

آشنایی با: صندوق‌های سرمایه‌گذاری زیر ساختی

شبنم جعفری کیا^(۱)
طاهره سیفی^(۲)



■ معرفی صندوق‌های زیرساختی

صندوق‌های سرمایه‌گذاری زیرساختی یا زیربنایی، صندوق‌هایی هستند که فرصت سرمایه‌گذاری در دارایی‌های عمومی ضروری را برای سرمایه‌گذاران فراهم می‌کنند. پرتفوی این صندوق‌ها با مدیریت حرفه‌ای اداره می‌شود و بر سرمایه‌گذاری مستقیم مالی در پروژه‌های زیرساختی تمرکز دارد. از جمله بخش‌هایی که این صندوق‌ها می‌توانند در آن‌ها مشارکت داشته باشند، عبارت است از:

- تاسیساتی از قبیل خطوط برق و خطوط لوله گاز؛
- شبکه تهیه و توزیع آب؛
- خطوط تلفن (تلفن ثابت و همراه)؛
- حمل و نقل (فرودگاه، بندر، جاده، تونل، پل، پارکینگ، راه‌آهن و تجهیزات ریلی)؛
- زیرساخت‌های اجتماعی (آموزش و پرورش، بیمارستان، زندان و غیره)؛
- دارایی‌های ارتباطی از قبیل برج‌های رادیو و تلویزیون.

بنابراین سرمایه‌گذاری در هر یک از این بخش‌ها یا ترکیبی از آن‌ها می‌تواند دارایی‌های موجود در پرتفوی صندوق‌های زیرساختی را تشکیل دهد. قابل ذکر است که برخی از این صندوق‌ها، با سرمایه‌گذاری در بخش‌های زیرساختی سایر کشورها مانند صندوق‌های زیرساختی منطقه‌ای ASEAN، می‌توانند دارایی‌های برون‌مرزی را در پرتفوی خود جای دهند.

■ انواع ساختار صندوق‌ها

به‌طور کلی دو نوع ساختار اساسی «مشارکت خصوصی عمومی» و «خصوصی» برای سرمایه‌گذاری در بخش زیرساخت‌ها پیش روی سرمایه‌گذاران نهادی قرار دارد که صندوق‌های زیرساختی از یکی از این دو نوع استراتژی سرمایه‌گذاری برای تامین مالی پروژه‌ها استفاده می‌کنند. سرمایه‌گذاری مشارکتی بخش‌های خصوصی عمومی، به پروژه‌های سرمایه‌گذاری اطلاق

برای مشارکت بخش خصوصی در پروژه‌های زیرساختی اندیشیده شد؛ زیرا افزایش تامین مالی پروژه‌های زیرساختی از طریق بخش خصوصی، علاوه بر مزایای متعدد سرمایه‌گذاری خصوصی از سیاست‌های سمت عرضه اقتصاد است و با هدایت نقدینگی سرگردان از بخش‌های غیرتولیدی و دلالتی به بخش‌های تولیدی، هم‌درکنترل تورم بسیار موثر است و هم‌زمینه را برای رشد اقتصادی فراهم می‌کند. بنابراین بازار سرمایه، با فراهم کردن شرایط مشارکت بخش خصوصی و مردم می‌تواند به برون‌رفت دولت‌ها از مشکلات مذکور نیز کمک شایانی کند. به کارگیری اوراق قرضه، اوراق مشارکت و صندوق‌های سرمایه‌گذاری زیرساختی از جمله ابزارهای بازار سرمایه هستند که توانسته‌اند از طریق ایجاد ارتباط بین بخش‌های دولتی و خصوصی، تامین مالی بسیاری از پروژه‌های زیرساختی را فراهم کنند. در این مقاله به معرفی اجزای صندوق‌های سرمایه‌گذاری زیرساختی خواهیم پرداخت.

راه‌اندازی صندوق‌هایی که با سرمایه‌گذاری در زیرساخت‌ها در راستای تحقق این مهم پیشگام شدند، پدیده جدیدی نیست و به سال ۱۹۹۰ میلادی برمی‌گردد. در حال حاضر، به لحاظ توزیع جغرافیایی، عمده صندوق‌های سرمایه‌گذاری زیرساختی در چهار منطقه اصلی آمریکا، اروپا، کشورهای عضو MENA و هند قرار دارند و بقیه آن‌ها در آفریقا، آسیا و استرالیا هستند.

برای دستیابی به یک اقتصاد کارآ، بهره‌ور و متکی بر نوآوری و برای رسیدن به رشدی مستمر در درآمد ملی و افزایش درآمد سرانه جامعه، ایجاد زیرساخت‌ها، امری مهم و بنیادی است. به‌طور کلی، سرمایه‌گذاری در بخش زیرساخت‌های اساسی و فراهم کردن تجهیزات مورد نیاز برای احداث و راه‌اندازی آن‌ها بر عهده دولت‌ها بوده است؛ اما با گذشت زمان، از یک طرف افزایش جمعیت و از طرف دیگر حرکت روبه‌رشد تکنولوژی، منجر به افزایش تقاضا برای برآورده شدن نیازهای جدید شد. این مساله سبب شد دولت‌ها با کمبود نقدینگی برای تامین مالی این‌گونه پروژه‌ها مواجه شوند و در نتیجه پروژه‌های فعلی ناتمام بماند یا اجرای پروژه‌های جدید به تعویق بیفتد. در کشور ما نیز با توجه به اهداف رشد و توسعه اقتصادی، تعداد پروژه‌های زیرساختی در حال افزایش است و نیاز به سرمایه برای تامین مالی این پروژه‌ها روز به روز افزایش می‌یابد. اگر چه این کمبود نقدینگی، پس از اعمال تحریم‌های بین‌المللی علیه کشورمان و کاهش درآمدهای نفتی به دنبال این تحریم‌ها، نمود بیشتری پیدا کرد اما باید دانست که تامین مالی این پروژه‌ها از محل درآمدهای نفتی تورم‌زا است و باید از منابع بهتری برای این هدف استفاده کرد. از این رو، یکی از مسایلی که امروزه مورد توجه دولت‌هاست، یافتن راه‌هایی برای مضمحل تامین مالی پروژه‌های زیرساختی است؛ بنابراین طرح‌ها و ساختارهای جدیدی

می‌شود که در آن‌ها، یکی از زیرمجموعه‌های دولت با مشارکت یک یا چند شرکت خصوصی، تامین مالی و ساخت و بهره‌برداری پروژه را بر عهده می‌گیرد و درآمدهای ناشی از راه‌اندازی پروژه هم به نسبت سهم مشارکت هر یک از شرکا، بین آن‌ها تقسیم می‌شود؛ در حالی که ساختار «خصوصی» به ساختاری اطلاق می‌شود که در آن بخش خصوصی تنها به ساخت یک پروژه عمرانی می‌پردازد سپس آن را به بخش عمومی تحویل می‌دهد که به این گونه پروژه‌ها در اصطلاح پروژه‌های مناقصه‌ای گفته می‌شود.

پروژه‌هایی که با ساختار مشارکت بخش‌های خصوصی عمومی مدیریت می‌شوند، نسبت به ساختار خصوصی به‌طور گسترده‌تری در کشورهای مختلف دنیا رواج یافته‌اند. از جمله دلایل عمده رواج آن‌ها، از یک سو جلوگیری از افزایش میزان کسری بودجه و میزان استقراض دولت‌ها و از سوی دیگر بهره‌گیری از توانمندی بخش خصوصی در کاهش هزینه‌ها، بهبود کیفیت و ارائه شیوه‌های خلاقانه در ساخت و بهره‌برداری از پروژه‌های مختلف عمرانی است. به‌عنوان مثال یکی از دلایلی که می‌توان برای کاهش محسوس هزینه پروژه‌های مشارکت بخش‌های خصوصی - عمومی بیان کرد، حساسیت بیشتر بخش خصوصی بر سوددهی سرمایه‌گذاری‌ها است؛ هر چند بخش خصوصی در پروژه‌های مناقصه‌ای نیز انگیزه زیادی برای کاهش هزینه‌ها دارد، اما ممکن است در چنین شرایطی کاهش هزینه‌های ساخت و تکمیل پروژه، به قیمت کاهش شدید کیفیت پروژه و در نتیجه به افزایش چشمگیر هزینه‌های تعمیرات و نگهداری پروژه در آینده منجر شود. بنابراین حساسیت ناچیزی نسبت به کیفیت پروژه و همچنین هزینه‌های آتی مربوط به تعمیر و نگهداری آن خواهد داشت. امروزه در بسیاری از کشورها مانند استرالیا، کانادا و انگلستان که در استفاده از پروژه‌های مشارکت بخش‌های خصوصی عمومی پیشرو بوده‌اند، تامین مالی طیف وسیعی از زیرساخت‌های اجتماعی مانند بیمارستان‌ها، سیستم‌های آب و فاضلاب و غیره از طریق این پروژه‌ها صورت می‌گیرد؛ اما گرایش‌های خاصی

از بخش انرژی مانند ذخیره‌سازی و بهره‌برداری از گاز طبیعی، خطوط انتقال گاز طبیعی و واحدهای تولید انرژی بادی، بیشتر به سمت استفاده از ساختار سرمایه‌گذاری خصوصی متمایل هستند.

■ بازدهی و موانع پیش‌رو

از آن جا که فرآیند سرمایه‌گذاری در بخش‌های زیرساختی هنگفت است و کسب بازدهی نیز در بلندمدت میسر می‌شود، بنابراین سرمایه‌گذاری در آن‌ها با سطوح رقابتی بسیار پایین و موانع بسیاری برای ورود مواجه است و به همین دلیل

فرآیند سرمایه‌گذاری در بخش‌های زیرساختی هنگفت است و کسب بازدهی نیز در بلندمدت میسر می‌شود، بنابراین سرمایه‌گذاری در آن‌ها با سطوح رقابتی بسیار پایین و موانع بسیاری برای ورود مواجه است و به همین دلیل بخش خصوصی خارج از فضای بازار سرمایه تمایل چندانی به سرمایه‌گذاری در این حوزه ندارد

برای به کارگیری منابع جایگزین تامین مالی و اदार ساخته است. بنابراین ایجاد و گسترش صندوق‌های سرمایه‌گذاری زیرساختی به‌عنوان یک نهاد مالی تخصصی، شرایط کسب بازدهی بخش خصوصی را نیز فراهم کرده و موجب ایجاد انگیزه برای حضور سرمایه‌گذاران در این بخش شده است.

کسب بازدهی در صندوق‌های زیرساختی، ترکیبی از رشد سرمایه و درآمد است. در برخی از پروژه‌های زیرساختی مانند بخش حمل و نقل (جاده، تونل، پل و فرودگاه)، بازدهی صندوق بیشتر ناشی از درآمد جاری است؛ در حالی که در برخی دیگر از این صندوق‌ها که شامل پروژه‌های زیرساختی اجتماعی هستند، کسب بازدهی عمدتاً ناشی از عایدی سرمایه‌ای است.

همچنین صندوق‌های زیرساختی با وجود برخی شباهت‌ها به صندوق‌های «سهام خصوصی» و «صندوق‌های املاک و مستغلات» به لحاظ ماهیتی با آن‌ها متفاوت دارند و می‌توانند ترکیبی از زیرساخت‌ها را در پرتوی خود جای دهند و در بخش‌های مختلفی از زیرساخت‌ها سرمایه‌گذاری کنند. از این‌رو صندوق‌های زیرساختی می‌توانند ساختار یک صندوق مختلط یا ترکیبی را نیز داشته باشند.

■ همه مزایای صندوق‌های زیرساختی

به‌طور کلی، منافع و مزایای حاصل از سرمایه‌گذاری در صندوق‌های زیرساختی عبارت است از:

تنوع بخشی: این صندوق‌ها طیف وسیعی از دارایی‌های زیرساختی را به سرمایه‌گذاران ارائه می‌دهند که از طریق مدیران حرفه‌ای اداره می‌شوند. علاوه بر این، همبستگی آن با اکثر دارایی‌های مرسوم اندک است و سرمایه‌گذاران فرصتی برای کاهش ریسک پرتفوی دارند. **ثبات عایدی:** زیرساخت‌های اساسی (مانند فرودگاه، جاده، اسکله و غیره) حیاتی هستند و هزینه‌های جایگزینی آن‌ها بسیار زیاد است. این مساله می‌تواند نوسانات سرمایه‌گذاری در صندوق‌های زیرساختی در این دارایی‌ها را کاهش دهد؛ از این‌رو، عایدی‌ها نسبتاً قابل پیش‌بینی هستند.

بخش خصوصی خارج از فضای بازار سرمایه تمایل چندانی به سرمایه‌گذاری در این حوزه‌ها ندارد. از این‌رو معمولاً دولت‌ها در سراسر جهان بار مسوولیت تامین مالی زیرساخت‌ها را بر دوش می‌کشند و به این منظور از ساختارهای مختلف تامین مالی عمومی از قبیل پرداخت تدریجی هزینه‌ها توسط استفاده‌کنندگان یا پرداخت تدریجی مالیات استفاده می‌کنند؛ اما گسترش فشار مالی در طول زمان و عدم کارایی ظرفیت‌های تامین مالی عمومی، دولت‌ها را

■ جمع بندی

بر اساس برآوردهای انجام شده، برای دستیابی به اهداف تعیین شده در برنامه پنجم توسعه، منابع مالی بسیار زیادی برای تامین مالی پروژه‌های موجود و تعریف شده، مورد نیاز است. یکی از بهترین روش‌های تامین مالی پروژه‌ها، استفاده از امکانات بازار سرمایه است. با وجود این در کشور، نقش بازار سرمایه در تامین مالی این پروژه‌ها اندک است. برای مثال، طبق آمارها و گزارش‌های موجود، در سال ۲۰۱۱، معادل ۹۵ درصد از منابع مورد نیاز برای تامین مالی پروژه‌های، توسط بانک‌ها و بقیه آن؛ یعنی تنها ۵ درصد از طریق بازار سرمایه تامین شده است. یکی از دلایل اصلی مشارکت ۹۵ درصدی بانک‌ها در تامین مالی این پروژه‌ها، نبود امکانات بالفعل تامین مالی از طریق ابزارهای مالی بازار سرمایه است که به وضوح خلأ آن‌ها در بازار سرمایه ایران مشهود است. همین موضوع نیاز بازار سرمایه و نیز بانک‌های خصوصی و دولتی را برای افزایش منابع مالی شان به معرفی ابزارهای نوین و کارآمدی که تجربه موفق در سایر کشورها داشته است، بیش از پیش آشکار می‌کند. یکی از ابزارهای جدید برای این پروژه‌ها، صندوق‌های سرمایه‌گذاری زیرساختی است که در این مقاله به معرفی آن‌ها پرداخته شد.

هدف این صندوق‌ها، تامین مالی پروژه‌های زیرساختی از طریق جمع‌آوری و جوجه سرمایه‌گذاران بخش خصوصی است که اجرای این پروژه‌ها به دلیل ماهیت آن‌ها، عمدتاً بر عهده دولت‌ها است. در کشور ما نیز با توجه به اهداف رشد و توسعه اقتصادی، تعداد این پروژه‌ها در حال افزایش است و همین امر دولت را با کمبود نقدینگی برای تامین مالی و اجرای این پروژه‌ها روبه‌رو می‌سازد؛ بنابراین با توجه به ریسک و بازده مشخص، این نوع صندوق‌ها امکان مشارکت بخش خصوصی را فراهم می‌آورد که به تنهایی امکان و فرصت سرمایه‌گذاری در این پروژه‌ها را ندارد. بنابراین از این صندوق‌ها می‌توان به عنوان ابزاری موثر و مفید در بازار سرمایه برای سرمایه‌گذاران در ایران نام برد که می‌توان از مزایای آن برای افزایش منابع مالی استفاده کرد.

- ۱) کارشناس تحقیق و توسعه بورس تهران
- ۲) کارشناس تحقیق و توسعه بورس تهران

از بین ببرد.

ریسک افزایش تورم: در طول عمر هر دارایی، تورم می‌تواند سودآوری را تحت تاثیر قرار دهد. این ریسک می‌تواند از طریق اضافه کردن بند تعدیل تورم در قرارداد کاهش یابد یا در موارد خاصی، از طریق قراردادهایی ریسک هزینه‌های کلیدی عملیاتی را پوشش دهد. این ریسک در قراردادهای مشارکت بخش‌های خصوصی و عمومی خاصی که به طور ضعیفی ساختار بندی شده‌اند، می‌تواند بخشی از پروژه یا کل آن را تحت تاثیر قرار دهد. در هر صورت، افزایش سرسام‌آور تورم که منجر به افزایش شدید هزینه‌های

طبق آمارها و گزارش‌های موجود، در سال ۲۰۱۱، ۹۵ درصد از منابع مورد نیاز برای تامین مالی پروژه‌های، توسط بانک‌ها و بقیه آن؛ یعنی تنها ۵ درصد از طریق بازار سرمایه تامین شده است

استفاده کننده می‌شود، می‌تواند تاثیر منفی بر مصرف و درآمد این پروژه‌ها بگذارد.

ریسک سیاسی: این مساله طیف گسترده‌ای از ریسک را در بر می‌گیرد و مسایلی از قبیل ریسک ارزی (زمانی که ارز در کشوری که پروژه در آن در حال اجراست بازار مورد نظر در صندوق متفاوت است)، تغییر قوانین مالیاتی، عدم پذیرش قراردادها، بی‌ثباتی سیاسی یا درگیری‌های داخلی را شامل می‌شود. به طور کلی، به نظر می‌رسد که پروژه‌های زیرساختی در کشورهایی که دارای بازار نوظهور هستند، نسبت به اقتصادهای توسعه یافته درجه بالاتری از این گونه ریسک‌ها را دارند؛ هر چند که در چنین مواردی، مشکلات سیاسی این کشورها می‌توانند بر پروژه‌های کشورها توسعه یافته نیز تاثیر منفی بگذارند.

دسترسی به دارایی‌های منحصر به فرد:

صندوق‌های زیرساختی فرصت دسترسی به سرمایه‌گذاری‌هایی را به سرمایه‌گذاران می‌دهند که عمدتاً برای سرمایه‌گذاران خرد در دسترس نیستند. رقابت در این دارایی‌های ضروری بسیار محدود است و به همین علت صندوق شرایط دسترسی سرمایه‌گذاران به دارایی‌هایی با مزیت رقابتی پایدار را فراهم می‌کند.

بازدهی ناشی از افزایش ارزش سرمایه و درآمد: قیمت واحدهای صندوق زیرساختی (یونیت‌های سرمایه‌گذاری) با افزایش ارزش پرتفوی دارایی‌های پایه افزایش می‌یابد و از طرفی پرداخت سود یونیت یا توزیع عایدات سرمایه‌ای تحقق یافته می‌تواند در آمدی را برای سرمایه‌گذاران فراهم کند.

جریان درآمدی مزیت مالیاتی: سود مربوط به یونیت‌های صندوق زیرساختی، یک جریان درآمدی است که مزیت مالیاتی دارد. به این معنی که سرمایه‌گذاران بر بخشی از سود یونیت‌ها تازمانی که یونیت‌های خود را بفروشند، مالیاتی پرداخت نمی‌کنند.

■ گذری بر ریسک‌ها

سرمایه‌گذاری در صندوق‌های زیرساختی مانند صندوق‌های دیگر ریسک‌هایی دارد که سرمایه‌گذار قبل از هرگونه تصمیم مالی باید از طریق مشاور حرفه‌ای از آن‌ها مطلع شود. در ادامه به برخی از این ریسک‌ها اشاره می‌شود.

ریسک اهرمی: به طور کلی، با افزایش اهرم‌های مالی در هر پروژه‌ای، ریسک موجود در آن نیز فراتر از ریسک اسمی افزایش می‌یابد. پروژه‌هایی مانند احداث جاده‌ها نیز که در طول فرآیند تکمیل آن‌ها جریان درآمدی ایجاد می‌شود، از آن‌جا که به طور ذاتی از اهرم‌های مالی بیشتری استفاده می‌کنند، انعطاف پذیری مالی و عملیاتی کمتری دارند. این پروژه‌ها به رغم آن‌که باثبات‌تر در نظر گرفته می‌شوند و بازده آن‌ها عموماً از طریق هزینه‌های کاربران ایجاد می‌شود، استفاده بیش از حد از اهرم مالی، به طور قابل توجهی ریسک آن‌ها را افزایش می‌دهد و در نهایت ممکن است بازده را کاهش دهد یا حتی