



بِسْمِ اللَّهِ الرَّحْمَنِ الرَّحِيمِ

تأمین مالی پروژه‌ها

حسین عبده تبریزی

ارائه در دورهٔ دکترای درس تأمین مالی بین‌الملل

دانشکدهٔ حقوق و علوم سیاسی دانشگاه تهران

آبان‌ماه ۱۴۰۰

تعاریف

مالی شرکتها (corporate finance)

- بر کاربرد دانش مالی برای اخذ تصمیمات مالی در شرکت‌های بزرگی تمرکز دارد که معمولاً سهامشان در بورس اوراق بهادار معامله می‌شوند.

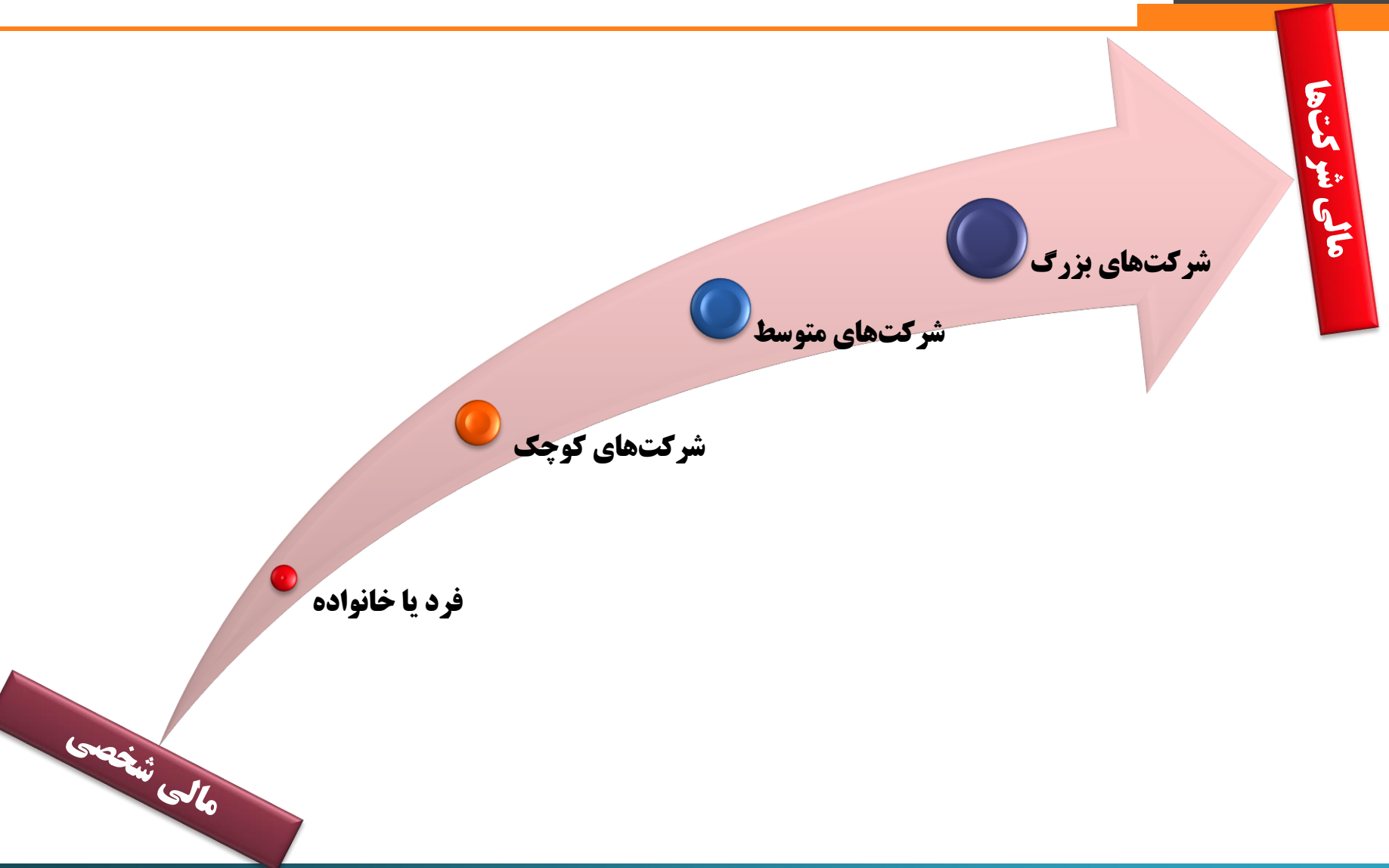
مالی کسب‌وکارها (managerial finance)

- بر کاربرد دانش مالی برای اخذ تصمیمات مالی در تمام انواع شرکت‌ها تمرکز دارد.

مالی شخصی (personal finance)

- بر کاربرد اصول مالی برای اخذ تصمیمات مالی در سطح فرد یا خانواده تمرکز دارد.

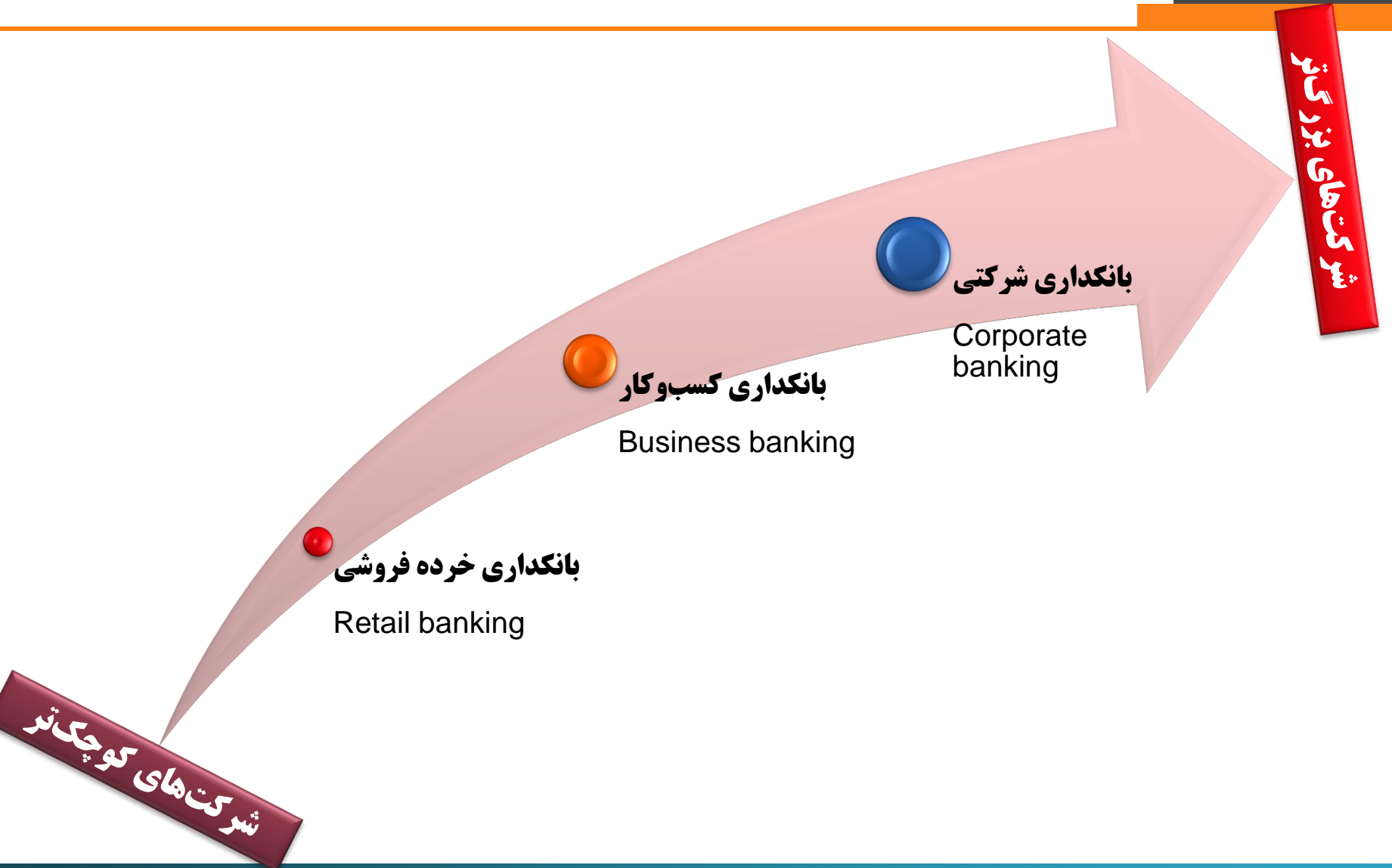
قلمرو مالی شرکتها



نهادهای مالی که باید بشناسید: واحد بانکداری شرکتی

واحد بانکداری شرکتی اغلب به زیرواحدهایی تفکیک می‌شود. هر کدام از زیرواحدها به صنعت مشخصی اختصاص دارد. کارکنان هر زیرواحد برای خدمت‌رسانی به شرکت‌های فعال در صنعت مربوطه تخصص یافته‌اند.

بانکداری تجاری – اندازه شرکتها



مرزهای نسبتاً مشخص

بانکداری خرده فروشی

- با افراد و کسب و کارهای کوچک سروکار دارد.

بانکداری کسب و کار

- به کسب و کارهای میان اندازه خدمات می‌رساند.

بانکداری شرکتی

- به واحدهای کسب و کار بزرگ اندازه خدمات می‌رساند.

بانکداری اختصاصی

- برای افراد و خانواده‌هایی با ارزش ویژه بالا مدیریت ثروت انجام می‌دهد.

مسائل اساسی مالی شرکتها

تأمین مالی

چگونه منابع مالی
لازم را تأمین کنیم؟

سرمایه گذاری

در چه طرح هایی
سرمایه گذاری کنیم؟

ابزار، نهادها و
بازارهای مالی

• چگونه تأمین مالی
کنیم؟

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 عمده 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
-

تأمین مالی شرکتهای بزرگ در ایران (I)

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 شایسته ترند.
- گستردگی اعطای تسهیلات بانکی رانت محور و کاهش منابع مالی بانکها برای اعطای تسهیلات به اشخاص فاقد رانت
- عدم توازن نرخ بهره و تورم و ایجاد زمینه های فساد برای اعطای وام های ارزان قیمت بر اساس معیارهایی خارج از ریسک و بازده

تأمین مالی شرکت‌های بزرگ در ایران (II)

مسائل عمده

- گستردگی تحریم‌های خارجی علیه کشور و سلب امکان تأمین مالی مستقیم و غیرمستقیم خارجی شرکت‌ها
- گستردگی تحریم‌های خارجی علیه کشور و سلب امکان تأمین مالی تجاری بین‌المللی (trade finance)
- تحمیل اعطای تسهیلات تکلیفی بر بانک‌ها از طریق اجرای طرح‌هایی مانند طرح بنگاه‌های زودبازده و طرح مسکن مهر
- ...

ادارهٔ شرکتها و اجرای طرح: نیاز به دو نوع سرمایه‌گذاری



تأمین مالی بلندمدت

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

روش‌های تأمین مالی

- ✓ روش‌های مبتنی بر بدهی
- ✓ روش‌های مبتنی بر سرمایه

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 ارائه‌شده توسط سازمان حسابداری و حسابرسی نهادهای مالی اسلامی می‌توان به ۱۴ طبقه تقسیم کرد 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

➤ افزایش 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.

➤ سهام پروژه

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 مورد نظر خود را خریداری کنند.

➤ گواهی سپرده خاص

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.

شیوه‌های افزایش سرمایه

عرضه عمومی

عرضه خصوصی به سرمایه‌گذاران نهادی

عرضه خصوصی به سرمایه‌گذاران انفرادی

صندوق‌های سرمایه‌گذاری ویژه

گزینه‌های تأمین مالی شرکت‌های بزرگ در ایران (۱)

اعتبارات تجاری

اعتبارات مشتریان

فروش حساب‌های دریافتی یا سیاه‌پردازی (factoring)

صندوق‌های بهره‌برداری (واگذاری‌های عمومی یا اختصاصی)

فروش سهام و افزایش سرمایه

گزینه‌های تأمین مالی شرکت‌های بزرگ در ایران (۲)

فروش انواع ابزارهای با درآمد ثابت

تأسیس انواع صندوق‌ها

اجاره بلندمدت lease (زمین و ساختمان و ماشین آلات)

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

.....

به عنوان مدیر مالی شرکت بزرگ روی مطالب زیر متمرکز شوید:

بازار سرمایه مهم است و نقش مهم تری برای شرکت های بزرگ دارد؛ مدیران می باید با ابزارهای مالی بازار سرمایه آشنا شوند.

«تأمین مالی ساختاریافته» برای شرکت های بزرگ راه به سوی آینده است.

مدیران مالی شرکت های بزرگ باید با واحد بانکداری شرکتی در بانک ها و شرکت های تأمین سرمایه در بازار سرمایه کاملاً آشنا شوند.

در شرایط تحریم جاری، استفاده از شرکت های واسط خارجی برای مدیریت تحریم معمول شده است. اما می باید روش بدیل استفاده از «تراست» را فرا بگیرند.

برای خرید سایر شرکت ها، مدیران مالی از ترکیبی از گزینه های تأمین مالی می توانند استفاده کنند.

تعریف

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

تأمین مالی ساختار یافته پروژه محور

✓ تعریف

✓ تاریخچه

✓ بازیگران

✓ کارکردها

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

ویژگی‌ها

برخی از خصوصیات تأمین مالی ساختاریافته عبارت است 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 مقاصد خاص (Special Purpose Legal Entity) 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

انواع تأمین مالی ساختاریافته (I)

تبدیل به اوراق بهادار کردن (securitization)

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

تأمین مالی دریافتی‌ها (receivables finance)

- در این روش فرآیند وام‌دهی 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 با استفاده از 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 همچون 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 تعیین 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 مورد نیاز یک طرح است. این عمل معمولاً توسط بانک‌های سرمایه‌گذاری (تأمین سرمایه‌ها) investment bank انجام می‌شود. این مؤسسات وظیفه معرفی پروژه به چند تأمین‌کننده را برعهده گرفته و تفاهم‌نامه‌ها و مشارکت‌نامه‌های فی‌مابین اعضای گروه financier و بین گروه و وام‌گیرنده را تنظیم می‌کنند. گروه تأمین‌کننده شامل چند بانک، چند مؤسسه مالی و شرکت لیزینگ یا ترکیبی از آنها می‌باشد.

انواع تأمین مالی ساختاریافته (V)

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

✓ مشارکت کنندگان

✓ ساختار

✓ مراحل تأمین مالی

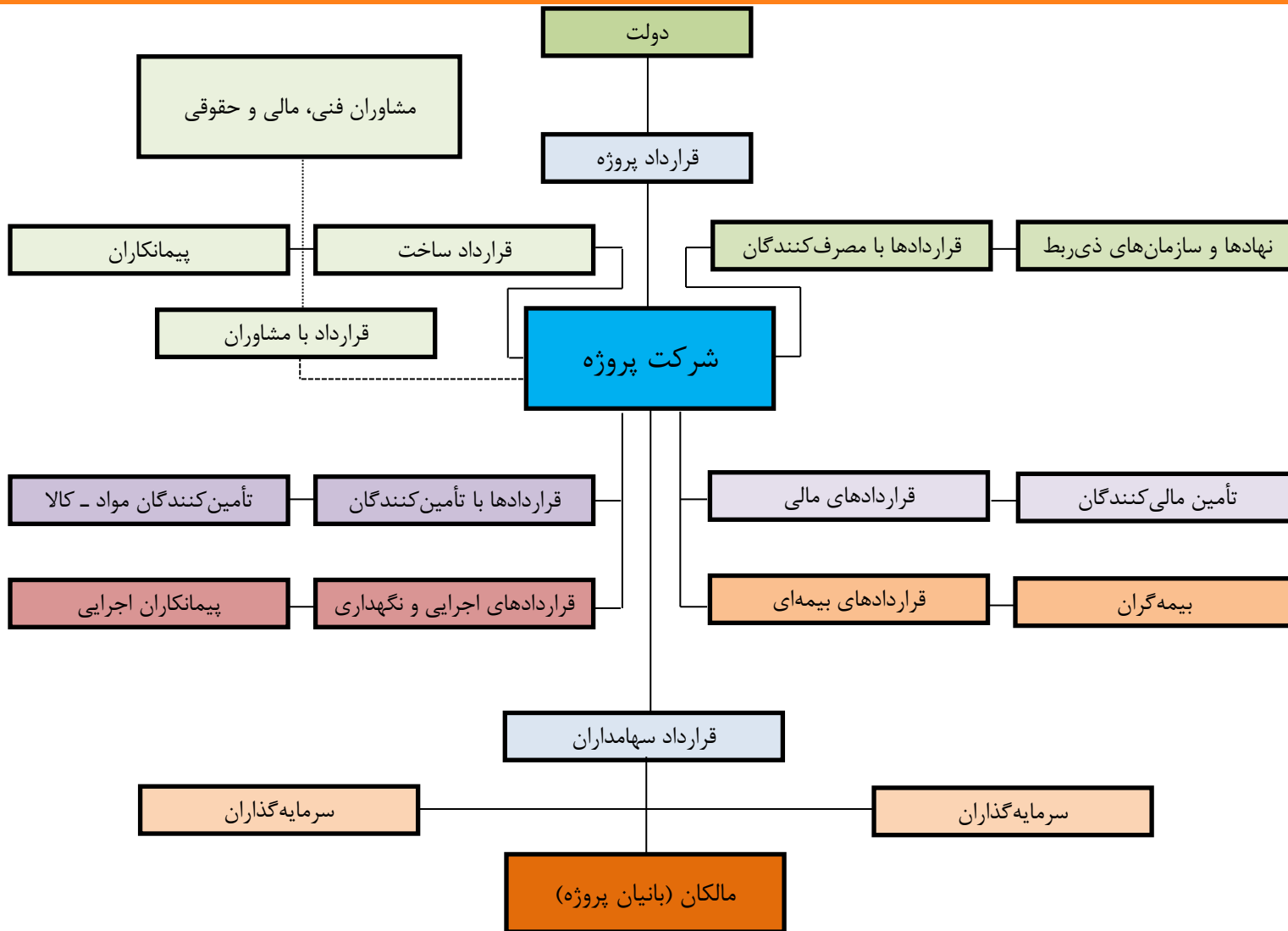
✓ ملاحظات ریسک

شرکت پروژه (Project Company)

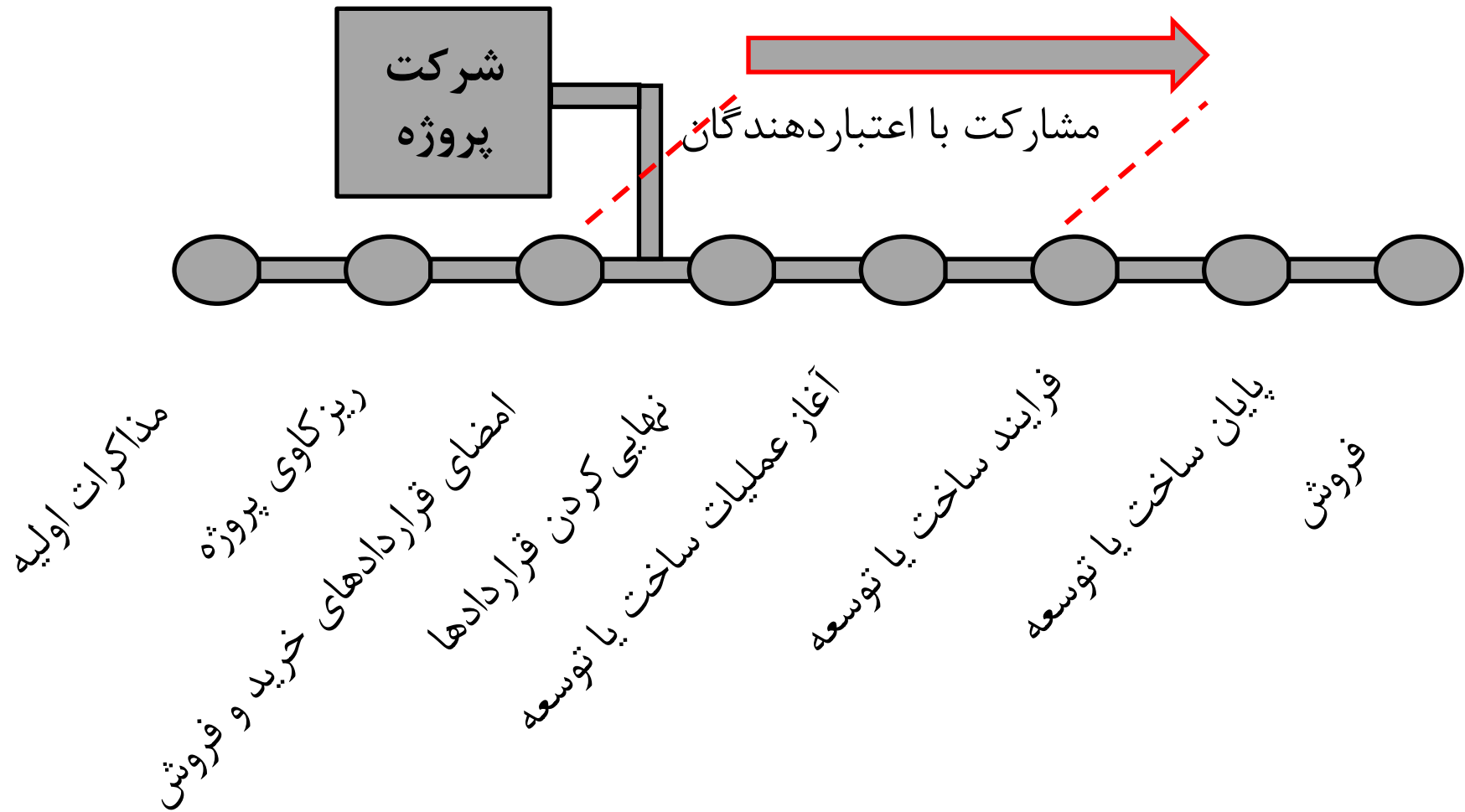
مشارکت کنندگان اصلی در تشکیل و فعالیت پروژه

- بانیان 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، 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 آستانه اقتصادی (Economic Limit) پروژه راهبری می کند.
- تأمین کنندگان (Suppliers) که مواد اولیه 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 غیر تجاری 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.

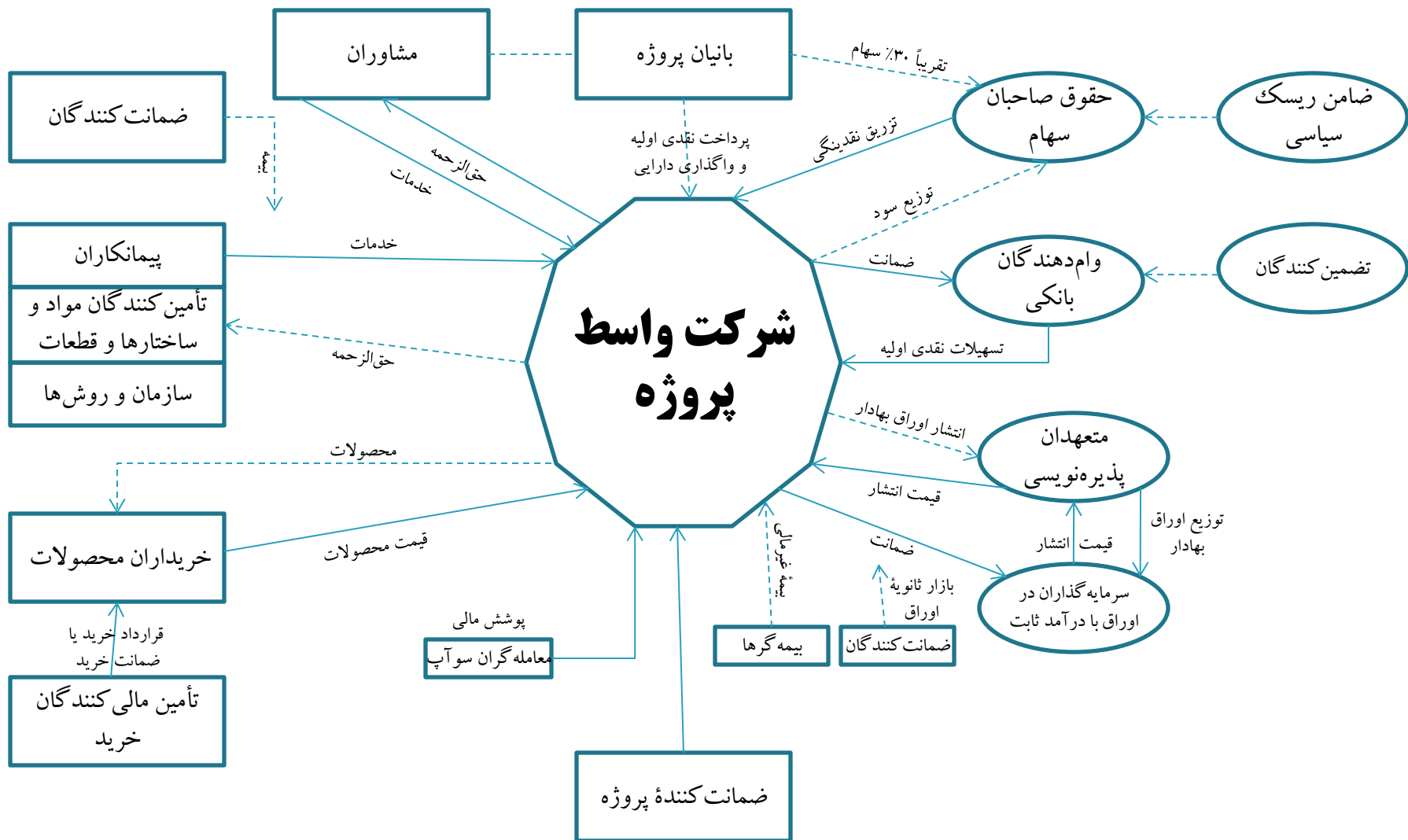
ساختار حقوقی - اجرایی شرکت پروژه



مراحل تأمین مالی پروژه (PF)



شماره‌یک تأمین مالی پروژه محور



بازیگران تأمین مالی پروژه محور

سهامداران

- بخش اصلی و اولیه تشکیل سرمایه توسط سهامداران (Equity) صورت می گیرد. (اغلب ۳۰٪) این سهامداران همان sponsorها هستند که پروژه را راه اندازی کرده اند.

بانکها

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

بازار سرمایه

- در صورت محدودیت های وام گیری از شبکه بانکی، منابع با انتشار اوراق بدهی صورت خواهد پذیرفت.

Multilateral) MLA (Agency

- سازمان هایی اغلب بین المللی هستند که در راستای سیاست های توسعه محور جهانی به اقداماتی مانند خرید بخشی از محصول دست می زنند یا تا حدی تضمین اسناد را بر عهده می گیرند.

بازیگران تأمین مالی پروژه محور

امین، بیمه گر و
متعهد پذیرهنویس

- 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 پذیرهنویس

- 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 جریان های نقدی آتی پروژه می انجامد که این امر انتشار اوراق درآمد ثابت را ممکن می سازد.

ارتقادهندگان اعتبار

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

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 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 یافته است.

آینده تأمین مالی پروژه (PF)

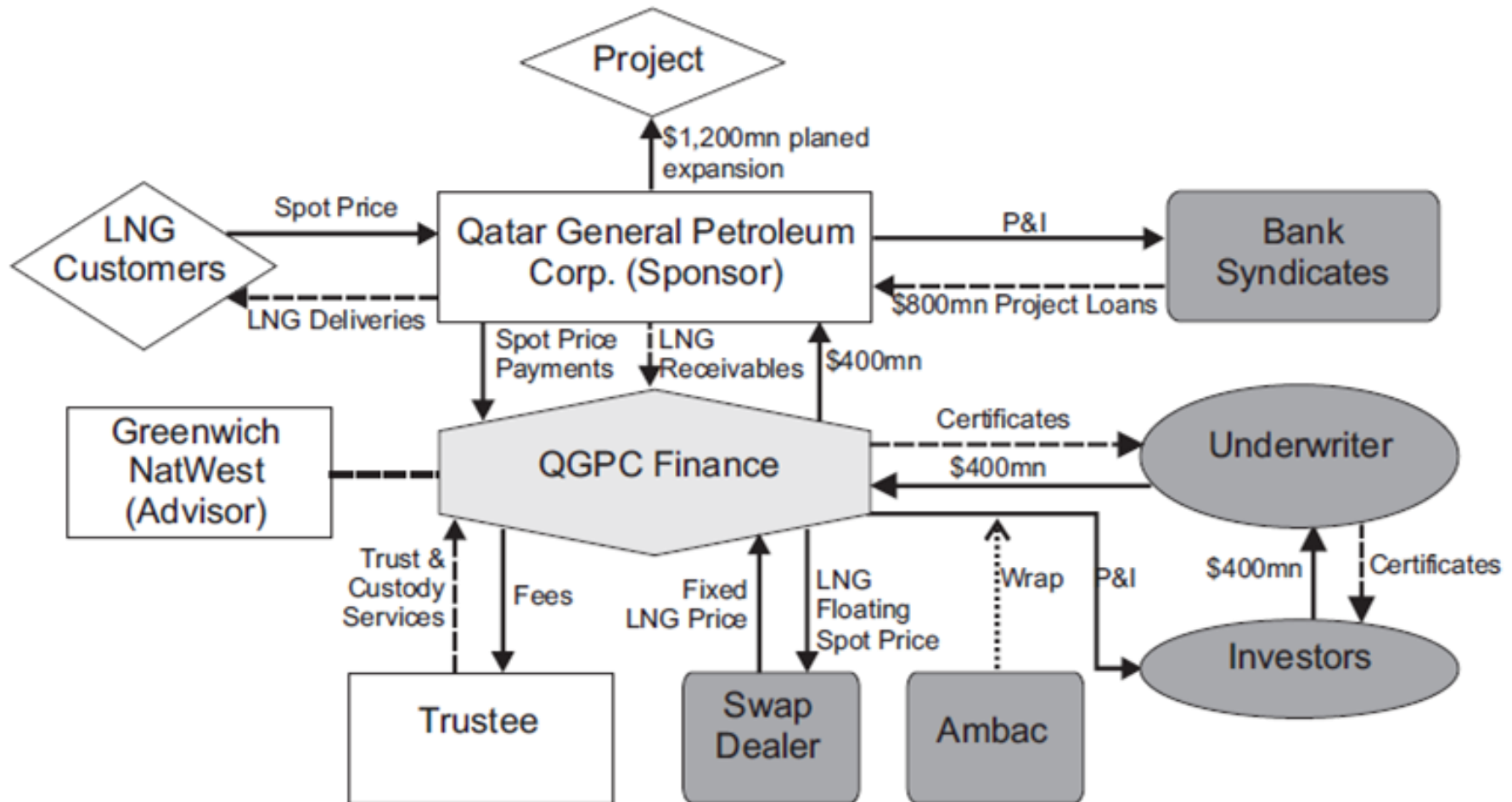
با توجه به حجم گسترده پروژه‌های انرژی، حمل و نقل، آب و زیرساخت‌های اجتماعی در بازارهای نوظهور؛ مؤسسه مالی KPMG پیش‌بینی کرده که در ۲۰ سال آینده حجم تأمین مالی پروژه‌ها در دنیا رقمی معادل ۴۰٫۰۰۰ میلیارد دلار شود.

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
- تأکید 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 هویتی مستقل و بهبود فرآیندهای مدیریتی و اجرایی آن

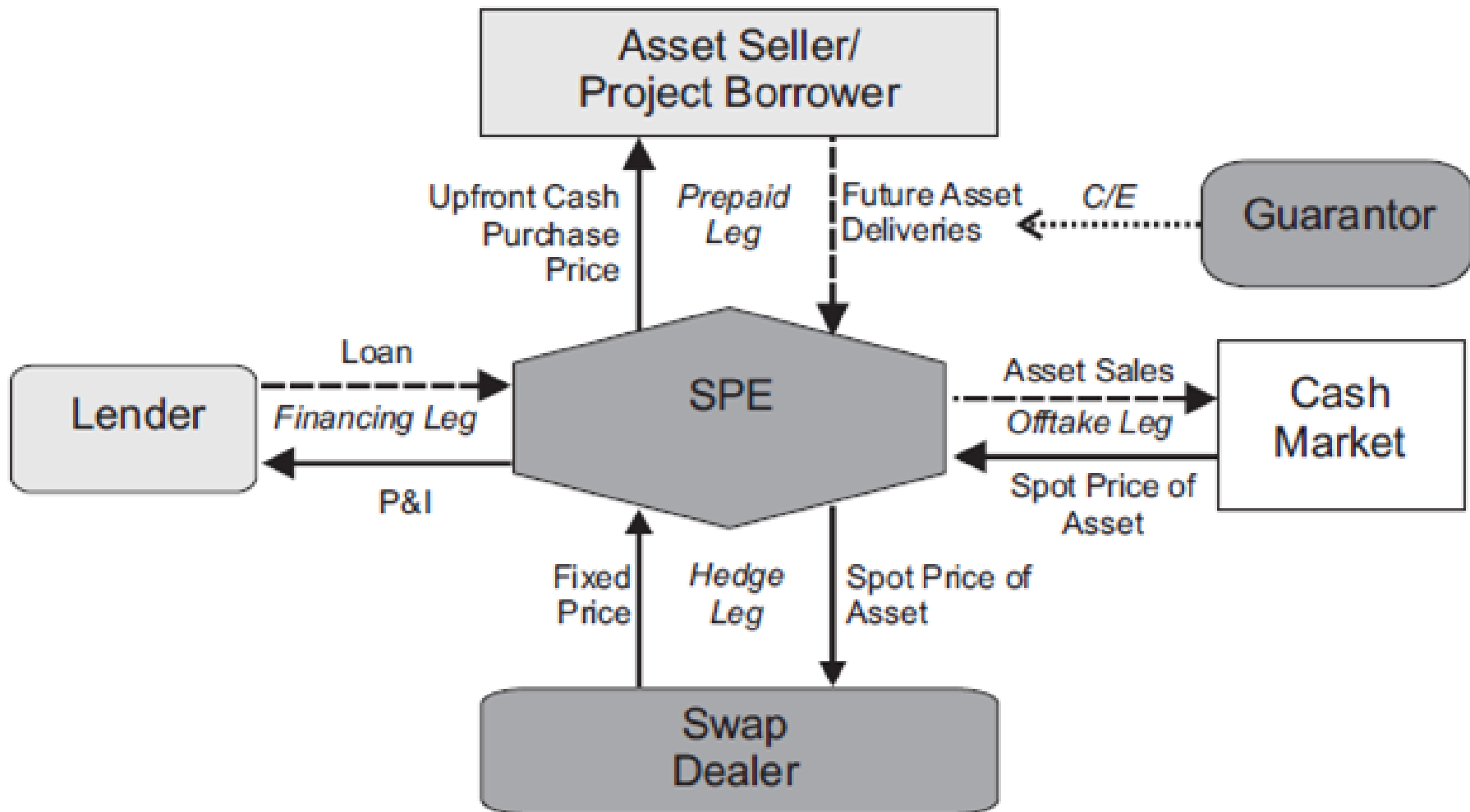
تأمین مالی پروژه محور در قطر



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.

شماریک تأمین مالی پروژه بر مبنای پیش‌فروش



تلاش کسب و کارها برای حفظ مبادلات خارجی

خرید از طریق شرکت‌های تابعه خارجی یا
طرف‌های خارجی همکار

سایر
کشورها

ترکیه

مالزی

امارات

روسیه

هند

چین

توصیه به کسب و کارها در مورد تحریم

عمل در چارچوب قوانین و مقررات

محافظه کاری در تنظیم قراردادها

حساسیت بر سازوکارهای کنترلی پرداخت

تلاش کسب و کارها برای حفظ مبادلات خارجی

ایجاد واسطه

- تأسیس شرکت واسط
- مذاکره با طرف‌های خارجی به نام شرکت واسط
- طراحی سازوکار همکاری

روش بدیل شرکت
واسط

تشکیل تراست

با تشکر