فصلنامه اقتصاد شهری
سال اول، شماره اول، زمستان ۱۳۹۵
تاریخ وصول: ۱۳۹۵/۱/۲۲ تاریخ پذیرش: ۱۳۹۵/۷/٤
صص: ۱٤۳ – ۱۱۹

# طراحی و ارزش‌گذاری صکوک جامعه مدار برای احیای بافت‌های فرسوده شهری (موردمطالعه: محله همت‌آباد اصفهان)

**میترا نوع‌پرست[۱*]، مهدی طغیانی[۲]**

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 زیرساخت‌های 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) موردبررسی 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 ۲٦/۸۳ مورد تائید بوده و از میان انواع صکوک، انتشار اوراق مشارکت، اجاره به‌شرط تملیک، استصناع و مرابحه می‌تواند به‌عنوان ابزار این تأمین مالی مورداستفاده 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

*نویسنده مسؤول mitra.noaparast@gmail.com

## ۱- مقدمه

فرسودگی مناطق شهری منجر به فقر و محرومیت، ناامنی و معضلات اجتماعی، تراکم ساختمان‌های بی‌دوام و... شده است، ازاین‌رو احیای این بافت‌ها موردتوجه دولت‌ها قرارگرفته است. توجه به ابعاد اجتماعی احیای بافت‌های فرسوده و توجه به برنامه‌ریزی مشارکتی تحت عنوان «برنامه‌ریزی با مردم» به‌جای «برنامه‌ریزی برای مردم» تنها راه‌حل 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 به‌منظور احیای بافت‌های فرسوده شهری، بانام صندوق‌های سرمایه‌گذاری املاک و مستغلات[1] (ریت‌ها) اشاره‌شده 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 ازجمله 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 جنبه های (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 ازجمله 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.

بااین‌حال 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.

[1]. REIT(REAL ESTSTE INVESTMENT TRUST)

منظور از احیای بافت‌های فرسوده شهری، مرمت و بازسازی مناطق مسکونی و قدیمی شهر است و در اینجا با توجه به مواجه 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. بااین‌حال 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 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 مورداستفاده قرارگرفته‌اند، 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.

۲. بررسی استقبال یا عدم استقبال سرمایه‌گذاران بالقوه و ساکنین بافت فرسوده (محله 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 پژوهش جامعی که دربردارنده تمام اجزاء باشد صورت نپذیرفته است، بلکه در پژوهش‌های پیشین هرکدام از اجزا به‌صورت جدا و یا رابطه دو جزء باهم در نظر گرفته‌شده و موردبررسی قرارگرفته 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 موردبررسی قرار داده است. با در نظر گرفتن این موضوع که مسئله احیاء و نوسازی بافت های 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 ارزش‌افزوده 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 نوشته‌شده 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 استفاده‌شده و ضمن ارائه مدل عملیاتی صکوک اجاره نشان می‌دهد که این اوراق ازلحاظ اقتصادی ابزاری مناسب برای تأمین مالی پروژه‌های شهری محسوب می‌شود.

**مطالعات خارجی**

ایمپریال[1] (۲۰۰۶) در کتاب خود با عنوان صندوق‌های سرمایه‌گذاری املاک و مستغلات، تعریفی از این صندوق‌های سرمایه‌گذاری ارائه و به بیان تاریخچه، چگونگی توسعه و تجزیه‌وتحلیل نحوه عملکرد آن می‌پردازد. همچنین نحوه عملکرد آن‌هادرزمینهٔ ساخت ادارات و هتل‌ها و تجربه‌های صورت پذیرفته را بیان می‌نماید.

سان آونگ و همکاران[2] (۲۰۱۲) در مقاله‌ای تحت عنوان «صندوق املاک و مستغلات مالزی؛ عملکرد و تجزیه‌وتحلیل 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. تجزیه‌وتحلیل‌های وی نشان می‌دهد که صندوق‌های املاک و مستغلات چه به‌صورت اسلامی و چه به‌صورت متعارف باعث پوشش ریسک ناشی از بحران مالی شده و گزینه مناسبی برای سرمایه‌گذاران خواهد بود.

نیول و اوسمادی[3] (۲۰۰۹) در مقاله‌ای با عنوان «توسعه و تجزیه‌وتحلیل عملکرد اولیه صندوق‌های سرمایه‌گذاری املاک و مستغلات اسلامی در مالزی» ساختار ریت‌های اسلامی در مالزی و اهمیت و عملکرد آن‌ها را مورد تجزیه‌وتحلیل 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.

**۱-٤- مبانی نظری پژوهش**

**۱-٤-۱- 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 قابل‌توجه در این قانون پرداخته می‌شود.

۱- تعیین محدوده طرح‌های احیای بافت فرسوده

«ماده ٦- به‌منظور 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- درصورتی‌که 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 ولی‌فقیه از طریق مزایده اقدام می‌شود و وجوه حاصل در اختیار ولی‌فقیه 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.

٤- 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 فضاهای 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 ١٤- 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

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.

**۱-٤-۲- 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 آن‌هابراساس 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 درزمینهٔ 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 همچنین تسریع در انجام کار و کاهش هزینه تمام‌شده پروژه

**۱-٤-۳- 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. ازآنجایی‌که 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.

٤- صندوق‌های سرمایه‌گذاری املاک و مستغلات و بانک‌های دولتی

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

بانک‌ها، پس‌اندازهای شخصی و بازارهای غیررسمی تأمین می‌شود.

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

در این مقاله فرض شده است که شهرداری به‌عنوان 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 موردبررسی 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 ساخته‌شده از طرف سرمایه‌گذاران به‌صورت اجاره به‌شرط تملیک واگذار می‌شود.

**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.

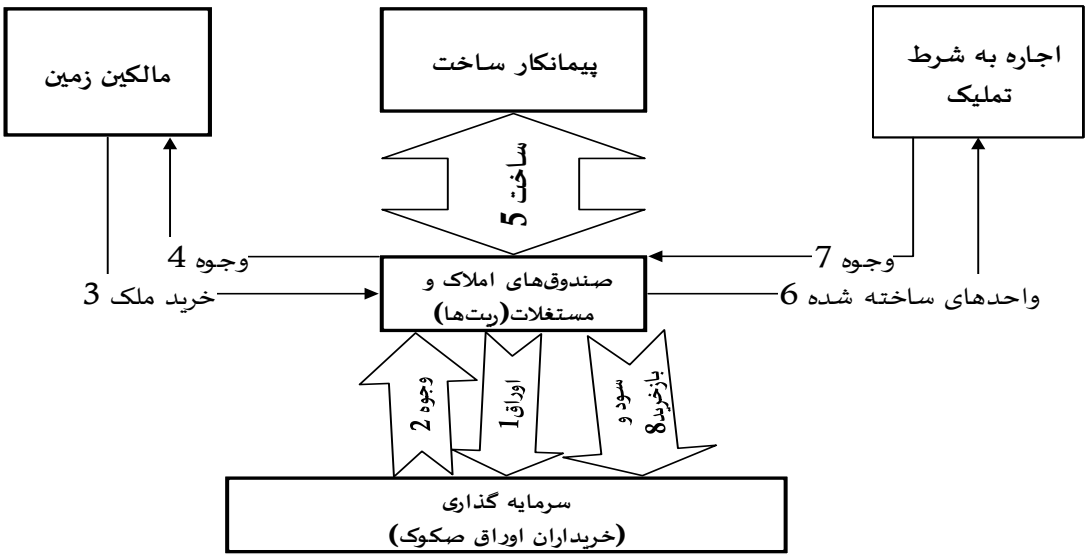
۲. وجوه جمع‌آوری‌شده در حقیقت سرمایه ریت‌ها برای خرید زمین‌های بافت فرسوده و ساخت‌وساز جدید در این زمین‌ها است.

۳ و ٤. 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 به‌صورت خرید اوراق نگه‌داشته و درنهایت در اجاره به‌شرط تملیک واحدهای ساخته‌شده اولویت یابند.

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

٦ و ۷. ساختمان‌های احداثی از طرف سرمایه‌گذاران (دارندگان اوراق صکوک) به‌صورت اجاره به‌شرط تملیک به متقاضیان واگذار می‌شود. در این واگذاری می‌توان حق اولویتی نیز به‌موجب قرارداد فروش قبلی برای مالکین زمین‌ها قائل شد.

۸. درنهایت با جمع‌آوری مبالغ اجاره به‌شرط تملیک، اوراق واگذارشده به همراه پرداخت سود آن بازخرید می‌شوند. دارندگان اوراق می‌توانند به‌موجب قرارداد حق اولویتی در انعقاد قرارداد اجاره به‌شرط تملیک داشته باشند. اجاره‌بها، سود سرمایه‌گذاران و بازخرید اوراق پس از دوره از طریق فروش واحدها به مالکین یا مستاجرین انجام می‌شود.




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

- **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 نسیه 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.

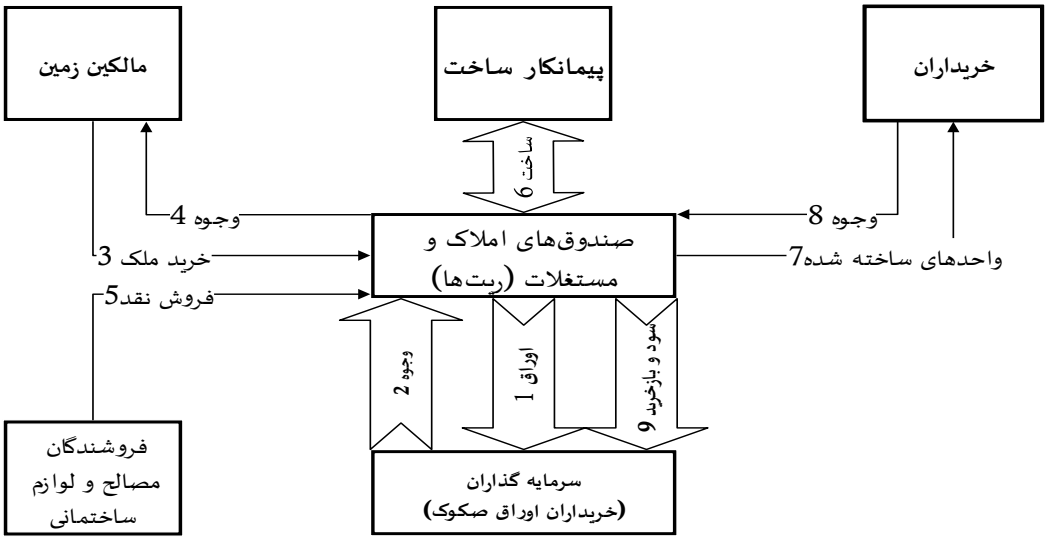
**روابط موجود در مدل فوق**

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

٦. زمین و لوازم و مصالح در اختیار پیمانکار جهت ساخت‌وساز قرار می‌گیرد. لازم به ذکر است که در




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

این روش می‌توان وجوه جمع‌آوری‌شده 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 ساخته‌شده به خریداران واگذار می‌شود.

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

**- 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 طراحی‌شده 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 قابل‌اجرا است که ریت‌ها با منابع داخلی خود و با توافق با مالکین، زمین‌های مناطق بافت‌های فرسوده را خریداری کرده باشد.

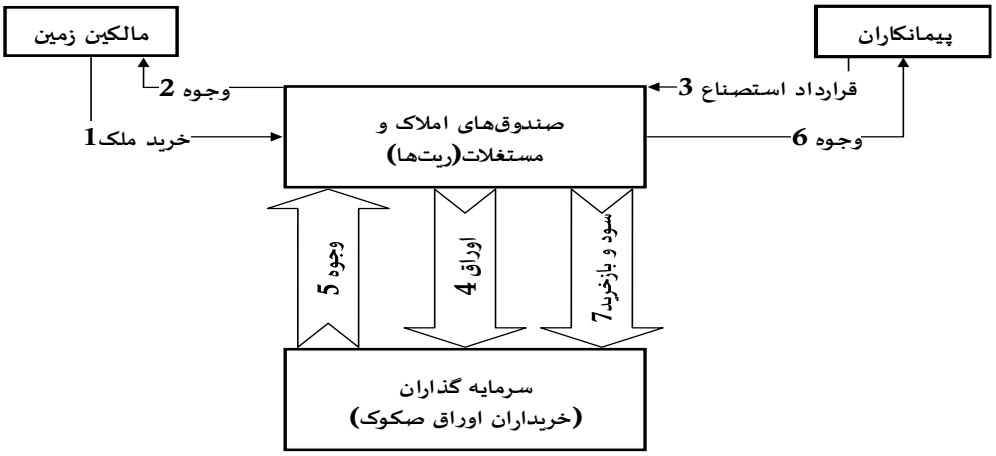
**روابط موجود در مدل فوق**

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.

٤ و ٥. ریت‌ها به اعتبار قراردادهای استصناع امضاشده 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 جمع‌آوری‌شده پوشش می‌دهند.

٦. وجوه جمع‌آوری‌شده در زمان‌های منظم در اختیار پیمانکاران ساخت قرار می‌گیرد.
۷. پس از تکمیل ساخت و از محل فروش واحدها، اوراق فروخته‌شده به همراه سود آن بازخرید 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.



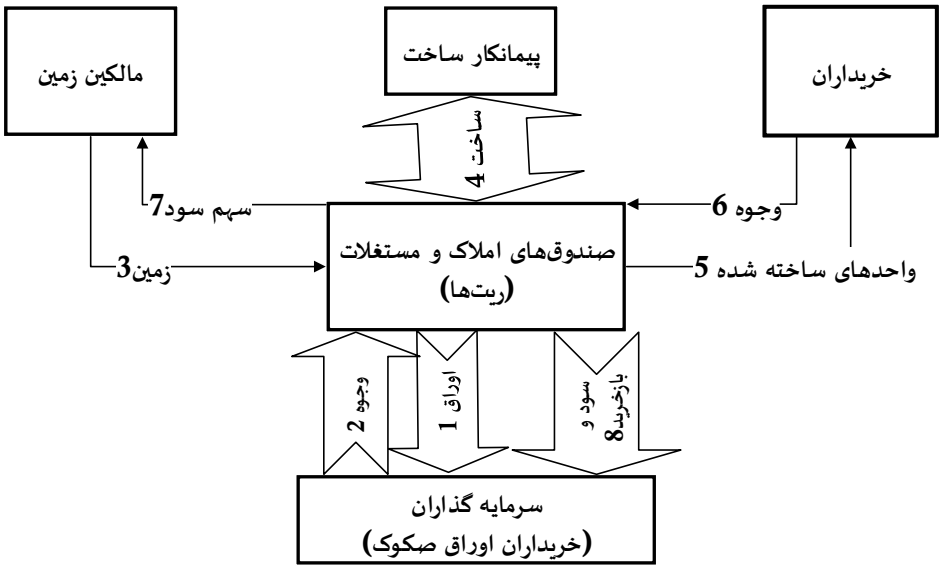

شکل (۳). مدل قابل‌استفاده جهت انتشار صکوک استصناع تأمین

- **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 تأمین‌شده و پس از پایان طرح، میزان دقیق سود و زیان تعیین‌شده 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. ریت‌هابه‌عنوان 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.
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.




شکل (٤). مدل قابل‌استفاده جهت انتشار صکوک مشارکت تأمین مالی

٤. منابع جمع‌آوری‌شده شامل زمین و منابع مالی جهت ساخت‌وساز به پیمانکار تحویل می‌شود.

۵ و ٦. واحدهای ساخته‌شده به خریداران فروخته می‌شود. ضمناً دارندگان اوراق و صاحبان زمین‌ها می‌توانند با داشتن حق اولویت نسبت به خرید واحدهای ساخته‌شده مبادرت ورزند.

۷ و ۸. پس از فروش واحدهای ساخته‌شده و محاسبهٔ سود و زیان، سهم سرمایه‌گذاران مطابق قرارداد پرداخت می‌شود. از این میان سهم صاحبان اوراق به عنوان بخشی از از سود و نیز بازخرید دارایی پرداخت می‌شود.

## ۲- روش‌پژوهش

این پژوهش ازلحاظ هدف، کاربردی است و امکان استفاده از یک مدلتأمین مالی در احیای بافت‌های فرسوده شهری را بررسی می‌نماید. از روش‌های جمع‌آوری اطلاعات به‌صورت 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 زوجی بود؛ که ازنظرات ۳ نفر از متخصصان مالی اسلامی و بانکداری اسلامی استفاده شد. در پرسشنامه دیگر که در جامعه‌ی آماری دوم باید توزیع می گردید؛ 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.

به‌طورکلی روش‌های گردآوری اطلاعات به شرح زیر است:

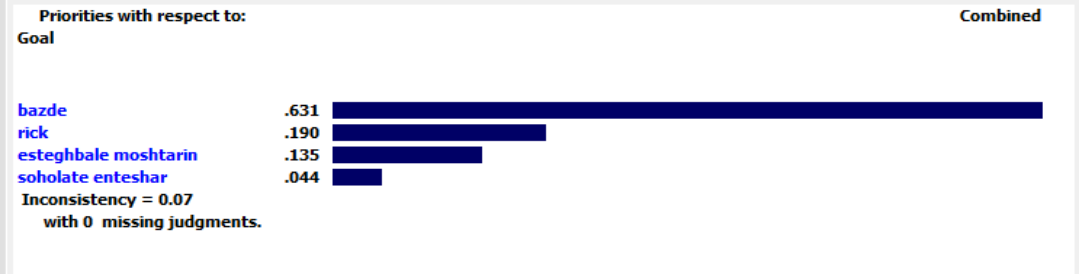
- استفاده از کتب تخصصی امور مالی اسلامی، مقالات، پایان‌نامه‌ها، سایت‌های اینترنتی
- مصاحبه و توزیع پرسشنامه متخصصان امور مالی اسلامی و بانکداری اسلامی
- توزیع پرسشنامه میان سرمایه‌گذاران بالقوه و ساکنین محله همت‌آباد اصفهان

به‌منظور سنجش پایایی (محک اعتبار پرسشنامه) از ضریب آلفای کرونباخ استفاده‌شده است. در پژوهش‌های علوم انسانی ضریب آلفای بیشتر از (۰/۷) موردقبول است که با استفاده از نرم‌افزار spss استخراج‌شده و ۰/۸۱٦ است که پایایی پرسشنامه تائید می‌گردد. در بخش پایانی پژوهش نیز با استفاده از نرم‌افزار کامفار به تحلیل کارایی بهتر صکوک نسبت به روش‌های تأمین مالی فعلی در شهرداری پرداخته‌شده است.

## ۳- یافته‌های پژوهش

### ۳-۱- اولویت‌بندی انواع صکوک قابل‌انتشار

ازجمله 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.




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

منبع یافته‌های محقق

این اولویت‌بندی با ٤ شاخص بازده، ریسک، استقبال سرمایه‌گذاران و سهولت انجام 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 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 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.

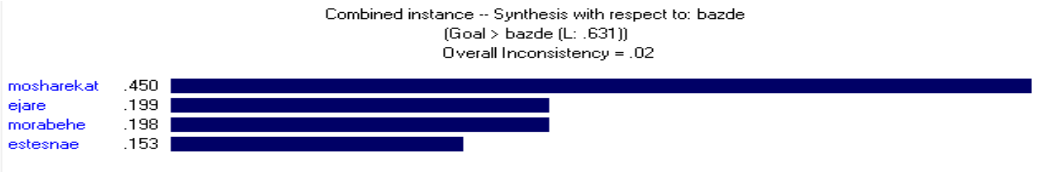
نمودارهای (۲) تا (۵) اولویت‌بندی گزینه‌ها در مقابل هر یک از شاخص‌ها را نشان می‌دهد.

اوراق مشارکت دارای کمترین ریسک و مرابحه دارای 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.

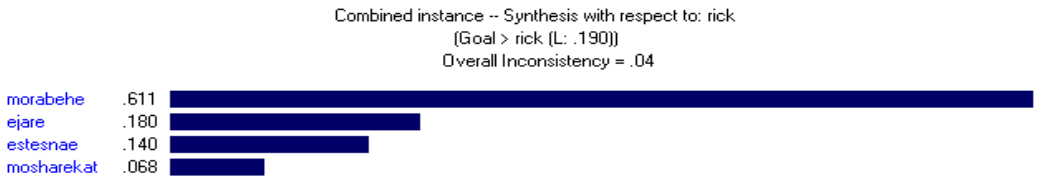
استقبال از اوراق منتشرشده نیز یکی از مهم‌ترین شاخص‌های موردبررسی است و از ضریب بالایی نیز برخوردار است؛ چراکه در صورت عدم استقبال سرمایه‌گذاران، وجوه کافی جهت انجام موضوع اوراق جمع‌آوری نمی‌گردد. درنهایت شاخص سهولت قرار دارد. این شاخص از اهمیت کمتری نسبت به بقیه‌ی شاخص‌ها برخوردار است و ضریب پایین‌تری را نسبت به بقیه‌ی شاخص‌ها دارا است. اوراق مرابحه به دلیل سادگی روابط و حذف شرکت واسط از سهولت بیشتری برخوردار است و مشارکت به دلیل پیچیدگی بیشتر و نیاز به کارشناسی‌های متعدد از سهولت کمتری برخوردار است.

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

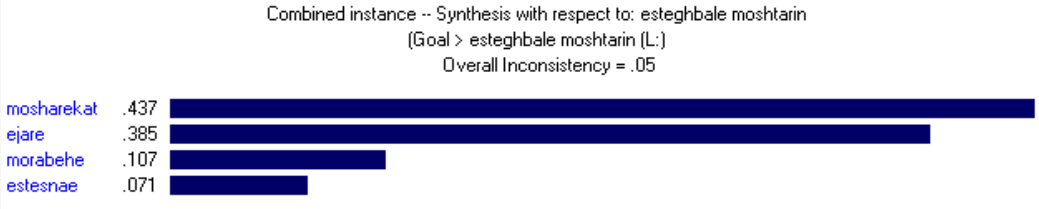
در این بخش برای پاسخ به این سؤال که آیا اهالی محله همت‌آباد از صکوک منتشرشده توسط شهرداری



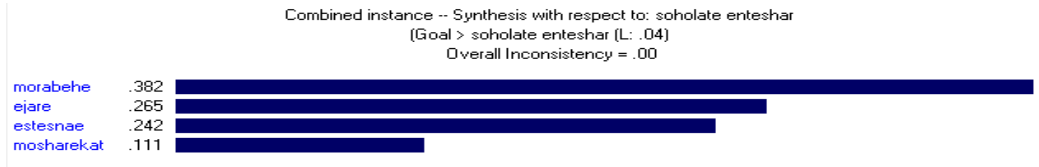

نمودار (۲). مقایسه زوجی گزینه‌ها بر اساس شاخص بازده




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




نمودار (٤). مقایسه زوجی گزینه‌ها بر اساس شاخص استقبال سرمایه‌گذاران




نمودار (۵) مقایسه زوجی گزینه‌ها بر اساس شاخص سهولت

منبع: یافته‌های محقق

استقبال می‌کنند؟ از آمار استنباطی استفاده گردید. نمونه پژوهش ۲۸۱ نفر از اهالی محله و سرمایه‌گذاران می‌باشند که در ادامه ویژگی‌های جنسیت، سن، میزان درآمد و تحصیلات در مورد آن‌ها موردبررسی قرار می‌گیرد.

**- جنسیت (سرمایه‌گذاران)**

طبق نتایج به‌دست‌آمده: ۷٤/٦ درصد (۱۳۵ نفر) از پاسخ‌دهندگان مرد و ۲۵/٤ درصد (٤٦ نفر) زن می‌باشند که بیشترین فراوانی جنسیت را مردان تشکیل می‌دهند.

**- جنسیت (اهالی محله همت‌آباد)**

۵۸ درصد (۵۸ نفر) از پاسخ‌دهندگان مرد و ٤۲ درصد (٤۲ نفر) زن می‌باشند که بیشترین فراوانی جنسیت را مردان تشکیل می‌دهند.

**- میزان تحصیلات (سرمایه‌گذاران)**

۱۰/۵ درصد (۱۹ نفر) تحصیلات زیر دیپلم و دیپلم، ۲/۲ درصد (٤ نفر) تحصیلات فوق‌دیپلم، ۵۳/٦ درصد (۹۷ نفر) تحصیلات لیسانس، ۲۳/۸ درصد (٤۳ نفر) فوق‌لیسانس و ۲/۲ درصد (٤ نفر) تحصیلات دکترا دارا می‌باشند و ۷/۷ درصد (۱٤ نفر) پاسخ ندادند. بیشترین فراوانی مربوط به تحصیلات لیسانس است.

**- میزان تحصیلات (اهالی محله)**

٤۱ درصد (٤۱ 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 ٤ درصد (٤ نفر) پاسخ ندادند. بیشترین فراوانی مربوط به تحصیلات زیر دیپلم است.

**- سن (سرمایه‌گذاران)**

۳۳/۱ درصد (٦۰ نفر) سن بین ۲۰ تا ۳۰ سال، ۵۰/۳ درصد (۹۱ نفر) سن بین ۳۰ تا ٤۰ سال، ۱۱ درصد (۲۰ نفر) سن بین ٤۰ تا ۵۰ سال، ۳/۳ درصد (٦ نفر) سن بین ۵۰ تا ٦۰ سال و ۲/۳ درصد (٤ نفر) پاسخ ندادند. بیشترین فراوانی مربوط به سن ۳۰ تا ٤۰ 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 ٤۰ سال، ٤٤ درصد (٤٤ نفر) سن ٤۰ سال به بالا و ۲ درصد (۲ نفر) پاسخ ندادند. بیشترین فراوانی مربوط به سن ۲۰ تا ٤۰ سال است. نکته‌ی دیگر اینکه بیش از ۵۰ درصد از پاسخ‌دهندگان از جوانان می‌باشند که ریسک‌پذیری این افراد بیش از دیگران است.

**- 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 خریدوفروش آن دو سؤال مطرح‌شده 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 خریدوفروش اوراق مشارکت در بازار بورس آشنایی دارید؟ (سرمایه‌گذاران)

٤۹/۲ درصد (۸۹ نفر) با نحوه‌ی خریدوفروش اوراق مشارکت در بازار بورس آشنایی ندارند.

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

۸۷ درصد (۸۷ نفر) با نحوه‌ی خریدوفروش 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)

$H_0: \mu \leq ۳$

$H_1: \mu > ۳$

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

| میانگین | انحراف معیار | انحراف از میانگین | درجه آزادی | T | سطح احتمال |
|---|---|---|---|---|---|
| ۳ | ۲/۵۰۹ | ۰/۱۸٦ | 180 | ۵۰/۳٦۲ | ۰/۰۰۰ |

منبع: یافته‌های تحقیق

بر اساس یافته‌های جدول (۱) در سطح خطای ۵٪ (با ضریب اطمینان ۹۵ درصد) فرضیه صفر تائید 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)

$H_0: \mu \leq ۳$

$H_1: \mu > ۳$

بر اساس یافته‌های جدول (۲) در سطح خطای ۵٪ (با ضریب اطمینان ۹۵ درصد) فرضیه صفر رد می‌شود، زیرا t محاسبه‌شده از t بحرانی بزرگ‌تر است؛ بنابراین 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)

$H_0: \mu \leq ۳$

$H_1: \mu > ۳$

بر اساس یافته‌های جدول (۳) در سطح خطای ۵٪ (با ضریب اطمینان ۹۵ درصد) فرضیه صفر تائید می‌شود، زیرا t محاسبه‌شده از t بحرانی کوچک‌تر است؛ بنابراین اگر بازده اوراق منتشرشده از بازده سپرده‌های بانکی و بازده بورس کمتر باشد استقبال نمی‌کنند.

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 (٤). میزان خواستار بازسازی و احیای منازل

| میانگین | انحراف معیار | انحراف از میانگین | درجه آزادی | T | سطح احتمال |
|---|---|---|---|---|---|
| ۳ | ٤/٥١٤ | ۰/٤٥١ | ۹۹ | ۱۹/۷٦ | ۰/۰۰۰ |

منبع: یافته‌های تحقیق

**- پرسشنامه اهالی محله**

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

(٤)

$H_0: \mu \leq ۳$

$H_1: \mu > ۳$

مقدار sig = ۰/۰۰۰کمتر از ۰/۰۵ (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 ۹۵٪ رد نمی‌شود.

البته با توجه به نتایج جدول (٤) 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.

(۵)

$H_0: \mu \leq ۳$

$H_1: \mu > ۳$

مقدار sig = ۰/۰۰۰کمتر از ۰/۰۵ (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 ۹۵٪ 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.

(٦)

$H_0: \mu \leq ۳$

$H_1: \mu > ۳$

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

| میانگین | انحراف معیار | انحراف از میانگین | درجه آزادی | T | سطح احتمال |
|---|---|---|---|---|---|
| ۳ | ۵/٦۵۳ | ۰/۵٦۵ | ۹۹ | ۲٦/۹٤۱ | ۰/۰۰۰ |

منبع: یافته‌های تحقیق

جدول (٦). میزان استقبال اهالی محله از انتشار صکوک

| میانگین | انحراف معیار | انحراف از میانگین | درجه آزادی | T | سطح احتمال |
|---|---|---|---|---|---|
| ۳ | ۱/٦۱۹ | ۰/۱٦۲ | ۹۹ | -۰/۹۸۸ | ۰/۳۲۵ |

منبع: یافته‌های تحقیق

مقدار ۰/۳۲۵ = sigبیشتر 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.

درنهایت 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 ٤ نوع صکوک در احیای بافت فرسوده امکان‌پذیر است و ازنظر 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.

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[1]، نرخ بازده داخلی[2]، 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)

$$\text{دوره برگشت سرمایه‌گذاری} = \frac{\text{کل سرمایه گذاری}}{\text{درآمدسالیانه}}$$

درصورتی‌که درآمدهای سالیانه مساوی نباشند، دراینصورت 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.

---

[1].NPV

[2]. IRR :Internal Rate of Return

در این پروژه دوره بازگشت سرمایه ٤ 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 قابل‌قبول 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)

$$N.P.V=\sum_{t=1}^{n}\frac{cf_t}{(1+I)^2}$$

اجزاء این رابطه به‌قرار زیر است:

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

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

- I نرخ بازده قابل‌قبول یا نرخ سود است.

درنهایت مقدار ارزش خالص فعلی به‌صورت زیر استخراج شد:

NPV= ٤٧/٤٤٣٨٩٢٣٦٠٤٩

با توجه به اینکه NPV مثبت است، پروژه سودآوراست.

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

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

IRR= ٢٦/٨٣

**- تحلیل حساسیت**

با کمک تحلیل حساسیت می‌توان مهم‌ترین عامل مؤثر در سوددهی پروژه را شناسایی کرد ودرمحاسبات بااحتیاط بیشتری به تأثیر تغییرات آن عامل درنتیجه گیری 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 قابل‌توجهی بر سودآوری طرح ندارد اما با افزایش دارایی‌های ثابت و درآمد فروش می‌توان بر سودآوری طرح افزود.

**- شاخص نرخ سودآوری**

طرحی قابل‌قبول 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.

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=۲/۱

**- جدول جریان نقدی**

برای انجام هرگونه محاسبات اقتصادی و استخراج شاخص‌های سودآوری و درنتیجه 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 تقسیم‌شده‌اند:

- 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»

## ٤- نتیجه‌گیری

- آیا امکان انتشار صکوک مشارکت جهت تأمین مالی پروژه‌های خاص شهرداری وجود دارد؟

انجام پروژه تأمین مالی «طراحی صکوک جامعه مدار برای احیای بافت‌های فرسوده شهری (محله همت‌آباد 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 به‌قاعده اکل مال به باطل باید معامله به‌صورت واقعی صورت گیرد، سود بر اساس خریدوفروش نسیه است و این صکوک ربوی نیست. ازنظر 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 ازلحاظ شرع مقدس مجاز است و ازنظر 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؟

بر اساس یافته‌های جدول (۱) در سطح خطای ۵٪ فرضیه صفر رد می‌شود زیرا t محاسبه‌شده از t بحرانی بزرگ‌تر است؛ بنابراین سرمایه‌گذاران از صکوک منتشرشده توسط بانک استقبال می‌کنند.

### ٤-۱- 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 انجام‌شده و تعمیم نتایج با حاضران در بازار سرمایه باید با رعایت احتیاط صورت گیرد.

۳. اولویت‌بندی و بررسی فنی انواع صکوک محدود به ٤ شاخص بازده، ریسک، استقبال مشتریان، سهولت انتشار بوده است و در مورد دیگر شاخص‌ها نیاز به بررسی وجود دارد.

٤. اولویت‌بندی انواع صکوک محدود به ٤ 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 ازجمله مواردی است که در تعمیم نتایج باید موردتوجه قرار گیرد.

جدول (۷). فرمت کلی جریان نقدی

| ۱.نتایج تجاری | | | ۲.جزئیات نقدی به‌منظوربرنامه‌ریزی مالی | | |
|---|---|---|---|---|---|
| ۳.کل | | | | | |
| | ساخت ۱ | ساخت ۲ | ساخت ۳ | بهره‌برداری ٤ | بهره‌برداری ۵ | ارزش قراضه |
| کل جزئیات نقدی ورودی | ۰/۰۰ | ۰/۰۰ | ۰/۰۰ | ۲۰٦۰۷۷٤۹۹۵٤۵/۰۰ | ۲۰٦۰۷۷٤۹۹۵٤۵/۰۰ | ۲۱۲۰۲٤۷۸۸۰۰۹/۱۲ |
| جزئیات ورودی وجوه | ۰/۰۰ | ۰/۰۰ | ۰/۰۰ | ۰/۰۰ | ۰/۰۰ | ۰/۰۰ |
| جزئیات ورودی عملیاتی | ۰/۰۰ | ۰/۰۰ | ۰/۰۰ | ۲۰٦۰۷۷٤۹۹۵٤۵/۰۰ | ۲۰٦۰۷۷٤۹۹۵٤۵/۰۰ | ۰/۰۰ |
| سایر درآمدها | ۰/۰۰ | ۰/۰۰ | ۰/۰۰ | ۰/۰۰ | ۰/۰۰ | ۲۱۲۰۲٤۷۸۸۰۰۹/۱۲ |
| کل جزئیات نقدی خروجی | ٦۷۷۵۰۳۳۳۳۳/۰۰ | ٦۷۷۵۰۳۳۳۳۳/۰۰ | ٦۷۷۵۰۳۳۳۳۳/۰۰ | ۰/۰۰ | ۰/۰۰ | ۰/۰۰ |
| افزایش در دارایی‌های ثابت | ٦۷۷۵۰۳۳۳۳۳/۰۰ | ٦۷۷۵۰۳۳۳۳۳/۰۰ | ٦۷۷۵۰۳۳۳۳۳/۰۰ | 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 | ۰/۰۰ | ۰/۰۰ | ۰/۰۰ | ۰/۰۰ | ۰/۰۰ | ۰/۰۰ |

| ۱.نتایج تجاری | | | ۲.جزئیات نقدی به‌منظوربرنامه‌ریزی مالی | | |
|---|---|---|---|---|---|
| ۳.کل | | | | | |
| | ساخت ۱ | ساخت ۲ | ساخت ۳ | بهره‌برداری ٤ | بهره‌برداری ٥ | ارزش قراضه |
| وجوه اضافی (کسری) | -٦٧٧٥٠٣٣٣٣٣/٠٠ | -٦٧٧٥٠٣٣٣٣٣/٠٠ | -٦٧٧٥٠٣٣٣٣٣/٠٠ | ٢٠٦٠٧٧٤٩٩٥٤٥/٠٠ | ٢٠٦٠٧٧٤٩٩٥٤٥/٠٠ | ٢١٢٠٢٤٧٨٨٠٠٩/١٢ |
| مانده وجوه نقد تجمعی | -٦٧٧٥٠٣٣٣٣٣/٠٠ | -١٣٥٥٠٠٦٦٦٦٦/٠٠ | -٢٠٣٢٥٠٩٩٩٩٩/٠ | ١٨٥٧٥٢٣٩٩٥٤٦/٠٠ | ٣٩١٨٢٩٨٩٩٠٩١/٠٠ | ٦٠٣٨٥٤٦٨٧١٠٠/١٢ |
| وجوه اضافی (کسری) خارجی | ٠/٠٠ | ٠/٠٠ | ٠/٠٠ | ٠/٠٠ | ٠/٠٠ | ٠/٠٠ |
| وجوه اضافی (کسری) داخلی | -٦٧٧٥٠٣٣٣٣٣/٠٠ | -٦٧٧٥٠٣٣٣٣٣/٠٠ | -٦٧٧٥٠٣٣٣٣٣/٠٠ | ٢٠٦٠٧٧٤٩٩٥٤٥/٠٠ | ٢٠٦٠٧٧٤٩٩٥٤٥/٠٠ | ٢١٢٠٢٤٧٨٨٠٠٩/١٢ |
| مانده وجوه نقد تجمعی خارجی | ٠/٠٠ | ٠/٠٠ | ٠/٠٠ | ٠/٠٠ | ٠/٠٠ | ٠/٠٠ |
| مانده وجوه نقد تجمعی داخلی | -٦٧٧٥٠٣٣٣٣٣/٠٠ | -١٣٥٥٠٠٦٦٦٦٦/٠٠ | -٢٠٣٢٥٠٩٩٩٩٩/٠ | ١٨٥٧٥٢٣٩٩٥٤٦/٠٠ | ٣٩١٨٢٩٨٩٩٠٩١/٠٠ | ٢١٢٠٢٤٧٨٨٠٠٩/١٢ |
| خالص گردش وجوه | ٠/٠٠ | ٠/٠٠ | ٠/٠٠ | ٠/٠٠ | ٠/٠٠ | ٠/٠٠ |

### ٤-٢- 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 شوندگی اوراق بسیار بااهمیت است در شرایط فعلی که سپرده‌های بانک با نرخی مشابه نقد شوندگی بالایی را دارا می‌باشند؛ پیشنهاد می‌گردد بانک از همان ابزار سپرده پذیری 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، لذا پیشنهاد می‌شود از اوراقی مانند مرابحه یا اجاره که بازدهی آن‌ها مشخص است؛ استفاده گردد.

٤. 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 توجیه‌پذیر 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.

٦. نقد شوندگی پایین اوراق ازجمله 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

کسب سود بیشتر و آموزش به عموم جامعه سبب آشنایی و افزایش کمّی 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 به‌سوی 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 به‌جای ایجاد فضای رقابتی بین خود به ایجاد فضای همکاری بیندیشند. لازمه‌ی 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(٤)، ۱۵۸– ۱٤۱.

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

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)، ۱۱٦– ۹۹.

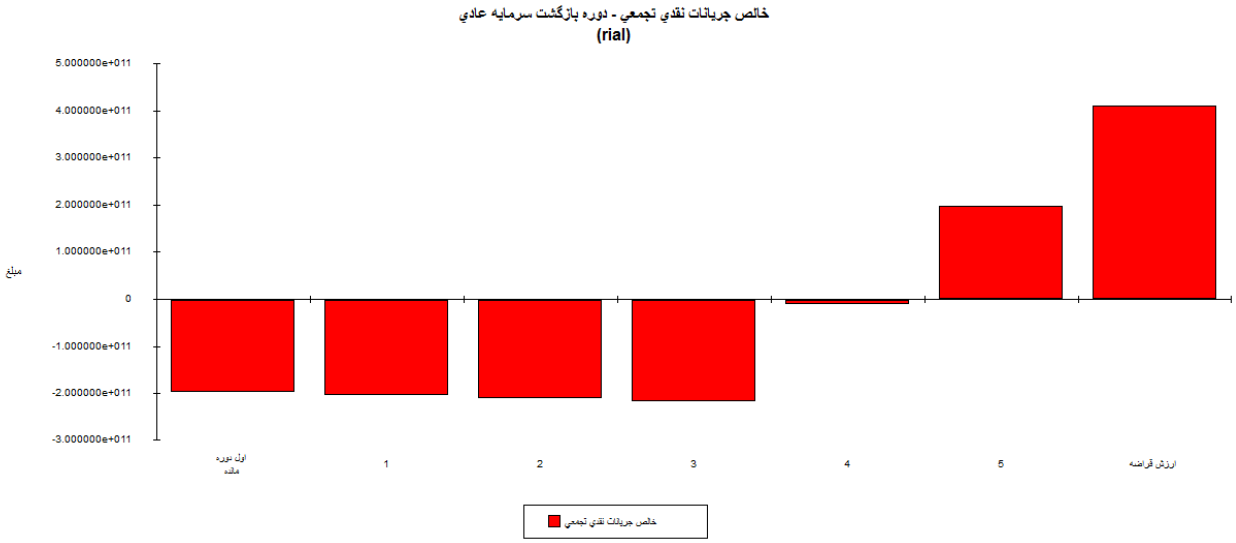
Imperiale, Richard. (2006). real estate investment trusts.

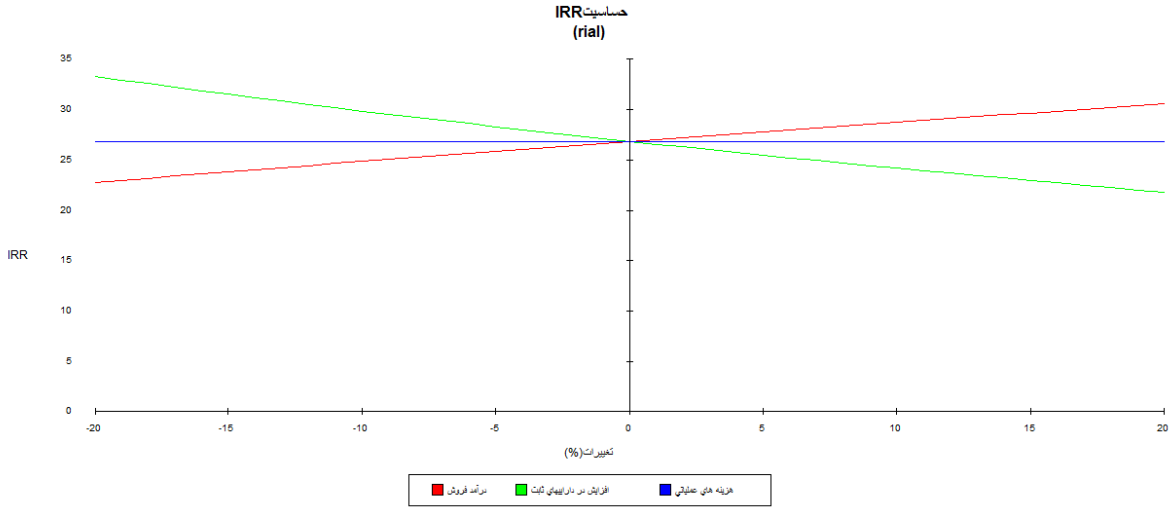
Newell, G., & Osmadi, A. (2009). The development and preliminary performance analysis of Islamic REIT in Malaysia. *Journal of property research*, 26(4), 329-347.

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.

پیوست

## دوره بازگشت سرمایه




## تحلیل حساسیت