



به نام خدا



دوازدهمین کنفرانس بین‌المللی مدیریت پروژه

راهبردهای جذب منابع مالی بین‌المللی متناسب با شرایط امروز اقتصادی – سیاسی ایران

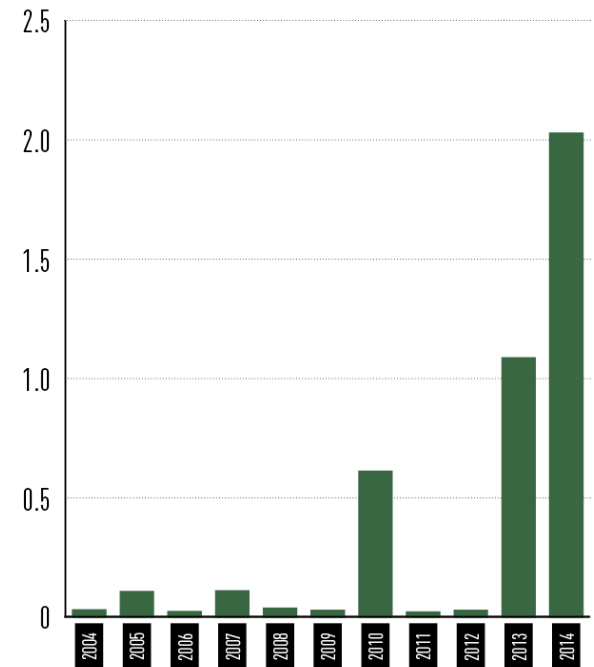
مسئین عبده تبریزی

یکشنبه ۲۴ بهمن‌ماه ۱۳۹۵

مشکل شرکای خارجی

بخش واقعی در مقابل بخش مالی
(بانکها)

Fig 1 Global fines for money laundering
USD BILLIONS



SOURCE: DELOITTE ANALYSIS

چرا ورود بانک‌های خارجی به ایران طول خواهد کشید؟

- مجوزهای OFAC

- انطباق با مقررات: KYC/منابع و مصارف وجوه

- مقررات مقام ناظر

- مجوزهای U-Turn دلاری

- بروکرات‌های دو طرف (مثال

- (Foreign Account FACTA Tak Compliance Act)

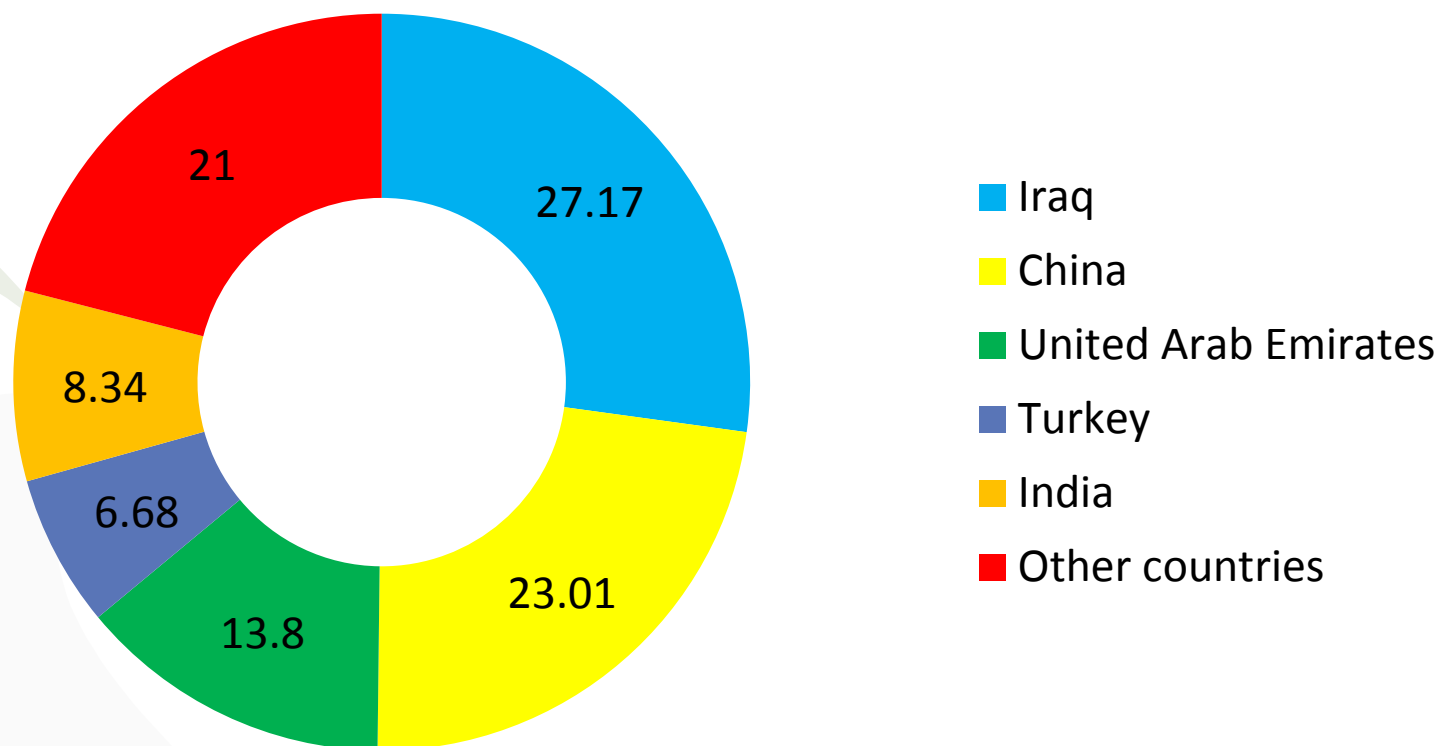
NEW DUES)

- برداشتن موانع با مثال‌های کوچک (معامله‌ی AIRBUS)

- لغو قراردادهای تسویه‌ی به امضا رسیده بین امریکا و بانک‌ها

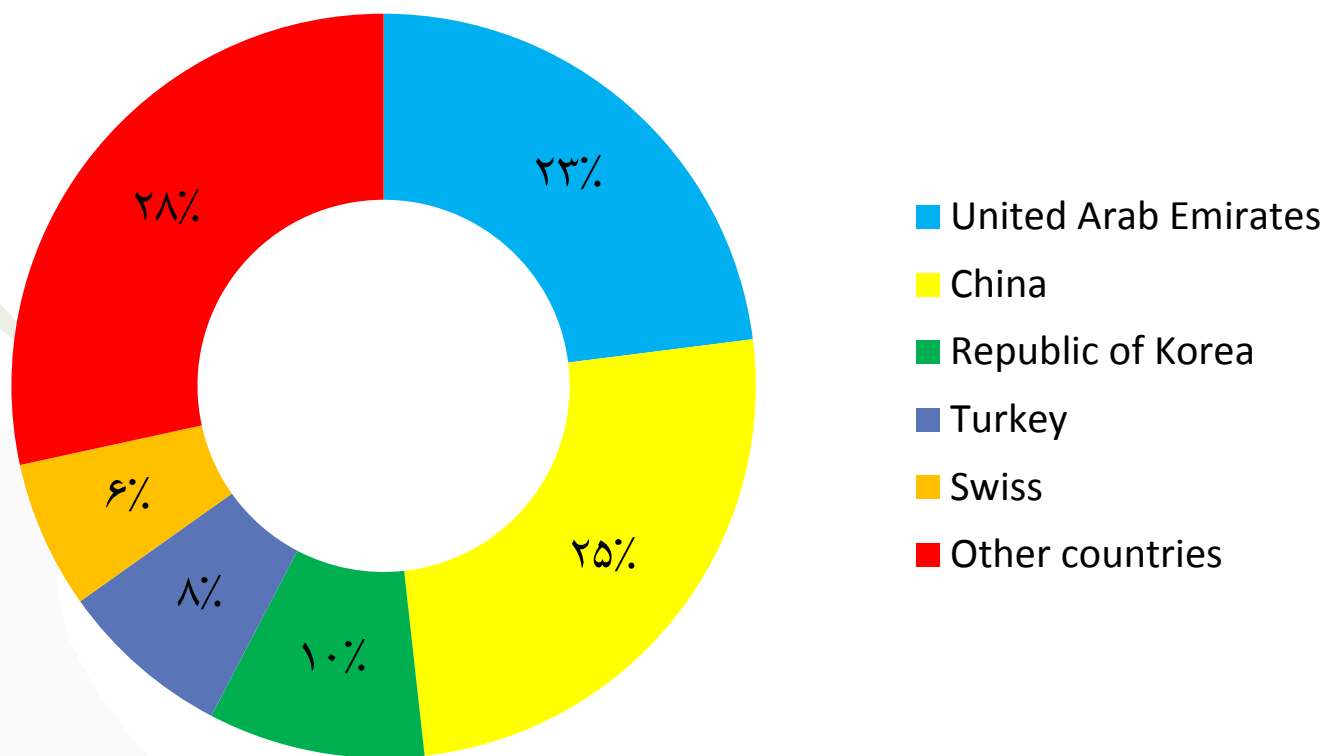
- مقاومت‌های نسبی ECAها (مثال هرمس)

سهم جدید بازارها (صادرات غیر نفتی)



Source: The Islamic Republic of Iran Customs Administration

سهم جدید بازارها (واردات)



Source: The Islamic Republic of Iran Customs Administration

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

قلمرو اقتصاد مقاومتی در ایران

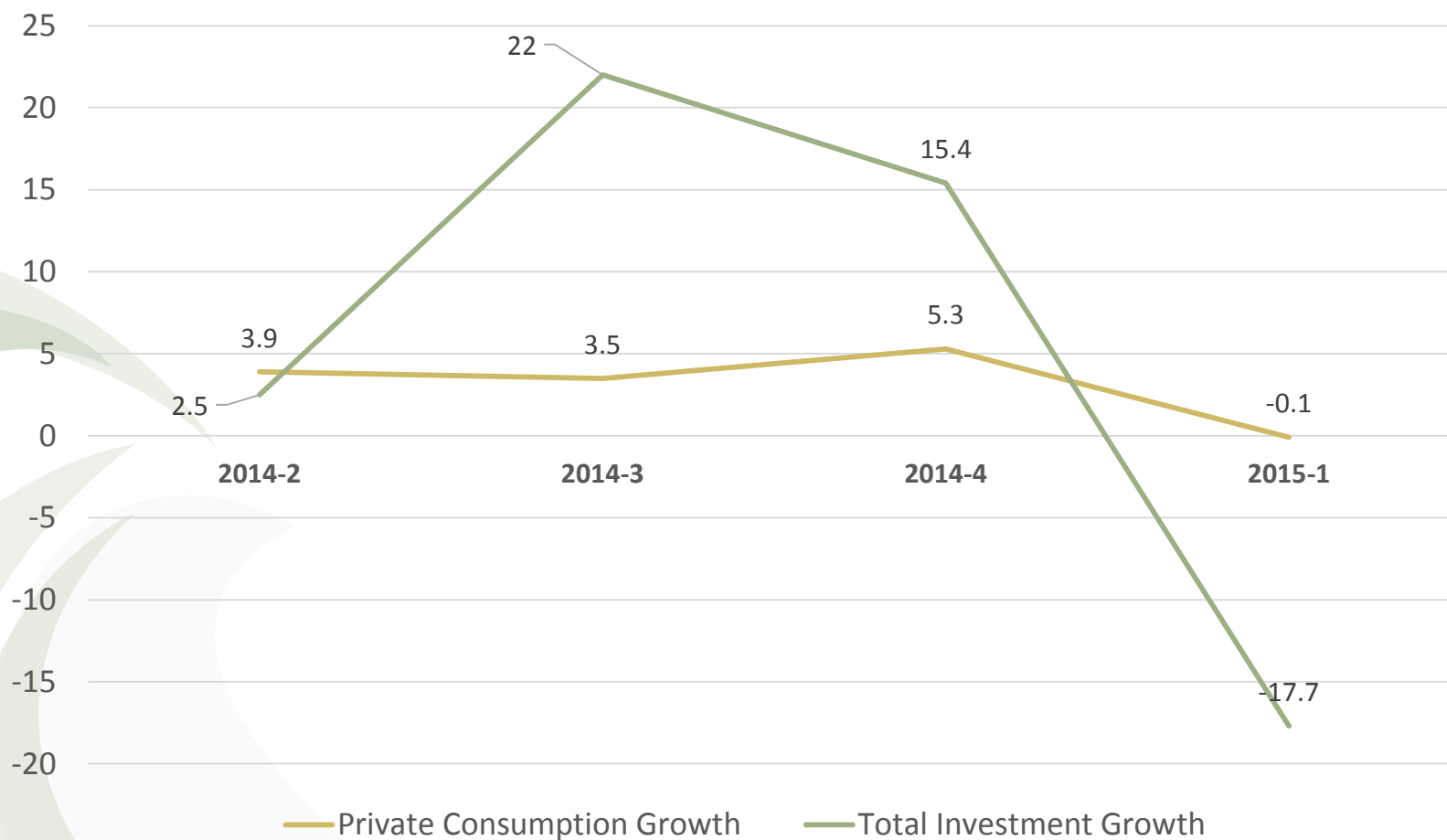
- شناسایی حوزه‌های خطرپذیر اقتصاد ایران
- شناسایی راه کارهای کاهش خطرپذیری‌ها و همچنین کنترل و مدیریت آن‌ها
- خروج از حوزه‌هایی که خطرپذیری و احتمال آسیب در آن‌ها بالاست
- مقاوم‌سازی اقتصاد در برابر خطرپذیری‌های موجود

الزامات اقتصاد مقاومتی برای سرمایه‌گذاران در پروژه‌های صنعتی

- 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 دارد، و نه صرف واردات
- پرهیز از بدهکار کردن بیش‌تر دولت: جایگزینی ضمانت‌های تجاری به جای ضمانت‌های دولتی

مفروضات واقعيانه •

تقاضای کل کاهنده



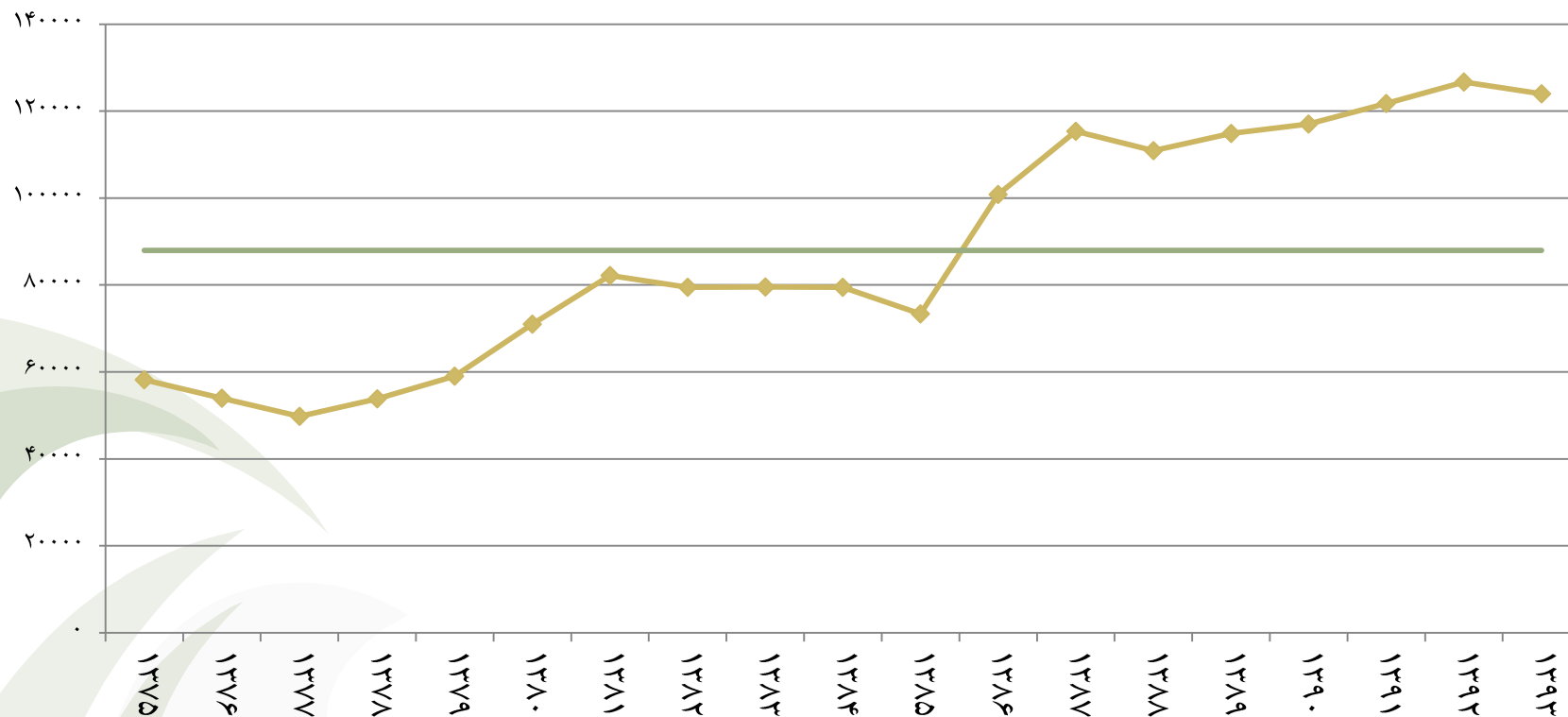
Source: The Institute for Management and Planning Studies

مازاد سرمایه‌گذاری در بخش مسکن



Source: The Institute for Management and Planning
Studies

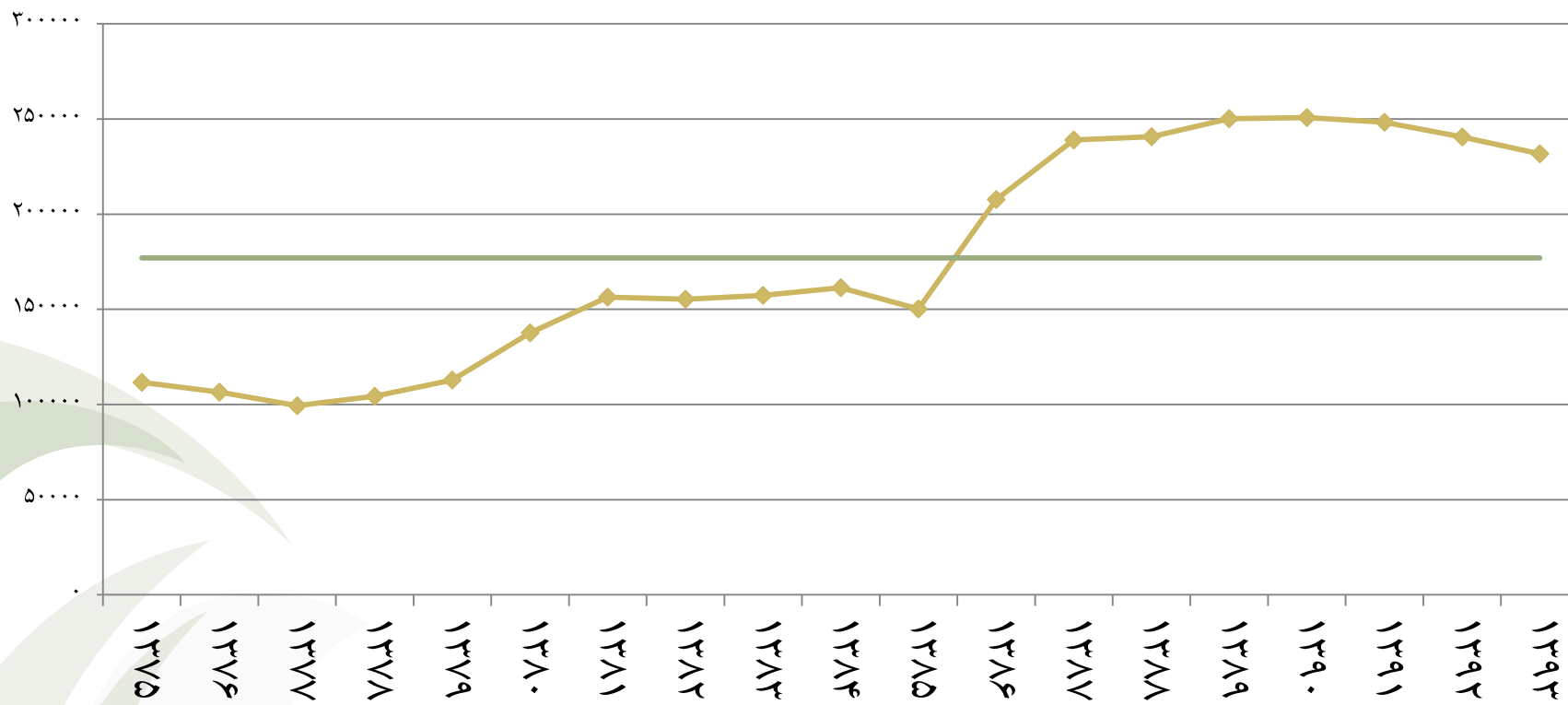
رشد ارزش افزوده بخش مسکن



—◆— ارزش افزوده ساختمان توسط بخش خصوصی به قیمت‌های ثابت سال ۱۳۸۳ (میلیارد ریال)

— میانگین ارزش افزوده ساختمان توسط بخش خصوصی به قیمت‌های ثابت سال ۱۳۸۳ (میلیارد ریال)

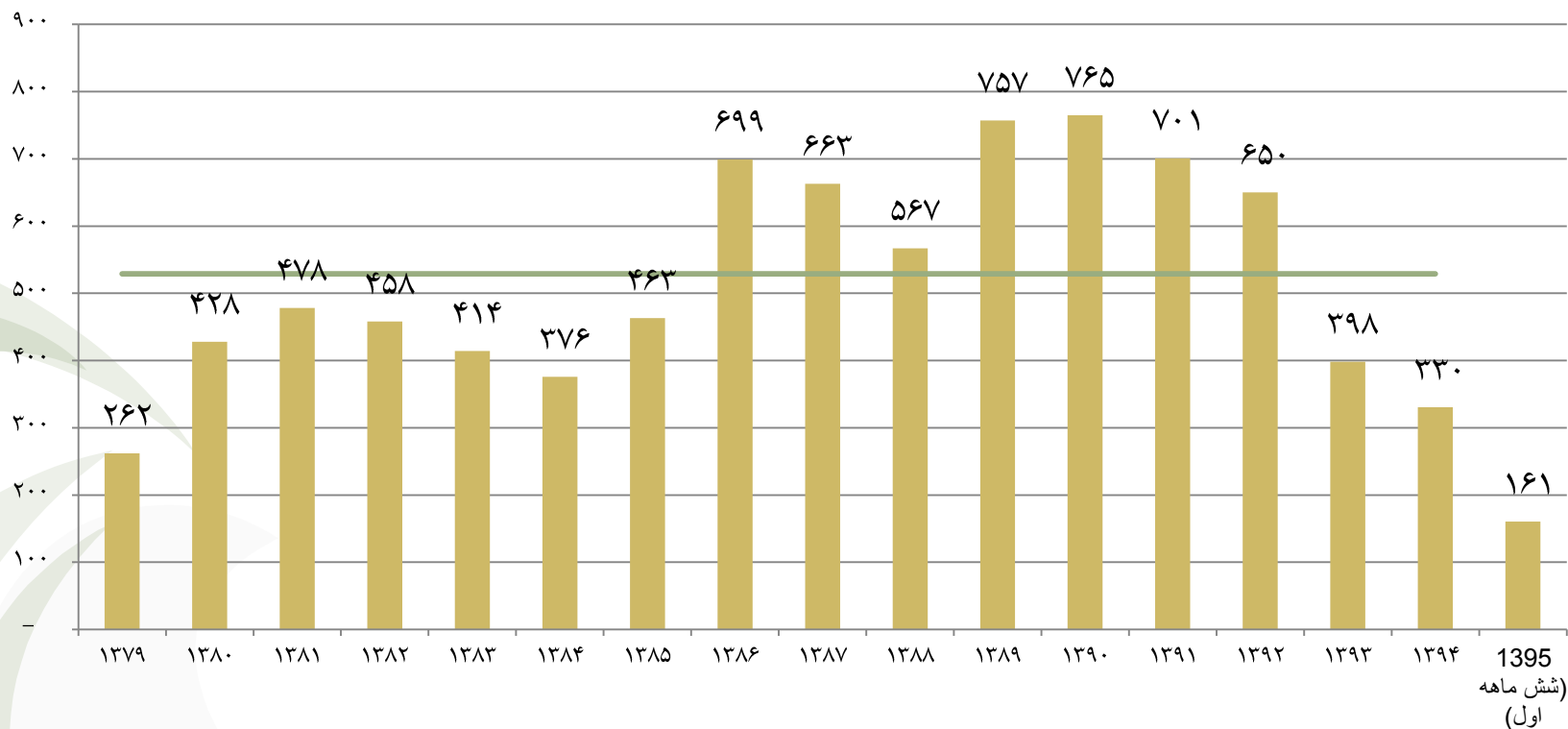
روند سرمایه گذاری در بخش مسکن



◆ تشکیل سرمایه ثابت ناخالص در ساختمان توسط بخش خصوصی به قیمت ثابت ۱۳۸۳=۱۰۰ (میلیارد ریال)

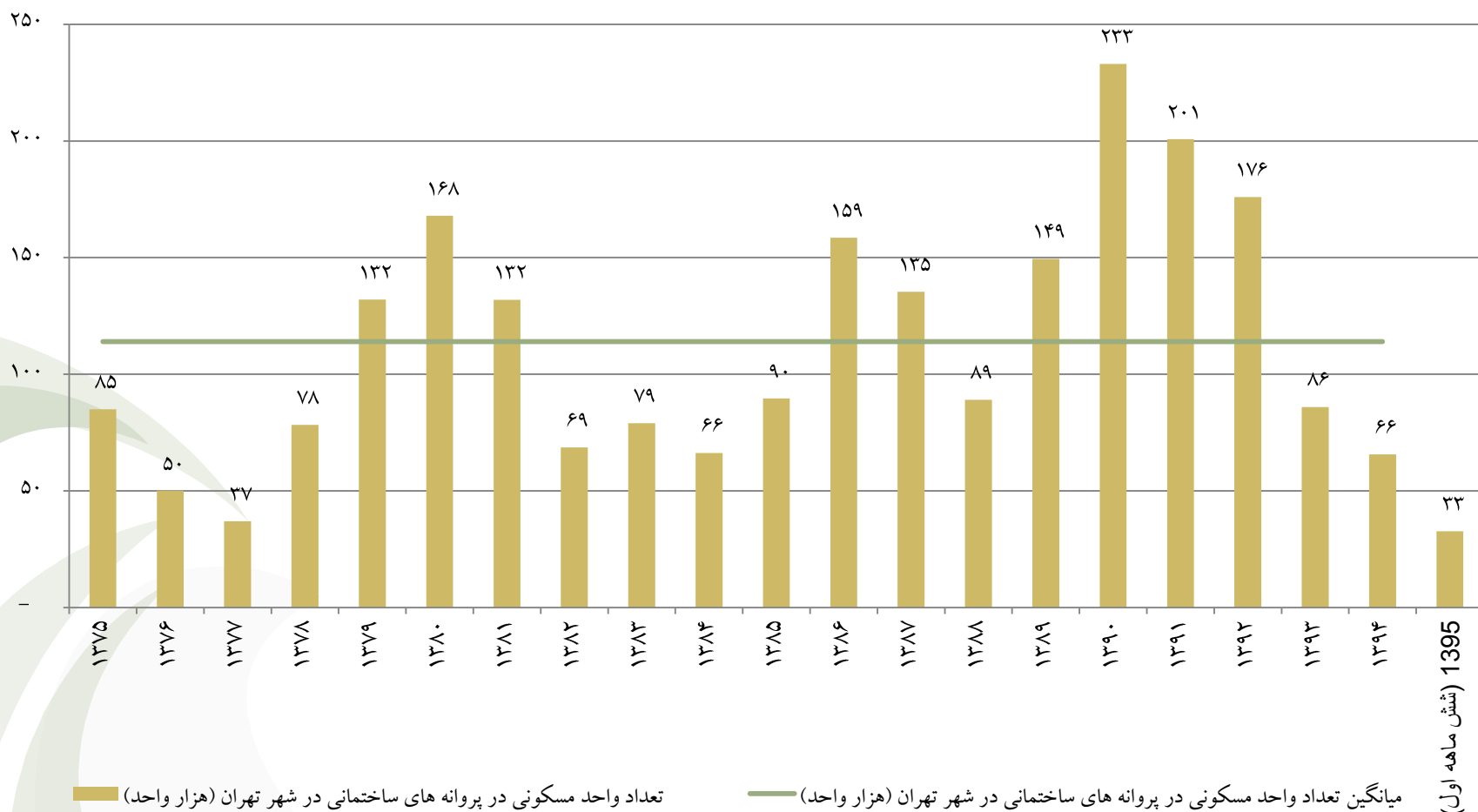
— میانگین تشکیل سرمایه ثابت ناخالص در ساختمان توسط بخش خصوصی به قیمت ثابت ۱۳۸۳=۱۰۱ در دوره ۱۳۷۵ تا ۱۳۹۳ (میلیارد ریال)

روند واحد مسکونی در پروانه‌های ساختمانی مناطق شهری کشور



■ تعداد واحد مسکونی در پروانه‌های ساختمانی در کل کشور (هزار واحد) — میانگین تعداد واحد مسکونی در پروانه‌های ساختمانی در کل کشور (هزار واحد)

روند تعداد واحد مسکونی در پروانه های ساختمانی شهر تهران



**توزیع
واحدهای
خالی
مسکونی:
۱۳۸۵-۱۳۹۰**

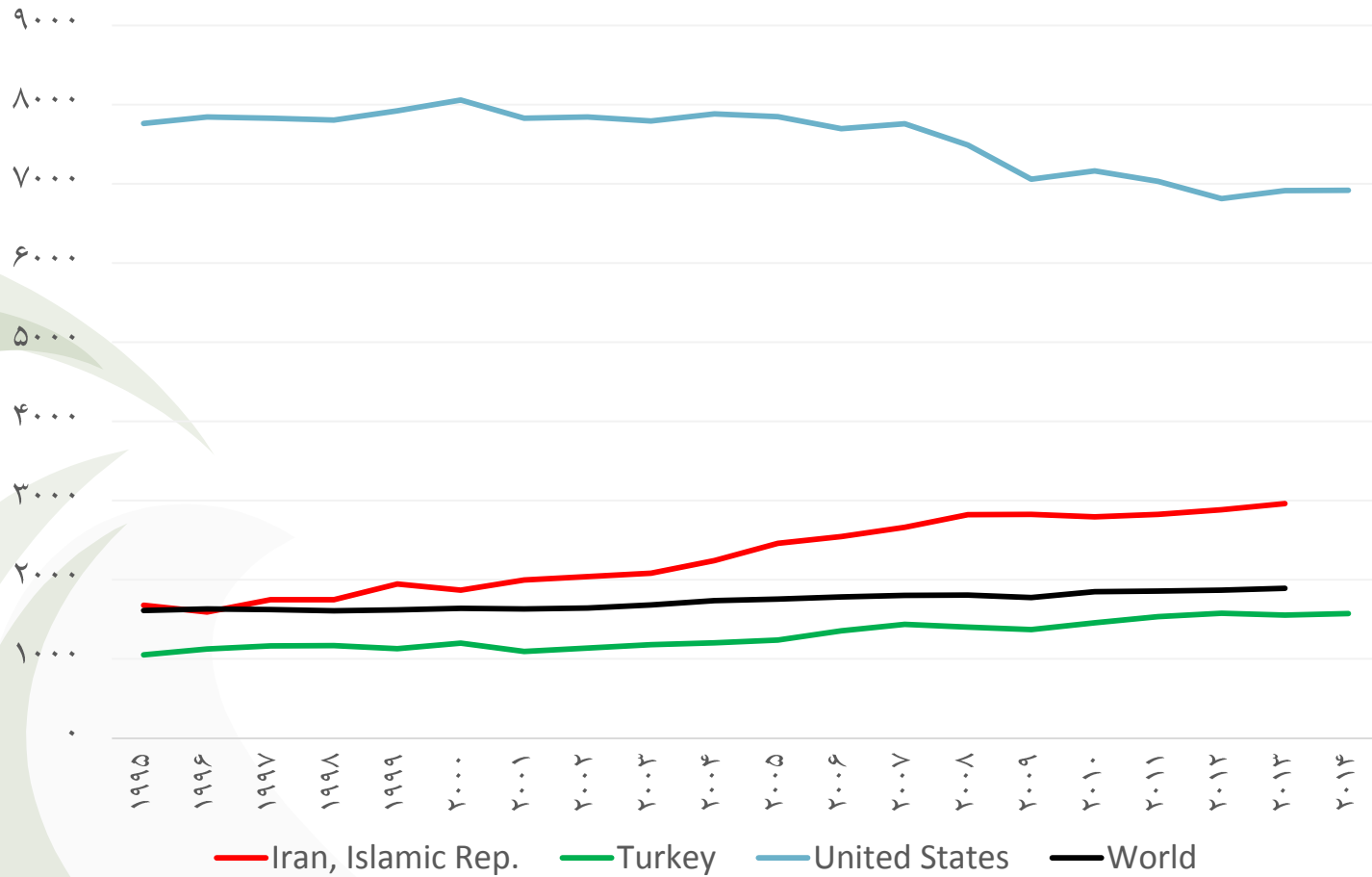
۱۳۸۵	۱۳۹۰	
۶۳۳.۵۶۹	۱۰۰	کل کشور
۱۱۳.۱۹۵	۱۷.۹	تهران
۷۳.۹۰۵	۱۱.۷	اصفهان
۵۰.۳۲۵	۷.۹	خراسان رضوی
۳۴.۸۲۱	۵.۵	آذربایجان شرقی
۲۸.۹۴۹	۴.۶	فارس
۳۶.۸۸۹	۵.۸	خوزستان
۲۱.۰۳۷	۳.۳	مازندران
اطلاعات در استان تهران آمده است		البرز
۲۸.۷۷۶	۴.۵	کerman
۲۱.۶۳۷	۳.۴	گیلان
۱۹.۱۹۱	۳	آذربایجان غربی
۱۶.۶۳۷	۲.۶	سیستان و بلوچستان
۱۶.۳۶۶	۲.۶	هرمزگان
۱۶.۰۷۶	۲.۵	مرکزی
۲۱.۱۶۶	۳.۳	یزد
۱۰.۸۸۲	۱.۷	همدان
۱۲.۲۴۸	۱.۹	کرمانشاه
۱۱.۱۰۹	۱.۸	کردستان
۱۴.۲۱۴	۲.۲	قم
۹.۸۹۷	۱.۶	گلستان
۱۰.۸۹۸	۱.۷	اردبیل
۷.۳۷۰	۱.۲	لرستان
۱۰.۰۳۱	۱.۶	قزوین
۵.۶۷۷	۰.۹	بوشر
۸.۶۴۰	۱.۴	سمنان
۷.۶۰۱	۱.۳	زنجان
۸.۸۹۶	۱.۴	خراسان جنوبی
۵.۳۳۴	۰.۸	چهارمحال و بختیاری
۵.۰۹۴	۰.۸	خراسان شمالی
۴.۰۷۰	۰.۶	کهگیلویه و بویراحمد
۲.۶۳۸	۰.۴	ایلام
۱.۶۶۳.۴۱۲	۱۰۰	
۳۲۷.۱۶۳	۱۹.۷	
۱۴۰.۹۴۲	۸.۵	
۱۱۰.۱۳۵	۶.۶	
۱۰۰.۴۷۷	۶	
۹۱.۰۱۰	۵.۵	
۸۴.۹۴۴	۵.۱	
۷۰.۰۲۳	۴.۲	
۶۹.۸۶۳	۴.۲	
۵۸.۷۶۷	۳.۵	
۵۳.۷۷۶	۳.۲	
۴۹.۱۷۵	۳	
۴۴.۳۶۷	۲.۷	
۴۱.۸۳۹	۲.۵	
۳۹.۵۷۳	۲.۴	
۳۹.۴۶۹	۲.۴	
۳۷.۳۶۵	۲.۲	
۲۷.۸۹۱	۱.۷	
۲۷.۴۱۹	۱.۶	
۲۶.۶۹۰	۱.۶	
۲۵.۱۷۱	۱.۵	
۲۴.۱۰۷	۱.۴	
۲۲.۷۷۱	۱.۴	
۲۲.۲۰۵	۱.۳	
۲۱.۲۹۰	۱.۳	
۲۰.۴۴۷	۱.۲	
۲۰.۰۷۰	۱.۲	
۱۸.۰۶۱	۱.۱	
۱۶.۱۳۱	۱	
۱۲.۶۱۷	۰.۸	
۱۰.۸۵۰	۰.۷	
۸.۸۰۴	۰.۵	

جدول بر
اساس
اطلاعات
سال
۱۳۹۰
مرتب
شده
است.

صدور خدمات فنی و مهندسی

کدام کشورها؟
موقعیت سرمایه‌گذار؟
نقش صندوق توسعه ملی
واقعیت صدور اشتغال
از کدام موضع پذیرفته می‌شویم؟
حمایت سیاسی در کشور مقصد
حضور مشترک با خارجی‌ها در کشور ثالث

مصرف انرژی



Source: World bank

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**

قیمت ارز در ایران

قیمت
بانک
مرکزی

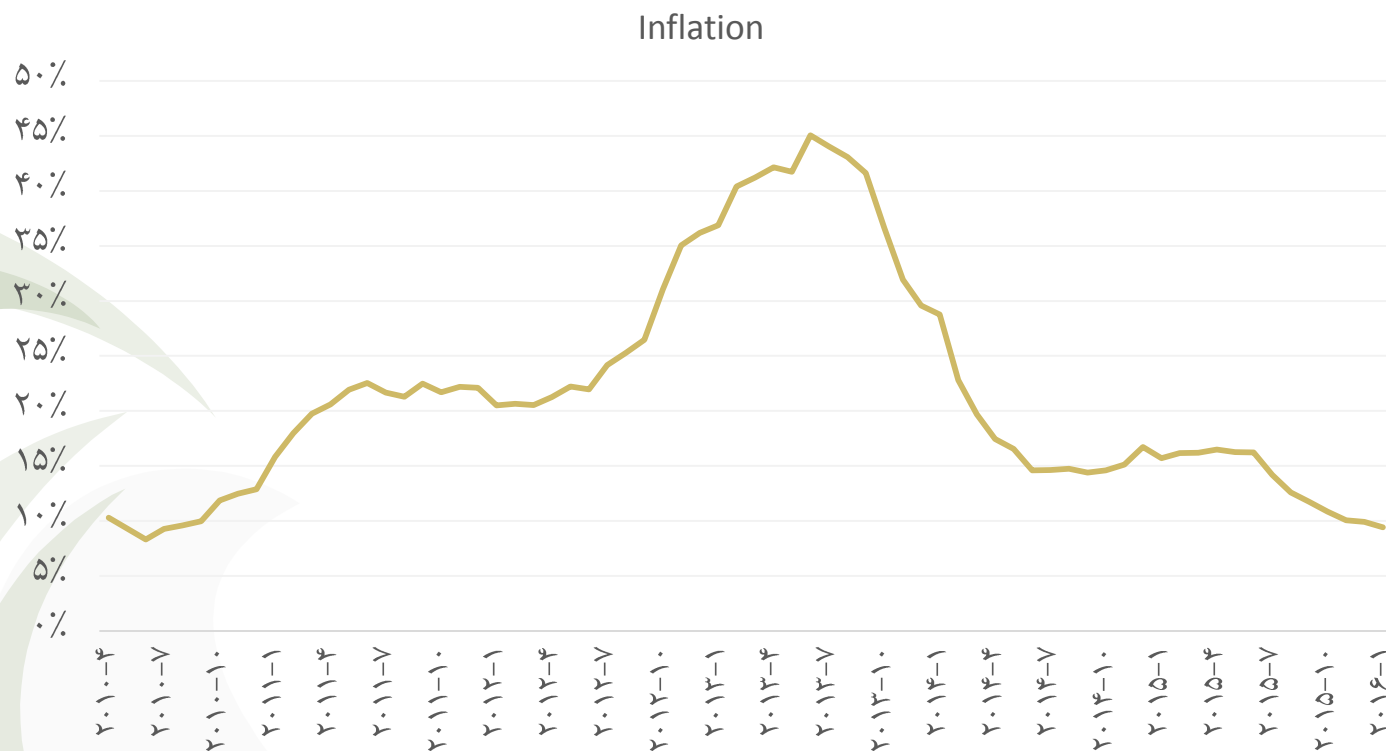
قیمت
واقعی



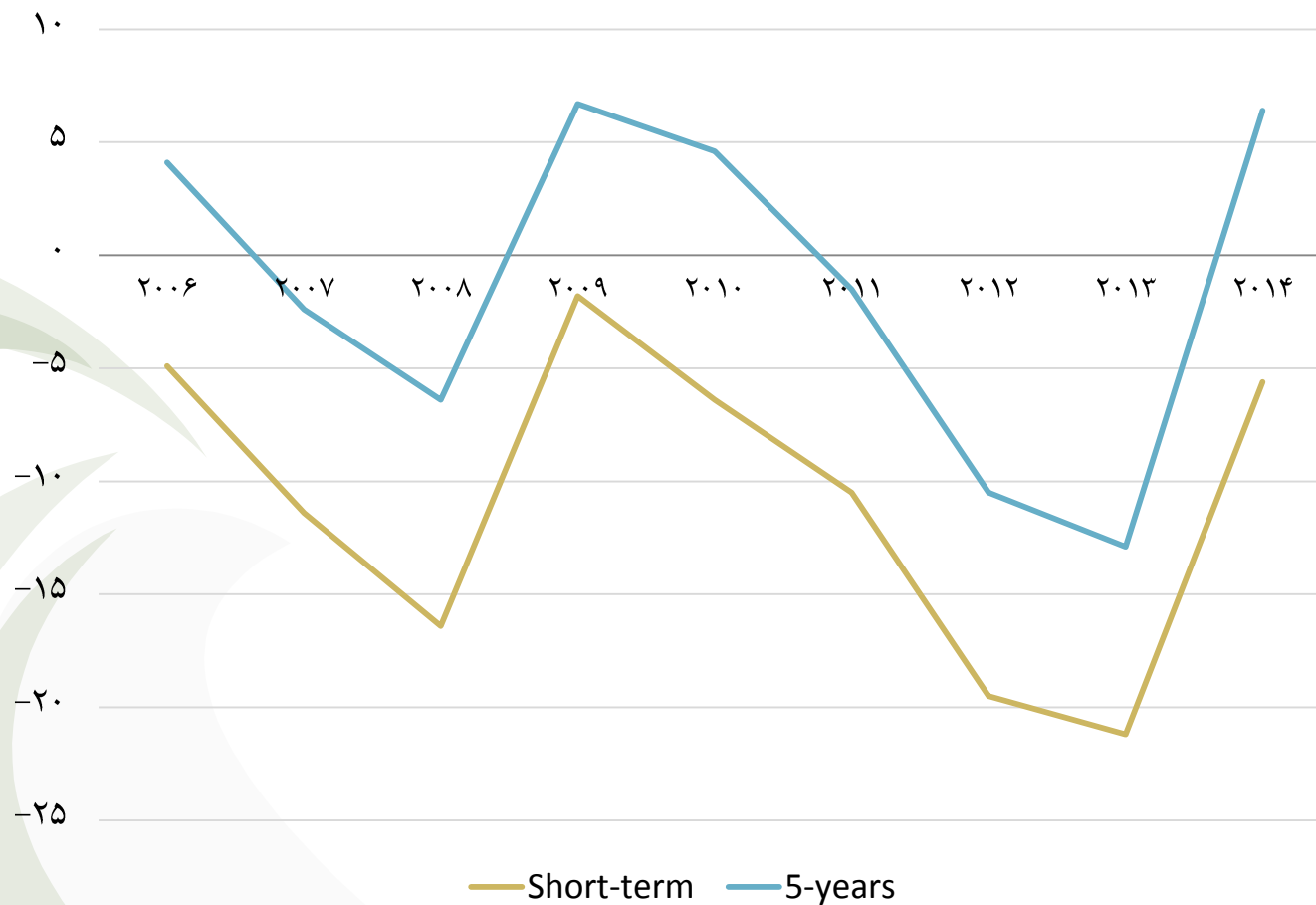
Overvalue



نرخ تورم

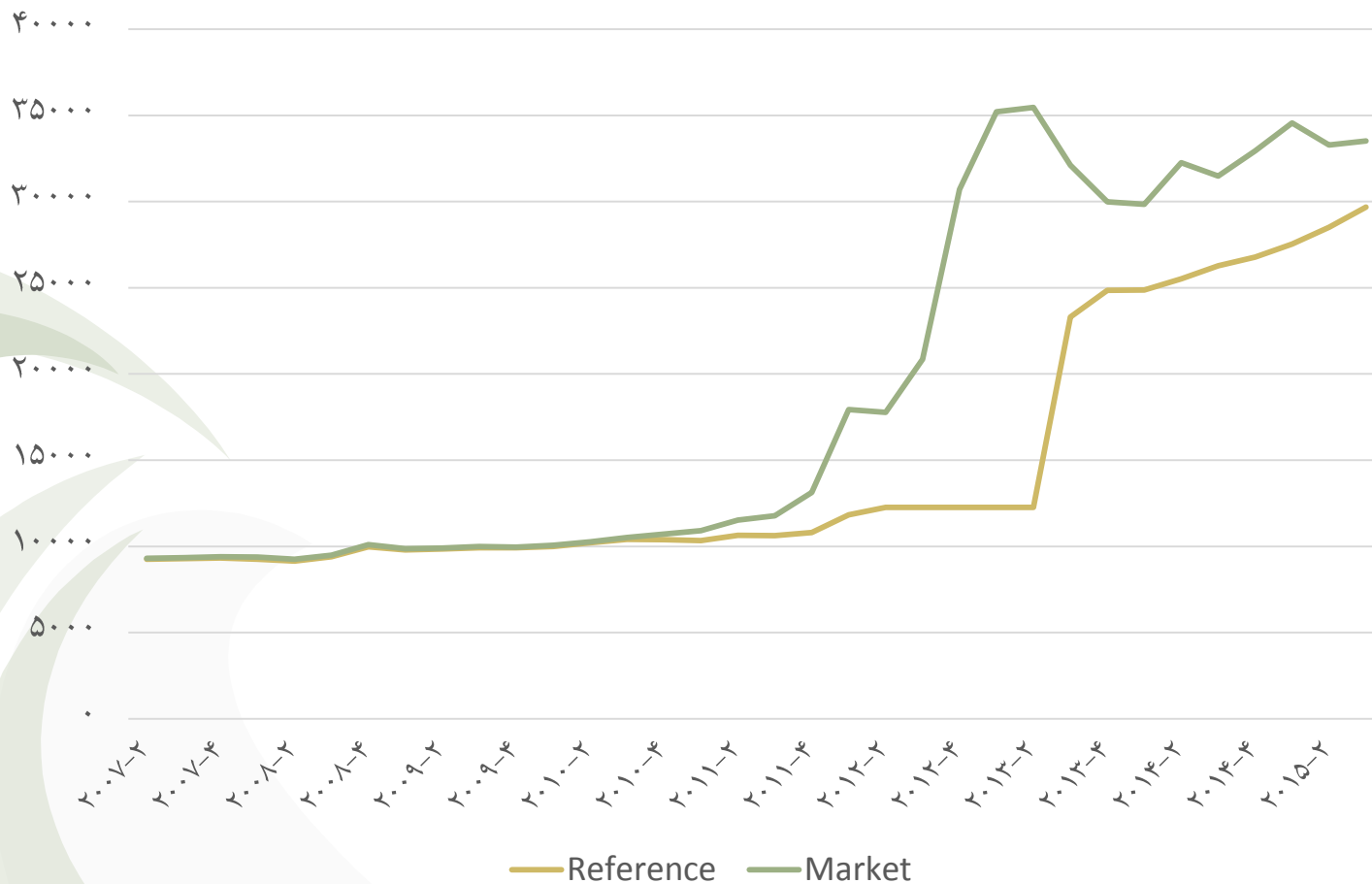


نرخ بهره واقعی



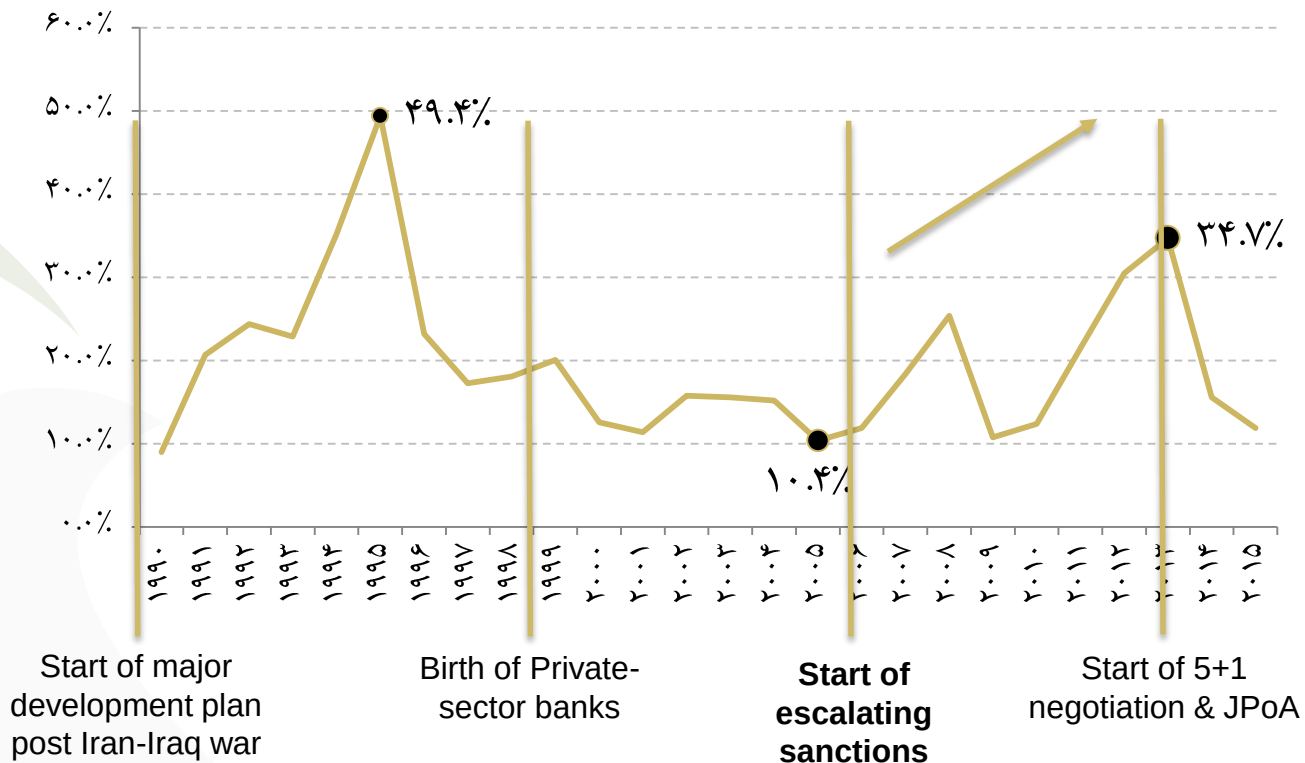
Source: Central Bank of Iran

نظام چند نرخى ارز



منبع: بانک مرکزی

Inflation In Iran



Source: CBI

Investment Risks

- Lack of hedging instruments like futures market
- No rating agency for the corporations and financial products

طرفداران و مخالفان افزایش نرخ ارز

دلایل موافقان

- افزایش صادرات و کاهش واردات
- افزایش توان تولید ملی
- در شرایط تورمی، تثبیت نرخ ارز یعنی یارانه به کشورهای خارجی
- افزایش احتمال حمله‌ی سوداگرانه به نرخ ارز
- تثبیت نرخ ارز نمی‌گذارد بنگاه‌های داخلی یا خارجی رقابت کنند

دلایل مخالفان

- در کشوری هستیم که هزینه تولید و صادرات به قیمت کالاهای واسطه‌ای و واردات وابسته است.
- افزایش نرخ ارز قیمت نهاده‌های وارداتی را افزایش و هزینه تولید را بالا می‌برد.
- با افزایش هزینه تولید، قیمت فروش و نرخ تورم بالا می‌رود.
- و بنابراین صادرات غیرنفتی افزایش نمی‌یابد.

ارز: دارایی مالی یا غیر مالی

ارز دارای دو ماهیت

- کالایی و غیر کالایی (پولی)
- در اقتصاد با ثبات ارز بیشتر به عنوان واسطه مبادله و معیار سنجش
- در اقتصادهایی که نظام نرخ ارز عمیق ندارند ماهیت سوداگرانه تقویت می شود.

آیا ریسک ارز قابل پوشش است؟

اهمیت ریسک نوسانات دلار

- ریسک نوسان نرخ دلار ریسک، برای صاحبان کسب و کار بسیار حائز اهمیت است.

هزینه پوشش ریسک

- هزینه پوشش ریسک نوسانات نرخ دلار به ریال بسیار گران است.

عدم وجود راه ارزان قیمت

- هیچ مسیری برای پوشش ارزان قیمت ریسک نوسانات نرخ دلار موجود نیست.

پوشش ریسک – بازار آتی ارز

امکان راه اندازی بازار آتی ارز به لحاظ فنی موجود نیست:

انحصار عرضه‌ی ارز در دست بانک مرکزی است.

بازار آتی ارز بازاری انحصاری خواهد بود.

قیمت دستوری ارز

* حالا دیگر همه با آن مخالف‌اند، به دلیل فساد گسترده، و این که بهره‌وری را کاهش می‌دهد.

* تمایل نرخ ارز (تاریخی) به سمت بالا بوده است؛ با فرکانس پایین و پرش‌های عمده.

* این به دلیل وضعیت اقتصاد سیاسی نرخ ثابت ارز است.

* این همه اختلاف بین بانک مرکزی با بانک‌ها و مشتریان هم حاصل همین وضع است.

* این که عده‌ای به نرخ‌های قدیم حساب خود را تسویه می‌کنند، تضییع حقوق چه کسانی است؟

مباحثی در خصوص رژیم ارزی

نظام ارزی

به معنی وجود عوامل ذره‌ای فراوان در طرف عرضه و تقاضا + فعال بودن نیروهای بی‌نام + وجود شرایط رقابت + عمق لازم

عمده‌ی ارز در اختیار دولت است.

در اقتصاد ایران نظام

سهم صادرات نفت و گاز از درآمدهای صادراتی بالا است.

ارزی شکل نگرفته است

صادرات نفت و گاز در اختیار دولت است.

با این استدلال که:

بخش زیادی از بودجه دولت از طریق درآمدهای ارزی استفاده می‌شود.

رژیم ارزی مطلوب

مزایای نرخ ثابت



مزایای نرخ شناور



کدام در موقعیت مسلط است؟



ضابطه‌ی منطقه‌ی ارزی بهینه

ضابطه‌ی دیگر



رژیم ارزی بینابین



مثال، شناور مدیریت شده‌ی سیستماتیک



تفاوت کشورهای توسعه یافته و در حال توسعه از نظر رژیم ارزی

اقتصاد بیش تر در
معرض شوک های
عرضه است

- بلایای طبیعی
- تنش های اجتماعی
- شوک های بهره وری

شوک های رابطه ی
مبادله

- تلاطم قیمت مواد اولیه ی صادراتی در بازارهای جهانی
- تلاطم قیمت واردات از بازارهای جهانی

مزایای نرخ ثابت

تشویق تجارت به لحاظ ریسک ارزی کم تر و هزینه ی معاملاتی کم تر

تقویت سرمایه گذاری به لحاظ کاهش صرف ریسک ارزی از نرخ بهره

ایجاد تکیه گاه اسمی برای سیاست پولی

اجتناب از تضعیف رقابتی ارز (جنگ ارزی)

اجتناب از حباب های سفته بازانه ای که در رژیم نرخ شناور شکل می گیرد

• در مقابل اگر تغییر نرخ، ریسک بنیادین نرخ ارز است، این به جای نرخ اسمی ارز خود را در قیمت ها نشان می دهد

نتیجه: رژیم ارزی مطلوب

اقتصادهای خیلی کوچک
و باز معمولاً با رژیم‌های
ارزی ثابت راحت‌ترند و
برایشان مزیت دارد.

بیشتر کشورها جایی در
وسط دارند

اقتصادهای بزرگی چون
امریکا و اروپای متحد در
رژیم‌های ارزی شناور
مزیت می‌یابند.

• به‌ویژه کشورهای دارای درآمد متوسط با اندازه‌ی

جغرافیایی متوسط

• بیش‌تر این کشورها باید رژیم‌های ارزی بینایی داشته
باشند؛

• نه رژیم ارزی ثابت محکم و نه نظام ارزی شناور بازار

• رژیم‌های ارزی بینایی ترتیبات ویژه‌ی خود را دارد

رژیم ارزی شناور مدیریت شده‌ی نظام‌مند

دخالت‌های قابل ملاحظه و در طی زمان بانک مرکزی در بازار ارز

این دخالت‌ها صرفاً به شکل هدف گذاری نرخ در طیف محدودی نیست

در این رژیم تقویت و تضعیف قیمت پول ملی اتفاق می‌افتد

استفاده‌ی گسترده از اقتصادسنجی با تعریف متغیرهای هدف در اقتصاد

برای هریک درصد فشار بازار ارز، بانک مرکزی X درصد تقویت ارز و $(1-X)$ درصد را به مثابه‌ی میزان افزایش ذخایر (نسبت به پایه‌ی پولی) در نظر می‌گیرد.

پارامتر X انعطاف نرخ ارز را کالیبره می‌کند و رقمی بین صفر (نرخ ثابت) تا یک (شناوری کامل) به خود می‌گیرد.

بدین ترتیب در این رژیم ۵۰٪ استقلال پولی و ۵۰٪ ثبات نرخ ارز حفظ می‌شود.

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

Workable Solutions (2016)

- The role of ECAs
- Having a forward looking evaluation & perspective
 - On Financial Statements of banks, and attempt on IFRS,
 - On updating Compliance and AML Policies & Procedures
 - Purchasing and implementing the right IT system
- Focusing on ST-financing and gradually shift to MT and LT financing

Timespan required to have them upgraded, 18 to 24 months

How are EMs different from Advanced Economies? continued

2. The economy is more exposed to supply shocks
 - a) such as natural disasters (hurricanes, cyclones, earthquakes, tsunamis...)
 - b) other weather events (droughts...),
 - c) social unrest (strikes...),
 - d) productivity shocks (“Are we the next Tiger economy?”).
3. And more exposed to terms of trade shocks.
 - a) Volatility in price of export commodity on world
 - b) Volatility in price of imports on world markets.



A Word on FDI

- Proposed FDI in 6th Development Plan is Approx. USD 46bn/yr.
- Based on anecdotal findings:
 - 2013/14: USD 2.1bn
 - 2014/15: USD 2.1bn
 - And only in Form of FDI
 - No Project/contractual Finance
- Sovereign Guarantee seems to be issued for Infrastructure projects only
- Oil & Gas mega projects – relying on their own capacity,
- Private-sector projects – relying on banks (**Bank Rating & capital, very crucial**) **pricing varies & difficult to justify**
- **Currency hedging, a significant issue for foreign investors**

	USD bn/yr
Total proposed FDI	45.9
Direct Investment	11
Project Finance	18.4
LT-Contract Finance	16.5

تأمین مالی

✓تأمین مالی دارایی‌های ثابت
✓تأمین مالی سرمایه در گردش

تأمین مالی بلندمدت

- تأمین مالی طرح‌های توسعه
 - صندوق سرمایه‌گذاری
 - صکوک
 - گواهی سپرده خاص
 - اوراق مشارکت
- تأمین مالی شرکت‌های در شرف راه‌اندازی
 - سرمایه‌مخاطره‌پذیر
 - مشارکت عملی

تأمین مالی کوتاه مدت

- مالی تجاری

- اعتبارات اسنادی
- ضمانت نامه ارزی و ریالی
- ضمانت نامه اعتبار خرید
- بیمه نامه خرید دین
- بیمه نامه 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

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

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 بزرگ در ایران

تأمین مالی ساختاریافته

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 راه اندازی سرمایه گذاری و تولید

پایه پیش خرید

- تعهد خرید محصولات - تقاضای امن

پایه پیش فروش

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

پایه پوششی

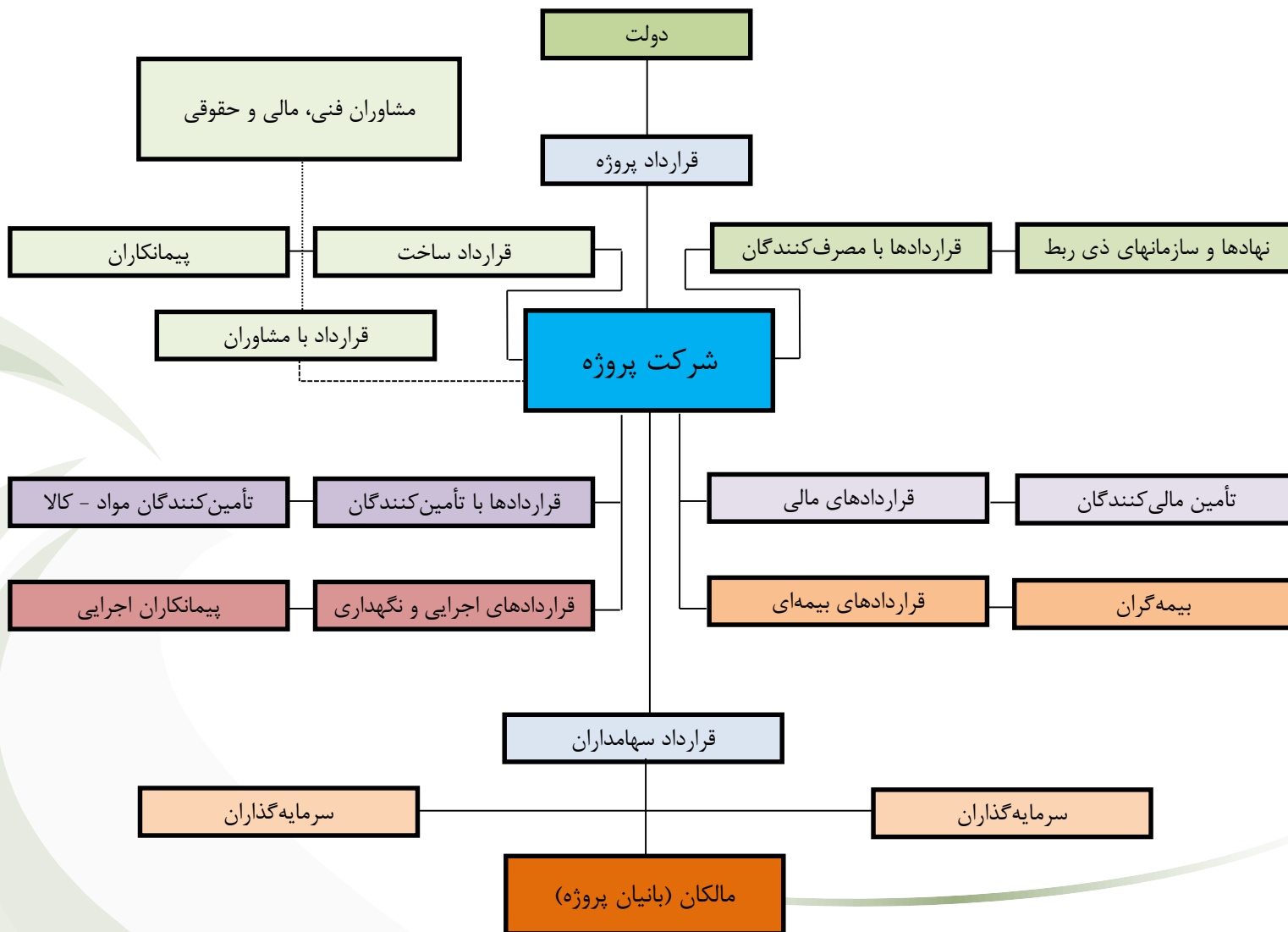
- پوشش ریسک نوسان قیمت در قرارداد خرید به قیمت ثابت با استفاده از سواپ

شرکت پروژه (Project Company)

مشارکت‌کنندگان اصلی در تشکیل و فعالیت پروژه

- بنیان پروژه (Project Sponsors) که مسئولیت طرح ساختار و سازماندهی و مدیریت شرکت پروژه را به عهده دارند.
- سرمایه‌گذاران جنبی (Additional Equity Investors) که بخشی از سهام (Equity) شرکت پروژه را تأمین می‌کنند.
- پیمانکار ساخت (EPC Contractor) که ابنیه که تأسیسات و تجهیزات پروژه را طراحی، تدارک، ساخت و راه‌اندازی می‌نماید.
- پیمانکار اجرایی (Operator) که عملیات روز به روز پروژه را پس از راه‌اندازی و تا مقطع آستانه اقتصادی (Economic Limit) پروژه راهبری می‌کند.
- تأمین‌کنندگان (Suppliers) که مواد اولیه و خام و سوخت مورد نیاز پروژه را تأمین می‌نمایند.
- مصرف‌کنندگان (Consumers) که خدمات و کالاها و محصولات تولیدی پروژه را خریداری می‌کنند.
- تأمین مالی‌کنندگان (Financers) که سرمایه لازم را تأمین می‌کنند.
- بیمه‌کنندگان (Insurers) که مخاطرات تجاری و غیرتجاری پروژه را پوشش می‌دهند.
- مشاوران فنی - مالی - حقوقی پروژه (Consultants) که خدمات کارشناسی و تخصصی مورد نیاز شرکت پروژه را در مسیر چرخه عمر پروژه ارائه می‌کنند.

ساختار حقوقی- اجرائی شرکت پروژه



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

چرا تک نرخی شدن ارز اهمیت دارد

آثار نقض قانون قیمت واحد

- چنانچه قانون قیمت واحد نقض شود، فرصت‌های آربیتراژ (کسب سود بدون ریسک) برای فعالان بازار فراهم می‌شود، فرصت‌هایی که برای آن‌ها ناهار مجانی فراهم می‌کند. چنانچه در مورد کالایی دائماً "قانون قیمت واحد" نقض شود، کارایی بازار آن کالا کاهش می‌یابد. به عبارت دیگر در فقدان "قانون قیمت واحد" بازار در تأمین هدف "تخصیص بهینه‌ی منابع" ناکام خواهد بود؛ نظام بازار از هدف "تخصیص به شایسته‌ترین‌ها" دور می‌شود، و هدف نهایی "بیشینه‌سازی تولید" محقق نمی‌شود.

باتشکر