

## طراحی و ارزش‌گذاری صکوک جامعه مدار برای احیای بافت‌های فرسوده شهری

(مورد مطالعه: محله همت‌آباد اصفهان)

میترا نوع‌پرست<sup>۱\*</sup>، دکتر مهدی طغیانی<sup>۲</sup>

۱- کارشناس ارشد، دانشکده مدیریت و حسابداری، مؤسسه آموزش عالی راغب اصفهانی، اصفهان، ایران

mitra.noaparast@gmail.com

۲- استادیار، دانشکده علوم اداری و اقتصاد، دانشگاه اصفهان، اصفهان، ایران

m.toghyani@ase.ui.ac.ir

### چکیده

فرسودگی بافت‌های شهری بازتابی از کاستی‌ها و نارسائی‌هایی مانند کمبود خدمات و سرانه‌های شهری، شبکه‌ها و معابر ناموزون، مشکلات زیست‌محیطی و... است. مسئله تأمین مالی احیای این بافت‌ها با توجه به فقر و تنگدستی ساکنین، جمعیت رو به رشد و افزایش تصاعدی قیمت زمین و مسکن و سوداگری در بازار مسکن به‌عنوان دغدغه اصلی دولت‌ها مطرح بوده و هست. در این مقاله ضمن مرور تجربیات کشورهای توسعه‌یافته برای به‌کارگیری صندوق‌های املاک و مستغلات در تأمین مالی احیای بافت‌های فرسوده، تأمین این صندوق‌ها از طریق انتشار اوراق بهادار اسلامی (صکوک) مورد بررسی و تحلیل قرار گرفت. سودآور بودن طرح احیا با داده‌های موجود در مورد احیاء بافت فرسوده محله همت‌آباد اصفهان نشان داد سودآوری با ۲/۱ درصد و نرخ بازگشت سرمایه ۲۶/۸۳ مورد تأیید بوده و از میان انواع صکوک، انتشار اوراق مشارکت، اجاره به‌شرط تملیک، استصناع و مراجه می‌تواند به‌عنوان ابزار این تأمین مالی مورد استفاده قرار گیرد. بررسی فنی و اقتصادی و درنهایت رتبه‌بندی ابزارهای مذکور از طریق روش تصمیم‌گیری چند معیاره با شاخص‌های چهارگانه بازده، ریسک، سهولت انتشار و استقبال مشتریان نیز نشان داد صکوک مشارکت به‌عنوان مناسب‌ترین گزینه می‌تواند انتخاب شود. ضمن اینکه مطالعات میدانی از طریق جمع‌آوری اطلاعات پرسشنامه‌ای از دو نمونه منتخب از اهالی محله و سرمایه‌گذاران بالقوه و تحلیل آماری یافته‌ها، میزان استقبال از اوراق منتشره را اثبات نمود.

**واژه‌های کلیدی:** بافت فرسوده شهری، صندوق املاک و مستغلات، اوراق صکوک، صکوک مشارکت

## ۱- مقدمه

فرسودگی مناطق شهری منجر به فقر و محرومیت، ناامنی و معضلات اجتماعی، تراکم ساختمان‌های بی‌دوام و... شده است، از این رو احیای این بافت‌ها مورد توجه دولت‌ها قرار گرفته است. توجه به ابعاد اجتماعی احیای بافت‌های فرسوده و توجه به برنامه‌ریزی مشارکتی تحت عنوان «برنامه‌ریزی با مردم» به جای «برنامه‌ریزی برای مردم» تنها راه حل تسریع در نجات بافت‌های فرسوده از مشکلات فرهنگی اجتماعی و اقتصادی، زیست‌محیطی و غیره خواهد بود.

در این مقاله به یکی از انواع روش‌های تأمین مالی شهرداری‌ها به منظور احیای بافت‌های فرسوده شهری، بانام صندوق‌های سرمایه‌گذاری املاک و مستغلات<sup>۱</sup> (ریت‌ها) اشاره شده است که با کمک یکی از ابزارهای تأمین مالی اسلامی یعنی انتشار صکوک و با در نظر گرفتن نقش سازنده همکاری و مشارکت مردم به دنبال ارائه راه‌کاری در جهت تسهیل امر نوسازی مناطق فرسوده شهری است.

ریت‌هانوعی از صندوق‌های سرمایه‌گذاری هستند که به تجمیع سرمایه‌های خرد در جهت سرمایه‌گذاری در حوزه زمین و ساختمان می‌پردازند و معمولاً سهام آن‌ها نیز در بورس عرضه می‌شود. علاوه بر انتشار اوراق سهام، انتشار اوراق قرضه در تأمین مالی این صندوق‌ها امری معمول است که با توجه به حرمت ربا در شریعت اسلام باید به جایگزینی ابزارهای مالی اسلامی برای رفع این مشکل پرداخت که از جمله آن‌ها صکوک است.

## ۱-۱- بیان مسئله

بافت فرسوده شهری عبارت است از بافت‌های شهری که وجود عوامل و عناصر مختلف در آن، کاهش ارزش‌های کیفی محیط‌زیست انسان را از جنبه‌های (کالبدی، عملکردی، زیست‌محیطی، اقتصادی و اجتماعی) فراهم می‌آورد و با نزول ارزش‌های سکونت‌گاهی، نوسازی در بافت متوقف می‌شود و میل مهاجرت در جمعیت ساکن فزونی می‌یابد (جهانشاهی، ۱۳۸۲). مشکلاتی از قبیل داشتن خانه‌های بسیار قدیمی و فرسوده، نبود بهداشت زیست‌محیطی، وجود حشرات و جانوران موذی، نبود امنیت اجتماعی از قبیل وجود معتادان، ولگردان، دختران خیابانی، موادفروشان و همچنین فقر فرهنگی و... از مهم‌ترین معضلات بافت‌های فرسوده شهری است.

بافت‌های فرسوده علیرغم این مشکلات، ویژگی‌های متمایزی نیز دارند از جمله اینکه دارای کلیه امکانات شهری از قبیل تأسیسات آب، برق، گاز و تلفن هستند که اگرچه نیاز به بازسازی و بهسازی دارد ولی برخلاف ایجاد شهرک‌های جدید در حاشیه شهر، نیازمند صرف بودجه‌های هنگفت جهت اجرا و پیاده‌سازی اولیه نیستند.

باین حال احیاء و نوسازی این بافت‌ها با توجه به مشکلات قیدشده مستلزم اقدامات جامع و راهبردی و مهم‌تر از همه جلب مشارکت ذی‌حقان است. وجود مسئله لزوم احترام به مالکیت خصوصی از دیدگاه شرع مقدس اسلام ایجاب می‌کند هر الگوی توسعه‌ای با توجه به این حقوق، برنامه‌ریزی و پیاده‌سازی گردد.

<sup>۱</sup>. REIT (REAL ESTATE INVESTMENT TRUST)

به‌منظور ایجاد انگیزه همکاری و شفاف‌سازی کلیه فعالیت‌ها، اطمینان‌بخشی و متقاعد ساختن مردم و جلب مشارکت آن‌ها می‌تواند بسیار راهگشا باشد. ازجمله ابزارهایی که در تأمین مالی احیای بافت‌های فرسوده در کشورهای توسعه‌یافته مورد استفاده قرار گرفته‌اند، صندوق‌های املاک و مستغلات (ریت‌ها) هستند. «ریت» یک واحد تجاری است که به‌منظور کسب سود، دارایی‌ها را خریداری کرده و آن‌ها را اداره می‌کند. مؤسسات سرمایه‌گذاری بزرگ همچون صندوق بازنشستگی و شرکت‌های بیمه، سهام‌داران این صندوق‌ها بوده و دارای طیف وسیعی از ساختمان‌ها و آپارتمان‌های مسکونی، بیمارستان‌ها، فروشگاه‌ها، کارخانه‌ها و... می‌باشند که سود آن‌ها بین سهامداران و سرمایه‌گذاران تقسیم می‌کنند. هدف از تشکیل چنین صندوق‌هایی جمع‌آوری وجوه از سرمایه‌گذاران و اختصاص آن به پروژه‌هاست.

سرمایه‌گذاری در این صندوق‌ها، ریسک را کاهش می‌دهد و باعث افزایش بازده کلی فرد سرمایه‌گذار می‌شود. ریت‌ها توانایی مقابله با تورم را نیز دارند و امکان سرمایه‌گذاری برای افراد با سرمایه اندک را نیز فراهم نموده، از مالیات مضاعف جلوگیری می‌کند.

## ۱-۲- اهداف پژوهش

**هدف کلی:** پیشنهاد روشی برای تأمین مالی احیا و بازسازی بافت‌های فرسوده شهری از طریق انتشار صکوک  
همچنین:

۱. بررسی امکان انتشار انواع مختلف صکوک جهت تأمین مالی پروژه‌های احیای بافت فرسوده شهری از بعد فنی.

منظور از احیای بافت‌های فرسوده شهری، مرمت و بازسازی مناطق مسکونی و قدیمی شهر است و در اینجا با توجه به مواجهه بودن با کمبود زمین و افزایش متقاضی مسکن، طراحی آپارتمان‌ها و ساختمان‌های بزرگ در بافت‌های فرسوده شهری ضروری است.

برنامه‌ریزی و کمک به احیای بافت‌های فرسوده شهری زمانی ضرورت می‌یابد که مالکان توانایی بازسازی منازل خود را همپای سایر مناطق شهری نداشته باشند. با این حال به دلیل محدودیت منابع دولت‌ها و شهرداری‌ها برای احیای بافت‌های فرسوده شهری لازم است سرمایه‌گذاری‌های جدیدی به این بافت‌ها سرازیر شود و اینجاست که ریت‌ها می‌توانند وارد عمل شده و از طرق مختلف ازجمله انتشار اوراق نیز اقدام به تأمین مالی عملیات احیای بافت‌های فرسوده با مشارکت و همراهی مالکان موجود نمایند.

تاکنون سازمان‌ها و نهادهای دولتی و غیردولتی بسیاری برای احیای بافت‌های فرسوده نتوانسته‌اند به‌طور صد در صد موفق شوند و حتی مشارکت مردم را به دلیل عدم اعتماد مردم به این سازمان‌ها جلب نمایند.

مشکل اصلی ساکنین بافت‌های فرسوده از دست دادن منازل خود است، درحالی‌که با همین شرایط فرسودگی نیز می‌توانند تا مدتی به زندگی ادامه دهند. لذا لازم است اقدامات اولیه جهت همراه ساختن اهالی با طرح احیا جلب مشارکت آن‌ها با حفظ حقوق مالکیت و توزیع عادلانه منافع، اسکان موقت آن‌ها و تأمین سرمایه لازم جهت اجرای عملیات احیاء به‌صورت هم‌زمان دنبال شود. اقداماتی ازجمله تشکیل شورای منتخب اهالی و ذی‌حقان

۲. بررسی استقبال یا عدم استقبال سرمایه‌گذاران بالقوه و ساکنین بافت فرسوده (محل همت‌آباد اصفهان) از روش تأمین مالی پیشنهادی

### ۱-۳- پیشینه پژوهش

در باب مسئله تأمین مالی به‌منظور احیاء و نوسازی بافت‌های فرسوده در قالب صندوق‌های سرمایه‌گذاری املاک و مستغلات و از طریق انتشار صکوک تابه‌حال در ایران پژوهش‌های جامعی که در بردارنده تمام اجزاء باشد صورت نپذیرفته است، بلکه در پژوهش‌های پیشین هرکدام از اجزا به‌صورت جدا و یا رابطه دو جزء باهم در نظر گرفته شده و مورد بررسی قرار گرفته است.

### مطالعات داخلی

آئینی (۱۳۸۷) در مقاله‌ای با موضوع «تأمین مالی صنعت بهسازی و نوسازی شهری» شروط و مؤلفه‌های اصلی ورود سرمایه‌های خرد و کلان به این صنعت را مورد بررسی قرار داده است. با در نظر گرفتن این موضوع که مسئله احیاء و نوسازی بافت‌های فرسوده ویژگی‌های مشابه زیادی با مباحث مربوط به زمین و ساختمان دارد، لذا می‌توان نوسازی و بهسازی بافت‌های فرسوده شهری را نیز در قالب این صنعت جای داد و کمکی به خلق ارزش افزوده نمود.

بان (۱۳۸۸) در پایان‌نامه خود تحت عنوان «مطالعه تطبیقی صندوق‌های سرمایه‌گذاری املاک و مستغلات در سایر کشورها و امکان‌پذیری راه‌اندازی آن در ایران» به بررسی ویژگی‌ها، اهداف و نحوه عملکرد صندوق‌های املاک و مستغلات در سایر

کشورها پرداخته و به دنبال ارائه راهکاری در جهت تأسیس این صندوق‌ها در ایران که مطابق اصول و قوانین کشور باشد بوده است. این پایان‌نامه با روش توصیفی - کاربردی نوشته شده و در پایان نیز به این نتیجه رسیده است که به‌کارگیری نهادهای مالی نوین (صندوق‌های سرمایه‌گذاری زمین و ساختمان) باعث بهبود استانداردسازی، نظارت در بازار مسکن و سرمایه و اصلاح و گسترش پایه‌های مالیاتی می‌شود. ادیب‌زاده و همکارانش (۱۳۸۹) در مقاله خود تحت عنوان «مهندسی اجتماعی و نقش مشارکت مردمی در تحقق‌پذیری نوسازی در بافت‌های فرسوده شهری» با بهره‌گیری از نتایج حاصل از مطالعات میدانی و کتابخانه‌ای، نقش مشارکت در مهندسی اجتماعی و اثر آن بر کیفیت تحقق‌پذیری طرح را بررسی می‌کنند و با مقایسه طرح پیشنهادی حاصل از مهندسی اجتماعی و مشارکت مردم به بیان مزایای افزایش مشارکت حاصل از رویکرد مهندسی اجتماعی می‌پردازند.

سلیمی‌فر و همکارانش (۱۳۹۰) در مقاله خود با عنوان «صکوک اجاره؛ ابزاری کارآمد جهت تأمین مالی پروژه‌های شهری» به بررسی روش‌های فعلی تأمین مالی شهرداری‌ها پرداخته‌اند و تمرکزشان بر این بوده است که آیا به لحاظ اقتصادی انتشار صکوک می‌تواند راهکار مناسبی جهت تأمین مالی پروژه‌های شهری باشد یا خیر. در این مقاله از روش توصیفی - کاربردی استفاده شده و ضمن ارائه مدل عملیاتی صکوک اجاره نشان می‌دهد که این اوراق از لحاظ اقتصادی ابزاری مناسب برای تأمین مالی پروژه‌های شهری محسوب می‌شود.

## مطالعات خارجی

ایمپریال<sup>۱</sup> (۲۰۰۶) در کتاب خود با عنوان صندوق‌های سرمایه‌گذاری املاک و مستغلات، تعریفی از این صندوق‌های سرمایه‌گذاری ارائه و به بیان تاریخچه، چگونگی توسعه و تجزیه و تحلیل نحوه عملکرد آن می‌پردازد. همچنین نحوه عملکرد آن‌ها در زمینه ساخت ادارات و هتل‌ها و تجربه‌های صورت پذیرفته را بیان می‌نماید.

سان آونگ و همکاران<sup>۲</sup> (۲۰۱۲) در مقاله‌ای تحت عنوان «صندوق املاک و مستغلات مالزی؛ عملکرد و تجزیه و تحلیل مقایسه‌ای» به بررسی مقایسه‌ای عملکرد صندوق‌های سرمایه‌گذاری املاک و مستغلات متعارف و اسلامی پرداخته است. داده‌ها در این مطالعه از منابع مختلفی همچون بانک مالزی و کمیسیون اوراق بهادار و از مجموعه‌ای جامع از اندازه‌گیری عملکرد مانند شاخص شارپ و آلفا بهره گرفته است. تجزیه و تحلیل‌های وی نشان می‌دهد که صندوق‌های املاک و مستغلات چه به صورت اسلامی و چه به صورت متعارف باعث پوشش ریسک ناشی از بحران مالی شده و گزینه مناسبی برای سرمایه‌گذاران خواهد بود.

نیول و اوسمادی<sup>۳</sup> (۲۰۰۹) در مقاله‌ای با عنوان «توسعه و تجزیه و تحلیل عملکرد اولیه صندوق‌های سرمایه‌گذاری املاک و مستغلات اسلامی در مالزی» ساختار ریت‌های اسلامی در مالزی و اهمیت و عملکرد آن‌ها را مورد تجزیه و تحلیل قرار داده و صندوق‌های سرمایه‌گذاری املاک و مستغلات

اسلامی را به‌عنوان یکی از راهکارهای سرمایه‌گذاری که با اصول شریعت سازگار است و اعتماد سرمایه‌گذاران را به همراه دارد، معرفی می‌نماید. همچنین بیان می‌نماید که سرمایه‌گذاری در این صندوق‌ها باعث تنوع در سبد دارایی‌ها، سرشکن شدن و کاهش ریسک ناشی از سرمایه‌گذاری خواهد شد.

### ۱-۴- مبانی نظری پژوهش

#### ۱-۴-۱- مبانی قانونی

مبنای قانونی احیای بافت‌های فرسوده شهری در قالب «قانون حمایت از احیا، بهسازی و نوسازی بافت‌های فرسوده و ناکارآمد شهری» است که در تاریخ ۱۳۸۹/۱۰/۱۲ به تصویب مجلس شورای اسلامی رسیده و ساختار نهادی احیای مذکور را تا حد زیادی روشن نموده است. در ادامه به مواد قابل توجه در این قانون پرداخته می‌شود.

۱- تعیین محدوده طرح‌های احیای بافت فرسوده «ماده ۶- به منظور جلب مشارکت حداکثری مالکان و ساکنان محدوده طرح‌های احیا، بهسازی و نوسازی، حسب مورد از سوی مجری طرح، محدوده اجرائی طرح‌های مصوب به نحو مطلوب و مناسب به ساکنان و مالکان اطلاع‌رسانی می‌شود و یا همکاری آن‌ها برای حصول توافق نسبت به ارزیابی و تعیین قیمت روز اراضی، ابنیه و دیگر حقوق قانونی افراد در وضعیت موجود به‌علاوه پانزده درصد (۱۵٪) از طریق هیئت سه‌نفره کارشناسان رسمی دادگستری (یک نفر به انتخاب مالک یا صاحب حق، یک نفر به

1. Imperiale

2. San Onget. al.

3. Newell and Osmadi

انتخاب مجری طرح و یک نفر مرضی‌الطرفین) اقدام می‌گردد...».

## ۲- تعیین تکلیف معارضین طرح

«ماده ۷- در صورتی که تعدادی از مالکان املاک واقع در پروژه‌های اجرائی مصوب تمایلی به مشارکت نداشته باشند و ملک آن‌ها مانع اجرا طرح باشد سهم آن‌ها بر اساس ارزش تقویم شده به‌عنوان قیمت پایه در صورت وجود وجه ملزم شرعی از طریق مزایده به فروش رسیده و به آنان پرداخت می‌شود. برنده مزایده به نسبت سهام مالک، در مشارکت یا مجری طرح جایگزین مالک اول می‌گردد. در صورت استنکاف مالکان املاک مذکور از مشارکت و یا عدم واگذاری سهام به هر دلیل از طریق مزایده، مجری طرح باید رأساً یا از طریق جلب سرمایه‌های سرمایه‌گذاران متقاضی مشارکت، نسبت به خرید یا تملک املاک مزبور اقدام نماید. در صورت مجهول‌المالک بودن بعضی از املاک واقع در پروژه‌های اجرائی فوق با اذن ولی فقیه از طریق مزایده اقدام می‌شود و وجوه حاصل در اختیار ولی فقیه قرار می‌گیرد تا مطابق نظر ایشان عمل شود».

## ۳- روش‌های تأمین مالی

«تبصره ۲ از ماده ۷- طرق مختلف تأمین منابع مالی اجرا این ماده و سایر مفاد قانون اعم از راه‌اندازی نهادهای تأمین سرمایه، انتشار اوراق مشارکت، جلب مشارکت سرمایه‌گذار خارجی یا داخلی، ایجاد صندوق‌های توسعه سرمایه‌گذاری غیردولتی و راه‌اندازی شرکت‌های سهام پروژه غیردولتی و نظایر آن به‌موجب آئین‌نامه‌ای است که توسط وزارتخانه‌های مسکن و شهرسازی، کشور و امور اقتصادی و دارائی حداکثر ظرف سه ماه پس از

تصویب این قانون در چارچوب قوانین بودجه و برنامه توسعه، تنظیم می‌شود و به تصویب هیئت‌وزیران می‌رسد. ایجاد صندوق‌های توسعه سرمایه‌گذاری دولتی و راه‌اندازی شرکت‌های سهام پروژه دولتی منوط به تصویب مجلس شورای اسلامی است».

لازم به ذکر است که تأمین مالی به روش ایجاد صندوق‌های املاک و مستغلات و نیز انتشار صکوک مطابق با همین بند از قانون بلامانع خواهد بود.

## ۴- امتیازات تشویقی

ماده ۱۱- به‌منظور تأمین سرانه‌ها و زیرساخت‌های لازم در طرح‌های مصوب احیاء بهسازی و نوسازی، حق‌الامتیاز آب، برق، گاز، تلفن آن در این محدوده‌ها پس از نوسازی محفوظ است و دستگاه‌های ذی‌ربط موظف‌اند نسبت به برقراری و تأمین خدمات موردنیاز اقدام نمایند.

ماده ۱۲- دولت می‌تواند هزینه‌های بخش‌های غیردولتی به‌منظور تأمین خدمات و فضاها عمومی فرهنگی، گردشگری، آموزشی، مذهبی و ورزشی در مناطق یادشده را جزء هزینه‌های قابل‌قبول مالیاتی مؤدیان محسوب نماید.

ماده ۱۳- دولت مجاز است سالانه ده هزار میلیارد ریال جهت احیاء بهسازی و نوسازی بافت‌های فرسوده شهری در بودجه سنواتی کل کشور پیش‌بینی و درج نماید.

ماده ۱۴- شورای برنامه‌ریزی و توسعه استان‌ها موظف‌اند در چهارچوب اعتبارات موضوع ماده (۱۳) این قانون اعتبارات موردنیاز را برای ساخت فضاها و ساختمان‌های عمومی و خدماتی در محدوده مصوب

همچنین تسریع در انجام کار و کاهش هزینه تمام‌شده پروژه

#### ۱-۴-۳- ابعاد مالی و اقتصادی

بخش مسکن تقریباً یک‌چهارم سرمایه، یک‌دهم اشتغال و یک‌پنجم تسهیلات بانکی را به خود اختصاص می‌دهد. همین امر می‌تواند گویای اهمیت موضوع تأمین مالی بخش مسکن باشد. فقدان سیستم تأمین مالی کارآمد مسکن از حضور خانواده‌های کم‌درآمد و با سطح درآمد متوسط در بازار مسکن ممانعت می‌کند. از آنجایی‌که خرید مسکن افراد را ملزم به پرداخت هزینه‌های سنگینی می‌نماید، لذا خرید مسکن برای اکثر مردم تنها با استفاده از ابزارهای تأمین مالی ممکن خواهد بود.

انواع روش‌های متعارف تأمین مالی بخش مسکن را می‌توان به‌صورت ذیل دسته‌بندی کرد:

۱- تأمین مالی بخش مسکن با استفاده از سپرده‌ها که شامل موارد زیر می‌شود:

الف) سیستم مبتنی بر سپرده‌های رسمی و سیستم پس‌انداز قراردادی بانک‌های تجاری

ب) سیستم پس‌انداز قراردادی بانک‌های تخصصی در حوزه مسکن

۲- تبدیل وام‌های بخش مسکن به اوراق بهادار

۳- نهادهای رهنی که بر بازار اوراق قرضه و انتشار این اوراق بنانهاده شده‌اند.

۴- صندوق‌های سرمایه‌گذاری املاک و مستغلات و بانک‌های دولتی

در ایران منابع تأمین مالی بخش مسکن توسط بودجه دولت، نهادهای دولتی، تسهیلات اعطایی توسط

بافت‌های فرسوده از محل اعتبار دستگاه‌های ذی‌ربط با اولویت تأمین نمایند.

ماده ۱۵- بانک مرکزی جمهوری اسلامی ایران موظف است حداقل بیست‌وپنج درصد (۲۵٪) تسهیلات بانکی ارزان‌قیمت تخصیصی به بخش مسکن را به امر احداث و نوسازی مسکن و احیاء بهسازی و نوسازی بافت‌های فرسوده شهری اختصاص دهد.

#### ۱-۴-۲- ابعاد جامعه‌شناختی (سازوکار جلب مشارکت اجتماعی ساکنین)

اقدامات لازم در جهت جلب رضایت مردم در این زمینه را می‌توان در دسته‌بندی زیر عنوان کرد:

- آگاهی‌بخشی و ابهام‌زدایی از اهداف طرح در مقطع ورود به بافت و مراحل بعدی پروژه، توصیف طرح نهایی شده نوسازی با کمک مردم قبل از انجام برنامه‌ریزی

- شناسایی نیازهای ساکنین منطقه و تلاش برای رفع آن‌ها براساس اولویت و ضرورت به‌منظور نگهداری جمعیت موجود در بافت فرسوده، شناسایی معتمدین محل و گروه‌های فعال محلی و تلاش برای همکاری با آنان و تشکیل شورای محلی به‌عنوان رکن اصلی در مدیریت طرح

- دریافت تأییدیه طرح از جانب مردم و ساکنین محل، با ارتباط دوسویه در زمینه طراحی و سیاست‌گذاری طرح (ادیب زاده و همکاران، ۱۳۸۹).

- لحاظ کردن توانمندی‌ها، قابلیت‌ها و تخصص‌های ساکنین منطقه و برنامه‌ریزی در جهت استفاده از آن به‌منظور ایجاد اشتغال و درآمد برای ساکنین و

### روابط موجود در مدل فوق

۱. صندوق‌های املاک و مستغلات ضمن اخذ مجوز از شهرداری جهت انتشار اوراق اجاره نیز از بانک مرکزی و سازمان بورس اوراق بهادار مجوز می‌گیرند و اقدام به انتشار اوراق اجاره تأمین مالی می‌نمایند.

۲. وجوه جمع‌آوری شده در حقیقت سرمایه ریت‌ها برای خرید زمین‌های بافت فرسوده و ساخت‌وساز جدید در این زمین‌ها است.

۳ و ۴. ریت‌ها، زمین‌های موجود در بافت فرسوده را از مردم خریداری می‌کنند. لازم به ذکر است که دارندگان زمین می‌توانند معادل و یا بخشی از ارزش ملک خود را به صورت خرید اوراق نگه‌داشته و در نهایت در اجاره به شرط تملیک واحدهای ساخته شده اولویت یابند.

۵. زمین‌های خریداری شده با مابقی سرمایه صندوق جهت ساخت‌وساز به پیمانکار واگذار می‌شود.

۶ و ۷. ساختمان‌های احداثی از طرف سرمایه‌گذاران (دارندگان اوراق صکوک) به صورت اجاره به شرط تملیک به متقاضیان واگذار می‌شود. در این واگذاری می‌توان حق اولوی نیز به موجب قرارداد فروش قبلی برای مالکین زمین‌ها قائل شد.

۸. در نهایت با جمع‌آوری مبالغ اجاره به شرط تملیک، اوراق واگذار شده به همراه پرداخت سود آن بازخرید می‌شوند. دارندگان اوراق می‌توانند به موجب قرارداد حق اولوی در انعقاد قرارداد اجاره به شرط تملیک داشته باشند. اجاره‌بها، سود سرمایه‌گذاران و بازخرید اوراق پس از دوره از طریق

بانک‌ها، پس‌اندازهای شخصی و بازارهای غیررسمی تأمین می‌شود.

از جمله روش‌های تأمین منابع مالی لازم جهت اجرای طرح‌های احیای بافت فرسوده تأسیس صندوق‌های املاک و مستغلات (ریت) به صورت مستقل و یا تحت پوشش شهرداری‌هاست. این صندوق‌ها می‌توانند به عنوان عامل توسعه‌ای وارد فرآیند احیای بافت فرسوده شهری شده و ضمن تأمین منابع مالی به جلب مشارکت ساکنین و در نهایت اجرای طرح بپردازند.

در این مقاله فرض شده است که شهرداری به عنوان بانی فرآیند احیای بافت فرسوده شهری به راه‌اندازی تأمین مالی مبادرت می‌ورزد. با توجه محدودیت بودجه شهرداری‌ها، عملاً انجام چنین پروژه‌های عظیمی بر مبنای بودجه‌های معمول امکان‌پذیر نیست؛ لذا تأمین مالی با استفاده از ابزارهای مالی اسلامی و به عاملیت صندوق‌های املاک و مستغلات مورد بررسی قرار خواهد گرفت.

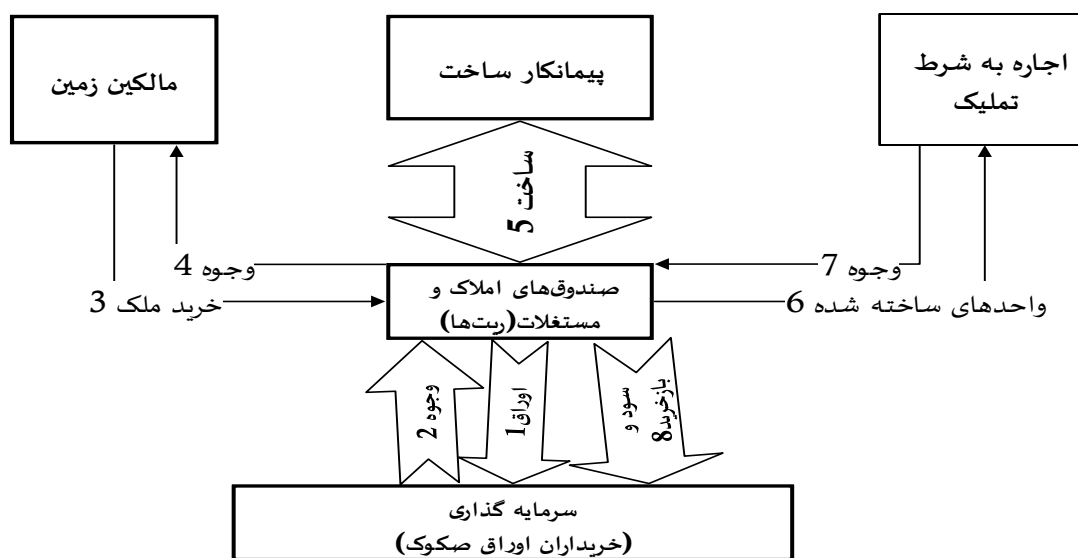
در ادامه به ساختارهای مختلف تأمین مالی احیای بافت‌های فرسوده شهری در قالب صکوک پرداخته می‌شود.

### - تأمین مالی در قالب انتشار صکوک اجاره

در این روش نهاد واسط، زمین‌های (منازل) بافت فرسوده را از طرف سرمایه‌گذاران، از مالکین خریداری نموده و برای ساخت‌وساز به پیمانکاران واگذار می‌کند. در ادامه نیز واحدهای ساخته شده از طرف سرمایه‌گذاران به صورت اجاره به شرط تملیک واگذار می‌شود.



شکل (۱). مدل قابل‌استفاده جهت انتشار صکوک اجاره تأمین مالی



فروش واحدها به مالکین یا مستاجرین انجام می‌شود.

#### - تأمین مالی در قالب انتشار صکوک مرابحه

اوراق مرابحه تأمین مالی در این نوع، بانی (ریت‌ها) برای تأمین مالی پروژه احیای بافت‌های فرسوده، با سرمایه اولیه‌ای وارد انعقاد قرارداد با مالکین زمین‌ها می‌شوند. سپس با انتشار اوراق مرابحه و جمع‌آوری وجوه، لوازم موردنیاز و مصالح ساختمانی را به وکالت از سرمایه‌گذاران خریداری کرده و در قالب عقد مرابحه باقیمت بالاتر از آن‌ها به‌صورت نسبی و مدت‌دار وارد حساب‌های خود می‌کند. زمین و مصالح به پیمانکار ساخت داده‌شده و بعد از تحویل گرفتن واحدهای ساخته‌شده، به فروش آن اقدام می‌کنند. بخشی از سود حاصل از فروش، منفعتی است که دارندگان اوراق مرابحه درازای خرید مصالح ساختمانی و فروش آن به قیمت بالاتر کسب

نموده‌اند ضمن اینکه اصل اوراق در پایان دوره بازخرید می‌شود. دارندگان اوراق در طول دوره می‌توانند تا سررسید منتظر بمانند و از سود مرابحه استفاده کنند و یا قبل از سررسید اوراق خود را در بازار ثانویه به فروش برسانند.

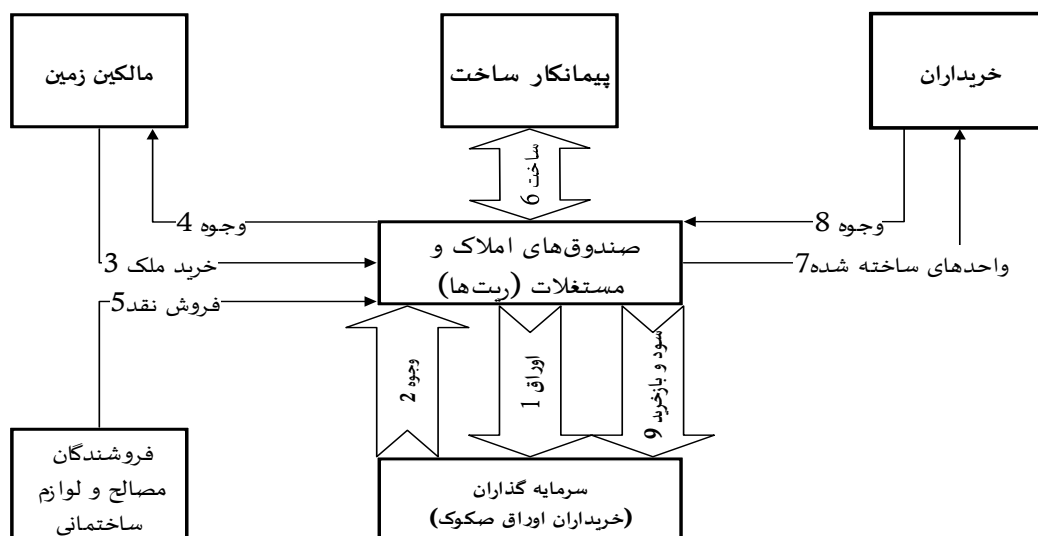
#### روابط موجود در مدل فوق

۱ و ۲. صندوق‌های املاک و مستغلات ضمن اخذ مجوز از شهرداری، جهت انتشار اوراق صکوک نیز از بانک مرکزی و سازمان بورس اوراق بهادار مجوز می‌گیرند و برای تأمین مابقی سرمایه لازم جهت خرید لوازم و مصالح ساختمانی اقدام به انتشار اوراق مرابحه تأمین مالی می‌نمایند.

۳ و ۴. ریت‌ها با سرمایه اولیه خود به خرید زمین‌های بافت‌های فرسوده اقدام می‌کنند.

۵. ریت‌ها با وجوه جمع‌آوری‌شده از محل انتشار صکوک مرابحه به خرید کلیه لوازم و مصالح ساختمانی به‌صورت نقد و با وکالت از سرمایه‌گذاران

شکل (۲). مدل قابل استفاده جهت انتشار صکوک مرابحه تأمین مالی



#### - تأمین مالی در قالب انتشار صکوک استصناع

اوراق استصناع با بازدهی ثابت باهدف تأمین مالی پروژه‌ها و تأمین مالی پیمانکاران بر اساس قرارداد سفارش ساخت طراحی شده است. در اوراق سفارش ساخت در قبال ساخت یک دارایی یا طرح مشخصی در آینده، مبلغی به سازنده (پیمانکار) پرداخت می‌شود. (سروش، ۱۳۹۲)

ریت‌ها در نقش بانی می‌تواند از صکوک استصناع مستقیم استفاده نماید. این پروژه زمانی قابل اجرا است که ریت‌ها با منابع داخلی خود و با توافق با مالکین، زمین‌های مناطق بافت‌های فرسوده را خریداری کرده باشد.

#### روابط موجود در مدل فوق

۱ و ۲. ریت‌ها با منابع داخلی خود به خرید زمین‌ها و توافق با صاحبان املاک در بافت فرسوده اقدام می‌کنند.

۳. در مرحله بعد قرارداد استصناع (سفارش ساخت) با شرکت‌های پیمانکاری منعقد می‌شود.

اقدام نموده و آن را به قیمت مرابحه وارد حساب‌های خود می‌کنند.

۶. زمین و لوازم و مصالح در اختیار پیمانکار جهت ساخت‌وساز قرار می‌گیرد. لازم به ذکر است که در این روش می‌توان وجوه جمع‌آوری شده از محل انتشار صکوک مرابحه را در اختیار پیمانکار گذاشت تا وی به وکالت از سرمایه‌گذاران به خرید لوازم و مصالح اقدام نماید و به قیمت مرابحه در حساب‌های خود منظور کند.

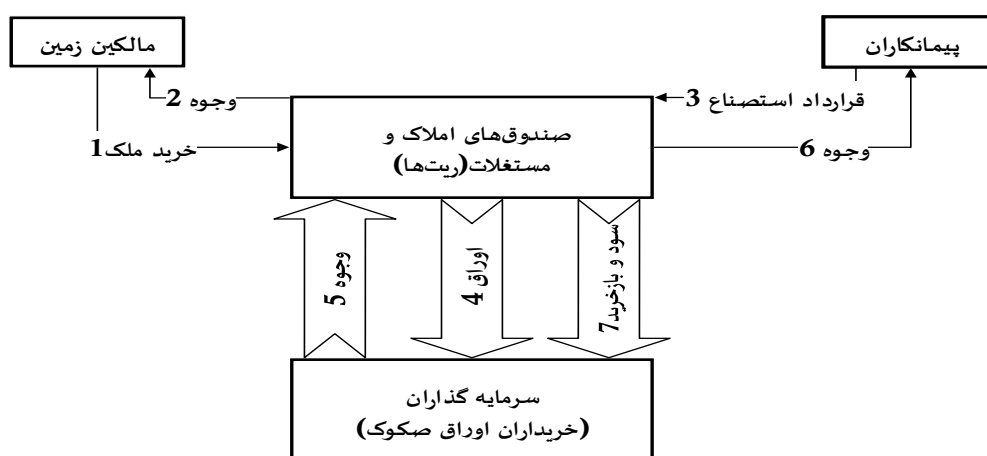
۷ و ۸. واحدهای ساخته شده به خریداران واگذار می‌شود.

۹. از محل وجوه حاصل از فروش واحدهای ساخته شده اصل و سود سرمایه‌گذاری در خرید مرابحه به دارندگان اوراق پرداخت شده و اوراق آنها بازخرید می‌شود.

۷. پس از تکمیل ساخت و از محل فروش واحدها، اوراق فروخته‌شده به همراه سود آن با خرید می‌شوند. لازم به ذکر است که سرمایه‌گذاران در اوراق می‌توانند بجای دریافت اصل و سود سرمایه‌گذاری خود به دریافت واحدهای ساخته‌شده مطابق با قرارداد اقدام نمایند.

۴ و ۵. ریت‌ها به اعتبار قراردادهای استصناع امضا شده با پیمانکاران، اقدام به اخذ مجوز از بانک مرکزی و سایر مراجع نموده و ضمن انتشار اوراق صکوک استصناع، تأمین مالی ساخت‌وساز را از محل وجوه جمع‌آوری شده پوشش می‌دهند.  
۶. وجوه جمع‌آوری شده در زمان‌های منظم در اختیار پیمانکاران ساخت قرار می‌گیرد.

شکل (۳). مدل قابل‌استفاده جهت انتشار صکوک استصناع تأمین مالی



طرح، میزان دقیق سود و زیان تعیین شده و بین طرفین تقسیم می‌شود. لازم به ذکر است که در این روش، ریت‌ها می‌توانند با سرمایه اولیه خود بخشی از زمین‌ها را خریداری نموده و به‌عنوان یکی از شرکا وارد قرارداد مشارکت با دیگر سرمایه‌گذاران شوند.

#### روابط موجود در مدل فوق

۱ و ۲. ریت‌ها به‌عنوان بانی اقدام به اخذ مجوزهای لازم از بانک مرکزی و سازمان بورس اوراق بهادار می‌نمایند و اقدام به انتشار اوراق صکوک مشارکت جهت تأمین مالی ساخت‌وساز بافت‌های فرسوده می‌کنند.

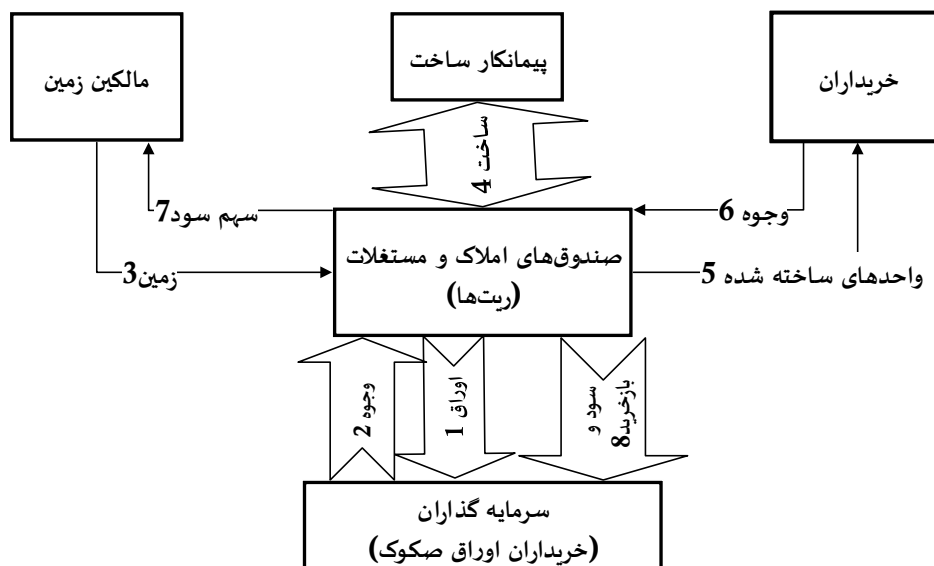
#### - تأمین مالی در قالب انتشار اوراق مشارکت

در این روش اوراق بهادار بانامی با مجوز سازمان بورس اوراق بهادار به قیمت اسمی مشخص برای مدت معین جهت تأمین بخشی از منابع مالی موردنیاز طرح احیا و بازسازی و نوسازی بافت‌های فرسوده شهری منتشر می‌شود. به‌عبارت‌دیگر در این روش مالکین به‌عنوان یکی از طرف‌ها، زمین خود را در طرح سرمایه‌گذاری مشارکت داده و بخشی از منابع موردنیاز برای احیای بافت فرسوده نیز از محل فروش اوراق مشارکت تأمین شده و پس از پایان

می‌توانند با داشتن حق اولویت نسبت به خرید واحدهای ساخته‌شده مبادرت ورزند. ۷ و ۸. پس از فروش واحدهای ساخته‌شده و محاسبه سود و زیان، سهم سرمایه‌گذاران مطابق قرارداد پرداخت می‌شود. از این میان سهم صاحبان اوراق به عنوان بخشی از سود و نیز با خرید دارایی پرداخت می‌شود.

۳. مالکین زمین به‌عنوان یکی از شرکای طرح سرمایه‌گذاری می‌توانند با دارایی خود وارد طرح شوند. البته ریت‌ها می‌توانند با سرمایه اولیه خود بخشی از زمین‌های طرح‌ها را از مالکین خریداری نمایند. ۴. منابع جمع‌آوری‌شده شامل زمین و منابع مالی جهت ساخت‌وساز به پیمانکار تحویل می‌شود.

شکل (۴). مدل قابل استفاده جهت انتشار صکوک مشارکت تأمین مالی



۵ و ۶. واحدهای ساخته‌شده به خریداران فروخته می‌شود. ضمناً دارندگان اوراق و صاحبان زمین‌ها

## ۲- روش پژوهش

این پژوهش از لحاظ هدف، کاربردی است و امکان استفاده از یک مدل تأمین مالی در احیای بافت‌های فرسوده شهری را بررسی می‌نماید. از روش‌های جمع‌آوری اطلاعات به صورت کتابخانه‌ای و میدانی استفاده شده است. قلمرو مکانی این پژوهش محله همت‌آباد شهر اصفهان است.

جامعه‌ی آماری در این پژوهش به دودسته تقسیم می‌شوند:

- سرمایه‌گذاران بالقوه و ساکنین محله همت‌آباد جهت تکمیل پرسشنامه استقبال مشتریان از صکوک
- متخصصان امور مالی اسلامی و بانکداری اسلامی جهت تکمیل پرسشنامه تحلیل سلسله مراتبی در این پژوهش جهت استفاده از روش تحلیل سلسله مراتبی، نیاز به استفاده از پرسشنامه ماتریس مقایسات

ضریب آلفای کرونباخ استفاده شده است. در پژوهش‌های علوم انسانی ضریب آلفای بیشتر از (۰/۷) مورد قبول است که با استفاده از نرم‌افزار SPSS استخراج شده و ۰/۸۱۶ است که پایایی پرسشنامه تأیید می‌گردد. در بخش پایانی پژوهش نیز با استفاده از نرم‌افزار کامفار به تحلیل کارایی بهتر صکوک نسبت به روش‌های تأمین مالی فعلی در شهرداری پرداخته شده است.

### ۳- یافته‌های پژوهش

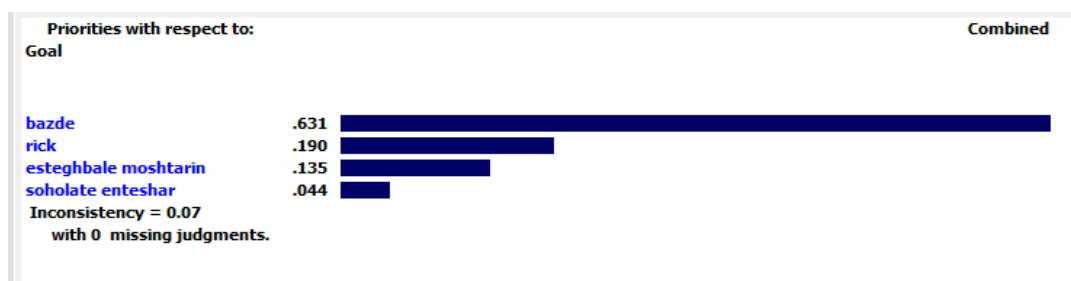
#### ۳-۱- اولویت‌بندی انواع صکوک قابل انتشار

از جمله سؤالاتی که در مسیر تأمین مالی احیای بافت‌های فرسوده از طریق صکوک وجود دارد تناسب و سازگاری انواع مختلف قابل انجام و یا اولویت‌بندی آنهاست. این اولویت‌بندی با ۴ شاخص بازده، ریسک، استقبال سرمایه‌گذاران و سهولت انجام

زوجی بود؛ که از نظرات ۳ نفر از متخصصان مالی اسلامی و بانکداری اسلامی استفاده شد. در پرسشنامه دیگر که در جامعه‌ی آماری دوم باید توزیع می‌گردید؛ با استفاده از جدول مورگان و با توجه به حجم جامعه که بیش از ۱۰۰۰۰ نفر است از ۲۸۱ پرسشنامه استفاده گردید که همگی تکمیل و به محقق بازگشت داده شد.

به‌طور کلی روش‌های گردآوری اطلاعات به شرح زیر است:

- استفاده از کتب تخصصی امور مالی اسلامی، مقالات، پایان‌نامه‌ها، سایت‌های اینترنتی
  - مصاحبه و توزیع پرسشنامه متخصصان امور مالی اسلامی و بانکداری اسلامی
  - توزیع پرسشنامه میان سرمایه‌گذاران بالقوه و ساکنین محله همت‌آباد اصفهان
- به‌منظور سنجش پایایی (محک اعتبار پرسشنامه) از



نمودار (۱). رتبه‌بندی شاخص‌ها از دیدگاه نخبگان تأمین مالی

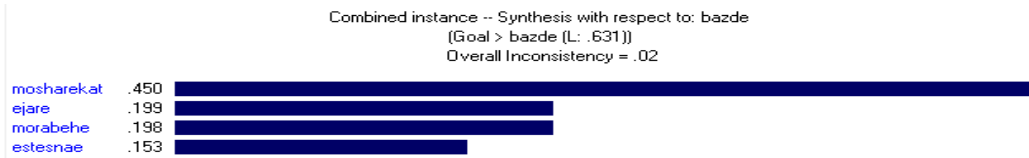
منبع یافته‌های محقق

شاخص‌ها و همچنین گزینه‌ها بر اساس هر یک از شاخص‌ها آورده شده است. نتیجه رتبه‌بندی شاخص‌ها در نمودار (۱) نشان می‌دهد بازده و استقبال سرمایه‌گذاران و ریسک بالاترین ضریب را دارا است و بسیار نزدیک به هم می‌باشند که نتیجه‌ی آن تأثیرگذاری بالای این عوامل

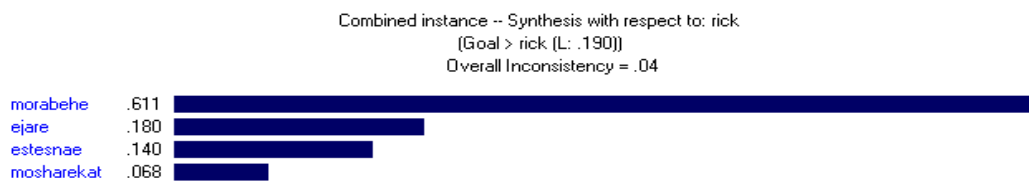
شد و نتیجه نهایی نشان می‌دهد اوراق مشارکت بر اساس این چهار شاخص می‌تواند بهترین ابزار برای تأمین مالی مذکور باشد ضمن اینکه صکوک مرابحه، اجاره و استصناع در رتبه‌های بندی قرار دارند. در ادامه نمودارهای مربوط به مقایسات زوجی

بالاترین میزان ریسک می‌باشند. همچنین مشاهده می‌شود که از اوراق مشارکت بیشترین استقبال به عمل خواهد آمد. نرخ ناسازگاری نیز عدد (۰/۰۵) را نشان می‌دهد که عدد مناسبی است. استقبال از اوراق منتشرشده نیز یکی از مهم‌ترین شاخص‌های موردبررسی است و از ضریب بالایی نیز برخوردار است؛ چراکه در صورت عدم استقبال سرمایه‌گذاران، وجوه کافی جهت انجام موضوع اوراق جمع‌آوری نمی‌گردد. درنهایت شاخص سهولت قرار دارد. این شاخص از اهمیت کمتری نسبت به بقیه‌ی شاخص‌ها برخوردار است و ضریب پایین‌تری را نسبت به بقیه‌ی شاخص‌ها دارا است. اوراق مرابحه به دلیل سادگی روابط و حذف شرکت

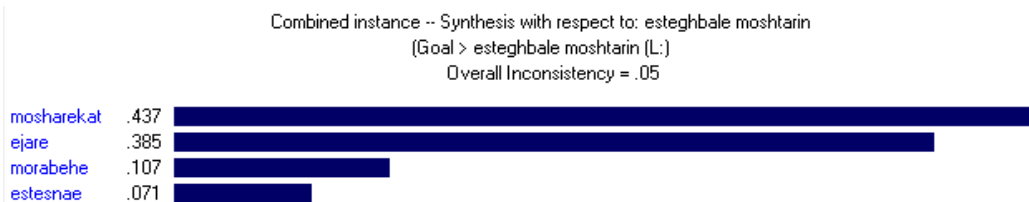
در تصمیم‌گیری است. نرخ ناسازگاری عدد (۰/۰۵) که عدد مناسبی است. همان‌گونه که در نمودار (۱) مشاهده می‌شود بازده ضریب بالاتری نسبت به دیگر شاخص‌ها دارا است؛ که می‌تواند تأثیر بسیاری در تعیین رتبه‌بندی گزینه‌ها داشته باشد. از جهت شاخص بازده صکوک مشارکت بالاترین بازده و استصناع پایین‌ترین بازده را دارا می‌باشند. نرخ ناسازگاری، عدد (۰/۰۲) که به دلیل اینکه کمتر از (۰/۱) است موردقبول است. نمودارهای (۲) تا (۵) اولویت‌بندی گزینه‌ها در مقابل هر یک از شاخص‌ها را نشان می‌دهد. اوراق مشارکت دارای کمترین ریسک و مرابحه دارای



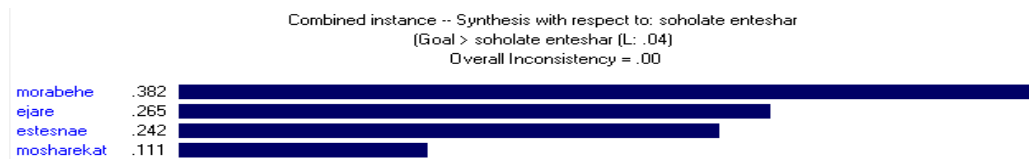
نمودار (۲). مقایسه زوجی گزینه‌ها بر اساس شاخص بازده



نمودار (۳). مقایسه زوجی گزینه‌ها بر اساس شاخص ریسک



نمودار (۴). مقایسه زوجی گزینه‌ها بر اساس استقبال سرمایه‌گذاران



نمودار (۵) مقایسه زوجی گزینه‌ها بر اساس سهولت

پاسخ ندادند. بیشترین فراوانی مربوط به تحصیلات لیسانس است.

#### - میزان تحصیلات (اهالی محله)

۴۱ درصد (۴۱ نفر) تحصیلات زیر دیپلم، ۲۷ درصد (۲۷ نفر) تحصیلات دیپلم، ۱۲ درصد (۱۲ نفر) تحصیلات فوق‌دیپلم، ۱۵ درصد (۱۵ نفر) لیسانس و ۱ درصد (۱ نفر) تحصیلات فوق‌لیسانس دارا می‌باشند و ۴ درصد (۴ نفر) پاسخ ندادند. بیشترین فراوانی مربوط به تحصیلات زیر دیپلم است.

#### - سن (سرمايه‌گذاران)

۳۳/۱ درصد (۶۰ نفر) سن بین ۲۰ تا ۳۰ سال، ۵۰/۳ درصد (۹۱ نفر) سن بین ۳۰ تا ۴۰ سال، ۱۱ درصد (۲۰ نفر) سن بین ۴۰ تا ۵۰ سال، ۳/۳ درصد (۶ نفر) سن بین ۵۰ تا ۶۰ سال و ۲/۳ درصد (۴ نفر) پاسخ ندادند. بیشترین فراوانی مربوط به سن ۳۰ تا ۴۰ سال است. نکته‌ی دیگر اینکه بیش از ۵۰ درصد از پاسخ‌دهندگان از جوانان می‌باشند که ریسک‌پذیری این افراد بیش از دیگران است.

#### - سن (اهالی محله)

۲ درصد (۲ نفر) سن کمتر از ۲۰ سال، ۵۲ درصد (۵۲ نفر) سن بین ۲۰ تا ۴۰ سال، ۴۴ درصد (۴۴ نفر) سن ۴۰ سال به بالا و ۲ درصد (۲ نفر) پاسخ ندادند. بیشترین فراوانی مربوط به سن ۲۰ تا ۴۰ سال است. نکته‌ی دیگر اینکه بیش از ۵۰ درصد از پاسخ‌دهندگان از جوانان می‌باشند که ریسک‌پذیری این افراد بیش از دیگران است.

واسط از سهولت بیشتری برخوردار است و مشارکت به دلیل پیچیدگی بیشتر و نیاز به کارشناسی‌های متعدد از سهولت کمتری برخوردار است.

#### ۲-۳- بررسی میزان استقبال سرمايه‌گذاران از صکوک قابل‌انتشار

در این بخش برای پاسخ به این سؤال که آیا اهالی محله همت‌آباد از صکوک منتشرشده توسط شهرداری استقبال می‌کنند؟ از آمار استنباطی استفاده گردید. نمونه پژوهش ۲۸۱ نفر از اهالی محله و سرمايه‌گذاران می‌باشند که در ادامه ویژگی‌های جنسیت، سن، میزان درآمد و تحصیلات در مورد آن‌ها مورد بررسی قرار می‌گیرد.

#### - جنسیت (سرمايه‌گذاران)

طبق نتایج به‌دست‌آمده: ۷۴/۶ درصد (۱۳۵ نفر) از پاسخ‌دهندگان مرد و ۲۵/۴ درصد (۴۶ نفر) زن می‌باشند که بیشترین فراوانی جنسیت را مردان تشکیل می‌دهند.

#### - جنسیت (اهالی محله همت‌آباد)

۵۸ درصد (۵۸ نفر) از پاسخ‌دهندگان مرد و ۴۲ درصد (۴۲ نفر) زن می‌باشند که بیشترین فراوانی جنسیت را مردان تشکیل می‌دهند.

#### - میزان تحصیلات (سرمايه‌گذاران)

۱۰/۵ درصد (۱۹ نفر) تحصیلات زیر دیپلم و دیپلم، ۲/۲ درصد (۴ نفر) تحصیلات فوق‌دیپلم، ۵۳/۶ درصد (۹۷ نفر) تحصیلات لیسانس، ۲۳/۸ درصد (۴۳ نفر) فوق‌لیسانس و ۲/۲ درصد (۴ نفر) تحصیلات دکترا دارا می‌باشند و ۷/۷ درصد (۱۴ نفر)

## - میزان درآمد ماهیانه (سرمایه‌گذاران)

۱۵/۵ درصد (۲۸ نفر) درآمد زیر ۱ میلیون تومان،  
 ۷۱/۳ درصد (۱۲۹ نفر) درآمد ۱ تا ۲ میلیون تومان،  
 ۱۲/۷ درصد (۲۳ نفر) درآمد بیشتر از ۲ میلیون تومان  
 و ۰/۵ درصد (۱ نفر) بدون پاسخ می‌باشند. بیشترین  
 فراوانی مربوط به درآمد ۱ تا ۲ میلیون تومان است.  
 می‌توان نتیجه گرفت بیشتر پاسخ‌دهندگان در سطح  
 درآمدی متوسط و روبه ضعیف جامعه می‌باشند.

## - میزان درآمد ماهیانه (اهالی محله)

۲۲ درصد (۲۲ نفر) درآمد زیر ۵۰۰ هزار تومان،  
 ۲۷ درصد (۲۷ نفر) درآمد ۵۰۰ هزار تا ۱ میلیون  
 تومان، ۱۵ درصد (۱۵ نفر) درآمد ۱ تا ۲ میلیون  
 تومان، ۱ درصد (۱ نفر) درآمد بیش از ۲ میلیون و ۳۵  
 درصد (۳۵ نفر) بدون پاسخ می‌باشند. همان‌گونه که  
 مشخص است بیشترین فراوانی مربوط به درآمد ۵۰۰  
 هزار تا ۱ میلیون تومان است. می‌توان نتیجه گرفت  
 بیشتر پاسخ‌دهندگان در سطح درآمدی متوسط و  
 روبه ضعیف جامعه هستند.

## - میزان آشنایی با اوراق مشارکت

در بخش دیگری از سؤالات عمومی، به‌منظور  
 بیان میزان آشنایی سرمایه‌گذاران و اهالی محله با  
 اوراق مشارکت و شیوه‌های خرید و فروش آن دو  
 سؤال مطرح شده است.  
 سؤال ۱: آیا تاکنون در اوراق مشارکت  
 سرمایه‌گذاری کرده‌اید؟ (سرمایه‌گذاران)

۱۵/۵ درصد (۲۸ نفر) از پاسخ‌دهندگان تاکنون در  
 اوراق مشارکت سرمایه‌گذاری نکرده‌اند.

- آیا تاکنون در اوراق مشارکت سرمایه‌گذاری  
 کرده‌اید؟ (اهالی محله)

۸۰ درصد (۸۰ نفر) از پاسخ‌دهندگان تاکنون در اوراق  
 مشارکت سرمایه‌گذاری نکرده‌اند.

سؤال ۲: آیا با نحوه‌ی خرید و فروش اوراق مشارکت  
 در بازار بورس آشنایی دارید؟ (سرمایه‌گذاران)

۴۹/۲ درصد (۸۹ نفر) با نحوه‌ی خرید و فروش اوراق  
 مشارکت در بازار بورس آشنایی ندارند.

- آیا با نحوه‌ی خرید و فروش اوراق مشارکت در بازار  
 بورس آشنایی دارید؟ (اهالی محله)

۸۷ درصد (۸۷ نفر) با نحوه‌ی خرید و فروش اوراق  
 مشارکت در بازار بورس آشنایی ندارند.

در ادامه به بررسی یافته‌های استنباطی داده‌های  
 پرداخته می‌شود.

## - پرسشنامه سرمایه‌گذاران

فرضیه اول تحقیق: سرمایه‌گذاران از صکوک  
 منتشرشده توسط شهرداری استقبال نمی‌نمایند.

(۱)

$$H_0: \mu \leq 3$$

$$H_1: \mu > 3$$

جدول (۱). میزان استقبال سرمایه‌گذاران از صکوک منتشرشده توسط شهرداری

میانگین	انحراف معیار	انحراف از میانگین	درجه آزادی	T	سطح احتمال
۳	۲/۵۰۹	۰/۱۸۶	۱۸۰	۵۰/۳۶۲	۰/۰۰۰

منبع: یافته‌های تحقیق



سرمایه‌گذاران از انتشار دیگر صکوک استقبال می‌نمایند.

فرضیه سوم تحقیق: اگر بازده اوراق منتشرشده از بازده سپرده‌های بانکی و بورس کمتر باشد استقبال نمی‌کنند.

(۳)

$$H_0: \mu \leq 3$$

$$H_1: \mu > 3$$

بر اساس یافته‌های جدول (۳) در سطح خطای ۰.۵٪ (با ضریب اطمینان ۹۵ درصد) فرضیه صفر تأیید می‌شود، زیرا  $t$  محاسبه‌شده از  $t$  بحرانی کوچک‌تر است؛ بنابراین اگر بازده اوراق منتشرشده از بازده سپرده‌های بانکی و بورس کمتر باشد استقبال نمی‌کنند.

بر اساس یافته‌های جدول (۱) در سطح خطای ۰.۵٪ (با ضریب اطمینان ۹۵ درصد) فرضیه صفر تأیید می‌شود، زیرا  $t$  محاسبه‌شده از  $t$  بحرانی کوچک‌تر است؛ بنابراین سرمایه‌گذاران از صکوک منتشرشده توسط شهرداری استقبال نمی‌کنند.

فرضیه دوم تحقیق: سرمایه‌گذاران به‌جز انتشار اوراق مشارکت از انتشار دیگر اوراق استقبال نمی‌نمایند.

(۲)

$$H_0: \mu \leq 3$$

$$H_1: \mu > 3$$

بر اساس یافته‌های جدول (۲) در سطح خطای ۰.۵٪ (با ضریب اطمینان ۹۵ درصد) فرضیه صفر رد می‌شود، زیرا  $t$  محاسبه‌شده از  $t$  بحرانی بزرگ‌تر است؛ بنابراین

جدول (۲). میزان استقبال سرمایه‌گذاران از دیگر صکوک منتشرشده

میانگین	انحراف معیار	انحراف از میانگین	درجه آزادی	T	سطح احتمال
۳	۱/۰۱۰	۰/۰۷۵	۱۸۰	۱/۸۴۰	۰/۰۶۷

منبع: یافته‌های تحقیق

جدول (۳). میزان استقبال سرمایه‌گذاران از اوراق منتشرشده نسبت به بازدهی سایر روش‌ها

میانگین	انحراف معیار	انحراف از میانگین	درجه آزادی	T	سطح احتمال
۳	۲/۲۹۸	۰/۱۷۱	۱۸۰	۴۵/۴۳	۰/۰۰۰

منبع: یافته‌های تحقیق

جدول (۴). میزان خواستار بازسازی و احیای منازل

میانگین	انحراف معیار	انحراف از میانگین	درجه آزادی	T	سطح احتمال
۳	۴/۵۱۴	۰/۴۵۱	۹۹	۱۹/۷۶	۰/۰۰۰

منبع: یافته‌های تحقیق

## - پرسشنامه اهالی محله

فرضیه چهارم تحقیق: اهالی این محله خواستار بازسازی و احیای منازل خود نیستند.  
(۴)

$H_0: \mu \leq 3$   
 $H_1: \mu > 3$   
مقدار  $\text{sig} = 0/000$  کمتر از  $0/05$  (سطح معناداری) است، دلیل کافی برای رد کردن فرضیه  $H_0$  وجود ندارد.  
از طرفی دیگر به دلیل اینکه کران بالا و کران پایین هر دو مثبت می‌باشند، فرضیه  $H_0$  با سطح اطمینان  $95\%$  رد نمی‌شود.

البته با توجه به نتایج جدول (۴) باید بیان داشت که نظرات پاسخ‌دهندگان نشان می‌دهد که اهالی این محله خواستار بازسازی و احیای منازل خود نیستند.

فرضیه پنجم تحقیق: اهالی این محله بازسازی و احیا را امری ضروری نمی‌دانند.

$H_0: \mu \leq 3$   
 $H_1: \mu > 3$   
مقدار  $\text{sig} = 0/000$  کمتر از  $0/05$  (سطح معناداری) است، دلیل کافی برای رد کردن فرضیه  $H_0$  وجود ندارد.

از طرفی دیگر به دلیل اینکه کران بالا و کران پایین هر دو مثبت می‌باشند، فرضیه  $H_0$  با سطح اطمینان  $95\%$  رد نمی‌شود.

بنابراین اهالی این محله بازسازی و احیای منازل خود را امری ضروری نمی‌دانند.

فرضیه ششم تحقیق: اهالی این محله از چنین روش تأمین مالی استقبال نمی‌کنند.  
(۶)

$H_0: \mu \leq 3$   
 $H_1: \mu > 3$

جدول (۵). میزان ضروری بودن بازسازی و احیای منازل

سطح احتمال	T	درجه آزادی	انحراف از میانگین	انحراف معیار	میانگین
0/000	26/941	99	0/565	5/653	3

منبع: یافته‌های تحقیق

جدول (۶). میزان استقبال اهالی محله از انتشار صکوک

سطح احتمال	T	درجه آزادی	انحراف از میانگین	انحراف معیار	میانگین
0/325	-0/988	99	0/162	1/619	3

منبع: یافته‌های تحقیق

سرمایه‌گذاران به مطابقت با موازین شرعی در سرمایه‌گذاری‌هایشان و همچنین به نوع پروژه و واقعی بودن آن بسیار اهمیت می‌دهند.

اما مطلب مهم و تأثیرگذار در استقبال سرمایه‌گذاران، تعیین سود بالاتر از سود سرمایه‌گذاری‌های بازارهای دیگر است. تبیین این موضوع با استفاده از روش‌های ارزیابی طرح‌های اقتصادی (نرم‌افزار کامفار) و پیش‌بینی بازده ممکن است. نرم‌افزار کامفار با استفاده از روش‌های ارزیابی طرح‌های اقتصادی مانند دوره‌ی بازگشت سرمایه، نرخ بازگشت سرمایه، ارزش خالص فعلی<sup>۱</sup>، نرخ بازده داخلی<sup>۲</sup>، تحلیل حساسیت و غیره امکان‌سنجی و سود حاصل از اجرای پروژه را مشخص می‌کند.

#### - دوره‌ی بازگشت سرمایه

مدت برگشت سرمایه، تعداد سال‌هایی است که کل سرمایه‌گذاری از طریق درآمد نقدی سالیانه طرح (سود خالص + استهلاک + بهره) تأمین می‌گردد. چنانچه درآمدهای سالیانه طرح مساوی باشند، مدت برگشت سرمایه‌گذاری به روش زیر محاسبه می‌شود.

(۷)

$$\text{دوره برگشت سرمایه‌گذاری} = \frac{\text{کل سرمایه‌گذاری}}{\text{درآمد سالیانه}}$$

در صورتی که درآمدهای سالیانه مساوی نباشند، در این صورت مدت‌زمانی که درآمدهای نقدی سالیانه به‌طور انباشته برابر مبلغ سرمایه‌گذاری می‌شود، مدت‌زمان برگشت سرمایه از زمان شروع بهره‌برداری است. مطابق این معیار، هر چه دوره بازگشت کوتاه‌تر باشد، پروژه مطلوب‌تر است.

مقدار  $\text{sig} = ۰/۳۲۵$  بیشتر از  $۰/۰۵$  (سطح معناداری) است، دلیل کافی برای رد کردن فرضیه  $H_0$  وجود دارد.

از طرفی دیگر به دلیل اینکه کران بالا مثبت و کران پایین منفی می‌باشند، فرضیه  $H_0$  با سطح اطمینان ۹۵٪ رد می‌شود؛ بنابراین اهالی محله از چنین روش تأمین مالی استقبال می‌کنند.

در نهایت می‌توان جمع‌بندی نمود که سرمایه‌گذاران غیر از اوراق مشارکت دید مناسبی نسبت به سایر انواع اوراق دارند که می‌تواند از عملکرد نامناسب اوراق مشارکت در سال‌های اخیر ناشی شود. همچنین اهالی محله نسبت به روش‌های جدید در تأمین مالی احیاء خوش‌بین نیستند و باید قبل از آغاز چنین طرح‌هایی فعالیت‌هایی جدی در فرهنگ‌سازی و آشنایی آن‌ها با ثمرات چنین طرح‌هایی انجام گیرد.

#### ۳-۳- ارزیابی میزان سودآوری

همان‌طور که بیان شد انتشار ۴ نوع صکوک در احیای بافت فرسوده امکان‌پذیر است و از نظر فنی انتشار دو نوع صکوک مشارکت، اجاره از معناداری بالایی برخوردار می‌باشند؛ اما تنها امکان‌پذیری انتشار صکوک کافی نیست؛ در شرایط کنونی کشور که سرمایه‌گذاری‌هایی با نقد شوندگی بالا و بازده مناسب‌تر وجود دارد؛ استقبال از صکوک قابل معامله در بازار سرمایه و با سود و شرایط مشابه با ابزارهای بازار پول بسیار ناچیز خواهد بود؛ بنابراین باید شرایط صکوک با ابزارهای پول متفاوت باشد.

طبق پاسخ مشتریان به سؤالات، در صورت اطمینان نسبی از بازده بالاتر، از انتشار صکوک استقبال می‌نمایند و با شرط عدم بازخرید در بانک و قابل معامله در بازار سرمایه استقبال کمی خواهند داشت.

<sup>۱</sup>. NPV

<sup>۲</sup>. IRR :Internal Rate of Return

در این پروژه دوره بازگشت سرمایه ۴ ساله است (شکل پیوست).

#### - ارزش خالص فعلی

ارزش فعلی خالص مثبت بیانگر آن است که در طول عمر پروژه اصل مبلغ سرمایه‌گذاری شده برگشت گردیده و پروژه بازده مطلوب‌تری نسبت به حداقل نرخ بهره قابل قبول دارد. برعکس ارزش فعلی خالص منفی بیانگر آن است که سرمایه‌گذاری انجام‌شده بازده مطلوبی نداشته و حداقل انتظارات را نیز برآورده نمی‌سازد. ارزش خالص فعلی به رابطه (۸) محاسبه می‌گردد.

(۸)

$$N.P.V = \sum_{t=1}^n \frac{cft}{(1+I)^t}$$

اجزاء این رابطه به‌قرار زیر است:

- جریان خالص نقدی در پایان سال  $t$  مقدار  $cf_t$  است.

- تعداد سال‌ها از زمان شروع سرمایه‌گذاری تا پایان عمر مفید پروژه آن می‌باشند.

-  $I$  نرخ بازده قابل قبول یا نرخ سود است.

در نهایت مقدار ارزش خالص فعلی به‌صورت زیر استخراج شد:

$$NPV = ۴۷/۴۴۳۸۹۲۳۶۰۴۹$$

با توجه به اینکه  $NPV$  مثبت است، پروژه سودآور است.

#### - نرخ بازده داخلی (IRR)

نرخ تنزیلی است که بر اساس آن ارزش فعلی خالص پروژه برابر با صفر می‌شود. اگر ارزش فعلی خالص پروژه‌های مثبت باشد نرخ بازده داخلی آن از

حداقل نرخ بهره قابل قبول بزرگ‌تر و چنانچه ارزش فعلی خالص پروژه‌های منفی باشد نرخ بازده داخلی محاسبه‌شده از حداقل نرخ بهره قابل قبول کوچک‌تر خواهد بود.

نرخ بازده داخلی نشان‌دهنده‌ی سود واقعی پروژه است و اصلی‌ترین عامل تصمیم‌گیری در اجرای طرح‌ها است.

$$IRR = ۲۶/۸۳$$

#### - تحلیل حساسیت

با کمک تحلیل حساسیت می‌توان مهم‌ترین عامل مؤثر در سوددهی پروژه را شناسایی کرد و در محاسبات با احتیاط بیشتری به تأثیر تغییرات آن عامل در نتیجه‌گیری طرح برخورد نمود.

نمودار تحلیل حساسیت (شکل پیوست) بیان می‌کند که تغییر در کدام‌یک از اجزای هزینه‌ای یا درآمدی می‌تواند بر سودآوری طرح اثرگذارتر باشد و کدام‌یک دارای تأثیر کمتری است. بر اساس آنچه نمودار بالا نشان می‌دهد، در طرح حاضر تغییرات هزینه‌های عملیاتی تأثیر قابل توجهی بر سودآوری طرح ندارد اما با افزایش دارایی‌های ثابت و درآمد فروش می‌توان بر سودآوری طرح افزود.

#### - شاخص نرخ سودآوری

طرحی قابل قبول است که شاخص سودآوری آن صفر یا بزرگ‌تر از صفر (مثبت) باشد. شاخص سودآوری صفر یعنی بازده طرح دقیقاً با بازده مورد انتظار، برابر است. شاخص سودآوری مثبت یعنی بازده طرح از بازده مورد انتظار سرمایه‌گذار، بیشتر است.

اصفهان) «امکان‌پذیر است؛ زیرا ارزش خالص فعلی طرح مثبت بوده و دوره‌ی بازگشت سرمایه‌ی طرح نیز کمتر از ۵ سال است.

نرخ بازده داخلی این پروژه ۲۶/۸۳٪ است این در حالی است که نرخ سود علی‌الحساب سپرده‌های بانکی و اوراق مشارکت در حال حاضر ۲۱/۵۱٪ است؛ بنابراین سرمایه‌گذاران در صورت چشم‌پوشی از سود موقت و علی‌الحساب و ریسک بالاتر می‌توانند به سودی بالاتر دست یابند.

- آیا امکان انتشار انواع صکوک جهت تأمین منابع مالی شهرداری (در نقش بانی) از بعد فنی و فقهی وجود دارد؟

امکان انتشار صکوک مرابحه با توجه به قاعده اکل مال به باطل باید معامله به صورت واقعی صورت گیرد، سود بر اساس خرید و فروش نسبه است و این صکوک ربوی نیست. از نظر رتبه‌بندی کلی این صکوک در جایگاه دوم قرار دارد و انتشار آن مانعی ندارد.

امکان انتشار صکوک اجاره از بعد فنی مجاز است و انتشار آن از لحاظ شرع مقدس مجاز است و از نظر رتبه‌بندی کلی در جایگاه سوم قرار دارد.

انتشار صکوک استصناع محل اختلاف بوده و این صکوک در جایگاه چهارم قرار دارد.

در آخر: امکان انتشار صکوک مشارکت به دلیل اینکه مطابق شرع مقدس اسلام است و سرمایه‌گذار در سود و زیان سهیم است مجاز است و این صکوک نسبت به سایر صکوک با توجه به شاخص‌ها در رتبه اول است.

- آیا اهالی محله همت‌آباد و سرمایه‌گذاران از صکوک منتشرشده توسط شهرداری استقبال می‌کنند؟

شاخص سودآوری منفی یعنی بازدهی طرح از بازدهی مورد انتظار سرمایه‌گذار، کمتر است. در انتخاب یک طرح سرمایه‌گذاری از میان چند طرح پیشنهادی، طرحی انتخاب می‌شود که شاخص سودآوری آن بزرگ‌تر باشد.

شاخص سودآوری: ارزش فعلی سرمایه‌گذاری‌ها / خالص ارزش فعلی طرح = PI

در این طرح  $PI=2/1$

#### - جدول جریان نقدی

برای انجام هرگونه محاسبات اقتصادی و استخراج شاخص‌های سودآوری و در نتیجه تصمیم‌گیری برای اجرا یا عدم اجرای طرح و یا انجام تغییرات در پارامترهای اساسی طرح باید جدول جریان نقدی (مبنای کلیه محاسبات و رکن اساسی طرح‌های توجیهی) تنظیم گردد (جدول (۷)).

#### - هزینه‌های پروژه

هزینه‌ها به دو قسمت تقسیم شده‌اند:

- هزینه‌های ثابت سرمایه‌گذاری پروژه که عبارت‌اند از: «خرید زمین، ساختمان، ماشین‌آلات و تجهیزات»
- هزینه محصولات پروژه که عبارت‌اند از «هزینه تخریب، خاک‌برداری، لوله‌کشی، ساخت جوی و جدول، ثبت پلاک، اصلاح و نوسازی»

#### ۴- نتیجه‌گیری

- آیا امکان انتشار صکوک مشارکت جهت تأمین مالی پروژه‌های خاص شهرداری وجود دارد؟  
انجام پروژه تأمین مالی «طراحی صکوک جامعه‌مدار برای احیای بافت‌های فرسوده شهری (محله همت‌آباد

۳. اولویت‌بندی و بررسی فنی انواع صکوک محدود به ۴ شاخص بازده، ریسک، استقبال مشتریان، سهولت انتشار بوده است و در مورد دیگر شاخص‌ها نیاز به بررسی وجود دارد.

۴. اولویت‌بندی انواع صکوک محدود به ۴ نوع صکوک مشارکت، اجاره، مرابحه و استصناع بوده است و دیگر انواع صکوک را شامل نمی‌شود.

۵. در تحقیق حاضر تنها از یکی از ابزارهای پژوهش که پرسشنامه است استفاده گردید؛ بنابراین محدودیت ابزار از جمله مواردی است که در تعمیم نتایج باید مورد توجه قرار گیرد.

بر اساس یافته‌های جدول (۱) در سطح خطای ۰.۵٪ فرضیه صفر رد می‌شود زیرا  $t$  محاسبه شده از  $t$  بحرانی بزرگ‌تر است؛ بنابراین سرمایه‌گذاران از صکوک منتشر شده توسط بانک استقبال می‌کنند.

#### ۴-۱- محدودیت‌های پژوهش

۱. پرسشنامه این پژوهش بین سرمایه‌گذاران و کارگزاران حاضر در بورس و نمونه‌ای محدود از سرمایه‌گذاران شهر اصفهان صورت گرفته، بنابراین تعمیم نتایج به دیگر شهرها با رعایت احتیاط باید صورت گیرد.

۲. پرسشنامه پژوهش بین سرمایه‌گذاران و کارگزاران حاضر در بورس و رؤسا و معاونین بانک‌ها که سرمایه‌گذاران در بازار پول می‌باشند انجام شده و تعمیم نتایج با حاضران در بازار سرمایه باید با رعایت احتیاط صورت گیرد.

جدول (۷). فرمت کلی جریان نقدی

۲. جزئیات نقدی به منظور برنامه‌ریزی مالی			۱. نتایج تجاری			
			۳. کل			
ارزش قرضه	بهره‌برداری ۵	بهره‌برداری ۴	ساخت ۳	ساخت ۲	ساخت ۱	
۲۱۲۰۲۴۷۸۸۰۰۹/۱۲	۲۰۶۰۷۷۴۹۹۵۴۵/۰۰	۲۰۶۰۷۷۴۹۹۵۴۵/۰۰	۰/۰۰	۰/۰۰	۰/۰۰	کل جزئیات نقدی ورودی
۰/۰۰	۰/۰۰	۰/۰۰	۰/۰۰	۰/۰۰	۰/۰۰	جزئیات ورودی وجوه
۰/۰۰	۲۰۶۰۷۷۴۹۹۵۴۵/۰۰	۲۰۶۰۷۷۴۹۹۵۴۵/۰۰	۰/۰۰	۰/۰۰	۰/۰۰	جزئیات ورودی عملیاتی
۲۱۲۰۲۴۷۸۸۰۰۹/۱۲	۰/۰۰	۰/۰۰	۰/۰۰	۰/۰۰	۰/۰۰	سایر درآمدها
۰/۰۰	۰/۰۰	۰/۰۰	۶۷۷۵۰۳۳۳۳/۰۰	۶۷۷۵۰۳۳۳۳/۰۰	۶۷۷۵۰۳۳۳۳/۰۰	کل جزئیات نقدی خروجی
۰/۰۰	۰/۰۰	۰/۰۰	۶۷۷۵۰۳۳۳۳/۰۰	۶۷۷۵۰۳۳۳۳/۰۰	۶۷۷۵۰۳۳۳۳/۰۰	افزایش در دارایی‌های ثابت
۰/۰۰	۰/۰۰	۰/۰۰	۰/۰۰	۰/۰۰	۰/۰۰	افزایش در دارایی‌های جاری
۰/۰۰	۰/۰۰	۰/۰۰	۰/۰۰	۰/۰۰	۰/۰۰	هزینه‌های عملیاتی
۰/۰۰	۰/۰۰	۰/۰۰	۰/۰۰	۰/۰۰	۰/۰۰	هزینه‌های بازاریابی
۰/۰۰	۰/۰۰	۰/۰۰	۰/۰۰	۰/۰۰	۰/۰۰	مالیات بر درآمد (شرکت)
۰/۰۰	۰/۰۰	۰/۰۰	۰/۰۰	۰/۰۰	۰/۰۰	هزینه‌های تأمین مالی
۰/۰۰	۰/۰۰	۰/۰۰	۰/۰۰	۰/۰۰	۰/۰۰	بازپرداخت وام
۰/۰۰	۰/۰۰	۰/۰۰	۰/۰۰	۰/۰۰	۰/۰۰	سود سهام
۰/۰۰	۰/۰۰	۰/۰۰	۰/۰۰	۰/۰۰	۰/۰۰	استرداد حقوق صاحبان سهام

۲. جزئیات نقدی به منظور برنامه ریزی مالی						۱. نتایج تجاری
						کل ۳
ارزش قرضه	بهره برداری ۵	بهره برداری ۴	ساخت ۳	ساخت ۲	ساخت ۱	
۲۱۲۰۲۴۷۸۸۰۰۹/۱۲	۲۰۶۰۷۷۴۹۹۵۴۵/۰۰	۲۰۶۰۷۷۴۹۹۵۴۵/۰۰	-۶۷۷۵۰۳۳۳۳/۰۰	-۶۷۷۵۰۳۳۳۳/۰۰	-۶۷۷۵۰۳۳۳۳/۰۰	وجوه اضافی (کسری)
۶۰۳۸۵۴۸۷۱۰۰/۱۲	۳۹۱۸۲۹۸۹۹۰۹۱/۰۰	۱۸۵۷۵۲۳۹۹۵۴۶/۰۰	-۲۰۳۲۵۰۹۹۹۹۹/۰	-۱۳۵۵۰۰۶۶۶۶۶/۰۰	-۶۷۷۵۰۳۳۳۳/۰۰	مانده وجوه نقد تجمعی
۰/۰۰	۰/۰۰	۰/۰۰	۰/۰۰	۰/۰۰	۰/۰۰	وجوه اضافی (کسری) خارجی
۲۱۲۰۲۴۷۸۸۰۰۹/۱۲	۲۰۶۰۷۷۴۹۹۵۴۵/۰۰	۲۰۶۰۷۷۴۹۹۵۴۵/۰۰	-۶۷۷۵۰۳۳۳۳/۰۰	-۶۷۷۵۰۳۳۳۳/۰۰	-۶۷۷۵۰۳۳۳۳/۰۰	وجوه اضافی (کسری) داخلی
۰/۰۰	۰/۰۰	۰/۰۰	۰/۰۰	۰/۰۰	۰/۰۰	مانده وجوه نقد تجمعی خارجی
۲۱۲۰۲۴۷۸۸۰۰۹/۱۲	۳۹۱۸۲۹۸۹۹۰۹۱/۰۰	۱۸۵۷۵۲۳۹۹۵۴۶/۰۰	-۲۰۳۲۵۰۹۹۹۹۹/۰	-۱۳۵۵۰۰۶۶۶۶۶/۰۰	-۶۷۷۵۰۳۳۳۳/۰۰	مانده وجوه نقد تجمعی داخلی
۰/۰۰	۰/۰۰	۰/۰۰	۰/۰۰	۰/۰۰	۰/۰۰	خالص گردش وجوه

لذا پیشنهاد می‌شود از اوراقی مانند مرابحه یا اجاره که بازدهی آن‌ها مشخص است؛ استفاده گردد.

۴. در صورت استفاده از صکوک مشارکت که بازدهی مشخص ندارد، مشتریان در صورت احتمال دریافت سود بیشتر از این نوع اوراق استقبال می‌نمایند؛ بنابراین پیشنهاد می‌شود بانک با استفاده از نرم‌افزارهایی مانند کامفار توجه‌پذیر بودن و بازده مناسب‌تر این سرمایه‌گذاری را برای مشتریان تبیین نماید تا از انتشار آن استقبال صورت گیرد.

۵. بانی‌ای موفق‌تر است که با انتخاب سرمایه‌گذاری مناسب از طریق روش تحلیل سلسله‌مراتبی، با کمترین هزینه به بالاترین سود برسد. پیشنهاد می‌شود مدیریت پروژه با استفاده از این نرم‌افزار و با رتبه‌بندی عوامل مؤثر و گزینه‌های موجود در هر سرمایه‌گذاری بهترین انتخاب را در جهت سودآوری بالاتر انجام دهند.

۶. نقد شونددگی پایین اوراق از جمله عوامل عدم استقبال سرمایه‌گذاران از انتشار صکوک است، این مشکل به دلیل حضور کم و ضعیف عموم جامعه در بازار سرمایه است، حضور بانک‌ها در این بازار امکان

#### ۴-۲- پیشنهادها

۱. بر اساس پاسخ‌های مشتریان، به دلیل وجود سرمایه‌گذاری‌های دیگر مانند طلا و ارز و یا مسکن بازده اوراق مشارکت را نامناسب می‌دانند، لذا پیشنهاد می‌شود تا زمان ساماندهی به این نوع سرمایه‌گذاری‌ها که در حال حاضر بر اساس عمل سفته‌بازی در مقاطعی بسیار سودده می‌گردند؛ از انتشار صکوک خودداری گردد.

۲. بر اساس پاسخ مشتریان نقد شونددگی اوراق بسیار بااهمیت است در شرایط فعلی که سپرده‌های بانک با نرخ مشابه نقد شونددگی بالایی را دارا می‌باشند؛ پیشنهاد می‌گردد بانک از همان ابزار سپرده‌پذیری استفاده نماید، ولی در صورت حمایت از بازار سرمایه و تغییر فراوان در نرخ‌های سپرده‌ها، لازم است بانک جهت حفظ سرمایه‌گذاران خود آمادگی لازم جهت حضور در بازار سرمایه را داشته باشد.

۳. مشتریان در شرایط عدم اطمینان تمایل به سرمایه‌گذاری کمتری دارند و ترجیح می‌دهند از سرمایه‌گذاری‌های با بازده مشخص استفاده نمایند،

آئینی، محمد. (۱۳۸۷). تأمین مالی صنعت بهسازی و نوسازی شهری. اولین همایش مالیه شهرداری، مشکلات و راهکارها، تهران، مرکز مطالعات تکنولوژی دانشگاه صنعتی شریف.

بان، حسن. (۱۳۸۸). مطالعه تطبیقی صندوق‌های سرمایه‌گذاری املاک و مستغلات در سایر کشورها و امکان‌پذیری راه‌اندازی آن در ایران. پایان‌نامه کارشناسی ارشد مدیریت مالی، دانشگاه علامه طباطبایی.

جهانشاهی، محمدحسین. (۱۳۸۲). بافت فرسوده و مسئله ساخت و ساز شهری. مجله منظر شهری، ۱۳، ۱۱-۱.

سلیمی فر، مصطفی؛ خزاعی، منصوره و سلیمی فر، محمد. (۱۳۹۰). صکوک اجاره؛ ابزاری کارآمد جهت تأمین مالی پروژه‌های شهری. نشریه مدیریت شهری، ۹ (ویژه‌نامه)، ۱۱۶-۹۹.

Imperiale, Richard. (2006). real estate investment trusts.

Newell, G., & Osmadi, A. (2009). The development and preliminary performance analysis of Islamic REIT in Malaysia. *Journal of property research*, 26(4), 329-347.

Tze, S. O., Boon, H. T., Chin, H. S., & Yat, L. Y. (2012). Malaysian Real Estate Investment Trusts: A Performance and Comparative Analysis. *International Journal of Economics and Finance*, 4(5), 1-12.

کسب سود بیشتر و آموزش به عموم جامعه سبب آشنایی و افزایش کمی و کیفی سرمایه‌گذاران در این بازار می‌گردد.

۷. در اجرای صکوک نقش واسط برای بانک درآمد مناسبی به همراه خواهد داشت. پیشنهاد می‌شود با حضور در بازار سرمایه و استفاده از امکانات و اعتبار بانک در نقش واسط در انتشار صکوک، به درآمدهای حاصل از این بخش توجه ویژه شود.

۸. دو عامل در عدم استقبال مشتریان از بازار سرمایه وجود دارد. اول عدم آشنایی عامه مردم با این بازار و نحوه حضور و معامله در آن و دوم نقد شوندگی پایین این بازار به نسبت دیگر بازارها به‌ویژه بازار پول است. از سوی دیگر به دلیل ترس دولت از خروج سرمایه‌ها از بازار پول و حرکت به سوی بازارهای غیرمولد و حضور در بازارهایی مانند طلا و ارز و مسکن و ایجاد شوک‌های بزرگ در اقتصاد، حمایت‌های لازم از این بازار صورت نگرفته است. لذا پیشنهاد می‌شود بازار سرمایه و بانک‌ها به جای ایجاد فضای رقابتی بین خود به ایجاد فضای همکاری بیندیشند. لازمی این همکاری حضور مؤثر بانک‌ها در این بازار است.

## منابع

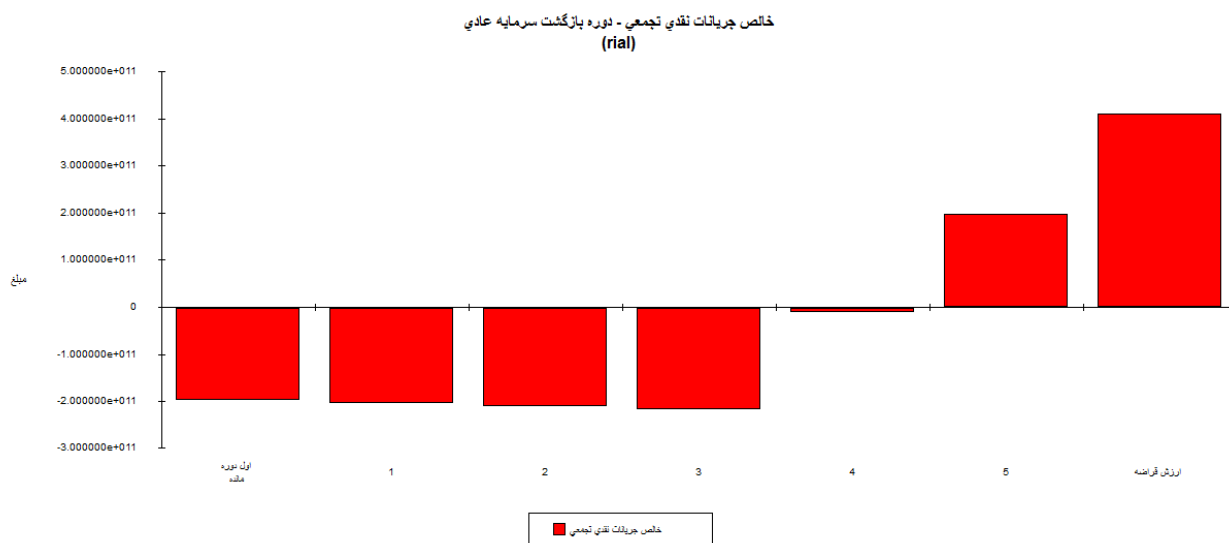
ادیب زاده، بهمن؛ عسگری نفرشی، حدیثه و حسینی، سید ابراهیم. (۱۳۸۹). مهندسی اجتماعی و نقش مشارکت مردمی در تحقق‌پذیری نوسازی در بافت‌های فرسوده شهری (نمونه موردی محله نعمت‌آباد، منطقه ۱۹، تهران). ماهنامه معماری و شهرسازی، ۲(۴)، ۱۵۸-۱۴۱.

اوکلی، پیتر؛ مارسون، دیوید. (۱۳۷۰). رهیافت مشارکت در توسعه روستایی، ترجمه منصور محمد نژاد، تهران: مرکز تحقیقات مسائل روستایی وزارت جهاد کشاورزی.



پیوست

دوره بازگشت سرمایه



تحلیل حساسیت

