

ارزیابی انتشار صکوک پروژه محور در بخش بالادستی نفت ایران

جواد حدادی، سیدعباس موسویان^۱، امیر حدادی، امیر فکری^۲
دانشجوی کارشناسی ارشد مدیریت پروژه و ساخت دانشگاه تربیت مدرس
دانشیار و عضو هیئت علمی پژوهشگاه فرهنگ و اندیشه اسلامی
دانشجوی کارشناسی عمران دانشگاه آزاد اسلامی واحد پرند
دانشجوی کارشناسی ارشد برنامه ریزی سیستم های اقتصادی دانشگاه شهید بهشتی

چکیده

تشدید محدودیت های مالی بین المللی علیه ایران در سال های اخیر از یک سو و محدود بودن منابع ارزی کشور به ویژه صندوق ذخیره ارزی از سوی دیگر، منجر به ایجاد تغییرات استراتژیک در رویه های تأمین مالی بخش بالادستی نفت شده است. رویکرد جدید صنعت نفت تأمین منابع مالی پروژه از طریق ابزارهای مالی اسلامی می باشد که با ایجاد بسترهای قانونی برای بهره گیری از این ابزارها در بودجه سال ۸۹ کل کشور همراه شده است.

از آنجا که ابزارهای مالی اسلامی دارای قابلیت های فراوانی از جمله سازگاری با سیستم بانکداری غیرربوبی، ایجاد قابلیت جذب منابع مالی از کشورهای اسلامی و تأمین منابع مالی با پشتوانه دارایی های پروژه می باشد، هدف این تحقیق که به روش تحلیلی توصیفی انجام شده است ارزیابی انتشار صکوک پروژه محور در بخش بالادستی نفت ایران و در راستای نزدیک شدن به خواسته های برنامه پنجم توسعه در بخش بالادستی صنعت نفت می باشد.

واژگان کلیدی: صکوک، شرکت خاص منظوره، پروژه، توسعه

-
1. samosavian@yahoo.com
 2. hadadi.pm@gmail.com

۱. مقدمه

با توجه به اینکه تعداد زیادی از ابزارهای مالی کشورهای غربی براساس نرخ بهره می‌باشند، بسیاری از مردم تصور می‌کنند که ممنوعیت بهره مانع استفاده از اینگونه ابزارهای مالی شده و نهایتاً ممنوعیت بهره را به عنوان سدی در مقابل رشد و توسعه می‌دانند و حتی گاهی اوقات بیان می‌شود که اقتصاد از مذهب مستقل است. اما به سهولت می‌توان چنین ادعاهای پوچی را رد کرد.

اگرچه استفاده از ابزارهای مالی مبتنی بر بهره در اقتصاد اسلامی منع شده است، اما در مقابل، ابزارهای مالی اسلامی توانسته‌اند این خلأ را پر کنند و اندیشمندان مسلمان در حال ابداع ابزارهای مالی اسلامی جدیدی هستند که بر مشارکت در سود تمرکز دارند. به عنوان مثال در بعضی از کشورهای اسلامی صکوک به عنوان یک ابزار مالی اسلامی جدید با پشتوانه دارایی‌ها مورد استفاده قرار گرفته است و ایران نیز در حال بررسی این ابزار مالی است. بنابراین ممنوعیت بهره مانع رشد و توسعه ابزارهای مالی اسلامی نمی‌باشد. [۱]

این مقاله سعی در ارائه یک مدل تأمین مالی پروژه محور در بخش بالادستی نفت با ماهیتی سازگار با اصول تأمین مالی اسلامی و بر اساس الگوهای پیشنهادی سازمان حسابداری و حسابرسی نهادهای مالی اسلامی^۱ و سازمان بورس اوراق بهادار دارد. بنابراین تأمین مالی اسلامی، تأمین مالی پروژه محور و شرایط فعلی تأمین مالی در بخش بالادستی نفت ایران به عنوان سه رکن تشکیل دهنده مقاله و مقدمه الگوی پیشنهادی خواهند بود. شکی نیست که این مدل تنها یک الگوی ابتدایی و احتمالاً انتزاعی و دارای اشکالات فراوان است، لکن تا زمانی که گام‌های اولیه عملیاتی‌سازی در این راستا صورت نگیرد این الگوها در همین سطح باقی خواهند ماند.

۲. تأمین مالی اسلامی در یک نگاه

۲.۱. ابزارهای مالی اسلامی - تبدیل دارایی‌ها به اوراق بهادار از طریق انتشار صکوک

واژه تبدیل به اوراق بهادار کردن، یکی از واژه‌هایی است که از ظهور آن در ادبیات مالی جهان بیش از دو دهه نمی‌گذرد. "تبدیل به اوراق بهادار کردن" فرآیندی است که طی آن، دارایی‌های مؤسسه مالک دارایی یا بانی از ترازنامه آن مؤسسه جدا می‌شود، در عوض، تأمین وجوه توسط سرمایه‌گذارانی انجام می‌شود که یک ابزار مالی قابل مبادله را می‌خرند و این ابزار نمایانگر بدهکاری مزبور می‌باشد، بدون اینکه به وام‌دهنده اولیه مراجعه‌ای صورت پذیرد. [۲]

۲.۲. ضوابط کلی معاملات در فقه اسلامی [۳]:

- ممنوعیت اکل مال به باطل

- ممنوعیت ضرر و ضرار

- ممنوعیت غرر

- ممنوعیت ربا

۲.۳. پنج اصل اساسی تأمین مالی اسلامی [۱۹]:

- ممنوعیت ربا

- ممنوعیت سفته‌بازی صوری

- ممنوعیت حضور در بخش‌هایی که اساساً معاملات آن حرام باشد. (مثل مواد مخدر)

- مشارکت در اقتصاد واقعی از طریق قراردادهای مبادله‌ای یا مشارکتی بر پایه مشارکت در

سود و زیان و ریسک (PLS) ^۱ و نه دریافت و پرداخت بهره

- تأمین مالی با پشتوانه دارایی‌های واقعی و مشهود ^۲

1. Profit & Loss sharing

2. Asset backed financing

۲. ۴. صکوک

تبدیل به اوراق بهادار کردن دارایی‌ها^۱ یکی از ابزارهایی است که در زمینه تأمین مالی در سال‌های اخیر مورد توجه قرار گرفته است و انتشار صکوک یکی از راهکارهای مناسب برای این منظور می‌باشد. صکوک به‌طور معمول قدرتمندتر از اوراق قرضه بوده و قابل طبقه‌بندی و سرمایه‌گذاری توسط شرکت‌ها و موسسات و عموم مردم خواهد بود. از این ابزار مالی برای جذب سرمایه‌های پراکنده جامعه می‌توان استفاده کرد و همچنین پرتفوی مناسبی برای منتفع شدن اکثر سرمایه‌گذاران با اعتقادات اسلامی را فراهم می‌آورد. برای فروش صکوک دولتی در خارج از کشور نیاز به رتبه‌بندی آنها از طریق موسسات رتبه‌بندی است.

دایره‌المعارف "قاموس عام لکل فن و مطلب" در مورد واژه صکوک چنین بیان می‌کند: صک به معنای سند و سفته (سفته) است و معرب واژه چک در فارسی است. اعراب این واژه صکوک را توسعه دادند و آن را به کلیه انواع حواله‌جات و تعهدات به کار برده‌اند. استاندارد شماره ۱۷ شریعت سازمان حسابداری و حسابرسی نهادهای مالی اسلامی، صکوک را اینگونه تعریف کرده است: "گواهی‌هایی با ارزش اسمی یکسان که پس از اتمام عملیات پذیره‌نویسی، بیانگر پرداخت مبلغ اسمی مندرج در آن توسط خریدار به ناشر است و دارنده آن مالک یک یا مجموعه‌ای از دارایی‌ها، منافع حاصل از دارایی و یا ذی‌نفع یک پروژه یا یک فعالیت سرمایه‌گذاری خاص می‌شود [۲۰]. عرب‌زبان‌ها این واژه را بر کتاب به صورت عام و بر سند اقرار به مال به صورت خاص اطلاق کرده‌اند.

بر اساس تقسیم‌بندی سازمان حسابداری و حسابرسی نهادهای مالی اسلامی در حال حاضر ۱۴ نوع صکوک (بر پایه نوع عقود) وجود دارد که عبارتند از:

صکوک اجاره، سلم، استصناع، مرابحه، مشارکت، مضاربه، مزارعه، مساقات، مغارسه، حق‌الامتياز و همچنین صکوک نماینده سرمایه‌گذاری، صکوک مالکیت دارایی‌هایی که در آینده ساخته می‌شود، صکوک مالکیت منافع دارایی‌های موجود و صکوک مالکیت منافع دارایی‌هایی که در آینده ساخته می‌شود.

۲.۵. تاریخچه صکوک

ایده اولیه انتشار اوراق تأمین مالی اسلامی به دهه ۱۹۸۰ برمی گردد. در آن زمان تلاش‌های زیادی توسط بانک‌های اسلامی برای غلبه بر مساله نقدینگی صورت گرفت. در جولای ۱۹۸۳ بانک مرکزی مالزی به عنوان پیشگام در این زمینه، از اوراق بهادار دولتی یا اسناد خزانه که بهره پرداخت می‌کردند استفاده نکرد و به جای آن از اوراق بدون بهره به نام گواهی سرمایه‌گذاری دولتی استفاده کرد.

این اوراق بهره از پیش تعیین شده نداشتند، بلکه نرخ بازدهی آنها توسط دولت و به تشخیص آن اعلام می‌شد. نرخ سود از رابطه ثابتی تبعیت نمی کرد و بر ملاحظات کیفی طرح تاکید بیشتر می‌شد. برای تعیین نرخ بازدهی، معیارهای مختلفی مانند شرایط کلان اقتصادی، نرخ تورم و نرخ بازدهی سایر اوراق بهادار مشابه مورد توجه قرار می‌گرفت. بدین ترتیب شبه ربوی بودن سود به ظاهر برطرف می‌شد و افراد مسلمان اقدام به خرید این اوراق می‌کردند.

در دهه ۱۹۹۰ همزمان با گسترش ساختارهای مختلف معاملات مالی توسط بانک‌های اسلامی ایده استفاده از ابزارهای مالی اسلامی نیز تشدید شد. به دنبال آن متخصصان مالی در کنار علمای دینی اقدام به مطالعه راهکارهای مناسب کردند. ایده انتشار صکوک اجاره برای نخستین بار توسط "منذر قهف" در مقاله معروف وی به عنوان استفاده از اوراق اجاره دارایی برای پوشش شکاف بودجه در سال ۱۹۹۷ مطرح شد و پس از بررسی جزییات عملیات، انتشار آن آغاز شد [۴].

اما ایده اولیه استفاده از ابزارهای تأمین مالی اسلامی بر پایه مشارکت هر دو طرف تأمین‌کننده و دریافت‌کننده منابع در سود و زیان طرح توسط دولت جمهوری اسلامی ایران بوده است به طوری که در سال ۱۳۷۳ برای نخستین بار در جهان جهت تأمین مالی طرح‌های عمرانی اقدام به انتشار اوراق بهادار مشارکت منطبق با قوانین اسلامی نمود، بنابراین جمهوری اسلامی ایران به عنوان مبدع و مبتکر انتشار اوراق بهادار اسلامی در دنیا به حساب می‌آید [۵].

۶.۲. تفاوت صکوک و اوراق قرضه عادی

گرچه اوراق بهادار صکوک نقش اوراق قرضه عادی و اوراق بهادار قابل داد و ستد در تجهیز منابع و تزریق نقدینگی به شرکت‌ها یا دولت را داشته و منبع در آمد پایداری برای سرمایه‌گذاران ایجاد می‌کنند، با این حال از چند جهت با اوراق قرضه معمولی و دیگر اوراق بهادار رهنی تفاوت دارند:

۱. ۶.۲. سرمایه‌گذاران معمولی که در اوراق قرضه شرکتی یا دولتی سرمایه‌گذاری می‌کنند امیدوارند که با افزایش در نرخ‌های بهره، سرمایه آنها افزایش یابد. با کاهش در نرخ‌های بازدهی بازار، قیمت اوراق قرضه با نرخ بهره ثابت افزایش یافته و در نتیجه افزایش عایدی سرمایه برای سرمایه‌گذار به دنبال خواهد داشت. در صکوک نوع شریعت ساختار قانونی آن امکان استفاده حرکت‌ها و تغییرات نرخ بهره را نمی‌دهد.

۲. ۶.۲. سرمایه‌گذاری در عرضه‌های صکوک، به نوعی سرمایه‌گذاری در خرید و فروش یا تولید دارایی‌های مشهود است. صکوک به طور مستقیم با فعالیت‌های بخش حقیقی ارتباط پیدا می‌کند، از این رو، صکوک معمولاً در کوتاه‌مدت ایجاد افزایش قیمت سوداگران در قیمت اوراق را به دنبال ندارد.

۳. ۶.۲. سرمایه‌گذاران در صکوک، ماهیتاً حق دارند اطلاعات لازم در مورد سرمایه‌گذاری‌هایشان و ماهیت دارایی‌های مربوطه و دیگر ویژگی‌هایی که در سایر سرمایه‌گذاری‌ها اضافی تلقی می‌شود داشته باشند. این امر به ایجاد یک انضباط در بازار کمک می‌کند. چنانچه صکوک بتواند به صورت رقابتی ساختار لازم را پیدا کرده و بازار لازم را داشته باشد در آن صورت اقتصادهای در حال توسعه که در واقع خواستگاه صکوک هستند. به طور وسیعی از آن سود خواهند برد.

۷.۲. انواع صکوک از نظر ناشر

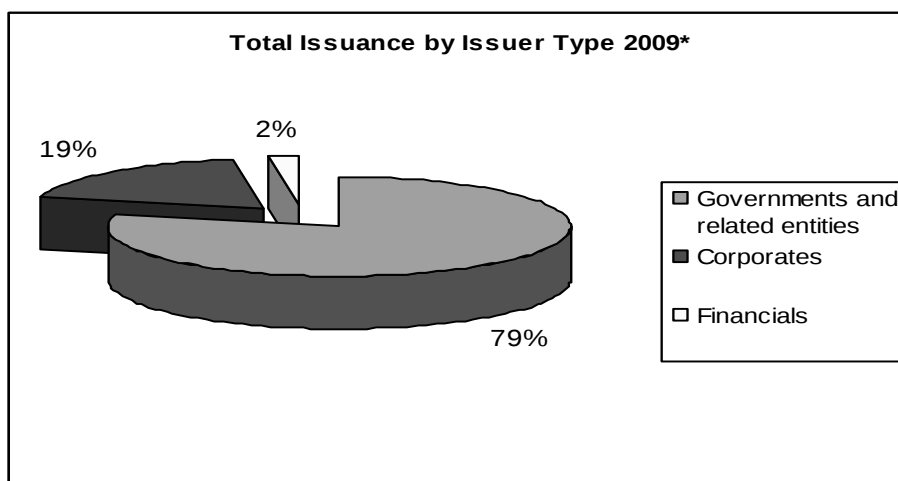
۱. ۷.۲. صکوک دولتی: این صکوک تاکنون توسط دولت‌های بحرین، مالزی، پاکستان، قطر و آلمان منتشر شده‌اند. تمامی این صکوک دولتی توسط مؤسسات رتبه‌بندی اعتباری رتبه‌بندی شده‌اند. البته دولت بحرین برای رتبه‌بندی اولین سری اوراق صکوک منتشره خود اقدام نکرد زیرا

عرضه اوراق در سطح داخلی انجام شد. مالزی اولین کشوری بود که توانست صکوک جهانی با رتبه‌بندی بین‌المللی به نام "صکوک اجاره جهانی" را مطرح، طراحی و منتشر کند.

۲.۷.۲. صکوک شرکتی: این صکوک مستقیماً توسط شرکت‌هایی که با کمبود نقدینگی مواجه هستند منتشر می‌شود.

۳.۷.۲. صکوک مؤسسات مالی: نوع دیگری از صکوک است که توسط مؤسسات پولی، مالی و اعتباری صادر می‌شود. توزیع انواع مختلف صکوک منتشر شده در سال ۲۰۰۹ در نمودار ۱ آمده است.

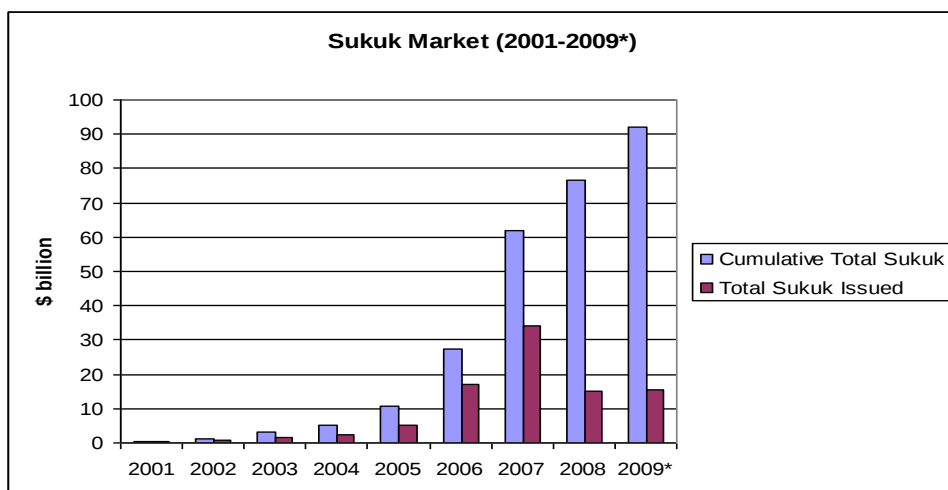
نمودار ۱- مجموع صکوک منتشر شده به تفکیک بانی در سال ۲۰۰۹-۲۱



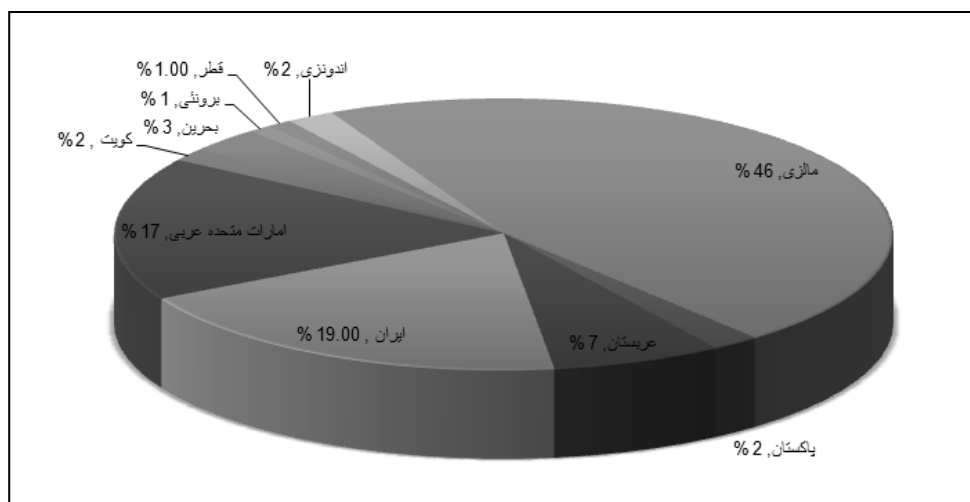
۲.۸. وضعیت انتشار صکوک در جهان

بعد از معرفی این ابزار مالی انتشار آن در کشورهای حوزه خلیج فارس رشد فزاینده‌ای به خود گرفت، اما با بروز بحران مالی جهانی اخیر این بازار نیز با رکود مواجه شد (نمودار ۲). ولی همان‌طور که در قسمت‌های بعدی اشاره می‌شود پیش‌بینی کارشناسان این حوزه رونق مجدد این بازار در سال‌های آتی است. بیشترین حجم اوراق منتشر شده تا سال ۲۰۰۹ میلادی توسط دولت مالزی بوده و بعد از آن ایران در رتبه دوم قرار دارد (نمودار ۳).

نمودار ۲- تحولات بازار جهانی صکوک از سال‌های ۲۰۰۱ تا ۲۰۰۹ [۲۱]



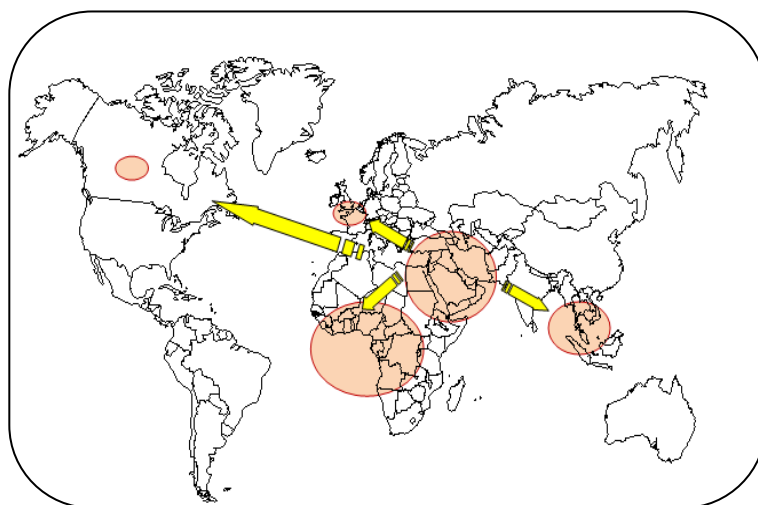
نمودار ۳- مجموع صکوک منتشر شده به تفکیک کشور تا سال ۲۰۰۹ [۲۱]، [۲۷]



۹.۲. چشم‌انداز بازارهای آتی صکوک در جهان

تأمین مالی اسلامی ابتدا به عنوان راهکاری برای تأمین مالی غیرربوی در کشورهای اسلامی مطرح و مورد استفاده قرار گرفت. به دلیل استقبال چشمگیر خریداران مسلمان، بانک‌های کشورهای غیرمسلمان فعال در مناطقی که از این ابزار تأمین مالی استفاده می‌شد نیز در راستای کسب سود بیشتر نسبت به این رویکرد تمایل نشان داده و در حلقه ذی‌نفعان آن قرار گرفتند. با گذشت زمان و اثبات قابلیت‌های این ابزار دامنه جغرافیایی انتشار آن به کشورهای غیرمسلمان نیز گسترش یافت. بر اساس پیش‌بینی‌های مؤسسه S&P استفاده از این ابزار به‌زودی در پنج قاره جهان فراگیر خواهد شد (شکل ۱).

شکل ۱- چشم‌انداز بازارهای آتی صکوک در جهان- [۱۹]



۱۰.۲. وضعیت انتشار صکوک در ایران

پس از تصویب قانون عملیات بانکی بدون ربا در شهریور ۱۳۶۲، علاوه بر عملیات بانکداری متعارف، بهره‌گیری از سایر ابزارهای ربوی نیز ممنوع و بدین ترتیب پرونده استقراض عمومی از طریق انتشار اوراق قرضه بسته شد. با اعلام ممنوعیت انتشار اوراق قرضه، خلأیی در بازار مالی

احساس شد و به دنبال آن کارشناسان فقهی و مالی به طراحی ابزارهای مالی اسلامی جدیدی پرداختند که به طراحی و انتشار اولین اوراق مشارکت در سال ۱۳۷۳ منتهی شد. مطابق آمارهای منتشرشده توسط بانک مرکزی در فاصله سال‌های ۱۳۷۳ تا ۱۳۸۸، بیش از ۳۱ هزارمیلیارد ریال اوراق مشارکت منتشر شده است، بنابراین دولت جمهوری اسلامی ایران در سال ۱۳۷۳ (۱۹۹۴) برای نخستین بار در جهان جهت تأمین مالی طرح‌های عمرانی اقدام به انتشار اوراق بهادار مشارکت منطبق با قوانین اسلامی نمود.

بر اساس بند سیزده ماده هفت قانون اوراق بهادار، مصوب آذرماه سال ۸۴، هیأت‌مدیره سازمان بورس و اوراق بهادار موظف به ارایه پیشنهادات به شورای عالی بورس و اوراق بهادار در راستای به‌کارگیری ابزارهای مالی جدید شد. [۶] کمیته فقهی سازمان بورس اوراق بهادار در اواسط مرداد ماه سال ۱۳۸۶ مجوز ۸ نوع صکوک اجاره بر اساس فقه اسلامی و شیعه را صادر کرد و سازمان مدل عملیاتی این ابزارها را طراحی و به شورای عالی بورس اوراق بهادار پیشنهاد کرد [۷]. و بعد از آن صکوک مرابحه، صکوک رهنی، صکوک جعاله، صکوک استصناع، صکوک مضاربه و صکوک مزارعه و مساقات به تصویب رسیده است. البته هر کدام از این صکوک خود دارای انواعی است که نظر کمیته فقهی برای به‌کارگیری آنها در اکثر موارد مثبت می‌باشد، به‌طوری که در مورد صکوک اجاره چهار نوع آن را مجاز دانسته است: اوراق اجاره به منظور تأمین مالی تهیه دارایی، اوراق اجاره به منظور تأمین نقدینگی، اوراق اجاره جهت تشکیل سرمایه شرکت‌های لیزینگ و اوراق اجاره به منظور تبدیل دارایی‌های اجاره‌ای به اوراق بهادار.

۳. تأمین مالی پروژه محور در بخش بالادستی نفت

در محور دوم مقاله بررسی سیر تحول قراردادهای نفتی کشور از سیستم‌های امتیازی تا قراردادهای خرید خدمت و سپس روند تکاملی آن در همراهی با شاخص‌های تأمین مالی پروژه محور که بستر انتشار صکوک می‌باشد مورد بررسی قرار خواهد گرفت.

۳.۱. سیستم امتیازی

در سال ۱۲۷۹ شمسی امتیازی به نام ویلیام ناکس داری و اگذار شد. در سال ۱۲۸۶ نفت کشف و چند ماه بعد شرکت نفت ایران و انگلیس تاسیس و حقوق این امتیاز به شرکت مزبور

انتقال یافت [۹]. استخراج تجاری نفت در ایران با امتیاز انگلیسی‌ها از سال ۱۲۹۱ آغاز شد. [۱۳] در سال ۱۳۱۲ با تصویب مجلس شورای ملی امتیاز دارسی تعدیل شد. به موجب آن ناحیه امتیاز به یک پنجم تقلیل یافت و درآمد ایران افزایش یافت ولی مدت آن تا سال ۱۳۵۶ تمدید شد.

۳.۲. ملی شدن

در پی اعتراضات مردمی فرآیند ملی شدن صنعت نفت ایران با پیشنهاد مجلس شورای ملی در پی مصوبه مورخ ۱۳۲۹/۱۲/۱۷ به مجلس سنا و تصویب آن در این مجلس در ۲۹ اسفند همان سال شروع و با اعزام سه نفر از اعضای هیأت‌مدیره موقت و جایگزینی پرچم ایران بر فراز شرکت سابق ایران و انگلیس و با نام جدید شرکت ملی نفت ایران در ۲۰ خرداد و ۱۳۳۰ ادامه یافت. [۱۰] نهایتاً روز ۲۹ خرداد ماه ۱۳۳۰ روز تسلط دولت ایران بر تاسیسات نفتی روز خلع ید نام گرفت و اولین اساسنامه شرکت ملی نفت ایران به تصویب دولت رسید، دعاوی انگلیس هم در محافل بین‌المللی به نتیجه نرسید. [۱۱]

۳.۳. قراردادهای پیمانکاری

در سال ۱۳۴۵ اولین تیپ از این نوع قراردادها با شرکت فرانسوی اراپ منعقد شد دومین قرارداد با یک کنسرسیوم اروپایی در سال ۴۸ و سپس در همان سال قرارداد دیگری با کینیتال منعقد شد. در مرداد ماه سال ۱۳۵۳ قانون دوم نفت به تصویب رسید به موجب آن سرمایه‌گذاری خارجی در عملیات بالادستی فقط از راه قرارداد خدمت مجاز بوده پیمانکار خارجی ریسک هزینه‌های اکتشاف را به عهده داشت و تمام عملیات به نام شرکت ملی نفت ایران بود. مقدار نفتی که تعهد فروش آن به پیمانکار داده می‌شد در هیچ حالت بیشتر از پنجاه درصد تولید نبود. براساس ماده ۸ این قانون طرف قرارداد باید برای شروع شرکتی فرعی با تابعیت ایرانی تشکیل داده و در ایران به ثبت برساند و کلیه حقوق و تعهدات مورد قرارداد را به این شرکت واگذار کند. شرکت پیمانکار ایرانی پیمانکار کل خواهد بود.

پس از پیروزی انقلاب اسلامی شورای انقلاب در سال ۵۸ کمیسیونی را مأمور رسیدگی به قراردادهای نفتی کرد نتیجه آن خلع ید کامل بیگانگان از تسلط بر منابع نفتی بود و بهره‌برداری از مخازن نفتی جنوب از طریق مدیریت مناطق نفت خیز در اختیار شرکت ملی نفت قرار گرفت با

فسخ قراردادهای مشارکتی در خلیج فارس، شرکت نفت فلات قاره ایران از زیرمجموعه‌های شرکت ملی نفت در اوایل سال ۵۹ برای توسعه، استخراج و بهره‌برداری از نفت خام و گاز طبیعی در خلیج فارس تأسیس شد. [۲۴]

۳. ۴. بیع متقابل

اولین بار در تبصره ۲۹ قانون برنامه اول توسعه در برنامه‌های توسعه، استفاده از روش معاملات متقابل پیش‌بینی شده است به طوری که در برنامه اول (۷۳-۶۹) به استفاده از این سیستم در بخش صنعت و معدن اشاره شد همچنین برای اولین بار در بند «ب» تبصره ۲۹ بودجه سال‌های ۷۲ و ۷۳ به استفاده از روش بیع متقابل در اجرای پروژه‌های عسلویه، بلال و سیری تصریح شده است. [۹]

اولین قرارداد در این چارچوب در ۲۲ تیرماه ۱۳۷۸ بین شرکت ملی نفت ایران و توتال فرانسه برای توسعه میادین نفتی سیری A و E به امضا رسید. البته در طی سالیان گذشته این نوع از قراردادها تغییرات زیادی داشته به طوری که بعد از اولین قرارداد تا به حال ۳ نوع قرارداد در همین چارچوب طراحی شده است.

غیر از ایران سوریه نیز از این سیستم قراردادی در پروژه‌های نفتی استفاده می‌کند.

۳. ۵. شیوه‌های تأمین مالی بعد از پیروزی انقلاب اسلامی

با پیروزی انقلاب اسلامی و منع مالکیت شرکت‌های خارجی بر منابع نفتی، قراردادهای بیع متقابل راهکار مناسبی در این راستا بود. در این شیوه تأمین مالی به عهده شرکت‌های نفتی پیمانکار بود. با نهایی شدن قانون تشویق و حمایت سرمایه‌گذاری خارجی، سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی^۱ در بخش بالا دستی که منجر به ایجاد مالکیت برای سرمایه‌گذار می‌شد همچنان ممنوع، ولی جذب منابع خارجی در قالب سایر روش‌ها که با تضمین‌های غیردولتی باشد آزاد است. [۱۸-]

[۱۴]

اولین بار تأمین مالی با پشتوانه محصولات خود پروژه در توسعه فازهای ۹ و ۱۰ تا حد محدودی عملی شد. این شروع راهی برای تأمین مالی پروژه محور بود. این روند با تأمین مالی از طریق انتشار اوراق مشارکت ارزی یا صکوک که شبه ربوی بودن را نیز از بین می‌برد در توسعه فازهای ۱۵ و ۱۶ ادامه یافت. قبل از پرداختن به چگونگی تأمین مالی در این فازها تشریح تفاوت تأمین مالی پروژه‌ای و شرکتی لازم به نظر می‌رسد.

۳.۶. شرکت پروژه چیست؟

شرکت پروژه، شرکتی است تک‌منظوره که توسط مالکین شرکت به منظور انجام یک پروژه تشکیل و با اختتام پروژه فعالیت شرکت خاتمه یافته محسوب می‌شود. [۱۲] مالکیت و حق بهره‌برداری از تسهیلات ایجاد شده با مالکین می‌باشد. ذی‌نفعان این نوع شرکت‌ها متعدد، روابط قراردادی پیچیده ولی تخصیص ریسک و هم‌افزایی بین توانایی‌ها و قابلیت‌های شرکا بهینه است.

۳.۷. تأمین مالی پروژه‌ای چیست و تفاوت آن با تأمین مالی شرکتی چیست؟

نوعی از تأمین مالی است که توسط شرکت پروژه انجام می‌شود^۱ و پشتوانه دریافت وام دارایی‌ها و عایدی خود پروژه است و وام‌دهنده برای باز پرداخت حق رجوع به دارایی‌های شرکت مادر (بانی شرکت پروژه) را ندارد و به همین دلیل آن را تأمین مالی خارج ترازنامه‌ای^۲ گویند. دارای دو نوع بدون حق رجوع^۳ و با حق رجوع محدود^۴ است، که در مورد اخیر تحت شرایط خاصی امکان رجوع به دارایی‌های شرکت مادر وجود دارد. در حالیکه در تأمین مالی شرکتی وام‌دهنده به اعتبار شرکت مادر و به پشتوانه مجموع درآمدها و عایدی‌های شرکت اقدام به اعطای تسهیلات می‌نماید. در مورد اخیر به دلیل وجود ریسک‌های کمتر نرخ بازپرداخت تسهیلات اعطایی کمتر و میزان وثایق دریافتی کمتر است. [۱۲]

۱. در تأمین مالی پروژه محور لزوماً SPV تشکیل نمی‌شود.

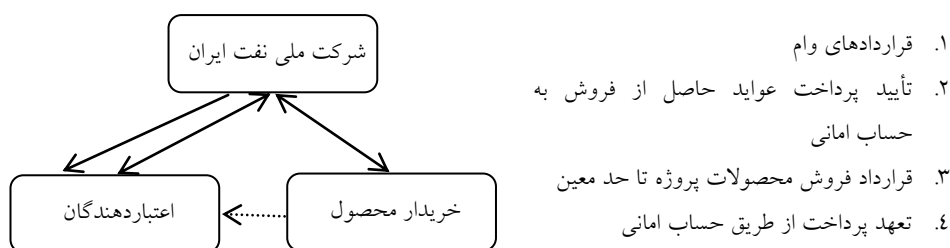
2. Off balance sheet
3. Non Recourse
4. Limited Recourse

۳.۸. تأمین مالی با پشتوانه محصولات پروژه در بخش بالا دستی نفت

مطالعه موردی- توسعه فازهای ۹ و ۱۰ پارس جنوبی

در اجرای فازهای (۹ و ۱۰) شرکت ملی نفت ایران با کنار گذاشتن روش بیع متقابل، خود تأمین مالی و انعقاد قرارداد با پیمانکاران را بر عهده گرفت و اپراتور اجرای این دو فاز شد. بدین منظور شرکت نفت بر مبنای طراحی پایه انجام شده در فازهای (۴ و ۵) به انتخاب پیمانکاران اقدام کرد. برای تأمین مالی این پروژه در چارچوب موافقت‌نامه‌های دوجانبه قسمتی از محصول پروژه در ازای تأمین مالی به گروهی از تأمین‌کنندگان مالی که عمدتاً کشورهای صنعتی عضو OECD هستند منعقد شد. (شکل ۲)

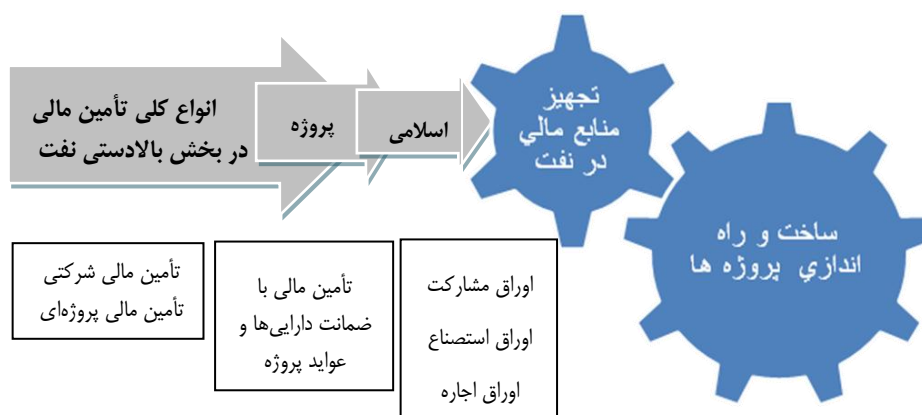
شکل ۲- ارتباط بین سه طرف اصلی در تأمین مالی - [۸]



۴. ابزارهای تأمین مالی پروژه محور اسلامی قابل استفاده در نفت

ابزارهای تأمین مالی پروژه محور اسلامی ضمن هم‌خوانی با اصول تأمین مالی غیرربوی می‌توانند به عنوان ابزاری کارآمد در بخش بالادستی نفت بسترهای لازم برای توسعه را فراهم کنند. (شکل ۳) هدف محور سوم مقاله انتخاب مناسب‌ترین ابزار است. از بین انواع صکوک قابل انتشار سه نوع آن دارای بیشترین قابلیت استفاده در بخش بالادستی نفت هستند: صکوک اجاره^۱، صکوک استصناع و صکوک مشارکت. در این مقاله با توضیح مقدماتی صکوک استصناع و مشارکت تنها صکوک اجاره مورد بررسی قرار خواهد گرفت.

شکل ۳- تأمین مالی پروژه محور اسلامی به عنوان ابزاری مناسب در خدمت توسعه



۴. ۱. صکوک استصناع^۱ (ساخت)

استصناع در باب استفعال از مصدر صنع، به معنی درخواست ساخت است. منظور از استصناع، خرید کالایی است که طبق سفارش خریدار تهیه می‌گردد. در موسوعه جمال عبدالناصر، بیع استصناع چنین تعریف شده است: "قراردادی بر کالای در ذمه که ساخت آن مطابق خصوصیات و شرایط معین شده در قرارداد و در مقابل بهای معین صورت می‌گیرد."

مراد از قرارداد استصناع یا قرارداد سفارش ساخت این است که کسی به نزد صنعتگر بیاید و از او بخواهد که تعدادی از کالاهایی را که می‌سازد به ملکیت او درآورد. در این حال قراردادی میان این دو به امضاء می‌رسد که بر اساس آن صاحب صنعت، کالای مورد توافق را برای او بسازد و مبلغ مورد توافق را دریافت کند.

بنابراین می‌توان گفت صکوک استصناع، اسناد و گواهی‌های دارای ارزش یکسان هستند و برای تجمیع وجوه لازم جهت ساخت کالایی استفاده می‌شوند که تحت تملک دارنده صکوک می‌باشد. ناشر صکوک استصناع، تولیدکننده کالا است. پذیرهنویس آن، خریداران کالای مورد نظر و وجوه جمع‌آوری شده، هزینه ساخت کالا است. [۴]

1. IstisnaSukuk

در پیمان‌هایی که حداقل برون‌سپاری در حد پیمان‌های EPC^۱ و یا با دامنه اختیارات بیشتر باشد استفاده از این روش برای پیمانکار می‌تواند مناسب باشد. در این بررسی تأمین مالی از طریق انتشار صکوک اجاره مورد بررسی قرار می‌گیرد.

۴.۲. صکوک مشارکت^۲

صکوک مشارکت، اسناد و گواهی‌های دارای ارزش یکسان هستند و برای تجمیع وجوه لازم جهت راه‌اندازی طرح‌های جدید، توسعه طرح‌های موجود یا تأمین مالی کسب‌وکارهای مبتنی بر مشارکت استفاده می‌شود. دارندگان صکوک به میزان سهم خود از مشارکت، مالک طرح یا دارایی‌های آن می‌شوند. صکوک مشارکت را می‌توان در بازارهای ثانویه مورد معامله قرار داد. این صکوک بسیار شبیه صکوک مضاربه است. تنها تفاوت موجود بین دو صکوک مشارکت و مضاربه، ساختار ارتباط بین ناشر و دارنده صکوک است. در واقع در صکوک مشارکت، ناشر صکوک کمیته‌ای متشکل از دارندگان صکوک را برای اتخاذ تصمیم‌های سرمایه‌گذاری تشکیل می‌دهد.

همچنین بازدهی صکوک مشارکت مانند صکوک مضاربه و برخلاف صکوک "سلم"، "اجاره" و "استصناع" که بازدهی ثابتی دارند، متغیر است. دو کشور سودان و ایران چنین اوراقی را منتشر کرده‌اند. [۴]

در مورد این نوع صکوک باید گفت از آنجا که بر اساس قانون هر نوع مالکیت غیردولتی در بخش بالادستی نفت ممنوع می‌باشد چنانچه در صدور اوراق ترتیبیاتی اتخاذ شود تا با قوانین مربوطه مغایرت و تضادی نداشته باشد و دارنده اوراق براساس قرارداد منعقد شده تنها در مدت معین سود مشارکت را دریافت کرده و ادعای مالکیت وجود نداشته باشد می‌توان از این نوع صکوک نیز برای تأمین مالی بخش بالادستی نفت استفاده کرد.

1. Engineering, Procurement, Construction
2. Musharaka

۴.۳. صکوک اجاره

صکوک اجاره، نوعی صکوک سرمایه‌گذاری است که بیانگر مالکیت واحدهای سرمایه‌گذاری با ارزش برابر از دارایی‌های بادوام فیزیکی‌ای هستند که به یک قرارداد اجاره، آن‌طور که در شریعت تعریف شده است، پیوند خورده‌اند. در میان محصولات مالی اسلامی، صکوک اجاره یک محصول متمایز به شمار می‌رود که محبوبیت زیادی بین سرمایه‌گذاران مسلمان به دست آورده است. از طرف دیگر ناشران (دولت‌ها و شرکت‌ها) نیز صکوک اجاره را روش مناسبی برای تجهیز منابع می‌دانند. هزینه‌های انتشار صکوک در موارد اولیه بسیار بالا بود، زیرا هنوز هیچ اعتمادی نسبت به این ابزار نوظهور وجود نداشت و بنابراین فرآیند انتشار نیازمند مستندسازی زیاد، رتبه‌بندی توسط مؤسسات رتبه‌بند و تضمین فروش توسط مؤسسات کارگزاری و شرکت‌های تأمین سرمایه بود که مجموع این موارد هزینه‌های انتشار را افزایش می‌داد. اما بعد از اینکه صکوک به عنوان یک ابزار مالی مناسب و قابل اطمینان شناخته شد، این هزینه‌ها کاهش یافت.

۴.۳.۱. ویژگی‌های اصلی صکوک اجاره

در ادامه به برخی از ویژگی‌های قرارداد اجاره که استفاده از آن برای انتشار صکوک را تسهیل می‌کند اشاره می‌شود.

- قرارداد اجاره در مورد فروش دارایی مورد اجاره، برای موجر محدودیتی به وجود نمی‌آورد. یعنی موجر می‌تواند دارایی را بفروشد بدون اینکه به قرارداد اجاره خللی وارد شود زیرا اجاره از عقود لازم است و توسط بیع باطل نمی‌گردد. اگر بیع پس از اجاره واقع شود، اجاره باطل نمی‌شود چون بیع منافاتی با اجاره ندارد؛ زیرا اجاره به منافع تعلق می‌گیرد و بیع به عین، اگر چه در صورت امکان هنگام بیع منافع نیز به تبع عین منتقل می‌شود. نکته‌ای که در اینجا وجود دارد این است که خریدار از وقوع اجاره مطلع باشد.

- اجاره‌بها می‌تواند به صورت هفتگی، ماهانه، سالانه و یا به هر شکل دیگر که مورد توافق طرفین است پرداخت شود.

- برای مدت زمان اجاره هیچ محدودیتی وجود ندارد. قرارداد اجاره می‌تواند تا زمانی که یک دارایی وجود دارد ادامه یابد.

- لزومی ندارد که اجاره‌بها حتماً به صورت وجه نقد پرداخت شود. بلکه هر نوع کالا یا دارایی مالی دیگر نیز می‌تواند به عنوان اجاره‌بها (با توافق طرفین) پرداخت شود.
- استقلال مالکیت: افرادی که در مالکیت یک عین‌الاجاره شریک هستند هر طور که بخواهند به صورت فردی یا جمعی می‌توانند دارایی خود را به مالکان جدید بفروشند.
- نیاز نیست که جریان سودهای منفعت مالی الزاماً منطبق با زمان‌بندی بازپرداخت‌های اجاره باشد. همچنین نیاز نیست که عین دارایی قرارداد اجاره در زمان قرارداد موجود باشد.
- مخارج نگهداری مربوط به ویژگی‌های اصلی دارایی به عهده‌ی مالک است، در حالی که هزینه‌های نگهداری مربوط به عملیات با آن بر عهده‌ی مستأجر است.
- قرارداد اجاره برای به‌کارگیری در قالب فرآیند تبدیل شدن به اوراق بهادار مناسب است. ایده‌ی اوراق قرضه‌ی اجاره برخاسته از توانایی تبدیل مال‌الاجاره به دارایی‌های مالی است.
- طی شرط ضمن عقد بیع، شرکت خاص منظوره متعهد می‌گردد دارایی خریداری شده را به بانی اجاره دهد.

۴.۳.۲. ریسک‌های صکوک اجاره

- ریسک جمع‌آوری وجوه نقد به میزان لازم جهت خرید دارایی
- ریسک سوء استفاده واسط از پول دریافتی
- ریسک عدم فروش کالا به واسط
- ریسک عدم اجاره کالا توسط مصرف‌کننده
- ریسک از بین رفتن کلی یا جزئی دارایی
- ریسک هزینه‌های دارایی مورد اجاره
- ریسک عدم پرداختی به موقع اجاره بها

۴.۳.۳. نقش شرکت خاص منظوره در فرآیند تأمین مالی از طریق انتشار صکوک اجاره:

شرکت خاص منظوره یا واسط یا ناشر که در ادبیات تأمین مالی بین‌المللی SPV^۱ نامیده می‌شود شرکتی است که تنها با هدف اجرای فرآیند صکوک ایجاد شده و در پایان این فرآیند فعالیت آن خاتمه یافته محسوب می‌شود، به همین دلیل بیشتر از اصطلاح شرکت خاص منظوره، شرکت با مقصد خاص و یا شرکت تک منظوره استفاده می‌شود. همان‌طور که در شکل ۴ دیده می‌شود این شرکت حلقه مشترک همه ذی‌نفعان درگیر در فرآیند انتشار صکوک است.

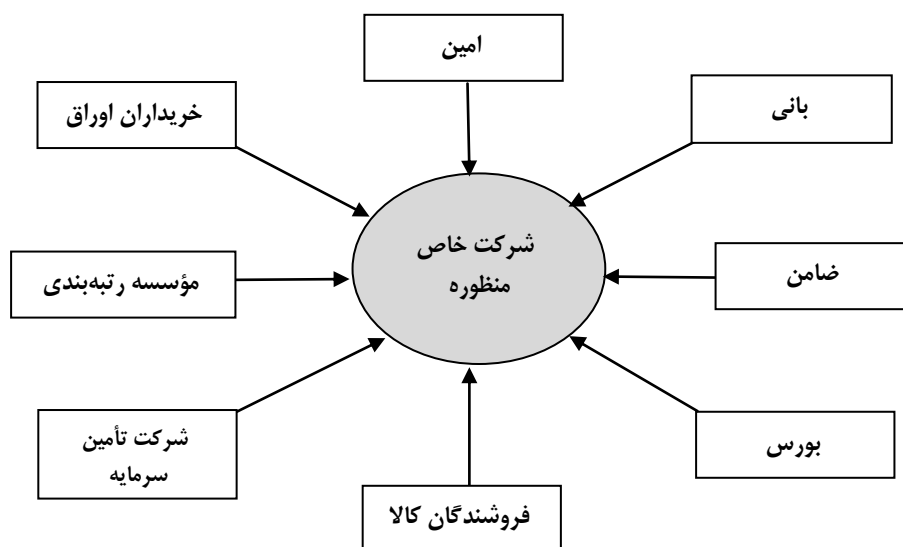
۵. تبیین مدل صکوک اجاره جهت تأمین مالی پروژه محور در بخش بالادستی نفت

قبل از توضیح فرآیند کلی اشاره به ویژگی‌های خاص بخش بالادستی برای تأمین مالی از طریق انتشار صکوک اجاره برای تمایز و انتخاب گزینه‌های قابل جایگزینی در طی فرآیند الزامی است. مهم‌ترین آنها عبارتند از:

- در تأمین مالی بخش بالا دستی نفت دارایی مورد نیاز قابل تقسیم نیست لذا برای موفقیت اجرای طرح باید کل منابع مورد نیاز تأمین شود و با فراهم شدن قسمتی از منابع نمی‌توان برای مدیریت جریان نقدی ورودی و بازپرداخت اقساط برنامه‌ریزی کرد. بنابراین شرکت تأمین سرمایه باید از طریق پذیره‌نویسی منابع را تأمین کند و نباید ریسک عدم تکافوی منابع را بواسطه استفاده از روش بهترین تلاش بپذیرد.

- پروژه‌های بخش بالادستی نفت معمولاً دارای سه قسمت عمده هستند: طراحی، خرید تجهیزات و ساخت است که قسمت عمده آن در بر گیرنده تدارکات و تجهیزات بوده که هم از نظر مالی حدود ۷۰٪ کل رقم پروژه است و هم در داخل کشور تکنولوژی و یا گواهی‌نامه‌های تولید آن وجود ندارد، بنابراین در مدل پیشنهادی فروشنده از بانی جداست. به عبارتی بانی نیازمند تملک دارایی است و خود از قبل آن را در اختیار ندارد تا در فرآیند صکوک اجاره آن را صرفاً برای تأمین مالی مورد استفاده قرار دهد. برای تبیین بهتر مدل، فرآیند به سه مرحله تفکیک شده است:

شکل ۴- نقش محوری شرکت خاص منظوره در فرآیند تأمین مالی از طریق انتشار صکوک اجاره



الف-۵) از مرحله تاسیس تا تملک دارایی

۱. توافق قیمت بین بانی و فروشنده: بانی شخصیتی حقوقی بوده که هدف اصلی انتشار اوراق، تأمین مالی و یا تأمین دارایی مورد نیاز آن می‌باشد در اینجا بانی شرکت ملی نفت ایران یا یکی از زیرمجموعه‌های مستقل در بخش بالادستی نفت خواهد بود و فروشنده یک یا مجموعه‌ای از سازندگان تجهیزات این بخش خواهد بود.

۲. بانی اقدام به انتخاب امین می‌کند: امین شخصیتی حقوقی و مورد تأیید سازمان بورس و اوراق بهادار بوده و در نقش نماینده سرمایه‌گذاران (خریداران اوراق) بر کلیه امور نظارت داشته و در صورت نیاز اعمال نظر می‌کند. امین می‌تواند یکی از بانک‌ها، بیمه‌ها یا مؤسسات مالی معتبر باشد.

۳. بانی در فرآیند تعیین قیمت حضور داشته و نهایتاً تأییدیه قیمت پیشنهادی فروشنده را به بانی ابلاغ می‌کند.

۴. امین اقدام به تاسیس شرکت خاص منظوره می‌کند.

۵ و ۶. شرکت خاص منظوره امیدنامه وسایر مدارک لازم را برای دریافت مجوز انتشار به سازمان بورس و اوراق بهادار ارایه و مجوزهای مربوطه را دریافت می‌کند.

۷ و ۸. شرکت خاص منظوره از مؤسسه ذیصلاح و مورد تأیید سازمان درخواست رتبه‌بندی می‌کند که با توجه به معیارهای سنجش ریسک منجر به رتبه‌بندی اعتباری اوراق می‌شود. شایان ذکر است که برای تأمین مالی بین‌المللی رتبه‌بندی الزامی است در حالی‌که به دلیل ریسک بالای کشوری ایران برای این قسمت از فرآیند چندان تمایلی وجود ندارد.

۹. شرکت خاص منظوره با انتخاب شرکت تأمین سرمایه عملیات انتشار را به این شرکت واگذار می‌کند: شرکت تأمین سرمایه بسته به حجم منابع مورد نیاز می‌تواند یک بانک یا مؤسسه مالی اعتباری (یا مجموعه‌ای از آنها) باشد.

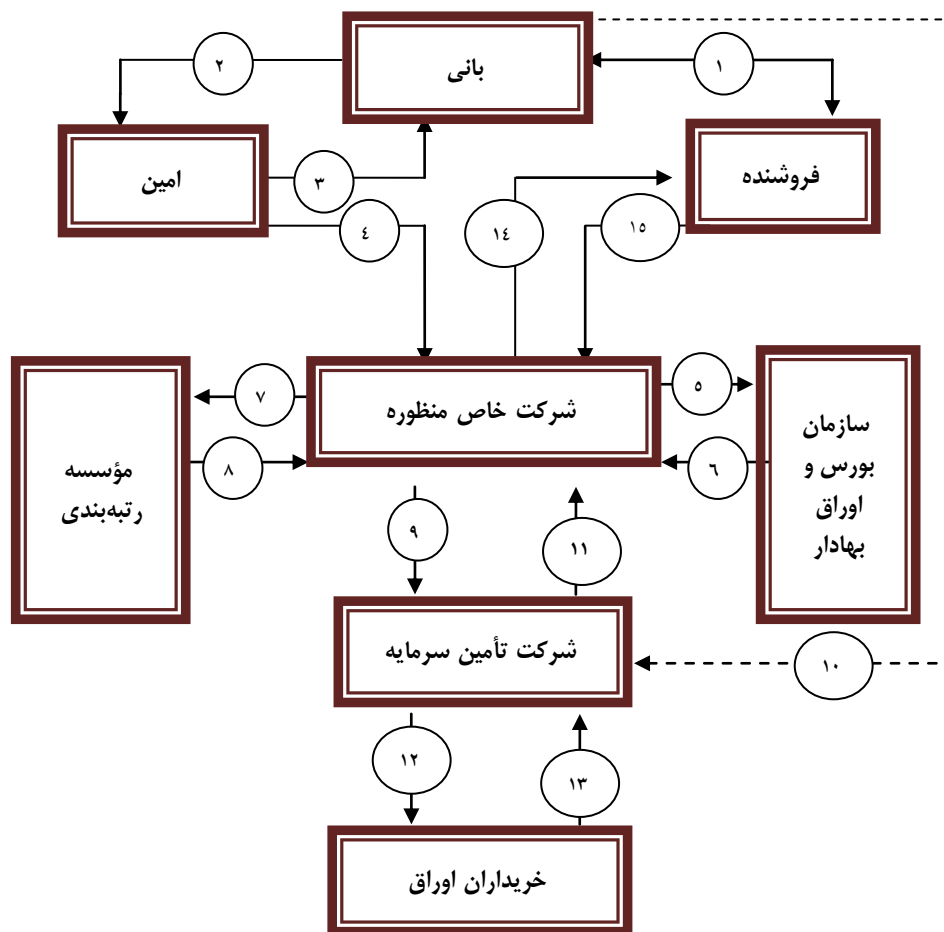
۱۰ و ۱۱. از آنجا که برای اجرای موفق پروژه‌های بخش بالادستی نفت در چارچوب هزینه، زمان و کیفیت و تولید محصول نهایی قابل فروش باید کلیه منابع لازم فراهم شود، بنابراین شرکت تأمین سرمایه قبل از تأمین تدریجی منابع مالی از محل فروش اوراق از طریق تعهد به پذیره‌نویسی باید آن را یک‌جا از منابع خود به شرکت خاص منظوره پرداخت نماید. بنابراین شرکت تأمین سرمایه با ریسک عدم فروش اوراق مواجه خواهد شد. پیشنهاد نگارنده تضمین فروش اوراق توسط بانی است. (در مدل عمومی تأمین مالی از طریق انتشار صکوک اجاره مصوب سازمان بورس و اوراق بهادار این قسمت وجود ندارد)

۱۲ و ۱۳. شرکت تأمین سرمایه با عرضه اوراق به خریداران به تدریج وجوه حاصله را جمع‌آوری می‌نماید.

۱۴ و ۱۵. شرکت خاص منظوره با پرداخت وجوه به فروشنده کالا و اسناد مالکیت را دریافت می‌کند.

این فرآیند در نمودار ۴ آمده است.

نمودار ۴- فرآیند تأمین مالی در بخش بالادستی نفت از طریق صکوک اجاره- از مرحله تأسیس شرکت خاص منظوره تا تملک دارایی



ب- ۵) از تملک تا اجاره دارایی

۱. شرکت خاص منظوره اسناد مالکیت را به امین به عنوان نماینده خریداران اوراق واگذار می‌کند.

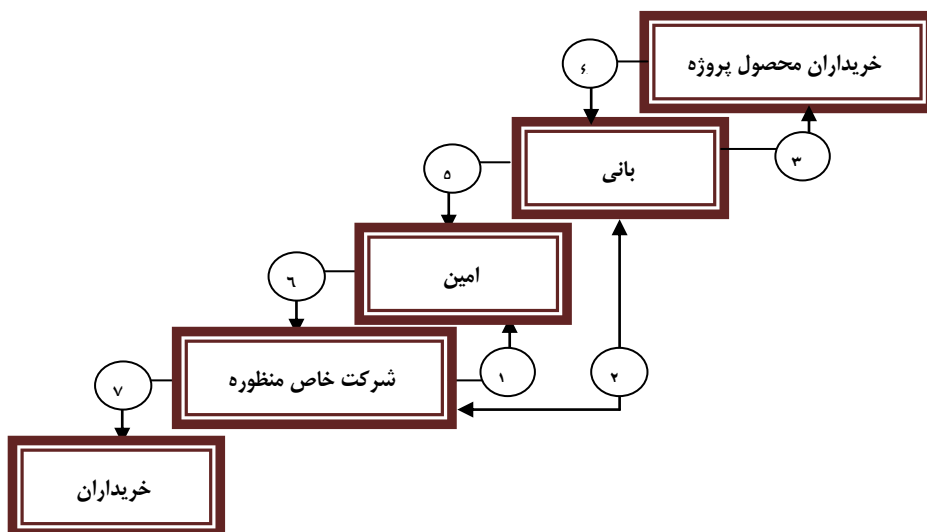
۲. شرکت خاص منظوره قرارداد اجاره را با بانی منعقد و کالا را تحویل می‌دهد.

۳ و ۴. بانی با فروش محصول نهایی جریان نقدی ورودی ایجاد می‌کند.

۵ و ۷. بانی در سررسیدها اقساط را به امین پرداخت کرده و نهایتاً بعد از کسورات تعیین شده مبلغ نهایی توسط شرکت خاص منظوره یا از طریق شرکت تأمین سرمایه به دارندگان اوراق پرداخت می‌شود.

این فرآیند در نمودار ۵ آمده است.

نمودار ۵- فرآیند تأمین مالی در بخش بالادستی نفت از طریق صکوک اجاره- از تملک تا اجاره دارایی



ج-۵) بعد از پایان مدت اجاره (مالکیت دارایی)

بعد از پایان مدت قرارداد اجاره بسته به نوع قرارداد حالات متفاوتی برای تملک دارایی مورد اجاره به وجود خواهد آمد:

۱. قرارداد اجاره از نوع اجاره عادی باشد:

۱.۱. در صورت توافق بانی با شرکت خاص منظوره دارایی در قبال مبلغ معینی به بانی واگذار می‌شود.

۱.۲. در غیر این صورت دارایی پس از تحویل به شرکت خاص منظوره به قیمت کارشناسی به فروش می‌رسد

در هر دو حال مبلغ فروش پس از کسر کارمزد به دارندگان اوراق (در قبال برگه‌های صکوک) داده می‌شود.

۲. قرارداد اجاره با شرط اختیار فروش برای سرمایه‌گذاران (خریداران اوراق) باشد.

در شروط ضمن عقد دارندگان اوراق مختار به فروش دارایی به بانی یا غیر آن هستند که در حالت اول بانی ملزم به خرید است. در این نوع قرارداد ریسک سرمایه‌گذار برای دریافت اصل مبلغ سرمایه‌گذاری شده از بین خواهد رفت.

۳. قرارداد با شرط اختیار فروش برای بانی (اجاره‌کننده) باشد.

در شروط ضمن عقد بانی مختار به خرید دارایی از دارندگان اوراق در پایان مدت اجاره است که در صورت اراده بانی، خریداران ملزم به فروش آن به بانی هستند. در این نوع قرارداد ریسک بانی برای تملک دارایی بعد از اتمام مدت قرارداد اجاره از بین خواهد رفت.

۴. قرارداد اجاره از نوع اجاره به شرط تملیک (اجاره سرمایه‌ای) باشد.

در پایان مدت قرارداد اجاره، دارایی به تملک بانی درمی‌آید که به دو صورت می‌تواند باشد:

۴.۱. تملک مجانی: زمانی که مبلغ اقساط دریافتی علاوه بر مبلغ اجاره در برگیرنده قیمت اصل دارایی نیز باشد.

۴.۲. تملک غیر مجانی: واگذاری در قبال مبلغ تعیین شده در ابتدا، قیمت کارشناسی روز یا کسری از آن که در هر حالت باید مورد تأیید امین باشد. این حالت زمانی اتفاق می‌افتد که بانی در پایان مدت اجاره ورودی مالی زیادی داشته باشد و در طی مدت اجاره مبالغ اقساط کم باشد.

در پروژه‌های بخش بالادستی نفت از آنجا که تجهیزات در پروژه باقی خواهند ماند باید تملک آنها با بانی باشد، بنابراین تنها استفاده از قرارداد اجاره نوع چهارم مقدور خواهد بود.

۶. نتیجه‌گیری

۱. توسعه پروژه‌های بخش بالادستی منجر به افزایش درآمدهای ارزی می‌شود، بنابراین

سرمایه‌گذاری در این بخش امری اجتناب‌ناپذیر است.

۲. برای توسعه پروژه‌های بخش بالادستی اعتبارات دولتی کفایت نکرده و نیازمند جذب

نقدینگی از خارج سیستم می‌باشد.

۳. نظر به وجود محدودیت‌های شرعی و قانونی در این بخش برای استفاده از همه سیستم‌های قراردادی و تأمین مالی از یک سو و تشدید تحریم‌های بین‌المللی از سوی دیگر توجه جدی به راهکارهای جایگزین تأمین مالی لازم به نظر می‌رسد.
۴. ابزارهای تأمین مالی پروژه محور اسلامی ضمن هم‌خوانی با اصول تأمین مالی غیرربوی و سبک کردن بار تعهدات دولتی با تکیه بر دارایی‌های پروژه می‌توانند به عنوان ابزاری کارآمد در بخش بالادستی نفت بسترهای لازم برای توسعه را فراهم کنند.
۵. در سال‌های اخیر زیرساخت‌های قانونی لازم برای استفاده از رویه‌های تأمین مالی اسلامی فراهم شده و در بودجه مصوب سال جاری تأمین قسمتی از منابع از همین محل در نظر گرفته شده است.
۶. در بخش بالادستی نفت سه نوع صکوک اجاره، استصناع و مشارکت بیشترین قابلیت استفاده را دارند. ابزارهای مالی اسلامی - تبدیل دارایی‌ها به اوراق بهادار از طریق انتشار صکوک تبدیل به اوراق بهادار کردن دارایی‌ها^۱ یکی از ابزارهایی است که در زمینه تأمین مالی در سال‌های اخیر مورد توجه قرار گرفته است و انتشار صکوک یکی از راه کارهای مناسب برای این منظور می‌باشد.
۷. برای فروش خارجی اوراق رتبه‌بندی آنها امری اجتناب‌ناپذیر است. از طرفی قیمت اوراق رابطه مستقیمی با رتبه آنها دارد، بنابراین افزایش شاخص‌های امنیت سرمایه‌گذاری و حفظ ثبات در قوانین مصوب و رویه‌های اجرایی به عنوان مهمترین ارکان کاهنده ریسک کشوری در راستای افزایش قابلیت فروش اوراق لازم است.
۸. در رویکرد صکوک اجاره شرکت تأمین سرمایه باید از طریق پذیره‌نویسی منابع را تأمین کند و نباید ریسک عدم تکافوی منابع را بواسطه استفاده از روش بهترین تلاش بپذیرد.
۹. از آنجا که در پروژه‌های بخش بالادستی نفت تجهیزات در پروژه باقی خواهند ماند در رویکرد صکوک اجاره، باید تملک آنها با بانی باشد، بنابراین تنها استفاده از قرارداد اجاره‌ای که در پایان مدت تملک دارایی را به بانی واگذار می‌کند مجاز است.

۱۰. تضمین فروش اوراق و همچنین تضمین بازپرداخت‌ها از مهمترین ارکان فرآیند انتشار صکوک اجاره و وجه تمایز تأمین مالی شرکتی و پروژه‌ای می‌باشد. بنابراین نوع تضمین و ضامن تعیین‌کننده نوع تأمین مالی است که هر کدام ویژگی‌های خاص خود را دارند.

پیشنهادهای

عملیاتی‌سازی رویکرد صکوک اجاره در بخش بالادستی نفت، نیازمند تعریف دقیق فرآیند، تعیین دقیق نیازها، خواسته‌ها و ارکان سیستم است. بنابراین برای تکمیل و کاربردی ساختن مدل موارد زیر جهت تحقیقات آتی پیشنهاد می‌گردد:

۱. تأسیس شرکت واسط توسط امین تابع چه ضوابطی است؟
۲. آیا قابلیت رتبه‌بندی اوراق توسط موسسات بین‌المللی رتبه‌بندی وجود دارد؟
۳. تعیین شرکت تأمین سرمایه با چه معیاری باشد؟
۴. ویژگی‌های شرکت واسط برای ایجاد حلقه ارتباطی بین ذی‌نفعان چیست؟
۵. ریسک‌های این نوع تأمین مالی مخصوصاً ریسک ناشی از عدم فروش اوراق چگونه مدیریت خواهد شد؟
۶. آیا عقود مورد استفاده در این فرآیند مخصوصاً انتقال مالکیت منافع دارایی به صاحبان اوراق با اصول فقهی شیعه سازگار است؟
۷. نرخ اجاره دارایی چگونه تعیین می‌شود؟
۸. کارمزد معقول امین برای ارائه خدمات چگونه تعیین می‌شود؟
۹. تضمین بازپرداخت تحت چه چارچوبی خواهد بود؟

مراجع

۱. هاشمی سید عباس^۱ ابراهیمی محمد. ممنوعیت بهره ابزارهای مالی اسلامی و توسعه اقتصادی. دومین کنفرانس بین‌المللی توسعه نظام تأمین مالی در ایران، ۱۳۸۸
۲. نجفی، مهدی. بررسی فرآیند تأمین مالی از طریق انتشار اوراق صکوک، پایان نامه کارشناسی ارشد دانشکده معارف اسلامی و مدیریت دانشگاه امام صادق (ع)، ۱۳۸۵.
۳. موسویان عباس، احکام فقهی اوراق بهادار، پایان نامه سطح چهار حوزه علمیه قم، ۱۳۸۴
۴. رضویسید روح ا.، پهلوان حمید. اوراق صکوک: تعریف، انواع و ساختار. مدیریت پژوهش، توسعه و مطالعات اسلامی. سازمان بورس و اوراق بهادار
۵. موسویان سید عباس، کریمی مجتبی. بررسی فرآیند تأمین مالی از طریق انتشار اوراق اجاره. دومین کنفرانس بین‌المللی توسعه نظام مالی در ایران. تهران ۱۳۸۸
۶. قانون بازار اوراق بهادار جمهوری اسلامی ایران
۷. قربانعلی زاده لطره محمد. صکوک ابزار مالی جدید. تالار گفتگوی تخصصی حسابداری. ۱۶ اردیبهشت ۱۳۸۷
۸. کریم زاد گاناسفندیار. گزارش همایش تأمین مالی بین‌المللی در پروژه‌های زیر ساختی. جلد دو، دانشگاه شریف، ۱۳۸۵
۹. کاشانی سید صادق. توسعه میادین نفت و گاز ساختارها و رویکردهای اجرای پروژه. مرکز پژوهشهای مجلس، تهران، ۱۳۸۸
۱۰. مکی حسین. خلع ید. بنگاه ترجمه و نشر کتاب، تهران، ۱۳۶۰
۱۱. مدنی سید جلال الدین. تاریخ سیاسی معاصر ایران، جلد ۱. دفتر انتشارات اسلامی، تهران، ۱۳۶۱
۱۲. حدادی جواد، کشتیابان یاسر و سایرین. تأمین مالی پروژه محور از دیدگاه بانک‌های ایرانی فرصت یا تهدید. دومین کنفرانس بین‌المللی نظام تأمین مالی در ایران. تهران ۱۳۸۸
۱۳. زادمهر حسینعلی. کنگره سراسری نفت و توسعه پایدار. ابانماه ۷۸، تهران
۱۴. قانون تشویق و حمایت از سرمایه‌گذاری خارجی مورخ ۱۳۸۱/۳/۴ مجمع تشخیص مصلحت نظام
۱۵. این نامه اجرایی قانون تشویق و حمایت از سرمایه‌گذاری خارجی مورخ ۱۳۸۱/۳/۴ مجمع تشخیص مصلحت نظام
۱۶. سیاست‌های کلی اصل ۴۴ قانون اساسی جمهوری اسلامی ایران
۱۷. قانون حداکثر استفاده از توان فنی مهندسی، تولیدی و صنعتی و اجرایی کشور در اجرای پروژه‌ها

و ایجاد تسهیلات به منظور صدور خدمات مصوب ۱۳۷۵/۱۲/۲۲
۱۸. قانون برنامه اول توسعه و بودجه سال‌های ۷۲ و ۷۳ کل کشور

19. Mohamed Damak. Islamic Finance:S&P General Views and Ratings Approach. McGraw Hill,2009
20. Accounting and Auditing Organization For Islamic Financial Institutions, Shari'a Standard No. (17): Investment Sukuk, 2004
21. Islamic finance outlook 2010. Standard & Poor's. McGraw Hill,2009
22. The Sukuk market has continued to progress in 2009 despite some roadblocks - Sept. 2009
23. [www. standardandpoors. com](http://www.standardandpoors.com)
24. www. nioc. ir
25. www. iooc. co. ir
26. www. naftnews. net
27. www. cbi. ir