

## کاربرد اوراق بهادار در تأمین مالی پروژه

(مقاله علمی - پژوهشی)

نوید رهبر\*

محسن معصومی مهر\*\*

مجتبی قاسمی\*\*\*

تاریخ پذیرش: ۱۳۹۸/۱۲/۰۳

تاریخ دریافت: ۱۳۹۸/۰۳/۱۷

### چکیده

تأمین مالی پروژه به معنای تأمین منابع مالی لازم برای ساخت و بهره‌برداری از یک پروژه یا تأمین مالی دوباره یک واحد صنعتی بزرگ است. از جمله روش‌های تأمین منابع مالی می‌توان به انتشار اوراق بهادار اشاره نمود. اوراق بهادار که ورقه‌ای نماینده ارزش و قابل نقل و انتقال محسوب می‌شود، اقسام متنوعی دارد و هر یک از این اقسام به طریق ویژه‌ای در فرایند تأمین مالی به کار می‌آید. از جمله اوراق قابل انتشار در فرایند تأمین مالی پروژه می‌توان به اوراق قرضه، سهام، اوراق با پشتوانه دارایی و صکوک اشاره نمود. امروزه، بنابر محدودیت دولت‌ها و بانک‌ها در تأمین منابع مالی پروژه، انتشار اوراق بهادار به عنوان روشی جایگزین شناخته می‌شود. تجمیع سرمایه‌های خرد افراد، ناشناخته و مجهول بودن خریداران اوراق، عدم مداخله در مدیریت پروژه، انعطاف در شروط تأمین مالی و دسترسی به منبعی فراوان از نقدینگی، از جمله مزایای غیرقابل انکار اوراق بهادار تلقی شده و استفاده از این ابزار در تأمین مالی پروژه را به تدریج گسترش داده است. انتشار این اوراق در فرایند تأمین مالی پروژه متفاوت از تأمین مالی شرکتی بوده و نحوه تخصیص ریسک، بازپرداخت اصل و سود اوراق، مسئولیت ناشران، وظایف نهاد واسط و نحوه انتشار با توجه به ویژگی‌های تأمین مالی پروژه در برخی موارد منحصر به فرد است.

### کلید واژگان:

تأمین مالی پروژه، اوراق بهادار، صکوک، ریفاینانس.

\* استادیار، دانشکده حقوق، دانشگاه شهید بهشتی

nrahbars@gmail.com

\*\* دانشجوی دکتری تجارت و سرمایه‌گذاری بین‌المللی، دانشکده حقوق، دانشگاه شهید بهشتی (نویسنده مسئول)  
Masoumimehr@gmail.com

\*\*\* استادیار، دانشکده حقوق، دانشگاه شهید بهشتی

Mojtaba.ghasemi3@gmail.com

### مقدمه

توسعه اقتصادی از اهداف اساسی دولتهاست و رسیدن به توسعه پایدار و جامع یک ضرورت برای کشورهای درحال توسعه و کمتر توسعه یافته تلقی می‌گردد. برای اینکه یک اقتصاد توسعه یافته از یک اقتصاد توسعه نیافته متمایز شود، معیارهایی برشمرده شده که از جمله آنها درآمد سرانه و تداوم رشد اقتصادی است.<sup>۱</sup> از عوامل مهم و اساسی در ارتقای معیارهای مذکور، توسعه زیرساخت‌ها و رشد صنعتی در یک کشور است. توسعه زیرساخت‌ها که با تأسیس سد، جاده، فرودگاه، نیروگاه و مانند آن واقع می‌گردد، آغازگر ورود صنعت و توسعه صنعتی بوده و توسعه صنایع که از مسیر تأسیس کارخانه‌ها و شهرک‌های صنعتی می‌گذرد، افزایش بهره‌برداری از منابع، افزایش سرمایه‌گذاری و بهبود نرخ اشتغال را به دنبال دارد. امری که نهایتاً در افزایش درآمد سرانه و تداوم رشد اقتصادی مؤثر می‌افتد. بنابراین و با توجه به توضیحات فوق، توسعه زیرساخت‌ها و رشد صنایع در کشورهای درحال توسعه یک ضرورت به حساب می‌آید.

با این حال، انجام این مهم نیازمند منابع مالی فراوان بوده و بسیاری از دولت‌ها از تخصیص بودج کافی برای وصول به این هدف ناتوان‌اند. در این راستا، بهره‌مندی از مشارکت بانک‌ها و مؤسسات مالی به طور سنتی مورد استقبال واقع می‌شد. با گذشت زمان و توسعه بازارهای سرمایه، استفاده از ابزارهای متنوع موجود در این بازار رایج شده و به عنوان یکی از ارکان تأمین مالی شناخته شد؛ به نحوی که امروزه در کنار وام‌هایی که از قدیم برای ساخت و توسعه پروژه‌های زیرساختی و صنعتی اعطا می‌شد، از ظرفیت‌های موجود در بازار سرمایه نیز بهره‌برداری می‌شود. با رشد ابزارهای مالی در بازارهای سرمایه و با گسترش استفاده از اوراق بهادار در تأمین مالی پروژه، اهمیت شناخت ویژگی‌های منحصر به فرد هر قسم از اوراق بهادار بیش از پیش شده است. بنابراین، در این پژوهش به منظور شناخت دقیق تأمین مالی پروژه، به بیان کلیاتی از آن پرداخته (۱) و سپس به کاربرد اوراق بهادار در این روش تأمین مالی می‌پردازیم (۲).

۱. دادگر، یدالله، *اصول تحلیل اقتصادی: خرد و کلان*، تهران: نشر آماره، چاپ پنجم، ۱۳۹۵، ص ۳۱۵.

## ۱. کلیات تأمین مالی پروژه

در این بخش، ابتدا به ارائه تعاریفی از تأمین مالی پروژه پرداخته (۱-۱) و با توضیح بازیگران فعال در حوزه تأمین مالی پروژه (۱-۲)، با ترمینولوژی این روش آشنا می‌شویم. سپس با بیان طرق مختلف تأمین مالی (۱-۳) بحث را به پایان می‌بریم.

### ۱.۱. تعریف تأمین مالی پروژه

تأمین مالی پروژه به معنای تأمین منابع مالی لازم برای ساخت و بهره‌برداری از یک پروژه و یا یک واحد صنعتی بزرگ است. در این ساختار، مراجع « سرمایه‌گذار به بانی پروژه در صورت امکان بسیار محدود است.<sup>۱</sup> به این معنا که بازپرداخت اصل و سود سرمایه در تأمین مالی پروژه مبتنی بر درآمدهای پروژه است و بانی پروژه در برابر سرمایه‌گذاران مسئولیتی در این خصوص ندارد (مگر اینکه در قرارداد به نحو دیگری توافق شده باشد).<sup>۲</sup> بنابراین، سرمایه‌گذاران برای بازگشت سرمایه خود به درآمدهای پروژه نظر داشته و کلیه دارایی‌های پروژه، از قبیل درآمدهای ناشی از قراردادهای پیش‌فروش کالا و سایر وجوهات به عنوان وثیقه طلب سرمایه‌گذاران می‌باشد و اموال بانی پروژه از هرگونه تعرض مصون است.<sup>۳</sup> به دیگر سخن، تأمین مالی پروژه، تکنیک افزایش اعتبار به منظور تأمین منابع مالی لازم برای ساخت یک واحد اقتصادی است؛ به نحوی که درآمدهای آتی حاصل از آن واحد اقتصادی به عنوان وثیقه دیون پروژه به کار رود. از جمله مهم‌ترین مزایای تأمین مالی پروژه می‌توان به تأمین مالی خارج ترانزنامه‌ای<sup>۴</sup> اشاره کرد. توضیح آنکه، در این روش، با تأسیس شرکت پروژه که شخصیتی مستقل از بانیان دارد، کلیه اعتبارات به نام و حساب شرکت پروژه می‌باشد.<sup>۵</sup> اینگونه، بانی با وجود جذب سرمایه و

1. Hoffman, Scott L., *Project Finance in Theory and Practice: Designing, Structuring, and Financing Private and Public Projects*, The Hague, Netherlands: Kluwer Law International, 1998, Ch.1.1.

۲. اساساً امکان رجوع به بانی در تأمین مالی پروژه به دو صورت است: ۱. بدون حق رجوع (non-recourse) ۲. با حق رجوع محدود (limited-recourse)

3. Esty, Benjamin C, "The Economic Motivations for Using Project Finance", Harvard Business School Publishing, 2003, p.6.

4. Off-Balance sheet

5. Caselli, Stefano & Stefano Gatti, Ed., *Structured Finance: Techniques, Products and Market*, Springer, 2005, p.43.

اعتبار، با عدم ثبت آن در صورت‌های مالی، درجه اعتبار خود در بازار سرمایه را حفظ می‌نماید.<sup>۱</sup> از دیگر مزایای این روش نیز کاهش ریسک سیاسی، تقسیم ریسک بین سرمایه‌گذاران، اعمال تفکیک میان اموال پروژه و اموال بانیان پروژه و استفاده از درآمدهای آتی پروژه به عنوان وثیقه دیون پروژه است که اینگونه انگیزه بانیان برای شرکت و سرمایه‌گذاری در پروژه‌های پرخطر افزایش می‌یابد.

## ۱.۲. اشخاص فعال در تأمین مالی پروژه

پیچیدگی‌های موجود در تأمین مالی پروژه غالباً منجر به مشارکت تعداد زیادی از اشخاص مختلف، با وظایف مختلف می‌گردد. این پیچیدگی سبب می‌شود که هر پروژه ساختار مخصوص به خود داشته باشد و به تبع آن، اشخاصی متمایز از سایر پروژه‌ها را درگیر نماید. با این حال، تمامی پروژه‌ها با فعالیت بانی پروژه آغاز می‌گردد. بانی پروژه، متشکل از یک یا چند شرکت یا سازمان ذی‌نفع در پروژه است. این نفع که در طی انجام مراحل ساخت و بهره‌وری ناشی می‌شود، می‌تواند نفعی اقتصادی یا غیر آن باشد.<sup>۲</sup> بانیان پروژه با ارائه طرح پروژه به دولت، نهادهای مالی، خریداران بالقوه، بیمه‌گران و... سعی در جذب سرمایه لازم برای انجام مراحل ساخت و توسعه پروژه می‌نمایند.<sup>۳</sup>

مضافاً آنکه بانیان پروژه برای سهولت در مدیریت اموال پروژه و سلب مسئولیت از خود در برابر سایر سرمایه‌گذاران، شرکت پروژه‌ای<sup>۴</sup> تشکیل می‌دهند. شرکت پروژه که در حقیقت یک SPV یا نهاد با هدف خاص<sup>۵</sup> است، مالک پروژه محسوب شده و کلیه فرایند ساخت، توسعه، بهره‌برداری و نگهداری از پروژه بر عهده این شرکت است.<sup>۶</sup> ماهیت حقوقی این شرکت به قانون کشور میزبان و قرارداد میان بانیان بستگی تام دارد. اما عموماً این شرکت به صورت جوینت

۱. البته این مزیت تا حدود زیادی وابسته به قوانین مالی کشورهای مختلف است. به عنوان مثال، با تغییر قوانین مربوطه در ایالت متحده آمریکا و انگلستان، چنین مزیتی دیگر وجود خارجی ندارد. به این معنا که در قوانین این کشورها، در صورتی که بانی بر شرکت پروژه مسلط بوده و شرکت پروژه تحت کنترل بانی باشد، اطلاعات مالی شرکت پروژه نیز می‌بایست در ترازنامه بانی ثبت گردد.

2. Hoffman, Scott L, *Op.cit*, ch.5.1.

3. Forrester, J. Paul, "Securitization of Project Finance Loans" Available at: <http://people.stern.nyu.edu/igiddy/ABS/projectloans.htm#footnote2a>.

4. Project Company

5. Special Purpose Vehicle

6. Tan, Willie, *Principles of Project and Infrastructure Finance*, Routledge, 2007, p.3.

ونچر<sup>۱</sup> یا شرکت با مسئولیت محدود<sup>۲</sup> طراحی گردیده، بانیان پروژه از جمله سهامداران آن محسوب می‌گردند.<sup>۳</sup>

شرکت پروژه برای انجام فعالیت‌های خود از تخصص طیف وسیعی از پیمانکاران<sup>۴</sup> بهره می‌برد. از جمله، مدیریت پروژه‌ها در قالب قراردادهای ساخت، بهره‌برداری، انتقال<sup>۵</sup> به پیمانکاری محول و پس از شروع موفقیت‌آمیز مرحله بهره‌برداری به شرکت پروژه تحویل می‌گردد. دسته‌ای از پیمانکاران برای تهیه مواد اولیه ساخت و تجهیز پروژه به کار گرفته شده، دسته‌ای دیگر با عنوان متصدیان پروژه<sup>۶</sup>، به مدیریت اموال پروژه می‌پردازند.<sup>۷</sup>

در کنار اشخاصی که به تهیه مواد اولیه برای پروژه می‌پردازند، نقش خریداران بالقوه یا آتی<sup>۸</sup> نیز از اهمیت فراوانی برخوردار است. در واقع، با پیش خرید تولیدات آتی پروژه توسط این خریداران، از یک سو بخشی از منابع مالی برای انجام پروژه فراهم می‌گردد، از سوی دیگر، سایر سرمایه‌گذاران با توجه به همین قراردادهای پیش‌فروش<sup>۹</sup> اقدام به سرمایه‌گذاری در پروژه می‌نمایند و آخر اینکه، ریسک مربوط به بازار نیز اینگونه کاهش می‌یابد.

### ۱.۳. روش‌های تأمین مالی پروژه

عموماً هدف اولیه بانیان در انتخاب روش تأمین مالی و انتخاب سرمایه‌گذار، کاهش یا تاخیر در مشارکت مالی خود بانی<sup>۱۰</sup> و جذب منابع سایر نهادهای مالی با حداقل هزینه می‌باشد. هرچند که بهره‌مندی از منابعی با اهرم بالا<sup>۱۱</sup> و هزینه‌های پایین، به شرایط بازار و جذابیت پروژه در جذب بازارهای سرمایه و سرمایه‌گذاران وابسته است. استحکام طرح‌های مالی پروژه در جذب

1. Joint Venture

2. Limited Liability Company

3. Khan, M. Fouzul Kabir & Robert J. Parra, *Financing Large Projects: Using Project Finance Techniques and Practices*, Singapore: Pearson Prentice Hall, 2003, p.7.

4. Contractor

5. Build, Operation, Transfer

6. Project Operator

7. Tan, Willie, *Op.cit*, p.133.

8. Potential Purchaser

9. Off-Take Agreement

۱۰. این کار با هدف کاهش ریسک توسط بانیان انجام می‌گردد. در واقع مشارکت در ساخت پروژه و اخذ سهم در پروژه از بالاترین ریسک برای سرمایه‌گذار برخوردار می‌باشد.

۱۱. مقصود از اهرم یا Leverage در مدیریت مالی، استفاده از ابزارهای مالی برای بهره‌مندی از بیشترین اعتبار با کمترین میزان سرمایه است.

سرمایه‌گذاران نیز از اهمیت بالایی برخوردار است و عنصری اساسی تلقی می‌گردد. علاوه بر آن، برخی نسبت‌های مالی در بررسی قابلیت پروژه برای بازپرداخت اعتبارات، مدنظر سرمایه‌گذاران و بازارهای مالی بوده که بدین شرح است:

- نسبت بدهی به حقوق صاحبان سهام<sup>۱</sup>: این نسبت، از تقسیم میزان کل بدهی بر میزان حقوق صاحبان سهام شرکت به دست می‌آید. از آنجایی که سرمایه بانیان به صورت سهم در پروژه متبلور است، هر چه میزان حقوق صاحبان سهام کمتر باشد، اعتماد بانیان به پروژه کمتر بوده و از سویی دیگر مسئولیت شرکت پروژه سنگین‌تر است. در نتیجه سرمایه‌گذاری در چنین پروژه‌ای با ریسک بیشتری همراه می‌باشد.
- نسبت قابلیت شرکت در تسویه بدهی‌ها<sup>۲</sup>: این نسبت، حاصل تقسیم مجموع درآمدهای خالص شرکت بر مجموع تعهدات شرکت در بازپرداخت بدهی‌های مختلف است. اگر میزان این نسبت کمتر از یک باشد، شرکت در بازپرداخت بدهی‌ها ناتوان بوده و سرمایه‌گذاران نفعی در سرمایه‌گذاری در چنین پروژه‌ای ندارند. البته لازم به ذکر است که برای سرمایه‌گذاری در مرحله ساخت، از آنجایی که شرکت درآمدی ندارد، این ضریب مورد استفاده قرار نمی‌گیرد.

نتیجه این محاسبات، در کنار ریسک‌های فنی، حقوقی و سیاسی مرتبط با پروژه، مد نظر سرمایه‌گذاران قرار گرفته و در تصمیم آنها برای مشارکت مؤثر می‌افتد. در واقع، نتیجه این ملاحظات با میزان و نحوه دسترسی به اعتبارات رابطه مستقیم دارد. یعنی، هر چقدر که نتایج این یافته‌ها مثبت‌تر باشد، دسترسی به بازارهای سرمایه و بدهی آسان‌تر بوده، هزینه کمتری بر آن مترتب است.<sup>۳</sup>

با توجه به توضیحات فوق، اهم نهاد‌های مشارکت‌کننده در تأمین مالی شامل بانک‌های تجاری، سازمان‌های بین‌المللی و بازار سرمایه می‌باشد. در ادامه با تشریح خصایص هریک، نحوه مشارکت آنان را تبیین نموده، بخش نخست را به پایان می‌بریم.

1. Debt to Equity Ratio

2. Debt Service Coverage Ratio

3. Dewar, John, Ed., *International Project Finance: Law and Practice*, Oxford University Press, 2011, p.55; Rossi, Emanuele & Mahvash Alerassool, *Infrastructure Project Finance and Project Bonds in Europe*, Springer, 2015, p.12.

### ۱.۳.۱. بانک‌های تجاری<sup>۱</sup>

بانک‌های تجاری از جمله مهم‌ترین تأمین‌کنندگان مالی پروژه‌های بزرگ محسوب می‌شوند. این بانک‌ها، با تأمین بیش از پنجاه درصد منابع مالی، از اصلی‌ترین بازیگران تأمین مالی پروژه بوده و با مشارکت خود در مرحله ساخت، نیازهای پروژه را مرتفع می‌سازند.

تأمین مالی در مرحله ساخت، به دلیل وجود ریسک‌های متعددی همچون خطر عدم موفقیت پروژه، خطر عدم کفایت درآمدهای آتی، خطر عدم صدور مجوزهای لازم و... با دشواری مواجه است و عموم سرمایه‌گذاران علاقه‌ای به مشارکت در این مرحله ندارند. ولیکن، بانک‌های تجاری، با اتکا بر تجارب ارزشمند خود در تأمین مالی، خطرات پروژه و میزان اعتبار بانیان را مورد سنجش قرار داده، سپس اقدام به تأمین مالی می‌نمایند. در واقع، بانک‌ها با بهره‌گیری از تخصص کارشناسان مختلف در حوزه صنعت، حسابداری، تأمین مالی و... اطلاعات کافی در خصوص یک پروژه به‌دست آورده و با ارزیابی خطرات بالقوه، تصمیم بر میزان و نحوه مشارکت می‌گیرند. بنابراین، قابلیت‌هایی که بانک‌ها برای مواجهه با بانیان پروژه و اقدامات آنان دارند، تأمین مالی در مرحله ساخت را برای آنان ممکن می‌سازد.<sup>۲</sup> به همین خاطر، قالب وام از جمله اصلی‌ترین و قدیمی‌ترین ابزارها برای تأمین مالی پروژه بوده و دارای مزایای متعددی است. در این روش، تعداد کم سرمایه‌گذاران منجر به کاهش هزینه‌های سرمایه‌گذاری شده است. مشارکت بانک‌ها از یک سو در کاهش ریسک سیاسی و اقتصادی مؤثر واقع شده و از سوی دیگر در تجمیع سرمایه خرد افراد و اعطای آن در قالب اعتبارات کلان به شرکت پروژه متمرکز واقع می‌گردد.

مشارکت بانک‌ها در تأمین مالی پروژه عموماً به‌صورت سندیکایی است. به این معنا که تعدادی بانک، با یکدیگر تشکیل سندیکا داده و در فواصل زمانی مشخص و بر اساس نیاز پروژه، به اعطای وام می‌پردازند. اکثریت این وام‌ها با نرخ سود شناور<sup>۳</sup> بوده و بازپرداخت اصل و سود آن بین پنج تا ده سال می‌باشد. بازگشت این وام‌ها نیز با به وثیقه گذاشتن اموال شرکت پروژه و درآمدهای آتی پروژه تضمین می‌گردد.

1. Commercial Banks

2. Morrison, Rod, Ed., *The Principles of Project Finance*, Gower Publishing Company, 2012, p.41; Dewar, John, *Op.cit.*, p.62.

3. Floating Interest Rate

### ۱.۳.۲. سازمان‌های بین‌المللی

یکی دیگر از تأمین‌کنندگان مالی پروژه، سازمان‌های منطقه‌ای و بین‌المللی است. این سازمان‌ها شامل صندوق بین‌المللی پول، بانک جهانی و بانک‌های توسعه می‌شود و هدف اصلی آنان، حمایت از توسعه زیرساخت‌ها، پیشرفت تکنولوژی و ارتقای سطح درآمد در کشورهای در حال توسعه است.<sup>۱</sup>

نحوه مداخله این سازمان‌ها در هر دوره متفاوت است، اما غالباً این سازمان‌ها از یک سو با اعطای وام به شرکت پروژه و از سوی دیگر، با ضمانت از شرکت پروژه در بازپرداخت بدهی‌ها، نقش مهمی در جذب سرمایه‌گذاران ایفا می‌نمایند. در واقع، حسب خطراتی که با سرمایه‌گذاری در کشورهای در حال توسعه عجین شده، سرمایه‌گذاران رغبتی به سرمایه‌گذاری در این کشورها ندارند. بنابراین، با ورود این سازمان‌ها و ضمانت از پروژه، نه تنها ریسک‌هایی از قبیل سلب مالکیت از طرف دولت، عدم اعطای مجوز و... کاهش می‌یابد، بلکه سرمایه‌گذاران با طیب خاطر به سرمایه‌گذاری می‌پردازند.<sup>۲</sup> بنابراین، اگرچه میزان حمایت‌های مالی مستقیم توسط این سازمان‌ها محدود است، حضور آنان در پروژه از اهمیت بالایی برخوردار می‌باشد و به بانیان در افزایش اعتبار و کاهش هزینه‌های مربوط به جذب سرمایه کمک شایانی می‌نماید.

### ۱.۳.۳. بازار سرمایه

بازار سرمایه در تأمین مالی شرکتی از جمله نهادهای بسیار مهم و اساسی تلقی شده و با انتشار اقسام متنوعی از ابزارهای مالی، نیازهای متنوع فعالان این حوزه را مرتفع می‌نماید. در تأمین مالی پروژه نیز با بهره‌گیری از این ظرفیت، نیاز پروژه در تأمین مالی، دوباره یا ریفاینانس، مدیریت ریسک و... مرتفع می‌شود. در واقع، بازار سرمایه با برخورداری از طیف وسیعی از اوراق بهادار با کارکردهای متنوع، ظرفیت فراوانی در تأمین مالی پروژه دارد. از جمله آنکه اوراق با سررسید بلندمدت در فرایند ساخت، اوراق با سررسید کوتاه‌مدت در فرایند تأمین مالی دوباره و ابزار مشتقه نیز در مدیریت ریسک کارایی داشته و از قابلیت کافی برای استفاده توسط شرکت پروژه برخوردار است. مضافاً آنکه، بازار سرمایه با تجمع سرمایه‌های خرد افراد، بهترین گزینه برای جذب سرمایه نقدی محسوب می‌شود.

1. Hoffman, Scott L, *Op.cit*, ch.21.7.

2. *Ibid.*, Khan, M. Fouzul Kabir & Robert J. Parra, *Op.cit*, p.179.



## ۲. کاربرد اوراق بهادار در تأمین مالی پروژه

با افزایش تعداد پروژه‌های عظیم زیرساختی در کشورهای مختلف و نیاز روزافزون این پروژه‌ها به منابع مالی، نقدینگی بانک‌ها برای مشارکت در پروژه‌ها رو به کاستی نهاد. از طرفی نیز، حسب طولانی مدت بودن سرمایه‌گذاری در چنین پروژه‌هایی، بانک‌ها و سایر سرمایه‌گذاران به لزوم ارائه تضمینات کافی از سوی بانیان و شرکت پروژه تأکید می‌ورزیدند. این امر سبب افزایش هزینه‌های سرمایه‌گذاری چه برای بانک و چه برای شرکت پروژه می‌شد. به دیگر سخن، بانک‌های تجاری با سرمایه‌گذاری در پروژه، تا پایان قرارداد تأمین مالی که گاه تا بیست سال به طول می‌انجامید، نقدینگی خود برای سرمایه‌گذاری در سایر پروژه‌ها را از دست می‌دادند. در نتیجه، شرکت پروژه برای جلب مشارکت بانک‌ها، ناچار در ارائه تضمینات کافی و بیمه ریسک‌های پروژه بود؛ امری که افزایش هزینه‌های تأمین مالی را به دنبال داشت.

این اقدامات، با هدف شرکت پروژه در دستیابی به منابعی با هزینه پایین و نقدینگی بالا متعارض می‌نمود. بانک نیز به دنبال سرمایه‌گذاری کوتاه مدت، با امکان نقدشوندگی پیش از سررسید، از طریق انتقال وام‌ها و اعتبارات خود به دیگران بود. مجموع این ملاحظات، سبب استفاده از اوراق بهادار در فرایند تأمین مالی پروژه گردید.

در این بخش، به بررسی اوراق بهادار در فرایند تأمین مالی پروژه می‌پردازیم. مقصود از اوراق متداول، اوراق مورد استفاده در غرب بوده که در مقابل اوراق اسلامی یا صکوک قرار می‌گیرد.<sup>۱</sup> از این روی، با تعریف اوراق بهادار و ارکان انتشار اوراق (۱-۲) بحث را آغاز می‌کنیم و سپس به تحلیل و مذاقه در اقسام اوراق متداول قابل استفاده در تأمین مالی پروژه (۲-۲) می‌پردازیم.

### ۲.۱. تعریف اوراق بهادار

اوراق بهادار که از آن به ابزار مالی، دارایی مالی و دارایی نامشهود نیز تعبیر می‌شود، ورقه<sup>۲</sup> با ارزش و قابل مبادله‌ای است که به دلیل اعتبار ناشر یا سندیت از یک دارایی فیزیکی ارزش مبادلاتی پیدا کرده است.<sup>۳</sup> اوراق بهادار که حسب ماهیت خود یک ورقه<sup>۲</sup> نماینده ارزش تلقی شده

1. Taoual, Safiyah, "Sukuk: a Potential for Stability and Development in the GCC", London, Kingston University, Economics Discussion Papers 2016-7, 2016, p.2.

۲. موسویان، سید عباس، *ابزارهای مالی اسلامی (صکوک)*، تهران: سازمان انتشارات پژوهشگاه فرهنگ و اندیشه اسلامی، ۱۳۹۲، ص ۳۳.

و امکان نقل و انتقال آن در بازارهای ثانویه<sup>۱</sup> موجود است، ابزار مناسبی در فرایند تأمین مالی پروژه تلقی می‌گردد. وجود چنین مزایایی در اوراق بهادار، جذب سرمایه‌های خرد و کلان را ممکن ساخته است؛ به گونه‌ای که بازار سرمایه، به عنوان مرکز خرید و فروش اوراق بهادار، همواره به منبع عظیمی از نقدینگی دسترسی دارد.<sup>۲</sup>

از این رو، بنیان پروژه امکان بهره‌مندی از منابع مالی فراوان، با سررسیدهای طولانی مدت و هزینه نسبتاً پایین را یافته‌اند.<sup>۳</sup> بانک‌ها نیز، با بهره‌گیری از مکانیزم‌های بازار سرمایه و ظرفیت اوراق بهادار، امکان فروش مطالبات خود و بازگشت سرمایه‌ها را در تاریخی پیش از سررسید نهایی پیدا نموده‌اند. بنابراین، بازیگران تأمین مالی پروژه به استفاده از اقسام گوناگون اوراق بهادار که متشکل از سهام، اوراق قرضه، اوراق مشتقه و صکوک می‌باشد، پرداختند و طراحی مدل‌های مالی مختلف بر اساس ظرفیت‌های موجود در بازار سرمایه را پی گرفتند.

## ۲.۲. اوراق بهادار قابل استفاده در تأمین مالی پروژه

امروزه در بازارهای سرمایه اقسام متنوعی از اوراق بهادار، حسب نیاز فعالان بازار، طراحی و مورد استفاده واقع می‌شود. در تأمین مالی پروژه نیز برخی انواع اوراق با ماهیت این روش منطبق بوده و امکان انتشار دارد. این اوراق را به طور کلی در ذیل چهار عنوان سهام، اوراق قرضه، اوراق بهادار با پشتوانه دارایی و صکوک قرار می‌دهیم.

### ۲.۲.۱. سهام<sup>۴</sup>

سهام که از انواع اوراق سرمایه‌ای<sup>۵</sup> بوده، سبب تملیک دارایی پایه برای سرمایه‌گذار می‌شود و اینگونه، ناشر و سرمایه‌گذار در مالکیت دارایی با یکدیگر مشارکت می‌نمایند.<sup>۶</sup> در هر پروژه حدود ۳۰ درصد از میزان کل سرمایه شرکت، در قالب سهام بوده و مالک این سهام، عموماً بنیان آن پروژه می‌باشند. در واقع، سرمایه تزریقی توسط بنیان به صورت سهم آنان در پروژه متبلور شده و

1. Secondary Markets

2. International Monetary Fund, Bank for International Settlements, European Central Bank, *Handbook on securities statistics*, Washington, D.C.: International Monetary Fund, 2015, p.9.

3. Schoen, B., Dusina, M. and Castillo-Bernas, M., "The Benefits of Project Bonds", *Interview, Financier Worldwide*, 2013.

4. Equity

5. Equity Securities

6. Thumann, Albert & A. Woodroof, Eric, *Handbook of Financing Energy Projects*, USA, The Fairmont Press, 2005, p.173.

در قالب ورقه سهام نمود خارجی می‌یابد.<sup>۱</sup> صاحبان سهام در یک پروژه با بیشترین ریسک نکول<sup>۲</sup> یا عدم بازپرداخت اصل و سود سرمایه خود مواجه‌اند که علت آن، تقدّم و رجحان سایر بدهی‌های شرکت پروژه بر حقوق صاحبان سهام است. به دیگر سخن، صاحبان سهام پس از تمامی طلبکاران محقّ به دریافت حقوق سهامی خود می‌باشند.<sup>۳</sup> به همین خاطر، اشخاص ثالث معمولاً تمایلی به سرمایه‌گذاری در قالب خرید سهام شرکت پروژه نداشته، طرق دیگری چون خرید اوراق قرضه را مرجح می‌شمارند.<sup>۴</sup>

با وجود ریسک موجود در خرید سهام و تمایل بانیان به سرمایه‌گذاری حداقلی در پروژه، شاخص سهام پروژه برای بانک‌ها و سایر سرمایه‌گذاران از اهمیت بالایی برخوردار است. در واقع، این میزان که در قالب نسبت بدهی به حقوق صاحبان سهام شرکت نمایان می‌گردد، بیانگر اعتماد بانیان به پروژه و درآمدهای آتی آن است. به عبارت دیگر، با افزایش میزان مشارکت مالی بانیان در پروژه، شاخص سهام پروژه ارتقا یافته و ضریب بازگشت سرمایه سرمایه‌گذاران افزایش می‌یابد. از طرف دیگر، با افزایش حقوق سهامی بانیان، میزان حساسیت آنان به رعایت منافع پروژه بیشتر شده که نتیجه آن افزایش احتمال موفقیت پروژه است. از این رو، در مواقعی که شاخص سهام شرکت در وضعیت قابل قبولی نباشد، سرمایه‌گذاران، بانیان را مجاب به افزایش سهام شرکت می‌نمایند.<sup>۵</sup> این افزایش شاخص سهام یا از طریق افزایش مشارکت مالی بانیان و یا از طریق فروش سهام شرکت پروژه در بازار سرمایه عملی می‌گردد.

صرف‌نظر از تمایل یا عدم تمایل سرمایه‌گذاران در خرید سهام، پرسش موجود در خصوص امکان انتشار سهام شرکت پروژه در بازار سرمایه است. به عبارت دیگر، حسب اینکه صاحبان سهام پروژه از مالکان شرکت پروژه محسوب شده و تصمیم‌گیری در خصوص نحوه فعالیت شرکت پروژه بر عهده سهامداران آن است، آیا امکان فروش سهام پروژه در بازار سرمایه وجود دارد؟ در پاسخ به این پرسش می‌توان گفت، اگرچه مزایای عرضه سهام در بازار سرمایه غیر قابل انکار است و شرکت‌ها نباید در بهره‌مندی از چنین فرصتی تعلل ورزند، در پروژه‌های بزرگ و

1. Kramer, Andrea & Peter Fusaro, Ed., *Energy and Environmental Project Finance Law and Taxation: New Investment Techniques*, Lexis Nexis, 2010, p.526.

2. Defaults

۳. به صاحبان سهام، Residual Claimant یا طلبکاران نهایی می‌گویند.

4. Dewar, John, *Op. cit.*, p.58; Thumann, Albert & A. Woodroof, Eric, *Op. cit.*, p.4.

5. Khan, M. Fouzul Kabir & Robert J. Parra, *Op. cit.*, p.127.

زیرساختی، شرکت پروژه در مالکیت بانیانی بوده که برای پیشبرد اهداف پروژه باید ثابت و لاینحرف باقی بمانند. اهمیت بانی در این قبیل پروژه‌ها تا حدی است که گاهی با خروج یک یا دو بانی و یا تغییر در ترکیب بانیان و ورود اشخاص جدید، کل فرایند پروژه با شکست مواجه می‌گردد. از سوی دیگر، در پروژه‌هایی که به صورت مشارکت بخش دولتی و خصوصی<sup>۱</sup> است، طرف دولتی گاهی انتشار هرگونه سهام شرکت در بازار سرمایه را ممنوع اعلام نموده، قابلیت نقل و انتقال سهام شرکت را محدود می‌سازد.<sup>۲</sup>

با این حال، با توجه به واقعیت شرکت پروژه پاسخ به این پرسش مثبت است. شرکت پروژه متشکل از اعضای صنعتی و اعضای مالی می‌باشد. اعضای مالی شرکت حسب اینکه دخالتی در فرایند ساخت و بهره‌برداری پروژه ندارند و تنها به دنبال کسب سود از سرمایه‌گذاری‌های متعدد خود می‌باشند، می‌توانند با ورود به بازار سرمایه سهام خود را به دیگران منتقل نمایند. در واقع، خروج هر یک از اعضای مالی با ورود عضو مالی جدید همراه است و شرکت پروژه از این حیث با مشکلی مواجه نمی‌گردد. اعضای صنعتی پروژه نیز عموماً پس از ۱۰ سال فعالیت در یک پروژه به دنبال شروع فعالیت جدیدی هستند. بنابراین، این اشخاص نیز می‌توانند پس از گذشت مدتی از مرحله بهره‌برداری پروژه، سهم خود را در بازارهای ثانویه به فروش برسانند. امروزه نیز در بسیاری از کشورها، بازارهای سرمایه، چه در سطح ملی و چه در سطح بین‌المللی به خرید و فروش سهام شرکت پروژه می‌پردازند. هرچند که در کشورهای درحال توسعه بنابر وجود مقررات محدودکننده سرمایه‌گذاری خارجی، اطلاعات نامتقارن و فقدان شفافیت اقتصادی، بازارهای بین‌المللی سهام رواج چندانی ندارد.<sup>۳</sup>

### ۲.۲.۲. اوراق قرضه

این اوراق که از جمله اوراق بدهی<sup>۴</sup> محسوب شده، از ابزارهای با ریسک پایین بوده<sup>۵</sup> و از جذابیت کافی برای سرمایه‌گذاری بهره‌مند است. در تعریف اوراق قرضه می‌توان گفت، اسنادی

1. Public Private Partnership

2. Gatti, Stefano, *Project Finance in Theory and Practice: Designing, Structuring, and Financing Private and Public Projects*, Op.cit, p.188.

3. Hoffman, Scott L, *Op.cit*, ch. 21.3.

4 Debt Securities

5. Hoffman, Scott L, *Op.cit*, ch. 21.4.

است که طبق آن صادرکننده اوراق به خریدار بدهکار می‌شود.<sup>۱</sup> این اسناد که از جمله ابزارهای تأمین مالی کوتاه‌مدت و بلندمدت تلقی شده، دارای سررسید معین بوده و مبلغ آن در زمان سررسید به‌وسیله صادرکننده پرداخت می‌گردد.<sup>۲</sup> مضافاً آنکه اوراق قرضه دارای برگه بهره بوده و بهره آن در فواصل زمانی معین به صاحب اوراق اختصاص می‌یابد.

در تأمین مالی پروژه، یکی از منابع اصلی بانکها در اعطای وام‌های تجاری به شرکت پروژه، بهره‌مندی از وجوه ناشی از انتشار اوراق قرضه است. از این رو، شرکت پروژه با ورود به بازار سرمایه و با انتشار اوراق قرضه، خود مستقیماً و بدون واسطه می‌تواند اقدام به تأمین مالی از طریق این اوراق نماید. با ورود شرکت پروژه به بازار سرمایه، امکان بهره‌مندی از مهم‌ترین مزایای این بازار، یعنی دسترسی به سرمایه‌گذاران متعدد با منابع مالی گسترده، نیز فراهم می‌گردد.

اوراق قرضه پروژه<sup>۳</sup> در مقایسه با اوراق قرضه شرکتی<sup>۴</sup> قابلیت نقدشوندگی کمتری دارد. بازارهای بین‌المللی اوراق قرضه پروژه نیز محدودتر بوده و سرمایه‌گذاران آن عموماً سرمایه‌گذاران نهادی می‌باشند؛ با این حال، انتشار اوراق قرضه پروژه در طی سال‌های اخیر روند رو به رشدی داشته است. در واقع، تجربه موفق ایالت متحده آمریکا در بهره‌گیری از اوراق قرضه، تحقیقات مؤسسات سرمایه‌گذاری در بهره‌گیری از روشی با ریسک و بهره مناسب، رواج مداخله مؤسسات رتبه‌بندی در فرایند تأمین مالی پروژه و ارزش‌گذاری پروژه‌ها سبب توجه بانیان و سرمایه‌گذاران به این ابزار گردید.<sup>۵</sup>

در خصوص پرداخت سود اوراق نیز اوراق قرضه پروژه وضعیت اندک متفاوتی دارد. با وجود تعیین سررسید بازپرداخت اصل سرمایه در این اوراق، اصل سرمایه به صورت تدریجی و در طول مدت قرارداد به دارندگان اوراق پرداخت می‌شود. به دیگر سخن، تأمین مالی شرکت‌ها همواره در طول عمر شرکت انجام شده و شرکت‌ها در سررسید با تأمین مالی مجدد یا ریفاینانس، منابع

1. Tomic, Bojan & Sesar, Andrijana, "Basic Characteristics of Bonds and their Dynamics on the Croatian Secondary Market", No.15. Effectus University College for Law and Finance, 2016, p.2.

۲. فطرس، محمدحسن و حسین محمودی، صکوک، ابزاری مناسب برای جانشینی اوراق قرضه، همایش اقتصاد اسلامی و توسعه، ۱۳۸۷، ص ۳.

3. Project Bond.

4. Corporate Bond

5. Gatti, Stefano, *Project Finance in Theory and Practice: Designing, Structuring, and Financing Private and Public Projects*, Op.cit, p.213.

مالی کافی برای بازپرداخت بدهی را به دست می‌آورند. در تأمین مالی پروژه وضعیت دگرگون است. در این مدل، تأمین مالی یکباره و برای هدف خاصی انجام می‌شود. در نتیجه، پرداخت تدریجی اصل بدهی از محل درآمدهای تدریجی پروژه عقلانی و کارآمدتر است.

### ۲.۲.۳. اوراق بهادار با پشتوانه دارایی<sup>۱</sup>

اوراق بهادار با پشتوانه دارایی، از دیگر اقسام اوراق بهادار است که در آن مجموعه‌ای از دارایی‌های مولد یک شرکت به منظور انتشار اوراق بهادار گردآوری شده و به شرکتی که به همین منظور تشکیل گردیده، منتقل می‌شود. به دیگر سخن، شرکت دارایی‌های خود را به شرکت با هدف خاص واگذار نموده و شرکت با هدف خاص، با انتشار اوراق بهادار منابع لازم برای خرید این دارایی‌ها را تأمین می‌نماید.<sup>۲</sup> درآمدهای حاصل از این دارایی‌ها، پس از کسر هزینه‌های مدیریتی، در قالب بهره یا سود به دارندگان اوراق اختصاص می‌یابد. به فرایندی که طی آن دارایی‌های یک شرکت پشتوانه انتشار اوراق بهادار قرار می‌گیرد، اوراق بهادارسازی دارایی‌ها<sup>۳</sup> می‌گویند.

این روش، در تأمین مالی پروژه نیز مورد استفاده واقع شده و از دیگر راهکارهای شرکت پروژه برای تأمین منابع مالی محسوب می‌شود. شرکت پروژه، دارایی‌ها، درآمدهای آتی و حقوق ناشی از قراردادهای پیش فروش و ... را تجمیع و به نهاد واسط منتقل می‌نماید. نهاد واسط نیز با انتشار اوراق بهادار، منابع مالی لازم برای تأمین نیازهای پروژه را فراهم می‌کند. حسب اینکه درآمدهای آتی پروژه منبع اصلی در پرداخت اصل و سود اوراق بهادار با پشتوانه دارایی محسوب می‌گردد، ثبات و پیش‌بینی‌پذیری این درآمدها نقش بسزایی در امکان استفاده از این روش دارد.<sup>۴</sup> تأمین مالی پروژه از طریق انتشار اوراق با پشتوانه دارایی به سه طریق ممکن است که عبارت‌اند از: اوراق بهادارسازی درآمدهای آتی پروژه<sup>۵</sup>، پیش‌پرداخت<sup>۶</sup> و استفاده از تعهدات بدهی وثیقه‌دار در تأمین مالی پروژه.<sup>۷</sup> این طرق نسبت به تأمین مالی مستقیم، یعنی دریافت وام تجاری

1. Asset-Backed Securities

2. Croke Jr, James J., "Project Finance and Securitization: A Natural Hybrid", 18 Transnational Law, 2004, p.160.

3. Securitization

4. Hoffman, Scott L, *Op.cit*, ch. 21.16.

5. Future-Flow Securitization

6. Prepaid

7. Project Finance CDOs (Collateral Debt Obligation)

و انتشار اوراق، گران‌تر و پرهزینه‌تر به نظر می‌رسد. با این حال، حسب نابرابری در دسترسی به اطلاعات مالی شرکت پروژه، هزینه‌های معاملاتی<sup>۱</sup> در تأمین مالی مستقیم افزایش می‌یابد. در واقع، سرمایه‌گذاران به دلیل امکان نظارت محدود بر اقدامات مدیران، دغدغه اقدامات آنان را دارند و این دغدغه منجر به کاهش ارزش اوراق منتشره توسط شرکت پروژه و افزایش هزینه تأمین مالی می‌شود. به همین خاطر، استفاده از روش‌های فوق با اقبال بیشتری از سوی سرمایه‌گذاران مواجه می‌گردد.<sup>۲</sup>

مضافاً آنکه، تفاوت اصلی اوراق بهادار با پشتوانه دارایی و سایر اوراق بهادار مانند سهام و اوراق قرضه، کارکرد متفاوت نهاد واسط است. در دسته اخیر، نهاد واسط نماینده صاحبان اوراق بوده و به نمایندگی، منابع مالی را به شرکت پروژه پرداخت نموده یا حقوق صاحبان اوراق را پیگیری می‌نماید. در اوراق بهادار با پشتوانه دارایی، نهاد واسط نه تنها نماینده حقوق صاحبان اوراق محسوب می‌شود، بلکه دارایی‌های پشتوانه اوراق نیز به نهاد واسط منتقل می‌گردد. در این صورت، حتی با ورشکستگی شرکت پروژه، حسب استقلال حقوقی نهاد واسط، حقوق صاحبان اوراق بر دارایی‌ها محفوظ خواهد بود.

### ۲.۲.۳.۱. اوراق بهادارسازی درآمدهای آتی پروژه

همان‌گونه که از نام این روش برمی‌آید، درآمدهای آتی یا جریان‌های مالی حاصل از فعالیت و عملکرد پروژه به اوراق بهادار تبدیل شده، وجوه حاصل از فروش این اوراق، به نیازهای حال حاضر پروژه اختصاص می‌یابد. در این روش، عموماً وجوه حاصل از فروش اوراق بهادار در تأمین مالی پروژه‌ای به کار گرفته می‌شود که درآمدهای آتی آن پروژه مبنای انتشار اوراق قرار گرفته است. ولیکن در مواردی ممکن است درآمدهای آتی پروژه‌ای برای تأمین مالی یک پروژه جدید، اما مشابه، تبدیل به اوراق بهادار شود.

در گذشته، اوراق صادراتی تضمین شده<sup>۳</sup> کارکردی مشابه با این نهاد داشت. به این معنا که شرکت پروژه اوراق قرضه منتشر می‌نمود و پرداخت اصل و سود این اوراق از درآمدهای صادراتی پروژه تضمین می‌گردید. در این روش، شرکت پروژه مستقیماً و نه از طریق یک نهاد واسط در

1. Transaction Cost

2. Orta, Paul A, "Project Finance Securitizations: Market Shift or Market Anomaly", International Business LJ, 2011, pp. 171-173; Kramer, Andrea & Peter Fusaro, *Op.cit.*, p.528.

3. Secured Export Notes

برابر صاحبان اوراق متعهد شناخته می‌شد. از این رو، سرمایه‌گذاران با وجود اینکه به درآمدهای صادراتی پروژه در قالب وثیقه دسترسی داشتند، همچنان ریسک اعتبار ناشر<sup>۱</sup> یا شرکت پروژه وجود داشت.<sup>۲</sup>

در پاسخ به نگرانی‌های مرتبط با ثبت درآمدهای آتی در ترازنامه شرکت پروژه و جذب بیشتر سرمایه‌گذاران، روشی به نام «اوراق بهادارسازی دریافتی‌ها»<sup>۳</sup> پیش‌بینی شد. در این روش، یک شرکت با هدف خاص، بدون امکان ورشکستگی، تاسیس شده و درآمدهای صادراتی آتی شرکت پروژه به حساب شرکت مزبور پرداخت می‌گردد. در برابر، شرکت با هدف خاص اوراقی با پشتوانه این حساب‌ها و بدون امکان مراجعه به شرکت پروژه منتشر نموده، به تأمین مالی پروژه مبادرت می‌ورزد.<sup>۴</sup>

شرکت نفت و گاز قطر از جمله پیشگامان تأمین مالی پروژه از طریق اوراق بهادارسازی دریافتی‌ها به‌شمار می‌آید. به عنوان مثال، این شرکت در سال ۲۰۰۰ با هدف توسعه ظرفیت تولید گاز مایع موفق به اخذ ۴۰۰ میلیون دلار در قالب اوراق بهادارسازی دریافتی‌ها گردید. در این فرایند، شرکت آمباک<sup>۵</sup> نیز با تضمین مجدد اوراق و ارتقای اوراق به بالاترین درجه کیفیت (AAA)، نقش مؤثری در موفقیت این عملیات ایفا نمود. از سوی دیگر، به منظور مقابله با ریسک نکول، تلاطم قیمت با انعقاد قرارداد سوآپ<sup>۶</sup> کنترل گردید<sup>۷</sup> و به نوعی پرداخت اصل و سود اوراق تضمین شد.<sup>۸</sup>

1. Credit Risk of Issuer

2. Kramer, Andrea & Peter Fusaro, *Op.cit.*, p.531.

3. Receivables Securitization

4. Raines, Marke & Wong, Gabrielle, "Aspects of Securitization of Future Cash Flows under English and New York Law", 12 Duke J. Comp. & Int'l L., 2002, p.453; Fabozzi, Frank J. & Kothari, Vinod, *Introduction to Securitization*, Vol. 182. John Wiley & Sons, 2008, p.181.

5. Ambac Financial Group

6. Swap

۷. به این معنا که شرکت پروژه متعهد شد در برابر دریافت قیمت ثابت، کالا را به قیمت روز در اختیار طرف مقابل قرار دهد. در این فرایند، شرکت پروژه ریسک کاهش قیمت کالا را پوشش می‌دهد و ریسک عدم پرداخت اصل و سود اوراق به صفر می‌رسد. طرف مقابل هم در صورت افزایش قیمت کالا سود می‌برد. (Pay-Floating/ Receive-Fixed)

8. Kramer, Andrea & Peter Fusaro, *Op.cit.*, p.532.



### ۲.۲.۳.۲. پیش پرداخت

این روش، در پروژه‌هایی که به تولید کالا می‌پردازند، مانند پروژه‌های نفت، گاز، برق و... کاربرد دارد. به این معنا که شرکت پروژه پیش از تولید محصول نهایی و در راستای تأمین منابع مالی، اقدام به فروش تولیدات خود به شرکت با هدف خاص می‌نماید. شرکت با هدف خاص نیز با انتشار اوراق بهادار و به پشتوانه سود حاصل از فروش محصول آتی پروژه به تأمین مالی پروژه می‌پردازد. در قراردادهای آتی<sup>۱</sup> طرفین متعهد به انجام معامله در آینده با قیمت مشخص هستند.<sup>۲</sup> به این معنا که ثمن معامله نیز در آینده، هم‌زمان با تسلیم کالا پرداخت می‌شود. حال آنکه در قرارداد پیش پرداخت، خریدار در همان ابتدا ثمن را پرداخت نموده، کالا را در زمان معینی در آینده تحویل می‌گیرد. در واقع، گویی در قرارداد پیش پرداخت یک قرارداد آتی و یک قرارداد وام بین طرفین منعقد گردیده است. حسب اینکه ثمن مقدم بر تسلیم کالا به فروشنده تعلق می‌گیرد، از این مدل نیز برای تأمین مالی پروژه استفاده می‌شود. در تأمین مالی پروژه به صورت پیش پرداخت، بنابر پیچیدگی‌ها و ریسک‌های موجود، اشخاص متعددی دخیل می‌باشند که می‌توان از شرکت با هدف خاص، سرمایه‌گذاران، بیمه‌کنندگان و خریداران آتی را نام برد.<sup>۳</sup>

در تأمین مالی پروژه به صورت پیش‌پرداخت، یک شرکت با هدف خاص اقدام به پیش‌خرید کالای تولیدی توسط شرکت پروژه می‌کند. شرکت با هدف خاص به انتشار اوراق بهادار پرداخته، منابع مالی لازم برای خرید آتی را به این شکل فراهم می‌نماید. شرکت با هدف خاص برای پوشش ریسک موجود در این فرایند، شرکت پروژه را مکلف به افزایش تضمین نموده، از سوی دیگر، حسب اینکه این شرکت، عموماً خریدار نهایی محسوب نمی‌شود، به فروش کالای آتی به سایر خریداران می‌پردازد. بنابراین، کالای آتی، تضمینات ارائه شده توسط شرکت پروژه و قراردادهای پیش‌فروش مجموعاً سبب اطمینان خاطر سرمایه‌گذاران و قطعیت در بازپرداخت اصل و سود اوراق می‌گردد.<sup>۴</sup>

1. Future Contract

۲. سلطانی، محمد، پیشین، ص ۲۴۳.

3. Kramer, Andrea & Peter Fusaro, *Op.cit.*, p.535.

4. *Ibid.*

### ۲.۲.۳.۳. تعهدات بدهی وثیقه دار در تأمین مالی پروژه

تعهدات بدهی وثیقه دار یا CDO از اقسام ابزار مشتقه<sup>۱</sup> می‌باشند. به این معنا که ارزش این اوراق از دارایی‌های تشکیل‌دهنده آن مشتق می‌گردد. دارایی‌های تشکیل‌دهنده CDO وام‌های همراه با وثیقه، اوراق قرضه تضمین‌شده و سایر اقسام اوراق بهادار با پشتوانه دارایی است.<sup>۲</sup> در واقع، CDO به پرتفویی متشکل از وام‌ها و اوراق بهادار، به منظور فروش به سرمایه‌گذاران گویند. ارزش این پرتفوی از تعهدات وام‌گیرندگان و ناشران اوراق در پرداخت اقساط و ایفای تعهدات مقرر ناشی می‌شود. این ابزار در دستیابی بانک‌ها به وجوهاتی که پیشتر در قالب وام به دیگران اعطا شده است، کارایی دارد. به این معنا که بانک در ازای دریافت مبلغی، وام‌ها و وثایقی که در تضمین بازپرداخت این وام‌ها از وام‌گیرندگان دریافت شده، به خریداران منتقل نموده و بدین ترتیب، وام‌گیرندگان کلیه تعهدات خود را باید در برابر خریداران ایفا نمایند. بانک نیز با انجام این کار منابع کافی برای اعطای وام‌های بیشتر را به دست می‌آورد.<sup>۳</sup>

در تأمین مالی پروژه نیز سرمایه‌گذاران، به‌خصوص بانک‌ها، از این ابزار برای تأمین مالی مجدد اعتبارات اعطایی به پروژه استفاده می‌کنند. در واقع استفاده از CDO با منافع سرمایه‌گذاران نیز هم‌خوانی بیشتری دارد؛ چراکه بانک‌ها با تشکیل پرتفویی از وام‌های مختلف که به پروژه‌های مختلف اعطا نموده‌اند، به سرمایه‌گذاران امکان سرمایه‌گذاری در پروژه‌های گوناگون را می‌دهند. از این روی، استفاده از CDO سبب سهولت در تأمین مالی مجدد می‌شود. به عبارت دیگر، فروش پرتفویی با دارایی‌های متنوع که از سرمایه‌گذاری در تعدادی پروژه حاصل شده، به دلیل کاهش ریسک اعتباری، راحت‌تر است؛ مضافاً آنکه نسبت به تأمین مالی مجدد یک پروژه واحد با استقبال بیشتری از سوی سرمایه‌گذاران مواجه می‌شود.

بنابراین، استفاده از CDO در تأمین مالی پروژه سبب می‌شود بانک‌ها پیش از سررسید به منابع مالی دسترسی داشته، اینگونه امکان سرمایه‌گذاری و اعطای اعتبار به سایر پروژه‌ها برای آنان مهیا می‌گردد. مضافاً آنکه سرمایه‌گذاران نیز از مزایای تشکیل این پرتفوی بهره‌مند می‌گردند. در واقع، علاوه بر تنوع و گوناگونی دارایی‌های موجود در این پرتفوی، CDO در

1. Derivative

2. Fabozzi, Frank J., Ed. *Handbook of Finance: Financial Markets and Instruments*, Vol. 1, John Wiley & Sons, 2008, p.396.

3. Kramer, Andrea & Peter Fusaro, *Op.cit.*, p.549.

کلاس‌های<sup>۱</sup> مختلفی نیز منتشر می‌شود. هر کلاس، در بردارنده ریسکی متفاوت با سایر کلاس‌هاست. به دیگر سخن، هر کلاس دارای ارجحیتی نسبت به یک یا چند کلاس دیگر است و بدین ترتیب، آن دسته که در کلاس‌های پایینی<sup>۲</sup> جای می‌گیرند، به عنوان تضمینی در پرداخت اصل و سود اوراق با کلاس بالا<sup>۳</sup> محسوب می‌شوند. این امر سبب افزایش اعتبار اوراق با کلاس بالا و در نتیجه، افزایش درجه اعتباری و قیمت آنان است. اوراق با کلاس پایین نیز حسب اینکه ریسک نکول بالاتری دارند، نسبت به اوراق با کلاس بالا از سود بیشتری برخوردار می‌باشند. در نتیجه، سرمایه‌گذاران در خرید CDO می‌توانند بر اساس میزان ریسک‌پذیری خود اقدام به خرید اوراق CDO و سرمایه‌گذاری نمایند.<sup>۴</sup>

نحوه انتشار اوراق CDO در تأمین مالی پروژه نیز مانند سایر روش‌های اوراق بهادارسازی دارای‌هاست؛ با این تفاوت که در CDO، دارایی پایه متشکل از اوراق بهادار و وام است. به این معنا که، بانک مجموعه متنوعی از وام‌های پروژه را به یک شرکت با هدف خاص می‌فروشد و کلیه حقوق و خطرات ناشی از آن به شرکت با هدف خاص واگذار می‌گردد. شرکت با هدف خاص نیز با انتشار اوراق بهادار، منابع مالی لازم برای خرید این وام‌ها را فراهم می‌آورد. سپس اصل و سود این اوراق از محل دارایی پایه، یعنی وام‌های خریداری شده پرداخت می‌گردد.<sup>۵</sup> در واقع، شرکت پروژه تعهدات خود را به جای بانک در برابر خریداران CDO ایفا می‌نماید. تضمیناتی که شرکت پروژه برای ایفای تعهدات خود به بانک ارائه نموده و تضامینی که توسط بانک یا سایر بیمه‌گران ارائه می‌گردد، به عنوان وثیقه در اختیار شرکت با هدف خاص بوده و اطمینان خاطر سرمایه‌گذاران را سبب می‌شود.

#### ۲.۲.۴. صکوک

آخرین دسته از اوراق بهاداری که در فرایند تأمین مالی پروژه کارایی دارد و مورد بحث و بررسی واقع می‌شود، صکوک است. از آنجایی که منطقه خاورمیانه دارای ذخایر عظیم نفتی است و عموم کشورهای این منطقه، مسلمان می‌باشند، طراحی مدل‌های اسلامی برای تأمین مالی

1. Tranche

2. Subordinated Tranche

3. Junior Tranche

4. Fabozzi, Frank J. & Kothari, Vinod, *Op.cit*, p.265.

5. *Ibid*; Mishkin, Frederic S., *The Economics of Money, Banking, and Financial Markets*, 10th Ed., Pearson Education, 2012, p.193.

ضروری است (اگرچه امروزه صکوک علاوه بر کشورهای اسلامی، در سایر کشورها و در کنار اوراق بهادار متداول عرضه می‌شود). ساختار صکوک از جمله ابزارهای است که با بهره‌گیری از ظرفیت‌های موجود در عقود اسلامی و رعایت اصول و قواعد اسلامی، نقش مهمی در جذب سرمایه لازم برای انجام این قبیل پروژه‌ها ایفا می‌کند. صکوک که به اوراق بهادار اسلامی اطلاق می‌گردد، نخستین بار در سال ۲۰۰۲ میلادی در کمیته فقهی بانک توسعه اسلامی برای ابزارهای مالی اسلامی پیشنهاد شد.<sup>۱</sup> با این حال، حسب اینکه صکوک ابزاری نسبتاً جدید بوده، تعاریف متعددی از آن وجود دارد. سازمان حسابداری و حسابرسی نهادهای مالی اسلامی<sup>۲</sup> در استاندارد شماره ۱۷، صکوک را اینگونه تعریف کرده است: «گواهی‌هایی با ارزش اسمی یکسان، که پس از اتمام عملیات پذیره‌نویسی، بیانگر پرداخت مبلغ اسمی از سوی خریدار به ناشر بوده و دارنده این اوراق، مالک یک یا مجموعه‌ای از دارایی‌ها، منافع حاصل از دارایی‌ها و یا ذی‌نفع یک پروژه یا سرمایه‌گذاری می‌باشد».

همان‌گونه که در تعریف فوق به آن تأکید شده، پشتوانه صکوک دارایی‌های فیزیکی یا منافع حاصل از آن دارایی‌ها بوده و دارنده اوراق صکوک مالک بخشی از دارایی محسوب می‌شود. این ساختار مالکیتی در نحوه تقسیم سود و زیان مؤثر واقع می‌گردد؛ به گونه‌ای که برخلاف اوراق بهادار متداول، بازدهی صکوک وابسته به عملکرد دارایی پایه و نوع قراردادی است که اوراق بر اساس آن طراحی شده است. به دیگر سخن، در اوراق متداول، ناشرین اوراق طبق زمان‌بندی معین، نسبت معینی از اصل سرمایه را به صورت بهره به دارندگان اوراق پرداخت می‌کنند؛ نسبتی که هیچ ارتباطی با بازدهی طرح و سود فعالیت اقتصادی ندارد.<sup>۳</sup> حال آنکه در اوراق بهادار اسلامی، بسته به نوع قرارداد و عملکرد دارایی پایه، نرخ بازدهی از نظر ثابت یا انتظاری بودن متفاوت است.<sup>۴</sup> از این روی، این اوراق عموماً به اوراق مبتنی بر خرید و فروش دین، اوراق مبتنی بر خرید و فروش دارایی فیزیکی و اوراق مبتنی بر مشارکت در سود طرح اقتصادی قابل تقسیم است.

۱. سروش، ابوذر، بررسی صکوک اجاره، بورس، شماره ۶۵، ۱۳۸۶، ص ۱۵.

2. Accounting and Auditing Organization for Islamic Financial Institutions(AAOIFI)

۳. لشکری، محمد و مریم بهزاد ارجمندی، بررسی روش‌های تأمین مالی در سیستم اسلامی با تأکید بر صکوک، فصلنامه اقتصاد و بانکداری اسلامی، ۱۳۹۱، شماره ۱، ص ۳۶.

4. Dewar, John, *Op.cit*, p.279.

سازمان حسابداری و حسابرسی نهادهای مالی اسلامی ۱۴ راهکار منطبق با عقود اسلامی را جهت انتشار صکوک معرفی نموده است که اهم آنان شامل صکوک اجاره، مشارکت، استصناع، مرابحه، سلف و مضاربه معمول می‌باشد.

تعیین ماهیت دارایی‌های موضوع انتشار صکوک نیز نقش مهمی در تعیین ماهیت صکوک دارد. به عبارتی، صکوک ماهیتی مبهم دارد. از یک سوی، صکوک به اوراق قرضه شبیه و از سوی دیگر، صکوک با اوراق سهام قابل مقایسه است.<sup>۱</sup> صکوک همچون اوراق قرضه، اوراقی با سررسید مشخص می‌باشد و در برخی انواع آن (مانند صکوک مرابحه) پرداخت بهره از قبل مشخص شده است. با این حال، صکوک برخلاف اوراق قرضه با پشتوانه یک دارایی منتشر شده و صرفاً بر اعتبار ناشر آن متکی نمی‌باشد. ولی آنچه که در اینجا منجر به تمایز صکوک از سهام می‌گردد، وجود سررسید مشخص، لزوم استفاده از سرمایه ناشی از انتشار صکوک در یک پروژه خاص و پرداخت سود معین در برخی انواع آن است. در واقع، حسب اینکه صکوک به عنوان جایگزین اوراق متداول در نظام مالی اسلامی معرفی گردیده، نقایصی داشته و در مواردی، به‌خصوص در زمان نکول، دارندگان اوراق در نحوه وصول مطالبات خود سردرگم می‌باشند.<sup>۲</sup> به این معنا که اگر صکوک به اوراق قرضه شبیه باشد، دارندگان اوراق باید به ناشر مراجعه کنند و اگر صکوک، ماهیتی مشابه با سهام داشته باشد، دارندگان اوراق در سود و زیان شریک بوده و امکان مراجعه به ناشر بلاوجه می‌گردد.

در پاسخ به ابهامات فوق می‌توان گفت، صکوک از حیث ماهیت دارایی‌های موضوع انتشار اوراق بر دو نوع است:

- صکوک با پشتوانه دارایی؛<sup>۳</sup>
- صکوک مبتنی بر دارایی.<sup>۴</sup>

صکوک با پشتوانه دارایی منعکس‌کننده همان عملیات اوراق بهادارسازی متعارف است که به موجب آن دارندگان صکوک مالکان دارایی محسوب می‌شوند و عملکرد دارایی، محرک اصلی

1. Hakim, Sam R, Islamic money market instruments, in M. Kabir, Hasan & K. Lewis, Mervyn, Ed., *Handbook of Islamic Banking*, Edward Elgar Publishing, 2007, pp. 161-171.

2. Zolfaghari, Pegah, "An Introduction to Islamic Securities (Sukuk)", Working Paper, Uppsala Faculty of Law, 2017, p.7.

3. Asset-Backed Sukuk

4. Asset-Based Sukuk

پرداخت به دارندگان اوراق است.<sup>۱</sup> به عبارتی، دارندگان صکوک با پشتوانه دارایی به میزان سرمایه خود مالک بخشی از دارایی شده و در نتیجه، ریسک آن نیز به آنان منتقل می‌گردد. در این مدل، مالکیت دارایی‌های پایه به نهاد واسط منتقل و صکوک به پشتوانه این دارایی منتشر می‌گردد. نتیجتاً، در فرض نکول، امکان مراجعه به ناشر وجود ندارد. بنابراین، صکوک با پشتوانه دارایی به اوراق سهام شبیه‌تر و شامل صکوک مشارکت و مضاربه است.<sup>۲</sup>

در مقابل، صکوک مبتنی بر دارایی منعکس‌کننده همان انتشار اوراق قرضه متعارف است. در این مدل، در عمل، مالکیت دارایی پایه به دارندگان اوراق منتقل نمی‌گردد. دارندگان اوراق صرفاً مالک منافع بوده و مالکیت عین برای ناشر است. در این وضعیت، انتشار اوراق با اتکا بر اعتبار ناشر صورت می‌گیرد و ناشر متعهد به پرداخت اصل و سود این اوراق در مواعد معین است. در صورت نکول، صاحبان اوراق حقی بر اموال نداشته و صرفاً امکان مراجعه به ناشر برای آنان فراهم است.<sup>۳</sup> از جمله این اوراق می‌توان به صکوک اجاره، سلف، استصناع و مباحه اشاره نمود.<sup>۴</sup>

در تأمین مالی اسلامی، صکوک با پشتوانه دارایی با اصول و قواعد اسلامی سازگاری و انطباق بیشتری دارد. ولیکن، حسب اینکه این صکوک به ساختار سهام شباهت بیشتری دارند، با استقبال چندانی از سوی سرمایه‌گذاران مواجه نمی‌گردند و صکوک مبتنی بر دارایی از جذابیت بیشتری برخوردار است.

۱. توحیدی، محمد، *تحلیلی بر صکوک با پشتوانه دارایی و صکوک مبتنی بر دارایی*، مرکز پژوهش،

توسعه و مطالعات اسلامی سازمان بورس و اوراق بهادار، آبان ۹۶، ص ۱۳.

2. Sutan Emir Hidayat, "A Comparative Analysis between Asset Based and Asset Backed Sukuk: Which One is More Shariah Compliant?", International SAMANM Journal of Finance and Accounting, July 2013, Vol. 1, No. 2, p.25.

3. *What Is the Difference Between Asset-Backed Sukuk and Asset-Based Sukuk?*  
 Availabl at: <http://investment-and-finance.net/islamic-finance/questions/what-is-the-difference-between-asset-backed-Sukuk-and-asset-based-Sukuk.html>.

۴. لشکری، محمد و مریم بهزاد ارجمندی، پیشین، ص ۳۷.

## نتیجه‌گیری

حسب تنوع اوراق بهادار، امکان انتشار این اوراق در فرایند تأمین مالی پروژه به صورت کلی فراهم است. با وجود آنکه امکان انتشار اوراق بهادار در هر مرحله از پروژه وجود دارد، آیا انتشار اوراق بهادار پروژه به‌طورکلی منطقی بوده و میزان استقبال سرمایه‌گذاران از اوراق بهادار پروژه به چه گونه است؟ پاسخ به این سؤال نیازمند ایجاد تمایز میان مرحله ساخت و بهره‌برداری از یک سو و عرضه خصوصی و عرضه عمومی از سوی دیگر است. توضیح آنکه، انتشار اوراق بهادار به‌صورت عرضه عمومی در مرحله ساخت با دشواری‌هایی مواجه است و هزینه‌بر تلقی می‌گردد. اکثریت سرمایه‌گذاران در بازار سرمایه به دنبال سرمایه‌گذاری‌های زودبازده با حداقل ریسک ممکن می‌باشند؛ حال آنکه پروژه در مرحله ساخت فاقد هرگونه جریان نقدی است و بهره‌برداری از پروژه سال‌ها به طول می‌انجامد. از طرفی نیز ارزیابی پروژه، بازار و قیمت‌ها در مرحله ساخت دشوار و هزینه‌انجام این ارزیابی‌ها و تعیین ارزش اوراق بهادار پروژه بسیار بالاست. مضافاً آنکه شرکت پروژه نیز بنابر لزوم افشای برخی اطلاعات مهم پروژه، دریافت یکبارۀ کلی منابع مالی و آربیتراژ منفی، تمایلی به انتشار اوراق به صورت عمومی در مرحله ساخت ندارند. به همین خاطر، انتشار اوراق بهادار پروژه در عرضه عمومی و در مرحله ساخت، از نقطه‌نظر سرمایه‌گذاران خرد و شرکت پروژه جذابیت زیادی ندارد. اگرچه وضعیت عرضه خصوصی متفاوت است. در عرضه خصوصی، حسب تخصص سرمایه‌گذاران در محاسبه ریسک پروژه، تمایل سرمایه‌گذاران به سرمایه‌گذاری بلندمدت، حضور سرمایه‌گذاران نهادی و عدم مداخله سازمان بورس در فرایند انتشار، انتشار اوراق بهادار مقرون به صرفه بوده و با منافع شرکت پروژه در حفظ اسرار تجاری و عدم وقوع آربیتراژ منفی هماهنگ است.

در مرحله بهره‌برداری از پروژه نیز می‌توان با انتشار اوراق بهادار به تأمین مالی دوبارۀ پروژه پرداخت و وام‌های دریافتی در دورۀ ساخت را تسویه نمود. در این مرحله، حسب آنکه برخلاف دورۀ ساخت، پروژه دارای جریان نقدی است یا به تولید کالا می‌پردازد، امکان انتشار اوراق به‌پشتوانۀ این درآمدها به راحتی ممکن است. مضافاً آنکه با شروع به کار پروژه و ارزیابی وضعیت واحد اقتصادی در بازار، اعتبار بانی به خوبی مشخص گردیده و سرمایه‌گذاران خرد نیز با طیب خاطر امکان سرمایه‌گذاری در پروژه را می‌یابند. بنابراین، در مرحله بهره‌برداری، چه عرضه عمومی و چه عرضه خصوصی با استقبال مواجه شده و امکان انتشار اقسام متنوع اوراق به آسانی فراهم است.

## فهرست منابع

## الف) منابع فارسی

## کتاب

۱. موسویان، سید عباس، *ابزارهای مالی اسلامی (صکوک)*، تهران: سازمان انتشارات پژوهشگاه فرهنگ و اندیشه اسلامی، ۱۳۹۲.
۲. دادگر، یدالله، *اصول تحلیل اقتصادی: خرد و کلان*، تهران: نشر آماره، چاپ پنجم، ۱۳۹۵.
۳. آدامز توماس و عبدالقادر نظیفجی، *صکوک، الگوهای ساختاریندی، انتشار و سرمایه‌گذاری*، ترجمه مجید پیره و ناصر شاهباز، تهران: دانشگاه امام صادق و سازمان بورس و اوراق بهادار، ۱۳۸۸.

## مقاله

۴. توحیدی، محمد، *تحلیلی بر صکوک با پشتوانه دارایی و صکوک مبتنی بر دارایی*، مرکز پژوهش، توسعه و مطالعات اسلامی سازمان بورس و اوراق بهادار، آبان ۹۶.
۵. سروش، ابوذر، *بررسی صکوک اجاره*، بورس، ۱۳۸۶، شماره ۶۵.
۶. فطرس، محمدحسن و حسین محمودی، *صکوک، ابزاری مناسب برای جانشینی اوراق قرضه*، همایش اقتصاد اسلامی و توسعه، ۱۳۸۷.
۷. لشکری، محمد و مریم بهزاد ارجمندی، *بررسی روش‌های تأمین مالی در سیستم اسلامی با تأکید بر صکوک*، فصلنامه اقتصاد و بانکداری اسلامی، ۱۳۹۱، شماره ۱.

## پایان‌نامه

۸. نجفی، مهدی، «بررسی فرایند تأمین مالی از طریق انتشار اوراق صکوک»، پایان‌نامه کارشناسی ارشد، دانشکده معارف اسلامی و مدیریت دانشگاه امام صادق، ۱۳۸۵.



## ب) منابع انگلیسی

**Books**

9. Caselli, Stefano & Stefano Gatti, Ed., *Structured Finance: Techniques, Products and Market*, Springer, 2005.
10. De Nahlik, Carmel & Jackson, Chris, *Project Finance in Practice: Case Studies*, United Kingdom, Euromoney Institutional Investor PLC, 2014.
11. Dewar, John, Ed., *International Project Finance: Law and Practice*, Oxford University Press, 2011.
12. Fabozzi, Frank J., Ed. *Handbook of Finance: Financial Markets and Instruments*, Vol. 1, John Wiley & Sons, 2008.
13. Hakim, Sam R, Islamic money market instruments, in M. Kabir, Hasan & K. Lewis, Mervyn, Ed., *Handbook of Islamic Banking*, Edward Elgar Publishing, 2007.
14. Hoffman, Scott L., *Project Finance in Theory and Practice: Designing, Structuring, and Financing Private and Public Projects*, The Hague, Netherlands: Kluwer Law International, 1998.
15. International Monetary Fund, Bank for International Settlements, European Central Bank, *Handbook on securities statistics*, Washington, D.C.: International Monetary Fund, 2015.
16. Khan, M. Fouzul Kabir & Robert J. Parra, *Financing Large Projects: Using Project Finance Techniques and Practices*, Singapore: Pearson Prentice Hall, 2003.
17. Kramer, Andrea & Peter Fusaro, Ed., *Energy and Environmental Project Finance Law and Taxation: New Investment Techniques*, Lexis Nexis, 2010.
18. Mishkin, Frederic S., *The Economics of Money, Banking, and Financial Markets*, 10<sup>th</sup> Ed., Pearson Education, 2012.
19. Morrison, Rod, Ed., *The Principles of Project Finance*, Gower Publishing Company, 2012
20. Orta, Paul A, "Project Finance Securitizations: Market Shift or Market Anomaly", *International Business LJ*, 2011.
21. Fabozzi, Frank J. & Kothari, Vinod, *Introduction to Securitization*, Vol. 182. John Wiley & Sons, 2008.
22. Rossi, Emanuele & Mahvash Alerassool, *Infrastructure Project Finance and Project Bonds in Europe*, Springer, 2015.

23. Safari, Meysam et al., *Sukuk Securities: New Ways of Debt Contracting*, John Wiley & Sons, 2014.
24. Tan, Willie, *Principles of Project and Infrastructure Finance*, Routledge, 2007.

#### Articles

25. Croke Jr, James J., "Project Finance and Securitization: A Natural Hybrid", 18 *Transnational Law*, 2004.
26. Esty, Benjamin C, "The Economic Motivations for Using Project Finance", *Harvard Business School Publishing*, 2003.
27. Raines, Marke & Wong, Gabrielle, "Aspects of Securitization of Future Cash Flows under English and New York Law", 12 *Duke J. Comp. & Int'l L.*, 2002.
28. Schoen, B., Dusina, M. and Castillo-Bernaus, M., "The Benefits of Project Bonds", *Interview, Financier Worldwide*, 2013.
29. Sutan Emir Hidayat, "A Comparative Analysis between Asset Based and Asset Backed Sukuk: Which One is More Shariah Compliant?", *International SAMANM Journal of Finance and Accounting*, July 2013, Vol. 1, No. 2.
30. Taoual, Safiyah, "Sukuk: a Potential for Stability and Development in the GCC", *London, Kingston University, Economics Discussion Papers* 2016-7, 2016.
31. Tomic, Bojan & Sesar, Andrijana, "Basic Characteristics of Bonds and their Dynamics on the Croatian Secondary Market", No.15. Effectus University College for Law and Finance, 2016.
32. Zolfaghari, Pegah, "An Introduction to Islamic Securities (Sukuk)", *Working Paper, Uppsala Faculty of Law*, 2017, p.7.