فصلنامه علمی – ترویجی اقتصاد و بانکداری اسلامی، شماره نهم، زمستان ۱۳۹۳- صفحه ۲۹-۵۲

ارزیابی قابلیت صکوک در بخش نفت

مرتضی عزتی *
لیلا شهریاری**

چکیده

در راستای بهبود تامین مالی پروژه‌های نفتی، با تصویب قانون برنامه پنجم توسعه و قانون بودجه سال ۹۰، وزارت نفت و شرکت ملی نفت ایران مجاز شدند برای تامین مالی و سرمایه‌گذاری در پروژه‌های بالادستی صنعت نفت از انتشار صکوک استفاده کنند. برای به کار گیری بهتر این مجوزها نیاز به بررسی دقیق‌تر آن است تا انتخاب مناسبترین انواع صکوک رخ بدهد و بیشترین کارایی و اثر بخشی را داشته باشد. در این مقاله تلاش کرده‌ایم با یک بررسی تطبیقی میان ویژگی‌های هر یک از صکوک با ویژگی‌های سرمایه‌گذاری در هر یک از زیر بخش‌های نفت، سازگارترین صکوک شناسایی و معرفی شوند. بر پایه یافته‌های این بررسی برای تامین مالی صنعت نفت در سرمایه‌گذاری‌های بالادستی صکوک اجاره، استصناع و مشارکت بیشترین قابلیت کاربرد را دارند.

واژگان کلیدی: *ابزارهای مالی، صکوک، صنعت نفت*
طبقه بندی JEL: *Z12, E44*

* استادیار اقتصاد دانشگاه تربیت مدرس(نویسنده مسئول) mezzati@modares.ac.ir
** کارشناس ارشد اقتصاد دانشگاه تربیت مدرس

[Downloaded from mieaoi.ir on 2026-09-07]

مقدمه

سرمایه‌گذاری در هر بخشی به تامین مالی و استفاده از ابزارهـای مناسـب آن نیـاز دارد. یکـی از بخش های مهم اقتصادی ایران صنعت نفت است که به طور پیوسته به سرمایه‌گـذاری نیـاز دارد. با توجه به ماهیت سرمایه بر بودن پروژه های نفت و گاز که حجم بالایی از نقدینگی را می‌طلبد، روی آوری به سرمایه‌گذاری خارجی ناگزیر است. در کشوری مانند ایران حتی درصـورت کفایـت درامدهای نفتی برای سرمایه‌گذاری‌های جدید این صنعت، وابستگی کامل اقتصاد ایـران بـه نفـت اجازه این کار را نمی دهد.

دولت به عنوان تنها دارنده حقوق مالکیتی در بخش نفت و گاز، خود یا با مشارکت یک یـا چند شرکت بین‌المللی به صورت مشترک و با پذیرش ریسک و هزینه کامل آن، اقدام بـه انجـام عملیات اکتشاف و استخراج نفت و گاز می‌کند. این در حالی است که هـم اکتشـاف بـا ظرفیـت اندک شکل می‌گیرد و هم از منابع کشف شده به اندازه کافی استخراج نمی‌شود. یکـی از اصـلی-ترین علت‌های این مشکل، کمبود سرمایه است. به ویـژه بـا شـرایط همکـاری نکـردن آمریکـا و کشورهای غربی ، تامین مالی از بازارهای بین‌المللی برای ایران به شدت دشوار شده است.

با اجازه‌ای که در قانون برنامه پنج‌ساله پنجم[1] و قانون بودجه به دولـت داده شـده اسـت، دولت می‌تواند از راه به‌کارگیری صکوک، از تامین مالی داخلی و بین‌المللی برای این بخش یاری

---

۱. ماده۸۳

الف ـ به بانک مرکزی اجازه داده می‌شود در چهارچوب قانون بودجه سنواتی جهت تأمین مالی پروژه‌های زیربنایی توسعه‌ای دولتی نسبت به انتشار اوراق مشارکت و انواع صکوک اسلامی در بازارهای بین‌المللی اقدام نماید .

ب ـ به شرکتهای دولتی و شهرداریها اجازه داده می‌شود در راستای تأمین منابع ارزی طرحهای سرمایه‌گذاری خود، پس از تأیید وزارت امور اقتصادی و دارائی و بانک مرکزی، اقدام به انتشار اوراق مشارکت و انواع صکوک اسلامی نمایند. تضمین اصل و سود این اوراق با شرکتها و شهرداریهای مذکور است.

ماده۱۲۵

الف ـ وزارت نفـت مجاز است با ایجاد فضا و شرایط رقابتی، نسبت به صدور پروانه اکتشاف، توسعه و تولید موردنیاز برای بهره‌برداری از حداکثر ظرفیتها برای توسعه میدانهای نفت و گاز و افزایش تولید صیانت‌شده با حفظ ظرفیت تولید سال ۱۳۸۹ تا سقف تولید اضافه روزانه یک‌میلیون بشکه نفت خام و دویست و پنجاه میلیون مترمکعب گاز طبیعی با اولویت میادین مشترک، با تأکید بر توسعه میدان گاز پارس جنوبی، پس از تصویب توجیه فنی و اقتصادی طرحها در شورای اقتصاد و درج در قوانین بودجه سنواتی و نیز مبادله موافقتنامه با معاونت با استفاده از روشهای زیر اقدام نماید :

1ـ استفاده از انواع روشهای اکتشاف، توسعه، تولید در دوره زمانی معین در میادین نفت و گاز

تبصره ـ شرایط اساسی این روشها با حفظ حق مالکیت و اعمال تصرفات مالکانه برای دولت در سال اول برنامه با

[Downloaded from mieaoi.ir on 2026-09-07]

بگیرد. اگر این ابزار به خوبی به کار گرفته شود می‌توان بخشی از تامین مالی مورد نیاز را از این راه انجام داد. اما لازمه به کار گیری درست این ابزار، شناسایی بهترین ابزار برای این کار است. این بررسی در پی شناسایی بهترین اوراق بهادار اسلامی برای تامین مالی بخش نفت و گاز کشور است. چون بخش نفت و گاز در بر گیرنده زیر بخش‌های گوناگونی است، برای شناسایی روش-های مناسب می‌توان ویژگی‌های صکوک را با ویژگی‌های هر یک از زیر بخش‌ها برابری داد و از راه این برابری دادن، بهترین صکوک برای هر یک از زیربخش‌ها را شناسایی کرد. در چنین شرایطی می‌توان انتظار داشت بهره وری صکوک به کار گرفته شده به بیشترین اندازه ممکن برسد. بر این پایه در این بررسی درپی آن هستیم که با بررسی تطبیقی بین ویژگی‌های انواع صکوک و ویژگی‌های زیر بخش‌های صنعت نفت و گاز سازگارترین صکوک برای هر یک از زیر بخش‌های این صنعت را شناسایی و معرفی کنیم.

در این نوشتار پس از پیشینه موضوع، ادبیات و انواع صکوک و ویژگی‌های آنها بیان می-شود. سپس به بررسی ویژگی‌های انواع صکوک و ویژگی‌های بخش نفت در اقتصاد ایران و در پی آن به یک بررسی تطبیقی برای شناسایی اوراقی که با بخش نفت سازگاری دارد می‌پردازیم. در پایان نیز جمع‌بندی خواهیم داشت.

پیشنهاد وزارت نفت تهیه و به تصویب شورای اقتصاد می‌رسد .

2ـ کارسازی انتشار اوراق مالی ریالی و ارزی در داخل و خارج از کشور با رعایت قوانین و مقررات مربوط، بدون تضمین دولت

3ـ استفاده از روش بیع متقابل با رعایت اصول و شرایط موضوع بند (ب) ماده (۱۴) قانون برنامه چهارم توسعه

تبصره ـ وزارت نفت می‌تواند در طول برنامه نسبت به انعقاد قرارداد توسعه و تولید از کلیه میادین مشترک شناخته شده اقدام و تلاش لازم را به‌عمل آورد .

ماده ۲۲۴

ف ـ به منظور تأمین منابع ارزی مورد نیاز طرحهای دارای توجیه فنی و اقتصادی و مالی و زیست محیطی شرکتهای دولتی اجازه داده می‌شود در حدود ارقام مقرر در قوانین بودجه سنواتی حسب مورد نسبت به صدور اوراق صکوک اسلامی و یا اوراق مشارکت ارزی در بازارهای مالی داخلی و خارجی با رعایت ضوابط بانک مرکزی و در سقف مقرر در ماده (۸۱) این قانون اقدام نمایند. صدور اوراق یادشده منوط به تأیید بانک مرکزی و معاونت بوده و بازپرداخت و تضمین اصل و سود این اوراق با شرکتهای مربوط است .

صدور اوراق مشارکت یا صکوک اسلامی با سود تشویقی منوط به تأیید شورای پول و اعتبار است .

[Downloaded from mieaoi.ir on 2026-09-07]

۱. پیشینه پژوهشی

در زمینه صکوک و انواع آن و مزایا و کاربردهای آن بررسی‌های بسیاری انجام شده است، اما در حوزه امکان سنجی آن به ویژه در بخش نفت و گاز کار منتشر شده‌ای یافت نمی‌شود. با وجود این کارهایی که در باره صکوک به چاپ رسیده‌اند، گسترده‌اند. برخی جنبه علمی دارند و برخی گزارش‌ها در سطح‌های گوناگون و اخبار هستند. می‌توان بررسی‌های علمی در باره صکوک را به ۳ گروه دسته‌بندی کرد: یک دسته از آنها جنبه‌های مالی صکوک را بررسی کرده‌اند. یک دسته که بخش بیشتری از بررسی‌ها در زمینه صکوک است، بررسی‌های فقهی و حقوقی است و دسته سوم نیز به امکان‌سنجی و کاربرد این اوراق در زمینه‌ها و بخش‌های ویژه اقتصاد پرداخته‌اند. در اینجا به پیشینه‌ای از این ۳ دسته بررسی‌ها اشاره می‌شود.

۱-۱. بررسی‌های مالی

در زمینه مباحث فقهی و حقوقی اوراق صکوک کارهای بسیاری انجام شده است. برخی از آنها به جنبه‌های بازارهای مالی و مالیاتی و حسابداری اشاره کرده‌اند که از نمونه آنها می‌توان به بررسی‌های سروش و صادقی (۱۳۸۶:۱۵۷) در باره مدیریت ریسک اوراق بهادار اجاره (صکوک اجاره)، پیره (۱۳۸۷:۳۰۱) با عنوان اوراق قرضه اسلامی؛ الگوهای ساختاربندی، انتشار و سرمایه گذاری در صکوک، سعیدی و سروش (۱۳۸۸:۳۳) درباره ابعاد حسابداری و مالیاتی اوراق (صکوک) اجاره در ایران، نظرپور و ابراهیمی (۱۳۸۸:۶۳) در زمینه طراحی صندوق سرمایه گذاری مشترک اسلامی در بازار سرمایه، نظرپور و خزائی (۱۳۸۹:۳) در باره پوشش ریسک صکوک استصناع در بازار بورس اوراق بهادار و بررسی‌های مشابه شهرآبادی (۱۳۸۶)، دولتی (۱۳۸۷) و گلستانی (۱۳۸۹ و مانند اینها اشاره کرد. همچنین از بررسی‌های اخیر خارجی می‌توان به بررسی طارق[۲] (۲۰۰۴) اشاره کرد که در پژوهش خود با عنوان مدیریت ریسک مالی ساختارهای صکوک به بررسی دارایی های مالی اسلامی و انواع صکوک و ریسک ساختاری صکوک پرداخته و درآخر روش‌های مدیریت ریسک ساختارهای صکوک را مورد توجه قرار داده است. ایلفخانی و حسن[۳] (۲۰۰۵) نیز به بررسی عملکرد صندوق‌های مشترک اسلامی در بخش‌های گوناگون مثل صندوق‌های سهام جهانی، صندوق‌های سهام امریکا، صندوق‌های سهام اروپا، صندوق‌های سهام آسیا و مالزی و صندوق‌های سهام در حال رشد جهان، صندوق‌های درحال

2. Tariq
3. Elfakhani & Hassan

[Downloaded from mieaoi.ir on 2026-09-07]

رشد افریقای جنوبی و صندوق‌های فناوری پرداخته‌اند. نتیجه‌های به دست آمده بیانگر این مطلب است که صندوق‌های درحال رشد جهان دارای بهترین عملکرد و بعد از آن به ترتیب صندوق امریکا و افریقای جنوبی است و بدترین عملکرد برای صندوق‌های آسیایی بوده است. همچنین مردینین (۲۰۰۹) در مقاله مروری بر صکوک پس از ذکر خلاصه‌ای از تاریخچه صکوک، انواع صکوک را طبقه‌بندی و کاربرد صکوک دولتی و شرکتی را توضیح داده است و درادامه به توضیح انواع صکوک و مسایل مالیاتی و قانونی آن اشاره کرده و مدل عملیاتی انواع صکوک از جمله صکوک مضاربه را بحث کرده است.

۱-۱-۱. بررسی‌های فقهی و حقوقی

در زمینه فقهی حقوقی و بررسی‌های مرتبط‌تری با بررسی حاضر انجام شده است که به نمونه آنها اشاره می‌کنیم. موسویان و فراهانی فرد (۱۳۸۵:۷۱) اوراق بهادار اجاره (صکوک اجاره) را معرفی کرده‌اند، احمدی حاجی آبادی (۱۳۸۶:۹۵) بررسی فقهی - نظری اوراق بهادار اسلامی (صکوک) را انجام داده‌اند، تسخیری (۱۳۸۷) مبانی شرعی اوراق بهادار اسلامی را بیان کرده است. ابراهیمی (۱۳۸۹:۳۶۷) نقش صکوک در تامین مالی پروژه ها و تاملی بر قوانین و مقررات حاکم بر آن را بررسی کرده است، موسویان و الهی (۱۳۸۹:۸۹) امکان سنجی فقهی تشکیل بازار بین بانکی در بانکداری اسلامی را بررسی کرده‌اند، صالح آبادی و سیاح و نجفی (۱۳۹۰:۹) به تبیین فقهی و ارائه الگوی تکنیکی - بازاریابی در طراحی و راه اندازی اوراق اجاره در ایران پرداخته‌اند، موسویان و سرو (۱۳۹۰:۲۹) انتشار اوراق مشارکت در ایران را آسیب شناسی فقهی، اقتصادی و مالی کرده‌اند، موسویان و شیرمردی احمدآباد (۱۳۹۰:۱۴۵) به شناسایی، طبقه بندی و اولویت بندی ریسک های اوراق بهادار مضاربه با تاکید بر فقه امامیه با رویکرد مدلسازی تصمیم گیری چند معیاره پرداخته‌اند. قنواتی و داوری لنگرودی (۱۳۹۰:۱۳۳) به مطالعه تطبیقی و بررسی خصوصیات حقوقی اوراق اجاره در قوانین ایران، مالزی و انگلیس پرداخته‌اند، قنواتی و داوری لنگرودی (۱۳۹۱:۱۵۱) ماهیت حقوقی اوراق (صکوک) اجاره را تحلیل کرده‌اند. همچنین از بررسی‌های اخیر خارجی می‌توان به بررسی جابس[4] (۲۰۰۸) (2008) در باره اوراق بهادار اسلامی اشاره کرد که به کاربردهای آن در اقتصاد و حقوق می‌پردازد و مسایل و مشکلات بازار صکوک و مباحث انتشار صکوک در کشورهای اسلامی و غیر اسلامی منتشر کننده صکوک را بیان می‌کند.

4. Jobst

[Downloaded from mieaoi.ir on 2026-09-07]

۲-۱-۱. بررسی‌های امکان‌سنجی و کاربرد صکوک

می‌توان اوراق بهادار اسلامی را در جایگاه‌های گوناگونی به کار برد. برخی از این جایگاه‌ها با برخی از گونه‌های صکوک سازگارتر و برخی نیز سازگاری کمتری دارند. تنوع صکوک بیشتر بر این پایه شکل گرفته است که بتوان با به کار گیری قراردادهای مجاز از دیدگاه اسلامی کاربردهای بیشتری به صکوک بخشید و نیازهای بازار مالی را بهتر تامین کرد. در این زمینه بررسی‌های کاربردی خوبی در کشور شکل گرفته است. می‌توان در این زمینه به بررسی‌های زیر اشاره کرد.

موسویان (۱۳۸۶:۷۱) به بررسی کاربرد دو نوع صکوک در مقاله‌ای با عنوان صکوک مزارعه و مساقات؛ ابزار مالی مناسب برای توسعه بخش کشاورزی ایران پرداخته است. عزتی (۱۳۸۷) در کتاب توسعه منابع درآمدی شهرداری‌ها و تامین مالی پروژه‌های شهری، کاربردهای انواع صکوک برای پروژه‌های شهری را تبیین کرده است. مصباحی مقدم و کاوند و اسمعیلی گیوی (۱۳۸۷:۶۹) تلاش کرده‌اند الگوی تامین مالی توسعه موقوفات با استفاده از انتشار اوراق منفعت (صکوک انتفاع) ارایه کنند. موسویان و کاوند و اسمعیلی گیوی (۱۳۸۷:۱۴۱) اوراق بهادار (صکوک) جعاله را به عنوان ابزاری کارآمد برای توسعه صنعت گردشگری معرفی کرده‌اند. موسویان (۱۳۸۸:۹) صکوک مرابحه را به عنوان ابزار مالی مناسب برای بازار پول و سرمایه اسلامی تبیین کرده است. فراهانی فرد (۱۳۸۸:۷) صکوک سلف را به عنوان ابزاری مناسب برای تامین مالی و پوشش ریسک تبیین می‌کند. موسویان و کاوند و ردادی (۱۳۸۹:۱۴۵) اوراق بهادار (صکوک) مضاربه را ابزاری مناسب برای توسعه بخش صادرات ایران معرفی می‌کنند. ندری و کارگر مطلق (۱۳۸۹:۸۹) امکان سنجی استفاده از صکوک در جهت تامین مالی صادرات را انجام داده‌اند. مزینی (۱۳۹۰:۲۰۹) به ارزیابی روش‌های تامین مالی در اقتصاد ایران (با تاکید بر کاربرد ابزارهای مالی اسلامی در بخش معدن و صنایع معدنی) پرداخته است. همچنین مزینی (۱۳۸۹) در کتاب خود با عنوان امکان سنجی انتشار اوراق صکوک در اقتصاد ایران به بررسی کاربرد انواع صکوک در بخش صنعت و معدن و ویژگی های آنها با تفصیل پرداخته است. سلیمی فر و خزاعی و سلیمی فر (۱۳۹۰:۹۹) صکوک اجاره را به عنوان ابزاری کارآمد جهت تامین مالی پروژه های شهری تبیین کرده‌اند. در این زمینه نیز از جمله بررسی‌های خارجی می‌توان به بررسی مردینین اشاره کرد. مردینین در مقاله‌ای (۲۰۱۰) به کاربردهای صکوک در تامین مالی سرمایه‌گذاری‌های زیربنایی پرداخته است و همچنین به مقایسه صکوک با سایر اوراق بهادار پرداخته است. چنانچه دیده می‌شود هر یک از انواع ابزار صکوک برای حایگاه‌های خاص معرفی شده‌اند. بسیاری از

[Downloaded from mieaoi.ir on 2026-09-07]

بخش‌ها و زیر بخش‌های اقتصاد از این جهت که کدام انواع صکوک با آنها سازگارتر است نیازمند بررسی هستند.

۲-۱. اشاره‌ای به تجربه انتشار اوراق بهادار سرمایه گذاری مالی اسلامی

اوراق بهادار سرمایه گذاری مالی اسلامی به طور عمده در چند کشور به کار گرفته شده است. اصلی ترین کشورهایی که این اوراق را به کار گرفته‌اند کشورهای ایران، قطر، بحرین، مالزی، امارات متحده عربی، پاکستان، اندونزی، انگلستان، آلمان و برونئی هستند. افزون بر اینها بانک توسعه اسلامی نیز از این ابزار استفاده کرده است. در ایران از بین اوراق مختلف، اوراق مشارکت کاربرد بیشتر داشته است. به علت دامنه باز اوراق مشارکت برای استفاده در کارهای گوناگون، این اوراق در زمینه‌های مختلف به کار گرفته شده است. اولین انتشار اوراق مشارکت در ایران به یک طرح شهری تعلق گرفت که ناشر آن نیز شهرداری تهران بود. اوراق منتشر شده از سال ۱۳۷۳ تا ۱۳۸۲ بیشتر به طرح‌های شهری تعلق داشت و پس از سال ۱۳۸۲ بسیاری از این اوراق برای تامین مالی طرح‌های ویژه مانند پتروشیمی منتشر شدند (بانک مرکزی ج. ا. ا.، ۱۳۸۹)

۲.ادبیات نظری انواع اوراق صکوک و ویژگی‌های آنها

سازمان حسابداری و حسابرسی موسسه‌های مالی اسلامی در راستای استاندارد سازی اوراق صکوک به ۱۴ نوع صکوک سرمایه‌گذاری اشاره کرده است. افزون بر این، گونه‌های دیگری از صکوک نیز از سوی دیگران معرفی شده است. در اینجا اشاره کوتاهی به این اوراق می‌کنیم.

۱.صکوک اجاره

اوراق اجاره اسنادی هستند که براساس آن دارنده اوراق مالک بخشی از یک دارایی (ملک یا کالای بادوام) است که براساس قرارداد اجاره به دیگری واگذار شده است. دارنده متناسب با سهم ارزشی اوراق تحت تملک خود از منافع اجاره دارایی موردنظر بهره‌مند است و از مبلغ فروشی دارایی (در دوره بهره‌برداری یا زمان اسقاط) متناسب با سهم دارنده اوراق به او تعلق می‌گیرد (عزتی، ۱۳۸۷:۱۲۷). به سخن دیگر صکوک اجاره نوعی صکوک سرمایه‌گذاری است که نشان دهنده مالکیت واحدهای سرمایه‌گذاری با ارزش برابر از دارایی‌های بادوام فیزیکی‌ای است که به یک قرارداد اجاره پیوند خورده‌اند. (گلستانی، ۱۳۸۹) به سخن دیگر در این نوع از صکوک یک

[Downloaded from mieaoi.ir on 2026-09-07]

دارایی ملموس اجاره شده موضوع انتشار قرار می‌گیرد و دارنـدگان ایـن اوراق (سـرمایه‌گـذاران) مالک سهمی از دارایی و درامدهای مرتبط با ان هستند (مزینی۸۹).

۲. صکوک استصناع

اوراق استصناع, اسنادی است که به موجب آن دارنده هر برگه, مالک سهم مشخص شده در برگه از کالای تولیدی مشخصی است که به سفارش خریدار تولید می‌شود. این اوراق برای تأمین مالی تولید کالای موردنظر منتشر می‌شود و می‌تواند از طرف تولیدکننده کالا یا مؤسسه مالی نماینده خریدار کالا منتشر شود(عزتی، ۱۳۸۷:۱۳۳). این اوراق مورد اسـتفاده اشـخاص فعـال در زمینـه ساخت و تولید (ساختمان و کارخانه و ...) است و آنها از این طریق منابع مالی مورد نیاز ساخت ، تولید وتحویل دارایی در حال ساخت خود را بدست می اورند (مزینی۸۹). بر این اساس صکوک استصناع، گواهی های دارای ارزش یکسان هستند وبرای تجمیع وجوه لازم جهت ساخت کالایی استفاده می شوند که تحت تملک دارنده صکوک است (ندری۸۹).

۳.صکوک مرابحه

اوراق مرابحه اسنادی است که نشان‌دهنده بدهی ناشر یا موکل ناشر ناشی از خرید کالا یا خدمت به ارزش و سررسید معین شده مندرج در هر برگه به دارنده آن است (عزتـی، ۱۳۸۷:۱۳۸). ایـن اوراق زمانی کاربرد می یابد که شخص قصد خرید کالاها یا محصولاتی را دارد که قرار اسـت بـر اساس یک قرارداد مرابحه به فروش برسند و در نظر است منابع مالی مورد نیاز برای خرید انها از طریق انتشار این اوراق تامین شود. دراین حالت سرمایه گذاران مالک ان محصولات تلقی شده و در درامد فروش انها سهیم هستند.

۴.صکوک مشارکت

طبق ماده ۲ قانون نحوه انتشار اوراق مشارکت در جمهوری اسلامی ایـران (مصـوب ۱۳۷۶/۶/۳۰ مجلس شورای اسلامی) این اوراق چنین تعریف شده‌اند: «ماده اوراق مشارکت، اوراق بهادار با نام یا بی‌نامی است که به‌موجب این قانون به قیمت اسمی مشخص برای مدت معین منتشر می‌شود و به‌سرمایه‌گذارانی که قصد مشارکت در اجرای طرح‌های موضوع ماده (۱) را دارند واگـذار مـی-گردد. دارندگان این اوراق به نسبت قیمت اسمی و مدت زمان مشارکت، در سود حاصل از اجرای طرح مربوط شریک خواهند بود. خرید و فروش این اوراق مسـتقیماً و یـا از طریـق بـورس اوراق

[Downloaded from mieaoi.ir on 2026-09-07]

بهادار مجاز می‌باشد.» بر این پایه، اوراق مشارکت اسنادی است که به موجب آن دارنده هر برگه, مالک مقدار معینی از سرمایه تأمین شده برای انجام یک فعالیت اقتصادی (مانند تأسیس یک شرکت, احداث یک کارخانه و ...) است که به تناسب ارزش اوراق خود از کل سرمایه گذاری انجام شده برای طرح در سود و زیان فعالیت سهیم است.

اگر شخصی برای انجام فعالیت خود یا یک پروژه خاص به منابع مالی نیاز داشته باشد، با فروش این اوراق علاوه بر تامین منابع، اشخاصی را در سود و زیان با خود شریک می‌کند. صکوک مشارکت برای تجمیع وجوه مورد نیاز جهت راه اندازی طرح های جدید، توسعه طرح های موجود یا تامین مالی کسب و کارهای مبتنی بر مشارکت استفاده می شود.

۵. صکوک مضاربه

اوراق مضاربه اسنادی است که دارنده آن در فعالیت‌های تجاری بنگاه اقتصادی ناشر از طریق مشارکت مالی سهیم است و در پایان دوره مالی به تناسب ارزش مالی برگه از کل سرمایه مالی فعال در تجارت مورد نظر, از سهم سرمایه (در مقابل سهم عامل به نسبتی که در برگه قید شده است) در سود فعالیت تجاری مورد نظر, سهیم است (عزتی، ۱۳۸۷:۱۳۸). صکوک مضاربه اساسا توافقی است که طبق آن یک طرف سرمایه و طرف دیگر (کارافرین) انجام کار (نوع فعالیت به همراه تمامی شرایط، ویژگی ها و هزینه‌های آن در این توافقنامه مشخص می‌شود) را تعهد می-کند. صکوک مضاربه از جمله صکوک سرمایه گذاری است که بیانگر مالکیت طرفین در سرمایه مضاربه است.

۶. صکوک مزارعه

اوراق بهادار مزارعه اسنادی است که به موجب آن دارنده اوراق، مالک سهم مشاع معین از یک یا چند قطعه زمین زراعی است که بر اساس قرارداد مزارعه بر روی آن زراعت می‌شود. یک کاربرد اوراق مزارعه این است که از سوی یک مؤسسه مالی منتشر می‌شود و وجوه حاصل از فروش اوراق, صرف خرید زمین (زمین‌های) زراعی می‌شود و پس از زمین (اغلب توسط مؤسسه ناشر به عنوان وکیل دارندگان) براساس قرارداد مزارعه به شخصی (اشخاصی) واگذار می‌شود تا پس از انجام زراعت سهم معین شده از محصول توسط وکیل گرفته می‌شود و بین دارندگان اوراق تقسیم می‌شود. کاربرد دیگر این اوراق زمانی است که صاحب یک زمین کشاورزی به منظور کشت محصول در زمین خود به وسیله انتشار اوراق مزارعه منابع مالی را به دست می

[Downloaded from mieaoi.ir on 2026-09-07]

اورد. در این جا سرمایه گذاران در محصول به دست امده از زمین سـهیم خواهنـد بـود (عزتـی، ۱۳۸۷:۱۳۹).

۷. صکوک مساقات

اوراق بهادار مساقات اسنادی است که به موجب آن دارنده اوراق، مالک سهم مشاع معین از یـک یا چند قطعه باغ است که بر اساس قرارداد مساقات از آن بهره‌برداری می‌شـود. بـه‌طـور معمـول اوراق مساقات توسط یک مؤسسه مالی منتشر می‌شود و وجوه حاصل از فروش اوراق صرف خرید باغ (باغ‌ها) می‌شود و سپس باغ (اغلب توسط مؤسسه ناشر به عنوان وکیـل دارنـدگان) براسـاس قرارداد مساقات به شخص (اشخاصی) واگذار می‌شود تا پس از رسیدن محصول, سهم معین شده از محصول توسط وکیل گرفته می‌شود و با کسر هزینه وکالت, بین دارندگان اوراق تقسیم مـی-شود. کاربرد دیگر این اوراق چنین است که صاحب یک باغ میوه می‌تواند از طریـق انتشـار ایـن دسته از اوراق صکوک به تامین منابع مالی مورد نیاز خود برای آبیاری و نگهداری و دیگر مـوارد مرتبط با باغ بپردازد. در این صورت سرمایه گذاران در محصول به دست امده از درختـان سـهیم خواهند بود (عزتی، ۱۳۸۷:۱۴۰).

۸. صکوک سلف

اوراق سلف اسنادی است که به موجب آن دارنده برگه مالک مقدار مشخصـی از کـالا یـا درآمـد حاصل از فروش کالای مشخصی است که تولید کننده معین در آینده معلوم تولید مـی‌کنـد. بـه سخن دیگر کاربرد آن هنگامی است که شخصی تولید یا ارائه کالای معینی را هدف قرار می‌دهد با انتشار این نوع از اوراق صکوک قادر خواهد بود تا منابع مالی مورد نیاز را تـامین کنـد.درواقـع سرمایه گذاران دراین اوراق، کالای مورد نظر را پیش خرید کرده اند (نجفی ۱۳۸۵).

۹. صکوک وکالت

اگر شخصی قصد داشته باشد که کالا یا خـدمتی را بدسـت اورد و اداره آن را از طـرف خـود بـه نماینده یا وکیلی بسپارد ، میتواند منابع لازم برای تحصیل آن را از طریق انتشار این نوع صکوک تامین کند. دارندگان این اوراق ریسک وسود این کار را می پذیرند ودر آن شریک هستند.

[Downloaded from mieaoi.ir on 2026-09-07]

۱۰.صکوک مالکیت دارایی که درآینده ساخته می شود

اصولا این اوراق برای تامین مالی شخصی که قصد خرید یک دارایی ملموس را دارد(که درآینده آن را اجاره خواهد داد)منتشر میشود. به این ترتیب سرمایه گذاران سود شخصی از درامدها وسودهای مرتبط با دارایی خواهند داشت (مزینی ۱۳۸۹).

۱۱.صکوک مالکیت منافع دارایی موجود

اوراق منفعت اسنادی هستند که به موجب آن دارنده هر برگه, مالک مقدار معین (به تناسب سهم و یا ارزش) مندرج در سند از منافع آینده یک (یا چند) دارایی بادوام است. طبق تعریف مشخص هر برگه, بر حسب نوع آن, دارنده برگه از منافع آینده دارایی منتفع می‌شود (عزتی، ۱۳۸۷:۱۲۹).

مالکیت یک دارایی اجاره ای (عمدتا املاک ومستغلات) میتواند مالکیت منافع حاصل از دارایی خود را از طریق انتشار این اوراق به دیگران منتقل نماید.

۱۲.صکوک مالکیت منافع دارایی هایی که درآینده ساخته میشود

فردی که قصد خرید واجاره دادن یک دارایی ملموس (معمولا املاک ومستغلات) رادارد، میتواند با انتشار این دسته از اوراق صکوک، منافع آتی حاصل از دارایی را به سرمایه گذاران بفروشد.

۱۳.صکوک ارائه خدمات

مالک یک کسب وکار که قصد ارائه خدمتی را دارد میتواند با انتشار این دسته از اوراق صکوک منابع مالی لازم برای شروع فعالیت خود را تامین کند. سرمایه گذاران دراین اوراق نیز مالک منافع حاصل از خدمات ارائه شده توسط آن شخص میباشد (عزتی ۱۳۸۷).

۱۴. صکوک حق الامتیاز

این اوراق زمانی قابل استفاده است که مثلا صاحب یک زمین کشاورزی کشت شده که برای نگهداری از زمین و محصول آن به منابع مالی نیاز داشته باشد، می‌تواند از طریق فروش این دسته از اوراق صکوک، این منابع را به دست آورد. به این ترتیب، دارندگان این اوراق در محصول به دست آمده سهیم می‌شوند.

[Downloaded from mieaoi.ir on 2026-09-07]

۳.پیش نیازها و الزامات مورد نیاز در بازار سرمایه کشور

به طورکلی می‌توان شرایط و الزامات توفیق انتشار اوراق مشارکت در بازار سرمایه در سه محور زیر خلاصه کرد (مزینی ۱۳۸۹).

۱. کارایی بازار سرمایه از جهت حمایت از سرمایه گذاران

سرمایه‌گذاران باید در برابر اقدامات گمراه کننده، اعمال فریبکارانه و دستکاری بازار و همچنین داد و ستد دارندگان اطلاعات نهانی، پیش دستی در داد و ستد و سوء استفاده از دارایی‌هایشان حمایت شوند. افشای کامل اطلاعات موثر بر تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران نقش مهمی در تضمین حمایت از سرمایه گذاران دارد در این صورت سرمایه‌گذاران بهتر می‌توانند ریسک و بازده بالقوه سرمایه‌گذاری خود را برآورد کنند.

در بازار سرمایه، سرمایه‌گذاران و به ویژه سرمایه‌گذاران انفرادی در معرض خطر رفتار نامناسب واسطه‌های بازار قرار دارند. از این‌رو وجود یک نظام فراگیر بازرسی و نظارت به عنوان ضمانت اجرایی مجموعه عظیمی ونظارتی بازار سرمایه بسیار اهمیت دارد.افزون بر این سرمایه گذاران باید به مراجع بی طرف داوری وهمچنین ابزارهایی برای جبران خسارت های وارده دسترسی داشته باشند.

۲.منصفانه وکارامد بودن بازار

منصفانه بودن بازارها ارتباط نزدیکی با حمایت از سرمایه گذاران به ویژه درجلوگیری از اقدامات ناقض اصول داد وستد دارد.ساختار بازارها نباید به نفع عده ای از سرمایه گذاران وبه ضرر دیگران باشد از این رو مجموعه تنظیمی ونظارتی باید قابلیت شناسایی وحذف رفتارهای ناقض اصول داد وستد، دستکاری بازار ودیگر اقدامات معاملاتی غیرمنصفانه را داشته باشد. تنظیم ونظارت باید دسترسی یکسان همه سرمایه گذاران به تسهیلات بازار ونیز اطلاعات را فراهم کند.

دریک بازار کارامد ، انتشار اطلاعات مناسب در فواصل زمانی مناسب ودرسطح گسترده درفرایند شکل گیری قیمت بازتاب می یابد ، از این رو سازوکار تنظیم ونظارت باید بتواند به ارتقای کارایی بازار بیانجامد.

[Downloaded from mieaoi.ir on 2026-09-07]

۳. پایین بودن ریسک سیستمی بازار

تنظیم ونظارت باید بتواند ریسک ناشی از کارکرد نامطلوب برخی از اجزای مجموعه بازار سرمایه به ویژه قصور واسطه های بازار را به کمترین حد ممکن کاهش دهد.از آنجا که ریسک قصور درهرحال وجود دارد وهیچگاه به صفر نمیرسد سازوکار تنظیم ونظارت باید درجستجوی راهها وابزارهایی باشد تابتواند اثرات مستقیم وجانبی آن را کاهش دهد.حتی در صورت ناگزیری از قطع فعالیت یک واسطه بازار این امر نباید به زیان مشتریان یا طرف های مقابل وی یا بروز آسیب های سیستمی بیانجامد.بنابراین لازم است که ترتیبات ایمنی لازم برای مواقع رویارویی با چنین احتمالاتی هرچند ناچیز فراهم شود.

شرایط فوق به طور قابل توجهی به هم مرتبط و حتی در بعضی از جنبه ها همپوشانی دارند. بسیاری از الزامات علاوه برکمک به منصفانه، شفاف و کارآمد بودن بازار، حمایت از سرمایه گذاران و همچنین ایجاد زمینه های لازم برای کاهش ریسک سیستمی را باعث میشوند.

جدای از موارد فوق باید یک چارچوب حقوقی، مالیاتی وحسابداری کارآمد پدید آید که بازارهای اوراق بهادار بتوانند در درون آن فعالیت کنند .

۴.مزایای شش‌گانه صکوک

صکوک دارای مزیت‌های متعددی بوده و به عقیده برخی صاحب نظران، این نوع اوراق بهادار اسلامی پل ارتباطی بین دو بازار پول و سرمایه بشمار می‌رود. برخی از مزایای انتشار اوراق صکوک را می‌توان در شش مورد بیان کرد:

صکوک نقدینگی بانی را افزایش می‌دهد. از طرف دیگر دارایی‌هایی که نقدینگی پایینی دارند و یا غیر نقد هستند از ترازنامه خارج شده و وجوه نقد جایگزین آن می‌شود. همچنین با اینکه قسمتی از دارایی‌ها از شرکت بانی جدا می‌شود اما با این حال باز هم بانی می‌تواند از دارایی‌ها استفاده کند. مزیت چهارم هم این است از آنجا که صکوک با پشتوانه دارایی منتشر می‌شود لذا دارای ریسک کمتر است و هزینه تأمین مالی را نیز کاهش می‌دهد. یک راه دیگر کاهش هزینه تأمین مالی استفاده از افزایش اعتبار است. در حالی مزیت پنجم صکوک کمک به توسعه بازار سرمایه با فراهم کردن امکان تبدیل دارایی‌ها به اوراق بهادار است که چنانچه برای داد و ستد این نوع اوراق بازاری ثانویه فراهم شود. آن گاه قابلیت نقد شوندگی این اوراق هم افزایش می‌یابد (نجفی ۱۳۸۵).

[Downloaded from mieaoi.ir on 2026-09-07]

جدول۳.انواع صکوک وویژگی های آنها

انواع صکوک	سهیم بودن درسود	سهیم بودن درزیان	میزان سوداوری	تنوع منابع	قابلیت ارائه در بورس ایران	مالکیت	معامله بازار ثانویه	نوع عقد	بازه زمانی	تضمین سرمایه
اجاره	نه	نه	سود ثابت واز پیش تعیین شده	دارد	می‌شود	نه	می‌شود	اجاره	کوتاه و بلندمدت	احتمال خسارت به سرمایه
استصناع	ازتفاوت قیمت خرید و فروش سود می برد	---	بیشترین-سود تضمین سود		می‌شود	بله	می‌شود	استصناع	کوتاه و بلندمدت	تضمین
مرابحه	از پیش مشخص است	به نسبت سهم	بیشترین سود تضمین سود	دارد	درحال بررسی	نه	می‌شود مشروط	مرابحه	کوتاه مدت	تضمین
مشارکت	به میزان سهم	به میزان سهم	تضمین-نمیشود قطعی نیست	دارد	می‌شود	بله	می‌شود	مشارکت	کوتاه و بلندمدت	نه
مزارعه	به میزان سهم	سهیم مشروط	ثابت نیست	ندارد	درحال بررسی	نه	می‌شود	مزارعه	کوتاه	بیمه کردن اصل سرمایه
مساقات	به میزان سهم	سهیم مشروط	ثابت نیست	ندارد	درحال بررسی	نه	می‌شود	مساقات	کوتاه	بیمه کردن اصل سرمایه
مضاربه	به میزان سهم	سهیم مشروط	ثابت نیست	ندارد	درحال بررسی	نه	می‌شود	مضاربه	بلندمدت	نه
سلف		سهیم مشروط	سود ثابت و از پیش-تعیین شده	دارد	می‌شود	بله	می‌شود مشروط	سلم		
وکالت	به میزان سهم		سود ثابت واز پیش تعیین شده					وکالت		

[Downloaded from mieaoi.ir on 2026-09-07]

- درمضاربه تملک دارایی برای سرمایه گذار صورت نمی گیرد.
  در اوراق مشارکت ، درپایان قرارداد، دارایی ها تقسیم میشود.
  دارنده اوراق مرابحه مالک سند مالی هستند.
- صکوک مرابحه ابزار مالی کوتاه مدت است که میتواند به صورت نقد ونسیه بازپرداخت شود.اگر به صورت نسیه باشد نرخ سود آن بیشتر است.
- بازدهی

در استصناع بازدهی ثابت است. فاقد بهره است ولی از تفاوت قیمت خرید وفروش سود کسب میکنند.

درمضاربه سود واصل سرمایه تضمین نمیشود.ودر سود وزیان به نسبت سهمشان شریک هستند.

- ریسک

درمشارکت ریسک کاهش ارزش جریانات نقدی آتی وجود دارد؛ وسود تضمین نمیشود.

دراوراق سلف ریسک بالاست؛ ریسک کاهش قیمت کالا درآینده.

در اجاره ریسک مالکیت دارایی وجود دارد. زیرا موجب خسارت به سرمایه یا ازبین رفتن اصل سرمایه میشود.

اگر اوراق مضاربه بخواهد درکشورایران منتشرشود به ناچار باید درقلمرو امور تجارت وبازرگانی باشد وشامل سایر بخش های اقتصادی نمی شود.به همین دلیل میگویند که اوراق مضاربه تنوع ندارد.

۵.جایگاه نفت دراقتصاد ایران

جذب سرمایه‌گذاری خارجی در بخش بالادستی صنعت نفت به عنوان یکی از راههای تأمین منابع مالی، ارتقاء فناوری، افزایش صادرات و اشتغال، گسترش سطح مبادلات در عرصه بین‌المللی دارای اهمیت ویژه‌ای است. با توجه به روند مصرف داخلی نفت وگاز، حفظ جایگاه کشور در اوپک، روند افزایشی تقاضا در جهان، افزایش درآمدهای کشور، رقابت‌پذیر نمودن صنایع نفت و گاز کشور حداقل با کشورهای همسایه، لزوم سرمایه‌گذاری در صنعت نفت به ویژه بخش بالادستی شدیداً احساس می‌شود و امری غیرقابل اجتناب است.

پرهزینه بودن و فناوری پیشرفته مورد نیاز و حساسیت بالای سیاسی واقتصادی از جمله ویژگی های بارز وذاتی صنایع نفت وگاز است.

[Downloaded from mieaoi.ir on 2026-09-07]

۶. ویژگی های بخش نفت

شکل گیری قیمت گذاری نفت خام بر مبنای قیمت های شناور و یا مبتنی بر بازار در حقیقت مصادف با گسترش و تکوین بازارهای تک محموله و یا نفت خام واقعی (فیزیکال) همراه بود که لازمه آن وجود یک یا چند نفت خام خاص بود که از نظر بازار می توانست به عنوان مبنای قیمت گذاری برای سایر نفت خام ها قرار گیرد که این نفت خام ها را اصطلاحاً نفت خام شاخص و یا پایه می نامند. اما برای این که نفت خامی در این صنعت بتواند به عنوان نفت خام پایه تعیین شود، می بایست از چند ویژگی عمده که به شرح زیر عنوان می گردد، برخوردار باشد:

تعدد و تنوع خریداران و فروشندگان/ قابلیت و سهولت در معامله/ عدم وجود محدودیت های خاص و یا وجود بازار آزاد/ شفافیت لازم در معاملات و قیمت/ معرف بودن بخش عمده معاملات در بازار/ حجم قابل قبول معاملات/ برخورداری از کیفیت مورد قبول توسط دامنه وسیعی از خریداران/ ثبات کیفی/ سطح تولید مناسب.

بدین ترتیب با توجه به موارد یاد شده به سادگی می توان دریافت نفت خامی که با برخورداری از یک سطح تولید مناسب، عرضه کنندگان و خریداران متعدد که محدودیتی در خصوص نقل و انتقال محمولات خریداری شده آن نفت خام به مقصدهای مختلف وجود نداشته و قیمت های تک محموله های متعدد آن به وضوح در بازار منعکس گردد، می تواند به عنوان نفت خامی شاخص در این بازار، شناخته شود. شایان ذکر است که در حال حاضر بیش از ۱۶۱ نوع نفت خام مختلف وجود دارد که در بازارهای جهانی مورد معامله قرار گرفته و به رغم برخورداری از کیفیت های متفاوت، معاملات آنها صرفاً بر مبنای چند نفت خام شاخص، قیمت گذاری و ارزیابی می گردد. دامنه این نفت خام ها که در گذشته بیشتر بود با گذشت زمان محدود تر شده است(کاملی ۱۳۹۱).

[Downloaded from mieaoi.ir on 2026-09-07]

جدول ۴. ویژگی صکوک و بخش نفت

بخش / ویژگی صکوک	اکتشاف	استخراج	انتقال از چاه به پالایشگاه	پالایش وفن اوری	توزیع	فروش
ریسک	زیاد	زیاد	زیاد	کم	کم	کم
بازه زمانی	دیربازده	دیربازده	زودبازده	زودبازده	زودبازده	زودبازده
مدت بازدهی	بلندمدت	بلندمدت	کوتاه مدت	بلندمدت	کوتاه مدت	کوتاه مدت
مالکیت	دولتی	دولتی	دولتی	دولتی	؟	؟
مدیریت دارایی و بدهی	هزینه زیادی میبرد	هزینه کم	هزینه زیاد	هزینه بالا	هزینه کم	هزینه کم
سهیم بودن در سود وزیان	سرمایه-گذارسهیم است					
تضمین سرمایه	میشود				میشود	میشود
بازار ثانویه						دارد

در قرارداد اجاره در زمان اکتشاف، پیمانکار فقط مالک منافع نفت است. در ایران هزینه اکتشاف به عهده دولت است و پیمانکار ریسک کار را تقبل نمی کند. مالیات بر درآمد توسط شرکت عملیاتی پرداخت می‌شود. در کل سرمایه گذاری درنفت ریسک پایینی دارد و بازگشت سرمایه خوب دارد.

[Downloaded from mieaoi.ir on 2026-09-07]

۷. تحلیل و جمع بندی

بر پایه آنچه در نوشتار و تحلیل‌ها آمد در اینجا با یک تحلیل و جمع‌بندی صکوک مناسب برای بخش نفت را معرفی می‌کنیم.

۷.۱. صکوک سلف در بخش نفت

پس از شکست برنامه راه‌اندازی بورس نفت، مسوولان سازمان بورس و اوراق بهادار و نیز شرکت ملی نفت ایران به فکر طراحی و انتشار اوراق سلف نفتی و معامله این اوراق در بورس اوراق بهادار و شبکه بانکی افتادند تا بستر لازم برای فعالیت سرمایه‌گذاران در این بخش نیز هموار شود.

هر برگ اوراق سلف نفتی پیش‌فروش حداقل ۱۰ بشکه نفت خام به قیمت روز (مثلا ۱۰۰ دلار آمریکا) است، البته با این شرایط ضمن عقد که چنانچه در سررسید، قیمت هر بشکه نفت از ۱۴۰ دلار پایین‌تر بود دارنده حواله حق اختیار فروش به ۱۴۰ دلار به شرکت ملی نفت ایران خواهد داشت و چنانچه در سررسید، قیمت هر بشکه نفت از ۱۶۰ دلار بالاتر بود شرکت ملی نفت ایران حق اختیار خرید به ۱۶۰ دلار از دارنده حواله خواهد داشت.

این شرط برای این در نظر گرفته شده که شرکت بر اساس حواله موجود اقدام به تحویل نفت به دارنده حواله می کند تا با اعمال سقف و کف برای اوراق، به نحوی سود حداقل ۱۷ درصدی و اصل سرمایه سرمایه‌گذاران تضمین شود.

اوراق سلف نفتی، اوراقی جدید در بازار است و در خارج از کشور نیز این معاملات به صورت معاملات آتی انجام می‌شود. عرضه اوراق سلف نفتی به صورت گسترده از طریق شبکه بانکی و شبکه کارگزاری در بازار سرمایه انجام می‌شود، با توجه به اختیار ضمنی ارایه شده از سوی خریدار و فروشنده جهت تسویه نهایی این اوراق در سررسید، اوراق دارای بازه قیمتی حداقل و حداکثر است همچنین امکان عرضه و معامله اوراق سلف نفتی با ارزهای دلار، یورو و ریال وجود دارد. برخلاف اوراق مشارکت واوراق استصناع که اوراق مالی پروژه محور هستند و وجوه حاصل از فروش آنها باید منحصرا در پروژه خاص مصرف شود، وجوه حاصل از فروش اوراق سلف به مالکیت ناشر اوراق درمی آید؛ درنتیجه این امکان را به مثل شرکت ملی نفت ایران میدهد تا برای تامین مالی طرح ها، پروژه ها و حتی برای تامین سرمایه گذاری های کوتاه مدت و سرمایه درگردش با پیش فروش بخشی از محصول آینده، نیاز مالی خود را تامین کند. اگر اوراق سلف انتشار داخلی داشته باشد سود حاصل از اوراق نیز به سرمایه گذاران داخلی میرسد و نگرانی خروج ارزش افزوده وثروت ملی نیز نخواهیم داشت.

[Downloaded from mieaoi.ir on 2026-09-07]

۷.۲. ویژگی اوراق سلف به عنوان بهترین نوع صکوک در بازار نفت

خریدار اوراق سلف مالک مقدار معینی کالای تعریف شده برعهده بانی می‌شود کـه در سررسـید تحویل میگیرد یا به قیمت روز به وی میفروشد، تغییرات قیمت تا سررسید به ویـژه درکالاهـایی مانند نفت ریسک فراوانی را متوجه خریداران اوراق میکند، به طوری که ممکن است نـه تنهـا از سرمایه گذاری دراوراق سودی نبرند بلکه به علت کاهش قیمت کالا، متضرر نیز بشوند. چیزی که اوراق سلف را از دیگر اوراق مالی اسلامی جدا میکند، ریسک بازدهی این اوراق اسـت کـه گـاهی خیلی فراوان است و چه بسا خریدار یا فروشنده سلف را از انجام معامله منصرف میکند. به طـور مثال کسی که تغییرات قیمت نفت خام را طی چهارسال گذشته بررسی کند متوجه می شود که طی این سال‌ها قیمت هر بشکه نفت خام بین ۳۰ تا ۱۵۰ دلار درنوسان بوده است و متوجه می-شود که خریدار یا فروشنده سلف وارد چه ریسک بازدهی می‌شود، در چنین شرایطی اگر قیمـت کف را مبنای معامله سلف درنظر بگیریم به طور قطع فروشنده سلف حاضر به معامله نخواهد بود و اگر سقف قیمت را در نظر بگیریم به طور قطع خریدار سلف حاضر به معامله نخواهد بود و این درحالی است که هر دو به دنبال سود معقول با پذیرش ریسک معقول هستند.

با توجه به حل مشکل بازار ثانوی اوراق سلف و مصوبه کمیته فقهی سـازمان بـورس واوراق بهادار درباره سلف موازی این اوراق قابلیت دارند در جایگاه ابزار مناسبی برای تامین مالی پروژه-های بالادستی نفت وگاز مورد استفاده قرار گیرند. در این ابزار شرکت ملی نفت ایران در جایگـاه ناشر با پیش فروش مقدار معینی نفت خام اوراق سلف استاندارد در اختیار خریداران مـی گـذارد که می توانند در سررسید به شرکت ملی نفت ایران مراجعه کرده و نفت خام تحویل بگیرند یا با شرکت تسویه نقدی کنند، همانطور که می‌توانند پیش از سررسید با فروش سلف موازی و حواله خریدار به شرکت ملی نفت ایران از بازار خارج شوند. این کـار، یـک راه حـل دیـده شـده بـرای مشکل ریسک بازار سلف است.

۷.۳. انتشار صکوک پروژه محور در بخش بالادستی نفت

ابزارهای تامین مالی پروژه محور اسلامی ضمن هم خوانی بااصول تامین مالی غیرربوی می توانند به عنوان ابزاری کارآمد دربخش بالادستی نفت بسترهای لازم برای توسعه را فراهم کنند. از بین انواع صکوک قابل انتشار سه نوع آن دارای بیشترین قابلیت اسـتفاده در بخـش بالادسـتی نفـت هستند: صکوک اجاره، صکوک استصناع وصکوک مشارکت.

[Downloaded from mieaoi.ir on 2026-09-07]

در مورد صکوک مشارکت، از آنجا که براساس قانون هر نوع مالکیت غیر دولتی در بخش بالادستی نفت ممنوع می‌باشد چنانچه درصدور اوراق ترتیباتی اتخاذ شود تا با قوانین مربوطه مغایرت و تضادی نداشته باشد و دارنده اوراق براساس قرارداد منعقده تنها درمدت معین سود مشارکت را دریافت کرده و ادعای مالکیت وجود نداشته باشد می‌توان از این نوع صکوک نیز برای تامین مالی بخش بالادستی نفت استفاده کرد.

در پیمان‌هایی که حداقل برون سپاری در حد پیمان‌های EPC و یا با دامنه اختیارات بیشتر باشد استفاده از صکوک استصناع برای پیمانکار می‌تواند مناسب باشد.

در تامین مالی بخش بالادستی نفت دارایی مورد نیاز قابل تقسیم نیست لذا برای موفقیت اجرای طرح باید کل منابع مورد نیاز تامین شود وبا فراهم شدن قسمتی از از منابع نمیتوان برای مدیریت جریانات نقدی ورودی وبازپرداخت اقساط برنامه ریزی کرد. بنابر این شرکت تامین سرمایه باید از طریق پذیره نویسی منابع را تامین کند و نباید ریسک عدم تکافوی منابع را به واسطه استفاده از روش بهترین تلاش بپذیرد.

پروژه های بخش بالادستی نفت معمولا دارای سه قسمت عمده هستند: طراحی، خرید تجهیزات و ساخت که قسمت عمده آن دربر گیرنده تدارکات و تجهیزات بوده که هم از نظر مالی حدود۷۰ درصد کل رقم پروژه است و هم در داخل کشور تکنولوژی و یا گواهینامه های تولید آن وجود ندارد، بنابر این در مدل پیشنهادی فروشنده از بانی جدا است. به عبارتی بانی نیازمند تملک دارایی است و خود از قبل آن را در اختیار ندارد تا در فرایند صکوک اجاره آن را صرفا برای تامین مالی مورد استفاده قرار دهد (حدادی ۱۳۸۹).

جمع بندی و نتیجه گیری

برای توسعه پروژه‌های بخش بالادستی اعتبارات دولتی کفایت نمی‌کند و نیازمند جذب نقدینگی از خارج سیستم است. برای تامین کمبود نیازهای تامین مالی این پروژه‌ها می‌توان از صکوک کمک گرفت. در بخش بالادستی نفت سه نوع صکوک اجاره، استصناع و مشارکت بیشترین قابلیت کاربرد را دارند. ابزارهای مالی اسلامی تبدیل دارایی ها به اوراق بهادار از طریق انتشار صکوک تبدیل به اوراق بهادار کردن دارایی‌ها یکی از ابزارهایی است که در زمینه تامین مالی در سال های اخیر مورد توجه قرار گرفته است و انتشار صکوک یکی از راهکارهای مناسب برای این منظور است. در بین انواع صکوک با یک بررسی تطبیقی میان ویژگی‌های هر یک از صکوک با ویژگی‌های سرمایه‌گذاری در هر یک از زیر بخش‌های نفت، سازگارترین صکوک شناسایی شدند.

[Downloaded from mieaoi.ir on 2026-09-07]

بر پایه یافته‌های این بررسی برای تامین مالی صنعت نفت در سرمایه‌گذاری‌های بالادستی صکوک اجاره، استصناع و مشارکت بیشترین قابلیت کاربرد را دارند.

منابع

۱.اکبریان، رضا و حمید رفیعی (۱۳۸۶) بانکداری اسلامی، چالش‌های نظری - عملی و راهکارها، فصلنامه اقتصاد اسلامی، شماره ۲۶، تابستان، ص ۹۷ .

۲.ابراهیمی، مریم (۱۳۸۹) نقش صکوک در تامین مالی پروژه‌ها و تاملی بر قوانین و مقررات حاکم بر آن، مجله پژوهش‌های حقوقی، شماره ۱۷، بهار و تابستان، ص ۳۶۷.

۳.احمدی حاجی آبادی، سید روح ا... (۱۳۸۶) بررسی فقهی ـ نظری اوراق بهادار اسلامی (صکوک) نشریه راهبرد یاس، شماره ۱۲، زمستان، صص ۹۵-۱۱۲.

۴. پیره، مجید (۱۳۸۷) اوراق قرضه اسلامی؛ الگوهای ساختاربندی، انتشار و سرمایه گذاری در صکوک دو فصلنامه جستارهای تاریخی، سال بیست و یکم، شماره ۶۶، تابستان، ص ۳۰۱.

۵. تسخیری، محمدعلی (۱۳۸۶) مبانی شرعی اوراق بهادار اسلامی (صکوک) فصلنامه اقتصاد اسلامی، شماره ۲۷، پاییز، ص ۷ .

۶. حدادی، جواد و سیدعباس موسویان و امیر حدادی و امیر فکری (۱۳۸۹) ارزیابی انتشار صکوک پروژه محور دربخش بالادستی نفت ایران، مجموعه مقالات سومین کنفرانس توسعه نظام تامین مالی درایران.

۷.دولتی، نیکو و ابوالفضل جعفری (۱۳۸۸) بررسی چالش های مالیاتی تامین مالی از طریق اوراق صکوک اجاره، اقتصاد اسلامی، ش. ۲.، بهار و تابستان، .صص ۱۴۹-۱۶۵.

۸. رحیمی، امیر محمد و هادی خواجه زاده دزفولی (۱۳۸۹) ارزیابی واولویت بندی شیوه های مناسب تامین مالی خارجی مورد استفاده در پروژه‌های زیرساختی کشور (مطالعه موردی پروژه های نفتی)، مجموعه مقالات سومین همایش توسعه نظام تامین مالی در ایران. صص۱۹۷-۲۱۹.

۹. سروش، ابوذر و محسن صادقی (۱۳۸۶) مدیریت ریسک اوراق بهادار اجاره (صکوک اجاره) فصلنامه اقتصاد اسلامی، شماره ۲۷، پاییز، ص ۱۵۷-۱۸۵.

۱۰.سعیدی، علی و ابوذر سروش (۱۳۸۸) ابعاد حسابداری و مالیاتی اوراق (صکوک) اجاره در ایران، فصلنامه اقتصاد اسلامی، شماره ۳۳، بهار، ص ۳۳-۶۱.

[Downloaded from mieaoi.ir on 2026-09-07]

۱۱.سلیمی فر، مصطفی و منصوره خزاعی و محمد سلیمی فر (۱۳۹۰) صکوک اجاره؛ ابزاری کارآمد جهت تامین مالی پروژه های شهری، دو فصلنامه مدیریت شهری، شماره ۲۷، بهار و تابستان، صص ۹۹-۱۱۶.
۱۲.شهرآبادی، ابوالفضل و ندا بشیری (۱۳۸۶) صکوک جایگزینی برای ابزار مشتقه دربازارهای مالی اسلامی، مجله بورس. ش. ۶۵، مرداد. صص ۲۰-۲۵.
۱۳.صالح آبادی، علی و سجاد سیاح، مهدی نجفی (۱۳۹۰) تبیین فقهی و ارائه الگوی تکنیکی ـ بازاریابی در طراحی و راه اندازی اوراق اجاره در ایران، دوفصلنامه جستارهای اقتصادی، شماره ۱۵، بهار و تابستان، ص ۹.
۱۴.عزتی، مرتضی (۱۳۸۶) توسعه منابع درآمدی شهرداری‌ها و تامین مالی پروژه‌های شهری، نشر نور علم.
۱۵.عصاری، عباس و محسن خضری و احمد رسولی (۱۳۸۹) تعادل بازار سرمایه در اقتصاد اسلامی، دوفصلنامه جستارهای اقتصادی، شماره ۱۴، پاییز و زمستان، ص ۹.
۱۶.فراهانی فرد، سعید (۱۳۸۸) صکوک سلف؛ ابزاری مناسب برای تامین مای و پوشش ریسک، فصلنامه اقتصاد اسلامی، شماره ۳۳، بهار، ص ۷.
۱۷.قنواتی، جلیل و مرضیه داوری لنگرودی (۱۳۹۰) مطالعه تطبیقی و بررسی خصوصیات حقوقی اوراق اجاره در قوانین ایران، مالزی و انگلیس، دوفصلنامه تحقیقات مالی، شماره ۳۲، پاییز و زمستان، ص ۱۳۳.
۱۸.قنواتی، جلیل و مرضیه داوری لنگرودی (۱۳۹۱) تحلیل ماهیت حقوقی اوراق (صکوک) اجاره، نشریه فقه و اصول، شماره ۸۹، تابستان، ص ۱۵۱.
۱۹.گلستانی، مهدی (۱۳۸۹) اوراق صکوک اجاره ابزاری برای تامین مالی شرکتهای لیزینگ". ماهنامه بررسی مسائل وسیاست های اقتصادی، ش ۹ و ۱۰، آذر و دی، صص۳۷-۵۴.
۲۰.مزینی،امیرحسین (۱۳۸۹) امکان سنجی انتشار اوراق صکوک در اقتصاد ایران، مطالعه موردی بخش معدن و صنایع معدنی، نشر پژوهشکده اقتصاد. چاپ اول.
۲۱.مزینی، امیر حسین (۱۳۹۰) ارزیابی روش های تامین مالی در اقتصاد ایران (با تاکید بر کاربرد ابزارهای مالی اسلامی در بخش معدن و صنایع معدنی)، نشریه راهبرد یاس، شماره ۲۶، تابستان، ص ۲۰۹.
۲۲.مصباحی مقدم، غلامرضا و علی اصغر رحیمی (۱۳۸۹) بررسی فقهی و حقوقی اوراق بهادار مضاربه، اقتصاداسلامی، ش ۳۸، تابستان، صص۱۴۷-۱۷۴.

[Downloaded from mieaoi.ir on 2026-09-07]

۲۳.مصباحی مقدم، غلامرضا و مجتبی کاوند و حمید رضا اسمعیلی گیوی (۱۳۸۷) ارایه الگوی تامین مالی توسعه موقوفات با استفاده از انتشار اوراق منفعت (صکوک انتفاع)، دوفصلنامه جستارهای اقتصادی، شماره ۱۰، پاییز و زمستان، ص ۶۹.

۲۴.موسویان، سیدعباس (۱۳۸۶) صکوک مزارعه و مساقات: ابزار مالی مناسب برای توسعه بخش کشاورزی ایران فصلنامه اقتصاد اسلامی، شماره ۲۶، تابستان، ص ۷۱.

۲۵.موسویان، سیدعباس (۱۳۸۸) صکوک مرابحه ابزار مالی مناسب برای بازار پول و سرمایه اسلامی، دوفصلنامه جستارهای اقتصادی، شماره ۱۱، بهار و تابستان، صص ۹-۳۱.

۲۶.موسویان، سیدعباس (۱۳۹۰) بررسی فقهی اقتصادی ابزارهای جایگزین اوراق قرضه، فصلنامه فقه، ش ۲۳، صص ۱۷۷-۱۹۹.

۲۷.موسویان، سید عباس و ابوذر سروش (۱۳۹۰) آسیب شناسی فقهی، اقتصادی و مالی انتشار اوراق مشارکت در ایران، فصلنامه بورس اوراق بهادار، شماره ۱۴، تابستان، ص ۲۹.

۲۸.موسویان، سیدعباس و حسین شیرمردی احمدآباد (۱۳۹۰) شناسایی، طبقه بندی و اولویت بندی ریسک های اوراق بهادار مضاربه با تاکید بر فقه امامیه با رویکرد مدلسازی تصمیم گیری چند معیاره، دوفصلنامه معرفت اقتصادی، شماره ۵، پاییز و زمستان، ص ۱۴۵.

۲۹.موسویان، سیدعباس و سعید فراهانی فرد (۱۳۸۵) اوراق بهادار اجاره (صکوک اجاره)، فصلنامه اقتصاد اسلامی، شماره ۲۴، زمستان، ص ۷۱.

۳۰.موسویان، سیدعباس و مجتبی کاوند و حمیدرضا اسمعیلی گیوی (۱۳۸۷) اوراق بهادار (صکوک) جعاله؛ ابزاری کارآمد برای توسعه صنعت گردشگری، فصلنامه اقتصاد اسلامی، شماره ۳۲، زمستان، ص ۱۴۱.

۳۱.موسویان، سید عباس و مجتبی کاوند و علی ردادی (۱۳۸۹) اوراق بهادار (صکوک) مضاربه؛ابزاری مناسب برای توسعه بخش صادرات ایران، دوفصلنامه جستارهای اقتصادی، شماره ۱۳، بهار و تابستان، صص ۱۴۵-۱۷۱.

۳۲.موسویان، سیدعباس و مهدی الهی (۱۳۸۹) امکان سنجی فقهی تشکیل بازار بین بانکی در بانکداری اسلامی فصلنامه اقتصاد اسلامی، شماره ۳۸، تابستان، ص ۸۹.

۳۳.نجفی، مهدی (۱۳۸۵) بررسی فرآیند تامین مالی از طریق انتشاراوراق صکوک، مجله بورس، ش ۵۳، مرداد، صص ۳۶-۵۲.

۳۴.ندری، کامران و احمد کارگر مطلق (۱۳۸۹) امکان سنجی استفاده از صکوک در جهت تامین مالی صادرات فصلنامه اقتصاد اسلامی، شماره ۳۷، بهار، صص ۸۹-۱۱۹.

[Downloaded from mieaoi.ir on 2026-09-07]

۳۵.نظرپور، محمدنقی و ایوب خزائی (۱۳۸۹) پوشش ریسک صکوک استصناع در بازار بورس اوراق بهادار، مجله نامه مفید، شماره ۸۱، زمستان، ص ۳.
۳۶.نظرپور، محمدنقی و محبوبه ابراهیمی (۱۳۸۸) طراحی صندوق سرمایه گذاری مشترک اسلامی در بازار سرمایه فصلنامه اقتصاد اسلامی، شماره ۳۳، بهار، صص ۶۳-۹۲.
37.Jobst, Andreas & Kunzel, Peter & Mills, Paul & Sy, Amadou (2008) Islamic Bond Issuance. International Monetary Fund. july.
38.Tariq, Ali Arsalan (2004) Managing financial risks of sukuk structures, september.
39.Merdinian, Puzant (2009) Overview of sukuk,1st East and Central Africa conference on Islamic finance.
40.Elfakhani, Said & Hassan, M. Kabir (2005) Performance of Islamic Mutual fund, 12th Annual conference of economic Research Forum,december

[Downloaded from mieaoi.ir on 2026-09-07]