

بِسْمِ اللَّهِ الرَّحْمَنِ الرَّحِيمِ

دانشگاه الزهرا (س)

دانشکده علوم اجتماعی و اقتصادی

پایان نامه

جهت اخذ درجه کارشناسی ارشد

رشته مدیریت بازرگانی گرایش مالی

عنوان

ارائه مدل تامین مالی پروژه‌های پیمانکاری توسط اوراق سفارش ساخت

(صکوک استصناع)

استاد راهنما

دکتر علی صالح آبادی

دکتر ابراهیم عباسی

استاد مشاور

دکتر علی بازآیی

دانشجو

معصومه سعدآبادی

مهر ماه سال ۱۳۹۰

تقدیم می کنم به ستاره های آسمان زندگی ام:

اعضای خانواده ام، پدر و مادر مهربانم

همسر فداکار و دلسوزم

و فرزندان دلبندم

- ❖ تشکر و قدردانی صمیمانه خود را تقدیم می‌کنم به یکایک اساتید گرانقدر:
- ❖ جناب آقای دکتر صالح‌آبادی که منشا قوت قلب و امیدواری و اعتمادبه‌نفس بودند و با وجود مشغله‌های فراوان از هیچ‌گونه کمکی فروگذار نمودند
- ❖ جناب آقای دکتر عباسی با راهنمایی‌های خردمندانه و پیگیری‌های مجدانه راهنمای بنده بودند
- ❖ جناب آقای دکتر بازایی با مهربانی و گشاده‌رویی و کمک‌های بی‌دریغ ایشان کارهای سخت آسان می‌گردید
- ❖ جناب حجه‌الاسلام آقای دکتر موسویان که با حضور علمی و معنوی و روحانی اثر شایانی بر نتیجه کار داشتند
- ❖ جناب آقای دکتر رستمی با همکاری صمیمانه و ابراز لطفی که به بنده داشتند
- ❖ جناب آقای دکتر قالیباف که از ابتدا مرا به این مسیر راهنمایی نمودند
- ❖ تشکر نهایی را نیز تقدیم می‌کنم به همسر بزرگوارم که کمی‌ها و کاستی‌های دوران پایان‌نامه را تحمل نمودند تا کار به سرانجام برسد

چکیده

این پژوهش به بررسی و مطالعه ابزارهای مالی جدید، به خصوص ابزارهای مالی اسلامی و مقایسه آن‌ها با ابزارهای مالی متعارف پرداخته است. ابزارهای مالی اسلامی به علت اتکا به یک دارایی مالی واقعی در کشورهای اسلامی و حتی غیراسلامی که دارای بازارهای مالی توسعه‌یافته‌ای نیز هستند، روزبه‌روز در حال گسترش است.

در این پژوهش ابتدا اوراق سفارش ساخت (صکوک استصناع) به عنوان یک ابزار تامین مالی اسلامی معرفی می‌شود و ابعاد مختلف آن بررسی می‌شود. سپس سایر روش‌های تامین مالی پیمانکاری نیز توضیح داده می‌شود.

پس از معرفی و شناسایی این ابزار و سایر ابزارهای مشابه، فرایند انتشار و رویه اجرایی اوراق سفارش ساخت طی یک مدل عملیاتی ارائه می‌گردد. در طراحی این مدل از مدل‌های طراحی شده در تحقیقات گذشته و رویه اجرایی انتشار سایر اوراق در سازمان بورس و اوراق بهادار، به عنوان مثال اوراق اجاره، استفاده شده است.

با هدف مقایسه این ابزار با سایر ابزارهای رایج، اوراق مشارکت به علت مشابهت‌های ساختاری با اوراق سفارش ساخت، به عنوان نماینده ابزار متعارف در نظر گرفته شده است. ریسک به عنوان یک شاخص مهم ابزار مالی جهت تصمیم‌گیری سرمایه‌گذار، عامل مقایسه اوراق سفارش ساخت و اوراق مشارکت تعیین شد و توسط ابزار گردآوری پرسشنامه، از خبرگان موضوع اطلاعات جمع‌آوری گردید. اطلاعات به دست آمده به دو روش آکار توصیفی و آمار استنباطی مورد آزمون و بررسی قرار گرفته است و نتایج حاصل نشان‌دهنده این نکته است که ریسک اوراق سفارش ساخت در حالت کلی با

ریسک اوراق مشارکت به عنوان نماینده ابزار متعارف یکسان است. بررسی‌ها به صورت گروهی و موردی نیز انجام گرفته و به عنوان مثال در مورد ریسک ورشکستگی ریسک اوراق استصناع کمتر از ریسک اوراق مشارکت به دست آمده است.

فهرست مطالب

۱.۱	مقدمه	۲
۲.۱	تبیین موضوع پژوهش	۲
۳.۱	اهمیت و ضرورت پژوهش	۵
۴.۱	پرسش‌های پژوهش	۶
۵.۱	اهداف پژوهش	۶
۶.۱	اطلاعات مربوط به روش‌شناسی پژوهش	۷
۶.۱.۱	روش تحقیق و انجام مراحل تحقیق	۷
۶.۱.۲	روش گردآوری اطلاعات و داده‌ها	۷
۶.۱.۳	جامعه آماری	۸
۷.۱	کاربرد تحقیق	۸
۸.۱	اصطلاحات و واژه‌های کلیدی تحقیق	۹
۱.۲	مقدمه	۱۲
۲.۲	صکوک یا اوراق بهادار اسلامی	۱۳
۳.۲	اوراق سفارش ساخت (صکوک استصناع) و مدل‌های آن	۱۷
۱.۳.۲	تعریف استصناع	۱۷
۲.۳.۲	روش تامین مالی بر اساس استصناع	۱۸
۳.۳.۲	نظریه فقهی در مورد عقد استصناع	۱۹
۴.۳.۲	ارکان عقد استصناع	۲۰

- ۲۱..... ۵.۳.۲. انواع استصناع
- ۲۲..... ۶.۳.۲. اوراق سفارش ساخت
- ۲۳..... ۷.۳.۲. ارکان اوراق استصناع
- ۲۳..... ۱.۷.۳.۲. بانى
- ۲۳..... ۲.۷.۳.۲. ناشر
- ۲۴..... ۳.۷.۳.۲. سرمايه گذاران
- ۲۴..... ۴.۷.۳.۲. امين
- ۲۴..... ۵.۷.۳.۲. شركت تامين سرمايه
- ۲۴..... ۶.۷.۳.۲. عامل
- ۲۵..... ۷.۷.۳.۲. ضامن
- ۲۵..... ۸.۷.۳.۲. حسابرس
- ۲۵..... ۹.۷.۳.۲. موسسه رتبه بندي
- ۲۵..... ۱۰.۷.۳.۲. بازارگردان
- ۲۵..... ۸.۳.۲. ويژگي هاي اوراق سفارش ساخت به عنوان يك ابزار مالي
- ۲۶..... ۱.۸.۳.۲. مدت
- ۲۶..... ۲.۸.۳.۲. قيمت اسمي
- ۲۶..... ۳.۸.۳.۲. انتشاردهنده
- ۲۶..... ۴.۸.۳.۲. تضمين
- ۲۶..... ۵.۸.۳.۲. ورود به بازار بورس
- ۲۷..... ۹.۳.۲. انواع اوراق استصناع
- ۲۷..... ۱.۹.۳.۲. استصناع مستقيم

- ۲۸..... ۱.۱.۹.۳.۲. مثال استصناع مستقیم
- ۲۹..... ۲.۱.۹.۳.۲. مدل عملیاتی استصناع مستقیم
- ۲۹..... ۳.۱.۹.۳.۲. روابط حقوقی استصناع مستقیم
- ۳۰..... ۲.۹.۳.۲. استصناع غیر مستقیم
- ۳۱..... ۱.۲.۹.۳.۲. مدل عملیاتی استصناع غیر مستقیم
- ۳۱..... ۲.۲.۹.۳.۲. روابط حقوقی استصناع غیر مستقیم
- ۳۲..... ۱۰.۳.۲. انواع مدل‌های موجود اوراق سفارش ساخت (صکوک استصناع)
- ۳۲..... ۱۱.۱۰.۳.۲. استصناع موازی
- ۳۳..... ۱۲.۱۰.۳.۲. استصناع و اجاره به شرط تملیک:
- ۳۴..... ۳.۱۰.۳.۲. اوراق استصناع مستقیم
- ۳۵..... ۴.۱۰.۳.۲. اوراق استصناع غیر مستقیم (موازی)
- ۳۵..... ۵.۱۰.۳.۲. اوراق استصناع و اجاره عادی
- ۳۶..... ۶.۱۰.۳.۲. استصناع و اجاره با اختیار فروش
- ۳۷..... ۷.۱۰.۳.۲. اوراق استصناع کوپن‌دار
- ۳۷..... ۸.۱۰.۳.۲. اوراق استصناع موازی با قابلیت تبدیل به سهام
- ۳۷..... ۹.۱۰.۳.۲. سایر مدل‌ها
- ۳۹..... ۱۱.۳.۲. ویژگی‌های اوراق استصناع موجود
- ۱.۱۱.۳.۲. عدم وجود جریان نقدی در طول دوره برای سرمایه‌گذاران در اوراق استصناع موازی و مستقیم
- ۳۹..... ۲.۱۱.۳.۲. وجود ریسک هزینه فرصت:
- ۴۰..... ۳.۱۱.۳.۲. پیچیدگی اوراق سفارش ساخت:

۴۰. ویژگی‌های مطلوب ابزار مالی ۴۰
۴۰. کارایی ۴۰
۴۰. جهت‌گیری متناسب با رشد و توسعه اقتصادی کشور ۴۰
۴۱. نقدینگی ۳.۴.۲
۴۱. امکان اعمال سیاست مالی از طریق ابزار مالی ۴.۴.۲
۴۲. امکان اعمال سیاست پولی ۵.۴.۲
۴۲. ریسک اوراق سفارش ساخت ۵.۲
۴۳. ریسک‌های مرحله قبل از بهره‌برداری و ساخت پروژه ۱.۵.۲
۴۳. ریسک برنامه‌ریزی ۱.۱.۵.۲
۴۳. ریسک تکنولوژی ۲.۱.۵.۲
۴۴. ریسک ساخت ۳.۱.۵.۲
۴۴. ریسک محیط فعالیت ۴.۱.۵.۲
۴۴. ریسک نظارتی ۵.۱.۵.۲
۴۴. ریسک سیاسی ۶.۱.۵.۲
۴۵. ریسک نرخ بهره ۷.۱.۵.۲
۴۵. ریسک نرخ ارز ۸.۱.۵.۲
۴۵. ریسک اعتباری ۹.۱.۵.۲
۴۶. ریسک حقوقی ۱۰.۱.۵.۲
۴۶. ریسک‌های مربوط به کل اوراق بهادار ۲.۵.۲
۴۶. ریسک‌های مالی ۱.۲.۵.۲
۴۶. ریسک اعتباری ۱.۱.۲.۵.۲

- ۴۷.....ریسک نقدینگی. ۲.۱.۲.۵.۲
- ۴۷.....ریسک نرخ سود. ۳.۱.۲.۵.۲
- ۴۸.....ریسک سرمایه‌گذاری مجدد. ۴.۱.۲.۵.۲
- ۴۹.....ریسک تورم. ۵.۱.۲.۵.۲
- ۵۰.....ریسک نرخ ارز. ۶.۱.۲.۵.۲
- ۵۰.....ریسک نقدشوندگی. ۷.۱.۲.۵.۲
- ۵۱.....ریسک‌های غیرمالی. ۲.۲.۵.۲
- ۵۱.....ریسک اعمال اختیارات. ۱.۲.۲.۵.۲
- ۵۲.....ریسک شریعت. ۲.۲.۲.۵.۲
- ۵۳.....ریسک قوانین و مقررات. ۳.۲.۲.۵.۲
- ۵۴.....ریسک سیاسی. ۴.۲.۲.۵.۲
- ۵۵.....ریسک‌های عملیاتی. ۵.۲.۲.۵.۲
- ۵۶.....ریسک بازار. ۶.۲.۲.۵.۲
- ۵۶.....ریسک‌های خاص اوراق استصناع. ۳.۵.۲
- ۵۶.....ریسک از بین رفتن کل یا جزئی از دارایی. ۱.۳.۵.۲
- ۵۷.....ریسک ورشکستگی واسط. ۲.۳.۵.۲
- ۵۸.....ریسک عدم جمع‌آوری وجوه به میزان کافی. ۳.۳.۵.۲
- ۵۹.....ریسک سوءاستفاده واسط از وجوه دریافتی. ۴.۳.۵.۲
- ۶۰.....ریسک عدم تحویل دارایی به واسط. ۵.۳.۵.۲
- ۶۰.....ریسک عدم تحویل گرفتن دارایی توسط بانی. ۶.۳.۵.۲
- ۶۱.....ریسک عدم پرداخت جریان‌های نقدی و قیمت اسمی. ۷.۳.۵.۲

۶۲. قرارداد پیمانکاری و انواع آن ۶۱
- ۱.۶.۲. ارکان اصلی عملیات پیمانکاری ۶۱
- ۱.۱.۶.۲. کارفرما ۶۱
- ۲.۱.۶.۲. پیمانکار ۶۱
- ۳.۱.۶.۲. قرارداد ۶۲
- ۲.۶.۲. تامین مالی ۶۲
- ۱.۲.۶.۲. تامین مالی شرکتی ۶۳
- ۲.۲.۶.۲. تامین مالی پروژه‌ای ۶۴
- ۳.۲.۶.۲. شرکت پروژه ۶۵
- ۴.۲.۶.۲. تفاوت تامین مالی پروژه‌ای و تامین مالی شرکتی ۶۶
- ۳.۶.۲. انواع روش‌های تامین مالی قرارداد پیمانکاری ۶۶
- ۱.۳.۶.۲. **B.O.T** انتقال و بهره‌برداری و ساخت، ۶۶
- ۲.۳.۶.۲. **B.O.O** بهره‌برداری (اجرا)، تملک، بهره‌برداری ۶۶
- ۳.۳.۶.۲. **B.T.O** انتقال، بهره‌برداری و ساخت، ۶۷
- ۴.۳.۶.۲. **B.R.T** انتقال - اجاره - ساخت ۶۷
- ۵.۳.۶.۲. **B.T** انتقال فوری - ساخت ۶۸
- ۶.۳.۶.۲. فاینانس: ۶۸
- ۷.۳.۶.۲. یوزانس ۶۹
- ۷.۲. زمین‌های پژوهش: ۷۰
- فصل سوم: ۷۴
- روش تحقیق ۷۴

۷۵	مقدمه	۱.۳
۷۵	موضوع تحقیق	۲.۳
۷۶	روش تحقیق	۳.۳
۷۶	دسته‌بندی تحقیقات بر اساس هدف پژوهش	۱.۳.۳
۷۷	بر اساس نوع روش تحقیق	۲.۳.۳
۷۸	روش و ابزار گردآوری اطلاعات	۴.۳
۷۹	روش کتابخانه‌ای	۱.۴.۳
۷۹	مصاحبه	۲.۴.۳
۷۹	پرسشنامه	۳.۴.۳
۸۱	سنگش‌روایی و پایایی پرسشنامه	۵.۲
۸۲	جامعه آماری و نمونه آماری	۶.۳
۸۲	متغیرها	۷.۲
۸۳	تجزیه و تحلیل داده‌ها	۸.۲
۸۵	فصل چهارم:	
۸۵	تجزیه و تحلیل	
۸۶	مقدمه	۱.۴
۸۶	اوراق سفارش ساخت به عنوان ابزار تامین مالی پروژه‌ای	۲.۴
۸۹	ارائه مدل عملیاتی و رویه اجرایی برای انتشار اوراق سفارش ساخت	۳.۴
۹۶	بررسی ریسک اوراق سفارش ساخت	۴.۴
۹۸	ریسک کل	۱.۱.۴.۴

۹۹	..... ریسک بازار ۳.۱.۴.۴
۱۰۰	..... ریسک عملیاتی ۴.۱.۴.۴
۱۰۷	..... مقدمه ۱.۱
۱۰۷	..... پاسخ به سوالات تحقیق ۲.۵
۱۱۳	..... جمع‌بندی و نتیجه‌گیری ۳.۵
۱۱۴	..... جنبه نوآوری موضوع ۴.۵
۱۱۴	..... محدودیت‌های پژوهش ۶.۵
۱۱۵	..... پیشنهادات برای تحقیقات آتی ۷.۵
۱۱۷	..... فهرست منابع و ماخذ:
۱۳۹	..... چکیده انگلیسی (Abstract)

فهرست ضمائم

۱۲۳	..... ضمیمه شماره ۱- پرسشنامه
۱۲۶	..... ضمیمه شماره ۲- دستورالعمل انتشار اوراق اجاره
۱۳۳	..... ضمیمه شماره ۳- محاسبات آماری

فهرست جداول

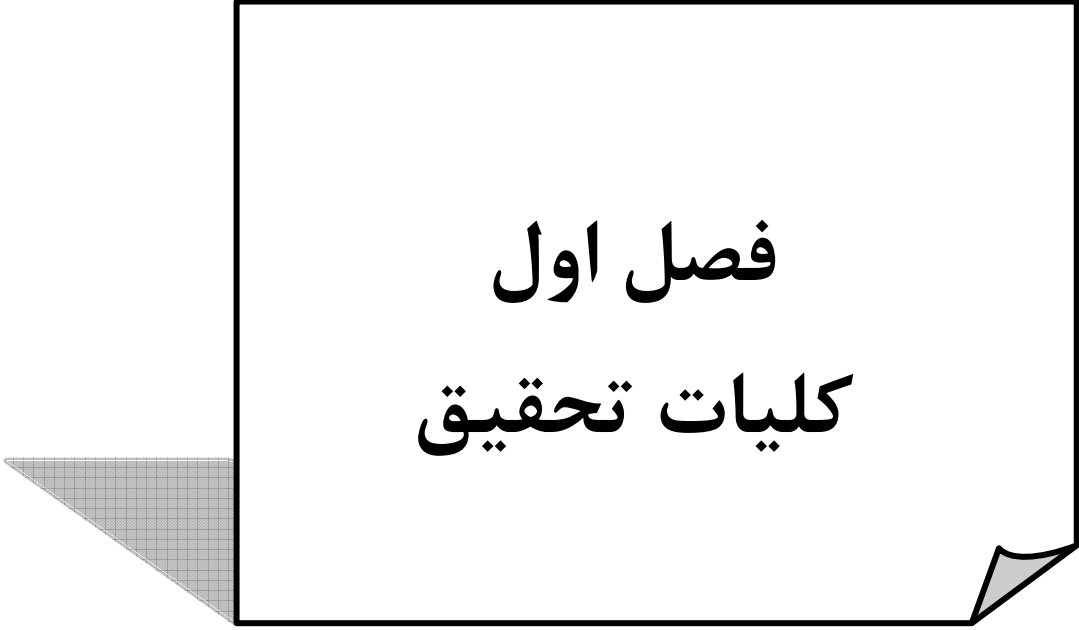
۷۹	..... جدول شماره ۳-۱- سوالات متغیرهای تحقیق
۹۷	..... جدول شماره ۴-۱- توزیع فراوانی پاسخ‌های پرسشنامه

- جدول شماره ۲-۴-جدول محاسبه میانگین کل سوالات.....۹۸
- جدول شماره ۳-۴-جدول محاسبه میانگین سوالات مربوط به ریسک اعتباری.....۹۹
- جدول شماره ۳-۴-جدول محاسبه میانگین سوالات مربوط به ریسک بازار.....۱۰۰
- جدول شماره ۳-۴-جدول محاسبه میانگین سوالات مربوط به ریسک عملیاتی.....۱۰۰
- جدول شماره ۴-۴-جدول توزیع فراوانی افراد در هر ریسک.....۱۰۲
- جدول شماره ۴-۶-مقایسه نسبت‌های ریسک کلی در اوراق مشارکت و استصناع.....۱۰۳
- جدول شماره ۴-۷-مقایسه درصد ریسک اعتباری در اوراق مشارکت و استصناع.....۱۰۴
- جدول شماره ۴-۸-مقایسه نسبت‌های ریسک بازار در اوراق مشارکت و استصناع.....۱۰۴
- جدول شماره ۴-۹-مقایسه نسبت‌های ریسک عملیاتی در اوراق مشارکت و استصناع.....۱۰۵

فهرست اشکال

- نمودار شماره ۱-۲-انواع عقود اسلامی.....۱۲
- نمودار شماره ۲-۲-مدل عملیاتی استصناع مستقیم.....۲۵
- نمودار شماره ۲-۳-مدل عملیاتی استصناع غیر مستقیم.....۲۷
- نمودار شماره ۲-۴-مدل عملیاتی استصناع موازی.....۲۹
- نمودار شماره ۲-۵-مدل عملیاتی استصناع و اجاره به شرط تملیک.....۳۰
- نمودار شماره ۲-۶-مدل عملیاتی استصناع مستقیم(کتر نظرپور).....۳۱

نمودار شماره ۱-۴-مقایسه فراوانی ده نوع ریسک بر اساس دو نوع ابزار.....۱۰۲



فصل اول
کلیات تحقیق

۱.۱. مقدمه

با توجه به متفاوت بودن سلايق و درجه ريسک پذيری افراد مختلف بايد ابزارهای متفاوت و متنوعی در بازار ايجاد شود که بتواند نقدینگی های موجود در جامعه را جذب کرده و به سمت توليد هدايت کند. مهندسی مالی عبارتست از طراحی، توسعه و نوآوری در ابزار و سیستم های مالی و ارائه راه حل های خلاق برای حل مشکلات و مسایل مالی و کاهش ريسک در جهت افزايش ارزش شرکت ها. انجام هر عملی نیاز به ابزاری دارد که بتواند به نحو چشمگیری رسیدن به هدف را میسر سازد. یکی از وظایف مهندسين مالی ابداع است که با معنای معرفی اوراق بهادار جديد و فرایندهای مربوط به آن است. مهندسان مالی در کشورهای غربی با سرعت زیادی در حال طراحی و معرفی ابزارهای جديد و سازگار با سلايق گوناگون هستند.

اما به علت محدودیت های شرعی، همه ابزارهای فوق را نمی توان در کشورهای اسلامی و در بين جمعیت یک و نیم میلیاردی مسلمان دنیا پياده کرد. در این جاست که لزوم مهندسی مالی اسلامی و ارائه ابزارهای موافق با شریعت که در آن محدودیت های شرع مقدس اسلام از جمله ممنوعیت ربا و غرر و... لحاظ شده باشد، به شدت احساس می شود.

جایگزین های زیادی را می توان برای ابزار متعارف در سیستم های تامین مالی بر اساس آموزه های اسلامی شناسایی کرد. یکی از این جایگزین ها اوراق سفارش ساخت یا صکوک استصناع است که موضوع تحقیق حاضر می باشد.

در ادامه به تفصیل در مورد موضوع تحقیق توضیحاتی ارائه خواهد شد.

۲.۱. تبیین موضوع پژوهش

عدم تنوع راه‌های تامین مالی مخصوصا تامین مالی پروژه‌های و پیمان‌کاری به علت محدودیت منابع بودجه‌ای دولت، تحریم‌های بین‌المللی و همچنین حضور بیش‌از پیش بخش خصوصی در عرصه تولید و صنعت، لزوم نوآوری در زمینه ابزارهای تامین مالی را سبب می‌شود.

با توجه به استفاده گسترده از ابزار بدهی در نظام مالی متعارف دنیا، که رایج‌ترین آن‌ها اوراق قرضه می‌باشد و ربوی بودن این ابزارها در نظامات مالی اسلامی، نیاز به یافتن جایگزین‌های مناسب برای تامین مالی و مدیریت بدهی از ضروریات جوامع اسلامی به نظر می‌رسد.

صکوک و یا همان ابزارهای تامین مالی اسلامی از جمله صکوک اجاره، صکوک مرابحه، سلف و استصناع و... به طور گسترده‌ای در کشورهای اسلامی و حتی غیراسلامی توسعه یافته‌اند و با توجه به بالا بودن بازده این اوراق نسبت به اوراق متعارف، بازار گسترده و فزاینده‌ای را به خود اختصاص داده‌اند. نوآوری‌های مالی و ترکیب این روش‌ها با یکدیگر می‌تواند خلاهای موجود را که بر اثر کمبود ابزارهای متعارف مالی در کشورهای اسلامی ایجاد شده‌اند را تا حدودی پر کند.

در این تحقیق که تامین مالی پروژه‌های پیمانکاری مدنظر است، لوازم و ابزارهای تامین مالی این‌گونه فعالیت‌ها بررسی می‌شود. در حال حاضر تامین مالی این‌گونه فعالیت‌ها را بیشتر بازار پول بر عهده دارد. چون تامین مالی از راه سیستم بانکی هم ارزان‌تر و هم ساده‌تر از تامین مالی از طریق بازار سرمایه است.

با توجه به تشدید محدودیت‌های بین‌المللی علیه ایران، سرمایه‌گذاری خارجی نیز در پروژه‌های داخلی نیز با افزایش هزینه روبرو می‌باشد و تنها راه برای مقابله با این مساله

ایجاد ابزارهای مالی سازگار با نظام مالی اسلامی و با قابلیت جذب منابع مالی از کشورهای اسلامی و یا حتی غیراسلامی می‌باشد.

از آنجایی که ابزارهای مالی اسلامی مبتنی بر دارایی می‌باشند و در اکثر موارد نسبت به ابزار متعارف از ریسک کمتری برخوردارند، این جذابیت به خودی خود در این ابزارها وجود دارد.

اوراق سفارش ساخت یا همان صکوک استصناع از نمونه‌ی ابزارهای جایگزین اوراق متعارف بدهی است که می‌توان از آن به طور گسترده‌ای مخصوصاً در پروژه‌های پیمانکاری استفاده نمود. به طور کلی صکوک استصناع از ابزارهای پروژه‌محور است و قابلیت رقابت با سایر ابزارهای تامین مالی پروژه‌ای مانند روش‌های BOT، BOOT، BLT، اوراق مشارکت، بیع متقابل، فاینانس و ... را خواهد داشت

مسئله‌ی این پژوهش به نوعی بررسی راه‌کارهایی است که بسترهای آن فراهم شده است. بعد از تصویب قانون جدید بازار سرمایه پیش‌بینی‌های در مورد ابزارهای جدید از جمله اوراق سفارش ساخت یا همان صکوک استصناع شده است. به عنوان مثال صکوک اجاره به تازگی وارد بازار بورس شده است و به سرعت در حال گسترش و باز کردن جای خود در میان سایر اوراق می‌باشد.

بنابراین تحقیق حاضر در حد بضاعت اندک خود یکی از ابزارهای تامین مالی اسلامی را مورد بررسی قرار می‌دهد. اوراق سفارش ساخت یا صکوک استصناع ابزاری است که موضوع پژوهش می‌باشد. هدف تحقیق معرفی و مقایسه این ابزار با ابزارهای موجود در بازار و قابلیت استفاده از این اوراق در اجرای طرح‌های پیمانکاری می‌باشد.