



جمهوری اسلامی ایران  
وزارت نفت



به نام خدا

# ویژگی‌های سرمایه‌گذاری در صنعت نفت و گاز در چارچوب اصول اقتصاد مقاومتی

مسین عبده تبریزی

یکشنبه، دوم آبان‌ماه ۱۳۹۵

# 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 می تواند خارجی یا داخلی باشد.
- به این برمی گردد که اقتصاد ایران چگونه پس از شوک های اقتصادی به وضعیت قبلی برمی گردد.
- الزامات ۲۴ اصل اقتصاد مقاومتی برای تأمین مالی پروژه های نفت و گاز و سرمایه گذاری در بخش کدام است؟

# مفهوم اجرایی اقتصاد مقاومتی

- ایجاد نهاد مناسب (مجموعه‌ای از سیاست‌ها، قوانین و تدابیر اجرایی) که خطرپذیری (ریسک) اقتصاد ایران را در برابر تکانه‌ها و اختلال‌های آسیب‌زننده‌ی داخلی و خارجی بویژه تحریم‌های بین‌المللی به حداقل رسانیده و زمینه را برای دستیابی ایران به پیشرفت‌های پایدار اقتصادی فراهم نماید.

# مثالی از ایالات متحدهی امریکا

- تحریم کشورهای عرب عضو اوپک در سال ۱۹۷۳
- افزایش جهانی قیمت نفت و رکود بلندمدت در اقتصاد امریکا
- بررسی مقاومت و کاهش ریسک در عرصه‌های انرژی
- راه‌کارهای کاهش خطرپذیری اقتصاد امریکا در حوزهی انرژی
- استفاده از فناوری‌های کمتر انرژی‌بر
- استفاده از انرژی‌های جایگزین نفت
- ایجاد ذخایر استراتژیک نفت

## مثال‌های دیگر

- گاز ترکیه و اتکا به روسیه: قرارداد گاز با ایران حتی با قیمت بالاتر
- ایران و اتکا به واردات گاز از ترکمنستان برای استان‌های شمالی
- اتکای ایران به ۵ بانک اروپایی و تحریم بانکی ایران
- وابستگی ایران به صادرات نفت: بخش عمده‌ی درآمد دولت + منبع برای واردات

## مثال: تحریم بانکی ایران

با تشدید تحریم‌های بانکی کشورهای غربی طی سال‌های بعد از ۸۴، دلایلی که باعث شتاب گرفتن این نوع تحریم‌ها علیه ایران گردید موارد ذیل بود:

■ بانک‌های ایرانی اکثر مبادلات خارجی خود را از طریق ۵ بانک اروپایی انجام می‌دادند.

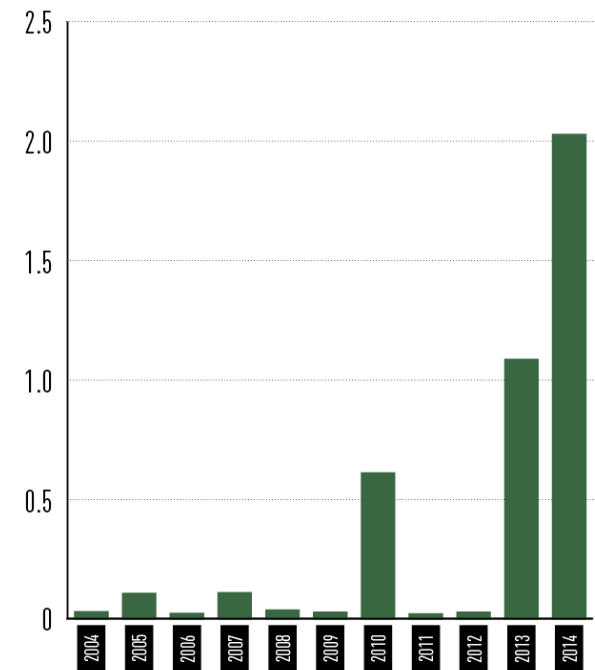
■ دخالت آمریکا در روند مبادلات این بانک‌ها از طریق خرید سهام آن‌ها و یا تهدید آن‌ها

در صورت تنوع‌سازی بانک‌ها برای انجام مبادلات، اعمال تحریم‌ها با دشواری همراه می‌شد. عدم انجام این موضوع خطرپذیری در تحریم بانک‌ها را افزایش داد.

# مشکل شرکای خارجی

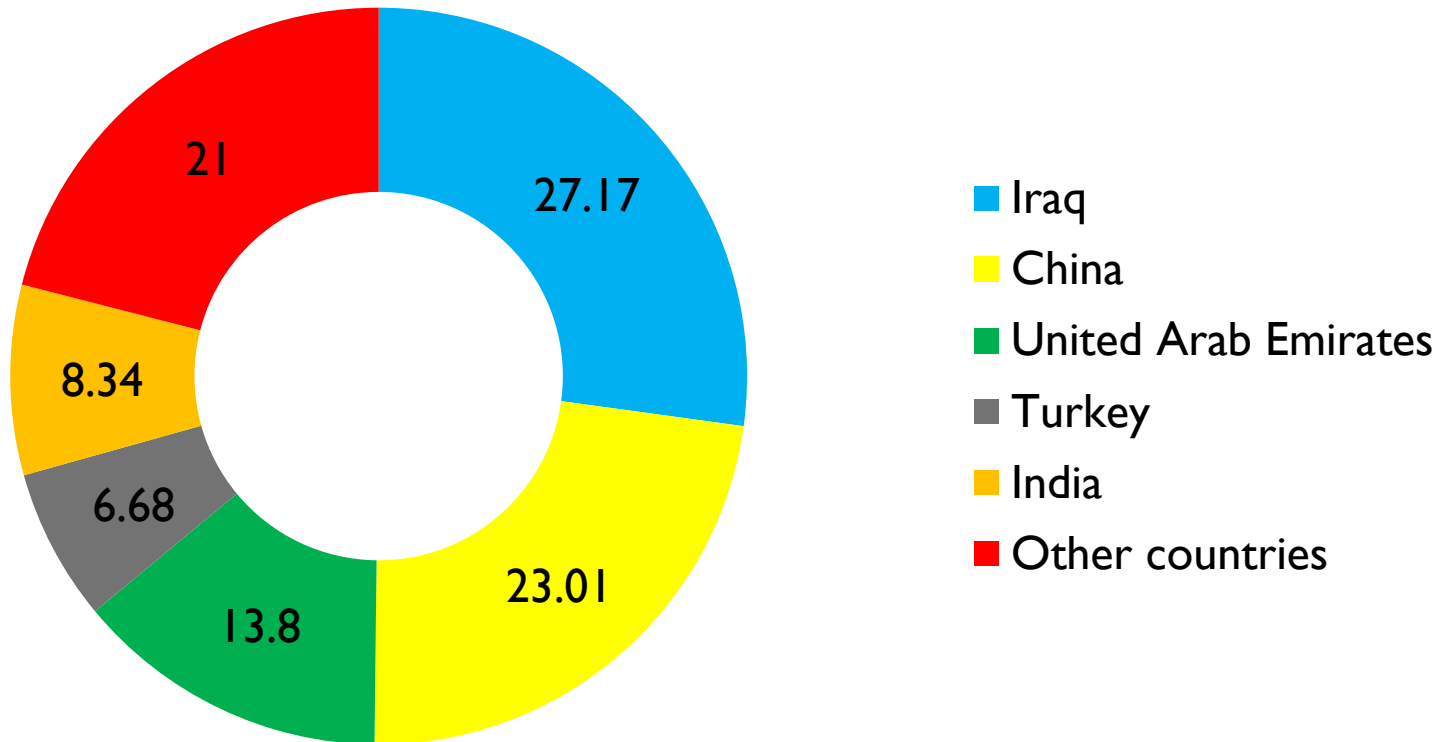
بخش واقعی در مقابل بخش مالی  
(بانکها)

Fig 1 Global fines for money laundering  
USD BILLIONS



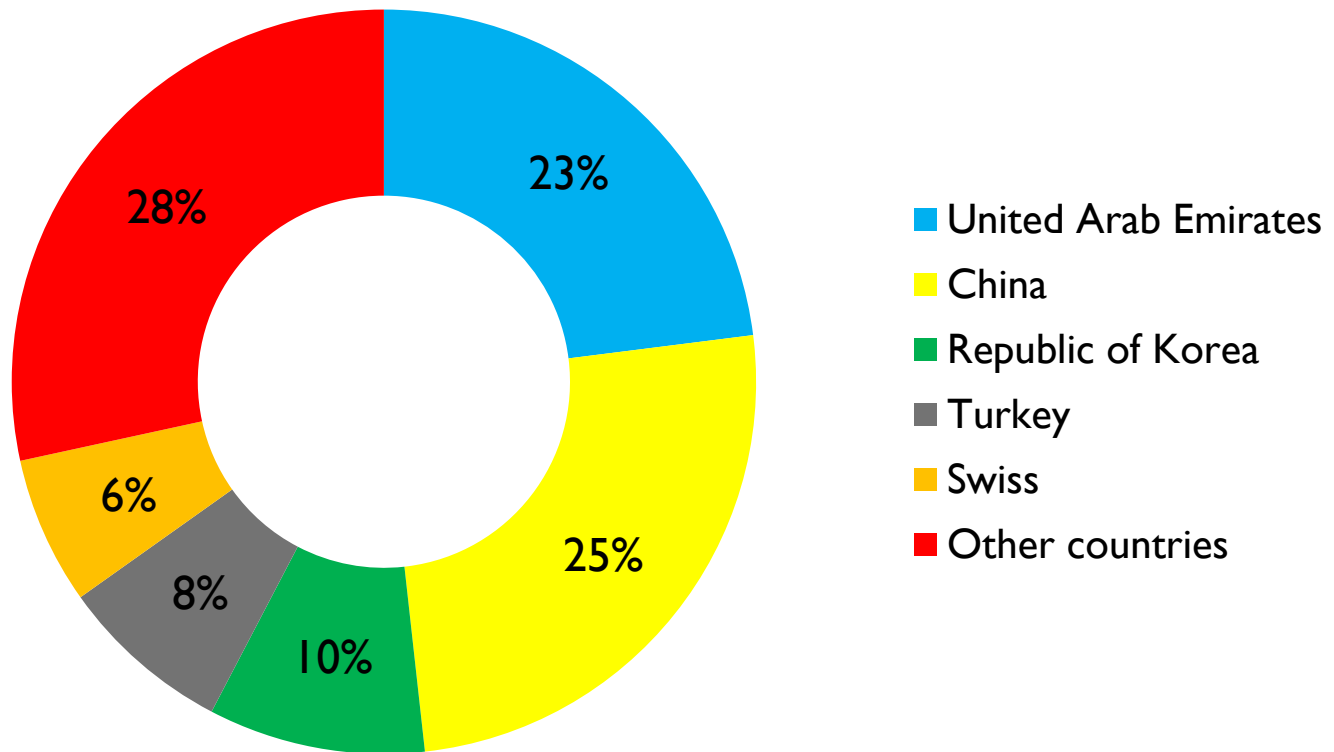
SOURCE: DELOITTE ANALYSIS

# سهم جدید بازارها (صادرات غیر نفتی)





# سهم جدید بازارها (واردات)

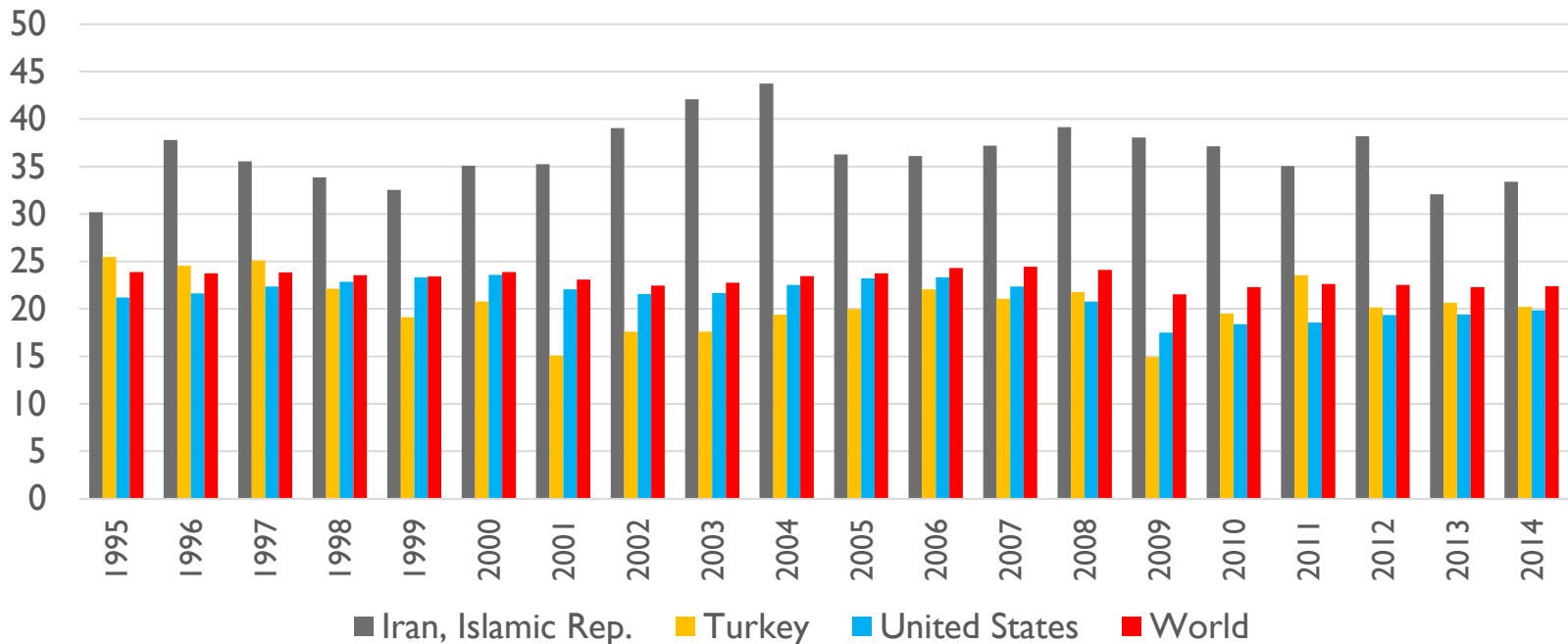


# بهره‌وری و سهم سرمایه در یک تشکیل سرمایه

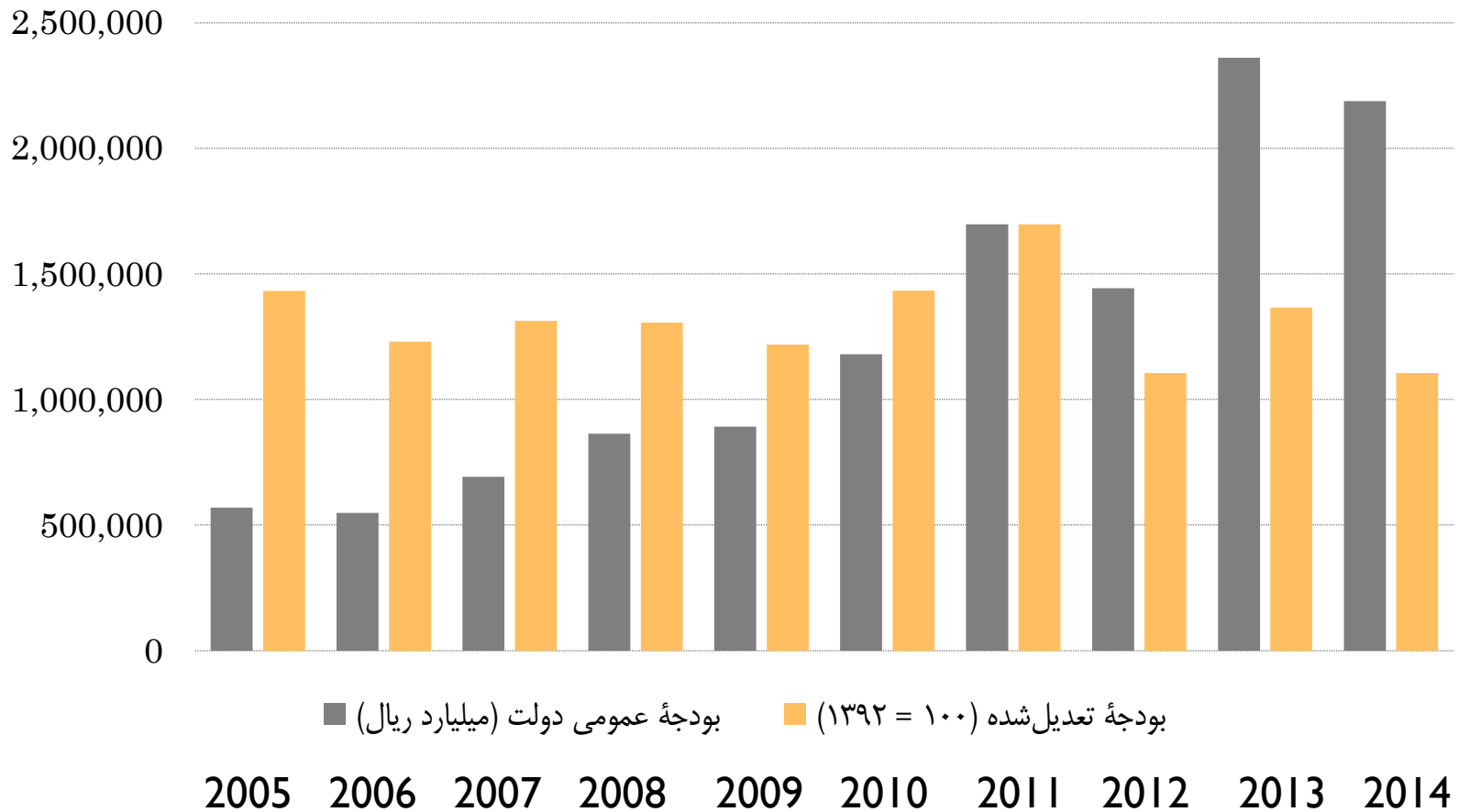
■ سهم کنونی سرمایه بسیار بالاست

■ قسمت گم‌شده‌ی کیک، بهره‌وری است.

Gross capital formation (% of GDP)



# بودجه اسمی در مقابل بودجه واقعی



# خطرپذیری اقتصاد ایران: وابستگی درآمد دولت به نفت

بیش از ۶۵ درصد درآمدهای دولت وابسته به صادرات نفت است و هرگونه تحریم خرید نفت و یا کاهش قیمت جهانی نفت، موجب آسیب دیدن درآمدهای دولت می‌شود.

# خطرپذیری اقتصاد ایران: وابستگی واردات ایران به نفت

درآمد نفتی در اقتصاد ایران دو کارکرد دارد:

- تأمین‌کننده‌ی بخش عمده‌ی درآمد دولت است.
- تأمین‌کننده‌ی بخش عمده‌ی ارز مورد نیاز واردات کشور است.

# 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 m<sup>3</sup> in a  
year  
×  
30 cents

=

76 billion  
dollars

# قلمرو اقتصاد مقاومتی در ایران

- شناسایی حوزه‌های خطرپذیر اقتصاد ایران
- شناسایی راه‌کارهای کاهش خطرپذیری‌ها و همچنین کنترل و مدیریت آن‌ها
- خروج از حوزه‌هایی که خطرپذیری و احتمال آسیب در آن‌ها بالاست
- مقاوم‌سازی اقتصاد در برابر خطرپذیری‌های موجود

# عوامل متعدد در شکل‌گیری مقاومت

- ساختار اقتصاد
- میزان انعطاف‌پذیری و پیش‌بینی تدابیر لازم برای مواجهه با شوک‌های ناگهانی
- تنوع در واردات و صادرات و عدم اتکا به کالا یا کشور خاص
- حکمروایی خوب و از جمله سیاست‌های مناسب اقتصاد
- برخورداری از مشارکت و افزایش آن در برخورد با بحران‌ها
- برخورداری از ذخایر استراتژیک برای مواجهه با شوک‌ها
- برخورداری از نهادهای مناسب (مجموعه‌ای از سیاست‌ها، قوانین و تدابیر اجرایی) با کاهش خطرپذیری در برابر تکانه‌ها و اختلال‌های وارده



# سیاست‌های ۲۴ گانه اقتصاد مقاومتی در توانمندسازی تولید داخلی

شماره ۱: تأمین شرایط و فعال‌سازی کلیه امکانات و منابع مالی و سرمایه‌های انسانی و علمی کشور به منظور توسعه کارآفرینی و به حداکثر رساندن مشارکت آحاد جامعه در فعالیتهای اقتصادی با تسهیل و تشویق همکاری‌های جمعی و تأکید بر ارتقای درآمد و نقش طبقات کم‌درآمد و متوسط.

شماره ۳: محور قراردادن رشد بهره‌وری در اقتصاد با تقویت عوامل تولید، توانمندسازی نیروی کار، تقویت رقابت‌پذیری اقتصاد، ایجاد بستر رقابت بین مناطق و استانها و به کارگیری ظرفیت و قابلیت‌های متنوع در جغرافیای مزیت‌های مناطق کشور.

شماره ۶: افزایش تولید داخلی نهاده‌ها و کالاهای اساسی (بویژه در اقلام وارداتی)، و اولویت دادن به تولید محصولات و خدمات راهبردی و ایجاد تنوع در مبادی تأمین کالاهای وارداتی با هدف کاهش وابستگی به کشورهای محدود و خاص.

# اهم موضوعات سیاست‌های اقتصاد مقاومتی

- کاهش آسیب‌پذیری اقتصاد
- پیشتازی اقتصاد دانش‌بنیان
- ارتقای عدالت اجتماعی
- تقویت رقابت‌پذیری اقتصاد و رشد بهره‌وری
- امنیت غذا و درمان
- اصلاح الگوی مصرف
- اصلاح نظام مالی کشور
- حمایت هدفمند از صادرات
- مقابله با ضربه‌پذیری درآمد نفت
- اصلاح نظام درآمدی دولت
- شفاف‌سازی و سالم‌سازی اقتصاد
- اتخاذ سیاست‌های تولید محور (به جای شیوه‌های واردات محوری)

# استراتژی‌های اقتصادی دولت یازدهم در دوران پسابرجام

■ تعامل با دنیا بدون هرگونه تغییرات ساختاری

■ اصلاحات اقتصادی درون‌گرایانه

■ اصلاحات ساختاری اقتصادی به کمک تعامل حداکثری با دنیا و بهره‌برداری از ظرفیت‌های ملی (اصلاحات بانک‌ها، بازار بدهی، قیمت‌های بازار، نرخ تورم پایین، تنوع‌سازی در تمام بازارهای بالقوه و ...)

# الزامات اقتصاد مقاومتی برای سرمایه‌گذاران در صنعت نفت و گاز

- حرکت به سمت استفاده از بازار سرمایه و عدم تکیه‌ی محض به بانک‌ها ر 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 دارد، و نه صرف واردات
- پرهیز از بدهکار کردن بیش‌تر دولت: جایگزینی ضمانت‌های تجاری به جای ضمانت‌های دولتی

# اصلاحات ساختاری

## • جمع بندی راهکارها

- حوزه نظام مالی
- حوزه بازار محصول و بنگاه داری
- حوزه نظام اداری و بودجه ریزی
- حوزه صندوق توسعه ملی
- حوزه نظام موثر مبارزه با فقر

# سیاست های کاهش تورم و مدیریت اقتصاد کلان

## قواعد مالی مناسب برای سیاست گذار مالی

- تعیین سقف کسری بودجه بدون نفت و کاهش سالانه آن
- تعیین سقف استفاده ریالی از منابع حاصل از نفت در بودجه و میزان تغییرات سالانه آن
- مرتبط کردن میزان افزایش هزینه‌ها با مقدار افزایش درآمدهای غیرنفتی

# سیاست های کاهش تورم و مدیریت اقتصاد کلان

## الزامات تورم تک رقمی

- اصلاحات بخش عمومی و بانکی
- استقلال بانک مرکزی
- تعیین هدف صریح تورمی و مرز تحمل بانک مرکزی
- تغییر ساختار سیاست پولی و سیاست ارزی
- مدیریت صحیح انتظارات
- لنگر کردن تورم به یک لنگر اسمی
- انتشار اوراق وابسته به تورم مثل صکوک
- استفاده از ادبیات تورم ماهانه چون در حال گذار هستیم

# توسعه و اصلاح نظام مالی

## بدهی‌های معوقه در ایران

### توصیه های کوتاه مدت

- ✓ تشکیل شرکت هایی برای ارزیابی مجدد دارایی های بانک ها
- ✓ انجام یک بررسی دقیق از سبد دارایی ها و بدهی های بانک ها توسط این شرکت ها
- ✓ انتشار اوراق قرضه توسط دولت و پایاپای کردن آن با بدهی بخش دولتی به بانک ها
- ✓ تشکیل شرکت هایی تحت عنوان شرکت مدیریت دارایی



# توسعه و اصلاح نظام مالی

## بدهی‌های معوقه در ایران

### توصیه های کوتاه مدت

- ✓ جدا کردن دارایی های خوب بانک ها از دارایی های بد آنها (بر اساس سطح آستانه پنج درصد نسبت مطالبات معوق به کل تسهیلات)، واگذار کردن دارایی های بد بانکها به شرکت های مذکور و افزایش سرمایه بانکهای دارای دارایی خوب در بازار سهام
- ✓ توسعه بازار اوراق قرضه، تامین مالی شرکت های بزرگ از طریق بازار بدهی و اختصاص توانایی باقیمانده سیستم بانکی به بنگاه های کوچک و متوسط

# اقتصاد مقاومتی و نظام حکمرانی

## کیفیت مدیریت دولتی در پیشرفت اقتصادی

- کاهش سیاست زدگی
- طراحی نظام تعلیم و تربیت مدیریت دولتی
- بهبود کیفیت مقررات ملی
- ارتقاء کیفیت بوروکراسی الکترونیک
- اداره کمتر و مدیریت بهتر
- شکل دهی مدیریت دولتی رقابتی

# جمع بندی نهایی

دو مشکل اصلی اقتصاد ایران  
مساله اشتغال و بیکاری  
وضعیت رفاه خانوارها

اگر دو مساله اشتغال و وضعیت رفاه خانوارها را به عنوان مهم‌ترین مساله اقتصاد ایران در نظر بگیریم به این نتیجه می‌رسیم که نیازمند رشد اقتصادی پایدار و بالایی هستیم.

✓ چهار مسئله جدی بر اقتصاد بلندمدت ما نقش داشته است:

- نحوه مدیریت اقتصاد در دوره وفور درآمدهای نفتی
- مواجهه اقتصاد با تحریم و محدودیت دسترسی به بازارهای بیرونی
- رکود تورمی اقتصاد سالهای ۹۱ و ۹۲ و استمرار اثرات آن تا چند سال آینده
- قیمت نفت و کاهش قیمت آن طی ماههای اخیر

## جمع بندی نهایی

توجه به نقش بهره وری کل عوامل تولید برای رسیدن به رشد اقتصادی مستمر و بالا از طریق عوامل زیر:

- ✓ ثبات اقتصاد کلان
- ✓ روابط خارجی پایدار
- ✓ حکمرانی خوب
- ✓ بخش خصوصی قوی و پویا
- ✓ بخش دولتی کارآمد
- ✓ نظام تامین اجتماعی مناسب
- ✓ حفاظت از منابع طبیعی و محیط زیست

# جمع‌بندی راهکارها

## حوزه نظام مالی

- ✓ اصلاح ساختار بانک‌ها
- ✓ اصلاح قوانین ورشکستگی
- ✓ بهبود مدیریت ریسک در بانک‌ها
- ✓ توجه به نقش سرمایه در گردش - ابزارسازی و ارائه ابزارهای نوین برای تامین سرمایه در گردش
- ✓ رتبه‌بندی بنگاه‌ها در بازار اعتباری
- ✓ انتشار صکوک اجاره توسط دولت برای پرداخت بدهی‌ها به بخش خصوصی
- ✓ توجه بیشتر به بیمه‌ها و انتشار اوراق قرضه توسط بیمه‌ها

## جمع بندی راهکارها

### حوزه بازار محصول و بنگاه داری

✓ بازنگری در انباشت مقررات و قوانین متعارض که موانعی را برای کسب و کار ایجاد کرده

✓ کنترل انحصارات و ایجاد فضای رقابت و تامین امنیت برای ورود بنگاه های جدید

✓ تعیین یک چارچوب مشخص برای دخالت دولت در قیمت گذاری

✓ ادامه خصوصی سازی به شکل واقعی

## جمع بندی راهکارها

### حوزه نظام اداری و بودجه‌ریزی

- ✓ جدا شدن مسیر کیفیت خدمات عمومی از مسائل سیاسی
- ✓ ارتقاء توان نظام بودجه‌ریزی دولتی
- ✓ تقویت ظرفیت مدیریتی تضعیف شده کشور
- ✓ افزایش تعهد دولت به اجرای سیاست‌ها
- ✓ تدوین بودجه دولت بر اساس قاعده مالی و پیش‌بینی‌پذیری آن

# جمع‌بندی راهکارها

## حوزه صندوق توسعه ملی

- ✓ تعریف نقش ثبات ساز برای صندوق توسعه ملی
- ✓ خارج شدن نظام طرح‌های عمرانی از شکل موجود
- ✓ نظام اداری متفاوت با توسعه مشارکت بخش خصوصی
- ✓ فعال‌سازی بخش خصوصی در زیرساخت‌ها



# اقتصاد مقاومتی و نظام حکمرانی

## نظام تدبیر ملی، بستر مدیریت اقتصادی در سطح کلان

- بررسی قوانین و مقررات کشور در زمینه‌های اقتصادی و اجتماعی و همچنین ساختارهای اجرایی و اداری
- ارزیابی نظام‌های قضایی و قانون‌گذاری کشور در جهت رشد اقتصادی در سطح دولت و بنگاه‌های تعاونی و بخش خصوصی

# قلمرو مالی شرکتها

مالی شرکتها

شرکت های بزرگ

شرکت های متوسط

شرکت های کوچک

فرد یا خانواده

مالی شخصی

## 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.

# 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 عمده‌ی تأمین مالی سرمایه در گردش

## ابزار مالی

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

# تأمین مالی شرکت‌های نفت و گاز در ایران

## مسائل عمده

- عدم توسعه 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.
- کاهش منابع مالی بانک‌های برای اعطای تسهیلات و زمینه‌های فساد برای اعطای وام‌های ارزان‌قیمت بر اساس معیارهایی خارج از ریسک و بازده



# گزینه‌های تأمین مالی شرکت‌های نفت و گاز 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 نفت و گاز در ایران

فروش انواع ابزارهای با درآمد ثابت

تأسیس انواع صندوق‌ها

اجاره 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 ...)

.....

# گزینه‌های تأمین مالی شرکت‌های نفت و گاز 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.

# مراحل اساسی تأمین مالی ساختاریافته

مجموعه‌ای از دارایی‌ها در قالب یک سبد دارایی جمع‌آوری می‌شود.

تعهداتی که با دارایی‌ها پشتیبانی می‌شود در طبقات سرمایه‌گذاری مختلف رده بندی شده تعریف می‌شود.

با تشکیل یک نهاد قانونی مقاصد خاص با عمر محدود، (Special Purpose Legal Entity) 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 پشتوانه سبدهای از اسناد دریافتی (نظیر سبدهای تسهیلات اعتباری) از طریق انتشار اوراق بهادار صورت می‌گیرد.

## تأمین مالی دریافتی‌ها (receivables finance)

- در این روش فرآیند وام دهی در مقابل سبدهای از حساب‌های دریافتی شرکت (به عنوان وثیقه) صورت می‌گیرد. این روش نوعی تبدیل به اوراق بهادار کردن به شمار 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 (V)

## 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.

## انواع تأمین مالی ساختاریافته (IV)

### تأمین مالی پروژه (project finance)

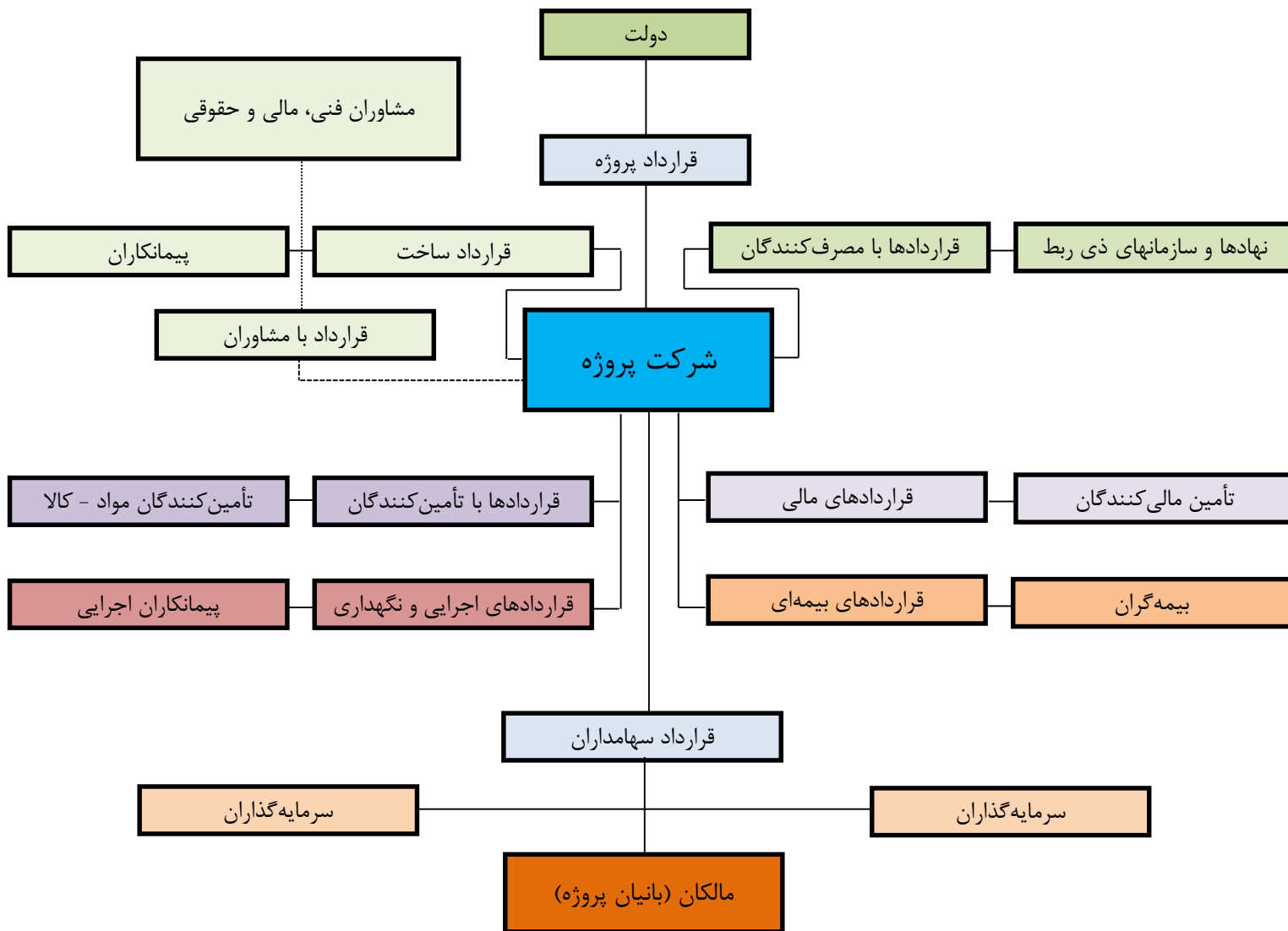
- شیوه‌ای از تأمین مالی است که در آن با به کارگیری فنون مهندسی مالی، منابع لازم برای اجرای پروژه‌های بزرگ با استفاده از وام‌های بلندمدت فراهم می‌آید. در این روش، تأمین مالی به‌پشتوانه جریان نقدی که توسط پروژه ایجاد خواهد شد، ارزیابی و عملی می‌شود.

# 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 اولیه 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 پذیره نویس

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

امین

- به عنوان امین سرمایه گذاران ناظر بر فرآیند.

متعهد پذیره نویس

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

بیمه گر

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



# بازیگران تأمین مالی پروژه محور

## معامله گران سوآپ

- پوشش ریسک نوسان قیمت معمولاً توسط سوآپ انجام می گیرد  
تثبیت قیمت کالا به تثبیت جریانهای نقدی آتی پروژه می انجامد  
که این امر موجبات انتشار اوراق درآمد ثابت را مهیا می سازد.

## ارتقادهندگان اعتبار

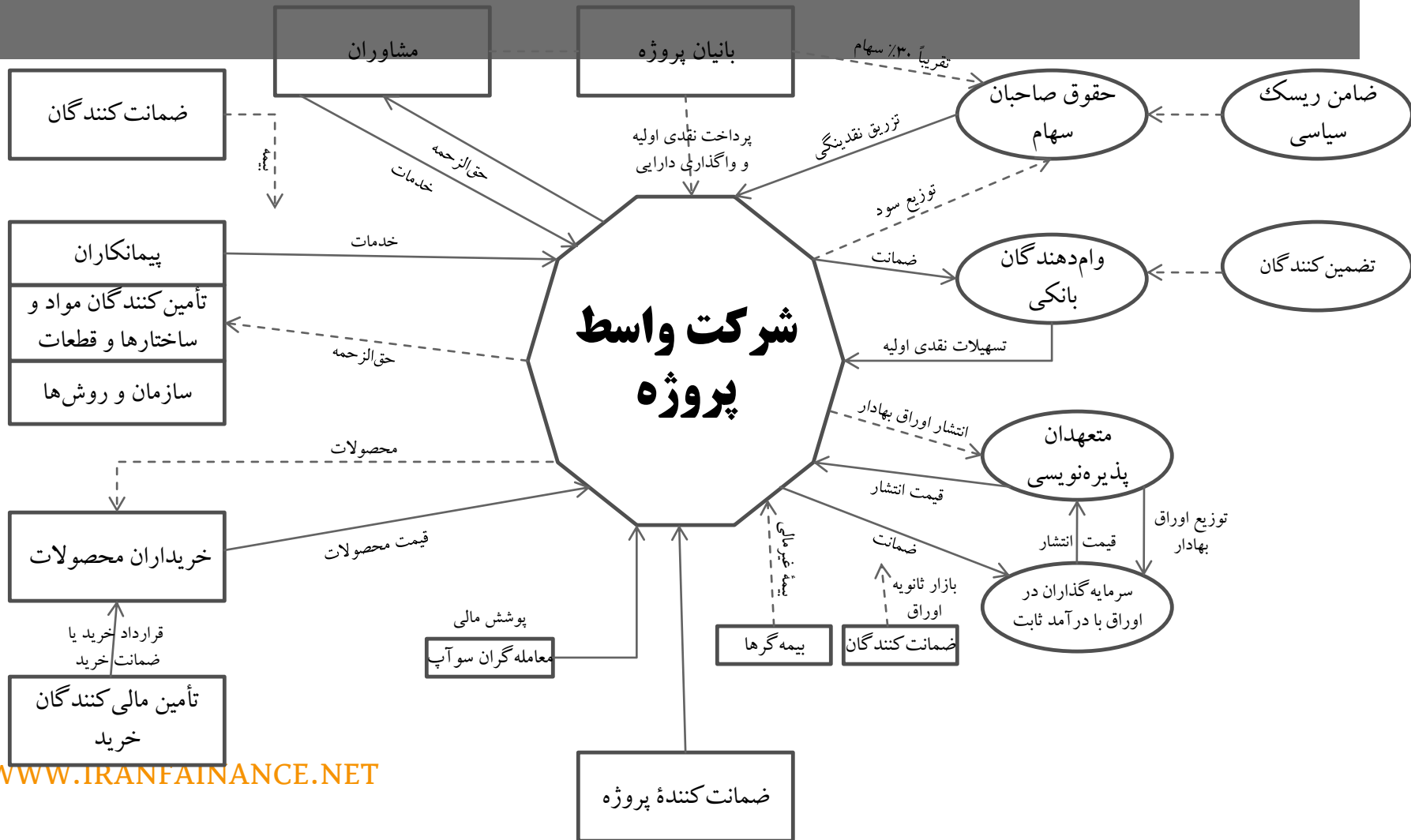
- برخی ارکان برای تقویت رتبه اعتباری اوراق بدهی در فرایند تأمین مالی به کار گرفته می شوند (Ambac).

# 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 دامنه 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

# شماتیک تأمین مالی پروژه محور



# ریسک‌های تأمین مالی پروژه

## ملاحظات

- کنترل ریسک‌ها در پروژه‌های زیرساختی معمولاً بسیار دشوار است.
- شرکت پروژه برای کنترل ریسک‌ها قراردادهای متعددی را امضا می‌کند. از آن جمله می‌توان به قرارداد تأمین مواد اولیه، خرید محصولات، حق امتیاز و مالکیت‌های مشترک اشاره کرد.
- اعتباردهندگان سعی می‌کنند تا با درگیر ساختن طرف‌های مختلف در پروژه، ریسک پروژه را در بین خود توزیع کرده و شانس موفقیت آن را افزایش دهند.
- با توجه به کنترل دقیق ریسک‌ها در این مدل از تأمین مالی، بعد از بحران مالی سال ۲۰۰۸ حجم این معاملات نه تنها کاهش پیدا نکرده، بلکه افزایش داشته است.

# 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 دامنه 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 به عنوان یک هویت مستقل و بهبود فرآیندهای مدیریتی و اجرایی آن

# نقش بازار سرمایه

# 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



# صندوق پروژه

- صندوق پروژهی پرند مینا:  
۴۲۰ میلیارد تومان و سه سال؛ سناریو بند ق و عدم بند ق؛ ۳سیکل ترکیبی؛ اختیار خرید تبعی
- اوراق تجاری
- سقف تعهدات و گرایش به حق مالی
- وصول مطالبات از دولت

صندوق سرمایه‌گذاری

در

پروژه‌های نفتی

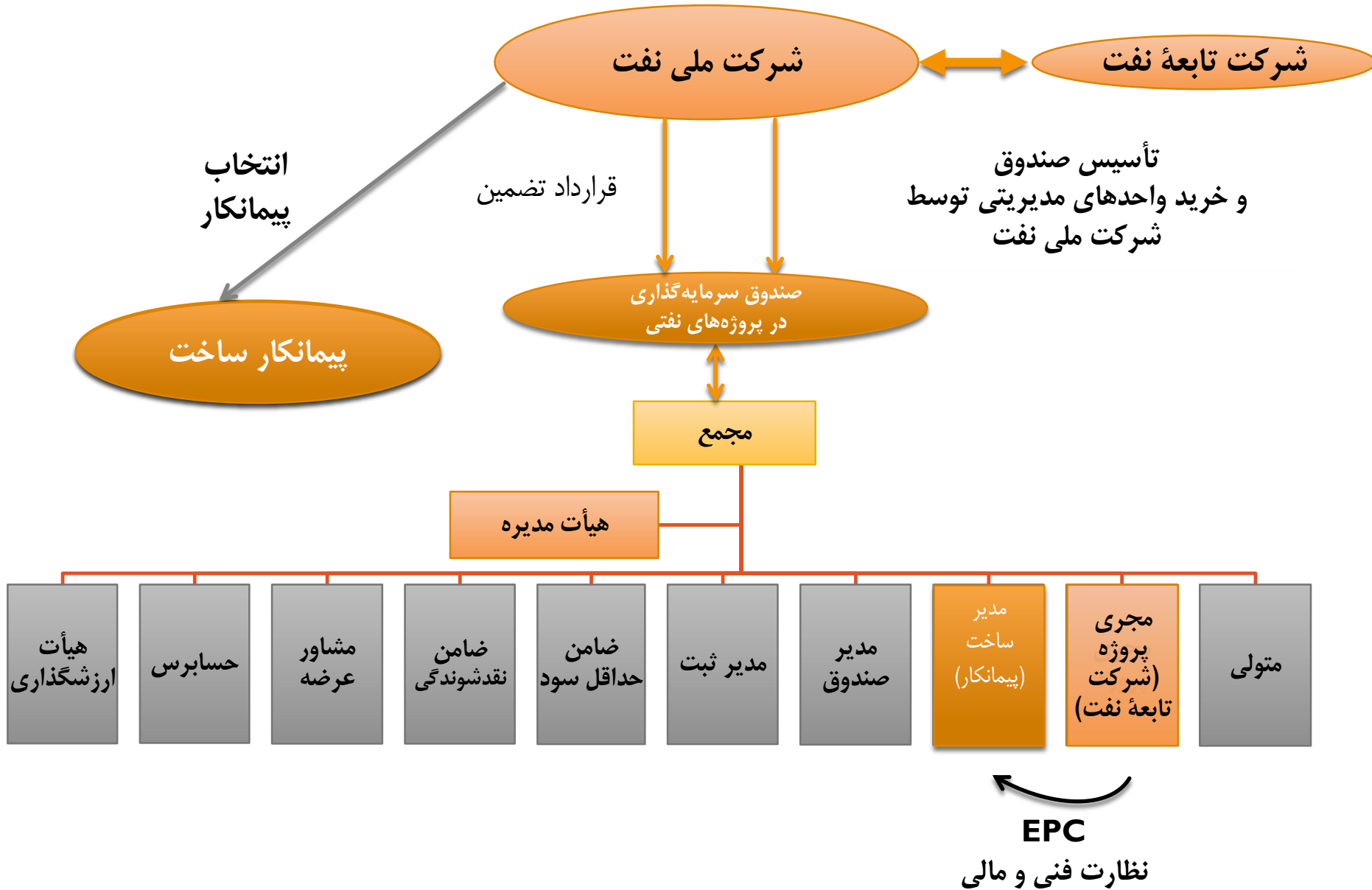
(پیشنهادی تأمین سرمایه‌ی)

امین - نوین

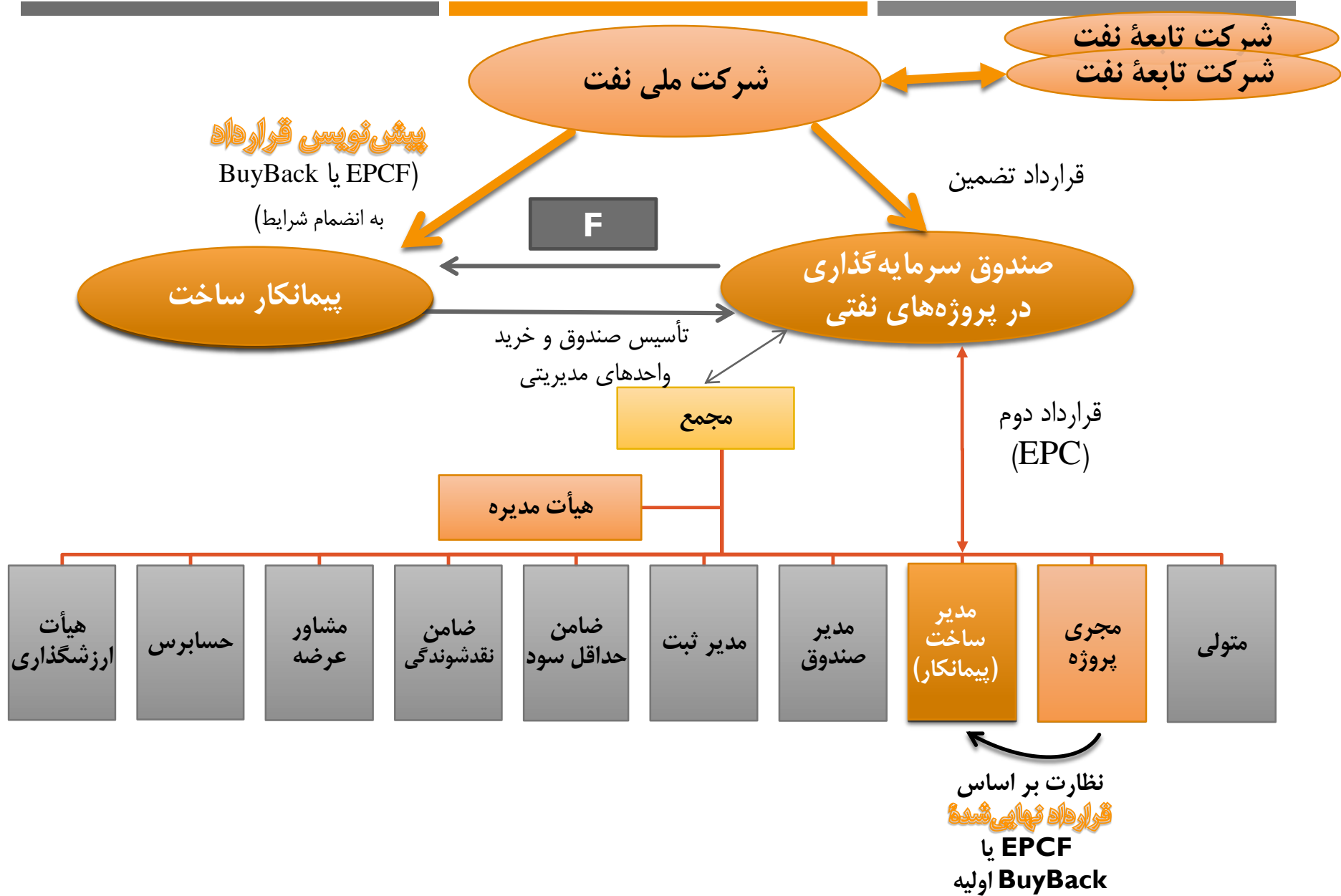
# هدف از تأسیس

■ جذب منابع مالی مناسب ریالی برای یک دوره کوتاهمدت یا میانمدت به منظور راهاندازی پروژه‌های موجود در حوزه نفت با راهبری شرکت ملی نفت ایران و تامین منافع سرمایه‌گذاران.

# ساختار تأمین مالی پروژه‌های نفتی



# ساختار دوم تأمین مالی پروژه‌های نفتی



<p>ساختار دوم</p>	<p>قرارداد با پیمانکار</p>	<p>ساختار اول</p>	<p>قرارداد با صندوق</p>
<p>اجرای پروژه پیمانکار</p>		<p>پروژه‌های شرکت ملی نفت</p>	<p>هدف از تأسیس صندوق</p>
<p><b>BuyBack یا EPCF</b> به انضمام شرایط زیر:</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>شرکت ملی نفت تضمین‌های لازم برای کف و سقف سود را به‌صورت زیر ارائه می‌کند:</li> <li>حداقل سود تضمین شده به صورت درصد یا مبلغ ریالی مشخص؛</li> <li>سقف سود بر اساس تعداد مشخصی بشکه نفت.</li> </ul>		<p><b>قرارداد تضمین</b> به انضمام شرایط زیر:</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>شرکت ملی نفت تضمین‌های لازم برای کف و سقف سود را به‌صورت زیر ارائه می‌کند:</li> <li>حداقل سود تضمین شده به صورت درصد یا مبلغ ریالی مشخص؛</li> <li>سقف سود بر اساس تعداد مشخصی بشکه نفت.</li> </ul>	<p>قرارداد شرکت ملی نفت پیمانکار یا صندوق</p>
<p>صندوق به عنوان یک صندوق پروژه‌ای فعالیت می‌کند؛ بنابراین فرآیند دریافت مجوز در سبا ممکن است با مقاومت سازمان روبرو شود.</p>		<p>صندوق به عنوان یک صندوق پروژه‌ای فعالیت می‌کند و شرکت ملی نفت جزو موسسین صندوق است؛ بنابراین فرآیند دریافت مجوز در سبا با سهولت بیشتری امکان‌پذیر است.</p>	<p>ماهیت صندوق و فرآیند دریافت مجوز</p>
<p>پیمانکار به عنوان موسس باید حداقل ۳۰ درصد از سرمایه صندوق را تامین کند.</p>		<p>شرکت ملی نفت به عنوان موسس باید بخشی از سرمایه صندوق (۲۰ درصد) را به‌طور نقدی تامین کند. ۱۰ درصد سرمایه نیز توسط پیمانکار تامین می‌شود.</p>	<p>آورده موسسین</p>
<ul style="list-style-type: none"> <li>در صورت فسخ قرارداد شرکت ملی نفت با پیمانکار و یا عدم امکان ادامه پروژه توسط پیمانکار صندوق منحل می‌شود.</li> <li>به دلیل عدم مشارکت نقدی شرکت ملی نفت، اطمینان کمتری برای سرمایه‌گذاری توسط گروه‌های مختلف سرمایه‌گذار وجود دارد.</li> <li>به دلیل دسترسی پیمانکار بر بخشی از منابع پس از استخراج نفت، بازپرداخت منابع تامین شده با سرعت کمتری انجام می‌شود.</li> </ul>		<ul style="list-style-type: none"> <li>در صورت تغییر پیمانکار (مدیر ساخت) و یا فسخ قرارداد شرکت ملی نفت با پیمانکار مربوط، مجری، مدیر ساخت دیگری جایگزین کرده و صندوق به فعالیت خود ادامه می‌دهد.</li> <li>بدلیل مشارکت شرکت ملی نفت به عنوان موسس، اطمینان خاطر بیشتری برای مشارکت گروه‌های مختلف سرمایه‌گذار وجود دارد.</li> <li>به دلیل دسترسی شرکت ملی نفت بر همه منابع پس از استخراج نفت، بازپرداخت منابع تامین شده با سرعت بیشتری انجام می‌شود.</li> </ul>	<p>ویژگی‌ها</p>

## تعریف

شرکت‌های تأمین سرمایه نهاد‌های  
مالی‌ای هستند که معاملات بازار سرمایه  
را تسهیل می‌کنند.

# شرکتهای تأمین سرمایه در مقابل بانکهای تجاری

## بانک تجاری

سپرده پذیر

تأمین مالی افراد و شرکتهای

عمده فعالیتها در بازار پول

عمده درآمد از شکاف نرخ بهره

تحت نظارت شدید

## تأمین سرمایه

غیر سپرده پذیر

تأمین مالی شرکتهای

عمده فعالیتها در بازار سرمایه

عمده درآمد از کارمزد مشاورهها

تحت نظارت ضعیف



# چهار خدمت اصلی

افزایش سرمایه

ارایه مشاوره در زمینه ادغام و تصاحب

مبادرت به فروش و معامله اوراق بهادار

ارایه خدمات مشاوره‌ای عمومی

## شیوه‌های افزایش سرمایه

عرضه عمومی

عرضه خصوصی به سرمایه‌گذاران نهادی

عرضه خصوصی به سرمایه‌گذاران انفرادی

صندوق‌های سرمایه‌گذاری ویژه

## فروش و معاملهی اوراق بهادار

بازار سازی و  
بازار گردانی  
سهام

عرضه  
عمومی  
اولیوی سهام

سهام  
شرکتهای  
بورسی

## روش‌های مبتنی بر بدهی

تسهیلات بودجه‌ای

وام‌های بانکی

مشارکت سندیکایی

اوراق بهادار از جنس اوراق مشارکت

# 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

## روش‌های مبتنی بر سرمایه

اولین گزینه‌ای که در میان روش‌های تأمین مالی مبتنی بر سرمایه به ذهن خطور می‌کند، افزایش سرمایه است. افزایش سرمایه منابع را به صورتی مستقیم در اختیار مجری قرار داده و به لحاظ نظری با هیچ محدودیتی مواجه نیست. این روش ریسک عدم بازپرداخت را به دنبال ندارد و مراحل اجرایی آن نیز می‌تواند بسیار کوتاه‌تر از هر روش دیگری باشد.

### ➤ افزایش سرمایه

شرکت صاحب پروژه، پس از انجام بررسی‌ها، مطالعات و تحقیقات لازم، طرح پروژه را معرفی نموده و مقدار سودآوری آن را پیش‌بینی می‌نماید. سپس برای جذب سرمایه‌گذار، درصد پایه‌ای را به عنوان سود علی‌الحساب تعیین کرده ولی اعلام درصد نهایی را به زمان اتمام پروژه، موکول می‌کند. بدین ترتیب، پس از اعلان عمومی از طریق رسانه‌ها یا تبلیغات در شعب بانک‌ها، افراد با مراجعه به آن شرکت می‌توانند تعداد سهام موردنظر خود را خریداری کنند.

### ➤ سهام پروژه

گواهی سپرده مدت‌دار ویژه سرمایه‌گذاری (خاص) به سپرده‌ای اطلاق می‌شود که بانک به منظور تجهیز منابع برای تأمین مالی طرح‌های مشخص جدید سودآور تولیدی و ساختمانی و خدماتی و نیز توسعه و تکمیل طرح‌های سودآور موجود با سررسید مشخص افتتاح می‌نماید و در ازای افتتاح سپرده، گواهی سپرده مدت‌دار ویژه سرمایه‌گذاری (خاص) صادر می‌نماید

### ➤ گواهی سپرده خاص

# بورس انرژی برای صنعت نفت و گاز چه می‌تواند انجام دهد؟

- تأمین مالی
- تأمین نقدینگی

## خلاصه

- ✓ بازار سرمایه مهم است و نقش مهم‌تری برای شرکت‌های بزرگ دارد؛ مدیران می‌باید با ابزارهای مالی بازار سرمایه آشنا شوند.
- ✓ «تأمین مالی ساختاریافته» برای شرکت‌های بزرگ نفت و گاز راه به سوی آینده است.
- ✓ مدیران مالی شرکت‌های بزرگ باید با واحد بانکداری شرکتی در بانک‌ها و شرکت‌های تأمین سرمایه در بازار سرمایه کاملاً آشنا شوند.
- ✓ برای خرید شرکت‌ها در ایران و خارج، مدیران مالی از ترکیبی از گزینه‌های تأمین مالی می‌توانند استفاده کنند.



# باتسکر