

روش‌های نوین تأمین مالی و ظرفیت‌های بازار سرمایه در حوزه نفت و گاز

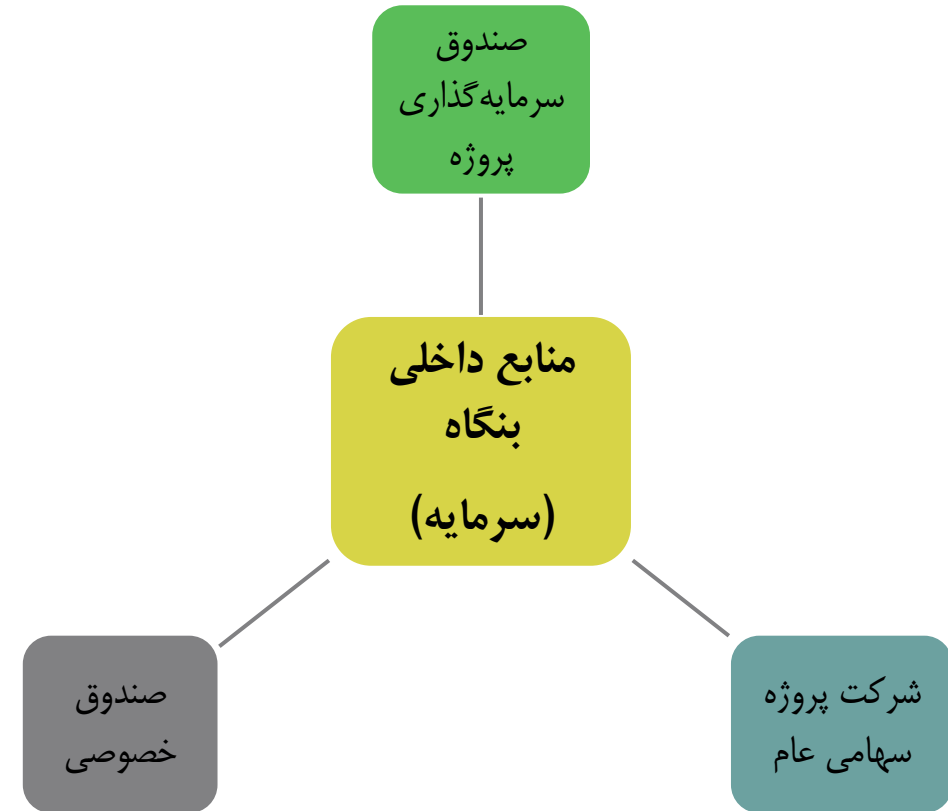
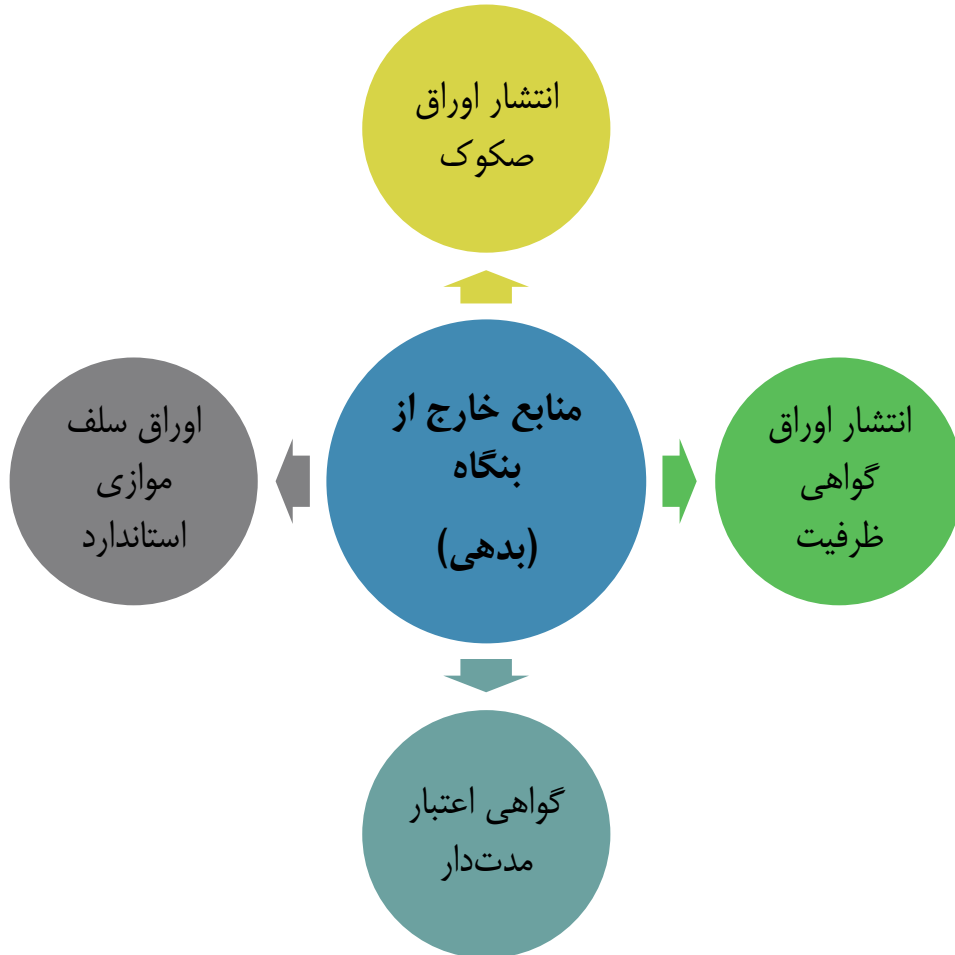
گروه خدمات بازار سرمایه آرمان آتی
مرکز پژوهش‌های مالی آرمان آتی

بهمن ۱۴۰۰



روش‌های نوین تأمین مالی

به فرآیندی که به دنبال ایجاد، جمع‌آوری و افزایش منابع مالی یا سرمایه‌ای برای هر نوع مخارجی است، تأمین مالی گفته می‌شود. هدف از تأمین مالی، سرمایه‌گذاری، سودآوری، کاهش ریسک و برطرف کردن نیازهای اقتصادی و اجتماعی بنگاه است.

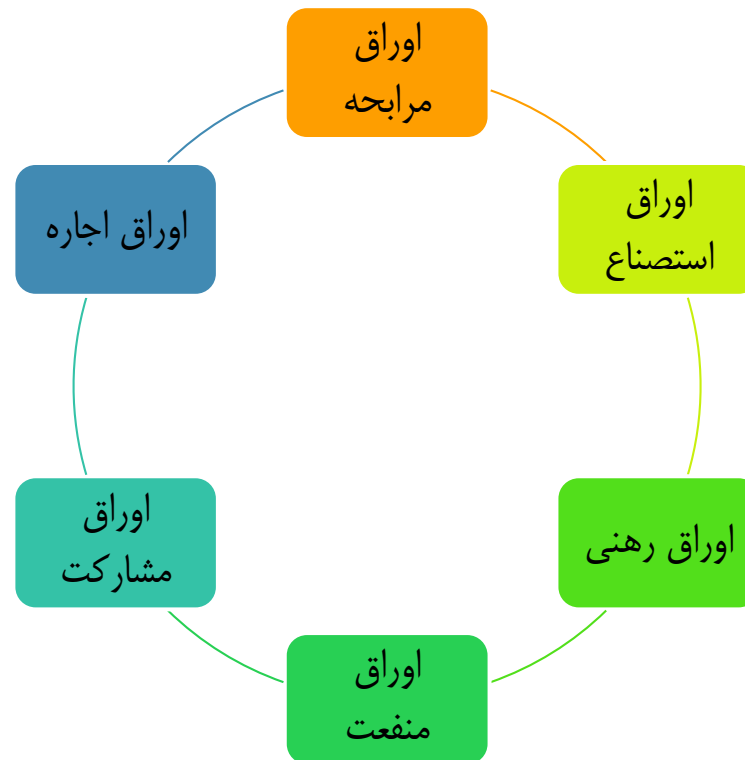




۱ / انتشار اوراق صکوک

اوراق صکوک عبارت است از گواهی‌هایی با ارزش اسمی یکسان که پس از اتمام عملیات پذیره‌نویسی، بیانگر پرداخت مبلغ اسمی مندرج در آن توسط خریدار به ناشر است و دارنده آن، مالک یک یا مجموعه‌ای از دارایی‌ها، منافع حاصل از دارایی و یا ذینفع یک پروژه یا یک فعالیت سرمایه‌گذاری خاص می‌شود.

اساساً اوراق صکوک بر ۱۴ نوع تقسیم می‌شوند که از بین آنها موارد زیر رایج است:





• اوراق بهاداری است که بر اساس عقد اجاره منتشر می‌شود. دارندگان آن در دارایی مورد اجاره که مبنای انتشار اوراق است، به صورت مشاع مالکیت دارند؛ مانند صکوک اجاره فارس ۰۳۷ (صفارس ۰۳۷) که به منظور تامین مالی شرکت پتروشیمی خلیج فارس به تعداد ۱،۰۰۰،۰۰۰ ورقه منتشر شده است و همچنین انتشار اوراق صکوک اجاره گروه انرژی دانا.

اوراق اجاره

• در این اوراق نیز دارندگان آن به صورت مشاع مالک دارایی مالی هستند که بر اساس قرارداد مرابحه حاصل شده است. این اوراق با بازدهی ثابت و قابلیت فروش در بازار ثانویه منتشر می‌شوند؛ مانند صکوک مرابحه سایپا ۰۴۹ (صایپا ۰۴۹) که به منظور تامین مالی شرکت تولید اتومبیل سایپا به تعداد ۲،۵۰۰،۰۰۰ ورقه منتشر شده است.

اوراق مرابحه

• اوراق بهاداری است که به منظور تجمیع وجوه لازم برای ساخت کالایی منتشر می‌شود که تحت تملک دارنده صکوک است؛ مانند اوراق سفارش ساخت (صملی ۹۷۰۹) که به منظور ساخت ساختمان‌های صنعتی کارخانه کنسانتره و کارخانه گندله به تعداد ۱،۶۲۹،۳۱۴ ورقه منتشر شده است.

اوراق استصناع



انواع اوراق صکوک

• اوراق بهاداری است که دارنده آن مالک مقدار معین خدمات یا منافع آینده از یک دارایی بادوام است. این نوع صکوک در ازای پرداخت مبلغ معینی به وی منتقل می‌شود؛ مانند صکوک منفعت شرکت ملی نفت ایران (صنفت ۰۳۱۲) که به منظور تأمین مالی شرکت ملی نفت ایران به تعداد ۱۰،۰۰۰،۰۰۰ ورقه منتشر شده است.

اوراق منفعت

• اوراق بهاداری است که با هدف خرید مطالبات رهنی توسط ناشر منتشر می‌شود. منظور از مطالبات رهنی، مطالبات مدت‌دار اشخاص حقوقی است که ناشی از قراردادهای مبادله‌ای مانند فروش اقساطی، اجاره به شرط تملیک و جعاله به جز سلف است؛ مانند اوراق صکوک رهنی ایران خودرو (صخود ۰۰۰۴) که به منظور تأمین مالی شرکت ایران خودرو به تعداد ۱،۵۰۰،۰۰۰ ورقه منتشر شده است.

اوراق رهنی

• اوراق مشارکت نشان‌دهنده مالکیت دارندگان آن نسبت به بخشی از یک دارایی حقیقی است که در اصل به دولت، شرکت‌های تعاونی یا شرکت‌های خصوصی تعلق دارد. این اوراق سررسید مشخص دارد و هرگونه تغییر قیمت دارایی پایه تا تاریخ سررسید، متوجه دارندگان اوراق مشارکت خواهد بود؛ مانند اوراق مشارکت شرکت معدنی و صنعتی گل گهر (گلگهر ۱) که به منظور تأمین بخشی از منابع مالی لازم جهت اجرای طرح احداث کارخانه گندله سازی شماره ۲ گل گهر به تعداد ۳،۰۰۰،۰۰۰ ورقه منتشر شده است.

صکوک مشارکت



گواهی ظرفیت سندی است قابل مبادله، که با اجازه وزارت نیرو مبتنی بر ایجاد ظرفیت نیروگاهی قابل اتکاء جدید و یا کاهش قدرت قراردادی مشترکین موجود صادر می‌شود. واحد گواهی ظرفیت کیلووات بوده که معرف تعهد تدارک یک کیلووات ظرفیت مطمئن نیروگاهی به مدت نامحدود است.

از آغاز عقد قراردادهای گواهی ظرفیت تاکنون (تاریخ ۵ بهمن ۱۴۰۰) ۳۰۴ معامله به حجم ۱,۶۳۲ مگاوات انجام شده است. ارزش کل معاملات انجام شده در تالار معاملات اوراق گواهی ظرفیت بورس انرژی تاکنون حدود ۲۱ هزار و ۳۹۲ میلیارد ریال با حداکثر قیمت معامله شده ۳۱ میلیون و ۵۵۳ هزار ریال بر کیلووات بوده است.

گواهی ظرفیت



۳/ گواهی اعتبار مدت‌دار (گام)

طرح گام (گواهی اعتبار مولد)، یکی از برنامه‌های بانک مرکزی با کمک نظام بانکی است که در چارچوب مدیریت نقدینگی، تلاش میکند امکان تأمین غیرتورمی سرمایه در گردش زنجیره تولید را به ویژه برای واحدهای کوچک و متوسط فراهم کند.

گواهی اعتبار مولد گام، به عنوان یک ابزار بازار محور و با قابلیت نقل و انتقال در بازارهای پول و سرمایه، تسهیلات جدیدی را برای تأمین اعتبار بنگاه‌های تولیدی فراهم می‌کند که بر اساس آن تولیدکنندگان بر مبنای فاکتور خرید مواد اولیه و واسط از بانک عامل درخواست انتشار و تضمین گواهی اعتبار مولد در سررسید کرده و به بنگاه فروشنده مواد اولیه تحویل می‌دهند. دارنده می‌تواند گواهی را تا زمان سررسید آن نزد خود نگه دارد یا می‌تواند به فروشنده مواد اولیه خود تحویل دهد یا اینکه در بازار سرمایه تنزیل کند.

تاکنون ۶ مورد اوراق گام از سوی بانک‌ها منتشر شده و تعداد کل اوراق ۷۱,۳۰۰ هزار بوده که ۳۷,۳۰۰ هزار برگه هنوز سررسید نشده‌اند.

ردیف	تاریخ انتشار	نام اوراق	نماد تجاری	تعداد	قیمت پایانی (۱۴۰۰/۱۱/۱۱)	ارزش بازار (میلیون ریال)	سررسید
۱	۱۳۹۹-۱۲-۲۴	گام بانک تجارت ۰۰۰۶	اگ۰۰۰۶۱۸۱	۱۲,۰۰۰,۰۰۰	۹۷۸,۰۰۰	۱۱,۷۳۶,۰۰۰	۱۴۰۰-۰۶-۳۱
۲	۱۴۰۰-۰۱-۱۵	گام بانک صادرات ۰۰۰۴	اگ۰۰۰۴۱۹۱	۲۰,۰۰۰,۰۰۰	۹۹۱,۰۰۰	۱۹,۸۲۰,۰۰۰	۱۴۰۰-۰۴-۳۱
۳	۱۴۰۰-۰۳-۳۱	گام بانک پارسیان ۰۰۰۷	اگ۰۰۰۷۵۴۱	۲,۰۰۰,۰۰۰	۹۳۶,۷۰۰	۱,۸۷۳,۴۰۰	۱۴۰۰-۰۷-۳۰
۴	۱۴۰۰-۰۵-۲۴	گام بانک پارسیان ۰۰۱۲	اگ۰۰۱۲۵۴۱	۲,۳۰۰,۰۰۰	۹۶۸,۰۰۰	۲,۲۲۶,۴۰۰	۱۴۰۰-۱۲-۲۸
۵	۱۴۰۰-۰۷-۲۴	گام بانک اقتصاد نوین ۰۱۰۱	اگ۰۱۰۱۵۵۱	۲۰,۰۰۰,۰۰۰	۹۵۴,۰۰۰	۱۹,۰۸۰,۰۰۰	۱۴۰۱-۰۱-۳۱
۶	۱۴۰۰-۰۸-۲۶	گام بانک تجارت ۰۱۰۵	اگ۰۱۰۵۱۸۱	۱۵,۰۰۰,۰۰۰	۸۸۶,۰۰۰	۱۳,۲۹۰,۰۰۰	۱۴۰۱-۰۵-۳۱
جمع				۷۱,۳۰۰,۰۰۰		۶۸,۰۲۵,۸۰۰	



تأمین مالی زنجیره تأمین (SCF)

تأمین مالی زنجیره‌ای، مجموعه‌ای از شیوه‌ها و عملیات تأمین مالی است که در چارچوب روش‌های زنجیره‌ای، منجر به بهبود مدیریت سرمایه در گردش بنگاه‌های تولیدی می‌شود. در این روش، به جای شیوه سنتی دریافت تسهیلات مستقیم توسط بنگاه‌های اقتصادی، فرایند تأمین مالی بنگاه‌ها به صورت پیوسته و در طول زنجیره‌های تأمین و مبتنی بر جریان واقعی کالا و خدمت صورت می‌گیرد.

شیوه‌های تأمین مالی زنجیره‌تأمین:

- تنزیل اسناد دریافتی
- خرید دین
- عاملیت (که مبتنی بر شیوه‌های تأمین مالی مطالبات فروشنده کالا و خدمات از طریق موسسه اعتباری می‌باشد)
- عاملیت معکوس (که مبتنی بر شیوه‌های تأمین مالی تعهدات خریدار نزد فروشنده از طریق موسسه اعتباری می‌باشد)
- پرداخت تسهیلات و اوراق بهادارسازی اسناد دریافتی



تأمین مالی زنجیره تأمین (SCF)



مزیت‌های
تأمین مالی
زنجیره‌تأمین

کاهش نیاز به نقدینگی

بهبود ترازنامه بانکی

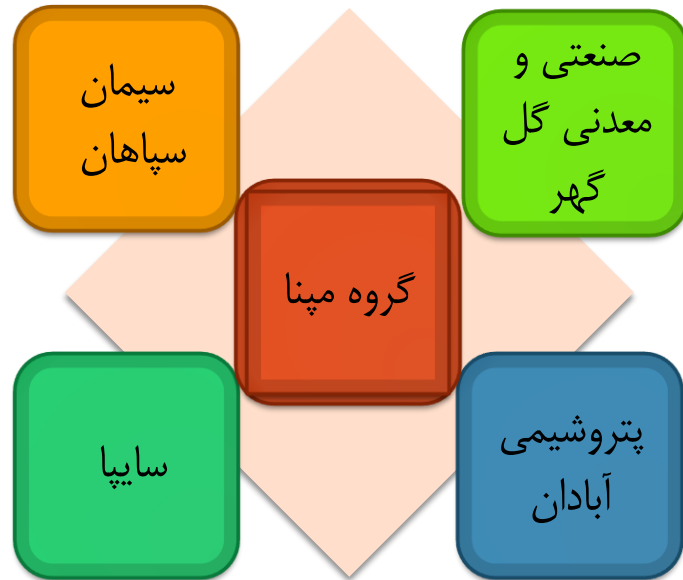
افزایش قدرت وام‌دهی بانک‌ها

ابزارهای بدهی



۴/ انتشار اوراق سلف موازی استاندارد

برخی از ناشران اوراق سلف موازی



اوراق سلف موازی استاندارد ابزار تأمین مالی کوتاه مدتی است که بر مبنای قرارداد سلف منتشر می‌شود.

بر اساس آن عرضه‌کننده مقدار معینی از دارایی پایه رامطابق مشخصات قرارداد سلف استاندارد در ازای بهای نقد به فروش می‌رساند تا در دوره تحویل به خریدار تسلیم نماید.

دوره عمر اوراق بین ۱ تا ۲ سال است.

طی دوره عمر اوراق، سود به دارندگان اوراق پرداخت نمی‌شود؛ اصل و سود بدهی در انتهای دوره به صورت یکجا بازپرداخت می‌شود.

اوراق دارای حداقل سود تضمین شده هستند که این سود بر اساس رشد قیمت دارایی (کالا) پایه تا سقف مشخصی می‌تواند رشد کند.



۱/ تأسیس صندوق سرمایه‌گذاری پروژه

گرانتر بودن نسبت به تأمین مالی بدهی (ایجاد بدهی از طرف صندوق یا شرکت پروژه با پیش‌بینی در طرح توجیهی امکان‌پذیر است).



امکان پوشش ریسک سرمایه‌گذاران با مهندسی مالی



امکان ارزش‌گذاری دارایی‌های منتقل شده به قیمت کارشناسی رسمی



اداره‌شدن صندوق تحت اساسنامه آن و نه صرفاً قانون تجارت: افزایش سرمایه سریعتر و ساده‌تر به شرط عدم انحراف نامتعارف از طرح توجیهی



مالیات نقل و انتقال شرکت پروژه به صندوق (اخیراً مصوبه مجلس در خصوص آن تصویب شده است).



کنترل شرکت (حداقل ۵۰ درصد)



نهادهای نظارتی مضاعف نظیر ناظر فنی و متولی



فراهم بودن زمینه پذیرش در بورس و فرابورس پس از تکمیل پروژه





۲ / شرکت سهامی عام توسعه پروژه

- دستورالعمل در تاریخ ۹۹/۱۱/۰۶ مصوب شد.
- دستورالعمل برای شرکت‌های سهامی عام پروژه در شرف تاسیس است و امکان تبدیل سهامی خاص به عام و یا شرکت سهامی عام موجود وجود ندارد.
- حداقل سرمایه: ۵۰۰ میلیارد تومان.
- برای عرضه عمومی شرکتهای مذکور، مؤسسين بايد اقلأ نصف سرمایه شرکت را خود تعهد نموده و حداقل بيست درصد از سرمایه شرکت را به صورت نقد در حسابی به نام شرکت در شرف تاسيس نزد یکی از بانکها سپرده نمایند.
- حداقل ۲۰ درصد سرمایه شرکت (که توسط مؤسسين تأمین می‌گردد)، باید نقدی باشد و حداکثر ۳۰ درصد سرمایه آن آورده غیرنقد باشد.
- آورده غیرنقد نباید محدودیت مالکیتی و نقل و انتقال داشته باشد.



شرکت سهامی عام توسعه پروژه

- درصد تکمیل پروژه باید حداقل بیست درصد باشد.
- مؤسسين باید متعهد شوند تا زمان تکمیل و بهره‌برداری پروژه از ترکیب سهامداری شرکت خارج نشوند.
- باید حداقل ۲۵ درصد از سهام متعلق به مؤسسين برای تضمین تکمیل پروژه و امکان استیفای حقوق پذیره نویسان در صورت عدم تکمیل پروژه، با وکالتنامه اعطای اختیار فروش به ذینفعی بورس مربوطه، وثیقه شود.
- چنانچه درصد پیشرفت سالانه پروژه انحراف بیست درصدی یا بیشتر از پیش‌بینی‌ها داشته باشد متعهد خرید باید در پایان هر سال اقدام به خرید سهام تا سقف سهام پذیره‌نویسی شده نماید تا سهامداران بتوانند با نرخ خریدی که حداقل معادل نرخ سود علی الحساب بانکی نسبت به فروش سهام خود اقدام نمایند.
- پروژه انتقالی و یا در دست اجرا باید دارای توجیه فنی و اقتصادی بوده و دوره بازگشت از زمان بهره‌برداری حداکثر ۵ سال باشد.
- معاملات سهام شرکت سهامی عام پروژه در فرابورس انجام می‌شود.



۳/ صندوق‌های سرمایه‌گذاری خصوصی

سرمایه‌گذاری خصوصی (PE) نوعی تأمین مالی است که در آن منابع نقدی و سرمایه در یک شرکت، سرمایه‌گذاری می‌شود. معمولاً سرمایه‌گذاری‌های خصوصی روی کسب و کارهای بالغ در صنایع سنتی در ازای دریافت یا مالکیت سهام انجام می‌شود. سرمایه‌گذاری خصوصی یک زیرمجموعه اصلی از یک بخش بزرگتر و پیچیده‌تری از فضای مالی است که به عنوان بازارهای خصوصی (خارج از بورس) شناخته می‌شود.

سرمایه‌گذاران خصوصی برای سرمایه‌گذاری در یک شرکت، سرمایه را از شرکای سرمایه‌گذار (LPS) جمع‌آوری می‌کنند تا صندوقی تشکیل دهند که به عنوان صندوق سرمایه‌گذاری خصوصی (PEfund) معروف است. زمانی که آنها موفق به جذب سرمایه موردنظر رسیدند، صندوق را می‌بندند و آن سرمایه را روی شرکت‌های هدف و آینده‌دار سرمایه‌گذاری می‌کنند.

مروری بر وضعیت صندوق‌های سرمایه‌گذاری خصوصی

صندوق‌های سرمایه‌گذاری خصوصی یکی از محصولات مالی جدید و نوظهور در بازار سرمایه کشور است. این صندوق‌ها از سال ۱۳۹۹ به عنوان یکی از نهادهای مالی موضوع قانون توسعه ابزارها و نهادهای مالی معرفی گردید و دستورالعمل تاسیس آن از سوی سازمان بورس و اوراق بهادار صادر گردید. قبل از تعریف صندوق سرمایه‌گذاری خصوصی به عنوان نهاد مالی جدید، صندوق‌های سرمایه‌گذاری جسورانه به عنوان یکی از نهادهای فعال در حوزه سرمایه‌گذاری خصوصی در کشور فعال بوده‌اند. به تعبیری صندوق‌های سرمایه‌گذاری خصوصی در ایران اولین بار در قالب صندوق‌های جسورانه فعالیت کرده‌اند و اکنون شاهد شروع به کار صندوق‌های خصوصی پذیرش شده با سرمایه ثابت در کشور هستیم.

از سال ۱۳۹۹ تا به امروز شاهد پذیره نویسی چهار صندوق سرمایه‌گذاری خصوصی در بازار ابزارهای نوین مالی فرابورس ایران بودیم.

نام	مدیر صندوق	تاریخ آغاز فعالیت	تعداد واحدهای سرمایه‌گذاری	خالص ارزش دارایی‌ها
اعتبار سرمایه نوآفرین	مشاور سرمایه‌گذاری فراز ایده نوآفرین تک (فاینتک)	۹۹/۰۳/۲۴	۵۰۰,۰۰۰	۵۱۸,۸۸۴,۸۲۶,۱۸۳
سورین	سیدگردان امید نهایت نگر	۹۹/۰۹/۲۴	۱۰,۰۰۰,۰۰۰	-
ثروت آفرین فیروزه	گروه سرمایه‌گذاری توسعه صنعتی ایران	۹۹/۱۲/۱۰	۱,۰۰۰,۰۰۰	۱,۰۴۵,۶۰۳,۵۵۲,۳۱۲
کمان کاریزما	مشاور سرمایه‌گذاری کاریزما	۱۴۰۰/۰۵/۲۰	۱۰,۰۰۰,۰۰۰	۱۰,۲۶۴,۱۴۷,۴۳۸,۶۴۶

مشتریان هدف صندوق های خصوصی

سرمایه گذاری های خصوصی در ادبیات مالی بسته به شرایط و وضعیت بنگاه های مالی، شرکت های هدف مختلفی را انتخاب می کند. سطح تامین مالی و عمر شرکت نقش بسزایی در انتخاب شدن توسط سرمایه گذاران خصوصی دارد. نمودار زیر تصویر بهتری از ورود سرمایه گذاران به شرکت های سرمایه پذیر می تواند ارائه کند.



همانطور که از نمودار قابل استنتاج است، صندوق های سرمایه گذاری خصوصی در سطح رشد و بلوغ بیشتر ورود دارند.

الگوی تخصیص دارایی توسط صندوق به شرح جدول زیر است:

میزان تخصیص هدف گذاری شده	شرح
۸۵٪	سهام
۱۵٪	اوراق با درآمد ثابت / سپرده
۱۰۰٪	جمع

از مجموع سرمایه صندوق، ۳۵٪ آن در زمان تاسیس تادیه شده و ۶۵٪ در تعهد سرمایه‌گذاران می‌باشد که در طول دوره سرمایه‌گذاری و پیرو فراخون‌های مدیر صندوق باید ظرف مهلت تعیین‌شده براساس امیدنامه پرداخت شود.

مدیر صندوق می‌تواند با اعلام قبلی ۳۰ روزه در چارچوب امیدنامه و صرفاً در طول دوره سرمایه‌گذاری اقدام به فراخوان مبلغ تعهدشده و پرداخت‌نشده از سوی سرمایه‌گذاران نماید. سرمایه‌گذاران موظف‌اند طبق تکلیف امیدنامه در زمان تعیین‌شده مبلغ فراخوان‌شده را تأدیه نمایند.

فراخوان از طریق نشر آگهی در روزنامه کثیرالانتشار مربوط به آگهی‌های صندوق و سامانه کدال و درج تارنای صندوق به اطلاع صاحبان فعلی واحدهای سرمایه‌گذاری صندوق خواهد رسید.

مزایا

۱. به آنها امکان دسترسی به نقدینگی را به عنوان جایگزینی برای مکانیسم‌های مالی مرسوم، مانند وام‌های بانکی با بهره بالا یا عرضه در بازارهای عمومی می‌دهد.
۲. اشکال خاصی از صندوق خصوصی، مانند سرمایه‌گذاری ریسک‌پذیر، ایده‌ها و شرکت‌های مرحله اولیه را نیز تامین مالی می‌کنند.
۳. در مورد شرکت‌هایی که از فهرست بورس خارج شده‌اند، تامین مالی صندوق خصوصی می‌تواند به صورت کارا و اثربخش به آنها کمک کند.

معایب

۱. انحلال دارایی‌ها در صندوق خصوصی می‌تواند دشوار باشد؛ زیرا یک شرکت برای فروش سرمایه یا شرکت خود باید به دنبال خریدار باشد.
۲. قیمت‌گذاری سهام برای یک شرکت در صندوق خصوصی از طریق مذاکره بین خریداران و فروشندگان تعیین می‌شود و نه توسط نیروهای بازار.
۳. حقوق سهامداران خصوصی عادی نسبت به سهامداران در بازارهای عمومی کمتر است.



چرا صنعت نفت و گاز برای تامین مالی در سال‌های گذشته از ظرفیت بازار سرمایه کمتر استفاده کرده است؟

- پروژه‌های نفت و گاز در اندازه‌های بسیار بزرگ است و به تامین مالی چندمیلیارد دلاری نیاز دارند.
- معمولاً پروژه‌ها با ساختار EPCF یا **by back** انجام می‌شوند؛ بنابراین تامین مالی جزئی کوچک از پروژه است و نیاز بیشتری به دانش مهندسی دارند. در نتیجه تمایل بیشتری به سرمایه‌گذاران خارجی است تا ضمن تامین نیازهای مهندسی پروژه‌ها، به صورت سنتی از طریق **finance** تامین مالی پروژه‌ها را نیز انجام دهند.
- به دلیل بدنه سنتی صنعت نفت و گاز، کماکان تمایل اهالی این گروه برای تامین مالی پروژه‌هایش، به استفاده از شبکه پولی کشور است.
- در ایران ابزارهای تامین مالی در ساختار **corporate Bond** با مدل **zero coupon** نداریم و معمولاً مدت اجرایی این پروژه‌ها نیز طولانی است و پرداخت کوپن‌ها برای پروژه‌ها در حین اجرای پروژه‌ها به عنوان یک معضل جدی است.



چرا صنعت نفت و گاز برای تامین مالی در سال‌های گذشته از ظرفیت بازار سرمایه کمتر استفاده کرده است؟

- متعهدین پذیرهنویسی برای تعهد پذیرهنویسی اندازه‌های بزرگ انتشار، محدودیت‌های کفایت سرمایه دارند.
- ارتباط بین خریداران در اندازه بزرگ اوراق و نیازمندان تامین مالی وجود ندارد.
- معمولاً در دنیا این قبیل پروژه‌ها که در بلندمدت بازدهی دارند و در کوتاه‌مدت جریان نقدی تامین نمی‌کنند، توسط صندوق‌های بازنشستگی تامین مالی می‌شوند. اما در ایران صندوق‌های بازنشستگی به عنوان خریداران اصلی اوراق بدهی منتشرشده، با محدودیت مالی مواجه هستند.
- ممانعت بانک مرکزی از انتشار انواع اوراق بدهی ارزی در سال‌های گذشته، به عنوان مانعی جدی مطرح بوده است.