



بانکی داخل تا حدی جای خالی تأمین کنندگان خارجی را پر می‌کنند، مشروط به افشای شفاف و نظارت قوی بر هزینه‌کرد.

نقش دولت در این میان تعیین‌کننده است؛ اگر هر جا سودی می‌بیند با قیمت‌گذاری دستوری و افزایش بهای نهاده‌های خودش آن سود را مصادره کند، تأمین مالی داخلی ناممکن می‌شود. دولت باید به صورت منطقی درباره خوراک و سایر نهاده‌ها تصمیم بگیرد و اگر چیزی برای عرضه دارد، آن را به گونه‌ای طراحی کند که همان نهاده‌ها به وثیقه و اهرم تأمین مالی تبدیل شوند؛ یعنی قرارداد خوراک پایدار و قابل استناد، که بانک و بازار سرمایه بتوانند روی آن اعتبار بدهند. انتظار دولت از بخش خصوصی برای سرمایه‌گذاری در زیرساخت‌های بالادست و انتقال در شرایط فعلی دور از دسترس است؛ بنابراین بهتر است این بخش‌ها با مدل مشارکت عمومی- خصوصی و تعهدات حداقلی دولت (تعهد تحویل خوراک، تضمین دسترسی شبکه یا اولویت تخصیص) پشتیبانی شوند تا پروژه‌های پایین‌دست قابل تأمین مالی شوند.

با این قیود، نسخه عملی، کوچک‌سازی ریسک است: شروع با پروژه‌های مرحله‌ای و ظرفیت‌های قابل افتتاح در افق کوتاه‌تر، استفاده از اوراق با سرسپردهای میان‌مدت و نرخ‌های شناور/دارای پشتوانه درآمدی، اتکا به قراردادهای فروش منطقه‌ای با طرف‌های خوش‌اعتبار و قفل کردن سیاست‌های قیمتی دولت در افق قرارداد. این ترکیب، با وجود جنگ، تحریم و کمبود خوراک، بیشترین شانس موفقیت را دارد؛ چون ریسک‌های کلیدی را به

دارایی‌ها و افزایش بدهی‌های معوق باعث شده که بانک‌ها توان تأمین مالی پروژه‌های بزرگ و حتی کسب‌وکارهای متوسط را از دست بدهند.

عمدتاً از میانه دهه ۸۰، پول و اعتبار آسان حاصل از درآمدهای نفتی و خلق پول پر قدرت، به تورم رکودی انجامید و قیمت دارایی‌ها از جمله املاک و سهام به شدت متورم شد. بانک‌ها در این فرآیند به جای ایفای نقش توسعه‌ای، به سرمایه‌گذاری در دارایی‌های سفته‌بازانه و پروژه‌های غیرمولد روی آوردند. با ترکیدن حباب دارایی‌ها و کاهش ارزش وثایق، بخش عمده‌ای از دارایی‌های بانک‌ها به دارایی‌های سمی تبدیل شد. این وضعیت، بحران نقدینگی و ناتوانی بانک‌ها در پرداخت تعهدات را در دو دهه اخیر رقم زد و در نهایت دولت را وادار به مداخله کرد.

در شرایط امروز، طبیعی است که تأمین مالی از بازار سرمایه مورد تشویق قرار گیرد. بانک‌ها منابع کافی برای تأمین مالی ندارند و بنگاه‌ها ناچارند به بازار سرمایه روی آورند. بنابراین، گرایش اخیر به بازار سرمایه بیشتر ناشی از فشارهای ساختاری و بحران نقدینگی در شبکه بانکی است تا یک تغییر پارادایم نظری. در اصل، بانک و بازار سرمایه هر دو ابزارهای انتقال پس‌انداز به سرمایه‌گذاری‌اند و انتخاب میان آنها تابعی از شرایط نهادی و سلامت مالی هر کشور است.

■ چنان‌که می‌دانیم صنعت پتروشیمی یکی از صنایع دارای آینده و توجیه اقتصادی با چشم‌انداز صادراتی مناسب است. چگونه می‌توان برای سرمایه‌گذاری در این صنعت در شرایط موجود تحریمی اقدام کرد؟ اگر سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی FDI را در نظر بگیریم، کدام روش برای تأمین مالی صنعت پتروشیمی بهتر است؟ در وضعیتی که تحریم‌ها تشدید شده، احتمال اسنپ‌بک جدی است، فضای پس از جنگ دوازده‌روزه پرریسک‌تر شده و از طرفی محدودیت خوراک و کمبود گاز بر پیچیدگی‌ها افزوده است؛ نقطه آغاز، واقعی‌سازی صورت‌مسئله است: بدون سیاست پایدار صادراتی و دسترسی قابل اتکا به خوراک، هیچ سازوکار مالی پایدار نمی‌ماند.

با کنارگذاشتن FDI، محور تأمین مالی باید بر منابع داخلی استوار شود: مدل پروژه‌محور با اتکا به جریان نقدی همان پروژه، به همراه اوراق مشارکت و صکوک (به‌ویژه اجاره و مراحجه برای دارایی‌های مشخص) و وام‌های سندیکایی داخلی. اینها زمانی کارایی دارند که درآمد ارزی صادرات با قراردادهای فروش بلندمدت و حساب‌های امانی مدیریت شود تا بازپرداخت، مستقل از نوسانات محیطی، قابل پیگیری باشد. تأمین مالی به اتکای منابع صندوق توسعه ملی نیز مسیری ممکن است؛ مسیری که هر روز محدودتر و تنگ‌تر می‌شود.

در عمل، ترکیب معقول چنین است: آورده سهامداران به عنوان لایه اول ریسک؛ سپس تسهیلات سندیکایی بانک‌های داخلی به اضافه انتشار صکوک/اوراق پروژه برای تجهیزات مشخص (دکل، خطوط فرآیندی، ابزار دقیق)؛ و در نهایت پیش‌فروش محدود محصولات به خریداران معتبر منطقه‌ای و حتی

داخلی به عنوان پشتوانه جریان نقدی. برای کاهش ریسک قیمت و ارز، می‌توان بخشی از فروش را با قراردادهای سوآپ/شناور قیمت‌گذاری کرد و جریان‌های ارزی را از طریق حساب‌های امانی منضبط ساخت. چون وضعیت بانک‌ها مناسب نیست، بازار سرمایه به‌ناچار سهم بیشتری می‌گیرد؛ صندوق‌های پروژه و کنترسیوم‌های صنعتی -



بانک‌ها منابع کافی برای تأمین مالی ندارند و بنگاه‌ها ناچارند به بازار سرمایه روی آورند. بنابراین، گرایش اخیر به بازار سرمایه بیشتر ناشی از فشارهای ساختاری و بحران نقدینگی در شبکه بانکی است تا یک تغییر پارادایم نظری. در اصل، بانک و بازار سرمایه هر دو ابزارهای انتقال پس‌انداز به سرمایه‌گذاری‌اند و انتخاب میان آنها تابعی از شرایط نهادی و سلامت مالی هر کشور است

