

تأمین مالی نیروگاه گازی فارس از طریق انتشار اوراق سکوک ارزی



ساره مجیدی

مدیر تأمین مالی شرکت تأمین سرمایه امین

مالی، نسبت ارزش معاملات این بازار به میزان تولید ناخالص داخلی است. میزان این شاخص که رابطه مثبتی با عمق و بلوغ سیستم مالی دارد، در کشور ما نسبتاً پایین است. اگرچه در زمینه تنوع بخشی به ابزارهای مالی و تنظیم قوانین و مقررات مورد نیاز اقدامات خوبی انجام گرفته، ولی این روند متناسب با انتظارها نبوده است. در راستای توسعه و تعمیق این بازار از طریق افزایش سرمایه گذاری های خارجی نیز اقداماتی شده است.

هیأت وزیران در جلسه مورخ ۸۹/۱/۲۹ بنا به پیشنهاد شورای عالی بورس و اوراق بهادار، «آیین نامه سرمایه گذاری خارجی در بورس ها و بازارهای خارج از بورس» را تصویب کرد. این آیین نامه به مهیاتر شدن فضا برای سرمایه گذاران خارجی و در نتیجه توسعه بازار سرمایه از این

خارجی (FDI) یکی از نشانه های سطح استحکام اقتصادی کشور سرمایه پذیر تلقی می شود چرا که اعتباردهندگان و سرمایه گذاران خارجی عمدتاً تمایل به سرمایه گذاری در آن دسته از کشورهایی دارند که در کنار ثبات نسبی اقتصادی، کمترین تنش سیاسی را هم داشته باشند. علاوه بر اینکه تأمین مالی از منابع خارجی برای اجرا و تکمیل طرح ها و پروژه های اقتصادی کشور حیاتی به نظر می رسد، یکی از راهکارهای عمق بخشیدن به بازار مالی ایران چه در حوزه اوراق بهادار سرمایه ای و چه اوراق بهادار بدهی نیز روی آوردن به جذب سرمایه های خارجی است. بنابر نظر تمامی کارشناسان اقتصادی، بازار سرمایه اقتصاد ایران به تناسب بازار پول توسعه و عمق پیدا نکرده است. یکی از شاخص های اندازه گیری عمق بازار

نظام پولی و مالی را می توان نیروی محرکه هر اقتصادی در نظر گرفت. این نظام در تلاش است منابع تجهیز شده را به صورت بهینه به مصارفی که با هم در رقابت هستند، تخصیص دهد. با اینکه تأمین منابع مالی از محل منابع داخلی، در دسترس تر از سایر منابع است، ولی با توجه به کافی نبودن این منابع و همچنین نبود امکان پرداخت نرخ های بهره بالای ریالی در برخی پروژه ها، روی آوری به تأمین منابع مالی از محل منابع خارجی گریزناپذیر است.

بدهی است که استفاده از منابع مالی خارجی نه تنها نشانگر ضعف اقتصاد نیست بلکه به طور کلی میزان جذب منابع مالی از بازارهای پولی و مالی جهان و جلب سرمایه های خارجی به صورت سرمایه گذاری سهام دارانه خارجی (FPI) و یا سرمایه گذاری مستقیم

طریق کمک خواهد کرد.

این موضوع که در سال های اخیر محدودیت ها و تحریم های خارجی، مجاری ورود سرمایه از خارج از چرخه اقتصاد را بیش از پیش مسدود کرده و منجر شده که نسبت سرمایه گذاری مستقیم خارجی به تولید ناخالص ملی در اقتصاد ایران به میزان قابل توجهی نسبت به کشورهای منطقه پایین باشد، انکارناپذیر است. اما در شرایط کنونی نیز با وجود تمایل سرمایه گذاران برخی کشورهای همسایه به سرمایه گذاری در پروژه های اقتصادی سودآور کشورمان، به نظر می رسد از ظرفیت های موجود به صورت کامل استفاده نمی شود. شرکت تأمین سرمایه امین از سال ۱۳۸۷ این موضوع را یکی از اولویت های فعالیت خود قرار داده و به تلاش برای هموار کردن این مسیر پرداخته است.

اقدام های شرکت تأمین سرمایه امین در زمینه انتشار اوراق بدهی ارزی

یکی از پروژه های تأمین مالی بین المللی که توسط شرکت تأمین سرمایه امین در حال پیگیری است، تأمین مالی شرکت نیروگاه گازی فارس، که تحت مالکیت غیر مستقیم شرکت مدیریت پروژه های نیروگاهی ایران- مینا قرار دارد، از طریق انتشار اوراق صکوک ارزی است. این پروژه نخستین تجربه انتشار اوراق صکوک ارزی با هدف تأمین مالی یکی از پروژه های اقتصادی کشورمان در بازارهای خارجی است و نقش بسیار مؤثری در آشنایی سرمایه گذاران با ریسک ها و شرایط سرمایه گذاری و همچنین ساختار و ویژگی های اوراق بهادار بدهی منتشره توسط جمهوری اسلامی ایران را خواهد داشت.

با بررسی و مطالعه دقیق بازارهای مالی اسلامی و فرایندهایی که توسط بانک های سرمایه گذاری جهانی در راستای انتشار اوراق بهادار بدهی از جمله انواع اوراق صکوک انجام می گیرد، شرکت تأمین سرمایه امین، به عنوان هدایت گر پروژه مذکور به ساختاردهی فرایند انتشار این اوراق پرداخته است. اقدامات کلی انجام گرفته توسط شرکت تأمین سرمایه امین در این زمینه به صورت طراحی و ساختاردهی اوراق، بررسی بازارهای بین المللی و انتخاب بازار هدف مناسب، چینش ارکان مورد نیاز در فرایند انتشار و ساز و کار ثبت و عرضه اوراق بوده است.

• تصمیم گیری در زمینه نوع و ساختار

اوراق صکوک: عواملی که در این زمینه مورد توجه قرار گرفته اند، عبارتند از: هدف تأمین مالی، میزان محبوبیت و آشنایی سرمایه گذاران بازارهای بین المللی با ابزار مالی منتخب و نیاز به نقل و انتقال منابع ارزی.

تأمین نقدینگی موردنیاز برای اجرای پروژه نیروگاه گازی فارس، قرار داشتن صکوک اجاره در رتبه های اول یا دوم انتشارهای انجام شده در بازارهای مالی اسلامی در سال های متوالی و امکان استفاده از منابع ارزی تجهیز شده توسط بانی، که در کشور امارات متحده عربی به ثبت رسیده است، بدون نیاز به نقل و انتقال ارز، منتج به انتخاب صکوک اجاره و با ساختار اتحاد بانی و فروشنده به عنوان ابزار تأمین مالی موردنظر شد.

دیگر ویژگی های اوراق از جمله وجود مجوز سرمایه گذاری خارجی (FIPPA)، تضامین شرکتی و همچنین تضامین قابل اخذ از نهادهای دولتی، نوع ارز اوراق (تک ارزی و یا دو ارزی Dual Currency بودن در صورت لزوم)، نرخ

در شرایط فعلی مسأله روابط بین المللی ایران با سایر کشورهای منطقه و میزان احتمال موفقیت در جذب سرمایه گذاران آن منطقه مهم ترین چالش در انتشار اوراق صکوک به شمار می رود. همچنین مواردی چون مسایل مالیاتی، سهولت ثبت و قوانین و مقررات مربوط به فعالیت نهاد واسط و وجود سرمایه گذاران متمایل و آشنا با ابزارهای مالی اسلامی و نرخ سود بانکی و تورم در آن منطقه برای ایجاد جذابیت اوراق قابل توجه است

سود، دوره های پرداخت سود و سررسید اوراق نیز با توجه به بازار هدف و پس از برگزاری جلسات نقشه راه (Road Show) ارائه خواهند شد.

• انتخاب محل ثبت نهاد واسط (SPV) و

بازار هدف: کشورهای در نظر گرفته شده برای ثبت نهاد واسط، با توجه به تحریم های بین المللی محدود به کشورهای منطقه و شرق آسیا هستند. در شرایط فعلی مسأله رابطه کشور موردنظر با کشورمان و میزان احتمال موفقیت در جذب سرمایه گذاران آن منطقه مهم ترین چالش در انتشار اوراق صکوک به شمار می رود. دیگر موارد قابل توجه عبارتند از: مسایل مالیاتی، سهولت ثبت و قوانین و مقررات مربوط به فعالیت نهاد

واسط و وجود سرمایه گذاران متمایل و آشنا با ابزارهای مالی اسلامی و همچنین نرخ سود بانکی و تورم در آن منطقه برای ایجاد جذابیت اوراق. همواره مناطق آزاد تجاری به دلیل معافیت ها و تخفیف های مالیاتی یکی از بهترین گزینه ها برای انتشار ابزارهای مالی هستند. اما با توجه به ساختار متفاوت اوراق صکوک و درآمدهای حاصل از آن، مسأله مالیات بر سود پرداختی به این اوراق و همچنین مالیات مربوط به فعالیت نهاد واسط در برخی از مناطق آزاد نیز حل نشده است.

• **انتخاب ارکان انتشار اوراق:** انجام مذاکرها با بیش از ۵۰ نهاد مالی بین المللی از جمله بانک های سرمایه گذاری و تجاری به عنوان هماهنگ کننده بین المللی (Lead Arranger)،

بازارهای بورس و نهادهای ناظر آن ها، مؤسسات رتبه بندی، حسابرسان، شرکت های معتبر در زمینه ارزش گذاری دارایی ها، مشاوران شریعت و همچنین تراستی ها و مشاوران حقوقی از دیگر اقداماتی بوده که توسط شرکت تأمین سرمایه امین انجام گرفته و موافقت برخی از این نهادها برای قبول سمت به عنوان ارکان انتشار اوراق جلب شده است.

• سناریوهای ثبت و عرضه اوراق: ثبت

اوراق در یکی از بازارهای مالی بین المللی و عرضه عمومی آن یکی از سناریوهای موردنظر است، ولی به نظر می رسد با توجه به شرایط بین المللی و با هدف کاهش هزینه های انتشار، سناریوی دوم که عرضه خصوصی اوراق به سرمایه گذاران حرفه ای است، قابل اجرا خواهد بود. در این راستا برگزاری جلسات نقشه راه و ارسال امیدنامه اوراق به سرمایه گذاران حرفه ای از جمله راه کارهای بازاریابی و فروش اوراق خواهد بود. گفتنی است هنگامی قادر به جذب سرمایه سرمایه گذاران خارجی خواهیم بود که اعتماد و امنیت لازم را برای آنان ایجاد کرده باشیم. بنابراین می توان با به کارگیری دیپلماسی اقتصادی مناسب، به جذب سرمایه گذاران از کشورهای که با آنان رابطه خوب سیاسی و اقتصادی داریم، اهتمام ورزیم. بنابراین شرکت تأمین سرمایه امین با وجود فشارهای بین المللی، با تلاش در بهره گیری از جذابیت های اقتصاد ایران برای سرمایه گذاران خارجی و استفاده از فرصت های موجود، به نتایج قابل قبولی در این حوزه دست یافته است.