

▶ 221.168

▶ 207.581

▶ 192.168

▶ 158

روش‌ها و ابزارهای تامین مالی

پروژه در بازار سرمایه

(با نگاهی به تجربه بورس‌های جهانی)



معاونت مطالعات اقتصادی و آینده‌پژوهی
اتاق بازرگانی، صنایع، معادن و کشاورزی تهران





معاونت مطالعات اقتصادی و آینده پژوهی

اتاق بازرگانی، صنایع، معادن و کشاورزی تهران

روش‌ها و ابزارهای تامین مالی پروژه در بازار سرمایه (با نگاهی به تجربه بورس‌های جهانی)

**از طریق پست الکترونیکی زیر می‌توانید پیشنهادهای و نظرات اصلاحی خود را به واحد
مربوطه منعکس نمایید:**

economic_research@tccim.ir

موضوع این گزارش، الزامات موضوع اتاق بازرگانی، صنایع، معادن و کشاورزی تهران نیست.

استفاده از مطالب این گزارش با ذکر منبع بلامانع است.

شهریور ۱۴۰۴



خلاصه مدیریتی

تأمین مالی همواره یکی از چالش‌های اساسی پیش‌روی بنگاه‌های اقتصادی در مسیر تحقق اهداف تولیدی، تجاری و سرمایه‌گذاری آن‌ها بوده است. در ادبیات اقتصادی، تأمین مالی به مجموعه‌ای از فرآیندها و سازوکارهایی اطلاق می‌شود که از طریق آن‌ها منابع مالی لازم برای اجرای طرح‌ها و پروژه‌های اقتصادی، از منابع داخلی یا بیرونی، جذب و تخصیص می‌یابد. انتخاب شیوه مناسب تأمین مالی، متناسب با ماهیت پروژه، ریسک‌ها، بازده مورد انتظار و شرایط بازارهای مالی، نقش تعیین‌کننده‌ای در موفقیت و پایداری بنگاه‌ها دارد. بررسی‌ها حاکی از این است که بنگاه‌های اقتصادی ایران همواره برای تأمین مالی نیازمند منابع مالی گسترده‌ای هستند. گزارش‌های فصلی پایش محیط کسب و کار اتاق ایران در زمستان ۱۴۰۳ نیز نشان می‌دهد که مولفه «دشواری تأمین مالی از بانک‌ها» دومین مولفه نامناسب محیط کسب و کار نسبت به سایر مولفه‌ها است. در این بین بازار سرمایه نقش حیاتی در تأمین مالی اقتصاد و تسهیل فرآیندهای مالی ایفا می‌کند. این بازار به‌عنوان پل ارتباطی بین سرمایه‌گذاران و شرکت‌ها عمل کرده و به تأمین مالی پروژه‌های مختلف اقتصادی کمک می‌کند. اهمیت بازار سرمایه در تسهیل منابع مالی به‌عنوان یک ابزار حیاتی در رشد و توسعه اقتصادی، در طول زمان افزایش یافته است. توسعه روش‌های تأمین مالی و سرمایه‌ای می‌تواند به‌عنوان یک راهکار کلیدی در جذب سرمایه پایدار و موثر در اقتصاد کشورها عمل نموده و به رشد اقتصادی و افزایش کارایی بازارهای مالی کمک شایانی کند. بررسی تطبیقی نشان می‌دهد که هر یک از بورس‌های بزرگ جهان، با توجه به ساختار نهادی و سیاست‌های مالی خود، از رویکردها و ابزارهای متفاوتی برای تأمین مالی پروژه‌ها بهره می‌گیرند. بورس لندن با تمرکز بر پایداری مالی، به‌ویژه از طریق توسعه اوراق سبز و صندوق‌های سرمایه‌گذاری زیرساختی، نقشی پیشرو در جذب سرمایه بین‌المللی برای پروژه‌های زیست‌محیطی ایفا می‌کند. بورس نیویورک عمدتاً بر بازار بدهی شرکتی و انتشار سهام شرکت‌های فعال در حوزه زیرساخت تمرکز دارد و در عین حال از یک نظام پیشرفته اوراق قرضه شهرداری برخوردار است که نقشی مهم در تأمین مالی پروژه‌های محلی ایفا می‌کند. در بورس توکیو، با راه‌اندازی بازار اختصاصی برای صندوق‌های سرمایه‌گذاری زیرساخت و حمایت از نهادهای مدیریت پروژه، تلاش شده است سرمایه‌گذاران داخلی به سمت مشارکت در پروژه‌های بلندمدت سوق داده شوند. در هنگ‌کنگ نیز، دولت از طریق انتشار فعال اوراق قرضه زیرساختی و اوراق سبز، نقش مستقیمی در توسعه بازار سرمایه ایفا می‌کند و همچنین با ایجاد زیرساخت‌های معاملاتی مناسب، این فرآیند را تسهیل کرده است. نکته مشترک میان همه این بورس‌ها، وجود چارچوب‌های نظارتی شفاف و بهره‌گیری از سازوکارهای انگیزشی مانند تضمین‌های دولتی، مشوق‌های مالیاتی یا معافیت‌های مقرراتی است که نقش تعیین‌کننده‌ای در افزایش جذابیت سرمایه‌گذاری در پروژه‌های بلندمدت ایفا می‌کند. بر این اساس، توسعه ابزارهای مالی متنوع و تقویت زیرساخت‌های قانونی، بورس‌ها را به محور اصلی تأمین مالی پروژه‌های ملی و فراملی تبدیل کرده است. در ایران شاهد بهبود نسبی وضعیت تأمین مالی سرمایه‌ای هستیم اما طولانی بودن فرآیند تأمین مالی سرمایه‌ای، قدیمی بودن برخی قوانین، فقدان برخی روش‌ها، عدم آگاهی کافی سهامداران از انواع روش‌ها و کاستی‌های نظارتی از جمله نقاط ضعفی هستند که لازم است مورد توجه قرار گیرند.

Executive Summary

Financing has always been one of the fundamental challenges faced by businesses in achieving their production, commercial, and investment goals. In economic literature, financing refers to a set of processes and mechanisms through which the necessary financial resources for implementing economic plans and projects are attracted and allocated from internal or external sources. Selecting an appropriate financing method, based on the nature of the project, associated risks, expected returns, and financial market conditions, plays a decisive role in the success and sustainability of businesses. Studies indicate that Iranian businesses have always required substantial financial resources for their operations. According to the *Business Environment Monitoring* reports by the Iranian Chamber of Commerce for Winter 1403 (2024-2025), the indicator of "difficulty in obtaining financing from banks" was identified as the second most unfavorable factor in Iran's business environment compared to other indicators. In this context, the capital market plays a vital role in financing the economy and facilitating financial processes. Acting as a bridge between investors and companies, this market contributes significantly to funding various economic projects. The importance of the capital market as a critical tool for facilitating financial resources for growth and economic development has increased over time. Expanding financing and capital-raising methods can serve as a key strategy for attracting sustainable and effective investments in national economies and can significantly support economic growth and enhance the efficiency of financial markets. A comparative review shows that major stock exchanges around the world, based on their institutional structures and financial policies, employ diverse approaches and instruments for project financing. The London Stock Exchange, with its focus on financial sustainability—particularly through the development of green bonds and infrastructure investment funds—plays a leading role in attracting international investment for environmental projects. The New York Stock Exchange primarily concentrates on the corporate debt market and the issuance of shares by infrastructure-related companies, while also benefiting from an advanced municipal bond system that plays a key role in financing local projects. In Tokyo, the establishment of a dedicated market for infrastructure investment funds and the support for project management entities have aimed to encourage domestic investors to participate in long-term projects. Similarly, in Hong Kong, the government actively engages in the capital market by issuing infrastructure and green bonds, while the Hong Kong Stock Exchange (HKEX) facilitates this process by providing suitable trading infrastructures. A common feature among all these exchanges is the presence of transparent regulatory frameworks and the use of incentive mechanisms such as government guarantees, tax incentives, or regulatory exemptions, all of which play a decisive role in enhancing the attractiveness of long-term project investments. Accordingly, developing diverse financial instruments and strengthening legal frameworks have turned stock exchanges into key hubs for financing national and transnational projects.

In Iran, although there has been a relative improvement in capital financing, several weaknesses remain that require attention. These include the lengthy financing processes, outdated laws, absence of certain financing methods, insufficient awareness among shareholders regarding financing options, and regulatory shortcomings.



فهرست مطالب

مقدمه.....	۶
۱. نگاهی به نظام تامین مالی در اقتصاد ایران با تمرکز بر تامین مالی از بازار سرمایه.....	۷
۲. تعریف تامین مالی پروژه.....	۱۱
۱-۲. اشخاص فعال در پروژه.....	۱۲
۲-۲. روش‌های تامین مالی پروژه.....	۱۲
۱-۲-۲. ۱. اوراق بدهی، برای تامین مالی پروژه.....	۱۵
۲-۲-۲. ۲. صندوق های تامین مالی.....	۱۶
۳-۲-۲. ۳. شرکت های سهامی عام پروژه.....	۱۸
۴-۲-۲. ۴. صندوق زمین و مسکن.....	۱۹
۵-۲-۲. ۵. روش تامین مالی جمعی.....	۱۹
۳. تجربه بورس‌های جهانی در تأمین مالی پروژه‌ها.....	۲۰
۴. مزایا و معایب تامین مالی پروژه‌های ملی کشور از طریق بازار سرمایه.....	۲۸
۵. نتیجه‌گیری.....	۳۰
۶. منابع.....	۳۳



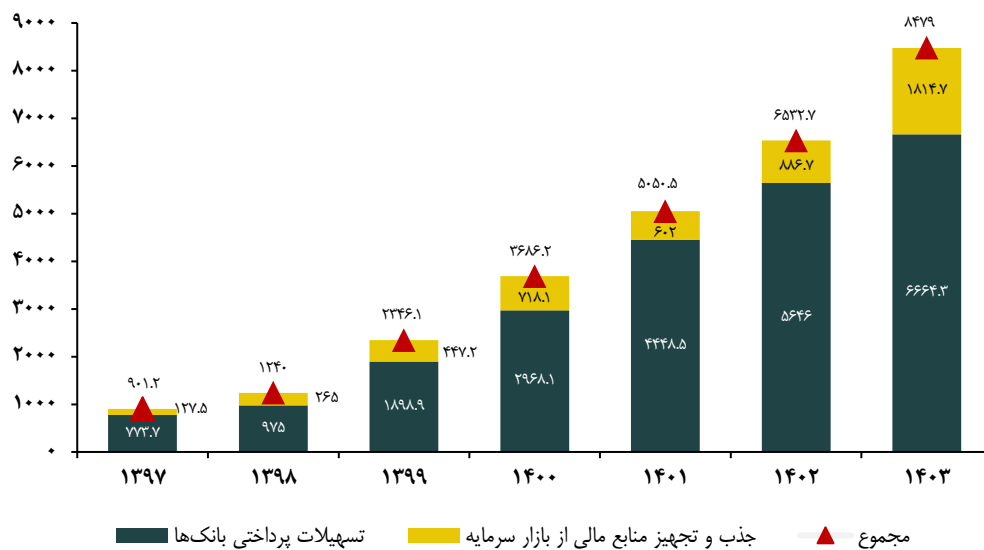
مقدمه

با توجه به محدودیت بودجه عمومی و منابع مالی خارجی، پیشرفت بسیاری از پروژه‌های زیرساختی به دلیل کمبود منابع مالی معطل مانده‌اند. همزمان رونق و عمق بخشی به بازار بورس، نشان داده که بازار سرمایه داخلی ظرفیت‌های زیادی را برای تامین مالی پروژه‌ها فراهم می‌کند اما عموماً به دلیل عدم آشنایی مدیران پروژه‌های کشور بلااستفاده می‌ماند. محوریت نظام بانکی در تامین مالی در ایران و در عین حال ناکارآمدی بانک‌ها در جذب نقدینگی و هدایت منابع به سمت تولید لزوم به‌کارگیری و توسعه ابزارها و نهادهای مالی را بیش از پیش نمایان می‌سازد. در این گزارش برخی از روش‌های تامین مالی پروژه‌ها با استفاده از ظرفیت‌های بازار سرمایه معرفی شده‌اند. در هر حال باید به در نظر داشت که هر یک از این ابزارهای تامین مالی، محدودیت‌ها و کاربردهایی خاصی دارد و بسته به شرایط پروژه و الزامات ذینفع می‌بایست از بین آن‌ها دست به انتخاب زد. پس از بررسی این روش‌ها، تجارب بورس کشورهای مختلف جهان در تامین مالی پروژه‌ها مورد ارزیابی قرار گرفته و درنهایت پیشنهادهایی برای ایران به‌منظور تامین مالی پروژه‌های کشور از طریق بازار سرمایه ارائه شده است.



۱. نگاهی به نظام تامین مالی در اقتصاد ایران با تمرکز بر تامین مالی از بازار سرمایه

در ادبیات اقتصادی، بازارهای مالی به عنوان جریان های هدایت کننده منابع مالی از بخش غیرمولد اقتصاد به بخش مولد آن، دارای نقشی حیاتی در اشتغال زایی، سرمایه گذاری، تثبیت متغیرهای پولی و مالی و در مجموع رفاه جامعه هستند. اهمیت این بازارها به حدی بالاست که از آن ها به عنوان شریان های اصلی اقتصاد یاد می شود. در یک طبقه بندی کلی می توان بازارهای مالی را به دو بازار پول و سرمایه دسته بندی کرد. به منظور بررسی نقشی هر کدام از این بازارها در تامین مالی بنگاه های ایران از دو شاخص ارزش بازار سهام برای نقش سرمایه و مانده تسهیلات اعطایی بانک ها برای نقش بازار پول استفاده می شود. نمودار ۱ تامین مالی از طریق بازار سرمایه و بازار پول را طی سال های ۱۳۹۷ تا ۱۴۰۳ پوشش می دهد.



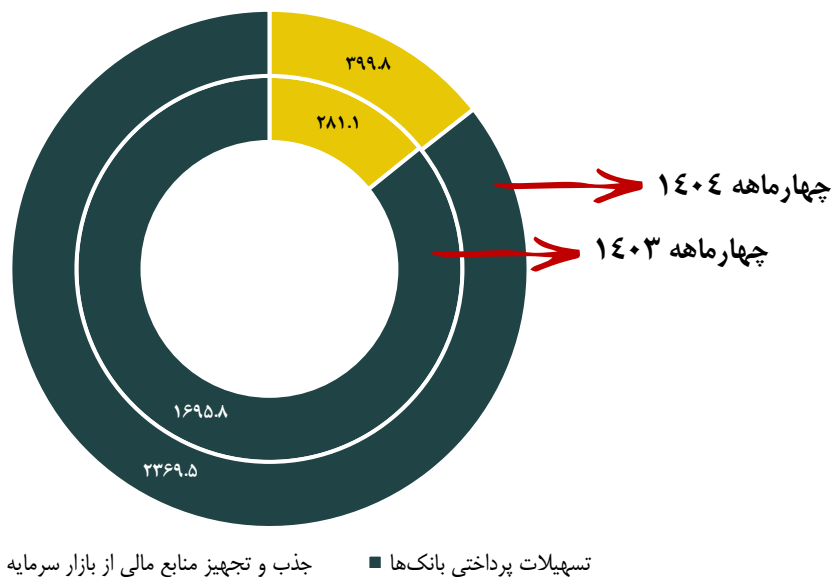
نمودار ۱. روند تامین مالی ایران از طریق بازار سرمایه و بازار پول طی سال های ۱۳۹۷ تا ۱۴۰۳ - هزار میلیارد تومان
منبع: بانک مرکزی و سازمان بورس و اوراق بهادار

بر اساس نمودار پرواضح است در بازه زمانی ۱۳۹۷ تا سال ۱۴۰۳ نظام تامین مالی در اقتصاد ایران مبتنی بر بازار پول است. بررسی دقیق آن بیانگر این واقعیت است که با وجود رشد نسبی بازار سرمایه، همچنان ساختار تامین مالی کشور به شدت بانک محور باقی مانده است. در سال های ابتدایی دوره مورد بررسی (۱۳۹۷ و ۱۳۹۸) تقریباً تمامی منابع مالی از طریق نظام بانکی تامین شده و سهم بازار سرمایه بسیار ناچیز بوده است. نقطه عطف این روند در سال ۱۳۹۹ شکل گرفته که هم زمان با رونق کم سابقه بازار سهام، سهم بازار سرمایه در تجهیز منابع افزایش یافته و نسبت به سال های قبل جهش قابل توجهی داشته است. با این حال، از سال ۱۴۰۰ به بعد، اگرچه حجم مطلق تامین مالی از بازار سرمایه همچنان در حال رشد بوده اما رشد سریع تر تسهیلات بانکی باعث شده سهم غالب همچنان در اختیار بازار پول باقی بماند و در سال های پایانی نمودار (۱۴۰۲ و ۱۴۰۳) بیش از ۸۰ درصد



کل تأمین مالی کشور توسط بانکها انجام شود. این الگو نشان می‌دهد که اقتصاد ایران همچنان به شدت متکی بر منابع بانکی است و این امر پیامدهای مهمی به همراه دارد. اول اینکه فشار بیش از اندازه بر شبکه بانکی منجر به انباشت مطالبات غیرجاری و تشدید تنگنای اعتباری می‌شود. دوم اینکه تأمین مالی از طریق تسهیلات بانکی، به‌ویژه در شرایطی که رشد اعتبارات از رشد تولید فراتر می‌رود، می‌تواند محرک افزایش نقدینگی و تورم پایدار باشد. سوم اینکه ضعف در توسعه بازار سرمایه باعث شده بنگاه‌ها از دسترسی به منابع مالی بلندمدت و پایدار محروم بمانند و چرخه سرمایه‌گذاری بلندمدت به درستی شکل نگیرد. در مجموع، با وجود رشد نسبی بازار سرمایه و تلاش سیاست‌گذاران برای تقویت آن، تصویر کلی نمودار به‌روشنی بیانگر آن است که نظام تأمین مالی ایران طی سال‌های ۱۳۹۷ تا ۱۴۰۳ عمدتاً بانک‌محور بوده و اصلاح این وضعیت نیازمند تعمیق بازار سرمایه، گسترش ابزارهای نوین مالی، افزایش انتشار اوراق بدهی شرکتی و پروژه‌ای و نیز کاهش بار تأمین مالی دولت و بخش خصوصی بر دوش بانکها است.

کل تأمین مالی در اقتصاد ایران طی چهار ماهه نخست ۱۴۰۴ از طریق بازار پول و سرمایه حدود ۲۷۶۹.۳ هزارمیلیارد تومان بوده که نسبت به مدت مشابه سال قبل حدود ۴۰ درصد افزایش یافته است. مشارکت بازار پول به‌عنوان عامل مسلط برابر با ۳۴ واحد درصد و مشارکت بازار سرمایه نیز حدود ۶ واحد درصد است.

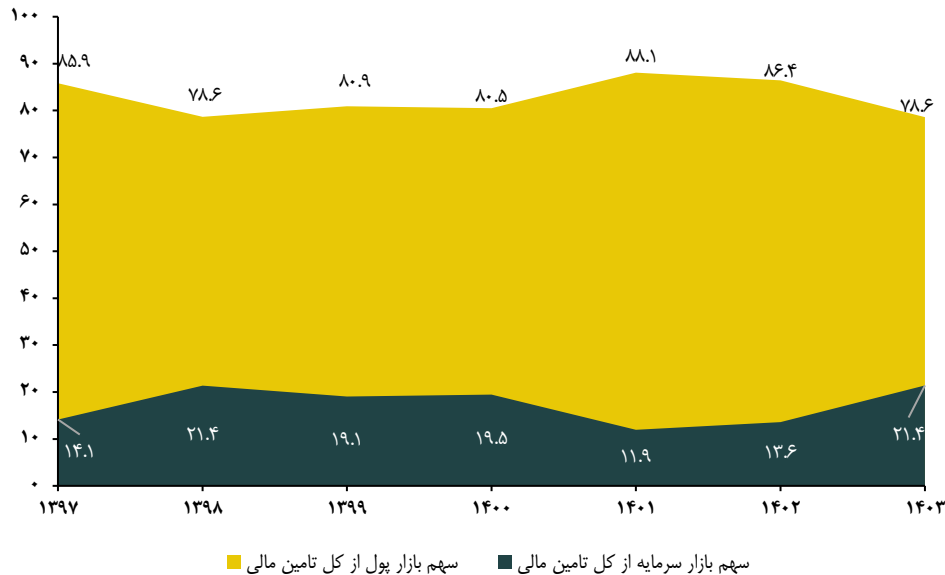


نمودار ۲. تأمین مالی از طریق تسهیلات پرداختی بانکها و جذب و تجهیز منابع مالی از بازار سرمایه طی چهارماهه ۱۴۰۴ نسبت به چهارماهه ۱۴۰۳ - هزارمیلیارد تومان

منبع: بانک مرکزی و سازمان بورس و اوراق بهادار



در نمودار ۳، روند سهم بازار پول و سرمایه از کل تامین مالی نمایش داده شده است. در ساختار نظام تأمین مالی ایران، بازار پول به طور مستمر سهم غالب را به خود اختصاص داده و نقش مسلطی ایفا کرده است. تحلیل داده‌های سال‌های ۱۳۹۷ تا ۱۴۰۳ نشان می‌دهد که سهم بازار پول از مجموع تأمین مالی در این بازه، در محدوده‌ای بین ۷۸ تا بیش از ۸۸ درصد نوسان داشته است. در مقابل، سهم بازار سرمایه طی همین دوره صرفاً بین ۱۱ تا بیش از ۲۱ درصد متغیر بوده است. این شکاف معنادار حاکی از غلبه ساختاری منابع پولی در فرآیند تأمین مالی اقتصاد ایران و در عین حال، جایگاه نسبتاً محدود، ناپایدار و غیرساختاریافته بازار سرمایه در این فرآیند است.



نمودار ۳. سهم بازار پول و سرمایه از کل تامین مالی طی سال‌های ۱۳۹۷ تا ۱۴۰۳ - درصد

منبع: بانک مرکزی و سازمان بورس و اوراق بهادار

عدم توازن آشکار بین سهم بازار پول و سرمایه از کل تامین مالی، به یکی از مهم‌ترین عوامل فشار بر شبکه بانکی و به تبع آن بر بانک مرکزی تبدیل شده است. ناتوانی در بازپرداخت تسهیلات اعطاشده به پروژه‌های کلان و اغلب دیربازده، بانک‌ها را در موقعیتی شکننده قرار داده و عملاً جریان بازگشت منابع مالی را مختل کرده است. پیامد این وضعیت، اتکای بیشتر بانک‌ها به منابع بانک مرکزی و در نهایت خلق پول پر قدرت بوده که خود به گسترش نقدینگی و جهش تورم با شدت و ابعادی کم‌سابقه منجر شده است.

در چهار ماهه نخست ۱۴۰۴ نیز، سهم بازار پول از کل تامین مالی برابر با ۸۵.۶ درصد و سهم بازار سرمایه از کل تامین مالی برابر با ۱۴.۴ درصد بوده است. در مقایسه چهار ماهه نخست ۱۴۰۳، سهم بازار سرمایه در تامین مالی در طی چهار ماهه نخست سال جاری حدود ۰.۲ واحد درصد بهبود یافته اما همچنان بازار پول نقش غالب را در تامین مالی دارا است.



نتیجه گیری:

در سال‌های اخیر، بازار سرمایه ایران با رشد قابل توجهی مواجه بوده است؛ اما با وجود این پیشرفت‌ها، هنوز نتوانسته است نقش مؤثری در تأمین مالی بخش خصوصی یا پروژه‌ها ایفا کند. این وضعیت به‌ویژه در مقایسه با نظام بانکی که همچنان بار عمده‌ای از تأمین مالی را بر دوش دارد، قابل تأمل است (سلگی و نظاری، ۱۴۰۲). برای آنکه بازار سرمایه به گزینه‌ای جذاب برای تأمین مالی بخش خصوصی تبدیل شود، لازم است ویژگی‌های زیر را دارا باشد:

۱. سرعت بالا در فرآیند تأمین مالی؛ فرآیندهای پیچیده و زمان‌بر موجود در بازار سرمایه، به‌ویژه برای شرکت‌های کوچک و متوسط، مانع از جذب سرمایه‌گذاران و تأمین مالی سریع می‌شود. این امر به‌ویژه در شرایط اقتصادی پیچیده و نیاز به واکنش سریع به فرصت‌ها و تهدیدها، اهمیت بیشتری پیدا می‌کند.
۲. شفافیت اطلاعاتی: نبود شفافیت کافی در بازار سرمایه، منجر به افزایش ریسک‌های سرمایه‌گذاری و کاهش اعتماد سرمایه‌گذاران می‌شود. مطالعات نشان می‌دهند که فقدان شفافیت می‌تواند به افزایش فعالیت‌های رانت‌جویانه و کاهش کارایی بازار منجر شود (رودری و همکاران^۱، ۲۰۲۳).
۳. سادگی و کارایی در فرآیندها: وجود مقررات پیچیده و بروکراسی‌های اداری، به‌ویژه برای شرکت‌های کوچک و متوسط، مانع از دسترسی آسان به منابع مالی از طریق بازار سرمایه می‌شود. این پیچیدگی‌ها می‌توانند هزینه‌های غیرمستقیم و پنهانی را برای فعالان اقتصادی به همراه داشته باشند.

بررسی مطالعات انجام شده در این زمینه گویای آن است که هرچه اقتصاد در مراحل اولیه توسعه یافتگی قرار داشته باشد، به دلیل نبود زیرساخت‌های مناسب برای فعالیت بازار، نظام مالی به سمت بانک‌محوری متمایل می‌شود. در ایران نیز به‌طور عمده بانک‌ها عهده‌دار تأمین مالی بوده و بازار سرمایه در این فرآیند نقش چشم‌گیری نداشته است. باید این نکته مهم را در نظر گرفته شود که یکی از ارکان نظام مالی بازار مالی است و هرچه بازار مالی عمیق‌تر و توسعه یافته‌تر باشد، بنگاه‌ها و سرمایه‌گذاران برای تأمین مالی پروژه‌های سرمایه‌گذاری خود امکان انتخاب نسبت بهینه‌ای از بدهی را خواهند داشت. چنین شرایطی نه تنها به افزایش فرصت‌های سرمایه‌گذاری و کارآفرینی می‌انجامد، بلکه می‌تواند نقش مهمی در بهبود توزیع درآمد، کاهش نابرابری‌های اقتصادی و در نهایت ارتقای سطح رشد و توسعه اقتصادی ایفا کند (اکبری روشن و شاکری، ۱۳۹۳). در بازارهای مالی پیشرفته مانند ایالات متحده آمریکا حدود ۷۵ درصد تأمین مالی اقتصاد از اوراق بدهی و سهام صورت می‌گیرد و تنها حدود ۱۵ درصد از تأمین مالی اقتصاد بر عهده سیستم بانکی است (انجمن صنعت اوراق بهادار و بازارهای مالی آمریکا^۲، ۲۰۲۲).

در یک نظام مالی توسعه یافته واسطه‌های مالی با هدایت پس‌اندازهای خانوارها به بهره‌ورترین پروژه‌های سرمایه‌گذاری، باعث افزایش تشکیل و کارایی سرمایه و به تبع آن تقویت رشد اقتصادی

¹ Roudari et al

² Securities Industry and Financial Markets Association (SIFMA)



می‌شوند. تخصیص بهینه منابع مالی به بخش‌های گوناگون اقتصادی از طریق بازارهای مالی کارا ممکن است. در کشورهای توسعه یافته ابزارهای بدهی نقش اصلی تامین مالی بنگاه‌های اقتصادی برعهده دارند. در ایران به دلیل قوانین ضد ربوی ابزارهای مالی اسلامی (صکوک) جایگزین ابزارهای بدهی توسعه یافته شده‌اند؛ اما نتوانسته‌اند سهم لازم را به خود اختصاص دهند.

بازار پول در اقتصاد ایران همواره با چالش‌هایی جدی روبه‌رو بوده است که از مهم‌ترین آنها می‌توان به ضعف در شفافیت و کمبود نظارت کارآمد اشاره کرد. در چنین فضایی، ردیابی و ارزیابی نحوه مصرف تسهیلات اعطاشده به بنگاه‌ها و افراد دشوار است و به همین دلیل، مشخص نیست این منابع در مسیر تولید و فعالیت‌های مولد به کار گرفته می‌شوند یا آنکه به سمت فعالیت‌های سفته‌بازانه و غیرمولد سوق پیدا می‌کنند. این خلأ نهادی، ریسک انحراف منابع مالی را افزایش داده و مانعی جدی برای کارایی نظام تأمین مالی کشور ایجاد کرده است.

در نقطه مقابل، بازار سرمایه با اتکا به سازوکارهای شفاف و مبتنی بر افشای اطلاعات، توانسته بخش مهمی از این ضعف ساختاری را پوشش دهد. نظارت دقیق بر جریان سرمایه در این بازار موجب شده است تا منابع مالی صرفاً در طرح‌ها و پروژه‌هایی به کار گرفته شوند که از منظر اقتصادی توجیه‌پذیر و مورد پذیرش سرمایه‌گذاران باشند. در نتیجه، تنها بنگاه‌هایی قادر به جذب منابع هستند که چشم‌انداز سودآوری و ارزش‌افزایی آنها در فضای رقابتی بازار تأیید شود.

با توجه به تحولات مثبت و گسترش ابزارهای نوین در بازار سرمایه، امروز بنگاه‌های اقتصادی در ایران فرصت‌های بیشتری برای تأمین مالی و توسعه فعالیت‌های خود در اختیار دارند. این تغییرات نه تنها مسیر رشد را هموارتر کرده، بلکه افق جدیدی از امکان بهره‌گیری از منابع مالی شفاف و کارآمد را پیش روی فعالان اقتصادی قرار داده است. با این حال، چالش‌هایی همچون ناهماهنگی در ساختار مالی و ضعف در نظام حاکمیت شرکتی همچنان از موانع جدی استفاده کامل از ظرفیت‌های بازار سرمایه به شمار می‌آید. با وجود این، استمرار روند اصلاحات و تقویت زیرساخت‌های نهادی می‌تواند زمینه‌ساز شکل‌گیری نظامی پایدارتر و اثربخش‌تر در تأمین مالی پروژه‌های اقتصادی کشور باشد. از این رو، با توجه به اهمیت موضوع، در ادامه ابعاد مختلف تأمین مالی پروژه‌ها از مسیر بازار سرمایه مورد بررسی قرار خواهد گرفت.

۲. تعریف تأمین مالی پروژه

تأمین مالی پروژه به فرآیند تأمین منابع مالی مورد نیاز برای طراحی، ساخت و بهره‌برداری از یک پروژه زیرساختی یا صنعتی بزرگ اطلاق می‌شود، به گونه‌ای که بازپرداخت اصل و سود سرمایه صرفاً از محل جریان‌های نقدی ایجادشده توسط خود پروژه انجام می‌پذیرد. در این ساختار، تعهدات مالی محدود به دارایی‌ها و درآمدهای پروژه است و بانی، تعهدی نسبت به بازپرداخت بدهی‌ها ندارد، مگر آنکه تعهدات مشخصی در قرارداد پذیرفته باشد. در نتیجه، سرمایه‌گذاران ریسک بازپرداخت را بر اساس قابلیت درآمدزایی پروژه ارزیابی می‌کنند و دارایی‌ها و منافع پروژه از جمله قراردادهای پیش‌فروش، درآمدهای عملیاتی و سایر جریان‌های مالی مرتبط به‌عنوان وثیقه مطالبات



آنان تلقی می‌شود. در این نوع از تأمین مالی، اموال شخصی یا سایر دارایی‌های بانی از محل تعهدات پروژه مصون می‌مانند. به عبارت دیگر، تأمین مالی پروژه تکنیکی برای افزایش اعتبار و جذب سرمایه است که در آن، درآمدهای آتی پروژه به‌عنوان پشتوانه بازپرداخت دیون به‌کار گرفته می‌شود (ژو و سون، ۲۰۲۳).

۲-۱. اشخاص فعال در پروژه

تأمین مالی پروژه‌ها، به‌ویژه در مقیاس‌های بزرگ، اغلب با پیچیدگی‌های ساختاری همراه است که مستلزم مشارکت طیفی از ذی‌نفعان با نقش‌ها و مسئولیت‌های متنوع می‌باشد. این پیچیدگی‌ها موجب می‌شود که هر پروژه، به اقتضای ماهیت فنی، مالی و نهادی خود، دارای ساختاری منحصر به‌فرد باشد و از این‌رو، ترکیب خاصی از بازیگران تخصصی را درگیر نماید. با این حال، نقطه آغازین در تمامی پروژه‌ها، حضور «بانی پروژه» است؛ نهادی متشکل از یک یا چند شرکت، سازمان یا کنسرسیوم دارای منافع اقتصادی یا راهبردی در تحقق پروژه. بانیان پروژه وظیفه تدوین، ارائه و ترویج طرح پروژه را بر عهده دارند و در تلاش‌اند با جلب حمایت دولت، نهادهای مالی، سرمایه‌گذاران بالقوه، بیمه‌گران و سایر ذی‌نفعان، منابع مالی لازم برای اجرای پروژه را فراهم آورند. برای تفکیک مالکیت و مسئولیت‌ها و نیز تسهیل فرآیندهای حقوقی و مالی، بانیان معمولاً اقدام به تأسیس «شرکت پروژه» می‌نمایند. این شرکت که به‌طور معمول به صورت شرکت با مسئولیت محدود (LLC) و با هدف خاص ثبت می‌گردد، به‌عنوان مالک رسمی پروژه شناخته می‌شود و مسئولیت کلیه مراحل ساخت، توسعه، بهره‌برداری و نگهداری پروژه را بر عهده دارد. چارچوب حقوقی و ساختار مالکیتی شرکت پروژه تابع قوانین کشور میزبان و مفاد قراردادهای میان بانیان پروژه است و طراحی آن به‌گونه‌ای انجام می‌شود که ضمن شفاف‌سازی نقش‌ها، ریسک‌ها و منافع، مدیریت مؤثر پروژه و جذب سرمایه‌گذاران تسهیل گردد (گاتی، ۲۰۲۳).

۲-۲. روش‌های تأمین مالی پروژه

در فرآیند تأمین مالی پروژه‌ها، یکی از اهداف اصلی بانیان پروژه، انتخاب سازوکارهایی است که منجر به کاهش یا به‌تعویق انداختن تعهدات مالی مستقیم آن‌ها شود. در این راستا، جذب منابع مالی از سایر نهادهای تأمین‌کننده سرمایه، با حداقل هزینه و بیشترین اثربخشی، در اولویت قرار دارد. با این حال، امکان بهره‌برداری از منابع دارای ضریب اهرمی بالا و نرخ هزینه پایین، به عوامل متعددی از جمله شرایط حاکم بر بازارهای مالی، جذابیت اقتصادی پروژه و میزان پذیرش آن در میان سرمایه‌گذاران بستگی دارد. یکی از الزامات کلیدی در موفقیت فرایند تأمین مالی، استحکام ساختار مالی پروژه و شفافیت آن در ارائه اطلاعات تحلیلی است که بتواند ریسک سرمایه‌گذاران را کاهش داده و اعتماد آن‌ها را جلب کند. در این میان، برخی نسبت‌های مالی از اهمیت ویژه‌ای برخوردارند و نقش تعیین‌کننده‌ای در ارزیابی قابلیت پروژه برای تأمین مالی از طریق بازار سرمایه دارند که عبارتند از:



۱. نسبت بدهی به حقوق صاحبان سهام: این شاخص با تقسیم کل بدهی بر میزان حقوق صاحبان سهام محاسبه می‌شود و بیانگر درجه اهرم مالی پروژه است. در پروژه‌هایی که سهم بانیان به‌عنوان حقوق صاحبان سهام پایین است، این تلقی ایجاد می‌شود که تعهد و اعتماد بانیان به موفقیت پروژه محدود بوده و بخش عمده‌ای از ریسک به سرمایه‌گذاران منتقل شده است. چنین شرایطی باعث افزایش ریسک ادراک‌شده و کاهش جذابیت پروژه برای سرمایه‌گذاران می‌شود.

۲. نسبت توان بازپرداخت بدهی‌ها: این نسبت از تقسیم مجموع درآمدهای خالص بر کل تعهدات بازپرداخت بدهی به دست می‌آید و نشان می‌دهد شرکت تا چه میزان توانایی ایفای تعهدات مالی خود را دارد. نسبت کمتر از یک بیانگر ناتوانی در بازپرداخت بدهی‌ها و در نتیجه کاهش تمایل سرمایه‌گذاران به مشارکت است. البته باید توجه داشت که این شاخص برای ارزیابی پروژه در مرحله ساخت کاربرد ندارد، زیرا پروژه در این دوره درآمد عملیاتی ندارد.

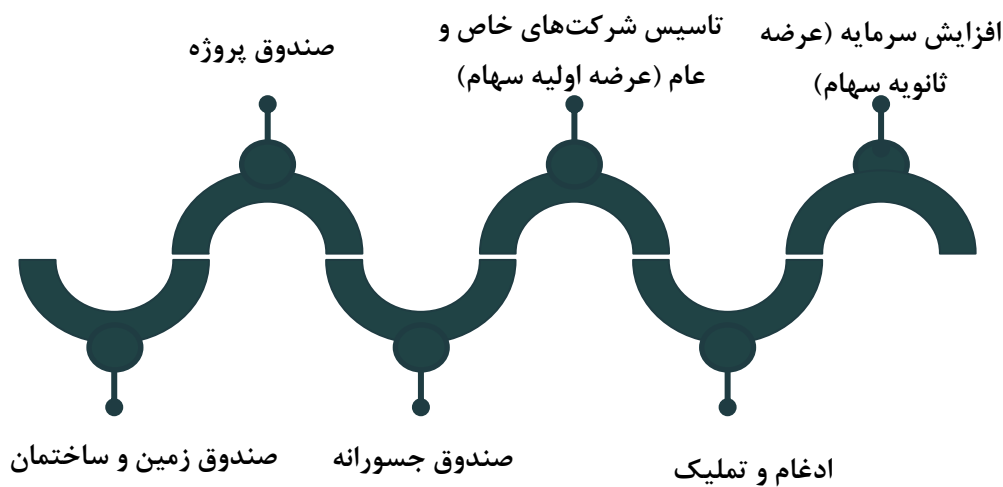
تحلیل این شاخص‌های مالی در کنار ارزیابی جامع ریسک‌های فنی، حقوقی، اقتصادی و سیاسی پروژه، چارچوب تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران را تشکیل می‌دهد. نتایج این ارزیابی‌ها مستقیماً با دسترسی پروژه به منابع مالی بازار سرمایه و نرخ تأمین مالی آن مرتبط است؛ هرچه نتایج مثبت‌تر باشد، شرایط تأمین مالی آسان‌تر و هزینه سرمایه پایین‌تر خواهد بود. با در نظر گرفتن این ملاحظات، نهادهای اصلی مشارکت‌کننده در تأمین مالی پروژه‌ها شامل بانک‌های تجاری، نهادهای مالی بین‌المللی و بازار سرمایه هستند. تمرکز این گزارش، بر سازوکارهای تأمین مالی پروژه‌ها از بازار سرمایه و نقش آن در توسعه پروژه‌ها قرار دارد.

از ابزارهای مالی، امکان پاسخ‌گویی به نیازهای گوناگون بنگاه‌ها و فعالان اقتصادی را فراهم می‌سازد. در تأمین مالی پروژه‌محور نیز، بهره‌گیری از ظرفیت‌های بازار سرمایه می‌تواند نیازهای متعددی از جمله تأمین مالی مجدد، مدیریت ریسک و جذب سرمایه در مراحل مختلف پروژه را پوشش دهد. برخورداری بازار سرمایه از گستره‌ای از اوراق بهادار با کارکردها و سررسیدهای متنوع، آن را به یکی از مهم‌ترین بسترهای تأمین مالی پایدار و انعطاف‌پذیر پروژه‌ها تبدیل کرده است. همانطور که پیشتر بیان شد تأمین مالی از بازار سرمایه از طریق دو بخش مختلف مبتنی بر سهام و بدهی صورت می‌گیرد.

روشن است همواره عامل اصلی خواب پروژه‌های عمرانی در چند دهه اخیر، نبود منابع کافی بوده است به‌طوری‌که بر اساس گزارش سازمان شهرداری‌ها و دهیاری‌های کشور (۱۴۰۴)، حدود ۷۰ هزار پروژه نیمه تمام در کشور وجود دارد که برای تکمیل و بهره‌برداری از آن‌ها، به بودجه چشم‌گیری نیاز است. در کشور ما، تأمین مالی پروژه‌های زیرساختی به‌شدت به تحقق درآمدهای نفتی وابسته است، به‌گونه‌ای که هرگونه نوسان در فروش نفت، مستقیماً روند پیشرفت این پروژه‌ها را تحت تأثیر قرار می‌دهد. این وابستگی ساختاری، موجب تزلزل در اطمینان به منابع مالی و در نتیجه، افزایش چشمگیر در هزینه نهایی اجرای پروژه‌ها می‌شود. از سال ۱۳۹۷ و با تصویب قانون الحاق (۲)، دولت با هدف جایگزینی منابع مالی مردمی به جای منابع محدود و غیرقابل اتکالی

^۲ جهت مطالعه قانون بر روی لینک کلیک نمایید: <https://qavanin.ir/Law/TreeText/?IDS=6795408435639159550>

دولتی، تلاش خود را بر هدایت بخشی از نقدینگی سرگردان کشور به سمت بازار زیرساخت متمرکز کرده است. در همین راستا، ماده ۲۷ این قانون، الگوی مشارکت عمومی-خصوصی (PPP) را به عنوان روش اولویت دار در تعریف و واگذاری پروژه‌های زیرساختی معرفی می‌نماید. علاوه بر این، دولت ابزارهای حمایتی نظیر تسهیلات اهرمی را برای تقویت توان بخش خصوصی و تسهیل مشارکت آن در پروژه‌های مزبور در نظر گرفته است. در گذشته، متداول‌ترین شیوه تأمین مالی برای شرکت‌ها، بهره‌گیری از تسهیلات بانکی بوده است. با این حال، حجم این تسهیلات در مقایسه با نیازهای مالی گسترده پروژه‌ها بسیار محدود بوده و با شدت یافتن تورم، این شکاف به مراتب عمیق‌تر شده است. در کنار تسهیلات بانکی، روش‌هایی همچون پیش‌فروش، تهاتر و سایر شیوه‌های مشابه نیز مورد استفاده قرار گرفته‌اند، اما این ابزارها به دلیل سهم اندک و ظرفیت محدودشان، پاسخگوی نیازهای مالی کلان نبوده‌اند. در نتیجه، شرایط موجود، شرکت‌ها را ناگزیر به بهره‌گیری از ابزارهای متنوع و کارآمد بازار سرمایه برای تأمین مالی پروژه‌ها سوق داده است. در شکل ۱ تنوع روش‌های تأمین مالی مبتنی بر بازار سرمایه نشان داده شده است:



شکل ۱. تنوع روش‌های تأمین مالی مبتنی بر بازار سرمایه

عرضه عمومی سهام پس از افزایش سرمایه با سلب حق تقدم، یکی از شناخته‌شده‌ترین و کارآمدترین روش‌های تأمین مالی پروژه‌ها در بازارهای سرمایه جهانی به‌شمار می‌رود؛ به‌گونه‌ای که بخش قابل توجهی از عرضه‌های اولیه (IPO) نیز در همین قالب انجام می‌پذیرد. این روش در عین حال که به‌عنوان یک نوع عرضه اولیه شناخته می‌شود، به دلیل ویژگی‌های خاص خود، جذابیت بالایی برای سرمایه‌گذاران به‌همراه دارد. در این مدل، وجوهی که از طریق بازار سرمایه جذب می‌شود، عمدتاً به پروژه‌های اختصاص می‌یابد که افزایش سرمایه بر پایه گزارش توجیهی مصوب آن تعریف شده است. در عین حال، بخشی از منافع حاصل نیز به مالکان فعلی پروژه، از طریق تخصیص سهام جدید یا صرف نقدی سهام، منتقل می‌شود. نکته حائز اهمیت آن است که این سازوکار در قوانین



مصوب مجلس شورای اسلامی نیز مورد تأکید قرار گرفته و رسمیت یافته است. روش افزایش سرمایه با سلب حق تقدم از طریق صرف سهام یا تخصیص سهام جایزه، امکان مشارکت گسترده سرمایه‌گذاران عمومی در تأمین مالی پروژه‌ها را فراهم کرده و زمینه‌ساز هدایت اثربخش منابع مردمی به سمت فعالیت‌های مولد می‌شود. همچنین تأمین مالی از طریق بازار سرمایه، تعهدات دولت و بانک مرکزی در تأمین مالی طرح‌های کشوری را کاهش می‌دهد و از این جهت دارای اولویت است (موبیز^۴، ۲۰۱۲). در ادامه به معرفی برخی از ابزارهای تأمین مالی از بازار سرمایه پرداخته می‌شود.

۲-۲-۱. اوراق بدهی، برای تأمین مالی پروژه

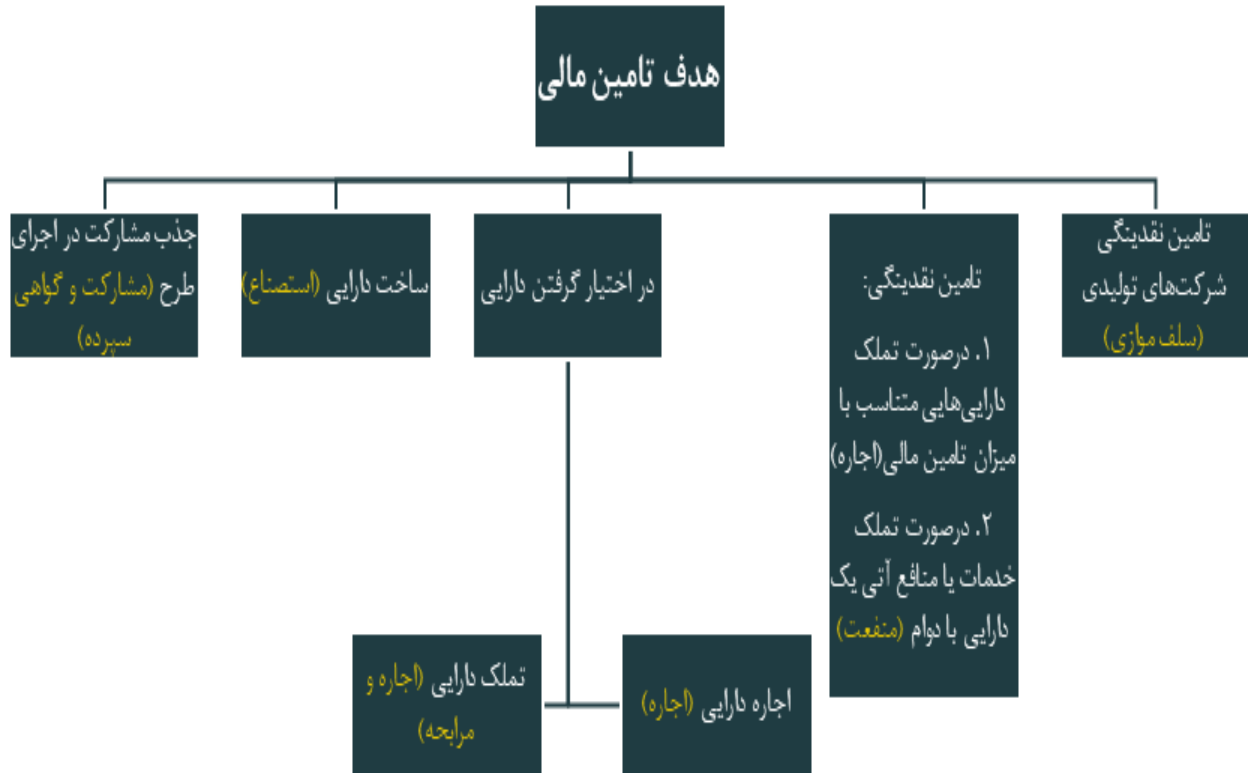
اوراق بهادار که در ادبیات مالی با عناوینی همچون ابزار مالی، دارایی مالی یا حتی دارایی نامشهود نیز شناخته می‌شود، اسناد باارزش و قابل معامله‌ای هستند که ارزش مبادلاتی آن‌ها یا از پشتوانه دارایی‌های فیزیکی نشأت می‌گیرد یا مبتنی بر اعتبار صادرکننده آن‌هاست. این اوراق، با توجه به ماهیت نمایندگی خود از یک ارزش مالی، قابلیت نقل و انتقال در بازارهای ثانویه را دارا بوده و به‌عنوان یکی از ابزارهای کلیدی در فرآیند تأمین مالی پروژه‌ها مطرح هستند. قابلیت نقدشوندگی، استانداردسازی و امکان معامله‌پذیری این اوراق، زمینه‌ساز جذب سرمایه‌های خرد و کلان در قالب ساختارهای مالی متنوع شده است. به همین دلیل، بازار سرمایه به‌عنوان بستر اصلی دادوستد اوراق بهادار، همواره از سطح بالایی از نقدینگی برخوردار بوده و نقش حیاتی در تجهیز منابع مالی ایفا می‌کند (صندوق بین‌المللی پول، ۲۰۱۵). بازار سرمایه جهت تأمین مالی بلندمدت از طریق انتشار اوراق بدهی و انتشار اوراق سهام اقدام می‌نماید (هولمستروم^۵، ۲۰۱۵).

مزایای تأمین مالی از طریق اوراق بهادار:

۱. قابلیت بازپرداخت اصل بدهی در تاریخ سررسید
 ۲. محدودیت کمتر در جذب منابع مالی کلان نسبت به سیستم بانکی
 ۳. انعطاف در پرداخت سود اوراق به‌صورت ماهانه، فصلی، شش ماهه، سالانه و در سررسید
 ۴. برخورداری از معافیت‌های مالیاتی و بهره‌مندی از تنوع ابزارها در بازار سرمایه
 ۵. افزایش اعتبار و تقویت برند کسب‌وکار از طریق عرضه اوراق بهادار
 ۶. جذب منابع خرد از طریق تابلوهای معاملاتی بورس
- در نمودار ۴، انتخاب اوراق بهادار بدهی مناسب با هدف تأمین مالی رسم شده است:

⁴ Mobius

⁵ Holmstrom



نمودار ۴. انتخاب اوراق بهادار بدهی مناسب با اهداف تامین مالی

۲-۲-۲. صندوق های تامین مالی

صندوق های تامین مالی، گونه‌ای از صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک (Mutual Funds) هستند که نقش مؤثری در فرآیند تامین مالی پروژه‌ها از طریق بازار سرمایه ایفا می‌کنند. این صندوق‌ها به‌طور کلی در سه دسته اصلی طبقه‌بندی می‌شوند: صندوق سرمایه‌گذاری پروژه، صندوق زمین و ساختمان و صندوق سرمایه‌گذاری جسورانه. هر یک از این ساختارها با هدف تامین مالی بخش‌های خاصی از اقتصاد طراحی شده‌اند و متناسب با ماهیت پروژه‌ها و ریسک‌های مرتبط، ابزارهای تامین مالی متنوعی را ارائه می‌دهند. در این میان، صندوق سرمایه‌گذاری پروژه به‌عنوان یکی از ابزارهای نوین بازار سرمایه برای تامین مالی پروژه‌های زیرساختی و توسعه‌ای، جایگاه ویژه‌ای دارد. این صندوق‌ها بر اساس اساسنامه، ابتدا با تأسیس یک شرکت سهامی خاص تحت عنوان «شرکت پروژه»، فعالیت اجرایی خود را آغاز می‌کنند. پس از تکمیل پروژه و بهره‌برداری از آن، شرکت پروژه به سهامی عام تبدیل شده و سهام آن از طریق بورس یا بازار خارج از بورس عرضه می‌گردد. با انجام این عرضه اولیه، فرآیند فعالیت صندوق خاتمه می‌یابد و منابع مالی سرمایه‌گذاران—اعم از حقیقی و حقوقی—به سهام شرکت پروژه تبدیل شده و سرمایه‌گذاران متناسب با میزان مشارکت خود، مالک بخشی از شرکت خواهند شد.



مزایای بهره‌گیری از سازوکار صندوق پروژه در تأمین مالی:

استفاده از صندوق پروژه به‌عنوان یکی از ابزارهای نوین بازار سرمایه در حوزه تأمین مالی پروژه‌های زیربنایی و عمرانی، دارای مزایای متعدد ساختاری و عملکردی است که آن را به گزینه‌ای کارآمد و جذاب برای سرمایه‌گذاران و مجریان پروژه تبدیل کرده است. از مهم‌ترین این مزایا می‌توان به موارد زیر اشاره کرد:

- کاهش مدت‌زمان فرآیند تأمین مالی و افزایش سرمایه
- تفکیک ساختار مالکیت از مدیریت و محدودسازی ریسک سرمایه‌گذار
- ارتقای شفافیت در فرآیند سرمایه‌گذاری
- قابلیت نقدشوندگی بالا
- عدم نیاز به وثایق ملکی یا پشتوانه ترازنامه‌ای پیمانکار
- بهره‌مندی از مشوق‌ها و معافیت‌های مالیاتی

با وجود ظرفیت‌های بالقوه صندوق‌های پروژه در تجهیز منابع مالی برای پروژه‌های زیرساختی، توسعه این ابزار با چالش‌های ساختاری و فرهنگی مهمی مواجه است. از یک‌سو، نگرش غالب سرمایه‌گذاران خرد در بازار سرمایه ایران مبتنی بر ترجیح سود ثابت و کوتاه‌مدت است که با ماهیت بلندمدت و پرریسک سرمایه‌گذاری در پروژه‌ها همخوانی ندارد. از سوی دیگر، تجربه‌های پیشین از اجرای پروژه‌های زیرساختی، شامل تأخیرهای زمانی، افزایش قابل توجه هزینه‌ها و عدم تحقق پیش‌بینی‌های درآمدی، باعث تضعیف اعتماد عمومی نسبت به این نوع ابزارها شده است. این ترکیب از ملاحظات رفتاری و مشکلات نهادی، موانعی جدی در مسیر گسترش و موفقیت صندوق‌های پروژه در بازار سرمایه کشور ایجاد کرده است. **به منظور توسعه و ارتقاء سهم صندوق‌های پروژه در تأمین مالی طرح‌های زیرساختی، می‌توان اقدامات زیر را به‌عنوان راهکارهای اجرایی پیشنهاد داد:**

۱. شناسایی و هدف‌گذاری سرمایه‌گذاران با افق سرمایه‌گذاری بلندمدت از طریق طراحی و پیاده‌سازی سازوکارهای انگیزشی متناسب با ترجیحات این گروه از سرمایه‌گذاران؛
۲. ارزیابی و نظارت بر طرح‌های توجیهی فنی و اقتصادی توسط نهاد ارزیاب مستقل (مرجع ثالث) به منظور ارتقای اعتبارپذیری پروژه‌ها نزد سرمایه‌گذاران؛
۳. تأسیس شرکت‌های پروژه (Project Companies) برای اجرای طرح‌های کلان ملی با هدف تفکیک ریسک پروژه و اثبات قابلیت بازگشت سرمایه در افق زمانی مشخص؛
۴. ایجاد صندوق‌های سرمایه‌گذاری تخصصی در پروژه‌های توسعه‌ای با بهره‌گیری از مشوق‌های مالیاتی، مقرراتی یا اعتباری به منظور افزایش جذابیت سرمایه‌گذاری؛
۵. عرضه سهام شرکت‌های پروژه در چارچوب راهبرد خروج دولت از پروژه‌های ساخت و بهره‌برداری، به منظور واگذاری تدریجی مالکیت به بخش خصوصی و نهادهای بازار سرمایه؛
۶. انتشار اوراق اختیار فروش تبعی (Put Option Embedded Securities) برای واحدهای سرمایه‌گذاری صندوق، به قیمت تعیین‌شده و در سررسیدهای سالانه جهت مدیریت ریسک نقدشوندگی سرمایه‌گذاران؛



۷. اعطای حق تقدم خرید سهام شرکت بهره‌بردار پروژه به دارندگان واحدهای صندوق، پس از انحلال صندوق و تبدیل ساختار مالکیتی آن؛

۸. در نهایت، اصلاح ساختارهای مقرراتی و عملیاتی صندوق پروژه‌ها می‌تواند زمینه جذب گروه‌های متنوع‌تری از سرمایه‌گذاران را فراهم سازد و ترکیب سرمایه‌گذاران را در این ابزار توسعه دهد.

– صندوق‌های سرمایه‌گذاری خصوصی:

صندوق‌های سرمایه‌گذاری خصوصی (Private Equity Funds) از جمله نهادهای مالی تخصصی هستند که با هدف سرمایه‌گذاری در شرکت‌های خصوصی و برخی شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس – تحت شرایط مشخص – طراحی شده‌اند. منابع مالی این صندوق‌ها با رویکرد خلق ارزش و دستیابی به رشد سرمایه‌ای در شرکت‌های هدف تخصیص می‌یابد. در مقایسه با صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک، این صندوق‌ها دارای دوره فعالیت محدود (عموماً ۷ سال) هستند که معمولاً شامل یک دوره سرمایه‌گذاری ۴ ساله و یک دوره مدیریت و خروج ۳ ساله می‌باشد. در پایان دوره فعالیت، منافع حاصل از سرمایه‌گذاری میان سرمایه‌گذاران تسویه و صندوق منحل می‌گردد. دستورالعمل تأسیس و فعالیت این صندوق‌ها به تصویب سازمان بورس و اوراق بهادار رسیده و امکان اجرایی‌سازی آن در کشور فراهم است. ساختار سرمایه‌گذاران در صندوق‌های سرمایه‌گذاری خصوصی شامل دو رکن اصلی است: شریک عمومی (General Partner) و شریک محدود (Limited Partner). شرکای عمومی مسئول مدیریت اجرایی، تدوین استراتژی‌های سرمایه‌گذاری و نظارت بر عملکرد شرکت‌های سبد سرمایه‌گذاری هستند. در مقابل، شرکای محدود نقش تأمین‌کنندگان سرمایه را ایفا کرده و در فرآیند مدیریت صندوق مشارکت مستقیم ندارند.

۲-۲-۳. شرکت‌های سهامی عام پروژه

تأسیس شرکت‌های سهامی عام پروژه، این امکان را فراهم می‌سازد که پروژه‌های سرمایه‌گذاری، بدون نیاز به طی مراحل پیچیده و زمان‌بر ثبت نزد سازمان بورس، به صورت سهامی عام تعریف و عرضه شوند. یکی دیگر از سازوکارهای مکمل در این راستا، ایجاد «بازار هدف» در فرابورس است که به پروژه‌ها اجازه می‌دهد مستقیماً در این بازار پذیرش شده و از طریق جذب منابع مالی از عموم سرمایه‌گذاران، تأمین مالی شوند. بر اساس مصوبه سازمان بورس و اوراق بهادار، تأسیس این شرکت‌ها در چارچوب مدل تأمین مالی پروژه‌محور مورد تأیید قرار گرفته است.^۶ مطابق این دستورالعمل، نهادهای تأمین سرمایه و سهامداران عمده می‌توانند پروژه‌های خود را در قالب شرکت سهامی عام پروژه به ثبت رسانده و با عرضه اولیه سهام در فرابورس، نسبت به تأمین بخشی از منابع مالی موردنیاز اقدام نمایند.

^۶ جهت مطالعه این مصوبه بر روی لینک زیر کلیک نمایید: <https://service.tccim.ir/?addr=sjja5>



«شرکت پروژه» به شرکت سهامی عامی اطلاق می‌شود که با هدف طراحی، اجرا و بهره‌برداری از پروژه‌های کلان و انتفاعی دارای توجیه فنی و اقتصادی تأسیس می‌گردد. مؤسسين این شرکت موظفاند تا زمان تکمیل پروژه و آغاز بهره‌برداری رسمی، از هرگونه انتقال، واگذاری، یا ایجاد تعهد نسبت به سهام خود، از جمله توثیق، خودداری نمایند. شرکت موظف است در چارچوب طرح کسب‌وکار مصوب، نسبت به پیشبرد مراحل اجرایی پروژه تا بهره‌برداری نهایی اقدام کند. چنانچه تأسیس شرکت صرفاً به منظور اجرای پروژه خاصی انجام گرفته باشد و پیشرفت پروژه به سطح مندرج در ماده ۷^۷ این دستورالعمل برسد، شرکت می‌تواند با رعایت مقررات قانونی و مفاد این دستورالعمل، از طریق افزایش سرمایه با سلب حق تقدم و انجام پذیرهنویسی عمومی، منابع مالی موردنیاز خود را تأمین نماید.

۲-۲-۴. صندوق زمین و مسکن

موضوع فعالیت صندوق‌های زمین و ساختمان، جذب منابع مالی از سرمایه‌گذاران به منظور تأمین مالی پروژه‌های ساختمانی و اجرای آن‌ها از محل وجوه گردآوری شده است. در پایان دوره فعالیت صندوق، واحدهای ساختمانی پروژه به فروش می‌رسند و منافع حاصل از فروش، پس از کسر هزینه‌ها، میان سرمایه‌گذاران به نسبت سهمشان توزیع می‌شود. این نوع صندوق‌ها با صندوق‌های املاک و مستغلات که در بازارهای مالی بین‌المللی تحت عنوان REITs (Real Estate Investment Trusts) شناخته می‌شوند، تفاوت اساسی دارند. تمرکز صندوق‌های زمین و ساختمان بر تأمین مالی و ساخت پروژه‌های عمرانی است، در حالی که هدف اصلی REIT ها، کسب بازده از طریق درآمد اجاره‌ای و معاملات دارایی‌های ملکی تحت تملک و مدیریت آن‌هاست. با این حال، صندوق‌های زمین و ساختمان به دلیل عدم تحقق بازدهی قابل رقابت با سرمایه‌گذاری‌های غیرمستقیم در بازار مسکن، نتوانسته‌اند جذابیت لازم را برای سرمایه‌گذاران بازار سرمایه و بخش مسکن فراهم کنند. اصلی‌ترین چالش‌های این صندوق‌ها، تأخیرهای مکرر در فرآیند ساخت و افزایش هزینه‌های اجرایی فراتر از برآوردهای اولیه بوده است. این شرایط، ضرورت حضور نهاد متعهد به ساخت را در ساختار اجرایی صندوق‌ها آشکار می‌سازد؛ موضوعی که در صندوق‌های پروژه نیز مشاهده شده و در عمل موجب تبدیل آن‌ها به ابزارهای شبه‌درآمد ثابت شده است.

۲-۲-۵. روش تأمین مالی جمعی

در قالب این سازوکار، شرکت‌ها می‌توانند طرح‌های اقتصادی دارای توجیه فنی و مالی خود را که به دلیل محدودیت منابع با وقفه در اجرا مواجه شده‌اند، از طریق جذب سرمایه‌های خرد مردمی تأمین مالی نموده و مقدمات اجرای پروژه و بهره‌برداری از آن را فراهم آورند. بر اساس آخرین مصوبه کارگروه تأمین مالی، سقف مجاز استفاده از این ابزار برای هر پروژه، معادل ۱۰۰ میلیارد ریال تعیین شده است. مطابق با مفاد دستورالعمل مصوب سازمان بورس

^۷ ماده ۷ دستورالعمل نحوه صدور مجوز عرضه عمومی شرکت پروژه (سهامی عام) در شرف تأسیس: درصد تکمیل پروژه‌ای که به‌عنوان آورده غیر نقدی توسط موسسین در نظر گرفته می‌شود، باید حداقل بیست درصد باشد که توسط کارشناسان رسمی دادگستری تعیین و اعلام می‌گردد. فرآیند انتخاب این افراد بر اساس «مصوبه در خصوص رویه پیشنهادی نحوه انجام افزایش سرمایه از محل مازاد تجدید ارزیابی دارایی‌ها» مصوب ۱۳۹۸/۰۴/۰۵ هیئت مدیره سازمان خواهد بود.



و اوراق بهادار، تأمین مالی جمعی مبتنی بر مدل مشارکتی طراحی شده است؛ به گونه‌ای که تأمین‌کنندگان منابع، در سود و زیان پروژه مشارکت داشته و به‌عنوان شریک در ریسک‌های اجرایی و بازدهی مالی طرح ایفای نقش می‌کنند. چالش‌های اصلی شامل عدم شفافیت اطلاعاتی، پیچیدگی فرآیندهای تأیید و پذیرش در بازار سرمایه، کمبود ابزارهای متناسب با نیازهای پروژه‌ها و ریسک‌های سیاسی و اقتصادی می‌شود، همچنین برخی از سرمایه‌گذاران تاکنون اعتماد کافی به این ساختارها ندارند.

۳. تجربه بورس‌های جهانی در تأمین مالی پروژه‌ها

۳-۱. بورس اوراق بهادار نیویورک (NYSE)

بورس اوراق بهادار نیویورک (NYSE) به‌عنوان یکی از بزرگ‌ترین و معتبرترین بورس‌های جهان، نقش کلیدی در تأمین مالی پروژه‌ها ایفا می‌کند. این بورس از طریق ابزارهای متنوع مالی، امکان جذب سرمایه برای پروژه‌های مختلف را فراهم می‌سازد. در ادامه، به بررسی دقیق‌تر این ابزارها و عملکرد این بورس در تأمین مالی پروژه‌ها می‌پردازیم. بورس اوراق بهادار نیویورک مجموعه جامعی از ابزارها را عرضه می‌کند که در ادامه معرفی شده‌اند:

۱. عرضه اولیه سهام (IPO)

شرکت‌ها با عرضه اولیه سهام، بخشی از مالکیت خود را به سرمایه‌گذاران عمومی واگذار می‌کنند و از این طریق سرمایه لازم برای پروژه‌های خود را جذب می‌نمایند. در سال ۲۰۲۳، ارزش کل عرضه‌های اولیه در بازار سهام ایالات متحده به ۲۰.۲ میلیارد دلار رسید که نسبت به سال قبل افزایش ۱۳۶.۱ درصد را نشان می‌دهد (انجمن صنعت اوراق بهادار و بازارهای مالی آمریکا، ۲۰۲۴).^۸

۲. انتشار اوراق قرضه شرکتی

شرکت‌ها می‌توانند با انتشار اوراق قرضه، سرمایه لازم برای پروژه‌های بلندمدت خود را تأمین کنند. در سال ۲۰۲۳، انتشار اوراق قرضه شرکتی در ایالات متحده به ۱.۴ تریلیون دلار رسید که افزایش ۵.۶ درصد نسبت به سال قبل را نشان می‌دهد (انجمن صنعت اوراق بهادار و بازارهای مالی آمریکا، ۲۰۲۴).

ارائه اوراق قرضه سبز و اوراق پایداری ابزاری نوین برای جذب سرمایه در پروژه‌های سازگار با محیط‌زیست است. در این حالت، شرکت‌ها یا دولت‌ها تعهد می‌کنند منابع حاصل از انتشار اوراق را صرف پروژه‌های انرژی پاک، آب و فاضلاب، حمل‌ونقل عمومی سبز، مدیریت پسماند و مشابه آن کنند. در بازار آمریکا، شرکت‌های بزرگ در بورس نیویورک نیز فعالانه اوراق سبز عرضه می‌کنند. این اوراق معمولاً از سوی صندوق‌های سرمایه‌گذاری نهادی و برخی سرمایه‌گذاران فردی با گرایش به پایداری خریداری می‌شوند.

۳. تأمین مالی از طریق ابزارهای ترکیبی (Hybrid Securities)

^۸ جهت مطالعه بیشتر بر روی لینک کلیک نمایید: <https://service.tccim.ir/?addr=861t48>



ابزارهایی مانند اوراق قرضه قابل تبدیل به سهام، به شرکتها امکان می‌دهد تا سرمایه لازم را جذب کرده و در صورت تحقق شرایط معین، بدهی را به سهام تبدیل کنند. این ابزارها برای پروژه‌هایی با ریسک متوسط مناسب هستند. این ابزارها به‌عنوان ابزارهای مؤثر در تأمین مالی پروژه‌های با ریسک متوسط و بلندمدت مورد استفاده قرار می‌گیرند. شایان ذکر است، این ابزارها ویژگی‌های ترکیبی از بدهی و سهام را ارائه می‌دهند و به‌ویژه برای شرکت‌هایی که به دنبال جذب سرمایه با هزینه کمتر و بدون رقیق‌سازی فوری سهام هستند، جذابیت دارند (کالاموس^۹، ۲۰۱۷).

۴. تأمین مالی خصوصی در سهام عمومی^{۱۰} (PIPE)

در این روش، سرمایه‌گذاران نهادی سهام شرکت‌های عمومی را با قیمتی کمتر از بازار خریداری می‌کنند. این روش برای شرکت‌هایی که نیاز فوری به سرمایه دارند، مناسب است. به‌عنوان مثال، در آگوست ۲۰۲۳، شرکت Archer Aviation از طریق یک معامله PIPE به ارزش ۲۱۵ میلیون دلار، سرمایه جذب کرد. در سطح نظری، تأمین مالی خصوصی در سهام عمومی به‌عنوان یک ابزار تأمین مالی کارآمد برای شرکت‌های عمومی با نیازهای فوری شناخته می‌شود. این روش به شرکتها امکان می‌دهد تا بدون نیاز به فرآیندهای پیچیده عمومی، سرمایه لازم را جذب کنند. همچنین، این نوع سرمایه‌گذاری می‌تواند به‌عنوان یک راه‌حل سریع و مؤثر در شرایط بازارهای مالی ناپایدار یا زمانی که دسترسی به منابع مالی محدود است، مورد استفاده قرار گیرد (لیم و همکاران^{۱۱}، ۲۰۲۱).

۵. تأمین مالی پروژه‌ای از طریق اوراق بهادارسازی و CLO^{۱۲}

برخی شرکتها با تجمیع و اوراق بهادارسازی وام‌های پروژه‌ای، سرمایه لازم را جذب می‌کنند. این نوع تأمین مالی یکی از روش‌های نوین و کارآمد در بازارهای مالی پیشرفته است که به‌ویژه در پروژه‌های زیرساختی و بلندمدت کاربرد دارد. در این روش، مجموعه‌ای از وام‌های پروژه‌ای به‌هم‌پیوسته و به‌صورت اوراق بهادار در بازار عرضه می‌شوند، که این امر مزایای متعددی از جمله کاهش ریسک، افزایش نقدشوندگی و جذب سرمایه‌گذاران مختلف را به‌همراه دارد. این اوراق با استقبال گسترده‌ای از سوی سرمایه‌گذاران در ایالات متحده مواجه شده است. تقاضای بالا برای این نوع ابزارهای مالی نشان‌دهنده تمایل سرمایه‌گذاران به تنوع‌بخشی به پرتفوی سرمایه‌گذاری خود و کاهش ریسک‌های مرتبط با بازارهای مالی سنتی است. در سال ۲۰۲۱، شرکت Starwood Property Trust^{۱۳} با همکاری گروه مالی میتسوبیشی یو اف جی (MUFG)^{۱۴}، یک CLO به ارزش ۵۰۰ میلیون دلار برای تأمین مالی

⁹ Calamos

¹⁰ Private Investment in Public Equity-PIPE

¹¹ Lim et al

^{۱۲} تعهدات وامی همراه با وثیقه - Collateralized Loan Obligation

^{۱۳} شرکت Starwood Property Trust یک شرکت سرمایه‌گذاری املاک و مستغلات (REIT) در ایالات متحده آمریکا است. این شرکت یکی از بزرگ‌ترین REITها در حوزه وام‌دهی و خدمات مالی املاک تجاری است.

¹⁴ Mitsubishi UFJ Financial Group (MUFG)



پروژه‌های زیرساختی ترتیب داد. این معامله به‌عنوان نخستین CLO پروژه‌ای در بازار ایالات متحده شناخته می‌شود که به‌طور کامل با وام‌های پروژه‌ای واقعی (true project finance) پشتیبانی می‌شود. ساختار این CLO شامل چهار کلاس از اوراق بهادار با رتبه‌های اعتباری مختلف بود که به سرمایه‌گذاران امکان می‌دهد تا با توجه به سطح ریسک و بازده مورد نظر خود، در این ابزار سرمایه‌گذاری کنند.^{۱۵}

۶. صندوق‌های سرمایه‌گذاری املاک و زیرساخت

در بورس نیویورک، صندوق‌های سرمایه‌گذاری در بخش املاک و زیرساخت به‌صورت تخصصی فعال هستند. REIT^{۱۶}ها شرکت‌هایی هستند که دارایی‌های املاک تجاری یا مسکونی را نگهداری و درآمد اجاره دریافت می‌کنند. این صندوق‌ها از طریق انتشار سهام و اوراق قرضه، سرمایه مورد نیاز برای پروژه‌های ساختمانی و توسعه‌ای را تأمین می‌کنند. تاکنون حدود ۱۶۰ شرکت REIT در بورس نیویورک معامله می‌شود و جمع ارزش بازار آنها حدود ۱.۲۰۷ تریلیون دلار است (انجمن ملی صندوق‌های سرمایه‌گذاری املاک و مستغلات آمریکا^{۱۷}، ۲۰۲۵). این صندوق‌ها از طریق انتشار سهام و اوراق قرضه، سرمایه مورد نیاز برای پروژه‌های ساختمانی و توسعه‌ای را تأمین می‌کنند.

MLP^{۱۸}ها (Master Limited Partnerships) غالباً در صنایع انرژی و زیرساخت (مانند خطوط لوله نفت و گاز) فعالند و امکان جذب سرمایه از طریق بورس را دارند. این ساختارها به سرمایه‌گذاران امکان می‌دهند بدون مدیریت مستقیم پروژه، در درآمد بلندمدت دارایی‌های زیرساختی مشارکت کنند.

YieldCoها نیز معمولاً از سوی شرکت‌های انرژی تجدیدپذیر ایجاد می‌شوند تا با انتشار سهام، منابع مالی پروژه‌های خورشیدی یا بادی را جذب کنند. این ساختارها به سرمایه‌گذاران امکان می‌دهد بدون مدیریت مستقیم پروژه، در درآمد بلندمدت دارایی‌های زیرساختی مشارکت کنند.

بررسی موارد فوق بیانگر آن است که بورس اوراق بهادار نیویورک با فراهم‌سازی بستری شفاف و کارآمد، به شرکت‌ها امکان می‌دهد تا سرمایه لازم برای پروژه‌های خود را جذب کنند. در ادامه نمونه‌های موردی موفق در زمینه جذب منابع مالی از بورس نیویورک معرفی می‌شود:

۱. Verizon: شرکت مخابراتی بزرگ آمریکا با انتشار چندین اوراق قرضه سبز به ارزش بیش از ۵ میلیارد دلار، بخش عمده‌ای از پروژه‌های انرژی تجدیدپذیر خود را تأمین مالی کرده است. آخرین اوراق سبز ورایزون (مه ۲۰۲۳) حدود ۱ میلیارد دلار بود که کل مبلغ آن به پروژه‌های خورشیدی و بادی اختصاص یافت (Verizon، ۲۰۲۴).

۲. Bank of America (BAC): این بانک یک بانک بزرگ چندملیتی آمریکایی است که دفتر مرکزی آن در شارلوت، کارولینای شمالی، ایالات متحده واقع شده است. بانک مزبور که در بورس نیویورک فعال است، طی

^{۱۵} جهت کسب اطلاعات بیشتر بر روی لینک کلیک نمایید: <https://service.tccim.ir/?addr=7v0152>

^{۱۶} Real Estate Investment Trusts

^{۱۷} the National Association of Real Estate Investment Trusts

^{۱۸} Master Limited Partnerships



سال‌های ۲۰۱۳-۲۰۲۳ یازده اوراق قرضه «پایداری» (متمرکز بر اهداف زیست‌محیطی و اجتماعی) منتشر کرد؛ جمع کل منابع جذب شده از این مسیر حدود ۱۴.۹۳ میلیارد دلار بوده است. این اوراق برای تأمین مالی پروژه‌های انرژی پاک، زیرساخت‌های عمومی و ... استفاده شده است (Bank of America, ۲۰۲۴).^{۱۹}

تجربه این شرکت‌ها درس‌های مهمی برای ایران دارد. نخست آنکه، شفافیت در تخصیص منابع اوراق قرضه و گزارش‌دهی دوره‌ای می‌تواند اعتماد سرمایه‌گذاران داخلی و خارجی را جلب کند. دوم، تمرکز بر پروژه‌های با اثر اقتصادی، اجتماعی و محیط‌زیستی ملموس، مانند انرژی تجدیدپذیر و زیرساخت، باعث افزایش جذابیت بازار سرمایه خواهد شد. سوم، بهره‌گیری از ابزارهای مالی نوین مشابه اوراق سبز و پایدار امکان تأمین مالی گسترده‌تر و انعطاف‌پذیرتر را فراهم می‌آورد و نهایتاً، برنامه‌ریزی بلندمدت، استمرار در انتشار اوراق و همکاری با نهادهای دولتی و خصوصی، بستر پایداری برای توسعه پروژه‌های اقتصادی کشور ایجاد می‌کند.

۳-۲. بورس لندن (LSE)

بورس لندن (LSE) یکی از بزرگ‌ترین مراکز مالی جهان و قطب بازار مالی پایدار محسوب می‌شود. این بورس با راه‌اندازی بازار سرمایه قرضه پایدار (Sustainable Bond Market) امکان انتشار انواع سبز، اجتماعی و پایداری مرتبط با اهداف توسعه پایدار را فراهم کرده است. «بازار سرمایه قرضه پایدار» بورس لندن شامل ابزارهای بدهی‌ای است که بر اساس چارچوب اوراق سبز تدوین شده توسط انجمن بازارهای سرمایه بین‌المللی^{۲۰} منتشر می‌شوند. منابع حاصل از این اوراق به‌طور خاص برای تأمین مالی پروژه‌های زیست‌محیطی با عملکرد بالا، نظیر انرژی‌های تجدیدپذیر، بهره‌وری انرژی و مدیریت پایدار منابع، تخصیص می‌یابد. به‌علاوه، صندوق‌ها و شرکت‌های سرمایه‌گذاری در پروژه‌های زیربنایی (به ویژه حوزه انرژی‌های تجدیدپذیر) نیز در بورس لندن فهرست شده‌اند. به عنوان مثال، صندوق‌های سرمایه‌گذاری زیربنایی^{۲۱} که در بورس لندن پذیرفته شده‌اند، بخش عمده درآمد خود را از پروژه‌های سبز به دست می‌آورند که این موضوع بیانگر نقش آن‌ها در حمایت از سرمایه‌گذاری‌های اقتصادی پایدار و سبز است (پیسو و همکاران^{۲۲}، ۲۰۱۵).

بورس لندن از طریق بازار بین‌المللی ابزارهای مالی (ISM)^{۲۳}، که یکی از بخش‌های معاملاتی انعطاف‌پذیر این بورس است، بستری فراهم کرده تا شرکت‌ها بتوانند انواع اوراق نوین مالی از جمله اوراق بدهی ترکیبی، اوراق با پشتوانه دارایی^{۲۴} و حتی سهام شرکت‌های زیرمجموعه خود را در سطح بین‌المللی منتشر و عرضه کنند (شرکت نورتون رز فولبرایت^{۲۵}، ۲۰۲۳). علاوه بر آن، برخی نهادهای مالی بین‌المللی و دولتی مانند «صندوق‌های

^{۱۹} جهت مطالعه بیشتر بر روی لینک کلیک کنید: <https://service.tccim.ir/?addr=m0vd42>

²⁰ International Capital Market Association (ICMA)

²¹ Infrastructure Funds

²² Pisu and et al

²³ International Securities Market – ISM

²⁴ Asset-Backed Securities – ABS

²⁵ Norton Rose Fulbright



سرمایه‌گذاری اقلیمی (CIF)^{۲۶} از این بورس برای پروژه‌های مالی انرژی پاک استفاده کرده‌اند. برای مثال، برنامه‌ای موسوم به «سازوکار بازار سرمایه اقلیم»^{۲۷} به ارزش ۷۵ میلیارد دلار که توسط صندوق‌های سرمایه‌گذاری اقلیمی (CIF) طراحی شده است، با انتشار ابزارهای مالی دارای درجه اعتبار سرمایه‌گذاری از طریق بورس لندن، منابع لازم برای پروژه‌های توسعه‌ای در حوزه انرژی پاک را تأمین می‌کند. (بانک جهانی^{۲۸}، ۲۰۲۱).

این اقدام نشان‌دهنده نقش مهم LSE در جذب سرمایه‌گذاری خصوصی برای پروژه‌های زیرساختی سبز و توسعه است. از نظر حقوقی و نظارتی، بورس اوراق بهادار تحت نظارت «سازمان رفتار مالی بریتانیا (FCA)^{۲۹}» و مرجع ثبت انتشار بهادار فعالیت می‌کند. انتشار اوراق بدهی پروژه‌ای در این بازار مستندات افشای کامل و نیازمند رعایت دستورالعمل‌های FCA است. به‌عنوان مثال، اوراقی که در فهرست سبز قرار می‌گیرند، باید الزامات گزارشگری مربوط به نحوه تخصیص وجوه و ارزیابی‌های زیست‌محیطی را به‌طور کامل رعایت کنند.

علاوه بر این، بورس لندن برنامه‌هایی برای انتشار اطلاعات شفاف ESG دارد؛ از جمله راهنمایی‌های صادره در سال ۲۰۱۷ که شرکت‌های فهرست شده برای بهبود افشای اطلاعات اقلیمی کمک می‌کند (ابتکار بورس‌های پایدار^{۳۰}، ۲۰۲۰).

در زمینه پروژه‌های نیمه‌تمام، بورس اوراق بهادار لندن بازار مستقیمی اختصاصی ندارد، اما این پروژه‌ها می‌توانند از طریق انتشار اوراق بدهی جدید یا بهره‌گیری از سازوکارهای اوراق بهادارسازی، به‌ویژه در قالب مشارکت‌های عمومی-خصوصی (PPP)، جذب سرمایه کنند. برای مثال، طرح‌های مشارکت عمومی-خصوصی در بریتانیا

(نورتون رز فولبرایت طیف کاملی از خدمات حقوقی را به شرکت‌ها و مؤسسات مالی برجسته جهان ارائه می‌دهد. این شرکت حقوقی جهانی بیش از ۳۰۰۰ وکیل دارد که به موکلان خود در بیش از ۵۰ مکان در سراسر جهان، از جمله لندن، هوستون، نیویورک، تورنتو، مکزیکوسیتی، هنگ کنگ، سیدنی و ژوهانسبورگ، مشاوره می‌دهند و اروپا، ایالات متحده، کانادا، آمریکای لاتین، آسیا، استرالیا، آفریقا و خاورمیانه را پوشش می‌دهند).

²⁶ Climate Investment Funds (CIF)

(صندوق‌های سرمایه‌گذاری اقلیمی (CIF) برنامه‌ای به نام «سازوکار بازار سرمایه‌های اقلیم» (CCMM) CIF Capital Markets Mechanism را راه‌اندازی کرده‌اند که هدف آن جذب ۷۵ میلیارد دلار برای پروژه‌های انرژی پاک در کشورهای در حال توسعه است. این اوراق با درجه اعتبار سرمایه‌گذاری در بورس لندن فهرست می‌شوند).

²⁷ یک چارچوب مالی است که با هدف جذب سرمایه‌گذاری خصوصی و دولتی برای پروژه‌های مرتبط با تغییرات اقلیمی و توسعه پایدار طراحی شده است. این سازوکار تلاش می‌کند با ایجاد ابزارها و بازارهای مالی تخصصی، منابع مالی لازم برای پروژه‌های انرژی پاک، کاهش انتشار گازهای گلخانه‌ای، مدیریت منابع طبیعی و سایر ابتکارات اقلیمی را تأمین کند.

²⁸ World Bank

²⁹ Financial Conduct Authority (FCA)

³⁰ Sustainable Stock Exchanges Initiative, UN Global Compact, UNCTAD, یک برنامه مشارکتی سازمان ملل است که توسط UNEP FI و PRI سازماندهی شده است. ماموریت SSE ارائه بستی جهانی برای بررسی چگونگی عملکرد بورس‌ها در زمینه مسائل ESG (محیط زیست، اجتماعی و حاکمیت شرکتی) توسط بورس‌ها، با همکاری سرمایه‌گذاران، شرکت‌ها (ناشران)، نهادهای نظارتی، سیاست‌گذاران و سازمان‌های بین‌المللی مربوطه و تشویق سرمایه‌گذاری پایدار، از جمله تأمین مالی اهداف توسعه پایدار سازمان ملل است.



می‌توانند با استفاده از ابزارهایی مانند «اوراق با تضمین بازخريد^{۳۱}» سرمایه لازم را از طریق بازار اوراق قرضه بورس لندن تأمین نمایند.

۳-۳. بورس توکیو (JPX)

بورس توکیو (تحت عنوان گروه بورس ژاپن، JPX) علاوه بر معاملات سهام و اوراق قرضه مرسوم، یک بازار تخصصی برای صندوق‌های زیرساخت (Infrastructure Funds) ایجاد کرده است. این بازار (از سال ۲۰۱۵) به صندوق‌هایی که سرمایه‌گذاری عمده‌ی خود را در پروژه‌های زیربنایی انجام می‌دهند اجازه فهرست شدن می‌دهد. در واقع ژاپن با راه‌اندازی Infrastructure Funds Market (IFM) در بورس توکیو، اولین کشور آسیایی بود که یک بازار رسمی و ساختاریافته برای صندوق‌های زیرساخت ایجاد کرد. بخش بزرگی از صندوق‌های زیرساخت ژاپن بر پروژه‌های نیروگاه‌های خورشیدی و بادی متمرکز شده‌اند. بر اساس گزارش گروه بورس ژاپن این اقدام، مطابق با تجربه موفق REITها در آمریکا و آسیا بود، اما تمرکز آن بر پروژه‌های زیربنایی (حمل و نقل، انرژی، آب، ارتباطات) قرار گرفت^{۳۲}. قوانین فهرست شدن^{۳۳} صندوق‌های زیرساخت مشابه صندوق‌های سرمایه‌گذاری املاک و مستغلات^{۳۴} است، اما به دلیل ماهیت خاص پروژه‌های زیربنایی، ضوابط اضافی برای «انتخاب مدیران پروژه‌ها» و تضمین مدیریت پایدار دارایی‌ها در نظر گرفته شده است. به عنوان مثال، معیارهایی از قبیل نسبت دارایی‌های زیرساخت به کل دارایی‌های صندوق، ترکیب دارایی‌های نقد و اوراق مرتبط با زیرساخت و الزامات مرتبط با حداقل سرمایه تحت مدیریت وجود دارد. ضمن اینکه صندوق‌های زیرساخت ژاپن باید گزارش‌های دوره‌ای، افشای ریسک‌ها و حسابرسی مستقل داشته باشند (مکنزی^{۳۵}، ۲۰۱۵). برخلاف صندوق‌های املاک (REIT)، در صندوق‌های زیرساخت ژاپن شرط شده که بیش از ۷۰ درصد دارایی‌ها باید مستقیماً در پروژه‌های زیرساختی درآمدزا سرمایه‌گذاری شود. حداقل سرمایه و الزامات نقدینگی هم تعیین شده تا از ورشکستگی زودهنگام یا ریسک بیش از حد جلوگیری شود (آژانس رتبه‌بندی اعتباری ژاپن^{۳۶}، ۲۰۱۶). این چارچوب باعث شده تا سرمایه‌گذاران با اطمینان بیشتری در پروژه‌های بلندمدت زیربنایی ژاپن مشارکت کنند.

علاوه بر صندوق‌ها، بورس توکیو مبادلات سهام شرکت‌های مرتبط با زیرساخت (مناطق، انتقال انرژی و غیره) و انتشار اوراق قرضه دولتی و شرکتی را نیز تسهیل می‌کند. در ژاپن نیز همچون سایر کشورها، بسیاری از پروژه‌های نیمه‌تمام زیرساختی از طریق روش‌های PPP (مانند طرح‌های PFI^{۳۷}) تأمین مالی شده و بانک‌های توسعه‌ای

^{۳۱} «اوراق با تضمین بازخريد» (Puttable Bonds) نوعی اوراق قرضه (Bond) است که به دارندگان آن این اختیار را می‌دهد که قبل از تاریخ سررسید، اوراق را به ناشر بازفروش کنند (بازخريد کنند). یعنی دارنده اوراق می‌تواند در زمان‌های مشخص یا تحت شرایط معین، اوراق را به قیمت مشخص (معمولاً ارزش اسمی) به ناشر بفروشد.

^{۳۲} جهت مطالعه بیشتر بر روی لینک کلیک نمایید: <https://service.tccim.ir/?addr=cf4i55>

^{۳۳} قوانین فهرست شدن را می‌توانید در وب سایت رسمی گروه بورس ژاپن به نشانی: <https://service.tccim.ir/?addr=le2i3> مطالعه نمایید.

^{۳۴} Real Estate Investment Trust (REIT)

^{۳۵} McKenzie

^{۳۶} Japan Credit Rating Agency (JCR)

^{۳۷} طرح مالی خصوصی - Private Finance Initiative



تخصصی^{۳۸} نقش کلیدی دارند. بازار بورس توکیو به پروژه‌های نیمه‌تمام اجازه نمی‌دهد مستقیم وارد بورس شوند؛ اما شرکت‌های عامل این پروژه‌ها می‌توانند با انتشار اوراق قرضه یا افزایش سرمایه نقدینگی مورد نیاز را تأمین کنند. ضوابط نظارتی این بورس به صورت کلی تحت نظر «سازمان خدمات مالی ژاپن^{۳۹}» و با الزام شفافیت در افشا و حسابرسی اعمال می‌شود (گروه بورس ژاپن، ۲۰۲۱).

۳-۴. بورس هنگ کنگ (HKEX)

بورس هنگ کنگ (HKEX) در همکاری با دولت محلی برنامه‌های خاصی برای تأمین مالی پروژه‌ها به ویژه در بخش زیربنا و محیط‌زیست راه‌اندازی کرده است. نهاد پولی هنگ کنگ^{۴۰} (HKMA) در سال ۲۰۲۴ «برنامه اوراق قرضه زیرساختی^{۴۱}» را معرفی نمود تا نقدینگی مورد نیاز پروژه‌های بزرگ دولتی را مدیریت و اجرای سریع آن‌ها را تضمین کند. در جریان این برنامه، دولت هنگ کنگ اوراق قرضه زیرساخت خرد^{۴۲} منتشر کرد؛ در اولین عرضه اوراق قرضه زیرساختی خرد در سال ۲۰۲۴، دولت هنگ کنگ حدود ۱۷,۷۳ میلیارد دلار هنگ کنگ اوراق منتشر کرد که در ۱۸ دسامبر ۲۰۲۴ در بورس هنگ کنگ (HKEX) فهرست شدند (نهاد پولی هنگ کنگ، ۲۰۲۴).^{۴۳} این اقدام نمونه‌ای از ورود مستقیم دولت به بورس برای تأمین مالی پروژه‌های نیمه‌تمام است.

به علاوه، دولت هنگ کنگ در قالب برنامه‌های «اوراق سبز دولتی» اقدام به انتشار اوراق قرضه با درآمدهای مشخص برای پروژه‌های اقلیمی کرده است که بخشی از آن‌ها در بخش خرد به مردم عرضه می‌شود. هر دو نوع اوراق دولتی (زیرساخت و سبز) از طریق سیستم معاملاتی HKEX قابل خرید و فروش می‌شوند و تحت مقررات خاص بازار اوراق بهادار هنگ کنگ قرار دارند. از سوی بورس HKEX نیز، ضوابط پذیرش برای شرکت‌های پروژه‌ای و اوراق پایداری تعریف شده است. مثلاً انتشار اوراق سبز در بورس هنگ کنگ باید با معیارهای چین و HKEX مطابقت داشته باشد. ضمناً بورس هنگ کنگ بازارهای فرعی مانند GEM برای شرکت‌های کوچک و استارت‌آپ نیز دارد که ممکن است برای جذب سرمایه در پروژه‌های فناوری-زیرساختی مورد استفاده قرار گیرند. چارچوب

³⁸ Japan Bank for International Cooperation (JBIC) یا Development Bank of Japan

³⁹ Financial Services Agency (FSA)

⁴⁰ Hong Kong Monetary Authority (HKMA)

⁴¹ برنامه اوراق قرضه زیرساختی (Infrastructure Bond Programme) که در سال ۲۰۲۴ توسط اداره پولی هنگ کنگ (HKMA) راه‌اندازی شد، به‌منظور تأمین مالی پروژه‌های زیربنایی بزرگ و تسهیل مدیریت جریان نقدی این پروژه‌ها طراحی شده است. این برنامه به دولت هنگ کنگ اجازه می‌دهد تا با انتشار اوراق قرضه، منابع مالی مورد نیاز برای پروژه‌های زیربنایی را تأمین کند. مبلغ‌های قرضه تحت این برنامه به صندوق ذخیره پروژه‌های سرمایه‌ای (Capital Works Reserve Fund) واریز می‌شوند تا پروژه‌های زیربنایی را تأمین مالی کنند. این برنامه شامل پروژه‌هایی است که در برنامه پروژه‌های سرمایه‌ای دولت گنجانده شده‌اند، به‌استثنای پروژه‌هایی که در برنامه اوراق قرضه پایدار دولت (Government Sustainable Bond Programme) قرار دارند

⁴² Retail Infrastructure Bond

⁴³ جزئیات تخصیص این اوراق نیز توسط HKMA منتشر شده است، برای دسترسی بر روی لینک زیر کلیک نمایید:

<https://service.tccim.ir/?addr=gx1n8>



نظارتی این بورس به طور کلی زیر نظر «کمسیون بورس و اوراق بهادار هنگ کنگ (SFC)»^{۴۴} و مطابق مقررات حاکم بر بازار سرمایه هنگ کنگ فعالیت می‌کند. اگر پروژه‌ای نیمه‌تمام باشد، دولت منطقه‌ای یا شرکای خصوصی در هنگ کنگ می‌توانند از طریق بازار سرمایه اقدام به جذب مجدد سرمایه کنند، همان‌طور که در انتشار اوراق فوق دیده شد. همچنین، ابزارهای بیمه و تضمین توسط نهادهای توسعه منطقه‌ای (مانند HKMA) برای کاهش ریسک سرمایه‌گذاران تعریف شده است.

جدول زیر مقایسه‌ای از ویژگی‌های کلیدی بورس‌های مورد بررسی را نشان می‌دهد:

بورس	ابزارهای مالی عمده برای پروژه‌ها	چارچوب حقوقی / نظارتی	تامین مالی پروژه‌های نیمه تمام
بورس لندن	– بازار اوراق قرضه پایدار (سبز/اجتماعی) برای پروژه‌های زیست‌محیطی – بازار ISM برای اوراق بدهی بین‌المللی و ABS – صندوق‌ها/شرکت‌های زیرساختی (REIT/PFI)	– مقررات FCA/UKLA و دستورالعمل‌های شفافیت انتشار اوراق قرضه پایدار – الزامات گزارش‌گری محیطی (راهنمایی‌های TCFD)	– انتشار اوراق قرضه جدید یا افزایش سرمایه (از جمله تضمین EIB و سایر تضمین‌ها) برای تکمیل پروژه
بورس نیویورک	– بازار NYSE Bonds برای اوراق شرکتی (قابل تبدیل، خارجی، بدون بهره) – سهام شرکت‌های زیرساختی بزرگ و ETFهای زیرساختی	– مقررات SEC/FINRA و قوانین افشای عمومی دقیق – الزامات گزارش‌گری ESG برای اوراق سبز	– بیشتر از طریق بازار اوراق قرضه شهرداری (خارج از بورس) تامین می‌شود – در بازار بورس از طریق جذب سرمایه‌های شرکتی (شرکت‌های زیرساختی) یا انتشار سهام/بدهی جدید
بورس توکیو	– بازار صندوق‌های زیرساخت برای سرمایه‌گذاری در پروژه‌های زیربنایی – اوراق قرضه دولتی/شرکتی (دولت ژاپن) و سهام شرکت‌های خدمات عمومی	– مقررات FSA/JPX برای لیستینگ صندوق‌های زیرساخت (نسبت بالای دارایی زیرساخت، شفافیت در انتخاب اپراتورها)	– به صورت عمومی متداول نیست؛ اما شرکت‌های مجری پروژه با انتشار اوراق بدهی یا تجدید ساختار مالی (مثلاً تجدید سرمایه) به تکمیل آن کمک می‌کنند.
بورس هنگ کنگ	– برنامه اوراق قرضه زیربنایی دولتی – اوراق قرضه سبز دولتی (Green Bonds) و ETFهای پایداری محیط‌زیست	نظارت SFC؛ انتشار سبز با معیارهای HKEX/چین؛ هماهنگی با HKMA در ابزارهای حکومتی (تضمین نقدینگی)	– دولت هنگ کنگ از طریق انتشار اوراق قرضه دولتی (مثلاً از برنامه ۲۰۲۴) مستقیماً حمایت می‌کند. – شرکت‌های خصوصی نیز می‌توانند با اوراق شرکتی یا فناوری بلاک‌چین (OBI) منابع جمع‌آوری کنند.

جمع‌بندی: بررسی تطبیقی نشان می‌دهد که هر یک از بورس‌های بزرگ جهان رویکردها و ابزارهای خاصی را برای تأمین مالی پروژه‌ها به کار می‌گیرند. بورس لندن به دلیل تأکید بر پایداری، به‌ویژه در اوراق سبز و صندوق‌های

⁴⁴ Securities and Futures Commission (SFC)

(نهاد پولی هنگ کنگ (HKMA) نقش نهاد پولی و سیاست‌های پولی را دارد و کمسیون بورس و اوراق بهادار هنگ کنگ (SFC) نقش نظارتی بازار سرمایه).



زیربنایی، نقش برجسته‌ای در جذب سرمایه بین‌المللی برای پروژه‌های زیست‌محیطی دارد. بورس نیویورک عمدتاً بر بازار بدهی شرکتی و سهام شرکت‌های زیرساختی متمرکز است و در عین حال سیستم بدهی شهرداری قوی‌تری نیز دارد. بورس توکیو با ایجاد بازار ویژه صندوق‌های زیرساخت و حمایت از شرکت‌های مدیریت پروژه، تلاش کرده سرمایه‌گذاران داخلی را به پروژه‌های بلندمدت جذب کند. در بورس هنگ‌کنگ نیز، دولت با انتشار اوراق قرضه زیرساختی و سبزی، فعالانه در بازار سرمایه حضور یافته و بورس معاملات این ابزارها را تسهیل کرده است.

نکته مشترک در میان این بورس‌ها، وجود چارچوب‌های نظارتی شفاف و استفاده از سازوکارهای انگیزشی مانند تضمین‌های دولتی یا مشوق‌های مالیاتی است که جذابیت سرمایه‌گذاری در پروژه‌ها را افزایش می‌دهد. در مجموع، کشورهای دارای زیرساخت‌های قانونی پیشرفته‌تر و ابزارهای مالی متنوع‌تر، موفق‌تر در بهره‌گیری از ظرفیت بازار سرمایه برای تأمین مالی پروژه‌های توسعه‌ای عمل کرده‌اند.

۴. مزایا و معایب تأمین مالی پروژه‌های ملی کشور از طریق بازار سرمایه

تأمین مالی پروژه‌ها از مسیر بازار سرمایه یکی از روش‌های نوین در توسعه اقتصادی محسوب می‌شود که مزایای متعددی را نسبت به شیوه‌های سنتی دربردارد. یکی از مهم‌ترین مزایای این روش، جذب سرمایه‌های خرد از طریق مشارکت عمومی است. جذب سرمایه‌های خرد از طریق مشارکت عمومی، ضمن افزایش مشارکت مردمی، امکان توزیع ریسک سرمایه‌گذاری میان تعداد زیادی از سرمایه‌گذاران را فراهم می‌سازد. دوم؛ کاهش وابستگی به منابع مالی دولتی است. با استفاده از ظرفیت‌های بازار سرمایه، پروژه‌ها می‌توانند مستقل از بودجه‌های محدود دولتی تأمین مالی شوند که این موضوع منجر به کاهش بار مالی دولت و افزایش نقش بخش خصوصی می‌گردد. مزیت سوم، شفافیت در فرآیند تأمین مالی و اجرای پروژه‌ها است. حضور نهادهای ناظر، الزامات افشای اطلاعات و استفاده از ابزارهای مالی استاندارد، همگی باعث می‌شوند که فرآیند تأمین مالی در چارچوبی شفاف، قابل ارزیابی و پاسخگو صورت گیرد. در جدول زیر به‌طور خلاصه مزایای تأمین مالی از بازار سرمایه اشاره شده است:

مزیت	توضیح
تنوع منابع مالی	امکان جذب سرمایه از طیف وسیع سرمایه‌گذاران داخلی و خارجی
کاهش فشار بر بودجه عمومی	جایگزینی منابع بازار به‌جای منابع دولتی
شفافیت و نظارت	الزام به افشای اطلاعات مالی برای جذب سرمایه‌گذار
بهبود مدیریت پروژه	نظارت حرفه‌ای بازار بر عملکرد مالی پروژه‌ها

منبع: OECD

با این حال، تأمین مالی پروژه‌ها از طریق بازار سرمایه با چالش‌هایی نیز همراه است. نخست آن که تحقق این نوع تأمین مالی مستلزم وجود زیرساخت‌های قوی حقوقی، نظارتی و مدیریتی است. نبود قوانین شفاف یا نهادهای تخصصی در حوزه ارزیابی و اجرای پروژه‌های زیرساختی می‌تواند مانع جذب سرمایه‌گذاران شود. ثانیاً، نوسانات



بازار سرمایه می‌تواند بر تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران و نرخ بازده مورد انتظار آنها تأثیرگذار باشد. این نوسانات ممکن است منجر به تأخیر در تأمین منابع یا افزایش هزینه‌های سرمایه‌گذاری گردد. ثالثاً، طولانی بودن فرآیند تأمین مالی در بازار سرمایه نسبت به منابع سنتی مانند تسهیلات بانکی، یکی دیگر از چالش‌های اساسی است. بررسی‌های انجام شده توسط بانک توسعه آسیا⁴⁵ (۲۰۲۱) نشان می‌دهد که فرآیند پذیرش، رتبه‌بندی اعتباری، تهیه اسناد و انتشار اوراق، به زمان و هزینه بیشتری نیاز دارد.

⁴⁵ Asian Development Bank

نتیجه‌گیری

اقتصاد برخی کشورها همانند اقتصاد ایران برای انجام طرح‌ها و پروژه‌های مختلف همواره با مشکل نقدینگی و تامین مالی مواجه بوده است.

به‌منظور افزایش سهم بازار سرمایه در تامین مالی شرکت‌پروژه‌ها لازم است که ابزارهای نوین مالی مانند اوراق گام و صندوق‌های پروژه، توسعه پیدا کنند. همچنین اصلاح قوانین و مقررات برای کاهش بوروکراسی، افزایش آگاهی عمومی در مورد مزایای سرمایه‌گذاری در پروژه‌ها، تضمین بازدهی مناسب برای سرمایه‌گذاران از طریق مکانیزم‌های حمایتی و تقویت نظارت و شفافیت در فرآیندهای اجرایی از اقدامات لازم جهت افزایش سهم بازار سرمایه است. تامین مالی پروژه‌ها از طریق بازار سرمایه، با وجود چالش‌ها، پتانسیل بالایی برای رشد دارد. اگر زیرساخت‌های لازم فراهم شود و اعتماد سرمایه‌گذاران جلب شود، این مسیر می‌تواند یکی از مهم‌ترین روش‌های تامین مالی برای پروژه‌های ملی کشور باشد. جهت تسهیل و تقویت مالی سرمایه‌ای و ارتقای فرآیند قانونی و مقرراتی آن در کشور می‌توان راهکارها را در دو محور بازمهندسی فرآیندهای تامین مالی سرمایه‌ای و بسترسازی مناسب برای اجرای روش‌های تامین مالی سرمایه‌ای خلاصه نمود. بازمهندسی فرآیندهای تامین مالی شامل شاخص‌ها و مولفه‌های ساده‌سازی فرآیندها، به‌روزآوری ابزارها و اعتمادسازی و... است. همچنین بسترسازی مناسب برای اجرای روش‌های تامین مالی نیز شامل مولفه‌های نظارت و کنترل فرآیندها، ثبات سیاسی، ابزارهای حمایتی دولت و گسترش همکاری با مشاوران و ذینفعان است. در ادامه به برخی از راهکارها در بستر دو محور اشاره می‌شود.

۱. تسهیل‌گری سازمان بورس و اوراق بهادار و ارکان بازار سرمایه در تاسیس صندوق پروژه: سازمان بورس و اوراق بهادار به‌همراه ارکان بازار سرمایه، می‌توانند از طریق ایفای نقش تسهیل‌گرانه، زمینه توسعه تامین مالی پروژه‌ها از طریق تاسیس صندوق‌های پروژه را فراهم سازند. در این راستا، اقداماتی نظیر تشکیل کمیته‌های تخصصی به‌منظور تدوین و به‌روزرسانی مقررات و چارچوب‌های حقوقی و مالی صندوق پروژه، فراهم‌سازی امکان تاسیس صندوق‌های پروژه با مشارکت نهادهای دولتی به‌عنوان ضامن یا متعهد اجرای ابعاد فنی طرح، پذیرش این صندوق‌ها در تابلوهای معاملاتی بورس یا فرابورس جهت ارتقای نقدشوندگی و شفافیت و همچنین برگزاری جلسات منظم عارضه‌یابی به‌منظور شناسایی و اصلاح موانع موجود در فرآیندهای تامین مالی پروژه‌محور، از جمله اقدامات کلیدی به‌شمار می‌آید که در صورت اجراء، می‌تواند به تسریع توسعه زیرساخت‌های کشور از مسیر بازار سرمایه، افزایش اطمینان سرمایه‌گذاران و نهایتاً تقویت سهم بازار سرمایه در تامین مالی مولد و بلندمدت اقتصاد ملی منجر شود.

۲. کاهش زمان رویه‌های اداری و اجرایی پذیرش شرکت: با توجه به زمان‌بر بودن فرآیند ثبت، تأسیس و افزایش سرمایه شرکت‌های سهامی عام، بازنگری و اصلاح قانون تجارت به منظور تسهیل و تسریع این فرایندها باید در اولویت نهادهای قانون‌گذار قرار گیرد. به‌طور کلی، ضروری است مفاد قانون تجارت به‌گونه‌ای بازطراحی شود که روند ثبت، تأسیس، تبدیل شخصیت حقوقی و اعمال تغییرات در ساختار شرکت‌های سهامی، با حداقل زمان، هزینه و پیچیدگی اداری انجام‌پذیر باشد. از سوی دیگر، کندی فرآیند انتشار صکوک و سایر ابزارهای مالی اسلامی، یکی از چالش‌های مهم در کارآمدی بازار سرمایه در ایفای نقش تأمین مالی محسوب می‌شود. برای رفع این مانع، ضروری است ارکان انتشار اوراق مانند ضامن، مشاور عرضه و مؤسسات رتبه‌بندی اعتباری با به‌کارگیری سامانه‌های تحلیلی پیشرفته در حوزه ارزیابی بانی و سنجش ریسک، فرآیند تصمیم‌گیری و صدور مجوز را تسریع بخشند. همچنین پیشنهاد می‌شود بانک مرکزی با بازنگری در دستورالعمل‌ها و فرآیندهای داخلی، روند صدور تأییدیه‌های بانکی برای ضمانت اوراق بهادار را کوتاه و شفاف‌سازی کند تا امکان بهره‌برداری سریع‌تر از ظرفیت‌های بازار سرمایه در تأمین مالی پروژه‌ها فراهم گردد.

۳. طراحی و اجرای مشوق‌های مالیاتی هدفمند با هدف حمایت از تأمین مالی واحدهای تولیدی کوچک و متوسط از طریق بازار سرمایه، به‌گونه‌ای که شرکت‌ها در صورت تخصیص سود انباشته به سرمایه‌گذاری مجدد در فعالیت‌های توسعه‌ای یا تولیدی، از معافیت‌ها یا کاهش نرخ مالیات بهره‌مند شوند؛ این سیاست ضمن افزایش انگیزه بنگاه‌ها برای سرمایه‌گذاری داخلی، به تقویت نقش بازار سرمایه در تجهیز منابع مالی بخش مولد اقتصاد منجر خواهد شد.

۴. عملکرد صندوق‌های سرمایه‌گذاری جسورانه (Venture Capital) و سرمایه‌گذاری خصوصی (Private Equity) در بازار سرمایه ایران تاکنون از کارآمدی و اثربخشی لازم برخوردار نبوده است، به‌طوری‌که این ضعف به‌روشنی در ترکیب و کیفیت دارایی‌های تحت مدیریت این صندوق‌ها قابل مشاهده است. بر این اساس، پیشنهاد می‌شود با انجام یک آسیب‌شناسی جامع، عوامل ساختاری، نهادی و مقرراتی مؤثر بر عملکرد این صندوق‌ها شناسایی شده و اقدامات اصلاحی متناسب در ابعاد مختلف به‌ویژه در حوزه تدوین و بازنگری ضوابط تأسیس، فعالیت، گزارش‌دهی و نظارت این نهادهای مالی صورت گیرد. همچنین، مطالعه امکان‌سنجی تأسیس شرکت‌های سرمایه‌گذاری جسورانه و خصوصی، به‌عنوان مکمل صندوق‌های موجود و با هدف ارتقای عمق بازار و بهبود سازوکار تأمین مالی نوآورانه، در دستور کار قرار گرفته و در صورت اثبات توجیه‌پذیری اقتصادی و نهادی، عملیاتی شود.

۵. یکپارچه‌سازی فرآیندهای تأمین مالی سرمایه‌ای از جمله پذیره‌نویسی، عرضه اولیه و افزایش سرمایه در قالب یک سامانه تخصصی و متمرکز، می‌تواند نقش بسزایی در تسریع، تسهیل و ارتقای شفافیت این فرایندها ایفا کند. این سامانه باید به‌گونه‌ای طراحی شود که امکان رصد، پیگیری و گزارش‌گیری دقیق از کلیه مراحل اجرایی برای نهادهای نظارتی، ناشران و سرمایه‌گذاران به‌صورت لحظه‌ای فراهم باشد.

۶. پیشنهاد می‌شود تفاهم‌نامه‌ای میان سازمان بورس و اوراق بهادار و نهادهای مالی از جمله شرکت‌های تأمین سرمایه منعقد شود که بر اساس آن، امکان ارائه تسهیلات کوتاه‌مدت به سهام‌داران در قبال توثیق سهام یا اوراق حق تقدم فراهم گردد. این سازوکار، ضمن تسهیل فرآیند تبدیل حق تقدم به سهام و جلوگیری از رقیق شدن سهم سهام‌داران فعلی، به آن‌ها کمک می‌کند تا مالکیت خود را در شرکت حفظ کنند. از سوی دیگر، با فعال‌سازی این مکانیسم اعتباری در چارچوب بازار سرمایه، جریان نقدینگی به جای خروج از بازار، از طریق نهادهای مالی تخصصی به درون بازار هدایت شده و موجب تعمیق بازار، افزایش نقدشوندگی و پویایی بیشتر نظام تأمین مالی مبتنی بر سرمایه خواهد شد.

۷. کاهش وقفه‌های اجرایی و حفظ صرفه اقتصادی پروژه‌ها: با الهام از تجربیات موفق ایالات متحده در تأمین مالی پروژه‌های زیرساختی از طریق صندوق‌های سرمایه‌گذاری و اوراق قرضه عمومی، پیشنهاد می‌شود مدل «صندوق پروژه با ساختار منعطف و زمان‌بندی تعهدآور» در ایران طراحی و اجرا شود. این مدل با تکیه بر اصول شفافیت، پاسخگویی، افشای مستمر اطلاعات و نظارت‌پذیری بازار سرمایه، می‌تواند ضمن کاهش اتکای پروژه‌ها به بودجه دولتی، از طولانی شدن فرایند اجرا، تغییرات مکرر مدیریتی و کاهش توجیه اقتصادی طرح‌ها جلوگیری کرده و بستر جذب سرمایه‌گذاران نهادی و عمومی را به صورت پایدار فراهم کند.



منابع

۱. بانک مرکزی
۲. سازمان بورس و اوراق بهادار
۳. سلگی، محمد و نظاری، سید مرتضی. (۱۴۰۲). آسیب‌شناسی تأمین مالی تولید با تأکید بر بازار بدهی در ایران. مدیریت دارایی و تأمین مالی.
۴. اکبری‌روشن، مهدیه و شاکری، عباس. (۱۳۹۳). اثر مخارج دولت، نقدینگی و ساختار بازار بر توسعه مالی بازار سهام. فصلنامه پژوهشنامه اقتصادی.
۵. عباسی، غلامرضا. (۱۳۸۸). همگرایی توسعه مالی و تولید بخش صنعتی در ایران. فصلنامه مدلسازی اقتصادی.
6. Zhu, T., & Sun, X. (2023). Enterprise Financialization and Technological Innovation: An Empirical Study Based on A-Share Listed Companies Quoted on Shanghai and Shenzhen Stock Exchange. *FinTech*, 2(2), 275-293.
7. Gatti, S. (2023). *Project finance in theory and practice: designing, structuring, and financing private and public projects*. Elsevier.
8. Gatti, S. (2023). *Project finance in theory and practice: designing, structuring, and financing private and public projects*. Elsevier.
9. Holmstrom, B. (2015). Understanding the role of debt in the financial system, *BIS Working Papers*, No 479.
10. Mobius, M. (2012). *Bonds: An Introduction to the Core Concepts*, Bloomberg Press.
11. Asian Development Bank. (2021). *Developing Capital Markets for Infrastructure Financing*
12. Stock Analysis. "All 2023 IPOs - A Complete List." <https://stockanalysis.com/ipos/2023>
13. Pisu, M., Pels, B., & Bottini, N. (2015). *Improving infrastructure in the United Kingdom*.
14. Halland, H. et al. (2021), "Mobilising institutional investor capital for climate-aligned development", *OECD Development Policy Papers*, No. 35, OECD Publishing, Paris, <https://doi.org/10.1787/e72d7e89-en>.
15. Amelie, S. O. (2021). *Mobilising institutional investors for financing sustainable development in developing countries*.
16. OECD (2021), *OECD Implementation Handbook for Quality Infrastructure Investment: Supporting a Sustainable Recovery from the COVID-19 Crisis*.



17. Roudari, S., Ahmadian-Yazdi, F., Arabi, S. H., & Hammoudeh, S. (2023). Sanctions and Iranian stock market: Does the institutional quality matter?. *Borsa Istanbul Review*, 23(4), 919-935.
18. Securities Industry and Financial Markets Association (SIFMA). (2022). *Capital Markets Fact Book*
19. Lim, J., Schwert, M., & Weisbach, M. S. (2021). The economics of PIPEs. *Journal of Financial Intermediation*, 45, 100832.
20. Calamos, J. (2017). *Convertible Securities, Structures, Valuation, Market Environment, and Asset Allocation*. Calamos Investments LPP, Naperville.
21. Kubo, K. (2014). Japan: limits to investment fund activity. Financialization, new investment funds, and labour: an international comparison, 290-313.
22. McKenzie .(2015). *New Infrastructure Fund Market Rules in Japan*