



<https://amf.ui.ac.ir>

Journal of Asset Management and Financing
E-ISSN: 2383-1189
Vol. 13, Issue 3, No. 50, Autumn 2025, p 95-116
Received: 23/11/2024 Accepted: 04/03/2025

Research Paper

Thematic Network of Challenges in Project Fund Financing and Proposed Solutions

Milad Easaei

M.A., Department of Financial Management, Faculty of Islamic Studies and Management, Imam Sadiq University, Tehran, Iran
miladeasaei@isu.ac.ir

Mohammad Tohidi* 

Associate Professor, Department of Financial Management, Faculty of Islamic Studies and Management, Imam Sadiq University, Tehran, Iran
tohidi@isu.ac.ir

Mohammad Mahdi Fereydooni

Ph.D. Candidate, Department of Financial Management, Faculty of Islamic Studies and Management, Imam Sadiq University, Tehran, Iran
m.fereydooni@isu.ac.ir

Abstract

Financial instruments in the capital market, such as debt and equity financing tools, along with the establishment of funds, play a pivotal role in advancing financing methods, ensuring timely project execution, and the successful completion of infrastructure projects. Despite their potential, project funds—an innovative financing method in the capital market—have not gained widespread acceptance. This study aims to conduct a diagnostic analysis of the current model of project financing through project funds and propose corrective solutions. Employing a qualitative approach, this research is categorized as applied in terms of objectives and descriptive-survey in terms of data collection. Through document analysis (reviewing books, articles, and notes) and expert interviews, the challenges associated with financing via project funds were identified and categorized into three main themes: process and structural challenges, environmental challenges, and legal and regulatory challenges. Drawing on international experiences, corresponding solutions were proposed, including the facilitation of laws and regulations, revision of the project fund's charter, and reconsideration of corporate governance practices.

Keywords: Project Fund, Financing, Financing Funds, Capital Market.

JEL Classification: O16, G32, G23

Introduction

Project financing has been extensively studied, yet specialized research on financing through project funds remains limited. Most existing studies focus on the financial capacity of these instruments within the capital market, with only a few exploring their structure and integration with other financing tools. Notably, no study has comprehensively addressed the challenges and corrective measures for project funds in Iran's capital market. Project funds, as financial engineering instruments, aim to facilitate project financing in the capital market. However, since their introduction in 2017, they have seen limited implementation. In contrast, leading countries typically finance projects through private equity investment funds and by offering project company shares in the capital market. This study seeks to identify the challenges of project financing via project funds and propose solutions based on insights from capital market experts and international best practices.

Materials & Methods

Data were collected through document analysis, including reviews of books, articles, reports, and expert interviews. Purposive sampling was employed, selecting nine experts based on their expertise, educational background, and professional experience. Thematic analysis, following the Attride-Stirling (2001) approach, was conducted at three levels: basic themes, organizing themes, and global themes. This method identified 52 key statements and 11 basic themes, which were categorized into three organizing themes and one global theme. The findings were validated by a focus group comprising a university faculty member, experts, and managers from the Securities and Exchange Organization's Research Center, ensuring credibility and reliability.

*Corresponding author

Easaei, M., Tohidi, M. and Fereydooni, M. M. (2025). Presentation of the Thematic Network of Challenges in Project Fund Financing and Proposed Solutions. *Journal of Asset Management and Financing*, 13(3), 95-116.



2383-1189 © University of Isfahan

This is an open access article under the CC BY-NC-ND/4.0/ License (<https://creativecommons.org/licenses/by-nc-nd/4.0/>).



10.22108/amf.2025.143386.1938

Findings

The thematic analysis revealed that the global theme is "challenges in financing through project funds." The process and structural challenges encompass 7 basic themes, the environmental challenges consist of two basic themes, and finally, the legal and regulatory challenges include two basic themes.

Discussion & Conclusion

This paper examines project financing through the establishment of project funds, addressing its operational, legal, and regulatory aspects. While project funds hold significant potential for financing projects in the capital market, their adoption has been limited, with only one instance of utilization to date, primarily due to structural deficiencies and fundamental challenges. To address these issues, this study proposes targeted solutions categorized into three areas: (1) process and structural challenges, including centralizing financial resources under the fund manager, setting a defined lifespan for the fund with penalties and incentives, revising the technical supervisory entity's responsibilities, reconsidering mandatory underwriting and market-making requirements, incorporating preferred shares, and separating the boards of the project fund and project company; (2) environmental challenges, such as encouraging active government participation, facilitating fund establishment through regulatory support, and increasing investor participation via specialized investment funds; and (3) legal and regulatory challenges, with the most critical solution being the strengthening of the legal and regulatory framework to ensure clarity and reduce uncertainties in the operation of project funds. These solutions are elaborated using a descriptive-analytical approach to provide a comprehensive roadmap for improving the adoption and effectiveness of project funds.

مقاله پژوهشی

ارائه شبکه مضامین چالش‌های تأمین مالی از طریق صندوق سرمایه‌گذاری پروژه و راهکارهای رفع آن

میلاد عیسائی

کارشناسی ارشد، گروه مدیریت مالی، دانشکده معارف اسلامی و مدیریت، دانشگاه امام صادق(ع)، تهران، ایران

miladeasaei@isu.ac.ir

محمد توحیدی * 

دانشیار، گروه مدیریت مالی، دانشکده معارف اسلامی و مدیریت، دانشگاه امام صادق(ع)، تهران، ایران

tohidi@isu.ac.ir

محمد مهدی فریدونی

دانشجوی دکتری، گروه مدیریت مالی، دانشکده معارف اسلامی و مدیریت، دانشگاه امام صادق(ع)، تهران، ایران

m.fereydooni@isu.ac.ir

چکیده

ابزارهای تأمین مالی پروژه‌های زیرساختی موجود در بازار سرمایه اعم از ابزارهای تأمین مالی بدهی، سرمایه‌ای و تأسیس صندوق، نقش مؤثری در توسعه روش‌های تأمین مالی پروژه، بهره‌برداری به موقع از آن و به سرانجام رسیدن پروژه‌های نیمه‌تمام دارد. صندوق سرمایه‌گذاری پروژه یکی از روش‌های نوین تأمین مالی پروژه در بازار سرمایه محسوب می‌شود که در دهه اخیر تنها یک بار استفاده شده و اقبال مناسبی از این ابزار تأمین مالی صورت نپذیرفته است؛ بنابراین، هدف از انجام این پژوهش، آسیب‌شناسی مدل فعلی تأمین مالی از طریق صندوق پروژه و ارائه راهکارهای اصلاحی برای آن است. این پژوهش دارای رویکرد کیفی است. از منظر هدف در زمره پژوهش‌های کاربردی و از منظر نحوه گردآوری داده‌ها، توصیفی پیمایشی محسوب می‌شود. در این پژوهش ابتدا با روش اسنادی (مطالعه کتب، مقالات، یادداشت‌ها و غیره) و مصاحبه با خبرگان، تمامی چالش‌های ناظر بر فرایند تأمین مالی از طریق تأسیس صندوق پروژه استخراج، سپس با روش تحلیل مضمون، ذیل سه مضمون سازمان‌دهنده چالش‌های فرایندی و ساختاری، چالش‌های محیطی و چالش‌های قانونی و مقرراتی طبقه‌بندی شدند؛ در نهایت با استفاده از روش توصیفی تحلیلی و با تأکید بر تجارب بین‌المللی، راهکارهای متناظر با هریک از چالش‌ها تبیین شد. از جمله این راهکارها می‌توان به تسهیلگری قوانین و مقررات، اصلاح اساسنامه صندوق پروژه، تجدیدنظر در خصوص حاکمیت شرکتی، حذف برخی ارکان و بازنگری در شرح وظایف ارکان اشاره کرد.

کلیدواژه‌ها: صندوق پروژه، تأمین مالی، صندوق‌های تأمین مالی، بازار سرمایه

طبقه‌بندی JEL: G23, G32, O16

* نویسنده مسئول

عیسائی، میلاد، توحیدی، محمد و فریدونی، محمد مهدی. (۱۴۰۴). ارائه شبکه مضامین چالش‌های تأمین مالی از طریق صندوق سرمایه‌گذاری پروژه و راهکارهای رفع آن. مدیریت دارایی و تأمین مالی، ۱۳ (۳)، ۹۵-۱۱۶.



مقدمه

امروزه تأمین مالی پروژه‌ها تبدیل به تخصصی جدید در حوزه مدیریت شده است که در طی سال‌های اخیر رشد فزاینده‌ای داشته و توسعه روش‌های متعدد تأمین مالی را فراهم آورده است. توسعه روش‌های نوین و ابداعی برای تأمین مالی طرح‌ها و پروژه‌های زیرساختی به رشد و شکوفایی صنایع کشور منتهی می‌شود و پروژه‌های عمرانی در هر کشوری، مبنای توسعه و آبادانی آن کشور است. در اجرای این پروژه‌ها تأمین منابع مالی، شرط مهم و اولیه است (Maleki, 2013). از طرفی نحوه تأمین مالی و تهیه بودجه لازم برای انجام پروژه‌های زیربنایی و بهره‌برداری از محصولات و خدمات حاصل از آنها در حال حاضر به‌عنوان یکی از مهم‌ترین چالش‌های پیش‌روی کشورهای در حال توسعه مطرح است (Eslami & Esmaeili, 2009). مطابق آخرین برآوردهای صورت‌پذیرفته، ۶۲ هزار پروژه نیمه‌تمام^۱ در کشور وجود دارد که در اولویت انجام و اتمام هستند. تأمین مالی پروژه‌ای به معنای جمع‌آوری وجوه برای تأمین منابع پروژه سرمایه‌گذاری با سرمایه تفکیک‌پذیر از نظر اقتصادی است که در آن، تأمین‌کنندگان وجوه اصولاً به جریان‌های نقدی درآمدی پروژه به‌عنوان ایفاکننده نقش منبع نقدی برای پرداخت هزینه‌های تأمین مالی در پروژه می‌نگرند. تأمین مالی بسیاری از پروژه‌ها به دلیل مسائلی مانند حجم بالای سرمایه لازم، حساسیت بالای پروژه از نظر مسائل سیاسی، اقتصادی و امنیتی، عدم تمایل سرمایه‌گذاران خارجی و غیره با مشکل مواجه می‌شود؛ بنابراین، با توجه به محدودیت جدی در تأمین منابع مالی از جانب دولت، استفاده از ابزارهای مالی موجود در بازار سرمایه می‌تواند مسیر جدیدی برای تأمین مالی پروژه‌ها در کنار نظام بانکی محسوب شود. در کشورهای توسعه‌یافته تأمین مالی بازار محور در کنار شبکه بانکی و سرمایه‌گذاری خارجی به‌عنوان یکی از مهم‌ترین روش‌های تأمین مالی زیرساخت‌ها مطرح است (Heybati & Ahmadi, 2009). سهولت تأمین مالی، کاهش هزینه‌ها و سرعت بالا در تجهیز منابع از جمله ویژگی‌های مهم تأمین مالی از طریق بازار سرمایه است؛ به‌طوری‌که نه تنها نظام تأمین مالی شرکت‌ها را بهبود می‌بخشد، بلکه امکانات جدیدی در اختیار آنها قرار می‌دهد (Saleh & Sobhie, 2020). به‌طور کلی، پروژه‌های زیرساختی در بازار سرمایه ایران از طرق مختلف و با استفاده از ابزارهای تأمین مالی متنوعی قابلیت تأمین مالی دارند. ابزارهای تأمین مالی مذکور از لحاظ ماهیت و ساختار سرمایه به دو دسته ابزارهای تأمین مالی سرمایه‌ای و ابزارهای تأمین مالی بدهی تفکیک‌پذیر هستند. در صورتی که هدف از تجهیز منابع مالی از بازار سرمایه، تخصیص آن به پروژه زیرساختی باشد، مهم‌ترین ابزارهای تأمین مالی سرمایه‌ای مختص تأمین مالی پروژه در بازار سرمایه ایران شامل تأسیس صندوق‌های تأمین مالی (از جمله صندوق پروژه)، تأسیس شرکت سهامی عام پروژه، پذیره‌نویسی سهام و حق تقدم (از طریق افزایش سرمایه و با هدف تزریق منابع به طرح‌های توسعه و پروژه) و غیره است. ابزارهای تأمین مالی بدهی مختص تأمین مالی پروژه در بازار سرمایه ایران، شامل اوراق سفارش ساخت و اوراق مشارکت است. سایر اوراق بهادار اسلامی (مانند اوراق اجاره، اوراق وکالت و غیره) در صورتی که هدف از انتشار آن، تزریق منابع مالی به پروژه‌های زیرساختی بانی باشد، می‌تواند در دسته ابزارهای تأمین مالی بدهی برای تأمین مالی پروژه‌های زیرساختی قرار گیرد. از آنجاکه مسئله اصلی این پژوهش ارائه چالش‌ها و راهکارهای مربوط به تأمین مالی پروژه از طریق تأسیس صندوق پروژه در بازار سرمایه ایران است، بنابراین تمرکز اصلی پژوهش، مطالعه و بررسی این ابزار تأمین مالی پروژه است.

صندوق پروژه نوعی ابزار مهندسی مالی است که برای تأمین مالی پروژه‌ها در بازار سرمایه ایجاد می‌شود. سرمایه صندوق پروژه به تعداد مشخصی واحد تقسیم می‌شود و کسانی که می‌خواهند سهام‌دار این صندوق‌ها باشند، با خرید واحد صندوق به تعداد دلخواه تا سقفی مشخص و با قیمتی معین در ریسک‌های پروژه سهام می‌شوند (Mashhadi & Soltani, 2021). با وجود

^۱ www.mehrnews.com/news/5840940 ۶۲-هزار-پروژه-نیمه-تمام-داریم-مولدسازی-راهی-برای-تکمیل-پروژه

دستورالعمل و تبیین نحوه تأمین مالی پروژه‌ها از طریق بازار سرمایه، اقبال مناسبی برای استفاده از ظرفیت‌های موجود به‌خصوص صندوق پروژه برای تأمین مالی پروژه‌ها وجود نداشته و صندوق پروژه تاکنون تنها یک بار در سال ۱۳۹۶ استفاده شده است؛ در این راستا، هدف اصلی این پژوهش بررسی چالش‌های تأمین مالی از طریق صندوق پروژه و ارائه راهکارهای مناسب برای رفع آن‌ها با استفاده از نظرات خبرگان بازار سرمایه و تجارب کشورهای پیش‌گام در زمینه تأمین مالی بازارمحور پروژه‌های زیرساختی است. در پژوهش حاضر ابتدا با استفاده از روش اسنادی و کتابخانه‌ای، تأمین مالی پروژه‌های زیرساختی از طریق تأسیس صندوق پروژه در بازار سرمایه ایران و سایر کشورهای پیش‌گام بررسی می‌شود و سپس چالش‌های تأمین مالی صندوق پروژه با استفاده از روش مصاحبه با خبرگان بازار سرمایه گردآوری و نتایج آن با بهره‌گیری از راهبرد تحلیل مضمون ارائه می‌شود؛ درنهایت با استفاده از روش توصیفی تحلیلی و با تأکید بر تجارب بین‌المللی، راهکارهای متناظر با هریک از چالش‌ها بحث‌وبررسی می‌شود.

به تأمین مالی پروژه در بسیاری از پژوهش‌های داخلی و خارجی توجه شده و این در حالی است که موضوع تأمین مالی از طریق تأسیس صندوق پروژه و بررسی تخصصی آن، تاکنون به‌صورت مجزا عملیاتی نشده است و بیشتر پژوهش‌ها تنها به برخی از جنبه‌های نظری صندوق پروژه و امکان‌سنجی تأمین مالی صنایع مختلف از طریق این ابزار اشاره کرده‌اند. شرفی و همکاران (Sharafi et al., 2024) ادعا می‌کنند که ریسک اجتماعی، ریسک پیمانکار، ریسک ساخت‌وساز، ریسک سیاسی، ریسک طراحی، ریسک قانونی، ریسک مالی، ریسک مدیریت، ریسک مشتری و قراردادهای فرعی بر ریسک تأمین مالی پروژه‌ها تأثیر بسزایی داشته و از بین ریسک‌های مذکور، ریسک سیاسی بیشترین تأثیر را دارد. شرفی و همکاران (Sharafi et al., 2023) نیز با استفاده از روش نمونه‌گیری و مصاحبه با خبرگان، تمامی ریسک‌های تأثیرگذار بر تأمین مالی پروژه را احصا کردند. عزیزی و همکاران (Azizi et al., 2022) ضمن بررسی جامع و مرور نظام‌مند ادبیات حوزه تأمین مالی پروژه‌های اسلامی نتیجه گرفتند که تمامی پژوهش‌های مرتبط با موضوع تأمین مالی پروژه‌های اسلامی در سه دسته کلی شامل توسعه مدل، چالش‌پیشران‌ها و نوآوری‌ها تفکیک‌پذیر هستند. ذاکرنیا و همکاران (Zakernia et al., 2021) مهم‌ترین الزامات و ابعاد شیوه تأمین مالی پروژه از طریق صندوق سرمایه‌گذاری خصوصی را تبیین و استفاده از ابزارهای نوین تأمین مالی برای ساماندهی جذب منابع پیشنهاد کردند. ذاکرنیا (Zakernia, 2021) ضمن تشریح نحوه انجام فرایندهای اجرایی تأمین مالی پروژه‌ای در نظام بانکی، الگوی مؤثری برای پیاده‌سازی تأمین مالی پروژه از طریق شبکه بانکی ارائه کرده است. صالح‌آبادی و همکاران (Salehabadi et al., 2021) الگوی عملیاتی تأمین مالی پروژه‌ای در نظام بانکی جمهوری اسلامی ایران را در چهار سطح کلی «بسترشناسی و تبیین مشکلات و ضرورت اجرای این روش»، «تعیین پیش‌شرط‌های پالایش طرح‌ها»، «کارشناسی با ابعاد و ویژگی خاص» و «طراحی فرایندهای اجرایی و تنظیم روابط مقتضی تا زمان خروج از طرح» بحث‌وبررسی کردند. مشهدی و سلطانی (Mashhadi & Soltani, 2021) اظهار می‌دارند که مهم‌ترین چالش عدم توسعه و سرمایه‌گذاری در بخش دفاعی کشور، عدم افشای اطلاعات پروژه‌های دفاعی و در نظر گرفتن نرخ سود کمتر از میانگین بازار است. صالح جلالی و صبحیه (Saleh & Sobhie, 2020) ضمن معرفی صندوق‌های سرمایه‌گذاری زمین و ساختمان و پروژه، فرایند تأمین مالی از طریق تأسیس این نوع صندوق‌ها را بررسی و به‌عنوان یکی از راهکارهای نوین تأمین مالی برای انواع شرکت‌ها معرفی کردند. نظری و لطفی‌نیا (Nazarpour & Lotfinia, 2014) سازکارهای نظارت، اجرا، حسابرسی، تسویه، عرضه و تقاضا را در صندوق پروژه بررسی کرده‌اند. اسلامی میلانی و اسمعیلی (Eslami & Esmaeili, 2009) به ضرورت تأمین مالی پروژه‌ها توجه و انواع روش‌های تأمین مالی پروژه را معرفی کردند. لوآن و لی (Luan & Li, 2022) ضمن بررسی نحوه مدیریت صندوق‌های پروژه، به مباحث استانداردسازی مدیریت، تجزیه و تحلیل فرایندها و کارآمدسازی صندوق از طریق تهیه و تدوین بودجه مشخص، نظارت بر آن و نحوه تسویه وجوه پرداختند. آودی و همکاران (Avedi et al., 2020) با مطالعه راهبرد تشکیل

صندوق‌های پروژه در بخش انرژی، نتیجه گرفتند که توسعه این ابزار تأمین مالی با پیشرفت پروژه‌های انرژی رابطه معنادار و مثبت دارد و با این راهبرد می‌توان سرمایه‌گذاران خصوصی و اهرمی را برای مشارکت در توسعه تأمین مالی پروژه‌ها متقاعد کرد. دوئیر (Deuer, 2016) تأمین مالی مشارکتی با استفاده از منابع مردم را برای پروژه‌های فراملی مناسب ارزیابی کرد. لی و همکاران (Li et al., 2018) نتیجه گرفتند که تخصیص بودجه از طریق ایجاد صندوق‌های با اهداف خاص، موجب افزایش تولید، بازدهی و سود صنایع می‌شود. جمسون و همکاران (Gemson et al., 2012) نشان دادند که پروژه‌های زیرساختی با تأمین مالی از طریق سرمایه‌گذاری خصوصی در مقایسه با پروژه‌هایی که از سایر روش‌های تأمین مالی بهره گرفته‌اند، از حجم سرمایه‌گذاری بالاتری برخوردار هستند و احتمال موفقیت آن‌ها نیز بیشتر است. ایندرست (Inderst, 2010) ضمن بررسی تحولات بازار و شواهد تجربی مربوط به ریسک و بازده انواع صندوق‌های سرمایه‌گذاری، صندوق پروژه را ابزاری مناسب برای تنوع‌بخشی و محافظت در برابر تورم در سبد سرمایه‌گذاران معرفی کرد. مسج (Mesec, 2007) ضمن بررسی صندوق پروژه کوچک‌مقیاس در کشورهای اروپایی، این ابزار تأمین مالی را یکی از روش‌های نوآورانه برای بهره‌مندی از سیاست‌های توسعه‌ای منطقه اروپا دانست.

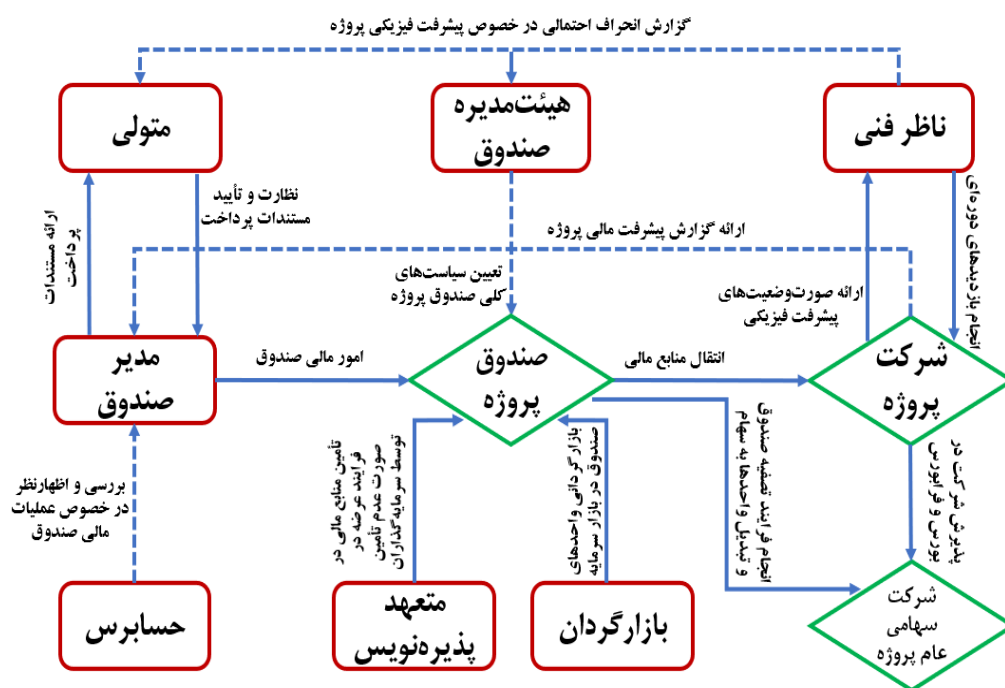
باتوجه به سوابق پژوهش مذکور می‌توان عنوان کرد که بیشتر پژوهش‌های صورت‌پذیرفته درخصوص صندوق پروژه با رویکرد معرفی ظرفیت تأمین مالی از طریق این ابزار مالی در بازار سرمایه به انجام رسیده است. برخی از پژوهش‌ها نیز موضوع استفاده از صندوق پروژه برای تأمین مالی صنایع مختلف را مبنای کار خود قرار داده‌اند. تعداد کمی از آن‌ها درباره ساختار صندوق‌های تأمین مالی و امکان‌سنجی ادغام آن با سایر ابزارهای تأمین مالی در بازار سرمایه و بازار پول صورت پذیرفته است. در این میان، تاکنون پژوهش مستقل و مشخصی به موضوع آسیب‌شناسی صندوق پروژه در بازار سرمایه ایران نپرداخته و چالش‌ها و راهکارهای اصلاحی ناظر به این امر بحث‌وبررسی نشده است؛ بنابراین، پرداختن به موضوع تأمین مالی بازارمحور پروژه‌های زیرساختی در ایران و انجام آسیب‌شناسی و استخراج چالش‌های تأمین مالی از طریق صندوق پروژه و ارائه راهکارهای متناظر با هریک از چالش‌های مستخرج، مبتنی بر تجارب بین‌المللی و نظر خبرگان، درواقع وجه تمایز این پژوهش از سایر پژوهش‌های مشابه داخلی و خارجی محسوب می‌شود.

مبانی نظری

صندوق سرمایه‌گذاری پروژه از مصداق صندوق‌های سرمایه‌گذاری موضوع بند ۲۰ ماده ۱ قانون بازار اوراق بهادار و ماده ۱ قانون توسعه ابزارها و نهادهای مالی جدید محسوب می‌شود که با اخذ مجوز از سازمان بورس و اوراق بهادار تأسیس شده است و به جمع‌آوری وجوه از سرمایه‌گذاران و تخصیص آن به ساخت پروژه‌ای مشخص می‌پردازد. صندوق پروژه متشکل از واحدهای سرمایه‌گذاری عادی است و مالکان واحدهای سرمایه‌گذاری، به نسبت تعداد واحدهای سرمایه‌گذاری خود از کل واحدهای سرمایه‌گذاری نزد سرمایه‌گذاران، در خالص دارایی‌های صندوق سهام‌اند (Board of Directors of the Securities and Exchange Organization, 2024b). برای اجرایی کردن سازوکار صندوق پروژه، نهادهای متولی بازار سرمایه (در ایران: سازمان بورس و اوراق بهادار) ارکان مشخصی را طبق قوانین و مقررات تعریف کرده‌اند؛ بنابراین، صندوق پروژه به‌عنوان نهاد مالی تعریف می‌شود و سازمان بورس و اوراق بهادار بر حسن اجرای فعالیت‌های آن نظارت می‌کند (Mashhadi & Soltani, 2021). هیئت‌مدیره صندوق پروژه مسئولیت تعیین سیاست‌های کلی پروژه را بر عهده دارد و متولی صندوق پروژه نیز با نظارت بر عملیات مالی، اسناد و مدارک پرداخت وجوه در صندوق و شرکت پروژه، وظیفه تأیید یا رد این موارد را به انجام می‌رساند. مطابق اساسنامه تأسیس این نوع صندوق، وجود ارکان متعهد پذیرهنویس و بازارگردان در ساختار صندوق پروژه الزامی است و متعهد پذیرهنویس ملزم به تأمین منابع مالی در زمان پذیرهنویسی واحدهای صندوق پروژه در زمان تأسیس و

در مواقع انجام افزایش سرمایه از محل آورده نقد است. بازارگردان نیز موظف است امکان نقدشوندگی واحدهای سرمایه‌گذاری را برای دارندگان واحدهای سرمایه‌گذاری در طول عمر صندوق پروژه فراهم کند.

برای شروع فعالیت صندوق پروژه، مؤسس یا مؤسسين صندوق به‌عنوان دارندگان عمده واحدهای سرمایه‌گذاری به‌منظور اجرای یک پروژه، شرکت سهامی خاص را که شرکت پروژه نامیده می‌شود، از بین شرکت‌های موجود انتخاب یا در غیر این صورت تأسیس کرده و اجرای پروژه را به این شرکت واگذار می‌کنند. کلیه سهام شرکت پروژه به صندوق تعلق خواهد داشت. هر صندوق پروژه مختص یک پروژه است و موضوع صندوق، ساخت و تکمیل پروژه و سپس پایان یافتن فعالیت صندوق و تقسیم عواید حاصل بین دارندگان واحدهای سرمایه‌گذاری است. سرمایه‌گذاران به‌منظور تأمین منابع مالی لازم برای اجرای پروژه، بایستی واحدهای سرمایه‌گذاری صندوق پروژه را خریداری کنند. در دوره پذیرهنویسی اولیه، کلیه علاقه‌مندان می‌توانند برای خرید واحدهای سرمایه‌گذاری عرضه‌شده اقدام کنند. شرکت پروژه با نظارت مدیر صندوق، مسئولیت اجرای پروژه را بر عهده دارد و موظف است گزارش‌های پیشرفت مالی و فیزیکی پروژه را ماهانه در اختیار مدیر صندوق قرار دهد. مدیر صندوق نیز می‌تواند باتوجه به نیاز صندوق به وجوه نقد برای اجرای پروژه و باتوجه به زمان‌بندی و مبالغ افزایش سرمایه پیش‌بینی‌شده در امیدنامه صندوق، پیشنهاد افزایش سرمایه صندوق را به همراه گزارش توجیهی خود به هیئت‌مدیره صندوق ارائه دهد. پس از تکمیل پروژه و آغاز بهره‌برداری از آن تا حد امکان و مطابق مفاد اساسنامه، دارایی‌ها و تعهدات صندوق به شرکت پروژه منتقل می‌شود. آنگاه شرکت پروژه به شرکت سهامی عام تبدیل می‌شود و سهام آن در بورس یا خارج از بورس قابل معامله خواهد شد. دارایی‌های صندوق پروژه از جمله سهام شرکت پروژه، بین دارندگان واحدهای سرمایه‌گذاری صندوق تقسیم می‌شود و صندوق تصفیه و منحل خواهد شد (Mashhadi & Soltani, 2021). شکل (۱) ساختار کلی صندوق پروژه، روابط بین مهم‌ترین ارکان و اهم وظایف ایشان را مطابق با اساسنامه تأسیس صندوق پروژه ارائه می‌کند.



شکل (۱): فرایند تأمین مالی پروژه از طریق تأسیس صندوق پروژه

Figure (1): The project financing process through the establishment of a project fund (Board of Directors of the Securities and Exchange Organization, 2024b)

صندوق پروژه آرمان پرند مپنا تنها صندوق پروژه در بازار سرمایه ایران محسوب می‌شود که باتوجه به «اساسنامه تأسیس صندوق سرمایه‌گذاری پروژه» و فرایندهای در نظر گرفته شده از جانب سازمان بورس و اوراق بهادار در سال ۱۳۹۶، اقدام به تأمین مالی منابع لازم برای ساخت و بهره‌برداری از پروژه سیکل ترکیبی نیروگاه پرند مپنا کرده است. مهم‌ترین اطلاعات مربوط به صندوق پروژه آرمان پرند مپنا مطابق جدول (۱) به صورت خلاصه ارائه شده است.

جدول (۱): خلاصه اطلاعات مربوط به صندوق پروژه آرمان پرند مپنا

Table (1): Summary of information on the Arman Parand Mapna project fund (Securities and Exchange Organization, 2017)

ارکان صندوق	مدیر: شرکت مشاور سرمایه‌گذاری آرمان آتی	خالص ارزش دارایی‌های صندوق پروژه	خالص ارزش روز دارایی‌های صندوق پروژه و NAV آن اعلام نشده است
	متولی: شرکت تأمین سرمایه تمدن		
	ناظر فنی: شرکت مهندسی مسینان		
	متعهد پذیرهنویس: شرکت تأمین سرمایه امین		
دارندگان واحدهای صندوق	بازارگردان: شرکت تأمین سرمایه امین	سرمایه و جمع دارایی‌های صندوق پروژه	سرمایه: ۹,۲۲۰ میلیارد ریال جمع دارایی‌ها: ۱۲,۹۸۴ میلیارد ریال
	حسابرس: مؤسسه حسابرسی هدف نوین‌نگر		
	گروه مدیریت نیروگاهی ایرانیان مپنا - ۹۶/۵۴ درصد		
	تأمین سرمایه امین - ۱/۲۹ درصد		
سال تأسیس و تصفیه	سایر دارندگان واحدهای سرمایه‌گذاری - ۲/۱۷ درصد	پذیرش و معاملات	تابلوی بورس انرژی
	۱۳۹۶ - صندوق پروژه در حال فعالیت است		

بررسی‌های تطبیقی و مطالعات جامع در حوزه تأمین مالی بازار سرمایه محور پروژه‌ها نشان می‌دهد که ساختار صندوق پروژه به شکلی که در بازار سرمایه ایران طراحی و تعریف شده است، در سایر کشورها ساختار مشابه ندارد. این امر حاکی از نوآوری بومی در طراحی این ابزار مالی است. در مقابل، تحلیل‌های بین‌المللی و تجارب سایر کشورهای پیش‌گام حاکی از آن است که در عرصه جهانی، سازوکار غالب برای تأمین مالی پروژه‌ها عمدتاً بر استفاده از صندوق‌های سرمایه‌گذاری خصوصی متمرکز است.

تمایل صندوق‌های سرمایه‌گذاری خصوصی به سرمایه‌گذاری در پروژه‌های زیرساختی پس از سال ۲۰۱۰ افزایش یافته است. ورود صندوق‌های سرمایه‌گذاری خصوصی در مرحله توسعه پروژه‌های زیرساختی از اهمیت ویژه‌ای برخوردار است. در دسترس بودن سرمایه ریسک‌پذیر در این مرحله نه تنها موجب تسهیل توسعه پروژه‌ها می‌شود، بلکه به تقویت بنیه مالی پروژه نیز کمک کرده و پیمانکاران را (به عنوان توسعه‌دهندگان پروژه‌ها) به مشارکت در راه‌اندازی پروژه ترغیب می‌کند. علاوه بر این، تأمین این منابع به بانک‌ها اطمینان می‌دهد تا تسهیلات مالی بیشتری را به پروژه‌ها اختصاص دهند؛ به این ترتیب اولاً، صندوق سرمایه‌گذاری خصوصی به دلیل داشتن تخصص کافی در زمینه سرمایه‌گذاری پروژه به حذف پروژه‌های ضعیف و غیراقتصادی کمک می‌کند و دوماً، در مرحله پس از سرمایه‌گذاری با نظارت فعال و مشارکت مدیریتی در سرمایه‌گذاری‌های خود، تضمین‌کننده پیشرفت پروژه‌ها خواهد بود. صندوق سرمایه‌گذاری خصوصی با ارائه پیشنهادات منطقی در مناقصه‌ها به کاهش خطاهای برآوردی کمک می‌کند و باعث بهبود بهره‌وری و ارتقای شیوه‌های حاکمیت شرکتی می‌شود (Gemson & Rajan, 2023). سرمایه‌گذاری صندوق‌های خصوصی در زیرساخت از دو طریق انجام می‌شود؛ اولاً از طریق صندوق‌های

اختصاصی برای زیرساخت^۱ و دوماً با استفاده از صندوق‌های عمومی^۲ که در این زمینه نیز فعالیت می‌کنند. برخلاف بانک‌ها، سرمایه‌گذاران خصوصی به دلیل دارا بودن دانش فنی و تخصصی در زمینه پروژه‌ای که اقدام به سرمایه‌گذاری در آن کردند، معمولاً نقش فعال‌تری در حوزه‌های مدیریت ریسک، کنترل کیفیت، برنامه‌ریزی و بهره‌برداری از پروژه در موعد مشخص ایفا می‌کنند (Gemson & Rajan, 2023).

راه‌اندازی پروژه‌های زیرساختی شامل سه مرحله کلی به شرح مرحله توسعه (قبل از انعقاد قراردادهای مالی و شروع ساخت)، مرحله ساخت و مرحله بهره‌برداری است. سرمایه لازم برای مرحله توسعه معمولاً توسط مؤسسين تأمین می‌شود؛ درحالی‌که ورود صندوق‌های سرمایه‌گذاری خصوصی به تأمین مالی پروژه‌های زیرساختی، عموماً پس از نهایی‌شدن قراردادهای مالی محقق می‌شود. زمان ورود و سرمایه‌گذاری در پروژه، به استراتژی سرمایه‌گذاری صندوق خصوصی بستگی دارد؛ به‌طوری‌که بسیاری از صندوق‌های خصوصی ترجیح می‌دهند تا در مرحله بهره‌برداری از پروژه وارد سرمایه‌گذاری شوند؛ درحالی‌که برخی دیگر در مرحله ساخت با تحمل ریسک بیشتر، سرمایه‌گذاری را آغاز می‌کنند. در مرحله ساخت، منابع صندوق به‌عنوان سرمایه بلندمدت و با ماهیت سرمایه ریسک‌پذیر شناخته می‌شود. در مراحل اولیه ساخت پروژه، صندوق خصوصی نه تنها کنترل‌های مالی و نظارت بر جریان‌های نقدی را در دستور کار قرار می‌دهد، بلکه در زمینه‌های کلیدی همچون برآورد ریسک، تشکیل تیم‌های اصلی و مدیریت مناقصه‌ها نیز مشارکت می‌کند و پروژه می‌تواند از دانش تخصصی افراد کلیدی صندوق خصوصی بهره‌مند شود (Gemson & Rajan, 2023).

سرمایه‌گذاری‌های انجام‌شده توسط صندوق‌های خصوصی از نظر زمان‌بندی دسترسی به جریان‌های نقدی با سایر سرمایه‌گذاری‌ها تفاوت دارد. صندوق‌های خصوصی تنها پس از پرداخت هزینه‌های عملیاتی، پرداخت به طلبکاران و بازپرداخت بدهی‌ها به جریان‌های نقدی باقی‌مانده دسترسی پیدا می‌کنند (Chemmanur & John, 1996). معمولاً بازدهی سرمایه‌گذاری‌های صندوق در زمان خروج محقق می‌شود؛ ازاین‌رو، ارزش‌گذاری پروژه در زمان خروج به‌عنوان یکی از عوامل کلیدی در تحقق بازدهی‌های پیش‌بینی‌شده اهمیت دارد و این موضوع به موفقیت پروژه در مرحله تکمیل و بهره‌برداری وابسته است. با توجه به وابستگی درخور توجه بازده صندوق‌های سرمایه‌گذاری خصوصی به موفقیت پروژه‌ها سرمایه‌گذاران انگیزه قوی برای ارائه مشاوره‌های تخصصی و اعمال نظارت فعال بر سرمایه‌گذاری‌های خود دارند (Engel & Stiebale, 2013).

در کنار روش سرمایه‌گذاری خصوصی در پروژه‌ها یکی دیگر از انواع تأمین مالی بازار سرمایه‌محور پروژه‌ها در سایر کشورهای پیش‌گام، موضوع عرضه عمومی اوراق بهادار شرکت پروژه است. با توجه به دستورالعمل عرضه عمومی اوراق بهادار مربوط به پروژه‌های زیرساختی در کشور مالزی، برخی از مهم‌ترین شرایط در نظر گرفته‌شده برای موضوع پروژه و مؤسسين آن به شرح موارد ذیل است:

❖ یک امتیاز یا مجوز توسط دولت یا سازمان دولتی به پروژه اعطا شده باشد؛

❖ هزینه‌های پروژه حداقل ۵۰۰ میلیون رینگیت مالزی^۳ باشد و پروژه قادر به ایجاد درآمد به‌اندازه کافی برای ارائه نرخ بازدهی مناسب به سهام‌داران خود باشد (Securities Commission Malaysia, 2023).

مطابق دستورالعمل مذکور، وجوه جمع‌آوری‌شده در عرضه اولیه عمومی و پذیره‌نویسی بایستی برای تکمیل پروژه یا کاهش بدهی‌های مرتبط با آن استفاده شود. بورس مالزی برای محقق‌شدن عرضه عمومی، مؤسسين پروژه را ملزم به عرضه حداقل ۱۰ درصد و حداکثر ۲۵٪ از سهام پروژه کرده است. بنیان‌گذاران باید حداقل ۵۱٪ از سهام عادی شرکت را در زمان

1 Dedicated PE funds for infrastructure

2 General-purpose PE funds

3 Malaysian Ringgit

ارائه پیشنهاد به کمیسیون بورس در اختیار داشته باشند و ایشان حق فروش سهام خود را به مدت یک سال پس از عرضه اولیه ندارند. چنانچه پس از یک سال، پروژه سود عملیاتی مثبت ایجاد کند، مؤسسين می‌توانند ۲۰٪ از سهام خود را طی پنج سال به صورت مساوی به فروش برسانند (Securities Commission Malaysia, 2023).

ارزش‌گذاری پروژه براساس قیمت مبتنی بر بازار و توسط ناشر و متعهدین خرید آن تعیین می‌شود. برای آن بخش از سهامی که به سرمایه‌گذاران خرد (سهام‌دارانی که بین ۵۰۰ تا ۱۰,۰۰۰ سهم دارند) عرضه می‌شود، کمیسیون بورس مالزی قیمت را تأیید خواهد کرد. بورس مالزی برخی از پروژه‌ها را تنها به برخی از سرمایه‌گذاران واجد شرایط (ریسک‌پذیری بالایی داشته باشند و درعین حال سرمایه‌گذاران حرفه‌ای محسوب شوند) عرضه می‌کند که توانایی ارزیابی ریسک‌ها و مزایای سرمایه‌گذاری در پروژه خاص را دارند (Securities Commission Malaysia, 2023).

از آنجاکه زمان لازم برای بهره‌برداری از پروژه زیرساختی ممکن است به طول بینجامد، بنابراین اطلاعات مهمی که بر جریان‌های نقد پروژه اثرگذار است یا منجر به تغییرات وسیع در برآورد درآمدها و هزینه‌های آن می‌شود، بایستی در کنار پیشرفت فیزیکی طرح افشا شود. افشای فوری این تغییرات برای ارزیابی پیشرفت پروژه و پیش‌بینی بازده مد نظر برای سهام‌داران و تحلیلگران بسیار مهم است (Securities Commission Malaysia, 2023).

روش پژوهش

به منظور گردآوری اطلاعات، از روش اسنادی (مطالعه کتب، مقالات، یادداشت‌ها، گزارش‌ها و غیره) و مصاحبه با خبرگان استفاده شده است. نمونه‌گیری پژوهش به صورت هدفمند و براساس معیارهای تخصص، تحصیلات و سابقه کاری مرتبط انجام شده است؛ بنابراین، در راستای تکمیل مطالعات کتابخانه‌ای، تعداد ۹ نفر از خبرگان فعال در صنعت مالی به منظور مصاحبه انتخاب شدند و فرایند مصاحبه تا رسیدن به اشباع نظری ادامه یافت. مشخصات جمعیت‌شناختی خبرگان حاضر در مصاحبه در جدول (۲) ذکر شده است.

جدول (۲): مشخصات جمعیت‌شناختی مصاحبه‌شوندگان پژوهش

Table (2): The demographic profile of the research participants

ردیف	سمت و شغل	جنسیت	مقطع تحصیلی	رشته تحصیلی	سابقه کاری
۱	عضو هیئت‌مدیره شرکت مشاور سرمایه‌گذاری آرمان آتی	آقا	دکتری	مدیریت مالی	بیش از ۱۵ سال
۲	رئیس هیئت‌مدیره شرکت مشاور سرمایه‌گذاری آرمان آتی	آقا	دکتری	مدیریت مالی	بیش از ۱۵ سال
۳	مدیرعامل شرکت سبدگردان توسعه فیروزه	خانم	کارشناسی‌ارشد	حسابداری	بین ۱۰ الی ۱۵ سال
۴	مدیر خدمات مالی شرکت تأمین سرمایه تمدن	آقا	کارشناسی‌ارشد	مدیریت مالی	بین ۱۰ الی ۱۵ سال
۵	مدیرکل دفتر تأمین مالی و سرمایه‌گذاری معاونت علمی و فناوری ریاست جمهوری	آقا	کارشناسی‌ارشد	مدیریت	بیش از ۱۵ سال
۶	عضو هیئت‌مدیره شرکت تأمین سرمایه کیمیا	آقا	دکتری	مدیریت مالی	بیش از ۱۵ سال
۷	معاون تأمین مالی شرکت تأمین سرمایه کیمیا	خانم	دکتری	حسابداری	بیش از ۱۵ سال
۸	کارشناس مدیریت پژوهش، توسعه و مطالعات اسلامی سازمان بورس و اوراق بهادار	آقا	کارشناسی‌ارشد	مدیریت مالی	کمتر از ۵ سال
۹	کارشناس تأمین مالی شرکت بورس تهران	آقا	کارشناسی‌ارشد	حسابداری	بین ۵ تا ۱۰ سال

برای تجزیه و تحلیل اطلاعات، از روش تحلیل مضمون با رویکرد آترید-استرلینگ (Attride-Stirling, 2001) استفاده شده است. مضامین، ویژگی‌های تکرارشونده و متمایزی در متن هستند که از نظر پژوهشگر نشان‌دهنده تجربه یا ایده‌ای خاص در رابطه با سوالات اصلی پژوهش است (Guest et al., 2012). روش تحلیل مضمون در سه سطح مشخص مضامین پایه (کدها و نکات کلیدی موجود در متن)، سازمان‌دهنده (مضامین به دست‌آمده از ترکیب و تلخیص مضامین پایه) و مضامین فراگیر (مضامین عالی در برگیرنده اصول حاکم بر متن به عنوان کل منسجم) انجام شده و نقشه‌ای کلی از مضامین و رابط میان آنها را ارائه می‌دهد (Kamali, 2018). براساس تحلیل مضمون، ۵۲ گویه و ۱۱ مضمون پایه‌ای استخراج و در قالب سه مضمون سازمان‌دهنده و یک مضمون فراگیر دسته‌بندی شدند. خروجی تحلیل مضمون به یک گروه کانونی ۵ نفره (متشکل از عضو هیئت علمی دانشگاه، کارشناسان و مدیران مرکز پژوهش سازمان بورس و اوراق بهادار) ارائه و از حیث اعتبار، تأیید شد.

یافته‌ها

در این بخش ابتدا چالش‌های تأمین مالی از طریق تأسیس صندوق پروژه، جدول تحلیل مضمون مرتبط با آن و تحلیل هریک از چالش‌ها ارائه می‌شود و در گام بعد، راهکارهای متناظر با چالش‌های مستخرج بحث و بررسی می‌شود. نتایج حاصل از مصاحبه با خبرگان بازار سرمایه در خصوص عملیات و تأمین مالی از طریق تأسیس صندوق پروژه، پس از تجزیه و تحلیل اطلاعات و با استفاده از روش تحلیل مضمون، مطابق جدول (۳) ارائه شده است؛ در این راستا، مضمون فراگیر با عنوان «چالش‌های تأمین مالی از طریق تأسیس صندوق پروژه» مطرح شد و مضامین سازمان‌دهنده نیز شامل چالش‌های فرایندی و ساختاری، چالش‌های محیطی و چالش‌های قانونی و مقرراتی است.

جدول (۳): تحلیل مضمون چالش‌های تأمین مالی از طریق صندوق پروژه

Table (3): Thematic analysis of the challenges of project financing through a project fund

ردیف	مضمون پایه‌ای	مضمون سازمان‌دهنده	مضمون فراگیر
۱	عدم امکان تأمین مالی به موقع و مؤثر صندوق پروژه و طولانی شدن دوره ساخت پروژه		
۲	پیچیدگی فرایند تأمین مالی شرکت پروژه با وجود شرح وظایف خارج از توان رکن ناظر فنی		
۳	افزایش هزینه‌های صندوق پروژه به سبب الزام وجود ارکان متعهد پذیرهنویس و بازارگردان	چالش‌های فرایندی و ساختاری	
۴	عدم امکان نظارت دقیق و مستمر بر جریان‌های نقد پروژه توسط رکن متولی		چالش‌های تأمین مالی از طریق تأسیس صندوق پروژه
۵	نارسایی فرایند ارزش‌گذاری پروژه و عدم امکان برآورد دقیق خالص ارزش دارایی‌های صندوق پروژه		
۶	عدم وجود واحدهای ممتاز		
۷	یکسان بودن اعضای هیئت‌مدیره صندوق و شرکت پروژه		
۸	رویکرد منفعلانه نهادهای ذی ربط در حمایت، توسعه و تسهیلگری تأمین مالی از طریق صندوق پروژه	چالش‌های محیطی	
۹	اثرات نامطلوب شوک‌های سیاسی و اقتصادی بر صندوق پروژه		
۱۰	عدم وجود دستورالعمل، قوانین و مقررات مشخص درباره رویدادهای صندوق پروژه	چالش‌های قانونی و مقرراتی	
۱۱	عدم امکان تأمین مالی پروژه‌های کوچک مقیاس از طریق صندوق پروژه		

باتوجه به جدول (۳) درخصوص تحلیل مضمون چالش‌های تأمین مالی از طریق صندوق پروژه، در ادامه اولین مضمون سازمان‌دهنده شامل چالش‌های فرایندی و ساختاری به همراه تحلیل مربوط به مضامین پایه آن تشریح می‌شود.

الف) عدم امکان تأمین مالی به موقع و مؤثر صندوق پروژه و طولانی شدن دوره ساخت پروژه: فرایند تأمین مالی پروژه‌ها از طریق صندوق پروژه با چالش‌های متعدد ساختاری همراه است. این موانع به طور درخور توجهی بر کارایی، سرعت پیشرفت و موفقیت پروژه‌ها تأثیر منفی می‌گذارند. باوجود اهمیت تزریق به موقع منابع مالی در فازهای مختلف پیشرفت فیزیکی پروژه، شرایط سخت‌گیرانه مندرج در اساسنامه صندوق پروژه، این فرایند را با پیچیدگی‌هایی مواجه کرده است. طبق ماده ۱۶ اساسنامه، مدیر صندوق ملزم به ارائه درخواست افزایش سرمایه همراه با مستندات متعدد از جمله طرح توجیهی به روزرسانی شده و گزارش‌های پیشرفت فیزیکی و مالی مورد تأیید رکن ناظر فنی به هیئت مدیره صندوق است. این فرایند که در نهایت منجر به پذیره نویسی واحدهای سرمایه گذاری جدید می‌شود، زمان‌بر است و موجب تأخیر در تأمین منابع لازم پروژه می‌شود؛ علاوه بر این، عدم تعیین دقیق عمر مفید صندوق پروژه، در کنار فقدان مکانیسم‌های تشویقی مؤثر برای تسریع در اتمام پروژه و جرائم بازدارنده برای تأخیر در بهره‌برداری از پروژه منجر به طولانی شدن دوره ساخت و تأخیر در بهره‌برداری از پروژه می‌شود.

ب) پیچیدگی فرایند تأمین مالی شرکت پروژه با وجود شرح وظایف خارج از توان رکن ناظر فنی: طبق ماده ۳۹ اساسنامه صندوق پروژه، ناظر فنی باید از بین شرکت‌های حقوقی با تجربه کافی در پروژه‌های مشابه انتخاب شود. این امر در کنار شرح وظایف گسترده این رکن، مانند نظارت بر پیشرفت فیزیکی پروژه و ارائه گزارش‌های دوره‌ای سبب شده است بسیاری از شرکت‌های متخصص از پذیرش این رکن صرف نظر کنند؛ علاوه بر این، مطابق ماده ۵۵ اساسنامه، تأیید یا رد صورت وضعیت‌های فیزیکی پروژه توسط ناظر فنی، تأثیر مستقیم بر تزریق منابع مالی دارد؛ بنابراین، این ساختار نه تنها فرایند تأمین مالی را پیچیده و زمان‌بر می‌سازد، بلکه زمینه ساز ایجاد اختلاف بین شرکت پروژه و ناظر فنی نیز می‌شود.

ج) افزایش هزینه‌های صندوق پروژه به سبب الزام وجود ارکان متعهد پذیره نویس و بازارگردان: از آنجاکه مدت زمان فعالیت صندوق پروژه از زمان تأسیس تا انحلال و تصفیه صندوق چندین سال به طول می‌انجامد، بنابراین وجود رکن متعهد پذیره نویس و بازارگردان در ساختار صندوق پروژه، هزینه‌های گزافی را به صورت سالانه به هزینه‌های جاری صندوق تحمیل می‌کند. این امر در حالی است که برخی از صندوق‌های تأمین مالی مشابه، فاقد ارکان مذکور در ساختار عملیاتی خود هستند.

د) عدم امکان نظارت دقیق و مستمر بر جریان‌های نقد پروژه توسط رکن متولی: امکان رهگیری و نظارت مستمر بر جریان‌های نقد پروژه، هزینه‌ها و مخارج انجام شده به دلیل عدم افشای به موقع و نبود زیرساخت‌های حسابداری برخط، برای رکن متولی وجود ندارد. این موضوع منجر به طولانی تر شدن فرایندهای تأیید و پرداخت صورت وضعیت‌های مالی در صندوق پروژه و معطل ماندن تأمین مالی پروژه شده است.

و) نارسایی فرایند ارزش گذاری پروژه و عدم امکان برآورد دقیق خالص ارزش دارایی‌های صندوق پروژه: باتوجه به ماده ۱۹ اساسنامه تنها روش ارزش گذاری که سازمان بورس و اوراق بهادار تأیید می‌کند، گزارش ارزش گذاری تدوین شده توسط هیئتی متشکل از سه کارشناس رسمی در حوزه مالی است. تحلیل‌ها نشان می‌دهد که این روش ارزش گذاری در بسیاری از موارد منجر به تخمین کمتر از واقع ارزش پروژه‌ها می‌شود. یکی از دلایل اصلی این مسئله، عدم توجه کافی به جریان‌های نقدی آتی پروژه‌ها در فرایند ارزش گذاری است؛ علاوه بر این، عدم الزام به ارائه گزارش‌های ارزش گذاری در بازه‌های زمانی منظم و مشخص، مشکلات دیگری را نیز به همراه دارد. این مسئله باعث شده است که خالص ارزش دارایی‌های صندوق پروژه به طور مستمر و شفاف به سرمایه‌گذاران اعلام نشود. نتیجه این عدم شفافیت، کم عمق شدن بازار

ثانویه واحدهای سرمایه‌گذاری صندوق پروژه است که می‌تواند به کاهش نقدشوندگی و جذابیت سرمایه‌گذاری در این صندوق‌ها منجر شود.

ه) عدم وجود واحدهای ممتاز: صندوق پروژه مطابق ماده ۲۲ اساسنامه فاقد واحدهای ممتاز است و هیئت‌مدیره آن متشکل از ۵ عضو، شامل مدیر صندوق و چهار شخص حقیقی یا حقوقی به انتخاب مجمع صندوق است. چنانچه اشخاص حقیقی یا حقوقی، واحدهای درخور توجهی از صندوق پروژه را در اختیار داشته باشند، می‌توانند در مجامع صندوق شرکت کنند و در سیاست‌گذاری عملیات پروژه اظهارنظر کنند. اگر این اشخاص در زمینه پروژه موضوع صندوق تخصص کافی نداشته باشند، ممکن است با تصمیم‌گیری‌ها و سیاست‌گذاری‌های نادرست خود، مشکلاتی را برای پروژه ایجاد کنند.

ی) یکسان‌بودن اعضای هیئت‌مدیره صندوق و شرکت پروژه: مطابق بند ۶ ماده ۱۸ اساسنامه صندوق پروژه، اعضای هیئت‌مدیره شرکت پروژه و اعضای هیئت‌مدیره صندوق پروژه یکسان است و از آنجاکه صندوق پروژه یک نهاد مالی در نظارت سازمان بورس و اوراق بهادار محسوب می‌شود، اعضای هیئت‌مدیره آن بایستی فرایند اخذ تأیید صلاحیت حرفه‌ای مدیران در سازمان بورس و اوراق بهادار را طی کنند و تأیید آن سازمانرا داشته باشند؛ بنابراین، برخی از اعضای هیئت‌مدیره شرکت پروژه که افرادی متخصص در زمینه پروژه به حساب می‌آیند، تمایلی به عضویت در هیئت‌مدیره صندوق پروژه - که یک نهاد مالی در نظارت سازمان بورس و اوراق بهادار است - ندارند و از این بابت، صندوق پروژه در معرض ریسک انتخاب افرادی با دانش کمتر و تخصص پایین‌تر به‌عنوان عضو هیئت‌مدیره قرار دارد.

باتوجه به جدول (۳) درخصوص تحلیل مضمون چالش‌های تأمین مالی از طریق صندوق پروژه، در ادامه دومین مضمون سازمان‌دهنده شامل چالش‌های محیطی به همراه تحلیل مربوط به مضامین پایه آن بحث و بررسی می‌شود.

الف) رویکرد منفعلانه نهادهای ذی‌ربط در حمایت، توسعه و تسهیلگری تأمین مالی از طریق صندوق پروژه: عدم آگاهی کافی سیاست‌گذاران دولتی از پتانسیل‌های صندوق پروژه در تأمین مالی پروژه‌های کوچک و بزرگ مقیاس، در کنار محدودیت دانش تخصصی سازمان بورس و اوراق بهادار در خصوص جنبه‌های فنی پروژه‌های دانش‌بنیان، چالش‌های درخور توجهی را در مسیر توسعه این ابزار تأمین مالی ایجاد کرده است. علاوه بر این، برخی موانع ساختاری همچون عدم وجود بسترهای مناسب برای مشارکت آحاد مردم در تأمین مالی پروژه، عدم امکان پذیرش صندوق پروژه در تابلوهای معاملاتی بورس یا فرابورس و رویکرد غیرفعال سازمان بورس و اوراق بهادار در صدور مجوز برای تأسیس صندوق‌های پروژه جدید و سایر نهادهای مالی تخصصی سرمایه‌گذاری در صندوق پروژه، فرایند ایجاد و گسترش این ابزار تأمین مالی را با مشکلات جدی مواجه ساخته است.

ب) اثرات نامطلوب شوک‌های سیاسی و اقتصادی بر صندوق پروژه: عدم ثبات سیاسی و اقتصادی در کشور که با شاخص‌های متعددی همچون نوسانات شدید نرخ ارز، تورم فزاینده و شرایط رکود تورمی در فضای کسب‌وکار مشخص می‌شود، چالش‌های عمده‌ای را در مسیر توسعه و اجرای پروژه‌های کلان ایجاد کرده است؛ علاوه بر این، اعمال تحریم‌های گسترده علیه نهادهای مالی، شرکت‌های دولتی، خصوصی، اشخاص حقیقی و حقوقی، منجر به اختلال در فرایندهای عملیاتی پروژه شده است. مجموعه این عوامل، تأثیر درخور توجهی بر روند تأمین مالی پروژه‌ها گذاشته است.

باتوجه به جدول (۳) درخصوص تحلیل مضمون چالش‌های تأمین مالی از طریق صندوق پروژه، در ادامه سومین مضمون سازمان‌دهنده، شامل چالش‌های قانونی و مقرراتی به همراه تحلیل مربوط به مضامین پایه آن، تشریح می‌شود.

الف) عدم وجود دستورالعمل، قوانین و مقررات مشخص درباره رویدادهای صندوق پروژه: دستورالعمل و مقررات حاکم بر صندوق پروژه با خلأهای درخور توجهی در زمینه تعیین دقیق تکالیف قانونی، فرایند تبدیل صندوق به سهام شرکت

سهامی عام، نحوه ثبت حسابداری رویدادهای مالی و مکانیسم‌های انحلال صندوق مواجه است. دستورالعمل و اساسنامه مرتبط با این نهاد مالی، فاقد رهنمودهای جامع و مشخص درباره موارد مذکور است.

ب) **عدم امکان تأمین مالی پروژه‌های کوچک مقیاس از طریق صندوق پروژه:** اعمال محدودیت حداقل سرمایه به مبلغ پنج هزار میلیارد ریال برای صدور مجوز عرضه عمومی سهام شرکت پروژه در بازار سرمایه، عملاً تأمین مالی پروژه‌های کوچک مقیاس از طریق بازار سرمایه را غیرممکن کرده است.

پس از تشریح تمامی مضامین درخصوص چالش‌های تأمین مالی از طریق تأسیس صندوق پروژه، در این بخش راهکارهای متناظر با هریک از مضامین فراگیر، سازمان‌دهنده و پایه‌ای اشاره شده باتوجه به نتایج حاصل از مصاحبه با خبرگان و تجارب سایر کشورهای جهان ارائه می‌شود. جدول (۴) شامل تمامی راهکارهای متناظر با چالش‌های مستخرج است.

جدول (۴): راهکارهای متناظر با چالش‌های تأمین مالی از طریق تأسیس صندوق پروژه

Table (4): Corresponding solutions to the challenges of project financing through the project fund

راهکارهای متناظر	راهکارهای متناظر با مضامین پایه‌ای	ردیف
راهکار متناظر با مضمون فراگیر	با مضامین سازمان‌دهنده	
		۱
		۲
		۳
		۴
		۵
		۶
		۷
		۸
		۹
		۱۰
		۱۱
		۱۲
		۱۳

باتوجه به جدول (۴) درخصوص راهکارهای بهبود تأمین مالی از طریق تأسیس صندوق پروژه، در ادامه دسته اول راهکارهای متناظر با مضامین سازمان‌دهنده (راهکارهای ناظر بر چالش‌های فرایندی و ساختاری) بحث و بررسی می‌شود.

الف) **قرارگرفتن تمام منابع مالی در اختیار مدیر صندوق:** به منظور تضمین تزریق به موقع منابع مالی به پروژه ضروری است تمامی منابع مالی لازم که از طریق پذیرهنویسی عمومی یا خصوصی تأمین شده است، در مرحله تأسیس صندوق پروژه

در اختیار مدیر صندوق قرار گیرد تا این رکن متعاقباً، مطابق با فازهای عملیاتی تعریف‌شده برای پروژه و پس از اخذ تأییدیه از ارکان نظارتی مربوط، به پروژه تخصیص دهد. این رویکرد ضمن تأمین نقدینگی لازم، امکان مدیریت بهینه منابع مالی و نظارت دقیق بر فرایند تزریق سرمایه را فراهم می‌آورد؛ در این راستا، مدیر صندوق سایر منابع مازاد را در دارایی‌های با ریسک پایین، مانند صندوق‌های با درآمد ثابت یا صندوق‌های کالایی سرمایه‌گذاری کرده و در مواقع مشخص و ازپیش‌تعیین‌شده به پروژه تزریق می‌کند. با این اقدام، صندوق پروژه درگیر فرایندهای اداری و طولانی افزایش سرمایه نمی‌شود و تزریق منابع مالی به سرعت و به موقع به پروژه امکان‌پذیر می‌شود.

ب) تعیین عمر معین برای صندوق و اعمال جریمه و تشویق برای رعایت آن: صندوق پروژه برخلاف سایر صندوق‌های تأمین مالی نظیر صندوق خصوصی و جسورانه که دارای عمر ۷ سال هستند، عمر فعالیت مشخصی ندارد؛ بنابراین، می‌توان ضمن تعیین عمر معین برای صندوق پروژه و در نظر گرفتن جرائم متناسب با تأخیر در بهره‌برداری از پروژه مانند کاهش سهم مؤسسين، پرداخت بازدهی نقدی به میزان حداقل سود سپرده بانکی در سال به دارندگان واحدهای سرمایه‌گذاری و نیز در نظر داشتن پاداش عملکرد مطلوب مؤسسين در خصوص بهره‌برداری به موقع یا زودتر از موعد پروژه یا رعایت تمامی استانداردها و موارد فنی، مالی و اقتصادی پروژه یا پیشبرد اهداف مالی و فیزیکی پروژه مطابق طرح توجیهی و غیره (در قالب تخصیص سهام جایزه یا امکان استفاده از ابزارهای مهندسی مالی مانند اختیار معاملات)، از طولانی شدن بیش از حد عمر صندوق و دوره ساخت پروژه تا حد زیادی جلوگیری کرد.

ج) تجدیدنظر در شرح وظایف و نحوه انتخاب رکن ناظر فنی در صندوق پروژه: سازمان بورس و اوراق بهادار می‌تواند با اتخاذ رویکردی جامع و منعطف، ضمن اعتماد به شرکت‌های فنی مهندسی واجد شرایط و مورد تأیید نهادها و سازمان‌های دولتی، زمینه مشارکت گسترده‌تر این شرکت‌ها را در چارچوب قوانین، مقررات و فرایندهای مصوب نظام مهندسی فراهم آورد. این امر می‌تواند با بازنگری در ساختار موجود صورت پذیرد، به گونه‌ای که شرح وظایف رکن ناظر فنی در اساسنامه بازبینی شود. می‌توان فرایند دخالت ناظر فنی در عملیات تأمین مالی و الزام تأیید این رکن را برای تزریق منابع مالی به شرکت پروژه حذف کرد.

د) تجدیدنظر در رابطه با اجباری بودن تعیین رکن متعهد پذیرهنویس و بازارگردان: مطابق اساسنامه‌های صندوق خصوصی، صندوق جسورانه و صندوق املاک و مستغلات، وجود ارکان متعهد پذیرهنویس و بازارگردان به صورت اختیاری تعیین می‌شود و باتوجه به دستورالعمل نحوه صدور مجوز عرضه عمومی شرکت پروژه، مؤسسين پروژه می‌توانند به عنوان متعهد خرید معرفی شوند (Board of Directors of the Securities and Exchange Organization, 2024a; 2024h)؛ بنابراین، اصلاح اساسنامه تأسیس صندوق پروژه به نحوی که وجود رکن متعهد پذیرهنویس و بازارگردان به صورت اختیاری تعیین شود، منجر به مدیریت هزینه‌های جاری صندوق پروژه خواهد شد.

و) تهیه زیرساخت‌های رصد جریان‌های نقد پروژه و افشای ماهانه مخارج انجام‌شده در سامانه کدال: سازمان بورس و اوراق بهادار می‌تواند با اتخاذ رویکردی نوآورانه در زمینه شفافیت مالی و عملیاتی، مؤسسين صندوق پروژه را ملزم به ایجاد زیرساخت‌ها و فرایندهای حسابداری برخط کند. الزام به افشای ماهانه تمامی اسناد و مدارک مرتبط با مخارج در سامانه کدال، گامی مؤثر برای ارتقای نظارت و شفافیت خواهد بود. این اقدامات ضمن تسهیل وظایف نظارتی رکن متولی، منافع درخور توجهی برای حسابرسان صندوق و شرکت پروژه به همراه خواهد داشت؛ علاوه بر این، به روزرسانی ماهانه پیشرفت پروژه و انتشار جزئیات مخارج و اقدامات صورت گرفته از طریق سامانه کدال امکان دسترسی تمامی فعالان بازار سرمایه به اطلاعات دقیق و به روز را فراهم می‌آورد.

ه) اصلاح رویه موجود درخصوص نحوه ارزش‌گذاری پروژه و تجدیدنظر محاسبه NAV صندوق پروژه: به‌منظور بهبود فرایندهای ارزش‌گذاری در صندوق پروژه ضروری است تا اساسنامه آن بازنگری شود. بازنگری باید شامل معرفی روش‌های نوین ارزش‌گذاری با تأکید بر تکنیک‌های مبتنی بر تنزیل جریان‌های نقدی پروژه باشد؛ علاوه‌براین، تجدیدنظر در فواصل زمانی ارائه گزارش‌های ارزش‌گذاری با پیشنهاد دوره‌های شش‌ماهه یا سالانه موجب می‌شود تا ارزش پروژه در مراحل مختلف دوره ساخت به‌طور مستمر افشا شود و سرمایه‌گذاران قادر به محاسبه تقریبی خالص ارزش دارایی‌های صندوق براساس آخرین گزارش ارزش‌گذاری باشند. چنین رویکردی ضمن افزایش شفافیت می‌تواند باعث رونق معاملات ثانویه واحدهای صندوق پروژه در بازار سرمایه شود؛ زیرا قیمت‌گذاری این واحدها بر مبنای ارزش واقعی و به‌روز پروژه خواهد بود.

ی) در نظر گرفتن واحدهای سرمایه‌گذاری ممتاز در فرایند تأسیس صندوق پروژه: سایر صندوق‌های تأمین مالی ازجمله صندوق خصوصی، جسورانه و املاک و مستغلات برخلاف صندوق پروژه شامل واحدهای ممتاز هستند و دارندگان واحدهای سرمایه‌گذاری ممتاز دارای حق حضور و حق رأی در مجامع صندوق هستند.

ز) تفکیک اعضای هیئت‌مدیره صندوق پروژه و شرکت پروژه: با اصلاح بند ۶ ماده ۱۸ اساسنامه صندوق پروژه و تفکیک کردن اعضای هیئت‌مدیره صندوق پروژه و شرکت پروژه، ریسک انتخاب افراد ناکارآمد و غیرمتخصص در هیئت‌مدیره صندوق و شرکت پروژه کاهش می‌یابد و چنانچه افرادی در شرکت پروژه تمایل به عضویت در هیئت‌مدیره صندوق پروژه را نداشته باشند، می‌توانند فعالیت خود را در هیئت‌مدیره شرکت پروژه ادامه دهند و با سیاست‌گذاری مناسب باعث موفقیت و به سرانجام رسیدن پروژه شوند.

باتوجه به جدول (۴) درخصوص راهکارهای بهبود تأمین مالی ازطریق تأسیس صندوق پروژه، در ادامه دسته دوم راهکارهای متناظر با مضامین سازمان‌دهنده (راهکارهای ناظر بر چالش‌های محیطی) بحث و بررسی می‌شود.

الف) مشارکت فعال نهادهای دولتی در استفاده از ظرفیت صندوق پروژه: توسعه تأمین مالی بازارمحور پروژه‌ها جز با مشارکت و حمایت وزارتخانه‌ها، سازمان‌های دولتی و ارگان‌های حاکمیتی میسر نخواهد شد. لازمه حمایت و مشارکت این نهادها آشنایی کامل با ظرفیت‌های بازار سرمایه و کارکردهای هریک از ابزارهای تأمین مالی و نهادهای تخصصی موجود در بازار سرمایه است؛ در این راستا، سایر کشورهای پیش‌گام تسهیلگری‌های مناسبی برای توسعه تأمین مالی پروژه‌ها ازطریق بازار سرمایه در نظر گرفته‌اند؛ به‌طور مثال، کمیسیون اوراق بهادار مالزی مجموعه‌ای از ابتکارات و مشوق‌ها را برای توسعه یک اکوسیستم تسهیلگر در صنعت تأمین مالی پروژه پیاده‌سازی کرده است. این اقدامات شامل ارائه مشوق‌های مالیاتی، تسهیل فرایندهای تأیید و ایجاد چارچوب‌های نظارتی بوده است. هدف از این اقدامات، افزایش کارایی برای ناشران ازطریق کاهش هزینه‌ها و تسریع زمان ورود به بازار و ایجاد انعطاف‌پذیری بیشتر در طراحی ساختارهای نوآورانه بوده است (Securities and Exchange Organization, 2017)؛ بنابراین، می‌توان شرایطی را در نظر گرفت که در آن، نهادهای ذی‌ربط ضمن آشنایی با نحوه تأمین مالی ازطریق تأسیس صندوق پروژه تمامی طرح‌های نیمه‌کاره را شناسایی و براساس شاخص‌های درون‌سازمانی امتیازبندی کنند و پس از رتبه‌بندی پروژه‌ها با پذیرش مسئولیت ابعاد فنی آن پروژه، برای تأمین مالی ازطریق صندوق پروژه به سازمان بورس و اوراق بهادار معرفی کنند.

ب) تسهیلگری سازمان بورس و اوراق بهادار و ارکان بازار سرمایه در تأسیس صندوق پروژه: سازمان بورس و اوراق بهادار و ارکان بازار سرمایه می‌توانند برخی تسهیلگری‌های ویژه مانند تشکیل کمیته‌های تخصصی برای تدوین قوانین و مقررات رویدادهای مالی در صندوق پروژه، اجازه تأسیس سایر صندوق‌های پروژه با مشارکت نهادهای دولتی به‌عنوان متعهد و تضمین‌دهنده ابعاد فنی طرح، پذیرش صندوق در تابلوی معاملات بورس‌ها، برگزاری جلسات عارضه‌یابی فرایندها و

دستورالعمل‌های مربوط به تأمین مالی پروژه را در دستور کار قرار دهند و با انجام این اقدامات یا سایر موارد مشابه حمایتی باعث گسترش تأمین مالی از طریق تأسیس صندوق پروژه در بازار سرمایه شوند.

ج) افزایش مشارکت سرمایه‌گذاران با توسعه انواع صندوق‌های تخصصی سرمایه‌گذاری: تأمین مالی پروژه در سایر کشورهای پیش‌گام از طریق صندوق سرمایه‌گذاری خصوصی متخصص در امر ارزیابی اقتصادی و مالی پروژه‌ها انجام می‌شود. این صندوق‌ها منابع مالی را- که همان منابع خرد مردم و سرمایه‌گذاران است- در بهترین صندوق پروژه سرمایه‌گذاری می‌کنند و بازدهی مطلوب به دست می‌آورند. شرکت‌های بیمه به دلیل دسترسی به منابع مالی بلندمدت، به‌عنوان شرکای ایدئال در سرمایه‌گذاری پروژه‌های زیرساختی شناخته می‌شوند؛ با این حال، به دلیل محدودیت‌های مقرراتی و الزامات احتیاطی، این شرکت‌ها نمی‌توانند مستقیماً در پروژه‌های زیرساختی سرمایه‌گذاری کنند؛ در این راستا، سرمایه‌گذاری خصوصی به‌عنوان واسطه عمل می‌کند، منابع بلندمدت شرکت‌های بیمه را به پروژه‌های زیرساختی تزریق و نقش مهمی در تأمین مالی پروژه‌ها ایفا می‌کند (Gemson & Rajan, 2023). سرمایه‌گذاری در پروژه‌های زیرساختی برای سرمایه‌گذاران نهادی مانند صندوق‌های بازنشستگی جذاب است؛ زیرا انتظار می‌رود این سرمایه‌گذاری‌ها بازدهی جذابی در مقایسه با سایر سرمایه‌گذاری‌های با درآمد ثابت ایجاد کند؛ علاوه‌براین، دارایی‌های زیرساختی معمولاً مرتبط با تورم است و از این بابت می‌تواند به افزایش ارتباط و هم‌بستگی تعهدات صندوق‌های بازنشستگی با افزایش تورم کمک کند. برخی از صندوق‌های بازنشستگی بزرگ به‌ویژه در استرالیا و کانادا سهم سرمایه‌گذاری را در پروژه‌های زیرساختی افزایش داده‌اند و میزان تخصیص منابع در میان برخی صندوق‌ها به ۱۰-۱۵٪ رسیده است (Croce & Yermo, 2013)؛ بنابراین، توسعه انواع صندوق‌های تخصصی سرمایه‌گذاری، نقش مهمی در جذب سرمایه‌گذاران نهادی، جلب نظر و اعتماد مردم به‌منظور مشارکت در تأمین مالی پروژه‌ها خواهد داشت. به‌منظور افزایش جذابیت سرمایه‌گذاری در صندوق پروژه برای عموم مردم، مؤسسان می‌توانند مبلغ سود مشخصی را به‌صورت ادواری (شش ماه یک بار یا سالانه) و علی‌الحساب از منابع داخلی خود، به دارندگان واحدهای سرمایه‌گذاری صندوق پروژه (به شرط نگهداری واحدهای سرمایه‌گذاری به مدت مشخص از پیش تعیین‌شده) تخصیص دهند و در پایان عمر صندوق پروژه و محاسبه بازدهی نهایی هریک از دارندگان واحدهای سرمایه‌گذاری، ضمن تسویه حساب در محاسبات لحاظ کنند.

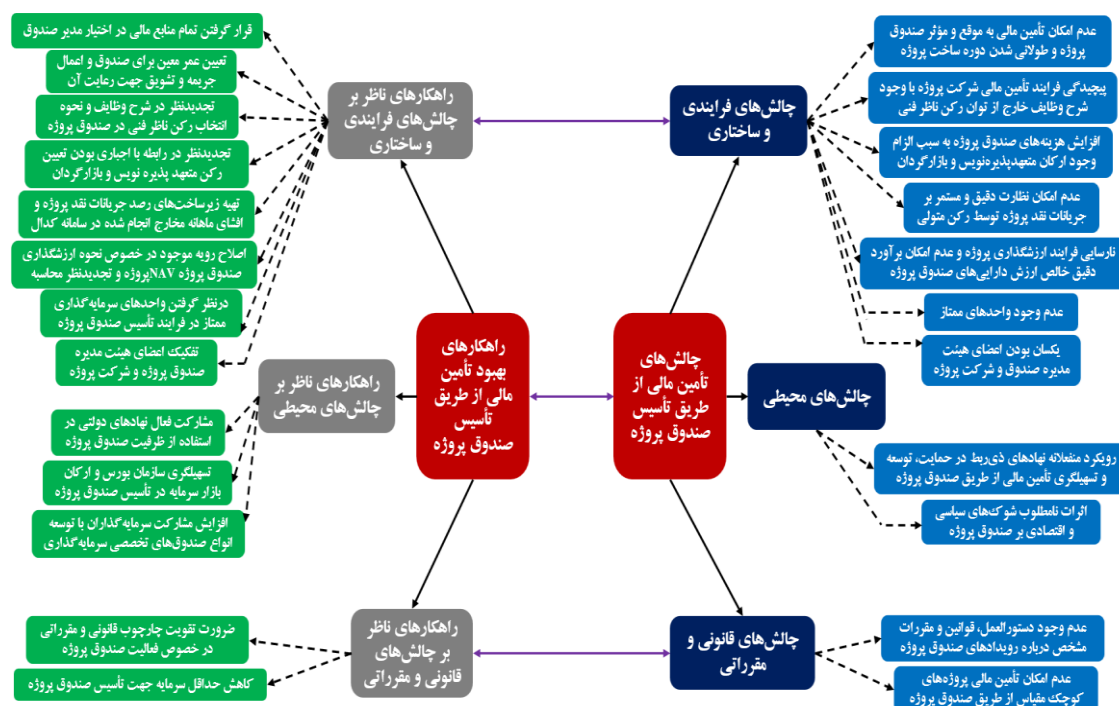
باتوجه به جدول (۴) درخصوص راهکارهای بهبود تأمین مالی از طریق تأسیس صندوق پروژه در ادامه، دسته سوم راهکارهای متناظر با مضامین سازمان‌دهنده (راهکارهای ناظر بر چالش‌های قانونی و مقرراتی) تشریح می‌شود.

الف) ضرورت تقویت چارچوب قانونی و مقرراتی درخصوص فعالیت صندوق پروژه: تصریح قانون تجارت درباره قواعد تأسیس صندوق پروژه و نحوه تبدیل واحدهای آن به سهام شرکت سهامی عام پروژه در مرحله تصفیه می‌تواند به تقویت چارچوب قانونی در این حوزه کمک کند. اقدام قانون‌گذاران برای ایجاد ثبات رویه در قوانین مرتبط با نحوه ثبت رویدادهای مالی در ابزارهای نوین تأمین مالی، به‌ویژه در زمینه صندوق و شرکت پروژه اهمیت ویژه‌ای دارد. تدوین چارچوب مقرراتی جامع و شفاف با در نظر گرفتن ابعاد حقوقی، اقتصادی و عملیاتی می‌تواند به تسهیل فرایند تأسیس و ادامه فعالیت صندوق‌های پروژه کمک کند.

ب) کاهش حداقل سرمایه برای تأسیس صندوق پروژه: دولت‌های محلی در سایر کشورهای پیش‌گام، پروژه‌های زیرساختی کوچک‌مقیاس را شناسایی می‌کنند که برای توسعه اقتصادی محلی حیاتی هستند و به‌منظور تقویت اقتصاد محلی، افزایش اشتغال و نیل به سایر اهداف اقتصادی و اجتماعی از طریق وام‌های بانکی، بازار سرمایه یا صندوق‌های توسعه محلی تأمین مالی می‌کنند و برخی حمایت‌های غیرنقدی (مانند در اختیار گذاشتن زمین و استفاده از حقوق خاص آن محل یا کشور)

به منظور توسعه این پروژه‌های کوچک مقیاس در نظر گرفته شده‌اند (Bond et al., 2012)؛ بنابراین، سازمان بورس و اوراق بهادار می‌تواند ضمن ایجاد شرایط لازم برای تأمین مالی پروژه‌های کوچک مقیاس از طریق بازار سرمایه، محدودیت قانونی موجود در ماده ۲ دستورالعمل نحوه صدور مجوز عرضه عمومی شرکت پروژه را درباره حداقل سرمایه شرکت پروژه بازنگری کند.

باتوجه به چالش‌ها و راهکارهای تبیین شده در رابطه با تأمین مالی از طریق صندوق پروژه، گراف شبکه مضامین مذکور مطابق شکل (۲) ارائه می‌شود.



شکل (۲): شبکه مضامین چالش‌های تأمین مالی از طریق صندوق پروژه و راهکارهای رفع آن

Figure (2): Thematic network of the challenges of project financing through a project fund and solutions to address them

نتیجه‌گیری و پیشنهادها

تأمین مالی بازار سرمایه محور پروژه‌ها یکی از ابداعات و نوآوری‌های مهم در زمینه تأمین مالی طرح‌های زیرساختی محسوب می‌شود که در کنار تأمین مالی بانک محور، نقش مؤثری در پیشرفت مالی پروژه‌ها ایفا می‌کند. ابزارهای تأمین مالی پروژه در بازار سرمایه ایران شامل طیف وسیعی از انواع ابزارهای تأمین مالی سرمایه‌ای و بدهی است که در این مقاله، تأمین مالی پروژه از طریق تأسیس صندوق پروژه با ذکر تمامی جزئیات مربوط به ابعاد اجرایی، قانونی و مقرراتی آن بحث و بررسی شد. صندوق پروژه یکی از ظرفیت‌های بالقوه به منظور تأمین مالی پروژه‌ها از طریق بازار سرمایه به شمار می‌آید که تاکنون تنها یک بار استفاده شده و به دلیل وجود برخی نارسایی‌ها و چالش‌های اساسی، توجه شرکت‌ها و ناشران را جلب نکرده است؛ بنابراین، در این پژوهش ضمن مطالعه تجربه سایر کشورهای پیش‌گام در خصوص نحوه تأمین مالی بازار محور پروژه‌ها و اخذ نظر خبرگان بازار سرمایه، تمامی چالش‌های تأمین مالی از طریق تأسیس صندوق پروژه احصا شد و سپس با استفاده از راهبرد و روش تحلیل مضمون، چالش‌های مذکور در سه دسته مضمون سازمان‌دهنده به تفکیک چالش‌های فرایندی و ساختاری، چالش‌های محیطی و چالش‌های قانونی و مقرراتی تبیین شد؛ در نهایت، راهکارهای متناظر با هریک از چالش‌های مستخرج به

شرح راهکارهای ناظر بر چالش‌های فرایندی و ساختاری، راهکارهای ناظر بر چالش‌های محیطی و راهکارهای ناظر بر چالش‌های قانونی و مقرراتی با استفاده از روش توصیفی تحلیلی تبیین شد. جدول (۵) شامل تمامی چالش‌ها و راهکارهای متناظر با چالش‌های مستخرج است.

جدول (۵): چالش‌ها و راهکارهای ناظر بر فرایند تأمین مالی از طریق صندوق پروژه

Table (5): Challenges and solutions related to the project financing process through a project fund

چالش‌های تأمین مالی از طریق صندوق پروژه	راهکارهای بهبود تأمین مالی از طریق تأسیس صندوق پروژه
عدم امکان تأمین مالی به‌موقع و مؤثر صندوق پروژه	قرارگرفتن تمام منابع مالی در اختیار مدیر صندوق
و طولانی‌شدن دوره ساخت پروژه	تعیین عمر معین برای صندوق و اعمال جریمه و تشویق برای رعایت آن
پیچیدگی فرایند تأمین مالی شرکت پروژه باوجود شرح وظایف خارج از توان رکن ناظر فنی	تجدیدنظر در شرح وظایف و نحوه انتخاب رکن ناظر فنی در صندوق پروژه
افزایش هزینه‌های صندوق پروژه به‌سبب الزام وجود ارکان متعهد پذیرهنویس و بازارگردان	تجدیدنظر در رابطه با اجباری بودن تعیین رکن متعهد پذیرهنویس و بازارگردان
عدم امکان نظارت دقیق و مستمر بر جریان‌های نقد پروژه ساختاری	تهیه زیرساخت‌های رصد جریان‌های نقد پروژه و افشای ماهانه مخارج انجام‌شده در سامانه کدال
نارسایی فرایند ارزش‌گذاری پروژه و عدم امکان برآورد دقیق خالص ارزش دارایی‌های صندوق پروژه	اصلاح رویه موجود درخصوص نحوه ارزش‌گذاری پروژه و تجدیدنظر محاسبه NAV صندوق پروژه
عدم وجود واحدهای ممتاز	در نظر گرفتن واحدهای سرمایه‌گذاری ممتاز در فرایند تأسیس صندوق پروژه
یکسان‌بودن اعضای هیئت‌مدیره صندوق و شرکت پروژه	تفکیک اعضای هیئت‌مدیره صندوق پروژه و شرکت پروژه
رویکرد منفعلانه نهادهای ذی‌ربط در حمایت، توسعه و تسهیلگری تأمین مالی از طریق صندوق پروژه	مشارکت فعال نهادهای دولتی در استفاده از ظرفیت صندوق پروژه
چالش‌های محیطی	تسهیلگری سازمان بورس و اوراق بهادار و ارکان بازار سرمایه در تأسیس صندوق پروژه
اثرات نامطلوب شوک‌های سیاسی و اقتصادی بر صندوق پروژه	افزایش مشارکت سرمایه‌گذاران با توسعه انواع صندوق‌های تخصصی سرمایه‌گذاری
عدم وجود دستورالعمل، قوانین و مقررات مشخص درباره رویدادهای صندوق پروژه	ضرورت تقویت چارچوب قانونی و مقرراتی درخصوص فعالیت صندوق پروژه
عدم امکان تأمین مالی پروژه‌های کوچک‌مقیاس از طریق صندوق پروژه	کاهش حداقل سرمایه برای تأسیس صندوق پروژه

باتوجه به سوابق پژوهش در زمینه تأمین مالی بازار سرمایه محور پروژه‌ها و با در نظر داشتن نتایج حاصل از انجام این پژوهش که در بخش اخیر ارائه شد، نکته حائز اهمیت آن است که این مقاله تنها پژوهشی است که به طور تخصصی ضمن بررسی چالش‌های موجود در فرایند تأمین مالی از طریق صندوق پروژه در بازار سرمایه ایران به ارائه راهکارهای متناظر با هریک از چالش‌ها پرداخته و این در حالی است که این مسئله در سایر پژوهش‌های داخلی و خارجی تاکنون بحث و بررسی نشده است. باتوجه به نتایج پژوهش حاضر، برخی پیشنهادهای سیاستی و اجرایی برای سازمان بورس و اوراق بهادار و سیاست‌گذاران بازار سرمایه ارائه می‌شود: (۱) بازنگری در اساسنامه تأسیس صندوق پروژه و صندوق خصوصی با رویکرد توسعه تأمین مالی پروژه‌ها؛ (۲) ایجاد مشوق‌های عملیاتی و ملموس برای نهادهای مالی پیش‌گام و ارائه‌دهنده نوآوری‌های ابزارهای تأمین مالی؛ (۳) ارتقای کمیته‌های تدوین قوانین و مقررات و به‌روزرسانی قوانین حسابداری و مالی مرتبط با ابزارهای نوین تأمین مالی؛ (۴) ارتقای روش‌های نظارت بر مخارج انجام‌شده و ملزم‌ساختن شرکت‌ها به افشای اطلاعات بااهمیت و (۵) بازنگری در حاکمیت شرکتی صندوق پروژه.

منابع

- اسلامی میلانی، پریسا، و اسمعیلی، شاهپور (۱۳۸۸). *مروری بر شیوه‌ها و روش‌های نوین تأمین مالی پروژه‌ها*. کنفرانس بین‌المللی توسعه نظام تأمین مالی در ایران (با رویکرد نوآوری‌های مالی)، تهران.
- ذاکرنیا، احسان (۱۴۰۰). *طراحی الگوی عملیاتی تأمین مالی پروژه‌ای در نظام بانکی جمهوری اسلامی ایران* [پایان‌نامه دکتری تخصصی، دانشگاه امام صادق (ع)]. گنج.
- ذاکرنیا، احسان، خدابخشیان خوانساری، شهاب، و صالح‌آبادی، علی (۱۴۰۰). مدل عملیاتی به‌کارگیری صندوق سرمایه‌گذاری خصوصی جهت پیاده‌سازی تأمین مالی پروژه‌ای. *پژوهش‌های راهبردی بودجه و مالی*، ۲(۳)، ۱۱-۴۲.
- سازمان بورس و اوراق بهادار. (۱۳۹۶). *امیدنامه تأسیس صندوق سرمایه‌گذاری پروژه آرمان پرنده*. مرکز نظارت بر صندوق‌های سرمایه‌گذاری.
- شرفی، غلامرضا، فتحی هفشجانی، کیامرث، و احمدی، فائق (۱۴۰۲). شناسایی عوامل مؤثر بر ریسک تأمین مالی پروژه. *تحقیقات مالی*، ۲۵(۳)، ۴۸۶-۵۰۷. <https://doi.org/10.22059/frj.2023.352427.1007423>
- شرفی، غلامرضا، فتحی هفشجانی، کیامرث، و احمدی، فائق (۱۴۰۳). مدل‌سازی عوامل مؤثر بر ریسک تأمین مالی پروژه. *تحقیقات مالی*، ۲۶(۱)، ۱۹۹-۲۲۵. <https://doi.org/10.22059/frj.2023.360705.1007476>
- صالح‌آبادی، علی، ذاکرنیا، احسان، و حسن‌زاده سروستانی، حسین (۱۴۰۰). تبیین الگوی عملیاتی تأمین مالی پروژه‌ای در نظام بانکی جمهوری اسلامی ایران. *تحقیقات مالی اسلامی*، ۱۱(۱)، ۱۹۳-۲۲۶. <https://doi.org/10.30497/ifr.2021.240714.1611>
- صالح جلالی، زهرا، و صبحیه، محمدحسین (۱۶ آبان، ۱۳۹۹). *تأمین مالی پروژه از طریق بازار سرمایه: صندوق‌های سرمایه‌گذاری زمین و ساختمان و پروژه*. پانزدهمین کنفرانس بین‌المللی مدیریت پروژه ایران، تهران.
- عزیزی، مجتبی، امینی، جواد، و فرهنگ آزاد، محمد (۳۷ شهریور، ۱۴۰۱). *مروری ساختاریافته بر مفاهیم، روش‌ها و کاربردهای ابزارهای اسلامی در تأمین مالی پروژه‌ها*. همایش بین‌المللی فرصت‌های سرمایه‌گذاری شهر تهران، تهران.
- کمالی، یحیی (۱۳۹۷). روش‌شناسی تحلیل مضمون و کاربرد آن در مطالعات سیاست‌گذاری عمومی. *سیاست‌گذاری عمومی*، ۴(۲)، ۱۸۹-۲۰۸. <https://doi.org/10.22059/ppolicy.2018.67875>
- مشهدی، رضا، و سلطانی، مهران (۱۴۰۰). ارائه الگوی تأمین مالی پروژه محور مبتنی بر صندوق سرمایه‌گذاری پروژه در بخش دفاعی کشور. *فصلنامه اقتصاد دفاع و توسعه پایدار*، ۶(۲۱)، ۱۴۱-۱۶۰.

ملکی طولابی، حسین، و ملکی طولابی، امیرمحمد (۱۶ شهریور، ۱۳۹۲). بررسی اجمالی روش‌های تأمین مالی پروژه‌های عمرانی و ارائه راهکار مناسب برای پیمانکاران. اولین کنفرانس بین‌المللی حماسه سیاسی (با رویکردی بر تحولات خاورمیانه) و حماسه اقتصادی (با رویکردی بر مدیریت و حسابداری)، روده‌ن.

نظرپور، محمدنقی، و لطفی‌نیا، یحیی (۱۳۹۳). اجرای صحیح تسهیلات مشارکتی در بانکداری اسلامی به کمک صندوق‌های پروژه‌محور. *تحقیقات مالی اسلامی*، ۴(۱)، ۱۰۷-۱۳۴. <https://doi.org/10.30497/ifr.2014.1677>

هیئت‌مدیره سازمان بورس و اوراق بهادار. (۱۴۰۳ الف). *اساسنامه تأسیس صندوق سرمایه‌گذاری پروژه*. مرکز نظارت بر صندوق‌های سرمایه‌گذاری.

هیئت‌مدیره سازمان بورس و اوراق بهادار. (۱۴۰۳ ب). *اساسنامه تأسیس صندوق سرمایه‌گذاری جسورانه*. مرکز نظارت بر صندوق‌های سرمایه‌گذاری.

هیئت‌مدیره سازمان بورس و اوراق بهادار. (۱۴۰۳ ج). *اساسنامه تأسیس صندوق سرمایه‌گذاری خصوصی*. مرکز نظارت بر صندوق‌های سرمایه‌گذاری.

هیئت‌مدیره سازمان بورس و اوراق بهادار. (۱۴۰۳ د). *اساسنامه تأسیس صندوق سرمایه‌گذاری زمین و ساختمان*. مرکز نظارت بر صندوق‌های سرمایه‌گذاری.

هیئت‌مدیره سازمان بورس و اوراق بهادار. (۱۴۰۳ هـ). *دستورالعمل صدور مجوز عرضه عمومی شرکت پروژه*. اداره نظارت بر انتشار و ثبت اوراق بهادار سرمایه‌ای.

هیبیتی، فرشاد، و احمدی، موسی (۱۳۸۸). بررسی تکنیک‌های تأمین مالی پروژه‌محور در تأمین مالی اسلامی. *پژوهشنامه اقتصادی*، ۹(۳۴)، ۹۱-۱۱۲.

References

- Attride-Stirling, J. (2001). Thematic networks: An analytic tool for qualitative research. *Qualitative Research*, 1(3), 385–405. <https://doi.org/10.1177/146879410100100307>
- Avedi, E. K., Mulwa, A. S., & Kyalo, D. N. (2020). Influence of project fund mobilization strategy on implementation of energy access projects in underserved counties in Kenya. *International Journal of Business and Social Science*, 11(4), 25–35.
- Azizi, M., Amini, J., & Farahmand, A. M. (2022). A structured review of concepts, methods, and applications of Islamic instruments in project financing. *International Conference on Investment Opportunities in Tehran*, Tehran. [In Persian].
- Board of Directors of the Securities and Exchange Organization. (2024a). *Articles of association for private equity fund*. Supervision Center for Investment Funds. [In Persian].
- Board of Directors of the Securities and Exchange Organization. (2024b). *Articles of association for project fund*. Supervision Center for Investment Funds. [In Persian].
- Board of Directors of the Securities and Exchange Organization. (2024c). *Articles of association for real estate fund*. Supervision Center for Investment Funds. [In Persian].
- Board of Directors of the Securities and Exchange Organization. (2024d). *Articles of association for venture capital fund*. Supervision Center for Investment Funds. [In Persian].
- Board of Directors of the Securities and Exchange Organization. (2024h). *Guidelines for the issuance of public offering for project companies*. Department of Supervision of the Issuance and Registration of Capital Securities. [In Persian].
- Bond, D. L., Platz, D., & Magnusson, M. (2012). *Financing small-scale infrastructure investments in developing countries* (UN DESA Working Paper No. 114). United Nations Department of Economic and Social Affairs.
- Chemmanur, T. J., & John, K. (1996). Optimal incorporation, structure of debt contracts, and limited-recourse project financing. *Journal of Financial Intermediation*, 5(4), 372–408. <https://doi.org/10.1006/jfin.1996.0021>
- Croce, R. D., & Yermo, J. (2013). *Institutional investors and infrastructure financing* (OECD Working Papers on Finance, Insurance and Private Pensions No. 36). Organisation for Economic Co-operation and Development. <https://doi.org/10.1787/5k3wh99xgc33-en>
- Deuer, S. (2016). *Evaluation of the Start Danube Region Project Fund of PA10 Institutional Capacity of the*

- EUSDR. EuroVienna EU-Consulting & Management GmbH.
- Engel, D., & Stiebale, J. (2013). Private equity, investment and financial constraints: Firm-level evidence for France and the United Kingdom. *Small Business Economics*, 43, 197-212. <https://doi.org/10.1007/s11187-013-9530-8>
- Eslami, M. P., & Esmaeili, S. (2009). *A review of modern methods and approaches in project financing*. International Conference on the Development of the Financial System in Iran (With an Approach to Financial Innovations), Tehran. [In Persian].
- Gemson, J., Gautami, K. V., & Rajan, A. T. (2012). Impact of private equity investments in infrastructure projects. *Utilities Policy*, 21, 59–65. <https://doi.org/10.1016/j.jup.2011.12.001>
- Gemson, J., & Rajan, T. A. (2023). *Private Equity Financing in Infrastructure and Real Estate: Impact, Strategies, and Value Addition*. Springer Nature Singapore Pte Ltd. <https://doi.org/10.1007/978-981-16-1634-1>
- Guest, G., MacQueen, K. M., & Namey, E. E. (2012). *Applied Thematic Analysis*. Sage Publications. <https://doi.org/10.4135/9781483384436>
- Heybati, F., & Ahmadi, M. (2009). A study of project-based financing techniques in Islamic finance. *Economic Research Journal*, 9(34), 91–112. [In Persian].
- Inderst, G. (2010). Infrastructure as an asset class. *EIB (European Investment Bank) Papers*, 15(1), 70-104.
- Kamali, Y. (2018). Thematic analysis methodology and its application in policy studies. *Public Policy*, 4(2), 189–208. <https://doi.org/10.22059/ppolicy.2018.67875> [In Persian].
- Li, X., Chen, Y., & Dong, H. (2018). Trends of project funding in provincial-level agricultural research institutions in China and recommendations for fund management. *International Journal of Economics and Finance*, 10(8), 225–232. <https://doi.org/10.5539/ijef.v7n1p147>
- Luan, P., & Li, G. (2022). Design and implementation of capital management information system for central financial fund project based on MVC pattern. *Proceedings of the 3rd International Conference on Big Data Economy and Information Management (BDEIM 2022)*, China.. <https://doi.org/10.4108/eai.2-12-2022.2328752>
- Maleki, T. H., & Maleki, T. A. (2013). *A brief overview of project financing methods and providing appropriate solutions for contractors*. First International Conference on Political Epic (with a focus on Middle Eastern developments) and Economic Epic (with a focus on management and accounting), Roudhen. [In Persian].
- Mashhadi, R., & Soltani, M. (2021). Presenting a project-based financing model based on project investment funds in the country's defense sector. *Defense Economy Quarterly*, 6(21), 141–160. [In Persian].
- Mesec, S. (2007). Evaluation of the Phare CBC Programme: The case of the Slovenian-Italian border – Small Project Fund. *Issues in Geographical Marginality: Papers presented during the Commission Meetings 2001-2004*, Rhodes University, 36-45.
- Nazarpour, M. N., & Lotfinia, Y. (2014). Proper implementation of participatory facilities in Islamic banking through project-based funds. *Islamic Financial Research*, 4(1), 107–134. <https://doi.org/10.30497/ifr.2014.1677> [In Persian].
- Saleh, J. Z., & Sobhiyeh, M. H. (2020). *Project financing through the capital market: Real estate and project investment funds*. 15th International Project Management Conference of Iran, Tehran. [In Persian].
- Salehabadi, A., Zakernia, E., & Hasanzadeh, S. H. (2021). Explaining an operational model for project financing in the banking system of the Islamic Republic of Iran. *Islamic Financial Research*, 11(1), 193–226. <https://doi.org/10.30497/ifr.2021.240714.1611> [In Persian].
- Securities and Exchange Organization. (2017). *Prospectus for the establishment of Arman Parand Mapna project fund*. Supervision Center for Investment Funds. [In Persian].
- Securities Commission Malaysia. (2023). *Guidelines for the public offering of securities of infrastructure project companies (IPCs)*. Securities Commission Malaysia.
- Sharafi, G., Fathi, H. K., & Ahmadi, F. (2023). Identifying factors affecting project financing risk. *Financial Research*, 25(3), 486–507. <https://doi.org/10.22059/frj.2023.352427.1007423> [In Persian].
- Sharafi, h., Fathi, H. K., & Ahmadi, F. (2024). Modeling factors affecting project financing risk. *Financial Research*, 26(1), 199-225. <https://doi.org/10.22059/frj.2023.360705.1007476> [In Persian].
- Zakernia, E. (2021). *Designing an operational model for project financing in the banking system of the Islamic Republic of Iran* [Doctoral dissertation, Imam Sadiq University]. Ganj. [In Persian].
- Zakernia, E., Khodabakhshian, S., & Salehabadi, A. (2021). An operational model for utilizing private equity funds in project financing implementation. *Strategic Research on Budgeting and Finance*, 2(3), 11–42. [In Persian].