

ارزیابی قابلیت صکوک در بخش نفت

* مرتضی عزتی

** لیلا شهریاری

چکیده

در راستای بهبود تامین مالی پژوهه‌های 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 پژوهه‌های 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 اثربخشی را داشته باشد. در این مقاله تلاش کردایم با یک بررسی تطبیقی میان ویژگی‌های هر یک از صکوک با ویژگی‌های سرمایه‌گذاری در هر یک از زیربخش‌های 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

Z12, E44: JEL

مقدمه

سرمایه‌گذاری در هر بخشی به تامین مالی و استفاده از بازارهای مناسب آن نیاز دارد. یکی از بخش‌های مهم اقتصادی ایران صنعت نفت است که به طور پیوسته به سرمایه‌گذاری نیاز دارد. با توجه به ماهیت سرمایه بر بودن پروره‌های نفت و گاز که حجم بالایی از نقدینگی را می‌طلبد، روی آوری به سرمایه‌گذاری خارجی ناگزیر است. در کشوری مانند ایران حتی در صورت کفايت درامدهای نفتی برای سرمایه‌گذاری‌های جدید این صنعت، وابستگی کامل اقتصاد ایران به نفت اجازه این کار را نمی‌دهد.

دولت به عنوان تنها دارنده حقوق مالکیتی در بخش نفت و گاز، خود یا با مشارکت یک یا چند شرکت بین‌المللی به صورت مشترک و با پذیرش رسیک و هزینه کامل آن، اقدام به انجام عملیات اکتشاف و استخراج نفت و گاز می‌کند. این در حالی است که هم اکتشاف با ظرفیت اندک شکل می‌گیرد و هم از منابع کشف شده به اندازه کافی استخراج نمی‌شود. یکی از اصلی‌ترین علت‌های این مشکل، کمبود سرمایه است. به ویژه با شرایط همکاری نکردن آمریکا و کشورهای غربی، تامین مالی از بازارهای بین‌المللی برای ایران به شدت دشوار شده است. با اجازه‌ای که در قانون برنامه پنجم ساله پنجم^۱ و قانون بودجه به دولت داده شده است، دولت می‌تواند از راه به کارگیری صکوک، از تامین مالی داخلی و بین‌المللی برای این بخش یاری

۱. ماده ۸۳

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

ب - به شرکتهای دولتی و شهیداریها 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 شهیداریها مذکور است.

۱۲۵ ماده

الف - وزارت نفت 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 یک میلیون بشکه نفت خام و دویست و پنجاه میلیون مترمکعب گاز طبیعی با اولویت میدان‌مشترک، با تأکید بر توسعه میدان گاز پارس جنوبی، پس از تصویب توجیه فنی و اقتصادی طرحها در شورای اقتصاد و درج در قوانین بودجه سیواتی و نیز مبادله موافقنامه با معاونت با استفاده از روش‌های زیر اقدام نماید:

۱- استفاده از انواع روش‌های اکتشاف، توسعه، تولید در دوره زمانی معین در میدان نفت و گاز تبصره - شرایط اساسی این روشها با حفظ حق مالکیت و اعمال تصرفات مالکانه برای دولت در سال اول برنامه با

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 بهادر اسلامی برای تامین مالی بخش نفت و گاز کشور است. چون بخش نفت و گاز در بر گیرنده زیر بخش‌های گوناگونی است، برای شناسایی روش‌های 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 زیر بخش‌ها 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 می‌شود. 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.

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

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

تصبره - وزارت نفت می‌تواند در طول برنامه نسبت به انعقاد قرارداد توسعه و تولید از کلیه میدانی شترک شناخته شده اقدام و تلاش لازم را به عمل آورد.

ماده ۲۲۴

ف - 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 سنتوئی حسب مورد نسبت به صدور اوراق صکوک اسلامی و اوراق مشارکت ارزی در بازارهای مالی داخلی و خارجی را 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 تشییغی منوط به تأیید شورای بول و اعتبار است.

۱. پیشینه پژوهشی

در زمینه صکوک و انواع آن و مزايا و کاربردهای آن بررسی های بسیاری انجام شده است، اما در حوزه امکان سنجی آن به ویژه در بخش نفت و گاز کار منتشر شده ای یافت نمی شود. با وجود این کارهایی که در باره صکوک به چاپ رسیده اند، گستردگی اینها بخوبی علمی دارند و برخی گزارش ها در سطح های گوناگون و اخبار هستند. می توان بررسی های علمی در باره صکوک را به ۳ گروه دسته بندی کرد: یک دسته از آنها جنبه های مالی صکوک را بررسی کرده اند. یک دسته که بخش بیشتری از بررسی ها در زمینه صکوک است. بررسی های فقهی و حقوقی است و دسته سوم نیز به امکان سنجی و کاربرد این اوراق در زمینه ها و بخش های ویژه اقتصاد پرداخته اند. در اینجا به پیشینه های از این ۳ دسته بررسی ها اشاره می شود.

۱-۱. بررسی های مالی

در زمینه مباحث فقهی و حقوقی اوراق صکوک کارهای بسیاری انجام شده است. برخی از آنها به جنبه های بازارهای مالی و مالیاتی و حسابداری اشاره کرده اند که از نمونه آنها می توان به بررسی های سروش و صادقی (۱۳۸۶:۱۵۷) در باره مدیریت ریسک اوراق بهادر 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 استصنایع در بازار بورس اوراق بهادر و بررسی های مشابه شهرآبادی (۱۳۸۶)، دولتی (۱۳۸۷) و گلستانی (۱۳۸۹) و مانند اینها اشاره کرد. همچنین از بررسی های اخیر خارجی می توان 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 در آخر روش های مدیریت ریسک ساختارهای صکوک را مورد توجه قرار داده است. ایلخانی و حسن^۳ (۲۰۰۵) نیز به بررسی عملکرد صندوق های مشترک اسلامی در بخش های گوناگون مثل صندوق های سهام جهانی، صندوق های سهام امریکا، صندوق های سهام اروپا، صندوق های سهام آسیا و مالزی و صندوق های سهام در حال رشد جهان، صندوق های در حال

2. Tariq

3. Elfakhani & Hassan

رشد افریقای جنوبی و صندوق‌های فناوری پرداخته‌اند. نتیجه‌های به دست آمده بیانگر این مطلب است که صندوق‌های در حال 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 مردمین (۲۰۰۹) در مقاله مژوی بر صکوک پس از ذکر خلاصه‌ای از تاریخچه صکوک، انواع صکوک را طبقه‌بندی و کاربرد صکوک دولتی و شرکتی را توضیح داده است و در ادامه به توضیح انواع صکوک و مسائل مالیاتی و قانونی آن اشاره کرده و مدل عملیاتی انواع صکوک از جمله صکوک مضاربه را بحث کرده است.

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 بهادر اجاره (صکوک اجاره) را معرفی کرده‌اند، احمدی حاجی آبادی (۱۳۸۶:۹۵) بررسی فقهی - نظری اوراق بهادر اسلامی (صکوک) را انجام داده‌اند، تسخیری (۱۳۸۷) مبانی شرعی اوراق بهادر اسلامی را بیان کرده است. ابراهیمی (۱۳۸۹:۳۶۷) نقش صکوک در تامین مالی پروژه‌ها و تامیلی 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، طبقه‌بندی و اولویت بندی ریسک‌های اوراق بهادر مضاربه با تأکید 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^۴ (۲۰۰۸) درباره اوراق بهادر اسلامی اشاره کرد که به کاربردهای آن در اقتصاد و حقوق می‌پردازد و مسائل و مشکلات بازار صکوک و مباحث انتشار صکوک در کشورهای اسلامی و غیر اسلامی منتشر کننده صکوک را بیان می‌کند.

۲-۱-۱. بررسی‌های امکان‌سنجی و کاربرد صکوک

می‌توان اوراق بهادر 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 پژوهه‌های شهری، کاربردهای انواع صکوک برای پژوهه‌های شهری را تبیین کرده است. مصاحبی 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 بهادر (صکوک) جuale 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 (۱۳۸۹:۴۵) اوراق بهادر (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 تأکید بر کاربرد ابزارهای مالی اسلامی در بخش صنعت 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 ویژگی‌های آنها با تفصیل پرداخته است. سليمی فر و خزاعی و سليمی فر (۱۳۹۰:۹۹) صکوک اجاره را به عنوان ابزاری کارآمد جهت تامین مالی پژوهه‌های شهری تبیین کرده‌اند. در این زمینه نیز از جمله بررسی‌های خارجی می‌توان به بررسی مردمین اشاره کرد. مردمین در مقاله‌ای (۲۰۱۰) به کاربردهای صکوک در تامین مالی سرمایه‌گذاری‌های زیربنایی پرداخته است و همچنین به مقایسه صکوک با سایر اوراق بهادر پرداخته است. چنانچه دیده می‌شود هر یک از انواع ابزار صکوک برای حایگاه‌های خاص معرفی شده‌اند. بسیاری از

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 بهادر سرمایه‌گذاری مالی اسلامی
اوراق بهادر سرمایه‌گذاری 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 برونهای استند. 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 تأمین مالی طرح‌های ویژه مانند پتروشیمی منتشر شدند (بانک مرکزی ج. ا. ا. ۱۳۸۹).

۲-۲. 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.

۱-۱. 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)

دارایی ملموس اجاره شده موضوع انتشار قرار می‌گیرد و دارندگان این اوراق (سرمایه‌گذاران) مالک سهمی از دارایی و درامدهای مرتبط با آن هستند (مزینی ۸۹).

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(عزمی ۱۳۸۷:۱۳۳). این اوراق مورد استفاده اشخاص فعلی در زمینه ساخت و تولید (ساختمان و کارخانه و ...) است و آنها از این طریق منابع مالی مورد نیاز ساخت، تولید و تحویل دارایی در حال ساخت خود را بدست می‌آورند (مزینی ۸۹). بر این اساس صکوک استصناع، گواهی‌های دارای ارزش یکسان هستند و برای تجمعی وجوه لازم جهت ساخت کالایی استفاده می‌شوند که تحت تملک دارنده صکوک است (ندری ۸۹).

۳. صکوک مرابحه

اوراق مرابحه اسنادی است که نشان‌دهنده بدھی ناشر یا موکل ناشر ناشی از خرید کالا یا خدمت به ارزش و سرسید معین شده مندرج در هر برگه به دارنده آن است (عزمی ۱۳۸۷:۱۳۸). این اوراق زمانی کاربرد می‌یابد که شخص قصد خرید کالاهای یا محصولاتی را دارد که قرار است بر اساس یک قرارداد مرابحه به فروش برسند و در نظر است منابع مالی مورد نیاز برای خرید انها از طریق انتشار این اوراق تأمین شود. درین حالت سرمایه‌گذاران 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 ایران (مصوب ۱۳۷۶/۶/۳۰ مجلس شورای اسلامی) این اوراق چنین تعریف شده‌اند: «ماده اوراق مشارکت، اوراق بهادر با نام یا بی‌نامی است که بهموجب این قانون به قیمت اسمی مشخص برای مدت معین منتشر می‌شود و به سرمایه‌گذارانی که قصد مشارکت در اجرای طرح‌های موضوع ماده (۱) را دارند واگذار می‌گردد. 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 مستقیماً و یا از طریق بورس اوراق

بهادر مجاز می‌باشد.» بر این پایه، اوراق مشارکت استنادی 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 تأمین منابع، اشخاصی را در سود و زیان با خود شریک می‌کند. صکوک مشارکت برای تجمیع وجوده مورد نیاز راه اندازی طرح‌های جدید، توسعه طرح‌های موجود یا تأمین مالی کسب و کارهای مبتنی بر مشارکت استفاده می‌شود.

۵. صکوک مضاربه

اوراق مضاربه استنادی 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 (عزمی، ۱۳۸۷: ۱۳۸). صکوک مضاربه اساساً توافقی است که طبق آن یک طرف سرمایه و طرف دیگر (کارافرین) انجام کار (نوع فعالیت به همراه تمامی شرایط، ویژگی‌ها و هزینه‌های آن در این توافقنامه مشخص می‌شود) را تعهد می‌کند. صکوک مضاربه از جمله صکوک سرمایه گذاری است که بیانگر مالکیت طرفین در سرمایه مضاربه است.

۶. صکوک مزارعه

اوراق بهادر مزارعه استنادی 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 وجوده 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-

ازیابی قابلیت صکوک در بخش نفت

اورد. در این جا سرمایه گذاران در محصول به دست امده از زمین سهیم خواهند بود (عزتی، ۱۳۸۷:۱۳۹).

۷. صکوک مساقات

اوراق بهادر مساقات استنادی است که به موجب آن دارنده اوراق، مالک سهم مشاع معین از یک یا چند قطعه باغ است که بر اساس قرارداد مساقات از آن بهره‌برداری می‌شود. به‌طور معمول اوراق مساقات توسط یک مؤسسه مالی منتشر می‌شود و وجود حاصل از فروش اوراق صرف خرید باغ (باغ‌ها) می‌شود و سپس باغ (اغلب توسط مؤسسه ناشر به عنوان وکیل دارندگان) براساس قرارداد مساقات به شخص (اشخاصی) و اگذار می‌شود تا پس از رسیدن محصول، سهم معین شده از محصول توسط وکیل گرفته می‌شود و با کسر هزینه وکالت، بین دارندگان اوراق تقسیم می‌شود. کاربرد دیگر این اوراق چنین است که صاحب یک باغ میوه می‌تواند از طریق انتشار این دسته از اوراق صکوک به تامین منابع مالی مورد نیاز خود برای آبیاری و نگهداری و دیگر موارد مرتبط با باغ بپردازد. در این صورت سرمایه گذاران در محصول به دست امده از درختان سهیم خواهند بود (عزتی، ۱۳۸۷:۱۴۰).

۸. صکوک سلف

اوراق سلف استنادی است که به موجب آن دارنده برگه مالک مقدار مشخصی از کالا یا درآمد حاصل از فروش کالای مشخصی است که تولید کننده معین در آینده معلوم تولید می‌کند. به 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 تامین کند. درواقع سرمایه گذاران در این اوراق، کالای مورد نظر را پیش خرید کرده اند (نجفی ۱۳۸۵).

۹. صکوک وکالت

اگر شخصی قصد داشته باشد که کالا یا خدمتی را بدست اورد و اداره آن را از طرف خود به 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 می‌پذیرند و در آن شریک هستند.

۱۰. صکوک مالکیت دارایی که در آینده ساخته می‌شود

اصولاً این اوراق برای تامین مالی شخصی که قصد خرید یک دارایی ملموس را دارد (که در آینده آن را اجاره خواهد داد) منتشر می‌شود. به این ترتیب سرمایه‌گذاران سود شخصی از درامدها و سودهای مرتبط با دارایی خواهند داشت (مزینی ۱۳۸۹).

۱۱. صکوک مالکیت منافع دارایی موجود

اوراق منفعت استنادی 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 اجاره‌ای (عمدتاً املاک و مستغلات) میتواند مالکیت منافع حاصل از دارایی خود را از طریق انتشار این اوراق به دیگران منتقل نماید.

۱۲. صکوک مالکیت منافع دارایی هایی که در آینده ساخته می‌شود

فردی که قصد خرید و اجاره دادن یک دارایی ملموس (معمولًا املاک و مستغلات) را دارد، میتواند با انتشار این دسته از اوراق صکوک، منافع آتی حاصل از دارایی را به سرمایه‌گذاران بفروشد.

۱۳. صکوک ارائه خدمات

مالک یک کسب و کار که قصد ارائه خدماتی را دارد میتواند با انتشار این دسته از اوراق صکوک منابع مالی لازم برای شروع فعالیت خود را تامین کند. سرمایه‌گذاران در این 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 مثلاً 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.

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

به طور کلی 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 دارایی‌های اشان حمایت شوند. افشاءی 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 و نظارتی بازار سرمایه بسیار اهمیت دارد. افزون بر این سرمایه گذاران باید به مراجع بی طرف داوری و همچنین ابزارهایی برای جبران خسارت‌های وارد دسترسی داشته باشند.

۲. منصفانه و کارامد بودن بازار

منصفانه بودن بازارها ارتباط نزدیکی با حمایت از سرمایه گذاران به ویژه در جلوگیری از اقدامات ناقض اصول داد و ستد دارد. ساختار بازارها باید به نفع عده ای از سرمایه گذاران و به ضرر دیگران باشد از این‌رو مجموعه تنظیمی و نظارتی باید قابلیت شناسایی و حذف رفتارهای ناقض اصول داد و ستد، دستکاری بازار و دیگر اقدامات معاملاتی غیرمنصفانه را داشته باشد. تنظیم و نظارت باید دسترسی یکسان همه سرمایه گذاران به تسهیلات بازار و نیز اطلاعات را فراهم کند. در یک بازار کارامد، انتشار اطلاعات مناسب در فواصل زمانی مناسب و در سطح گسترده در فرایند شکل گیری قیمت بازتاب می‌یابد، از این‌رو سازوکار تنظیم و نظارت باید بتواند به ارتقای کارایی بازار بیانجامد.

۳. پایین بودن ریسک سیستمی بازار

تنظیم ونظرارت 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 در هر حال وجود دارد وهیچگاه به صفر نمیرسد سازوکار تنظیم ونظرارت باید در جستجوی راهها وابزارهایی باشد تا بتواند اثرات مستقیم و جانبی 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 موقع رویارویی با چنین احتمالاتی هر چند 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 بر کمک 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 و حسابداری کارآمد پدید آید که بازارهای اوراق بهادار بتوانند در درون آن فعالیت کنند.

۴. مزایای شش گانه صکوک

صکوک دارای مزیت های 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 دارایی هایی که نقدینگی پایینی دارند و یا غیر نقد هستند از ترازنامه خارج شده و وجوده نقد جایگزین آن می‌شود. همچنین با اینکه قسمتی از دارایی ها از شرکت بانی جدا می‌شود اما با این حال باز هم بانی می‌تواند از دارایی ها 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 دارایی ها 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 می‌باید (نجفی ۱۳۸۵).

ارزیابی قابلیت صکوک در بخش نفت

جدول ۳. انواع صکوک و ویژگی های آنها

انواع صکوک	درسود	تمیمه بودن	در زبان	تمیمه بودن	در زبان	نحوه مبلغ	نحوه ارائه در	قابلیت	مالکیت	می شود	نوع عقد	بازه زمانی	تفصیل سرمایه
اجاره	نه	نه	نه	نه	سود ثابت و از پیش تعیین شده	دارد	می شود	اجاره	نه	سود ثابت و از پیش تعیین شده	کوتاه و بلندمدت	احتمال خسارت به سرمایه	
استصناع	از تفاوت قیمت خرید و فروش سود می برد	---	سود تضمین سود	سود تضمین-	سود تضمین سود	---	سود شود	بله	می شود	استصناع	کوتاه و بلندمدت	تضمين	
مراقبه	از پیش مشخص است	به نسبت سهم	به نسبت سهم	سود تضمین سود	سود تضمین-	دارد	درحال بررسی	نه	مراهجه	کوتاه مدت	تضمين		
مشارکت	به میزان سهم	به میزان سهم	به میزان سهم	نمیشود قطعی نیست	نمیشود قطعی نیست	دارد	می شود	بله	مشارکت	کوتاه و بلندمدت	نه		
مزارعه	به میزان سهم	به میزان سهم	به میزان سهم	سود نیست	سود نیست	ندارد	درحال بررسی	نه	مزارعه	کوتاه	بیمه کردن اصل سرمایه		
مساقات	به میزان سهم	به میزان سهم	به میزان سهم	سود نیست	سود نیست	ندارد	درحال بررسی	نه	مساقات	کوتاه	بیمه کردن اصل سرمایه		
مضاربه	به میزان سهم	به میزان سهم	به میزان سهم	سود نیست	سود نیست	ندارد	درحال بررسی	نه	مضاربه	بلندمدت	نه		
سلف	به میزان سهم	به میزان سهم	به میزان سهم	سود ثابت و از پیش تعیین شده	سود ثابت و از پیش تعیین شده	دارد	می شود	بله	سلف	می شود مشروط	سلم		
وکالت	به میزان سهم	به میزان سهم	به میزان سهم	سود ثابت و از پیش تعیین شده	سود ثابت و از پیش تعیین شده				وکالت				

- در مضاربه تملک دارایی برای سرمایه گذار صورت نمی‌گیرد.
در اوراق مشارکت، در پایان قرارداد، دارایی‌ها 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 و فروش سود کسب می‌کنند.
- در مضاربه سود واصل سرمایه تضمین نمی‌شود. و در سود وزیان به نسبت سهمشان شریک هستند.
- ریسک
در مشارکت ریسک کاهش ارزش جریانات نقدی آتی وجود دارد؛ و سود تضمین نمی‌شود.
در اوراق سلف ریسک بالاست؛ ریسک کاهش قیمت کالا در آینده.
در اجاره ریسک مالکیت دارایی وجود دارد. زیرا موجب خسارت به سرمایه یا ازبین رفتن اصل سرمایه می‌شود.
اگر اوراق مضاربه بخواهد در کشور ایران منتشر شود به ناجار باید در قلمرو امور تجارت و بازار گانی باشد و شامل سایر بخش‌های اقتصادی نمی‌شود. به همین دلیل می‌گویند که اوراق مضاربه تنوع ندارد.

۵. جایگاه نفت در اقتصاد 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 و گاز، 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 و اقتصادی از جمله ویژگی‌های بارز و ذاتی صنایع نفت و گاز است.

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 توکین 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 عمدہ که به شرح زیر عنوان می گردد، برخوردار باشد:

تعدد و تنوع خریداران و فروشندها / قابلیت و سهولت در معامله / عدم وجود محدودیت های خاص و یا وجود بازار آزاد / شفافیت لازم در معاملات و قیمت / معرف بودن بخش عمدہ 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 کنندها 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).

جدول ۴. ویژگی صکوک و بخش نفت

فروش	توزيع	پالایش وفن اوری	انتقال از چاه به پالایشگاه	استخراج	اکتشاف	بخش ویژگی صکوک
کم	کم	کم	زیاد	زیاد	زیاد	ریسک
زودبازدہ	زودبازدہ	زودبازدہ	زودبازدہ	دیربازدہ	دیربازدہ	بازه زمانی
کوتاه مدت	کوتاه مدت	بلندمدت	کوتاه مدت	بلندمدت	بلندمدت	مدت بازدهی
؟	؟	دولتی	دولتی	دولتی	دولتی	مالکیت
هزینه کم	هزینه کم	هزینه بالا	هزینه زیاد	هزینه کم	هزینه زیادی میبرد	مدیریت دارایی و بدھی
					- سرمایه- گذارسهام است	سهام بودن در سود و زیان
میشود	میشود				میشود	تضمين سرمایه
دارد						بازار ثانویه

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 می شود. در کل سرمایه گذاری در نفت ریسک ریسک پایینی دارد و بازگشت سرمایه خوب دارد.

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 راه اندازی بورس نفت، مسؤولان سازمان بورس و اوراق بهادر و نیز شرکت ملی نفت ایران به فکر طراحی و انتشار اوراق سلف نفتی و معامله این اوراق در بورس اوراق بهادر 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 (مثلاً ۱۰۰ دلار آمریکا) است، البته با این شرایط ضمن عقد که چنانچه در سرسید، 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 سرسید، 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 تحويل نفت به دارنده حواله می‌کند 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 گستردۀ 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 سرسید، 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 و اوراق استصناع که اوراق مالی پروژه محور هستند و وجود حاصل از فروش آنها باید منحصرا در پروژه خاص مصرف شود، وجود حاصل از فروش اوراق سلف به مالکیت ناشر اوراق درمی‌آید؛ درنتیجه این امکان را به مثل شرکت ملی نفت ایران میدهد تا برای تامین مالی طرح‌ها، پروژه‌ها و حتی برای تامین سرمایه‌گذاری‌های کوتاه مدت و سرمایه درگردش با پیش‌فروش بخشی از محصول آینده، نیاز مالی خود را تامین کند. اگر اوراق سلف انتشار داخلی داشته باشد سود حاصل از اوراق نیز به سرمایه‌گذاران داخلی میرسد و نگرانی خروج ارزش افزوده و ثروت ملی نیز نخواهیم داشت.

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

خریدار اوراق سلف مالک مقدار معینی کالای تعریف شده بر عهده بانی می‌شود که در سرسید تحويل میگیرد یا به قیمت روز به وی می‌پردازد، تغییرات قیمت تا سرسید به ویژه در کالاهای مانند نفت ریسک فراوانی را متوجه خریداران اوراق می‌کند، به طوری که ممکن است نه تنها از سرمایه گذاری در اوراق 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 است که گاهی خیلی فراوان است و چه بسا خریدار یا فروشنده سلف را از انجام معامله منصرف می‌کند. به طور مثال کسی که تغییرات قیمت نفت خام را طی چهار سال گذشته بررسی کند متوجه می‌شود که طی این سال‌ها قیمت هر بشکه نفت خام بین ۳۰ تا ۱۵۰ دلار در نوسان بوده است و متوجه می‌شود که خریدار یا فروشنده سلف وارد چه ریسک بازدهی می‌شود، در چنین شرایطی اگر قیمت کف را مبنای معامله سلف در نظر 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 در حالی 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 سازمان بورس و اوراق بهادر درباره سلف موازی این اوراق قابلیت دارند در جایگاه ابزار مناسی برای تامین مالی پروژه‌های بالادستی نفت و گاز مورد استفاده قرار گیرند. در این ابزار شرکت ملی نفت ایران در جایگاه ناشر با پیش فروش مقدار معینی نفت خام اوراق سلف استاندارد در اختیار خریداران می‌گذارد که می‌توانند در سرسید به شرکت ملی نفت ایران مراجعه کرده و نفت خام تحويل بگیرند یا با شرکت تسويه نقدی کنند، همانطور که می‌توانند پیش از سرسید با فروش سلف موازی و حواله خریدار به شرکت ملی نفت ایران از بازار خارج شوند. این کار، یک راه حل دیده شده برای مشکل ریسک بازار سلف است.

۷.۳. انتشار صکوک پروژه محور در بخش بالادستی نفت

ابزارهای تامین مالی پروژه محور اسلامی ضمن هم خوانی بالصول تامین مالی غیرربوی می‌توانند به عنوان ابزاری کارآمد در بخش بالادستی نفت بسترها لازم برای توسعه را فراهم کنند. از بین انواع صکوک قابل انتشار سه نوع آن دارای بیشترین قابلیت استفاده در بخش بالادستی نفت هستند: صکوک اجاره، صکوک استصناع و صکوک مشارکت.

در مورد صکوک مشارکت، از آنجا که براساس قانون هر نوع مالکیت غیر دولتی در بخش بالادستی نفت ممنوع می‌باشد چنانچه در صدور اوراق ترتیباتی اتخاذ شود تا با قوانین مربوطه مغایرت و تضادی نداشته باشد و دارنده اوراق براساس فرآرداد منعقده تنها در مدت 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 برونو 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 و با فراهم شدن قسمتی از از منابع نمیتوان برای مدیریت جریانات نقدی ورودی و بازپرداخت اقساط برنامه ریزی کرد. بنابر این شرکت تامین سرمایه باید از طریق پذیره نویسی منابع را تامین کند و نباید رسک عدم تکافوی منابع را به واسطه استفاده از روش بهترین تلاش پذیرد.

پروژه‌های بخش بالادستی نفت معمولاً 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 حدود ۷۰ درصد کل رقم پروژه است و هم در داخل کشور تکنولوژی و یا گواهینامه‌های 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 صرف 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 دارایی‌ها به اوراق بهادر از طریق انتشار صکوک تبدیل به اوراق بهادر کردن دارایی‌ها یکی از ابزارهایی است که در زمینه تامین مالی در سال‌های 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 زیربخش‌های نفت، سازگارترین صکوک شناسایی شدند.

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 پژوهش‌ها 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... (۱۳۸۶) بررسی فقهی - نظری اوراق بهادر اسلامی (صکوک) نشریه راهبرد یاس، شماره ۱۲، زمستان، ص ۱۱۲-۹۵.
۴. پیره، مجید (۱۳۸۷) اوراق قرضه اسلامی؛ الگوهای ساختاربندی، انتشار و سرمایه‌گذاری در صکوک دو فصلنامه جستارهای تاریخی، سال بیست و یکم، شماره ۶۶، تابستان، ص ۳۰۱.
۵. تسخیری، محمدعلی (۱۳۸۶) مبانی شرعی اوراق بهادر 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 پژوه محور در بخش بالادستی نفت ایران، مجموعه مقالات سومین کنفرانس توسعه نظام تامین مالی در ایران.
۷. دولتی، نیکو و ابوالفضل جعفری (۱۳۸۸) بررسی چالش‌های مالیاتی تامین مالی از طریق اوراق صکوک اجاره، اقتصاد اسلامی، ش. ۲، بهار و تابستان، ص ۱۶۵-۱۴۹.
۸. رحیمی، امیر محمد و هادی خواجه زاده دزفولی (۱۳۸۹) ارزیابی واکویت بنده شیوه‌های مناسب تامین مالی خارجی مورد استفاده در پژوهش‌های زیرساختی کشور (مطالعه موردي پژوهه‌های نفتی)، مجموعه مقالات سومین همایش توسعه نظام تامین مالی در ایران. صص ۱۹۷-۲۱۹.
۹. سروش، ابوذر و محسن صادقی (۱۳۸۶) مدیریت ریسک اوراق بهادر اجاره (صکوک اجاره) فصلنامه اقتصاد اسلامی، شماره ۲۷، پاییز، ص ۱۸۵-۱۵۷.
۱۰. سعیدی، علی و ابوذر سروش (۱۳۸۸) ابعاد حسابداری و مالیاتی اوراق (صکوک) اجاره در ایران، فصلنامه اقتصاد اسلامی، شماره ۳۳، بهار، ص ۶۱-۳۳.

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 در بازارهای 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 - 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 شهرداری ها و تامین مالی پروژه های 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 مالی 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 فوانین 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 و سیاست های اقتصادی، ش. ۹ و ۱۰، آذر و دی، صص ۳۷-۵۴.
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، امیرحسین (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 بهادر مضاربه، اقتصاد اسلامی، ش. ۳۸، تابستان، صص ۱۴۷-۱۷۴.

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 ۳۱-۹.
۲۶. موسویان، سیدعباس (۱۳۹۰) بررسی فقهی اقتصادی ابزارهای جایگزین اوراق قرضه، فصلنامه فقه، ش ۲۳، ص 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 تأکید 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) (چاله؛ 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 انتشار اوراق 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.

- 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