

خارجی) و طراحی تضامین و تعهدات تکمیلی برای پوشش ریسک تأخیر با افزایش هزینه، نقاط اصلی ریسک اجرایی و حقوقی را تشکیل می‌دهد.

بنابراین هر برنامه برای افزایش سهم بازار بدهی در این صنعت، ناگزیر به مهندسی ساختار و تقویت نظم گزارش دهی اتکا می‌کند و به تکرار انتشار بدون معماری مناسب اتکا نمی‌کند.

❖ پیشنهاد نوآورانه: دوره تنفس واقعی با حفظ نرخ مؤثر

برای پروژه‌های پتروشیمی، ریسک اصلی در تأمین مالی بدهی از جایی ایجاد می‌شود که پروژه در دوره ساخت و راه‌اندازی هنوز جریان نقدی پایدار تولید نمی‌کند، اما ابزار بدهی پرداخت‌های دوره‌ای را از همان ابتدا تحمیل می‌کند. راهکار نوآورانه‌ای که می‌تواند این عدم تطابق را کاهش دهد، طراحی اوراق مرابحه با دوره تنفس واقعی و حفظ نرخ مؤثر است.

در این ساختار، شرکت می‌تواند آغاز بازپرداخت یا پرداخت سود را مثلاً از پایان سال دوم تعیین کند، اما نرخ مؤثر سرمایه‌گذار را از طریق سرمایه‌سازی سود دوره تنفس یا طراحی کوپن‌های تجمیعی / پلکانی حفظ کند.

این مدل فشار نقدینگی را از دوش دوره ساخت برمی‌دارد، پرداخت‌ها را به زمان نزدیک‌تر به شروع تولید و فروش منتقل می‌کند و جذابیت بازده برای سرمایه‌گذار نهادی را نیز حفظ می‌کند.

❖ تکمیل بسته راهکارها و پیش‌نیازهای نهادی

در امتداد همین منطق، «مرابحه پروژه محور» می‌تواند منابع را به خریدهای قابل ردیابی پروژه متصل کند، انضباط مصرف وجوه را تقویت کند و امکان تأمین مالی مرحله‌ای را فراهم سازد.

«مرابحه با پشتوانه دارایی‌های موجود» نیز می‌تواند ریسک ادراک‌شده را کاهش دهد و هزینه تأمین مالی را پایین بیاورد، زیرا سرمایه‌گذار با اتکای بیشتری به کیفیت وثیقه و نقدشوندگی دارایی تصمیم می‌گیرد.

ترکیب مرحله‌ای ابزارها نیز می‌تواند ریسک ساخت را از ریسک بهره‌برداری تقبیل کند و اجازه دهد ساختار بازپرداخت با نقاط عطف پروژه تنظیم شود و نوسان نرخ سود با تنوع سررسیدها و بازنگری‌های از پیش تعریف‌شده مدیریت شود.

اگر شرکت بزرگ تصمیم بگیرد سهم ابزارهای مبتنی بر مرابحه را به صورت پایدار افزایش دهد، باید همزمان چند تغییر نهادی را اجرا کند.

شرکت باید خزانه‌داری متمرکز و مدیریت سبد سررسید را تقویت کند و برنامه نقدینگی را سناریو محور کند.

شرکت باید گزارش دهی پروژه را استاندارد کند و پیشرفت فیزیکی/مالی و مصرف وجوه را دوره‌ای و قابل اتکا منتشر کند. شرکت باید چهارچوب ریسک و حدود اهرم را عملیاتی کند تا افزایش بدهی به تضعیف پوشش خدمت بدهی منجر نشود.

در این صورت، تغییر جهت از بانک‌محوری به بازار بدهی ریسک بازتأمین را کاهش می‌دهد، پروفایل سررسید را بهبود می‌بخشد و می‌تواند برداشت بازار از ریسک اعتباری و در نتیجه رتبه اعتباری را تقویت کند؛ اما اگر این تغییر بدون انضباط اهرمی و بدون اتصال روشن به ظرفیت جریان نقدی انجام شود، نسبت‌های اهرمی را افزایش می‌دهد و فشار اعتباری را تشدید می‌کند.

در پایان لازم به ذکر است که اشاره شود نرخ تأمین مالی اوراق شرکتی در پایان آبان ماه امسال ۴۲ درصد (بجز هزینه‌های مرتبط با تضامین بانکی) و همچنین نرخ بازارگردانی اوراق شرکتی حوالی ۳۷- ۳۹ درصد برآورد می‌شود. ❖

سال انتشار	ارزش اسمی انتشار (میلیارد تومان)	تعداد شرکت
۱۳۹۹	۱۹,۴۴۰	۱۸
۱۴۰۰	۲۵,۶۷۵	۲۹
۱۴۰۱	۶۹,۴۷۳	۶۲
۱۴۰۲	۱۱۲,۸۲۰	۸۸
۱۴۰۳	۷۶,۰۶۶	۱۰۶
هشت ماهه ۱۴۰۴	۶۳,۱۲۷	۶۸
مانده اوراق شرکتی	۲۶۶,۰۰۰	
تعداد کل شرکت‌های یونیک	۲۸۴	

این مجموعه ارقام، زمینه مناسبی برای الصاق جدول و استناد به «رشد تدریجی بازار بدهی شرکتی» فراهم کرد.

❖ تمرکز صنعتی و جایگاه صنایع شیمیایی و نفت

با این حال، وقتی از منظر «تأمین مالی عملیاتی» به بازار نگاه می‌کنیم، تمرکز صنعتی به وضوح مشاهده می‌شود. در هشت ماهه امسال، کل تأمین مالی از بازار بدهی ۵۶ همت شد و ۳۷ همت از این مقدار به شرکت‌های مرتبط با حوزه‌های شیمیایی و نفت اختصاص یافته. این سهم بالا نشان می‌دهد صنایع انرژی‌محور به طور طبیعی متقاضی ابزارهای بدهی می‌شوند، زیرا پروژه‌های بزرگ‌تری تعریف می‌کنند، دوره‌های سرمایه‌گذاری طولانی‌تری را تحمل می‌کنند و جریان‌های نقدی قابل استانداردسازی‌تری را ایجاد می‌کنند. این تمرکز همچنین ضرورت طراحی ابزارهای متناسب با ویژگی‌های پروژه‌های سرمایه‌بر را برجسته کرد.

❖ انتخاب ابزار و ملاحظات ساختاری در پروژه‌های پتروشیمی

در انتخاب ساختار، «مرابحه» معمولاً برای طرح‌های توسعه‌ای پتروشیمی جذابیت اجرایی ایجاد می‌کند، زیرا امکان اتصال منابع به خریدهای مشخص پروژه را فراهم می‌سازد و جریان نقدی قابل پیش‌بینی‌تری برای سرمایه‌گذاران داخلی ایجاد می‌کند. سرمایه‌گذاران نهادی نیز معمولاً به ابزارهای با بازده مشخص علاقه نشان می‌دهند و با مرابحه سازگاری بیشتری نشان می‌دهند.

در مقابل، صکوک اجاره در صورت وجود دارایی‌های مناسب می‌تواند بخشی از نیاز به تضامین بیرونی را کاهش دهد، اما انتقال منافع/مالکیت به نهاد واسط و ملاحظات ثبتی، بیمه‌ای و عملیاتی، گاهی هزینه اصطکاک را در شرکت‌های فرآیندی افزایش می‌دهد. ابزارهای مشارکتی نیز هرچند در تئوری با ریسک پروژه همسو می‌شوند، در عمل به دلیل پیچیدگی نظارت، ابهام در بازده و حساسیت سرمایه‌گذار به عدم قطعیت، کمتر به گزینه مسلط برای پروژه‌های توسعه‌ای تبدیل می‌شوند.

❖ چالش‌های اجرایی مرابحه در پروژه‌های سرمایه‌بر

گره اصلی در استفاده گسترده از مرابحه برای پروژه‌های پتروشیمی در خود «عنوان ابزار» شکل نمی‌گیرد، بلکه در انطباق آن با واقعیت پروژه شکل می‌گیرد.

دوره ساخت طولانی، درآمدزایی مرحله‌ای و نوسان هزینه‌های تکمیل، تعهدات پرداخت دوره‌ای را دشوار می‌کند. مستندسازی زنجیره معاملات پایه، همزمان سازی انتشار با برنامه خریدها، تعریف دقیق موضوع مرابحه (به‌ویژه در تجهیزات خاص یا خریدهای



برای پروژه‌های
پتروشیمی،
ریسک اصلی در
تأمین مالی بدهی
از جایی ایجاد
می‌شود که پروژه
در دوره ساخت
و راه‌اندازی هنوز
جریان نقدی پایدار
تولید نمی‌کند،
اما ابزار بدهی
پرداخت‌های
دوره‌ای را از همان
ابتدا تحمیل
می‌کند. راهکار
نوآورانه‌ای که
می‌تواند این
عدم تطابق را
کاهش دهد،
طراحی اوراق
مرابحه با دوره
تنفس واقعی و
حفظ نرخ مؤثر
است.