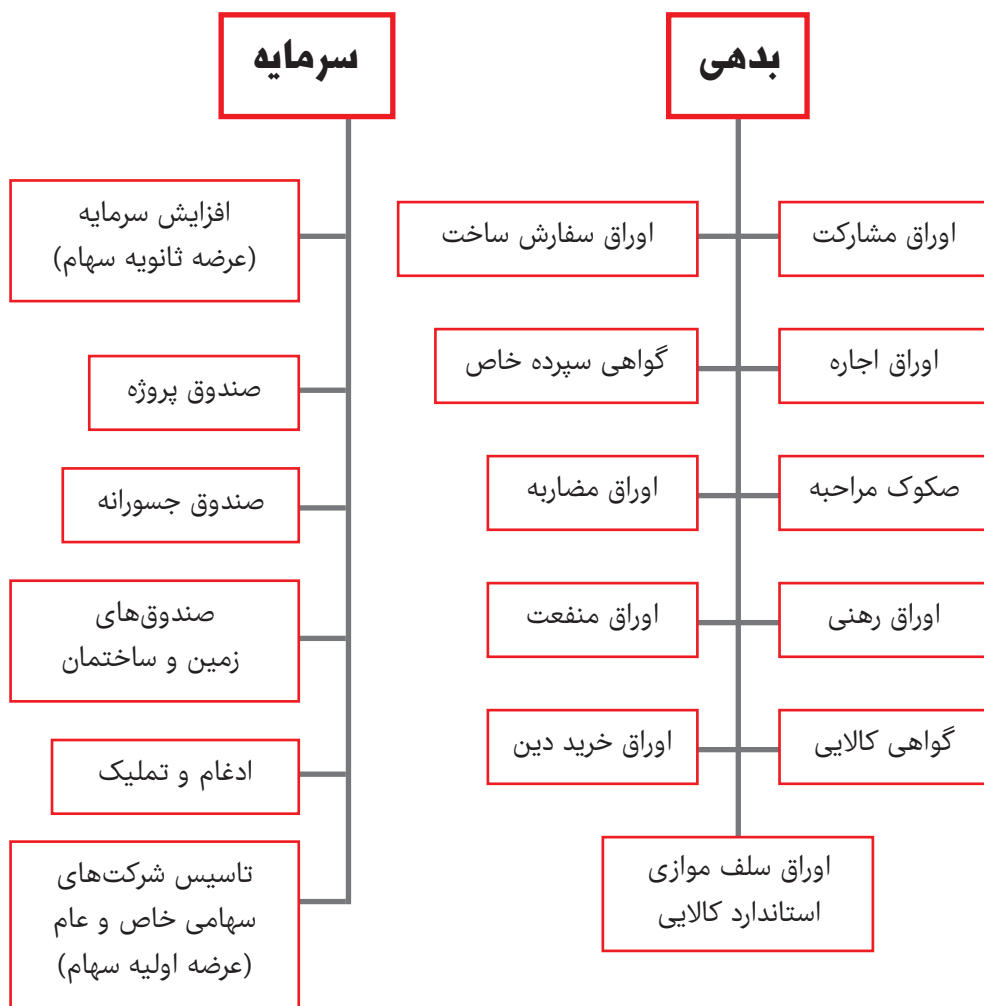
- ❖ امکان تامین مالی با حجم بسیار بالا
- ❖ امکان تامین مالی بلند مدت
- ❖ پرداخت اصل بدهی در سررسید
- ❖ معافیت مالیاتی سود اوراق برای خریداران
- ❖ مشارکت سرمایه‌گذاران خرد در تامین مالی شرکت‌ها
- ❖ مدیریت نقدینگی برای بانک‌ها و موسسات مالی و اعتباری
- ❖ ابزار مدیریت حجم نقدینگی برای بانک مرکزی
- ❖ تنوع ابزارهای تامین مالی متناسب با نیاز بنگاه‌ها
- ❖ نظارت دقیق سازمان بورس بر انتشار اوراق بهادار

در حوزه **تامین مالی بدهی**، شرکت یا سازمان تامین مالی کننده، براساس یکی از انواع اوراق موجود در بازار سرمایه، اقدام به انتشار اوراق می‌کند. در حال حاضر تامین مالی از طریق انتشار اوراق اسلامی از جمله اوراق مشارکت و انواع صکوک از قبیل صکوک اجاره، مرابحه، منفعت، رهنی، خرید دین، سلف موازی، انواع اوراق خزانه میسر است.

در حوزه **تامین مالی سرمایه‌ای** به ابزارهایی از قبیل افزایش سرمایه، تاسیس شرکت سهامی عام با هدف سرمایه‌گذاری در بازار اولیه (از قبیل شرکت پروژه)، صندوق‌های زمین و ساختمان، صندوق‌های پروژه محور و صندوق جسورانه\* (VC) اشاره می‌شود. شایان ذکر است در حال حاضر، تاسیس شرکت سهامی عام با هدف سرمایه‌گذاری در بازار اولیه به اندک موارد در سال محدود شده است.

\* Venture Capital

روش‌های تأمین مالی مبتنی بر

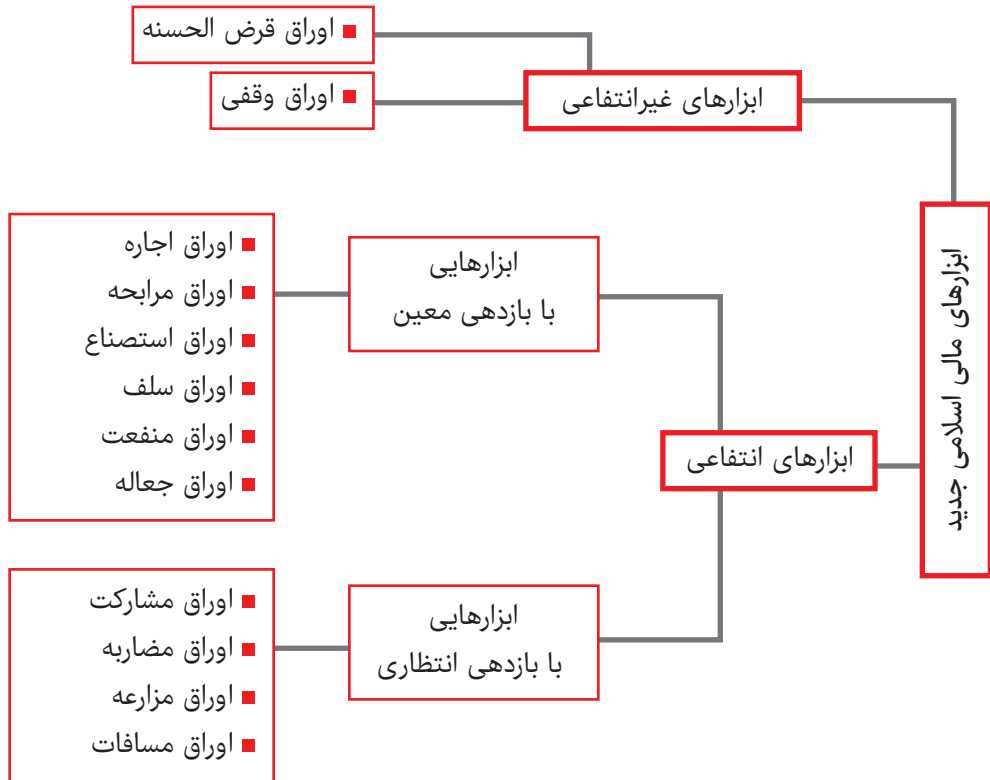




### تامین مالی از طریق ابزارهای مالی اسلامی (صکوک)

ابزارهای مالی اسلامی یا همان صکوک، اوراق بهادار با ارزش مالی یکسان و قابل معامله در بازارهای مالی هستند. این اوراق بر پایه یکی از قراردادهای مورد تایید شرع طراحی شده و دارندگان آن به صورت مشاع مالک یک یا مجموعه‌ای از دارایی‌ها و منافع حاصل از آن‌ها هستند.

صکوک ابزار نوینی است که در کشورهای اسلامی به جای اوراق قرضه به کار گرفته می‌شود این اوراق مبتنی بر دارایی با درآمد ثابت یا متغیر قابل معامله در بازار ثانویه و بر اساس اصول شریعت است. اوراق صکوک باید خود دارای ارزش بوده و نمی‌توانند بر اساس فعالیت‌های سفته بازی باشند. ساختار اجمالی (طبقه بندی) اوراق بهادار اسلامی (صکوک) به شرح زیر می‌باشد:



**اوراق اجاره:** از مهمترین انواع صکوک می‌توان به اوراق اجاره اشاره کرد. اوراق اجاره، اوراق بهاداری است که براساس عقد اجاره منتشر می‌شود و نشان دهنده مالکیت مشاع دارندگان آن، در دارایی مبنای انتشار اوراق است که اجاره داده می‌شود. اوراق اجاره بر اساس نوع عقد قرارداد به دو نوع اوراق اجاره عادی و اوراق اجاره به شرط تملیک طبقه‌بندی می‌شود.

رویه اجرایی انتشار اوراق اجاره به شرط تملیک به شرح زیر است:

۱- در این روش بانی پس از ارزیابی درخواست خود در خصوص خرید دارایی مانند زمین، ساختمان و تاسیسات، ماشین آلات و تجهیزات با مراجعه به شرکت مدیریت دارایی مرکزی بازار سرمایه، شرکت واسطه\* (SPV) را تشکیل می‌دهند. (بانی شخص حقوقی است که نهاد واسطه برای تامین مالی وی، اقدام به انتشار اوراق بهادار اسلامی (مانند اوراق اجاره) می‌کند).

۲- شرکت واسطه پس از کسب مجوزهای لازم، اوراق اجاره را منتشر نموده و وجوه حاصل از انتشار اوراق را جمع‌آوری می‌کند، سپس به وکالت از طرف سرمایه‌گذاران، دارایی مورد نیاز را خریداری نموده و به صورت اجاره به شرط تملیک به بانی اجاره می‌دهد (بانی و فروشنده دارایی می‌توانند یک شخص باشند).

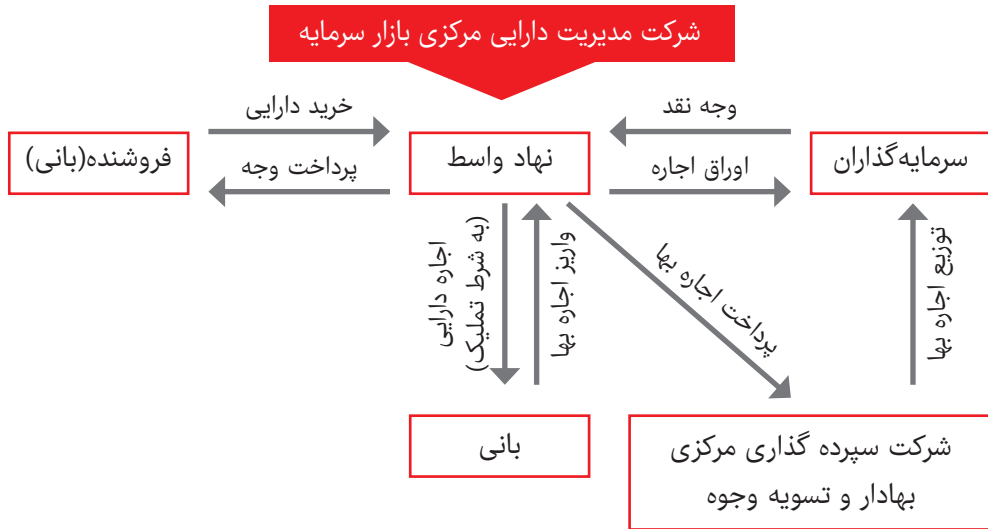
۳- بانی دارایی را از واسطه تحویل گرفته و اجاره خود را در مواعید مقرر به واسطه پرداخت می‌کند.

۴- واسطه مبالغ اجاره بهای اوراق را از طریق شرکت سپرده‌گذاری مرکزی اوراق بهادار و تسویه وجوه به سرمایه‌گذاران پرداخت می‌نماید.

\* Special Purpose Vehicle

### مدل عملیاتی انتشار اوراق اجاره:

در نمودار زیر مدل عملیاتی انتشار اوراق اجاره نشان داده شده است:



### شرایط انتشار اوراق اجاره:

بانی باید دارای شرایط زیر باشد:

- ۱- شخص حقوقی غیردولتی که قالب حقوقی آن سهامی یا تعاونی باشد.
- ۲- مجموع جریان نقدی حاصل از عملیات آن در دو سال مالی اخیر مثبت باشد.
- ۳- حداکثر نسبت مجموع بدهی‌ها به دارایی‌های آن ۹۰ درصد باشد.
- ۴- اظهارنظر بازرس و حسابرس شرکت در خصوص صورت‌های مالی دو دوره مالی اخیر آن مردود یا عدم اظهارنظر نباشد.

### انواع دارایی قابل قبول برای اوراق اجاره:

دارایی‌های قابل قبول جهت انتشار اوراق اجاره به شرح زیر می‌باشند:

- زمین
- ساختمان و تأسیسات
- ماشین آلات و تجهیزات
- وسایل حمل و نقل

**اوراق مرابحه:** اوراق بهاداری هستند که دارندگان آنها به صورت مشاع مالک دارایی مالی (دینی) هستند که بر اساس قرارداد مرابحه حاصل شده است. این اوراق بازدهی ثابت داشته و قابل خرید و فروش در بازار ثانوی می‌باشند. مرابحه قرارداد فروشی است که فروشنده به وسیله آن، قیمت تمام شده کالا، اعم از قیمت خرید، هزینه های حمل و نقل، نگهداری و سایر هزینه های مرتبط را به اطلاع مشتری می‌رساند، سپس با افزودن مبلغ یا درصدی به عنوان سود، به وی می‌فروشد. اوراق مرابحه به سه دسته اوراق مرابحه تامین مالی، اوراق مرابحه تشکیل سرمایه شرکت‌های تجاری و اوراق مرابحه رهنی تقسیم می‌شوند. رویه اجرایی انتشار اوراق مرابحه تامین مالی به شرح زیر است:

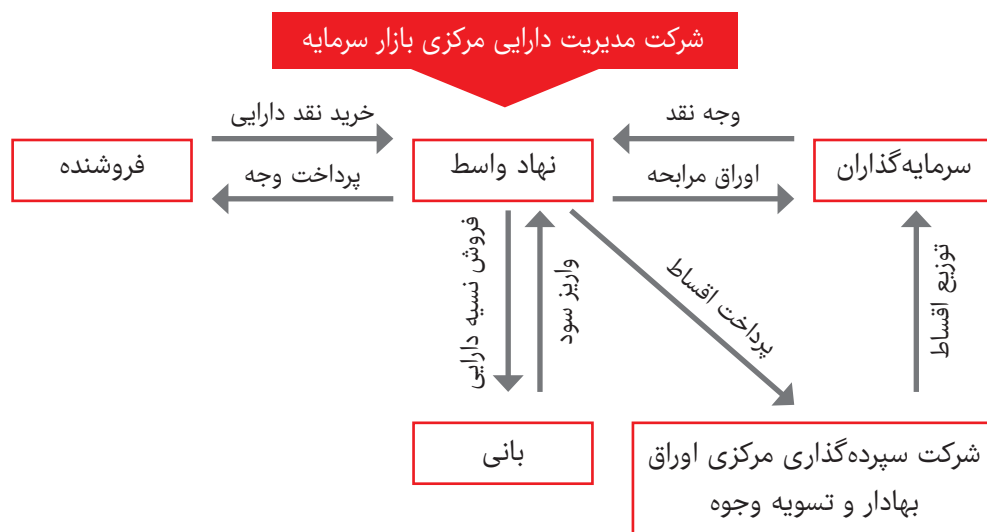
۱- در این روش بانی، پس از ارایه درخواست خود مبنی بر نیاز به تامین مالی جهت خرید، با مراجعه به امین (شرکت مدیریت دارایی بازار سرمایه)، شرکت واسط را تشکیل می‌دهد.

۲- نهاد واسط بعد از کسب مجوزهای لازم، اوراق بهادار مرابحه را منتشر نموده و وجوه حاصل از انتشار اوراق را جمع آوری می‌کند، سپس به وکالت از طرف سرمایه‌گذاران، کالا (مواد اولیه) مورد نیاز بانی را خریداری نموده و به قیمتی بالاتر به بانی به صورت اقساطی می‌فروشد.

۳- بانی کالا را از واسط تحویل گرفته و اقساط خود را در موعد مقرر پرداخت می‌کند.

۴- نهاد واسط اقساط اوراق را از طریق شرکت سپرده‌گذاری مرکزی اوراق بهادار و تسویه وجوه به سرمایه‌گذاران پرداخت می‌نماید.

### مدل عملیاتی انتشار اوراق مرابحه تامین مالی:



**اوراق استصناع (سفارش ساخت):** شرکت‌های دولتی و خصوصی که درصدد احداث یا توسعه پروژه خاصی هستند، می‌توانند با استفاده از اوراق بهادار استصناع، به احداث پروژه اقدام کنند و قیمت آن را طبق زمان‌بندی معینی از محل بودجه سالانه یا از طریق واگذاری واحدهای ساخته شده به تدریج بپردازند. رویه اجرایی انتشار اوراق استصناع به شرح زیر است:

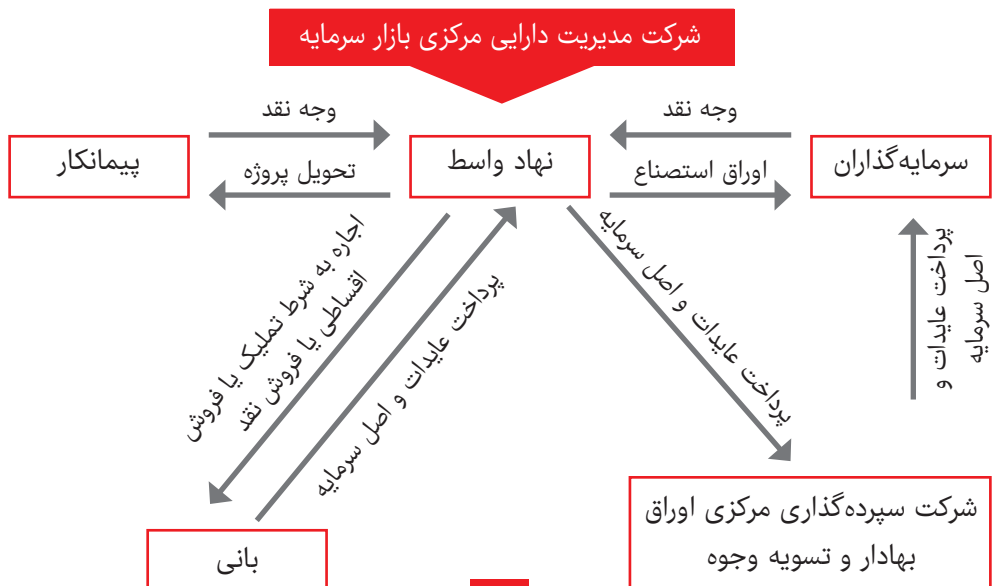
۱- در این روش بانی (مانند یک وزارتخانه، شهرداری، شرکت دولتی یا خصوصی) با مراجعه به شرکت مدیریت دارایی مرکزی بازار سرمایه و تشکیل شرکت واسط، متعهد می‌شود چنانچه واسط کالا یا پروژه خاصی را احداث یا تولید نماید، آن را از واسط به صورت اجاره به شرط تملیک، یا خرید اقساطی دارایی یا خرید نقدی دریافت کند.

۲- واسط طبق قرارداد استصناع، ساخت کالا یا پروژه مورد نظر را به پیمانکار سفارش می‌دهد و در مقابل متعهد می‌شود قیمت کالا یا پروژه را طبق زمان‌بندی مشخص بپردازد، واسط بعد از کسب مجوزهای لازم، اوراق استصناع را منتشر نموده و وجوه حاصل از انتشار اوراق را جمع‌آوری می‌کند، سپس به وکالت از طرف آنان، قیمت پروژه را به پیمانکار می‌پردازد.

۳- واسط کالا یا پروژه را از پیمانکار تحویل گرفته، به وکالت از طرف صاحبان اوراق در اختیار بانی قرار می‌دهد.

۴- بانی اصل و عایدات اوراق را از طریق شرکت سپرده‌گذاری مرکزی اوراق بهادار و تسویه وجوه به سرمایه‌گذاران پرداخت می‌نماید.

**مدل عملیاتی انتشار اوراق استصناع (سفارش ساخت):**



**اوراق مشارکت:** بر اساس قانون نحوه انتشار اوراق مشارکت با مجوز بانک مرکزی، برای تأمین بخشی از منابع مالی مورد نیاز طرح‌های سودآور تولیدی، ساختمانی و خدماتی، توسط دولت، شرکت‌های دولتی، شهرداری‌ها، شرکت‌های سهامی عام، سهامی خاص و شرکت‌های تعاونی، اوراق مشارکت با قیمت اسمی معین منتشر می‌شود. سرمایه‌گذارانی که قصد مشارکت در اجرای طرح‌های یاد شده را دارند می‌توانند از طریق عرضه عمومی نسبت به خرید این اوراق اقدام کنند. به زبان ساده اوراق بهاداری که بیانگر مشارکت دارنده آن در یک طرح اقتصادی باشد، اوراق مشارکت نام دارد. ویژگی‌های اوراق مشارکت به شرح زیر است:

- ✓ با نام است
- ✓ قیمت اسمی مشخصی دارد
- ✓ سررسید آن مشخص است
- ✓ بازپرداخت اصل و سود علی الحساب توسط ناشر تضمین شده است
- ✓ خرید و فروش از طریق شعب منتخب بانک عامل یا از طریق بورس مجاز است
- ✓ دارندگان اوراق به نسبت قیمت اسمی و مدت زمان مشارکت در سود حاصل از اجرای طرح سهم هستند
- ✓ هر ورقه نشان دهنده میزان قدرالسهم دارنده آن در طرح مورد سرمایه‌گذاری است
- ✓ با فروش اوراق رابطه وکیل و موکل بین ناشر و خریدار اوراق محقق می‌شود
- ✓ اوراق مشارکت به عنوان وثیقه طرف‌های معامله در قراردادهای مربوط به وزارتخانه‌ها، موسسات و شرکت‌های دولتی، شهرداری‌ها و سایر دستگاه‌های اجرایی پذیرفته می‌شود.
- ✓ هزینه‌های انتشار اوراق مشارکت و سودهای پرداختی به سرمایه‌گذاران، جزء هزینه‌های قابل قبول حساب مالیاتی برای ناشر است.

**رویه اجرایی انتشار اوراق مشارکت:** در اجرای مفاد قانون بازار اوراق بهادار، ناشرانی که اوراق مشارکت در دست انتشار آنها مشمول ثبت نزد سازمان تشخیص داده شده، باید نسبت به انجام

مراحل ذکر شده در بخش دوم اقدام نمایند. در غیر این صورت، جهت تعیین معافیت یا شمول ثبت نزد سازمان باید مراحل بخش نخست را رعایت نمایند. مراحل انجام امور به شرح زیر است:

- تعیین معافیت یا شمول ثبت: ناشر اوراق مشارکت برای انتشار و عرضه این اوراق باید نسبت به تعیین وضعیت معافیت از ثبت نزد سازمان یا عدم معافیت اوراق در دست انتشار خود اقدام نماید. ناشر اوراق مشارکت باید به منظور تعیین معافیت یا عدم معافیت اوراق در دست انتشار خود مدارک و مستندات زیر را برای سازمان ارسال نمایند:
- استعلام ثبت
- مستندات و مجوزهای قانونی انتشار اوراق مشارکت اخذشده از مراجع ذیصلاح


📄 **ص‌دور مجوز انتشار و عرضه اوراق مشارکت:** ناشری که اوراق مشارکت در دست انتشار آن مشمول ثبت نزد سازمان اعلام گردیده به یکی از نهادهای مالی دارای مجوز مشاوره عرضه مراجعه می‌نماید.


### ارکان اصلی اوراق مشارکت:





از بین ابزارهای مالی اسلامی، اوراق اجاره، اوراق مرابحه، اوراق استصناع و اوراق مشارکت بیشترین کاربرد را برای شرکت‌های تجاری در ایران دارند که در بالا به تشریح این اوراق پرداخته شد.


در ادامه به معرفی سایر ابزارهای مالی اسلامی، به اختصار می‌پردازیم.

 **اوراق سلف:** سلف از اقسام بیع و عکس نسبه است. هنگامی که شخصی تولید یا ارایه کالای معینی را مورد هدف قرار می‌دهد، با انتشار این نوع صکوک قادر خواهد بود تا منابع مالی مورد نیاز خود را تامین کند. در واقع سرمایه‌گذاران در این اوراق، کالای مورد نظر را پیش خرید کرده‌اند.

 **اوراق جعاله:** اوراق جعاله، اوراق مالکیت مشاع دارایی (کار، خدمت یا کالایی) است که براساس قرارداد جعاله تعهد انجام و تحویل شده است.

 **اوراق مضاربه:** سندی است گویای مالکیت دارندگان آن، به طوری که ناشر اوراق مضاربه با واگذاری اوراق، وجوه متقاضیان اوراق را جمع آوری کرده و به عنوان مضاربه در اختیار بانی قرار می‌دهد. بانی در فعالیت اقتصادی سودآور (بازرگانی) به کار می‌گیرد و در پایان هر معامله یا پایان هر دوره مالی سود حاصله را بر اساس نسبت‌هایی که روی اوراق نوشته شده، میان خود و صاحبان تقسیم می‌کند.

 **اوراق رهنی:** از منظر فقهی، اکثر تسهیلات اعطایی از طرف بانک‌های بدون ربا قابل تبدیل به اوراق بهادار هستند لکن از میان این تسهیلات، فروش اقساطی و اجاره به شرط تملیک از اولویت برخوردارند.

 **اوراق منفعت:** ورق منفعت سند مالی بهاداری است که بیانگر مالکیت دارنده آن بر مقدار معین خدمات یا منافع آینده از یک دارایی بادوام است که در ازای پرداخت مبلغ معینی به وی منتقل شده است مانند گواهی حق اقامت در هتل معین برای روز معین، حق استفاده از خدمات آموزشی دانشگاه برای ترم یا سال معین، حق استفاده از یک ساعت پرواز برای مقصد معین و حق استفاده از خدمات حج یا عمره برای سال معین.



📌 **اوراق قرض الحسنه:** اوراق بهاداری است که بر اساس قرارداد قرض بدون بهره منتشر می‌شود و به موجب آن قرارداد، ناشر اوراق به میزان ارزش اسمی آنها از دارندگان اوراق استقراض می‌کند و به همان مقدار به آنان بدهکار است و بایستی در سررسید معین یا عندالمطالبه به آنان بپردازد.

📌 **اوراق وقفی:** اوراق بهاداری با نامی است که به قیمت اسمی مشخص برای مدت معین (زمان احداث پروژه) منتشر می‌شود و به واقفینی که قصد مشارکت در طرح‌های عام‌المنفعه را دارند واگذار می‌گردد.

### تامین مالی از طریق افزایش سرمایه

افزایش سرمایه یکی از روش‌های تامین مالی شرکت‌هاست. شرکت‌ها برای اینکه بتوانند فعالیت‌های خود را توسعه دهند و قدرت رقابت خود را حفظ و یا افزایش دهند اقدام به افزایش سرمایه می‌کنند. در برخی از مواقع نیز این کار به منظور اصلاح و بهبود ساختار مالی شرکت صورت می‌گیرد. این تامین منابع مالی جدید می‌تواند به شکل‌های مختلفی صورت پذیرد. تفاوت اصلی میان انواع روش‌های افزایش سرمایه به محل تامین این منابع جدید باز می‌گردد که در ادامه انواع روش‌های افزایش سرمایه توضیح داده می‌شود.



### 📌 **افزایش سرمایه از محل سود انباشته**

طبق قانون تجارت شرکت‌ها موظفند سالیانه درصدی از سود خود را نگهداری کنند. این سود در حسابی تحت عنوان سود انباشته در صورت‌های مالی شرکت ثبت می‌شود. در مواقعی که شرکت سود انباشته مناسبی دارد، تصمیم می‌گیرد که افزایش سرمایه خود را از این روش انجام بدهد و با این کار منابع جدید مورد نیاز خود را تامین کند. پس در روش سود انباشته عملاً جریان نقدینگی جدید به شرکت وارد

نمی‌شود. به دلیل اینکه سهامداران پولی برای سهام جدید خود پرداخت نمی‌کنند به سهامی که به این روش به سهامدار تعلق می‌گیرد، سهام جایزه هم گفته می‌شود. در روش سود انباشته درصد مالکیت سهامداران در شرکت تغییری پیدا نمی‌کند. یعنی به همان نسبت که سرمایه شرکت زیاد می‌شود تعداد سهام نیز افزایش پیدا می‌کند. از نظر تئوریک میزان دارایی سهامدار نیز تغییری نمی‌کند، یعنی به همان نسبت که تعداد سهام زیاد می‌شود قیمت سهام کاهش پیدا می‌کند.

مهم‌ترین ویژگی‌های افزایش سرمایه از محل سود انباشته به شرح زیر می‌باشد:

- کمک به بهبود سودآوری شرکت
- سرعت گرفتن فرایند توسعه
- عدم ورود نقدینگی از خارج شرکت
- عدم نیاز به پرداخت قیمت اسمی سهم

### افزایش سرمایه از محل مطالبات و آورده نقدی سهامداران

در مواقعی که شرکت سود انباشته مناسبی ندارد و یا می‌خواهد که منابع مالی جدید به شرکت وارد کند از محل آورده نقدی سهامداران اقدام به افزایش سرمایه می‌کند. به دلیل اینکه افزایش سرمایه از این روش، نیازمند تأمین منابع جدید از سوی سهامداران فعلی شرکت است، شرکت حق استفاده و حضور در آن را ابتدا به سهامداران شرکت می‌دهد. به این صورت که اوراقی تحت عنوان حق تقدم سهام در اختیار سهامداران فعلی قرار می‌گیرد. سهامدار در مدت زمان مجاز برای معاملات این اوراق که معمولاً دو ماه است و به آن مهلت پذیره‌نویسی گفته می‌شود، می‌تواند یکی از دو کار را انجام دهد:

پرداخت مبلغ اسمی سهام: در این روش شما به ازای هر سهم باید مبلغی را در این بازه زمانی ۲ ماهه به شرکت پرداخت نمایید. این مبلغ در ایران معمولاً ۱۰۰۰ ریال (قیمت اسمی سهم) است. با این کار پس از طی شدن مراحل افزایش سرمایه، حق تقدم شما تبدیل به سهم عادی می‌شود.

فروش حق تقدم: اگر سهامدار به هر علتی تمایل نداشته باشد که از حق تقدم های خود استفاده کند می‌تواند در این بازه زمانی ۲ ماهه حق تقدم های خود را به سرمایه‌گذاران دیگر بفروشد. این حق تقدم‌ها مثل سهم عادی در بورس قابل معامله هستند.

### افزایش سرمایه از تجدید ارزیابی دارایی‌ها

در افزایش سرمایه از محل تجدید ارزیابی دارایی‌ها، شرکت دارایی‌های ثابت مشهود خود همانند زمین، ساختمان، ماشین‌آلات و تجهیزات، سرمایه‌گذاری‌ها و ... را مورد تجدید ارزیابی قرار می‌دهد. به عبارت دیگر، ارزش دارایی‌ها یک شرکت بر اساس نرخ تورم کشور ارزیابی شده و در ترازنامه به روز می‌شود. با به روز شدن ارزش دارایی‌ها، امکان استفاده از تسهیلات مالی بیشتر نیز وجود دارد.

این مهم در شرکت‌های زیان‌ده می‌تواند به عنوان محرکی برای تجدید حیات شرکت‌ها محسوب شود. این موضوع به ویژه برای شرکت‌هایی که مشمول ماده ۱۴۱ قانون تجارت شده‌اند، از اهمیت زیادی برخوردار است. براساس قانون تجارت در صورتی که مقدار زیان از نصف سرمایه ثبتی شرکت بیشتر باشد، شرکت مذکور مشمول ماده ۱۴۱ می‌شود. شرکت زیان‌ده برای خروج از این ماده باید سرمایه خود را به مقداری افزایش دهد تا میزان زیان از نصف سرمایه کمتر شود. در این روش، درصد مالکیت سهامدار در شرکت تغییری پیدا نمی‌کند. یعنی به همان نسبت که سرمایه شرکت زیاد می‌شود، تعداد سهام فرد نیز افزایش پیدا می‌کند.

### افزایش سرمایه از روش صرف سهام

در این روش، شرکت سهام خود را به مبلغی بیش از قیمت اسمی و از طریق پذیره‌نویسی به فروش رسانده و تفاوت حاصل از قیمت فروش و قیمت اسمی سهام را به حساب اندوخته منتقل و یا در ازای آن سهام جدید به سهامداران قبلی می‌دهد.

در افزایش سرمایه به روش صرف سهام به جای انتشار سهام عادی با ارزش اسمی، پذیره‌نویسی سهام جدید ناشی از این عمل به قیمت بازار انجام می‌گیرد. منظور از صرف سهام، اضافه ارزش سهام یعنی مابه‌التفاوت ارزش بازاری و اسمی سهام است.

شرکت در خصوص صرف سهام سه کار می‌تواند انجام دهد:

- انتقال اضافه ارزش به اندوخته شرکت
- تقسیم نقدی اضافه ارزش به سهامداری قبلی
- دادن سهام جدید به سهامداران قبلی

در مورد فروش هم دو کار می‌تواند انجام دهد:

- فروش با حفظ حق تقدم
- فروش با سلب حق تقدم

### بهترین نوع افزایش سرمایه کدام است؟

باید توجه داشت ساختار شرکت‌ها با یکدیگر تفاوت داشته و از آنجایی که هر یک پیچیدگی‌های خاص خود را دارند، نمی‌توان نسخه‌ای کلی برای همه شرکت‌ها در نظر گرفت. در مجموع اما افزایش سرمایه‌ای که سبب ورود منابع جدید مالی به شرکت شود، شرایط مناسب‌تری را برای توسعه فعالیت‌ها رقم می‌زند. بنابراین افزایش میزان سرمایه از طریق آورده نقدی و همچنین صرف سهام به صورت کلی بهتر قلمداد می‌شوند.

همچنین روش تجدید ارزیابی دارایی‌ها از آنجایی که عملاً پولی وارد شرکت نشده و تنها یک عملیات حسابداری برای بهبود صورت‌های مالی شرکت محسوب می‌شود، به ویژه برای شرکت‌های ورشکسته و مشمول ماده ۱۴۱ قانون تجارت مناسب ارزیابی می‌شود.

### تامین مالی از طریق تاسیس شرکت سهامی

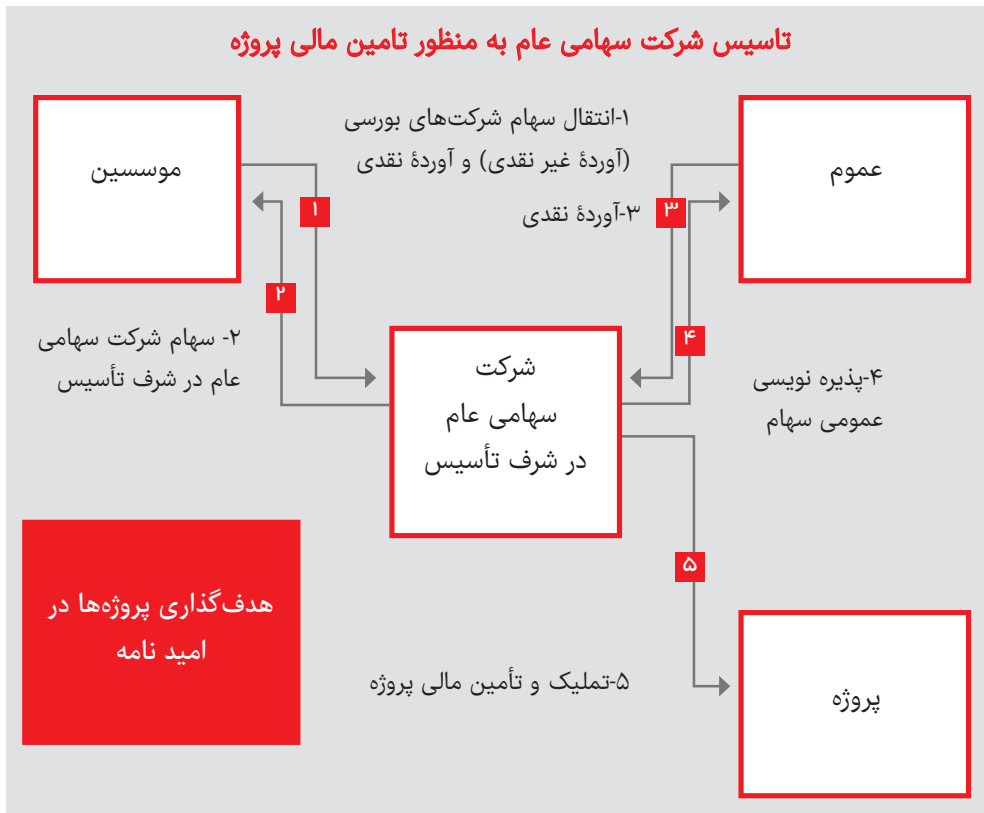
تاسیس شرکت‌های سهامی عام یکی از روش‌های تامین مالی برای راه‌اندازی یک فعالیت اقتصادی است که در آن موسسان یک شرکت از طریق عرضه بخشی از سهام شرکت به صورت عام، سرمایه مورد نیاز خود را جذب می‌کنند. در حال حاضر، تاسیس شرکت سهامی عام با هدف سرمایه‌گذاری در بازار اولیه به اندک موارد در سال محدود شده است.

فرآیند تاسیس شرکت‌های سهامی عام که مشمول ثبت نزد سازمان باشند در ابتدای امر با ارائه مدارک و مستندات به سازمان آغاز می‌شود در ادامه و پس از بررسی مدارک و مستندات و صدور مجوز عرضه عمومی، مرحله اخذ مجوز از مرجع ثبت شرکت‌ها به منظور انتشار اعلامیه پذیره‌نویسی انجام می‌شود. این فرآیند در مرحله چهارم با انتشار اعلامیه پذیره‌نویسی و انجام آن ادامه پیدا می‌کند. ارسال مدارک مربوط به انجام پذیره‌نویسی عمومی و اخذ مجوز از سازمان به منظور برگزاری مجمع عمومی موسس و ارسال مدارک و مستندات مربوط به مجمع دیگر مراحل لازم است. این فرآیند در نهایت با صدور تاییدیه، تکمیل فرآیند و ثبت شرکت به سرانجام می‌رسد.

### تاسیس شرکت سهامی عام به منظور تامین مالی پروژه‌ها (به اختصار شرکت پروژه گفته می‌شود):

به توجه این‌که پروژه‌های ملی زیادی در کشور هستند که با پیشرفت خوبی همراه بوده اما قابلیت استفاده و مشارکت مردم را ندارند و بسیاری از این پروژه‌ها نیاز ارزی نداشته و تنها نیاز ریالی دارند اما ساختار آنها به گونه‌ای است که از طریق ابزارهایی مانند اوراق بدهی نیز نمی‌توان نسبت به تأمین مالی آنها اقدام کرد. این ملاحظات منجر به آن شد تا طرحی تحت عنوان «شرکت سهامی عام توسعه پروژه» ارائه شود و فرآیند آن بدین ترتیب خواهد بود که پروژه‌های دارای توجیه و پیشرفت اقتصادی و یا پروژه‌های با وضعیت پیشرفت بالا، هدف گذاری می‌شود.

موسسین این شرکت کسانی هستند که اجرای پروژه را برعهده داشته و یا هلدینگ‌هایی هستند که سهام مزاد داشته و حاضرند سهام خود را به عنوان آورده غیرنقدی بیاورند و یا افرادی هستند که می‌توانند آورده نقدی داشته باشند و به عنوان موسسین پروژه حداقل باید ۵۰ درصد سرمایه



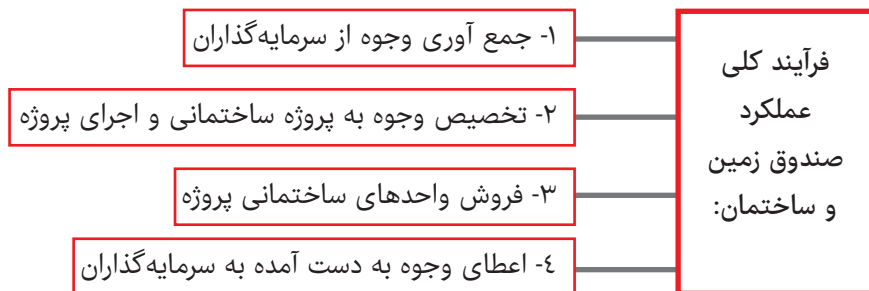
شرکت را به شکل نقدی و غیر نقدی تعهد کنند. بقیه دارایی این شرکت سهامی عام در قالب پذیره نویسی سهام به قیمت اسمی از مردم پذیره‌نویسی خواهد شد تا با این منابع پروژه‌ها اجرایی و عملیاتی شوند. بعد از پذیره‌نویسی، شرکت می‌تواند اقدام به تصاحب تمام یا بخشی از پروژه‌ها کرده و یا در پروژه‌ها مشارکت کند تا پروژه اجرایی شده و به بهره‌برداری برسد. شایان ذکر است دستورالعمل تشکیل شرکت سهامی عام پروژه در تاریخ ۹۹/۱۱/۶ توسط سازمان بورس و اوراق بهادار به تصویب رسیده است.

### تامین مالی از طریق صندوق زمین و ساختمان

صندوق زمین و ساختمان نهاد مالی است که با اخذ مجوز از سازمان بورس و اوراق بهادار تاسیس شده و به جمع‌آوری سرمایه از عموم و تخصیص آن به سرمایه‌گذاری در ساخت پروژه ساختمانی مشخص و فروش واحدهای ساختمانی آن می‌پردازد. این صندوق‌ها با هدف جذب منابع مالی برای پروژه‌های ساختمانی شکل گرفته و افزون بر وام، گزینه جدیدی را برای تامین منابع مورد نیاز پیش روی سازندگان قرار می‌دهد.

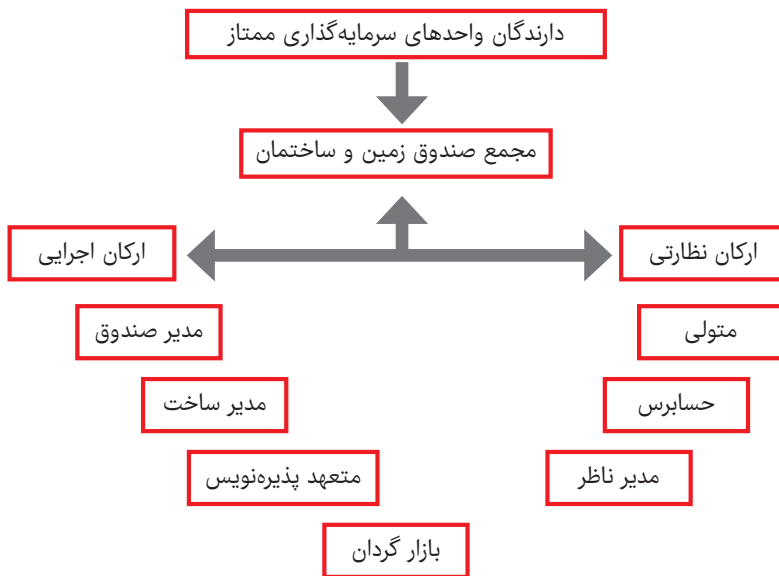
صندوق‌های سرمایه‌گذاری زمین و ساختمان، نخستین نهاد مالی است که بازار سرمایه را به بازار مسکن پیوند می‌زند و با هدف تامین منابع مالی پروژه‌های بزرگ ساختمانی، از طریق جلب مشارکت پس‌اندازهای خرد و کلان اقشار مختلف جامعه و کاهش اتکا به سیستم پولی و بانکی در کشور تاسیس شده‌اند و بر پایه برون سپاری فعالیت به اشخاص حقوقی و متخصص، به فعالیت می‌پردازند.

این صندوق‌ها با تبدیل یک زمین یا پروژه ساختمانی به اوراق بهادار (واحدهای صندوق) این امکان را برای مالکان پروژه فراهم می‌کنند که در صورت نیاز، بخشی از آن را فروخته و تبدیل به نقد کنند.



وقتی صندوق زمین و ساختمان تاسیس شد و سرمایه‌گذاران در آن سرمایه‌گذاری کردند، پروژه ساختمانی شروع می‌شود. صندوق‌های زمین و ساختمان با پایان طرح، خاتمه می‌یابند (صندوق‌های سرمایه‌گذاری عمر مفید و محدود دارند). بنابراین نقش اصلی صندوق‌های زمین و ساختمان، تقویت جایگاه عرضه است.

### ارکان صندوق زمین و ساختمان:



### فرآیند اجرایی صندوق زمین و ساختمان:

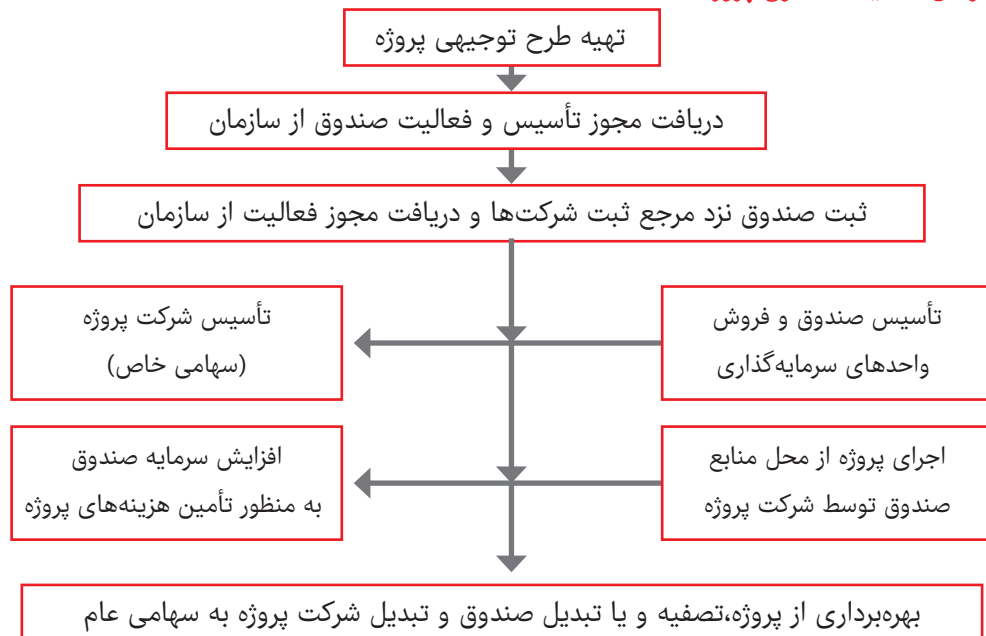
- 1- درخواست تاسیس صندوق زمین و ساختمان توسط مالکان اراضی و صاحبان ایده
- 2- ارائه مستندات شامل طرح توجیهی وثایق قابل ارائه و قبولی سمت ارکان به مشاور عرضه
- 3- اخذ موافقت اصولی و مجور تاسیس و فعالیت صندوق توسط مشاور عرضه
- 4- پذیره نویسی واحدهای سرمایه‌گذاری صندوق
- 5- انجام کلیه فرایندهای مربوط به معاملات ثانویه توسط رکن بازار گردان و ضامن
- 6- اتمام ساخت پروژه و تسویه با سرمایه‌گذاران

### تامین مالی از طریق صندوق پروژه

صندوق پروژه یکی از انواع صندوق‌های تامین مالی است که تامین مالی پروژه‌ای مشخص را فراهم می‌کند. در واقع، صندوق پروژه با کسب مجوز از سازمان بورس اوراق بهادار تاسیس می‌شود و بستری برای جمع آوری سرمایه خرد از عموم و تخصیص آن به پروژه تعریف شده در اساسنامه صندوق است.

این صندوق‌ها پس از بررسی علمی پروژه‌ها و طرح‌های اقتصادی مختلف پروژه‌ای خاص را انتخاب کرده و فرآیند تامین مالی را آغاز می‌کنند. صندوق‌های پروژه وجوه سرمایه‌گذاران را جمع آوری کرده و به ساخت و بهره‌برداری پروژه‌های تولیدی مختلف تخصیص می‌دهند. در این حالت مدیریت و مسئولیت تمامی امور پروژه در طول دوران ساخت و بهره‌برداری به عهده شرکتی است که برای اجرای پروژه مورد نظر تشکیل می‌شود و تحت نظارت نهادها و ارکان قانونی فعالیت می‌کند. در صندوق پروژه معمولاً سرمایه‌گذاری‌ها در قالب پروژه‌هایی مانند تبدیل نیروگاه گازی به سیکل ترکیبی، پتروشیمی، احداث کارخانه و نیروگاه و ... شکل می‌گیرد.

### مراحل فعالیت صندوق پروژه:





### تفاوت‌های صندوق سرمایه‌گذاری زمین و ساختمان با صندوق پروژه:

صندوق سرمایه‌گذاری زمین و ساختمان دارای رکنی به نام مدیر ساخت است که با احراز ویژگی‌های مدنظر، اجرای عملیات ساختمانی را عهده‌دار می‌شود. مدیر ساخت موظف است بر اساس پروانه ساختمانی و طرح توجیهی مصوب، عملیات ساختمانی را انجام داده و صورت وضعیت پیشرفت کار را در مقاطع حداکثر یک ماهه به ناظر صندوق ارائه نماید. هر گونه پرداخت از محل منابع صندوق زمین و ساختمان به مدیر ساخت بر اساس صورت وضعیت‌های پیشرفت پروژه و تایید آن‌ها انجام می‌شود.

صندوق پروژه رکنی به عنوان مدیر ساخت ندارد و به جای آن یک شرکت سهامی خاص با نام شرکت پروژه عهده دار اجرای عملیات پروژه بر اساس طرح توجیهی آن می‌باشد. بدین ترتیب منابع مالی توسط صندوق تامین می‌شود و متناسب با پیشرفت کار پروژه در اختیار شرکت پروژه قرار می‌گیرد. تامین منابع مالی توسط صندوق از طریق عرضه عمومی واحدهای صندوق به عموم انجام می‌شود. موضوعات سرمایه‌گذاری صندوق‌های زمین و ساختمان از تشابه بیشتری نسبت به هم برخوردار هستند در حالی که در صندوق‌های پروژه، هر یک از پروژه‌ها از ویژگی‌های خاصی برخوردار می‌باشند.

تا زمانی که فعالیت صندوق پروژه پایان نپذیرفته است، مالکیت شرکت پروژه با صندوق است و سرمایه‌گذاران مالکان واحدهای سرمایه‌گذاری صندوق هستند. در پایان عمر صندوق که همزمان با اتمام پروژه خواهد بود، شرکت پروژه از سهامی خاص تبدیل به سهامی عام شده و واحدهای سرمایه‌گذاری صندوق تبدیل به سهام شرکت پروژه می‌شود و صندوق سرمایه‌گذاری که واسطه بین سرمایه‌گذاران و شرکت پروژه بوده است، حذف می‌شود. دارندگان سهام شرکت می‌توانند نسبت به نگهداری و یا فروش سهام خود تصمیم‌گیری نمایند.

### تامین مالی از طریق صندوق جسورانه

صندوق جسورانه، صندوق خطرپذیر و یا Venture Capital، صندوق سرمایه‌گذاری مشترکی است که سرمایه خود را از شرکت‌ها، مؤسسات، صندوق‌ها و سرمایه‌داران حقیقی جمع‌آوری کرده و آن را در مشاغل نوپا و طرح‌های نوآورانه که دارای ظرفیت بالایی هستند، سرمایه‌گذاری می‌کند. هدف صندوق‌های جسورانه علاوه بر کسب بازدهی بالا از سرمایه‌گذاری در این حوزه، کمک به رشد اقتصادی و کارآفرینی، ایجاد اشتغال و توسعه فناوری است. بدین علت که سرمایه‌گذاری در طرح‌های جدید و شرکت تازه تأسیس دارای احتمال شکست و از بین رفتن سرمایه است، این

صندوق‌ها ریسک بالایی دارند که سبب نام‌گذاری صندوق خطرپذیر برای آن‌ها نیز شده است. در عین حال در صورتی که پروژه‌های نوآورانه که در آن‌ها سرمایه‌گذاری شده است به رشد و موفقیت برسند بازده‌های بسیار بالاتری نسبت به سایر سرمایه‌گذاری‌ها در بازار کسب خواهد نمود؛ بنابراین می‌توان گفت که بازدهی و ریسک صندوق‌های سرمایه‌گذاری جسورانه بسیار بالا است.

**ترکیب دارایی صندوق جسورانه:** این صندوق‌ها در طرح‌ها و شرکت‌های تازه تأسیس سرمایه‌گذاری می‌کنند. براساس مقررات سرمایه‌گذاری، معمولاً این صندوق‌ها بین ۵۰ تا ۶۰ درصد از دارایی خود را در پروژه‌های نوپا سرمایه‌گذاری می‌کنند و مابقی سرمایه خود را به سپرده‌های بانکی یا اوراق با درآمد ثابت اختصاص می‌دهند.

### مراحل سرمایه‌گذاری صندوق جسورانه:

#### ۱- فیلتراسیون

در این مرحله کمیته صندوق در خصوص موارد مهم از جمله ایده و محصول، تیم توسعه دهنده، بازار در دسترس، برنامه کسب و کار و مدل درآمدی و ... استارت‌آپ‌ها و ایده‌های مطرح شده بررسی‌ها را انجام می‌دهند.

#### ۲- بررسی اجمالی طرح

در این مرحله تیم صندوق در خصوص طرح‌های پذیرفته شده به صورت جزئی‌تر بررسی انجام می‌دهد.

#### ۳- تنظیم قرارداد

برای تعیین جایگاه سرمایه‌گذاران و سهامداران قرارداد سهامداری تنظیم و امضا می‌شود.

#### ۴- نحوه پرداخت

در این مرحله، مراحل پرداخت مبلغ توافق شده در مقابل بخشی از سهام شرکت مشخص می‌شود.

#### ۵- خروج از طرح

صندوق در این مرحله با تعیین روش خروج از شرکت سرمایه‌پذیر، از طرح خارج می‌شود.

### ویژگی‌های صندوق جسورانه:

۱- وظیفه بررسی مدارک و شرایط مربوط به تأسیس صندوق جسورانه توسط کمیته‌ای تحت عنوان «کمیته بررسی صندوق سرمایه‌گذاری جسورانه» صورت می‌پذیرد و مجوز نهایی توسط سازمان بورس و اوراق بهادار صادر می‌شود.

۲- دوره فعالیت صندوق های جسورانه از روز آغاز فعالیت خود حداکثر ۷ سال است و پس از طی شدن این بازه زمانی، صندوق باید منحل شود.

۳- حداقل مبلغ مؤسسان صندوق در زمان تأسیس، باید حداقل ۱۰ میلیارد ریال باشد.

۴- در زمان تأسیس حداقل سه شخص حقوقی یا حقیقی واجد شرایط، باید حداقل ۵ درصد سرمایه صندوق را پرداخت نمایند.

۵- قیمت اسمی هر واحد سرمایه‌گذاری ۱۰ میلیون ریال است.

۶- به منظور کاهش ریسک سرمایه‌گذاری، بیش از ۲۰ درصد سقف منابع صندوق، در یک شرکت خاص سرمایه‌گذاری نمی‌شود. تنها یک شرکت می‌تواند بدون رعایت نصاب فوق تا ۳۰ درصد منابع صندوق را به خود تخصیص دهد.

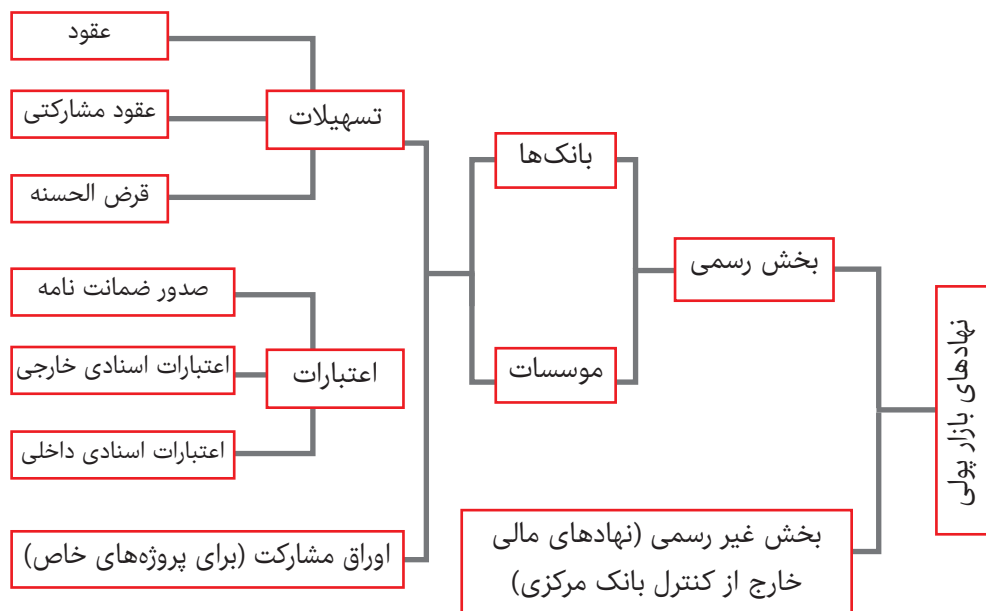
### ۲-۱-۲-۲-۳- تامین مالی از طریق بانک‌ها و موسسات اعتباری

بانک‌ها در کشور ما یکی از مهم‌ترین دستگاه‌های تامین منابع محسوب می‌شوند و بر اساس اظهارات رئیس کل بانک مرکزی ( آذرماه ۱۳۹۸)، ۸۴ درصد تامین مالی در کشور توسط سیستم بانکی انجام می‌شود، اگر منابع صندوق‌ها و اوراق با درآمد ثابت بورس که سپرده بانکی است را به آن اضافه کنیم، بالای ۹۰ درصد تامین مالی توسط سیستم بانکی انجام می‌شود

در شرایط فعلی اقتصاد کشور بانک‌محور بوده و بار اصلی تامین مالی واحدهای تولیدی بر دوش سیستم بانکی کشور است. بخش عمده منابع، خواسته یا ناخواسته در بانک‌ها متمرکز شده است و بازارهای دیگر نظیر بازارهای بورس و... عمدتاً به دلیل عدم آشنایی کافی با روش‌های تامین مالی در بازار سرمایه و تا حدی عمق کم بازارهای مالی از اقبال عمومی برخوردار نیستند و نتوانستند سهم عمده‌ای در تامین مالی شرکت‌ها به ویژه شرکت‌های کوچک و متوسط ایفا کنند.

### نظام بانکی در ایران

انواع تسهیلاتی که در حال حاضر برای اجرای طرح‌ها یا اعتبارات پروژه ای 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 توسعه یافته عضو برای اجرای طرح‌های زیربنایی و صنعتی اعطا می‌شود.

**اجاره به شرط تملیک (Leasing):** یک نوع اعتبار میان مدت 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، حمل و نقل 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  $\frac{1}{3}$  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. مشارکت کنندگان 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 (عموماً در بخش خصوصی) اعتبار می‌دهد.

**استصناع:** این شیوه تامین مالی یک نوع جدید از تامین اعتبار برای اجرای طرح‌های صنعتی و تجارت کالاهای سرمایه‌ای و افزایش تولید صادراتی کشورها 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 Assistance):** 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 کشورها اعطا می‌کند.

### ۳-۲-۲-۳- تامین مالی از طریق لیزینگ و بیمه

#### نقش صنعت لیزینگ در نظام تامین مالی

صنعت لیزینگ در حال حاضر هنوز جایگاه بایسته‌ای که بتواند به عنوان یک روش جایگزین تامین مالی ایفای نقش نماید را ندارد. به ویژه اینکه این صنعت بیشتر بر لیزینگ مالی متمرکز است و لیزینگ عملیاتی که می‌تواند منبعی برای تامین تجهیزات سرمایه‌ای برای بنگاه‌ها در ایران باشد، هنوز در مراحل ابتدایی خود قرار دارد.

بازار لیزینگ را می‌توان بر حسب محصولات و مشتریان طبقه‌بندی کرد. بر اساس تجارب جهانی، صنعت لیزینگ در چهار زمینه اقلام خرد، کوچک، متوسط و بزرگ فعال است. در کشورهای پیشرفته گستره فعالیت لیزینگ معطوف به اقلام متوسط و بزرگ در بخش‌های خانوار، بنگاه‌های اقتصادی و سازمان‌های دولتی است. بازار اصلی لیزینگ در ایران شامل اقلام کوچک و متوسط در بخش‌های خانوار و بنگاه‌های اقتصادی کوچک و متوسط است و در موارد نادری نیز لیزینگ اقلام بزرگ (مانند ماشین آلات و تجهیزات تولیدی و معدنی) برای شرکت‌های صنعتی انجام شده است. بر اساس آمار منتشره از سوی کانون شرکت‌های لیزینگ سالانه بیش از ۸۵ درصد عملیات لیزینگ به خودرو سواری و خودرو کار اختصاص یافته و کمتر از ۱۵ درصد فعالیت لیزینگ‌ها به کالاهای غیرخودرویی اختصاص یافته است. بازیگران اصلی در بازار لیزینگ ایران شرکت‌های وابسته به بانک‌ها و تولیدکنندگان است. در زمینه‌های توسعه بازار و محصولات، فرصت‌های زیادی برای توسعه لیزینگ در ایران وجود دارد.

برای لیزینگ اقلام بزرگ، شرکت‌های لیزینگ باید بتوانند در قالب سندیکا یا کنسرسیوم با هم و نیز با بانک‌ها و دارندگان منابع مالی مثل بیمه‌ها و صندوق‌های بازنشستگی همکاری کنند. برای ورود به بازار لیزینگ بین‌المللی نیز باید بخش خاصی در شرکت‌های لیزینگ یا انجمن لیزینگ تشکیل و با بهره‌گیری از مشاوران خارجی یا جلب همکاری شرکت‌های خارجی پیشرو، الزامات حضور در این بازار تامین شود.


### نقش صنعت بیمه در نظام تامین مالی

صنعت بیمه به عنوان یکی از مؤسسات مالی غیر بانکی در اکثر کشورهای جهان نقش مهمی را در توسعه مالی ایفا می‌نماید. اما در ایران به علت سهم اندک صنعت بیمه در تولید ناخالص داخلی کشور، نقش این صنعت در توسعه مالی کم‌رنگ می‌باشد. مهمترین شاخص‌های توسعه مالی در صنعت بیمه عبارتند از «میزان حق بیمه عمر»، «میزان کل حق بیمه»، «سهم ارزش افزوده خدمات بیمه در تولید ناخالص داخلی» و از همه مهمتر «ضریب نفوذ بیمه».


در بسیاری از کشورهای جهان، بانک‌ها به عنوان نهادهای تامین مالی کوتاه مدت و میان مدت می‌باشند و کار تامین مالی در بلند مدت به عهده نهادهای دیگر از جمله صنعت بیمه می‌باشد. با توجه به اینکه صنعت بیمه منابع را تا زمان پرداخت خسارت در اختیار دارد، می‌تواند از آن در سرمایه‌گذاری‌ها استفاده کند. این صنعت علاوه بر اینکه می‌تواند از طریق سپرده‌گذاری در سیستم بانکی به سود دست یابد، می‌تواند با خرید سهام و روش‌های دیگر، سرمایه‌گذاری از منابع خود استفاده مناسب نماید.

به طور کلی بیمه‌ها دارای منابعی هستند و برای دستیابی به بازده بیشتر باید سرمایه‌گذاری مناسبی انجام دهند، به طوری که منابع حاصل از دریافت حق بیمه بیشتر به پرداخت خسارت اختصاص می‌یابد اما منابع قبل از پرداخت خسارت می‌تواند در بخش‌های مختلف سرمایه‌گذاری و بازدهی مناسبی را ایجاد کند. بر این اساس شرکت‌های بیمه می‌توانند در چارچوب قانون نقش مهمی را در توسعه نظام تامین مالی کشور ایفا نمایند.

### صنعت بیمه دو نقش عمده در نظام تامین مالی بر عهده دارد:


 **تجهیز و تخصیص منابع مالی:** به طور کلی سرمایه‌گذاری شرکت‌های بیمه در بازارهای مالی و پولی به استناد آئین نامه ۶۰ شورای عالی بیمه انجام می‌گیرد مطابق این قانون، موسسه بیمه


موظف است حداقل سی درصد از منابع سرمایه‌گذاری ابتدای دوره را به صورت سپرده‌های بانکی و اوراق مشارکت که با تضمین دولت یا بانک مرکزی جمهوری اسلامی ایران یا سایر بانک‌ها منتشر شده باشد، سرمایه‌گذاری کند.


 **مدیریت ریسک فرآیندهای تامین مالی:** صنعت بیمه علاوه بر اینکه می‌تواند با تخصیص منابع خود باعث افزایش منابع در نظام مالی کشور شود، می‌تواند با پوشش ریسک فعالیت‌های مالی و اقتصادی فرآیند تامین مالی را گسترده‌تر کرده و بهبود ببخشد. از جمله بیمه‌هایی که نقش روشنی بر روی کاهش ریسک فرآیند تامین مالی می‌توانند داشته باشند، عبارت‌اند از: بیمه سپرده، بیمه اعتباری، بیمه عدم‌النفع و بیمه نوسانات نرخ ارز.

### ۴-۲-۲-۲-۴- تامین مالی از طریق صندوق توسعه ملی

یکی دیگر از روش‌های تامین مالی برای اجرای طرح‌ها و پروژه‌ها، استفاده از صندوق توسعه ملی می‌باشد. استفاده حداکثری از تسهیلات ارزان‌قیمت، اولویت همه سرمایه‌گذاران خواهد بود. در شرایط کنونی می‌توان گفت صندوق توسعه ملی ارزان‌قیمت‌ترین منابع برای سرمایه‌گذاران است، اما دریافت این نوع سرمایه با توجه به شرایط و ضوابط خاصی صورت می‌گیرد که عبارتند از:

 **توجه به مقررات عام:** مجموعه‌ای از مقررات در مورد تمامی پروژه‌ها قابل اجرا می‌باشد از جمله تایید بانک مرکزی، بازپرداخت اصل و سود تسهیلات از محل منابع صندوق توسط بانک‌های عامل، انعقاد قرارداد عاملیت با رعایت شرایط نظام‌نامه، ارائه طرح از سوی دریافت‌کننده سرمایه، نرخ بازده مورد انتظار، مجاز بودن دریافت‌کننده سرمایه، فعالیت‌های قابل قبول و ....


 **سایر الزامات:** این مقررات شامل رعایت قوانین و چارچوب مقررات بانک مرکزی، رعایت میزان سهم صاحبان سهم (نباید کمتر از ۲۰ درصد باشد)، برآورد هزینه مورد نیاز طرح، سهم آورده متقاضی (حداقل ۲۵٪)، استقراضی نبودن سهم آورده متقاضی، مدت زمان تسهیلات (حداکثر ۸ سال) و .... می‌باشد.

 **مسئولیت‌ها و تعهدات بانک عامل:** بانک عامل موظف به رعایت شرایطی است که عبارتند از: نظارت دقیق بر طرح‌های متقاضیان، تجهیز واحدهای پذیرش، اطلاع‌رسانی در خصوص طرح‌های



مصوب، اعتبارسنجی متقاضیان، ارزیابی گزارش توجیه طرح و تصویب یا رد آن، احراز کفایت بازدهی طرح‌ها، انعقاد قرارداد تامین مالی طرح‌ها و...

### شرایط و فرآیند دریافت تسهیلات از صندوق توسعه ملی:

 شرایط و فرآیند دریافت تسهیلات ریالی: متقاضیان دریافت تسهیلات ریالی از محل منابع صندوق توسعه ملی باید شرایط عمومی مندرج در نظامنامه ریالی «بخش چهارم ( اشخاص مجاز)» مصوب هیأت امنا صندوق توسعه ملی را دارا باشند. همچنین طرح‌های ارائه شده توسط متقاضیان دریافت تسهیلات از محل منابع صندوق توسعه ملی می‌بایست مطابق با بخش سوم نظامنامه ریالی در چارچوب فهرست اولویت‌های پرداخت تسهیلات ریالی باشد. فرآیند اعطای تسهیلات ریالی از محل سپرده‌گذاری منابع صندوق توسعه ملی به شرح زیر است:

درخواست بانک‌ها از صندوق توسعه ملی برای انجام سپرده‌گذاری از محل منابع صندوق در بانک‌های متقاضی	۱
بررسی درخواست بانک‌ها در صندوق بر اساس عملکرد و قوانین و انجام سپرده‌گذاری ریالی در بخش‌های مختلف در بانک‌های سپرده‌پذیر	۲
مراجعه متقاضیان تسهیلات ریالی به شعب بانک‌های سپرده‌پذیر	۳
بررسی درخواست متقاضیان (سرمایه ثابت/سرمایه در گردش) توسط ارکان اعتباری بانک مطابق با قرارداد فی‌مابین صندوق توسعه ملی و بانک سپرده‌پذیر و همچنین مقررات داخلی آن بانک	۴
اعطای تسهیلات ریالی به طرح‌ها (سرمایه ثابت/سرمایه در گردش) مصوب در بانک سپرده‌پذیر	۵

شایان ذکر است صندوق توسعه ملی در تصویب و بررسی طرح‌های متقاضی از محل سپرده‌گذاری این صندوق در بانک‌های سپرده‌پذیر، هیچ‌گونه اعمال نظری نداشته و در صورت تصویب طرح‌ها و فعالیت‌های متقاضیان در ارکان اعتباری بانک سپرده‌پذیر، تسهیلات مورد نظر راساً توسط بانک ذیربط طبق ضوابط صندوق توسعه ملی و مقررات داخلی بانک مربوط پرداخت خواهد شد.

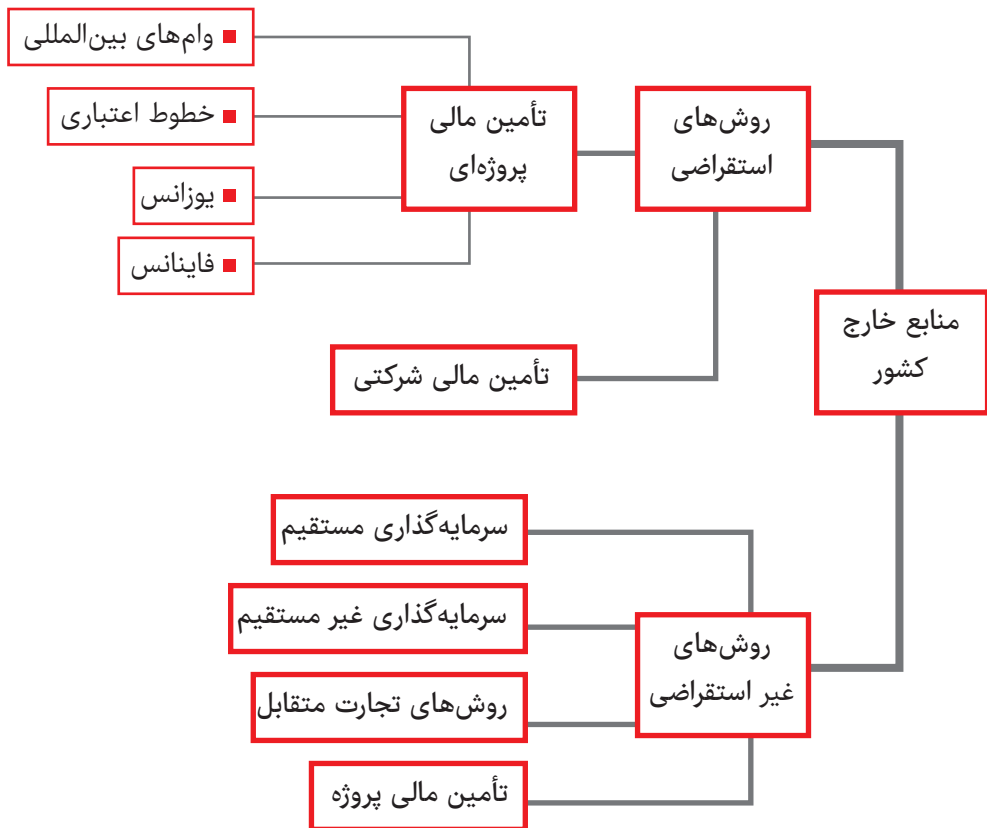
**شرایط و فرآیند دریافت تسهیلات ارزی:** متقاضیان دریافت تسهیلات ارزی از محل منابع صندوق توسعه ملی باید شرایط عمومی مندرج در نظامنامه ارزی «بخش پنجم ( اشخاص مجاز)» مصوب هیأت امنای صندوق توسعه ملی را دارا باشند. همچنین طرح‌های ارائه شده از طرف متقاضیان دریافت تسهیلات ارزی از محل منابع صندوق توسعه ملی می‌بایست مطابق با بخش چهارم نظامنامه ارزی در چارچوب فهرست اولویت‌های پرداخت تسهیلات ارزی باشد. فرآیند اعطای تسهیلات ارزی از محل منابع ارزی صندوق توسعه ملی در زیر نشان داده شده است:

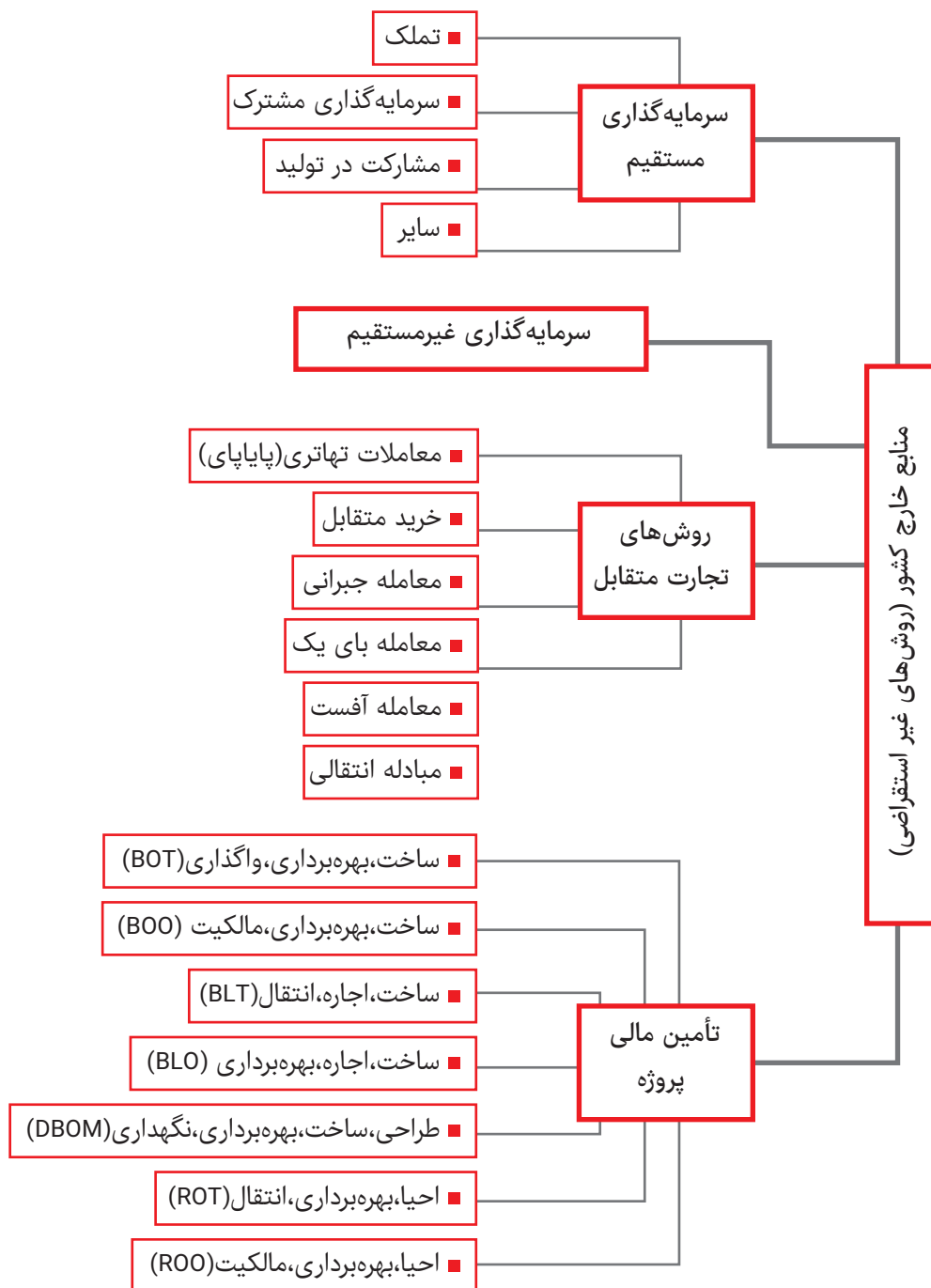
متقاضی	ارائه درخواست تسهیلات به بانک عامل برای اجرای طرح/ انجام فعالیت بر اساس فعالیت‌های واجد اولویت پرداخت تسهیلات، اعلامی از سوی صندوق توسعه ملی
بانک عامل	بررسی درخواست در چارچوب قرارداد عاملیت و نظام نامه ضوابط و شرایط اعطای تسهیلات ارزی صندوق توسعه ملی
بانک عامل	بررسی توجیه فنی، مالی و اقتصادی طرح/بررسی فعالیت و اهلیت متقاضی و تصویب در ارکان اعتباری بانک عامل
بانک عامل	تکمیل و ارسال شناسنامه اعتباری طرح/فعالیت مصوب و تایید شده به انضمام مستندات لازم به صندوق توسعه ملی
صندوق توسعه ملی	تطبیق مندرجات شناسنامه اعتباری و با ضوابط اعطای تسهیلات ارزی در چارچوب قرارداد عاملیت
صندوق توسعه ملی	اعلام وصول شناسنامه اعتباری به بانک عامل جهت انجام اقدامات بعدی در خصوص تقاضاهای منطبق با ضوابط صندوق
بانک عامل	انعقاد قرارداد با متقاضی و ارسال تصاویر قرارداد، اقرانامه درک و پذیرش ریسک نوسانات نرخ ارز به انضمام جداول زمان‌بندی بازپرداخت تسهیلات و مستندات واریز کارمزد تعهد (Commitment Fee) به حساب صندوق توسعه ملی
صندوق توسعه ملی	اعلام مسدودی مبلغ مورد درخواست به بانک مرکزی پس از اطمینان از صحت مستندات دریافتی توسط صندوق توسعه ملی
بانک مرکزی	صدور سند مسدودی و اعلام آن به بانک عامل و صندوق توسعه ملی
بانک عامل	پرداخت تسهیلات

### ۳-۲-۲- تامین مالی از محل منابع خارج کشور

جذب سرمایه‌های خارجی به یکی از مهمترین روش‌های تامین مالی برای اجرای پروژه‌های عمرانی تبدیل شده است، زیرا بزرگترین چالش پیش روی کشورهای در حال توسعه من جمله کشور ما، نحوه تامین مالی و تهیه بودجه اجرایی لازم برای انجام پروژه‌های زیربنایی و بهره‌برداری از محصولات و خدمات حاصل از آنها می‌باشد.

در واقع کمبود منابع که برای تامین سرمایه در داخل کشورها وجود دارد، موجب شده است تا به دنبال راه‌های جایگزین تامین مالی باشند. استفاده از سرمایه‌های خارجی می‌تواند به دو روش استقراضی و غیراستقراضی صورت بگیرد که در ادامه به آن پرداخته خواهد شد.





### ۳-۲-۲-۱- روش‌های استقرای تامین مالی از منابع خارج کشور

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.

**تامین مالی شرکتی:** در این نوع تامین مالی کشور یا موسسه وام دهنده علاوه بر اعطای وام، به نحوه هزینه شدن آن نیز نظارت کامل داشته و نوع مصرف را از ابتدا با وام گیرنده 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 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. شرکت‌ها با وجود تامین مالی دولتی از این نوع تامین مالی اجتناب می‌کنند چون این شیوه، ترازنامه آنها را تغییر می‌دهد و در ظرفیت 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. 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 اعتبار گیرنده 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 مراحل تکرار می‌شود و در بعضی

مواقع پروژه توجیه مالی خود را به علت بالارفتن هزینه‌ها از دست می‌دهد. به علاوه برای دریافت اعتبار لازم است تا درصدی 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 درخواست کننده سنجیده می‌شود و در زمان و هزینه صرف شده برای آن به نسبت روش تامین مالی پروژه‌ای بسیار کمتر است.

**تامین مالی پروژه‌ای:** تامین مالی پروژه‌ای عبارت است از تاسیس و به وجود آمدن يك موسسه تامین مالی مستقل قانونی با هدف تامین مالی پروژه‌ای زیربنایی. در این نوع تامین مالی کشور یا موسسه وام دهنده هیچ گونه شرطی را برای نحوه مصرف وام پرداختی قرار نمی‌دهد و در واقع فاز تامین مالی از فاز اجرایی آن کاملاً جدا است.

در روش تامین مالی پروژه‌ای، ملاک اصلی برای تامین کننده منابع مالی خارجی، «اقتصادی بودن طرح» می‌باشد. چنانچه مطالعات امکان سنجی طرح به لحاظ اقتصادی مثبت باشد، تامین کننده 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 در ازای اصل سود مورد توافق دریافت کند. برخی از روش‌های تامین مالی پروژه ای به شرح زیر می‌باشند:

 **فاینانس (Finance):** فاینانس در لغت به معنی «مالیه» یا تامین مالی می‌باشد و در بحث سرمایه‌گذاری به تامین مالی از طریق استفاده از منابع داخلی و یا دریافت و استفاده از وام ارزی اطلاق می‌شود.

به طور خلاصه قراردادهای فاینانس بدین مفهوم هستند که یک بانک یا موسسه تجاری خارجی وامی را به منظور عملیات معینی به کشور و یا شرکت مشخصی پرداخت کرده و در واقع کنترلی روی هزینه کردن آن ندارد و بنابراین تعهدی نیز برای به ثمر نشستن طرح نداشته و در سررسیدهای تعیین شده ای اصل و فرع آن را از طرف قرارداد و یا بانک تضمین کننده قرارداد دریافت می‌کند. در هر صورت روش فاینانس یک روش کوتاه مدت انتقال سرمایه به کشور است، زیرا پس از فرا رسیدن موعد بازپرداخت وام، می‌بایست اصل

سرمایه به همراه سود آن برگشت داده شود. بنابراین مهم‌ترین شرط در دریافت وام ارزی، تخصیص آن به طرح‌هایی است که دارای توجیه اقتصادی بوده و نرخ بازگشت سرمایه معقولی را داشته باشند.

به طور کلی دو روش فاینانس خودگردان و غیرخودگردان برای تامین مالی پروژه‌ها مورد استفاده قرار می‌گیرد. در روش اول، طرح (شرکت دریافت کننده اعتبار) باید توانایی صدور کالابرای بازپرداخت اقساط تسهیلات به صورت ارز را داشته باشد. اما در روش فاینانس غیرخودگردان، سرمایه لازم برای اجرای پروژه اقتصادی مشخص، توسط موسسه اعتباری و یا بانک عامل خارجی تامین می‌شود. مدت استفاده از منابع در این روش حدود ۱۰ الی ۱۲ سال است و نرخ بهره سالانه آنها بر حسب شرایط اقتصادی و ریسک کشور تعیین می‌شود که حدود ۱ الی ۴ درصد بیشتر از نرخ بهره بین بانکی لندن (لایبور) می‌باشد.

برخی مزایای استفاده از روش فاینانس عبارتند از:

- نرخ پائین بهره
- بلندمدت بودن زمان بازپرداخت
- امکان مدیریت توسط طرف داخلی
- انتقال ریسک دریافت وام به اعتبار گیرنده (دولت یا شرکت‌های دولتی و خصوصی خارجی) و انتقال ریسک نوسانات بازار ارز به طرف خارجی

برخی معایب استفاده از روش فاینانس عبارتند از:

- تاخیر در زمان اجرای پروژه باعث افزایش جرائم بانکی و بهای تمام شده پروژه می‌شود.
- فاینانس فقط جذب سرمایه فیزیکی است و انتقال دانش فنی و فناوری تلقی نمی‌گردد.
- معمولاً فاینانس باعث افزایش رقابت در صنعت کشور نمی‌گردد.
- به دلیل ریسک بالای سرمایه‌گذاری در ایران (از نظر بیگانگان)، هزینه بیمه وام‌های پرداختی به دولت و شرکت‌های ایرانی بالاتر از استانداردهای بین‌المللی است و این فرآیند باعث افزایش بهای تمام شده و در نهایت کاهش سود متعارف بنگاه‌ها می‌گردد.

**یوزانس (Usance):** یکی از روش‌های استقراض کوتاه مدت، یوزانس (ورود کالا و خدمات به شکل نسیه) می‌باشد که معمولاً بازارهای پولی و مالی کشورهای صنعتی برای حمایت از فروش تولیدات کشور خود آن را تامین یا تضمین می‌کنند و از بدترین نوع استقراض به ویژه برای استقراض در حجم زیاد به حساب می‌آید، زیرا زمان بازپرداخت آن بسیار کوتاه مدت بوده و معمولاً حتی در صورت تبدیل آنها به سرمایه تولیدی، فرصت کافی برای به گردش درآمدن چرخه تولید همان سرمایه وجود ندارد و بنابراین کشور متعهد، مکلف است از سایر منابع مالی خود برای تامین بازپرداخت وام اقدام کند، بنابراین در کوتاه مدت منابع مالی کشور به شدت تحت فشار قرار می‌گیرد.


معمولاً هزینه‌های مالی این نوع از استقراض‌ها سنگین بوده و تامین‌کننده این منابع نگران به ثمر نشستن نتایج هزینه نبوده و صرفاً تضمین‌های کافی برای برگشت اصل و فرع را از طریق دولت‌ها مطالبه می‌کند. هدف اصلی کشور یا منبع واگذارنده، فروش هر چه بیشتر و صادرات تولیدات داخلی است. در حقیقت این شیوه برای حمایت از صادرات است که کشورهای صادرکننده از آن استفاده می‌کنند.


### تفاوت روش فاینانس با روش یوزانس:

در روش فاینانس تنها بحث تامین مالی و دریافت پول به صورت وام مطرح است، در حالی که در روش یوزانس بحث کالا، خدمات و یا دانش فنی نیز وارد شده و در واقع این فناوری‌ها از کشور یا موسسه خارجی خریداری می‌گردد. با توجه به نرخ بهره و تنظیم نرخ محصول توسط وام دهنده این روش بسیار پرهزینه است.

**ریفاینانس (Refinance):** استفاده از خطوط اعتباری کوتاه مدت بین بانکی حداکثر یکساله برای گشایش اعتبارات اسنادی بابت واردات کالا را، تأمین مالی مجدد یا ریفاینانس می‌گویند. کلیه واردکنندگان کالا و خدمات می‌توانند اقدام به گشایش اعتبارات اسنادی با استفاده از خطوط اعتباری بین بانکی نمایند. تأمین مالی مجدد نوعی گشایش اعتبار اسنادی می‌باشد که فروشنده یا ذینفع در زمان معامله، طبق شرایط اعتبار وجه، اسناد را به صورت نقد از بانک کارگزار دریافت می‌نماید و خریدار با توجه به قرارداد منعقد شده با بانک در زمان تعیین شده در قرارداد اقدام به پرداخت وجه اسناد می‌نماید. حداکثر مهلت خریدار برای پرداخت وجه اسناد یک سال می‌باشد.



 خطوط اعتباری: در این حالت دریافت کننده خط اعتباری بدون پرداخت هیچ گونه پولی اجازه می‌یابد به اندازه معینی از تولیدات یا خدمات اعطاکننده خط اعتباری استفاده کرده و مطابق توافقات قبلی اقدام به بازپرداخت آن کند.

 وام‌های بین‌المللی: این روش براساس برقراری مشروط و مشخص برای استفاده از وام و اعمال کنترل موسسه وام دهنده بر نحوه هزینه شدن وام در زمان اجرای پروژه است. در این گونه موارد می‌بایست مطالعات امکان سنجی الزام شده توسط وام دهنده به انجام رسیده و توجیه فنی و اقتصادی پروژه مورد قبول وی قرار گیرد.

### تفاوت روش فاینانس با روش وام‌های بین‌المللی:

وام‌های دریافتی در این روش با روش فاینانس یک تفاوت عمده دارد و آن هم به برقراری مشروط و مشخص برای استفاده از وام و کنترل موسسه وام‌دهنده بر نحوه هزینه‌شدن وام در زمان اجرای پروژه برمی‌گردد.

### **۲-۲-۲-۲-۲-۲ روش‌های غیر استقراضی (سرمایه‌گذاری) تامین مالی از منابع خارج کشور**

در روش غیراستقراضی (سرمایه‌گذاری) تامین کننده منابع مالی (سرمایه‌گذار) با قبول ریسک ناشی از به کار گیری منابع مالی در فعالیت یا طرح مورد نظر، برگشت اصل و سود منابع سرمایه‌گذاری شده را از عملکرد اقتصادی طرح انتظار دارد. استفاده از روش‌های غیر استقراضی (سرمایه‌گذاری) به صورت‌های زیر انجام می‌گیرد:

 سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی

 سرمایه‌گذاری غیرمستقیم خارجی

 معاملات جبرانی (روش‌های تجارت متقابل)

 تامین مالی پروژه‌ها \*

---

\* شایان ذکر است نحوه طبقه بندی روش‌های غیراستقراضی خارجی در کتب و مقالات، متفاوت می‌باشد. در بعضی مقالات، روش‌های غیر استقراضی خارجی را به دو روش سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی و غیر مستقیم خارجی طبقه بندی کرده و روش‌های تامین مالی پروژه‌ها (از قبیل BOT، BOO و ...) را در قسمت روش‌های استقراضی خارجی طبقه بندی می‌کنند. در این کتابچه، روش‌های تامین مالی پروژه‌ها در سرفصل روش‌های غیراستقراضی خارجی گنجانده شده است.

به هر سرمایه‌گذاری در کشورهای بیگانه از سوی شرکت‌های خصوصی و افراد حقیقی (غیر از کمک‌های دولتی)، سرمایه‌گذاری خارجی گویند. توجیه و موضوعیت بحث سرمایه‌گذاری خارجی را می‌توان بر اساس سه محور مورد توجه قرار داد:

**محور اول** روش تامین مالی منابع مالی و ارزی برای سرمایه‌گذاری است که لازم است در هر کشوری انجام شود و همچنین کمبود منابعی است که هر کشوری با آن مواجه است و از طریق جذب سرمایه‌گذاری خارجی اقدام به تامین آنها می‌کند.

**محور دوم** به ورود دانش فنی پیشرفته، فناوری و مدیریت، به بخشی که خواهان سرمایه‌گذاری خارجی است، مربوط می‌شود. در مواردی که سرمایه‌گذاری خارجی از دانش فنی پیشرفته تری نسبت به شریک یا شرکای داخلی خود برخوردار است می‌تواند با آوردن دانش فنی خویش، زمان، فرصت و هزینه را برای رشد دانش فنی در داخل آن کشور صرفه جویی کند.

آوردن سهم بازار، **محور سوم** سرمایه‌گذاری خارجی است. بدین معنا که سرمایه‌گذاران خارجی به ویژه آنها که دارای سهمی از بازارهای خارجی هستند و یا برند معتبری دارند با شریک شدن در پروژه‌های داخلی، سهمی از بازار خود را به محصولی که به طور مشترک تولید می‌شود اختصاص می‌دهند. در واقع با این مشارکت سرمایه‌گذار داخلی سهمی از بازار خارجی کسب می‌کند و در مقابل نیز سهمی از بازار داخل کشور به سرمایه‌گذار خارجی واگذار می‌شود.

### سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی:

منظور از سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی، مشارکت یک یا چند سرمایه‌گذار خارجی در سهام ثبت شده یک موسسه داخلی است که حق و حقوقی را برای سرمایه‌گذار ایجاد می‌کند.

این نوع از سرمایه‌گذاری دارای مزایا و معایب مختلفی است. از جمله مزایای این روش برای دریافت‌کننده سرمایه عبارت است از: انتقال دانش فنی، افزایش توانمندی نیروی انسانی، مشارکت در سود و زیان، اشتغال‌زایی، عدم نیاز به سپردن تعهد مالی، کسب تجربه‌های مدیریتی و... در عین حال با توجه به این که معمولاً کشورهای سرمایه‌گذار به انحاء مختلف سعی در بالابردن سود خود و صرف کمترین هزینه و انتقال کمترین دانش ممکن را دارند، کشور سرمایه‌پذیر باید در تمام مراحل بسیار با دقت عمل کند.

از نظر صندوق بین‌المللی پول هدف از سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی برقراری منافع پایدار در

کشوری به جز موطن سرمایه‌گذار است به طوری که سرمایه‌گذار خارجی در مدیریت بنگاه میزبان نقش موثر داشته باشد. در عمل می‌توان سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی را نوعی سرمایه‌گذاری تعریف کرد که در کشوری به جز کشور مبدا انجام می‌شود و هدف از آن کسب منافع پایدار در کشور مقصد است. جذب این نوع سرمایه‌گذاری در کشورهای در حال توسعه با هدف جست‌وجوی منابع، جست‌وجوی بازار و جست‌وجوی کارآیی می‌باشد.

فراهم کردن تضمین‌ها و میزان خسارت وارده مالی برای سرمایه‌گذاری در مقابل خطرات غیرتجاری، یکی از شیوه‌های آماده‌سازی محیط سرمایه‌گذاری است که از راهکارهای آن طرح‌های بیمه‌ای است و به طور کلی ایجاد امنیت لازم برای جذب سرمایه‌گذاری و پذیرفتن اصل مالکیت خصوصی با پشتوانه و حقوقی منطبق با جوامع خاص لازم به نظر می‌رسد.

انواع روش‌های سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی به شرح زیر است:

- سرمایه‌گذاری مشترک
- تملک یا خرید
- ایجاد شعبه فرعی از شرکت
- مشارکت در تولید
- مشارکت در سود

در ادامه از بین روش‌های مزبور، با توجه به اهمیت بالای سرمایه‌گذاری مشترک (Joint Venture)، به تشریح آن پرداخته خواهد شد.

### **سرمایه‌گذاری مشترک (Joint Venture)**

سرمایه‌گذاری مشترک، نوعی ترتیبات همکاری مشارکتی بین دو یا چند شرکت مستقل است، به گونه‌ی که ثمره همکاری مذکور تشکیل شخصیت حقوقی سومی است که از لحاظ سازمانی کاملاً جدا و مستقل از تشکیل دهندگان اولیه است. به عبارت دیگر، سرمایه‌گذاری مشترک به نوعی از همکاری تجاری اطلاق می‌شود که طی آن طرفین مدیریت فعالیت خاصی را به نحو مشترک بر عهده می‌گیرند و در سود و زیان حاصله شریک می‌شوند. این نوع همکاری تجاری در سطح جهانی رواج گسترده‌ای دارد.

سرمایه‌گذاری مشترک یک مدل قراردادی است که وفق مفاد آن دو یا چند شخص حقیقی یا

حقوقی سرمایه نقدی یا غیرنقدی را با نظارت و مدیریت مشترک، طبق توافق‌های به عمل آمده در یک موضوع سرمایه‌گذاری به جریان می‌اندازد و در سود یا زیان حاصل از مشارکت به نسبت سهام متعلق به خود سهیم می‌شوند.

یکی از مسایل این روزها برای صاحبان کسب و کار، مشارکت با سرمایه‌گذاران خارجی در قالب سرمایه‌گذاری مشترک است. آنچه در نگاه اول برای طرف ایرانی حائز اهمیت است، انتقال فناوری و تامین مالی است. اما سرمایه‌گذاری مشترک علاوه بر آن، مزایایی به شرح زیر دارد:

- دستیابی به بازارها و مشتریان جدید
- بهبود و افزایش سرعت فرایند بازاریابی
- کاهش هزینه‌ها
- کاهش ریسک‌های متعدد شرکا
- افزایش یادگیری
- مدیریت ساختار صنعت
- مشارکت در سرمایه‌های معنوی شرکا، شامل سرمایه‌های انسانی (دانش و مهارت کارکنان و قابلیت‌ها و توانمندی‌های آنان) سرمایه‌های ساختاری (فرآیندها، فرهنگ، راهبرد، و ... سازمانی) سرمایه رابطه با مشتریان و تامین‌کنندگان مواد و محصولات اولیه مورد نیاز شرکا و ...
- ساختارمند ساختن رقابت
- دسترسی به سرمایه و نیروی کار ماهر و متخصص
- دسترسی به کانال‌های توزیع
- عبور از موانع تجاری و سیاسی با برقراری شراکت‌های بین‌المللی
- مقابله با فشارهای خارجی
- کاهش مراحل طراحی و توسعه محصولات
- دستیابی به مقیاس اقتصادی
- افزایش توان پاسخگویی به تقاضای مشتریان و هماهنگی با سلیقه‌های گوناگون

### **عناصر تشکیل‌دهنده سرمایه‌گذاری مشترک:**

در اکثر موارد سرمایه‌گذاری مشترک، ماهیت قراردادی یا شرکتی دارد اما عناصر مشترکی در همه آنها موجود است که در حقیقت عناصر و ارکان سازنده سرمایه‌گذاری مشترک است.

۱- طرفین سرمایه‌گذاری مشترک: طرفین می‌توانند اشخاص حقیقی یا حقوقی باشند در واقع دخالت فعال طرفین در اداره سرمایه‌گذاری مشترک از وجوه ممیزه آن است. چنانچه یکی از طرفین با وجود مشارکت در تأمین سرمایه و سهم شدن در سود فعالیت از مشارکت فعال در مدیریت امتناع کند، نمی‌توان روابط ایجاد شده را تحت عنوان سرمایه‌گذاری مشترک تحلیل نمود. همین امر سرمایه‌گذاری مشترک را از شرکت‌های سهامی، که در آن بسیاری از سهام‌داران پس از تأمین بخشی از سرمایه شرکت در مدیریت شرکت نقش فعالی ایفا نمی‌کنند، متمایز می‌کند.

۲- آورده یا سرمایه سرمایه‌گذاری مشترک: هر یک از طرفین قرارداد باید برابر تعهدی که پذیرفته‌اند، پول، کار، دانش یا هنر خود را به عنوان آورده، به فعالیت سرمایه‌گذاری مشترک اختصاص دهند. این آورده تفاوتی با آورده‌ی شرکت‌های دیگر ندارد و می‌تواند به صورت کار، پول نقد و یا مایه‌ی تجارتي، مثل حق بهره‌برداری از اختراع و علامت تجارتي و امتیاز و انتقال تکنیک و دانش باشد.

۳- تعهد شرافت: تعهد شرافت به این معناست که هیچ یک از طرفین قرارداد نمی‌تواند منافع خود را بر منافع شرکت یا شریک دیگر ترجیح دهد.

۴- تقسیم سود و زیان

۵- کنترل مشترک بر امور

۶- وکالت متقابل

### سرمایه‌گذاری غیر مستقیم خارجی:

هر نوع سرمایه‌گذاری که در آن سرمایه‌گذار خارجی مایل یا واجد شرایط لازم برای داشتن سهمی از سرمایه و مالکیت مشترک نباشد در این طبقه وسیع که با عنوان سرمایه‌گذاری غیرمستقیم شناخته می‌شود جا می‌گیرد. در سرمایه‌گذاری‌های خارجی غیرمستقیم، کلیه بخش‌ها در چارچوب روش‌های «مشارکت مدنی»، «بیع متقابل»، «قرارداد ساخت بهره‌برداری واگذاری (BOT)»، «برگشت سرمایه و منافع حاصله ناشی از عملکرد اقتصادی طرح مورد سرمایه‌گذاری و متکی به تضمین دولت، بانک‌ها یا شرکت‌های دولتی نباشد را شامل می‌شود.

در این نوع از سرمایه‌گذاری، کشور یا موسسه خارجی از طریق اوراق بهاداری نظیر سهام، اوراق قرضه بلندمدت، اوراق مشارکت بین المللی و... در تامین مالی پروژه مشارکت می‌کند.

تفاوت این روش با سرمایه‌گذاری مستقیم در این است که در روش سرمایه‌گذار در روند اجرای پروژه دخیل نشده و نظارتی ندارد و از نظر مالی نیز تعهدات نمی‌سپارد؛ تنها در صورت سود یا زیان پروژه، بر اساس سهم الشراکه داده شده، سود دریافت می‌کند.

### تجارت متقابل (Counter trade):

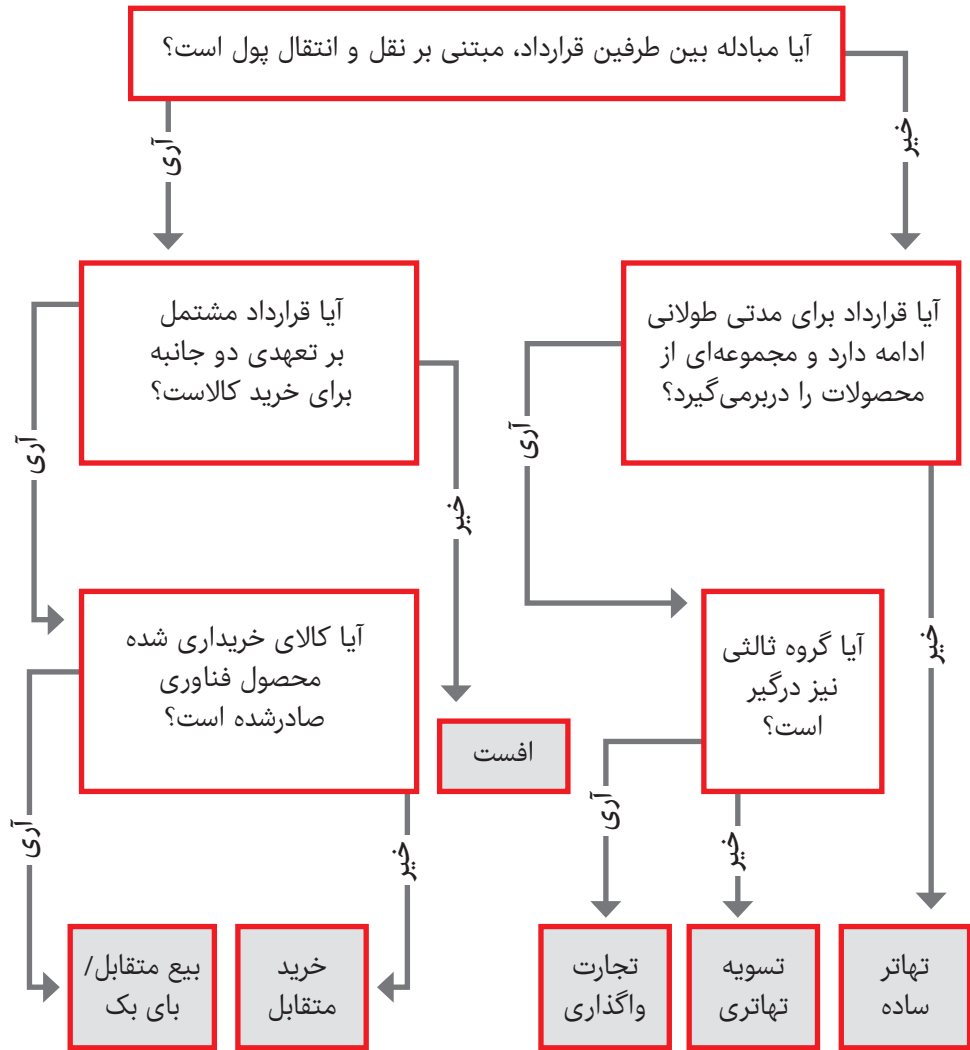
در این نوع از سرمایه‌گذاری که به آن معاملات جبرانی نیز می‌گویند، کشور یا موسسه سرمایه‌گذار در قبال فراهم سازی منابع نقدی (سرمایه لازم برای خرید تجهیزات و نیروهای تولید) و غیرنقدی (تجهیزات، فناوری، دانش فنی و...) مورد نیاز برای اجرای پروژه، اصل سرمایه (مالی و غیرمالی) خود را به همراه سود انتظاری از محل محصولات یا خدمات تولیدی همان پروژه یا طرح‌های داخلی دیگر و یا در برخی موارد به صورت معادل ارزی می‌نماید. مهم‌ترین روش‌های معاملات جبرانی عبارتند از:

- معاملات تهاتری (Barter): مبادله مستقیم کالاها بدون انتقال پول
- خرید متقابل (purchase Counter): قرارداد جداگانه‌ای است که از یک سو بر فروش کالا و از سوی دیگر بر تعهد صادرکننده به خرید از طرف تجاری خود تاکید می‌نماید.
- افسست (Offset): صادر کننده تجهیزات (غالباً هواپیمایی و نظامی) تعهد می‌نمایند که قطعات مورد استفاده در این تجهیزات یا محصولاتی دیگر از کشور واردکننده خریداری نموده یا موجبات خریداری آنها را فراهم نمایند.
- بیع متقابل (Buy Back)

در ادامه به تشریح روش بیع متقابل به عنوان مهم‌ترین روش معاملات جبرانی پرداخته می‌شود.

### **بیع متقابل (Buy Back)**

این قراردادها عموماً در طبقه قراردادهای خرید خدمت دسته‌بندی می‌شوند و شرکت سرمایه‌گذار خارجی کلیه وجوه سرمایه‌گذاری همچون خرید، نصب تجهیزات، راه‌اندازی و انتقال فناوری را بر عهده گرفته و پس از راه‌اندازی به کشور میزبان واگذار می‌کند. بازگشت سرمایه و همچنین سود سرمایه شرکت سرمایه‌گذار از طریق دریافت محصولات تولیدی و پس از راه‌اندازی طرح صورت

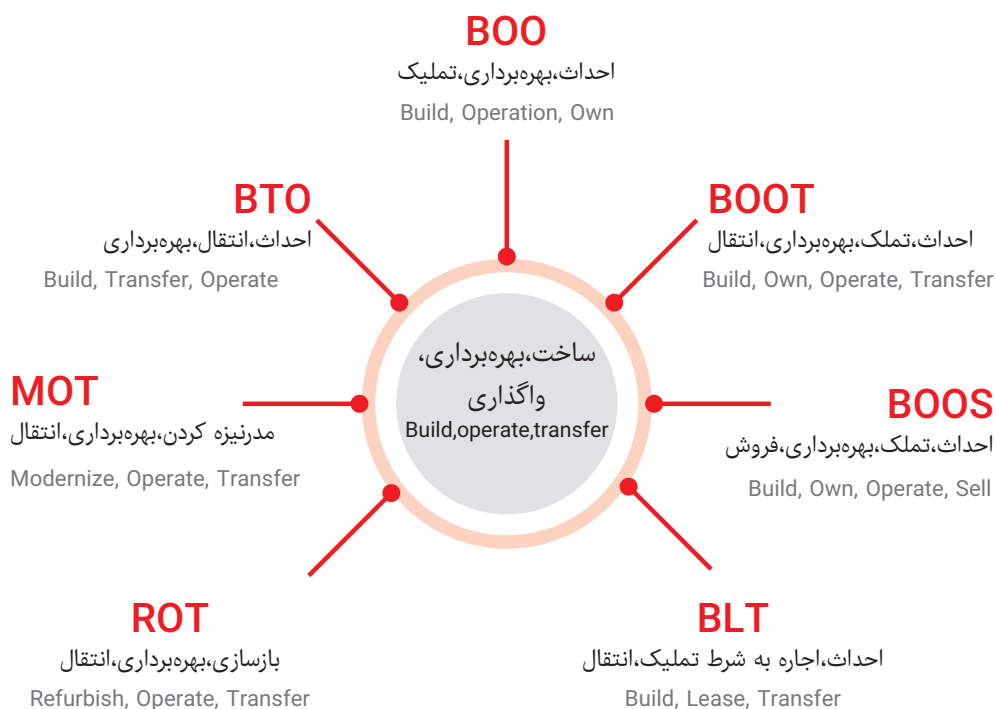


می‌گیرد. پرداخت‌ها به صورت نقدی و غیرنقدی امکان‌پذیر می‌باشد و طرف خارجی علاوه بر تامین مالی طرح در بیشتر موارد مسئولیت اجرایی و مهندسی، سفارشات، ساخت و نصب، انتقال فناوری، آموزش و راه‌اندازی را نیز متعهد می‌گردد. در حقیقت در این نوع قراردادها با یک پیمانکار عمومی رو به رو هستیم و طرف داخلی نظارت فنی و مالی پروژه را بر عهده خواهد داشت.

معامله بیع متقابل یکی از شیوه‌های تجارت متقابل است که نسبت به دیگر شیوه‌های آن و همچنین نسبت به خرید عادی تسهیلات از شکل پیچیده تری برخوردار است. در حالت کلی در این قرارداد، ابتدا تسهیلات و تجهیزات تولیدی توسط فروشنده اولیه به خریدار اولیه فروخته می‌شود و پس از تولید محصولات، خریدار اولیه محصولات تولید شده توسط تجهیزات فروشنده اولیه را به او خواهد فروخت.

### تامین مالی پروژه‌ها:

روش‌های تامین مالی پروژه، روش‌هایی هستند که با به کارگیری آنها، ساختار، نوع منابع پولی اعم از نقدی و اعتباری، روش بازپرداخت مبالغ استقراضی مورد نیاز پروژه مشخص می‌شوند. در این روش روابط قراردادی تامین کننده مالی با نهادهای مربوط مانند دستگاه اجرایی، وزارت امور اقتصادی و دارایی، بانک مرکزی، بانک عامل، سرمایه‌گذار و پیمانکار، تعیین و منابع مالی مورد نیاز مشخص می‌شوند. در ادامه به برخی از قراردادهای تامین مالی به منظور تامین مالی پروژه‌های بزرگ، به ویژه توسعه پروژه‌های زیربنایی که از طریق مشارکت عمومی خصوصی مورد استفاده واقع می‌شود اشاره می‌شود:





**ساخت، بهره‌برداری، واگذاری (BOT):** یکی از روش‌های اجرای پروژه‌های عمرانی، رویکرد ساخت، بهره‌برداری، واگذاری (BOT) است. این رویکرد روشی جامع به منظور طراحی، ساخت، بهره‌برداری و مدیریت سود پروژه است که با کمک گرفتن از سرمایه‌گذاران داخلی و خارجی بخش خصوصی صورت می‌گیرد و تلاش می‌کند تا کمترین هزینه ممکن به کارفرما وارد شود.

این روش یکی از روش‌های پذیرفته شده جهت مشارکت بخش خصوصی در توسعه پروژه‌های زیربنایی در سطح جهان می‌باشد. دولت‌های مختلف از این روش به عنوان یک روش مناسب برای سرمایه‌گذاری و ساخت سریع پروژه‌های زیربنایی که به شدت مورد نیاز جامعه می‌باشد استفاده می‌کنند. اصطلاح BOT اولین بار در دهه ۱۹۸۰ میلادی و هنگامی که دولت وقت ترکیه اعطای امتیاز چند نیروگاه را به مناقصه گذاشت، به کار برده شد.

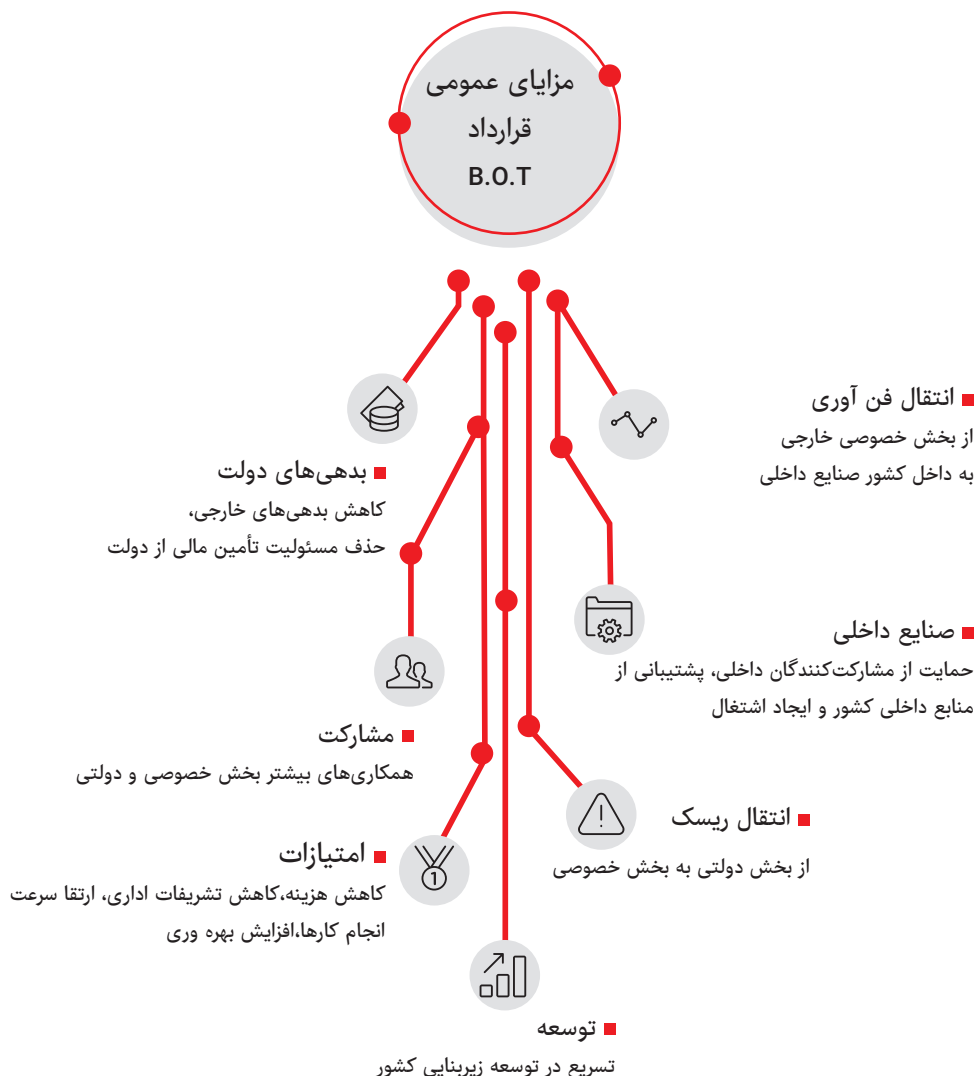
در این روش امتیاز ساخت و بهره‌برداری از پروژه به مدت معینی توسط کارفرما به یک شرکت یا کنسرسیوم متشکل از چند شرکت خصوصی تحت عنوان «شرکت پروژه» داده شده و انتقال طرح به کارفرما پس از طی مدت معینی و بعد از تحویل درآمد لازم محقق می‌گردد.

انجام این روش مانند سایر روش‌های اجرای طرح‌های بزرگ با تهیه اسناد مناقصه و پس از مرحله مطالعات اولیه توسط کارفرما آغاز می‌گردد. سپس سرمایه‌گذاران بخش خصوصی با بررسی اسناد مناقصه و حصول اطمینان از مثبت بودن نتایج امکان‌سنجی با ارائه پیشنهاد در مناقصه شرکت می‌کنند.

در مرحله بعدی و با تعیین برنده مناقصه و انجام مذاکرات اولیه یک شرکت با مسئولیت محدود به عنوان «شرکت پروژه» توسط سرمایه‌گذاران برگزیده تأسیس می‌شود. این شرکت، صاحب امتیاز BOT محسوب می‌گردد. سرمایه‌متولیان جهت تأسیس شرکت معمولاً ۲۰ تا ۳۰ درصد سرمایه‌گذاری لازم برای اجراء پروژه می‌باشد. مابقی سرمایه موردنیاز از طریق انعقاد موافقت‌نامه‌های مالی با بانک‌ها و موسسات مالی معتبر تأمین می‌گردد.

از اهم وظایف شرکت پروژه، عقد موافقت‌نامه‌های لازم با کارفرما، پیمانکار اجرایی، شرکت بهره‌بردار و موسسات مالی می‌باشد. معمولاً شرکت با عوامل کارفرما برای فروش محصول موافقت‌نامه‌ای بر مبنای تحویل با شرایط take or pay (بردار یا بپرداز) امضاء می‌نماید. در این حالت چنانچه خریدار محصول در مواقعی نیاز به محصول تولیدی نداشته باشد، ملزم به پرداخت

حدود ۸۰ درصد از قیمت محصول تولیدی می‌باشد. در این روش کارفرما بازپرداخت هیچ وامی را از طرف سرمایه‌گذاران یا متولیان پروژه تضمین نکرده و در نتیجه فشار ناشی از استقراض کاهش می‌یابد. به علاوه ریسک‌های مربوط به ساخت و فناوری‌های جدید نیز به طرف مقابل (بخش خصوصی) منتقل می‌گردد.



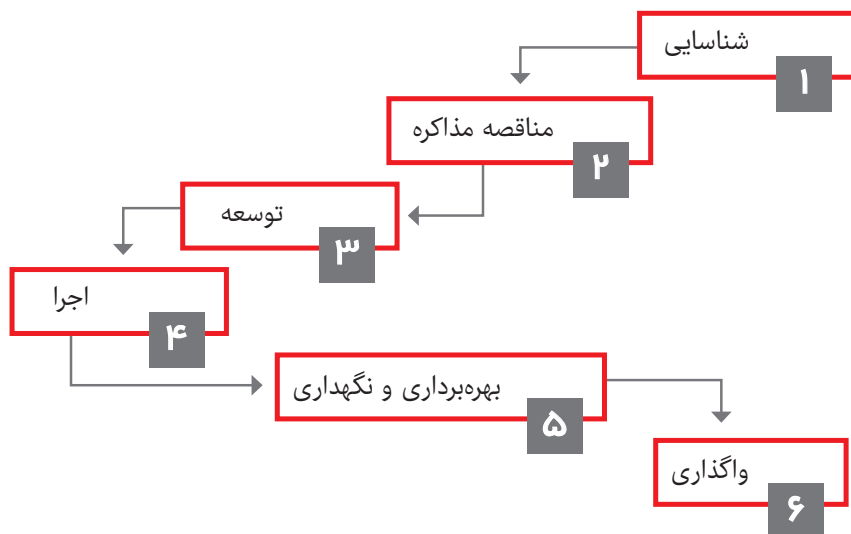
ویژگی‌های اساسی یک قرارداد BOT را می‌توان به شرح زیر برشمرد:

- 1. امتیاز ساخت یک پروژه اقتصادی از سوی کارفرما به شرکت پروژه اعطا می‌شود.
- 2. امتیاز بهره‌برداری از پروژه‌های اقتصادی ساخته‌شده، از سوی کارفرما برای مدت معینی به شرکت پروژه واگذار می‌شود.
- 3. شرکت پروژه مسئول تأمین مالی پروژه است.
- 4. شرکت پروژه مسئول طراحی، تأمین کالاها، ماشین‌آلات و مواد لازم برای ساخت و راه‌اندازی پروژه است.
- 5. مسئولیت بهره‌برداری از پروژه در مدت مقرر به‌عهده‌ی شرکت پروژه است.
- 6. شرکت پروژه از راه فروش کالا و خدمات حاصله از بهره‌برداری پروژه، اصل سرمایه، بهره‌های متعلقه و سود خود را بازیافت می‌کند.
- 7. پس از سپری‌شدن مدت مقرر برای بهره‌برداری، پروژه به‌طور رایگان به کارفرما منتقل می‌شود.
- 8. شرکت پروژه موظف است درطول بهره‌برداری و تا زمان تحویل، پروژه را قابل‌استفاده نگه دارد. در صورت لزوم، شرکت پروژه باید تعمیرات یا اصلاحات لازم را به‌هزینه‌ی خود انجام دهد؛ به‌نحوی که پروژه در زمان تحویل از نظر فنی، سالم و قابل بهره‌برداری باشد.

### پیش‌نیازهای قراردادهای BOT:

- 1. سه عامل را می‌توان به‌عنوان پیش‌نیاز عقد قراردادهای BOT برشمرد.
- 2. در وهله‌ی نخست، پروژه‌ی تعریف‌شده باید توجیه اقتصادی داشته باشد؛ به‌شکلی که نیاز کاربردی و محسوس آن در کشور حس شود.
- 3. عامل دوم، همت و عزم کافی دولت و بخش عمومی برای امضای قرارداد و صدور مجوزات لازم و نیز تضمین امنیت سرمایه‌گذاری در پروژه.
- 4. سومین و آخرین عامل برای انعقاد قراردادهای ساخت، بهره‌برداری و انتقال، وجود سرمایه‌گذاران و حامیان مالی است که ریسک‌های گوناگون پروژه را تا مرحله‌ی بهره‌برداری برعهده گیرند.

## روند به کارگیری روش BOT:



### احداث ، بهره برداری، تملیک (BOO):

قراردادهای B.O.O نوعی قرارداد بین المللی است که در آن «شرکت پروژه» نسبت به ساخت، تملک، راه‌اندازی و نگهداری پروژه برای همیشه اقدام کرده و عوارض اجاره‌ها، مخارج و درآمد پروژه را جمع می‌کند.

سرمایه‌گذار در B.O.O مسئول ساخت و بهره‌برداری از پروژه بوده و هیچ اجباری در مورد تحویل پروژه ساخته شده به دولت و یا بخش دولتی ندارد. در واقع مالکیت این پروژه‌ها در اختیار سرمایه‌گذار بوده و هیچگونه محدودیتی در مورد زمان بهره‌برداری از پروژه نداشته و قرارداد فاقد تعهد انتقال پروژه به دولت میزبان، پس از پایان امتیاز موجود است.

اینگونه پروژه‌ها در کشورهایی به وجود می‌آیند که :

الف: دارای حساسیت کمتری نسبت به واگذاری امتیاز به سرمایه‌گذاران خارجی می‌باشند.

ب: سیاست‌های روشنی جهت بهره‌گیری از سرمایه‌گذاری بخش خصوصی تدوین نموده‌اند.

ج: قبلاً تجربه کافی در روش (B.O.T) را کسب نموده باشند.

### **احداث، تملیک، بهره‌برداری، انتقال (BOOT):**

تمام مفروضات شبیه B.O.T است اما Own یا تملک از این جهت در این قرارداد به کار رفته است که «شرکت پروژه، اموال مادی موجود در پروژه را در طول مدت قرارداد مالک می‌شود و سپس آن را به دولت انتقال می‌دهد.

مالکیت کامل پروژه در طول مدت بهره‌برداری امکان واگذاری مالکیت به ثالث، امکان جانشینی، ایجاد و تنظیم تعرفه افزایش قیمت و ... را برای سرمایه‌گذار فراهم می‌آورد لیکن تعهد به انتقال پروژه در پایان زمان امتیاز به کارفرما، جزء لاینفک قرارداد است.

### **احداث، تملیک، بهره‌برداری، فروش (BOOS):**

چنانچه در پروژه‌های ساخت، تملیک و بهره‌برداری BOOT «شرکت پروژه» متعهد شود که پس از انقضای مدت معینی پروژه را در قبال دریافت مبلغی به کارفرمای مزبور بفروشد از عنوان احداث، تملیک، بهره‌برداری (BOOS) استفاده می‌شود.

### **احداث، اجاره به شرط تملیک، انتقال (BLT):**

چنانچه «شرکت پروژه» پروژه را بعد از احداث، تملک کرده و آن را برای مدت معینی در مقابل مبلغی به دولت یا بخش خصوصی اجاره دهد و پس از سپری شدن مدت، آن را به طور رایگان به کارفرما تملیک کند، از عنوان احداث، اجاره به شرط تملیک و انتقال (BLT) استفاده می‌شود.

تفاوت این روش با روش غیر مشارکتی «اجاره» در این است که روش اجاره، مشارکتی نیست و عملیات ساخت هم ندارد و «شرکت پروژه» با منابع خویش اقدام به احداث یا ساخت در پروژه نکرده است ولی در روش BLT کل یا قسمتی از پروژه توسط (و با منابع) «شرکت پروژه» ساخته می‌شود.

### **بازسازی، بهره‌برداری، انتقال (ROT):**

چنانچه پروژه‌ای یا تاسیساتی که هم اکنون موجود است، به بخش خصوصی واگذار گردد تا توسط بخش خصوصی بازسازی شده و متقابلاً برای مدتی مورد بهره‌برداری بخش خصوصی قرار گیرد و سپس به کارفرما منتقل شود از عنوان بازسازی، بهره‌برداری، انتقال (ROT) استفاده می‌شود.

### **مدرنیزه کردن، بهره‌برداری، انتقال (MOT):**

چنانچه پروژه زیربنایی موجود، به بخش خصوصی واگذار شود تا آن را به یک پروژه مدرن تبدیل کرده و درعوض برای مدتی مورد بهره‌برداری قرار دهد و سپس آن را به طور رایگان به کارفرما منتقل نماید از اصطلاح مدرنیزه کردن، بهره‌برداری، انتقال (MOT) استفاده می‌شود.

### **احداث، انتقال، بهره‌برداری (BTO):**

چنانچه در یک قرارداد BOT طرفین بخواهند تاکید کنند که مالکیت پروژه و تاسیسات آن به محض اتمام به کارفرما منتقل شود ولی درعوض کارفرما امتیاز استفاده انحصاری از پروژه را برای مدت مشخصی به «شرکت پروژه» اعطا کند از اصطلاح احداث، انتقال، بهره‌برداری (BTO) استفاده می‌شود.



۴

مشکلات موجود در اجرای  
تامین مالے پروژهها در ایران

مشکلات موجود در اجرای تامین مالی پروژه‌ها در ایران عمدتاً دارای مشکلاتی به شرح زیر است:

۱- تغییرات و نوسانات زیاد براساس یک سری برآوردها و بررسی‌های اولیه پروژه‌ای در سطح کلان تعریف می‌شود. به علت وجود مشکلات فراوان در سیستم اداری کشور تا زمان شروع پروژه وقفه قابل توجهی به وقوع می‌پیوندد و با طولانی شدن زمان اجرا (۲ تا ۳ برابر پیش بینی اولیه)، امکان تغییر مجریان و مسوولان ذیربط با احتمال بسیار بالایی مطرح بوده و با ابلاغ سیاست‌های جدید مساله بغرنج‌تر و پیچیده‌تر می‌شود. در نهایت طرح در روز اول با برآوردهای آن زمان دارای توجیه اقتصادی بوده ولی با گذشت سالیان متمادی و نزدیک شدن به پایان طرح، اقتصادی بودن آن به طور جدی زیر سوال می‌رود.

۲- ضعف سیستم مالی کشور: یکی از اشکالات پروژه‌های بزرگ در کشور ضعف و ناتوانی سیستم مالی کشور می‌باشد. به دلایل مختلف تقاضای پول از طرف پیمانکار و تامین پول از طرف کارفرما مطابق نیستند و در نهایت تعویق پروژه‌ها را موجب می‌شوند. بنابراین با لحاظ نمودن مشکلات فوق که بخشی از اشکالات مربوط به انجام پروژه‌های بزرگ می‌باشد، می‌بایست به این مسائل نیز به صورت اساسی نگاه کرد و در خصوص کاهش هزینه‌ها در کنار انتخاب روش مناسب برای انجام پروژه‌ها از طرف متولیان امر چاره‌اندیشی شود. چندین مساله در به وجود آمدن رابطه اعتباری بین بانک‌های خارجی و ایران مورد توجه است.

اول اینکه خطوط اعتباری بین کشورها بر اساس سنجش ریسک کشور و گروه‌بندی آنها و در نظر گرفتن سقف اعتبار با توجه به ریسک برای هر گروه می‌باشد که در بحث ریسک مساله ثبات و امنیت اقتصادی و سیاسی برای اطمینان وام‌دهنده‌ها از بازپرداخت وام‌ها نقش مهمی دارد مساله‌ای که در ایران به دلیل تحریم‌ها در سال‌های اخیر و کاهش روابط و تعاملات بین‌المللی حساس‌تر است و از جانب وام‌دهندگان مورد توجه بیشتری قرار می‌گیرد.

در وام مساله مورد توجه بازپرداخت به موقع وام است. بدیهی است در صورتی گیرنده اعتبار قادر به بازپرداخت به موقع می‌باشد که پروژه بر طبق برنامه مشخص پیش رفته و به بهره‌برداری برسد و این امر مستلزم داشتن مدیریت صحیح پروژه و آشنایی با ریسک‌های پروژه است. عدم مدیریت صحیح باعث ایجاد تاخیر و افزایش هزینه، و عدم جوابگویی وام در زمان مناسب می‌شود. اطمینان خاطر وام‌دهنده‌ها از ثبات در زمینه قانونی و سیاسی کشور میزبان پروژه نیز بسیار مورد توجه است.



در ایران تعداد بسیار زیادی از پروژه‌ها به دلیل عدم مدیریت صحیح که در بعضی از موارد ناشی از عوامل خارج از سازمان پروژه است (افزایش بهای مواد اولیه تعرفه‌ها، افزایش حقوق کارکنان و...) در زمان مشخص خود به انجام نمی‌رسند و همین مساله پروژه‌ها را در بازپرداخت‌ها دچار مشکل می‌کند.

راه‌حل مورد توجه دیگر در جذب منابع مالی خارجی استفاده از سرمایه‌گذاری خارجی است که نه تنها در کشورهای در حال توسعه مانند ایران بلکه در بسیاری از کشورهای دیگر هم به دلیل بحث موضوعیت سرمایه‌گذاری خارجی که به آن اشاره شد (تامین منابع مالی، ورود فناوری جدید سهم بازار) مورد توجه و استقبال قرار می‌گیرد. با توجه به آمار ارائه شده در دسته‌بندی سرمایه‌گذاری خارجی به دو دسته مستقیم و غیرمستقیم در قالب قراردادهای مشاهده می‌شود که سرمایه‌گذاری مستقیم بیشتر در ایران استفاده شده است. شاید از دلایل آن بتوان به این نکته اشاره کرد که هنوز ایران با سازوکارهای قانونی قراردادهای و روند اجرای کامل آنها آشنایی ندارد بنابراین سرمایه‌گذار ترجیح می‌دهد تا با داشتن کنترل بر روی تمامی بخش‌های درگیر، در پیشبرد پروژه نقش داشته باشد.

از جمله موارد مورد توجه در ایران این است که به دلیل مشکلات اجرای خصوصی‌سازی در ایران طرف اکثر سرمایه‌گذاری‌ها دولت است و دولت در بسیاری از موارد با توجه به شرایط خاص خود تصمیم‌گیری می‌کند که ممکن است بر روند اجرای قراردادهای و اجرای پروژه تأثیر بگذارد در پروژه‌هایی که از نظر دولت حساس و راهبردی به حساب می‌آیند از جذب سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی اجتناب می‌شود مثل مسائل نفتی، نظامی و... در این حالت انتخاب شکل صحیح قراردادهای نقش بسیار مهمی در موقعیت پروژه دارد.



٦

جمع بندی

انتخاب روش تامین مالی مناسب در مورد پروژه‌ها و تامین سرمایه در گردش مساله مهمی است. 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.

هدف از تامین مالی، سرمایه‌گذاری، سودآوری، کاهش ریسک و برطرف کردن نیازهای اقتصادی و اجتماعی بنگاه است. سود ناشی از کسب کار بنگاه، از عوامل مهم تداوم فعالیت بنگاه اقتصادی تلقی گردیده و منبع مهمی برای تامین مالی فعالیت‌های عملیاتی بنگاه در آینده است.

شرکت‌ها در تصمیمات تامین مالی، با دو منبع تامین مالی داخلی و تامین مالی خارجی روبرو هستند. روش‌های تامین مالی داخلی شامل سود انباشته، اندوخته‌های قانونی و احتیاطی، فروش دارایی‌ها، عاملیت حساب‌های دریافتی و ... می‌باشد. ولیکن در بسیاری از پروژه‌های مهم بنگاه‌های اقتصادی، امکان تامین مالی داخلی وجود نداشته و در چنین شرایطی بنگاه‌ها برای تامین وجه نقد سرمایه‌گذاری و وجه نقد سرمایه در گردش و اطمینان از فروش بیشتر کالا، به تامین منابع مالی خارجی گرایش پیدا می‌کنند. تامین منابع خارجی به دو بخش منابع داخل کشور و منابع خارج کشور طبقه‌بندی می‌شود.

شرکت‌ها می‌توانند برای تامین منابع از داخل کشور به بانک‌ها، صندوق توسعه ملی، لیزینگ و بازار سرمایه مراجعه کنند. در شرایط فعلی اقتصاد کشور، بانک‌محور بوده و بار اصلی تامین مالی واحدهای تولیدی بر دوش سیستم بانکی کشور است. و بازارهای دیگر نظیر بازارهای بورس و ... عمدتاً به دلیل عدم آشنایی کافی با روش‌های تامین مالی در بازار سرمایه از اقبال عمومی برخوردار نیستند و نتوانستند سهم عمده‌ای در تامین مالی شرکت‌ها به خصوص شرکت‌های کوچک و متوسط ایفا کنند.

روش‌ها و ابزارهای مختلفی برای تامین مالی به منظور تامین تجهیزات، سرمایه در گردش و ... برای پروژه‌های صنعتی، معدنی، ساختمانی و غیره در بازار سرمایه وجود دارد که به دو روش کلی تامین مالی مبتنی بر بدهی و تامین مالی سرمایه‌ای تقسیم می‌شود. تامین مالی از طریق بازار سرمایه مزایای زیادی برای شرکت‌ها دارد که می‌توان به امکان تامین مالی با حجم بسیار بالا و بلند مدت، پرداخت اصل بدهی در سررسید، تنوع ابزارهای تامین مالی متناسب با نیاز بنگاه‌ها و ... اشاره کرد.

علاوه بر موارد فوق، جذب سرمایه‌های خارجی به یکی از مهمترین روش‌های تامین مالی برای اجرای پروژه‌های عمرانی تبدیل شده است. هر چند به دلیل تحریم‌های ظالمانه و ... شرکت‌ها در سنوات اخیر عمدتاً به جذب منابع مالی از طریق منابع داخل کشور متکی بوده‌اند. روش‌های تامین مالی از طریق منابع خارج کشور به دو روش استقراضی (از قبیل فاینانس، یوزانس و ...) و غیراستقراضی (از قبیل سرمایه گذاری مشترک، بیع متقابل، BOT و ...) طبقه بندی می‌شود.

## منابع و مآخذ

- ۱- اسلامی میلانی، پریسا و اسمعیلی، شاپور (۱۳۹۲). مروری بر شیوه‌ها و روش‌های تامین مالی پروژه‌ها. ششمین کنفرانس توسعه نظام تامین مالی در ایران.
- ۲- زرندی، سعید و اکرم، سید سعید (۱۳۹۴). روش‌های تامین منابع مالی. سازمان برنامه و بودجه کشور، <https://www.mporg.ir>.
- ۳- غنی زاده، بهرام و بارانی، زینب (۱۳۹۴). روش‌های تامین مالی در بنگاه‌های اقتصادی. نشریه حسابدار رسمی، شماره ۲۹.
- ۴- مصطفی‌پور، منوچهر (۱۳۹۵). نگاهی به روش‌ها و ابزارهای تامین مالی با تاکید بر بازار بدهی. مجله اقتصادی، شماره‌های ۷ و ۸.
- ۵- موسویان، سید عباس (۱۳۹۸). ابزارهای مالی اسلامی (صکوک). تهران: سازمان انتشارات پژوهشگاه فرهنگ و اندیشه اسلامی. چاپ هشتم.
- ۶- هیبیتی، فرشاد و احمدی، موسی (۱۳۸۸). بررسی تکنیک‌های تامین مالی پروژه محور در تامین مالی اسلامی، پژوهشنامه اقتصادی، شماره ۳۴.

۷- Brealey, Myers and Marcus (۲۰۰۱). *Fundamentals of corporate finance*, United States: university of phoenix.

۸- C. Esty, Benjamin (۲۰۰۴). *Modern Project Finance: A case Book*. John Wiley & Sons, Inc.

۹- L. Hoffman, Scott (۲۰۰۸). *The Law and Business of International Project Finance*, Transnational Publishers, Inc., Kluwer Law International.













هدف اصلی از هر نوع فعالیت اقتصادی، سودآوری است و کسب سود بدون وجود منابع مالی امکان‌پذیر نمی‌باشد. نحوه تامین مالی و تهیه بودجه اجرایی لازم برای انجام پروژه‌های زیربنایی و بهره‌برداری از محصولات و خدمات حاصل از آنها در حال حاضر به عنوان یکی از مهمترین چالش‌های پیش‌روی کشورهای در حال توسعه است.

روش‌های متعددی برای تامین مالی بنگاه‌ها متناسب با نیازشان وجود دارد ولیکن تامین منابع مالی در ایران عمدتاً به صورت سنتی و در شبکه بانک‌های تجاری و تخصصی انجام می‌شود. خوشبختانه در سال‌های اخیر، حرکتی نوین به سمت فعال‌سازی ظرفیت‌های نهفته در بازار سرمایه برای تامین مالی شرکت‌ها و طرح‌ها آغاز شده و دارای مزایای زیادی از قبیل امکان تامین مالی با حجم بسیار بالا و بلند مدت، پرداخت اصل بدهی در سررسید، تنوع ابزارهای تامین مالی متناسب با نیاز بنگاه‌ها و ... می‌باشد.



تهیه و تنظیم: روابط عمومی شرکت گروه مدیریت سرمایه‌گذاری امید