



حمایت از کار، سرمایه و دانش ایرانی در صنعت آب و برق با رویکرد اقتصاد مقاومتی

اثرات برجسام بر تأمین مالی بنگاه‌های خصوصی در
صنعت آب و برق

حسین عبده تبریزی

تهران ۱۳۹۵/۰۳/۰۴

اقتصاد مقاومتی (RESILIENT ECONOMY) چیست؟

- اقتصاد مقاومتی به توان اقتصاد برای برگشت به وضعیت عادی پس از رویارویی با شوک یا بحران اشاره دارد. این شوک می‌تواند خارجی یا داخلی باشد.
- به این برمی‌گردد که اقتصاد ایران چگونه پس از شوک‌های اقتصادی به وضعیت قبلی برمی‌گردد.
- الزامات ۲۴ اصل اقتصاد مقاومتی برای تأمین مالی پروژه‌های آب و برق و سرمایه‌گذاری در بخش کدام است؟

الزامات اقتصاد مقاومتی برای سرمایه‌گذاران در صنعت آب و برق

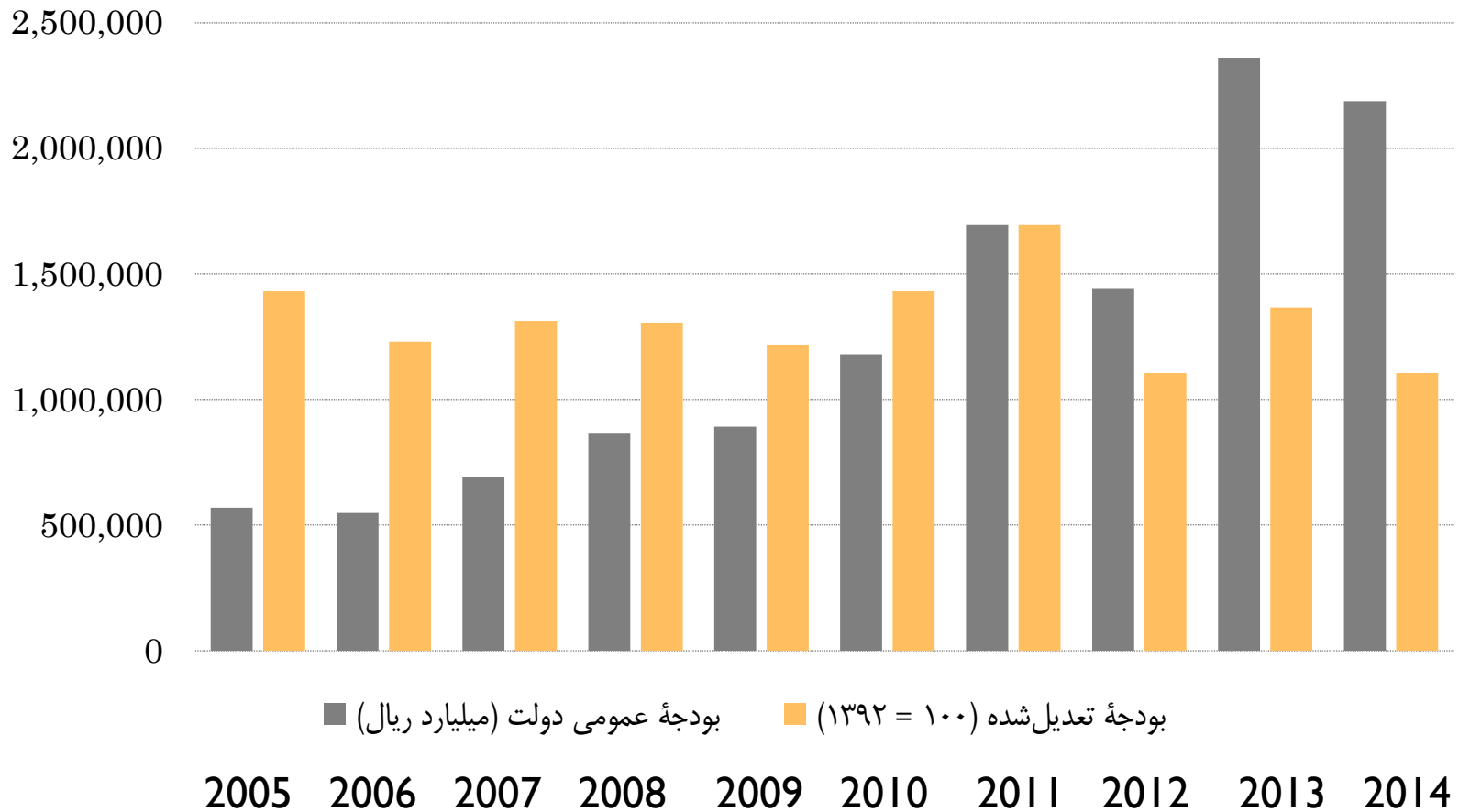
- حرکت به سمت استفاده از بازار سرمایه و عدم تکیه‌ی محض به بانک‌ها در داخل و خارج کشور.
- هیچ حق انحصاری اعطا نخواهد شد.
- سرمایه‌گذاران تا حد امکان باید از ظرفیت‌های تولیدی داخلی استفاده کنند.
- عدم توسعه‌ی بخش دولتی / فضای بیشتر برای بخش خصوصی
- استفاده از ظرفیت‌های اقتصادی ایجادشده در دوران تحریم‌ها
- علاقه‌ی کمتر به واردات/علاقه به انتقال تکنولوژی
- شرکای خارجی که علاقه به تولید در ایران دارند، و نه صرف واردات
- پرهیز از بدهکار کردن بیش‌تر دولت: جایگزینی ضمانت‌های تجاری به جای ضمانت‌های دولتی

چرا ورود بانک‌های خارجی به ایران طول خواهد کشید؟

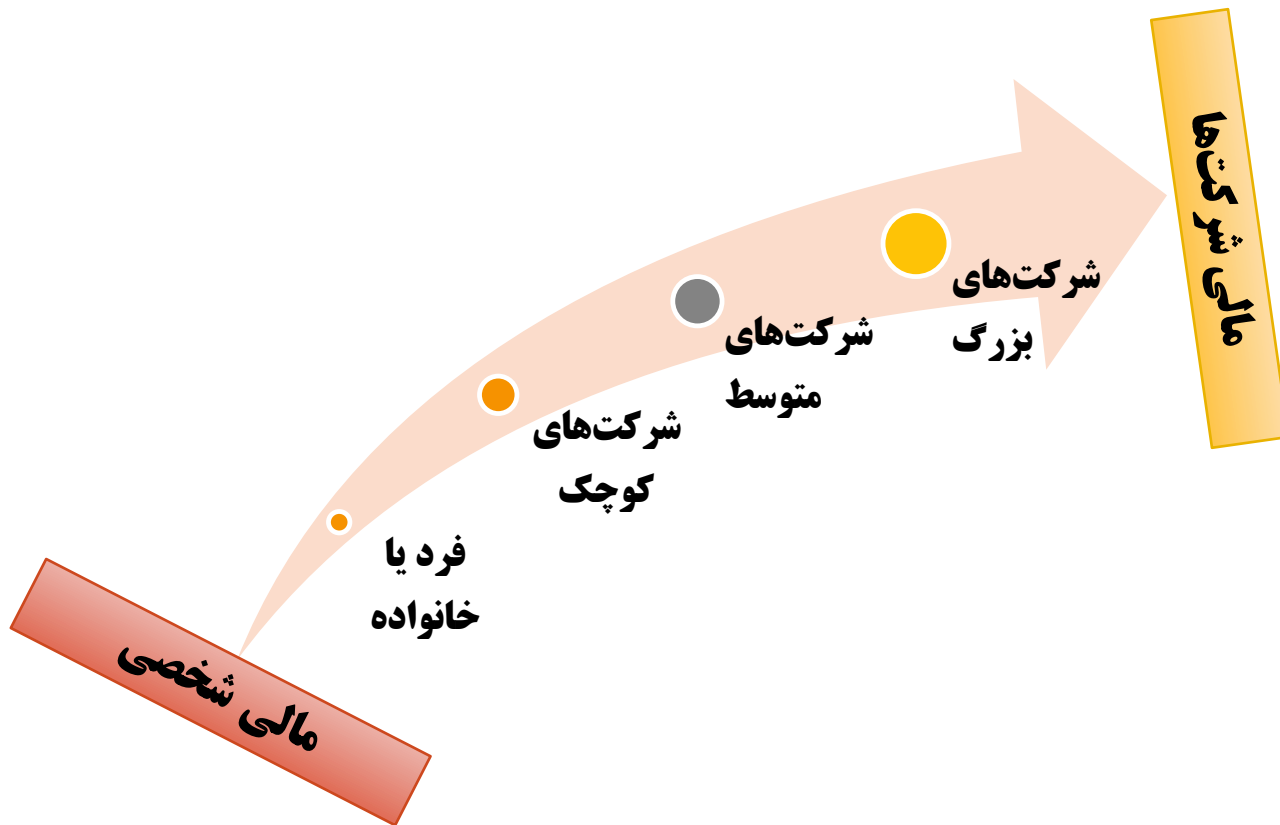
- مجوزهای OFAC
- انطباق با مقررات: KYC/منابع و مصارف وجوه
- بورکرات‌های دو طرف (مثال NEW DUES)
- برداشتن موانع با مثال‌های کوچک (معامله‌ی AIRBUS)
- مقاومت‌های نسبی ECAها (مثال هرمس)
- مقررات مقام ناظر
- مجوزهای U-Turn دلاری
- (Foreign FACTA Account Tax Compliance Act)
- لغو قراردادهای تسویه‌ی به امضا رسیده بین امریکا و بانک‌ها

معضل اصلی: تأمین مالی

بودجه اسمی در مقابل بودجه واقعی



قلمرو مالی شرکتها



بزرگ‌تر در مقایسه با کوچک‌تر

عموماً شرکت‌های بزرگ نسبت به شرکت‌های کوچک دسترسی بیشتری به منابع مالی دارند، چراکه:

- شرکت‌های بزرگ می‌توانند دارایی‌های خود را برای وام‌گیری توثیق نمایند. آنها حتی می‌توانند در شرایط اضطراری دارایی‌های خود را بفروشند.
- شرکت‌های بزرگ‌تر عموماً سابقه کسب و کار طولانی‌تر دارند و در نتیجه پیش‌بینی عملکرد آتی آنها ساده‌تر است.
- شرکت‌های بزرگ‌تر عموماً مشهورترند و بازارهای مالی آمادگی بیشتری برای تأمین مالی غول‌های مشهور دارند.

آیا مالی کسب و کارهای بزرگ متفاوت است؟

- از عمده‌ی روش‌های تأمین مالی کسب و کارهای کوچک استفاده نمی‌شود:
- دارایی‌های شخصی (مثلاً وام در مقابل ملک شخصی home equity loan)
- سرمایه‌گذاران حقیقی ثروتمند یا angle investors در کسب و کارهای جدید
- دوستان، آشنایان و فامیل
- کارت‌های اعتباری
- وام‌های خرد micro loans
- کمک‌های دولتی به کسب و کارهای کوچک
- وام‌دهی اجتماعی
- مشتریان
-

مسائل اساسی مالی شرکتها

تأمین مالی

چگونه منابع مالی
لازم را تأمین کنیم؟

سرمایه گذاری

در چه طرح هایی
سرمایه گذاری کنیم؟

اداره‌ی شرکت‌ها و اجرای طرح: نیاز به دو نوع سرمایه‌گذاری

دارایی‌های ثابت

سرمایه در گردش

تأمین مالی بلندمدت

■ تأمین مالی طرح‌های توسعه

■ صندوق سرمایه‌گذاری

■ صکوک

■ گواهی سپرده خاص

■ اوراق مشارکت

■ تأمین مالی شرکت‌های در شرف راه‌اندازی

■ سرمایه‌مخاطره پذیر

■ مشارکت عملی

تأمین مالی کوتاهمدت

■ مالی تجاری

■ اعتبارات اسنادی

■ ضمانتنامه ارزی و ریالی

■ ضمانتنامه اعتبار خرید

■ بیمهنامه خرید دین

■ بیمهنامه خاص صادرات

■ سرمایه در گردش

■ تأمین مالی سرمایه در گردش

■ مدیریت سرمایه در گردش

ابزار عمده تأمین مالی سرمایه در گردش

ابزار مالی

- اسناد خزانه
- اوراق تجاری
- اعتبار اسنادی
- گواهی سپرده قابل معامله
- وام بانکی
- اوراق بهادار به پشتوانه حسابهای دریافتی
- سایر

تأمین مالی شرکت‌های بزرگ در ایران

مسائل عمده

- عدم توسعه‌ی کافی بازار سرمایه نسبت به بازار پول و کاهش امکان تأمین مالی شرکت‌های بزرگ در بازار سرمایه
- عدم کارایی بازار پول در تخصیص وجوه به شرکت‌هایی که برای دریافت منابع مالی شایسته‌ترند.
- گستردگی اعطای تسهیلات بانکی رانت‌محور و کاهش منابع مالی بانک‌های برای اعطای تسهیلات به اشخاص فاقد رانت

گزینه‌های تأمین مالی شرکت‌های بزرگ در ایران

اعتبارات تجاری

اعتبارات مشتریان

فروش حساب‌های دریافتی یا سیاهه‌پردازی (factoring)

صندوق‌های بهره‌برداری (واگذاری‌های عمومی یا اختصاصی)

فروش سهام و افزایش سرمایه

گزینه‌های تأمین مالی شرکت‌های بزرگ در ایران

فروش انواع ابزارهای با درآمد ثابت

تأسیس انواع صندوق‌ها

اجاره‌ی بلندمدت **lease** (زمین و ساختمان و ماشین‌آلات)

تسهیلات بانکی (سرمایه در گردش، تسهیلات رابط، تأمین مالی با موجودی‌ها، وام‌های دیداری، خط اعتباری، تسهیلات عملیاتی، وام‌های بلندمدت، وام بدون اولویت و ...)

....

نقش بازار سرمایه

گزینه‌های تأمین مالی شرکت‌های بزرگ در ایران

تأمین مالی ساختاریافته

تأمین مالی ساختاریافته

تعریف

- حوزه پیشرفته‌ای از صنعت تأمین مالی است که از طریق طراحی روش‌های تأمین مالی نسبتاً پیچیده و با کاربرد اوراق و ابزارهای مالی خاص در قالب شکل‌گیری بازارها، نیازهای مالی سرمایه‌گذاران را تأمین می‌کند. این دسته از روش‌ها، تعریف و حدود معینی ندارد. این روش به شرایط طرفین و اقتضای پروژه، نوع نیازها و نوع توافقات بستگی دارد و برای شرکت‌هایی که نیازهای مالی خاصی دارند که با روش‌های سنتی تأمین مالی مثل وام پاسخ داده نمی‌شود، پیشنهاد می‌گردد.

تأمین مالی ساختاریافته

ویژگی ها

- برخی از خصوصیات تأمین مالی ساختاریافته عبارتند از
- مجموعه‌ای از دارایی‌ها در قالب یک سبد جمع‌آوری می‌شود.
- تعهداتی که توسط دارایی‌ها پشتیبانی می‌شوند در طبقات سرمایه‌گذاری مختلف رده‌بندی شده تعریف می‌شوند.
- با تشکیل یک نهاد قانونی (Special Purpose Legal Entity) مقاصد خاص با عمر محدود، ریسک اعتباری مجموعه دارایی‌ها از ریسک اعتباری تعهدگر اولیه منفک و در محدوده فعالیت مالی تعریف شده تمرکز می‌یابد.

چهار پایه تأمین مالی ساختاریافته

پایه مالی

- تأمین وجوه تکمیلی جهت راه‌اندازی سرمایه‌گذاری و تولید

پایه پیش‌خرید

- تعهد خرید محصولات - تقاضای امن

پایه پیش‌فروش

- تعهد فروش محصولات پروژه طبق ضوابط و استانداردهای پذیرفته‌شده
بخش صنعت مربوطه

پایه پوششی

- پوشش ریسک نوسان قیمت در قرارداد خرید به قیمت ثابت با استفاده از
سواپ

انواع تأمین مالی ساختاریافته (I)

تبدیل به اوراق بهادار کردن (securitization)

- روشی است که طی آن تأمین مالی به پشتوانه‌ی سبده‌ی از اسناد دریافتی (نظیر سبد تسهیلات اعتباری) از طریق انتشار اوراق بهادار صورت می‌گیرد.

تأمین مالی دریافتی‌ها (receivables finance)

- در این روش فرآیند وام دهی در مقابل سبده‌ی از حساب‌های دریافتی شرکت (به‌عنوان وثیقه) صورت می‌گیرد. این روش نوعی تبدیل به اوراق بهادار کردن به‌شمار می‌رود.

انواع تأمین مالی ساختاریافته (II)

تأمین مالی خرید سهام (buyout finance)

- در این روش تأمین مالی خرید سهام یک شرکت توسط کارمندان (EBO) همان شرکت و یا گروه سرمایه گذاران خارج از آن شرکت و در نسبتهای اهرم بدهی بالا (LBO) صورت می گیرد و ترکیبی از جریان نقدی حاصل از فعالیت شرکت و ارزش دارایی های آن برای دریافت وام توثیق می شود.

تأمین مالی کسب مالکیت (acquisition finance)

- کسب مالکیت شرکت «ب» توسط شرکت «الف». این روش کسب مالکیت چون روش فوق تأمین مالی می شود با این تفاوت که ترکیب جریان نقدی و ارزش دارایی های هر دو شرکت به عنوان وثیقه وام اعطایی مقرر می شود..

انواع تأمین مالی ساختاریافته (III)

تأمین مالی دارایی (asset finance)

- در این روش وام‌دهی در مقابل ارزش دارایی‌های تجاری (نظیر هواپیما یا مستغلات تجاری) انجام می‌شود.

لیزینگ (leasing)

- نوعی از تأمین مالی دارایی است که دارایی در مالکیت اجاره‌دهنده باقی می‌ماند.

انواع تأمین مالی ساختاریافته (IV)

مشارکت سندیکایی

- شیوه رایج در دنیا برای تأمین مالی پروژه‌های بزرگ، syndication یا گروهی کردن چند وام‌دهنده یا financier برای تأمین منابع موردنیاز یک طرح است. این عمل معمولاً توسط مؤسسات تأمین مالی investment bank انجام می‌شود. این مؤسسات وظیفه معرفی پروژه به چند تأمین‌کننده را بر عهده گرفته و تفاهم‌نامه‌ها و مشارکت‌نامه‌های فی‌مابین اعضای گروه financier و بین گروه و وام‌گیرنده را تنظیم می‌کنند. گروه تأمین‌کننده می‌تواند شامل چند بانک، چند مؤسسه مالی و شرکت لیزینگ یا ترکیبی از آنها باشد.

تأمین مالی پروژه محور در برابر تأمین مالی ناشر محور

مزیت‌ها

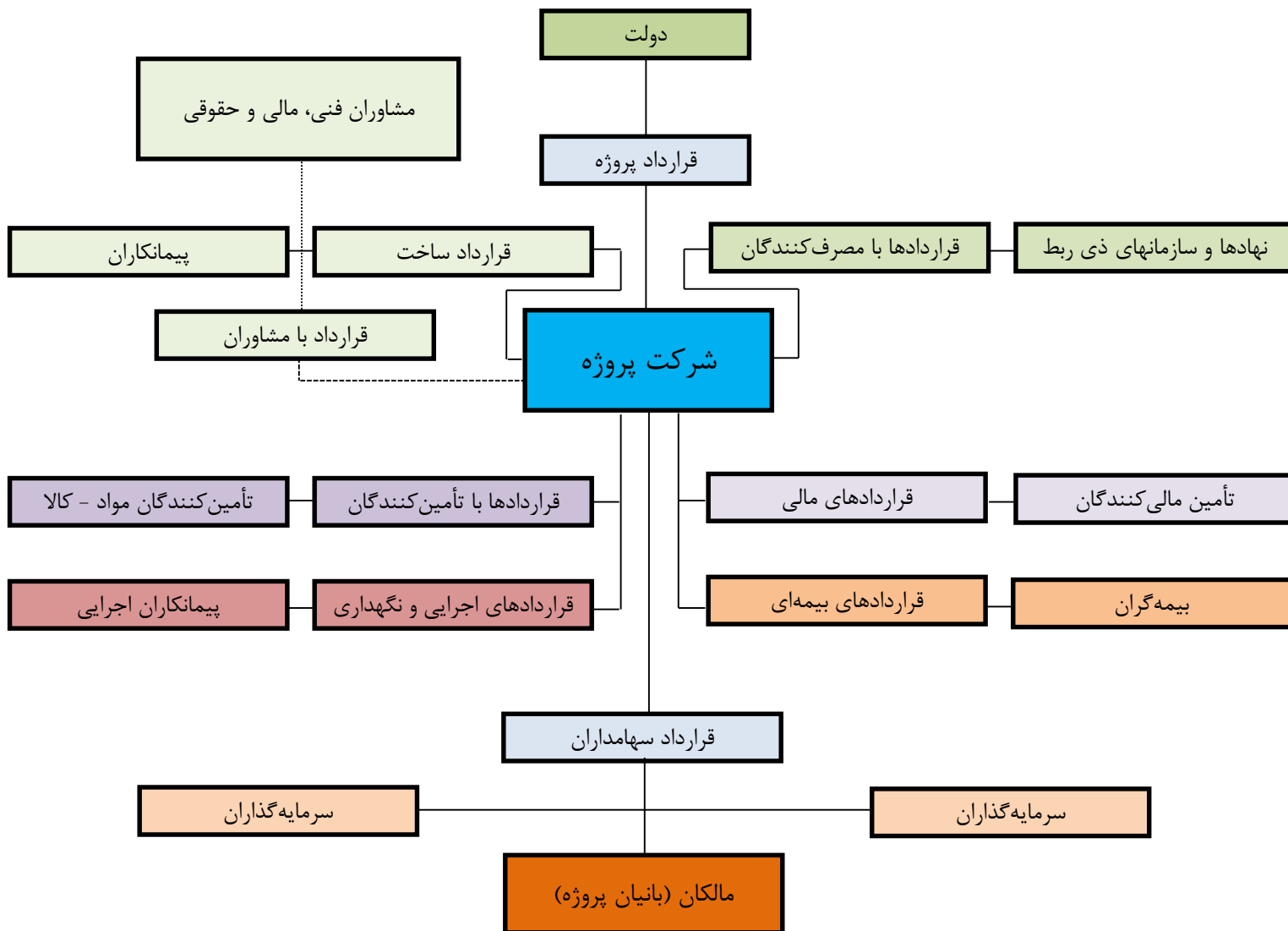
- عدم خروج نقدینگی در طول عمر پروژه به دلیل عدم تقسیم سود پروژه‌ای که هنوز به پایان نرسیده است.
- نبود الزامات ویژه برای ناشر و تفکیک پروژه از مالک آن در فرآیند تأمین مالی و عملاً گسترش دامنه‌ی شمول تأمین مالی.
- تاکید بر عوامل اجرایی و نظارتی پروژه و چگونگی اجرای آن به جای تمرکز بر شرایط مالی و وثایق مالک پروژه.
- کاهش هزینه‌های نظارت و سازماندهی ارکان تأمین مالی
- نظارت و تمرکز ویژه بر هر پروژه به‌عنوان یک هویت مستقل و بهبود فرآیندهای مدیریتی و اجرایی آن

شرکت پروژه (PROJECT COMPANY)

مشارکت کنندگان اصلی در تشکیل و فعالیت پروژه

- بنیان پروژه (Project Sponsors) که مسئولیت طرح ساختار و سازماندهی و مدیریت شرکت پروژه را به عهده دارند.
- سرمایه گذاران جنبی (Additional Equity Investors) که بخشی از سهام (Equity) شرکت پروژه را تأمین می کنند.
- پیمانکار ساخت (EPC Contractor) که ابنیه که تأسیسات و تجهیزات پروژه را طراحی، تدارک، ساخت و راه اندازی می نماید.
- پیمانکار اجرایی (Operator) که عملیات روز به روز پروژه را پس از راه اندازی و تا مقطع آستانه اقتصادی (Economic Limit) پروژه راهبری می کند.
- تأمین کنندگان (Suppliers) که مواد اولیه و خام و سوخت مورد نیاز پروژه را تأمین می نمایند.
- مصرف کنندگان (Consumers) که خدمات و کالاها و محصولات تولیدی پروژه را خریداری می کنند.
- تأمین مالی کنندگان (Financers) که سرمایه لازم را تأمین می کنند.
- بیمه کنندگان (Insurers) که مخاطرات تجاری و غیرتجاری پروژه را پوشش می دهند.
- مشاوران فنی - مالی - حقوقی پروژه (Consultants) که خدمات کارشناسی و تخصصی مورد نیاز شرکت پروژه را در مسیر چرخه عمر پروژه ارائه می کنند.

ساختار حقوقی- اجرایی شرکت پروژه



بازیگران تأمین مالی پروژه محور

سهامداران

- بخش اصلی و اولیه‌ی تشکیل سرمایه توسط سهامداران (Equity) صورت می‌گیرد. (اغلب ۳۰٪) این سهامداران همان sponsor هستند که پروژه را راه‌اندازی کرده‌اند.

بانک‌ها

- بخشی از منابع مورد نیاز از بانک یا سندیکایی از بانک‌ها تأمین خواهد شد.

بازار سرمایه

- در صورت محدودیت‌های وام‌گیری از شبکه بانکی، منابع با انتشار اوراق بدهی صورت خواهد پذیرفت.

Multilateral) MLA
(Agency

- سازمان‌هایی اغلب بین‌المللی هستند که در راستای سیاست‌های توسعه‌محور جهانی دست به اقداماتی مانند خرید بخشی از محصول می‌کنند یا تضمین اسناد را تا حدی برعهده می‌گیرند.

بازیگران تأمین مالی پروژه محور

امین، بیمه گر و متعهد پذیرهنویس

- به نوعی نقش ضامن را ایفا می کنند و حق الزحمه ی خدمات خود را دریافت خواهند کرد.

امین

- به عنوان امین سرمایه گذاران ناظر بر فرآیند.

متعهد پذیرهنویس

- تعهد خرید اوراق بهادار از ناشر و یا نماینده قانونی آن و تعهد پرداخت وجه کامل آن طبق قرارداد.

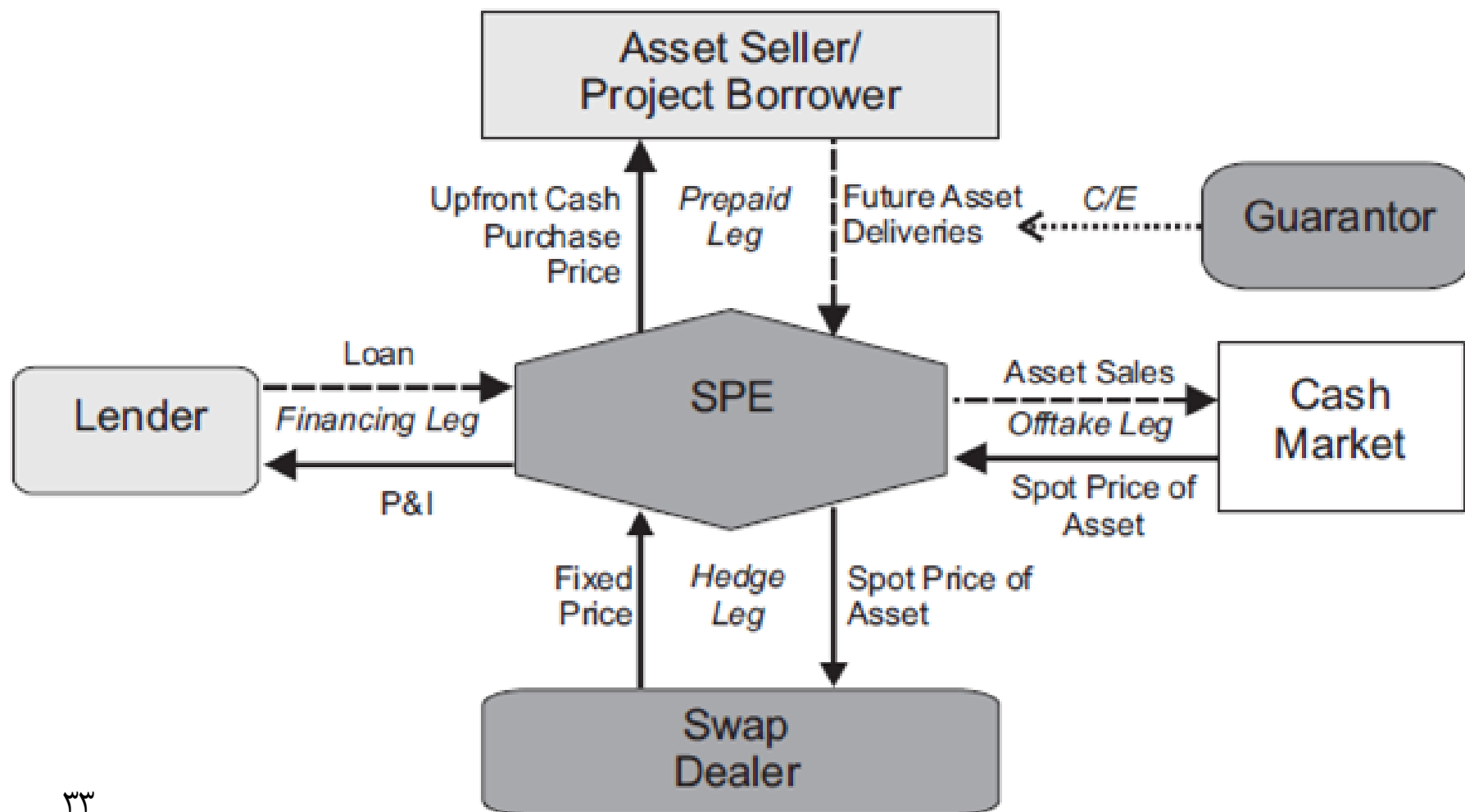
بیمه گر

- بیمه ی اموال و اشخاص در قبال خطرات (بیمه ی مالی نیست)

مدل مورد استفاده در قطر

- این مدل در تأمین مالی یک پروژه گازی مربوط به شرکت QGPC (Qatar General Petroleum Corp) برای توسعه میدان گازی و فروش LNG به کار گرفته شد. (ژوئن ۲۰۰۰)
- برای توسعه میدان ۱/۲ میلیارد دلار لازم بود که از این مبلغ مقدار ۸۰۰ میلیون دلار آن توسط سندیکای متشکل از دو بانک تأمین شد و الباقی آن با مدل ذکر شده از بازار سرمایه تأمین گردید.
- گواهی دریافت مبالغ آتی فروش محصولات مبنای انتشار اوراق بدهی و تأمین مالی شد.

شماتیک تأمین مالی پروژه بر مبنای پیش فروش



نمونه‌ی عملی صندوق پروژه‌ی پرند مینا

- صندوق پروژه‌ی پرند مینا:

۴۲۰ میلیارد تومان و سه سال؛ سناریو بند ق و عدم بند ق؛ ۳ سیکل ترکیبی؛ اختیار خرید تبعی

- اوراق تجاری و آمادگی برای انتشار اوراق تجاری

ابزار عمده‌ی تأمین مالی دارایی‌های ثابت

مبتنی بر بدهی

- اوراق قرضه
- اوراق مشارکت
- صکوک
- وام بلندمدت
- اجاره‌ی بلندمدت (لیزینگ)
- وام سندیکایی
- تأمین مالی پروژه
- سایر

مبتنی بر حق مالی

- سهام عادی
- سهام پروژه
- صندوق سهام اختصاصی
- صندوق‌های تخصصی
- سایر

با ماهیت دوگانه

- سهام ممتاز
- گواهی خرید سهام
- اوراق قرضه قابل تبدیل
- سایر

تأمین مالی با صکوک

انواع صکوک

- صکوک را بر اساس طبقه‌بندی ارائه شده توسط سازمان حسابداری و حسابرسی نهادهای مالی اسلامی می‌توان به ۱۴ طبقه تقسیم می‌شود که مهم‌ترین آنها در جدول زیر آمده است.

صکوک مشارکت	صکوک اجاره
صکوک مرابحه	صکوک استصناع
صکوک مضاربه	صکوک سلم (سلف)
صکوک مساقات	صکوک مزارعه
صکوک نماینده سرمایه‌گذاری	صکوک مغارسه

بورس انرژی برای صنعت آب و برق چه
می‌تواند انجام دهد؟

تأمین مالی
تأمین نقدینگی

مصرف انرژی

■ انرژی یارانه‌ای ارزان به نرخ مصرف بالا، و بهره‌وری پایین صنعت انجامیده است.



700 million
barrels in a
year

×
40 Dollars

+



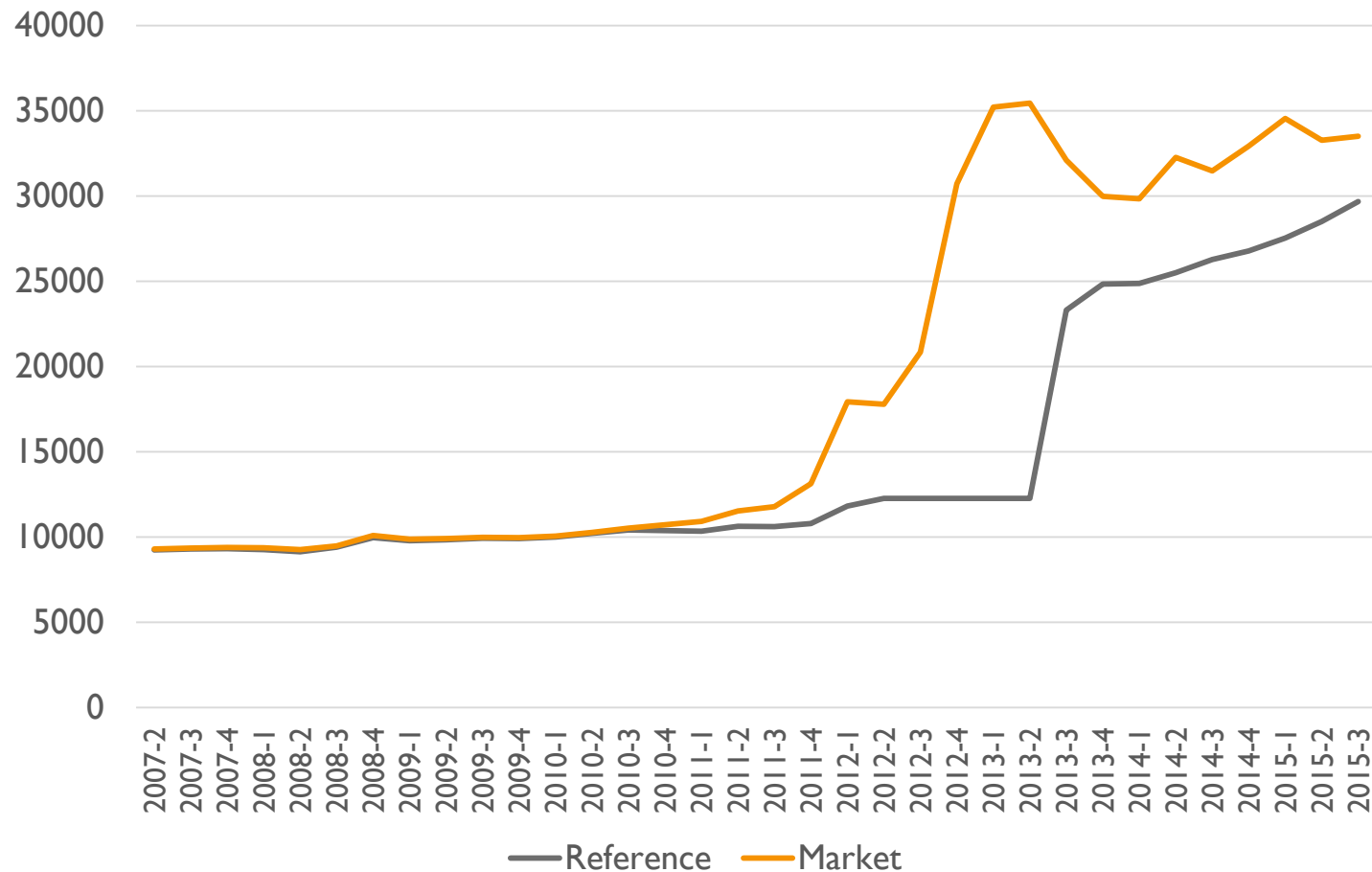
162 billion m³ in a
year

×
30 cents

=

76 billion
dollars

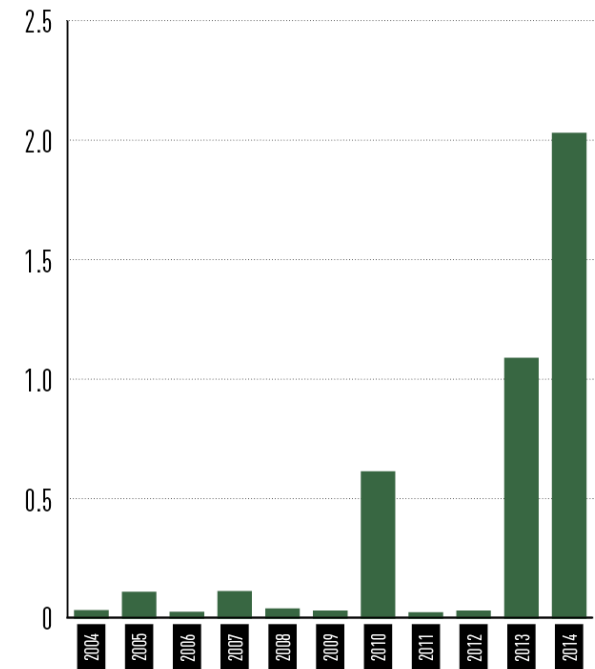
نظام چند نرخي ارز



مشکل شرکای خارجی

بخش واقعی در مقابل بخش مالی
(بانکها)

Fig 1 Global fines for money laundering
USD BILLIONS



SOURCE: DELOITTE ANALYSIS

باتشکر