



پردیس فارابی دانشگاه تهران

دانشکده حقوق

بررسی حقوقی – فقهی اوراق سلف نفتی در تأمین مالی پروژه‌های نفتی

با مطالعه نهادهای مشابه خارجی

نگارنده:

هادی رحمانی

استاد راهنما:

دکتر عبدالحسین شیروی

اساتید مشاور:

دکتر سیدعباس موسویان، دکتر سید علی محمد یشربی

رساله برای دریافت درجه‌ی دکتری در رشته‌ی حقوق خصوصی

دی ماه ۱۳۹۷

ایمان حجت



پردیس فارابی دانشگاه تهران

بنام خدا

صورتجلسه دفاعیه رساله دوره دکتری

دانشکده حقوق پردیس فارابی

شماره:
تاریخ:
پست:

با عنایت به آئین نامه آموزشی دوره دکتری و مصوبه مورخ ۱۳۸۲/۲/۱۷ شورای تحصیلات تکمیلی دانشگاه، جلسه دفاعیه رساله دکتری آقای هادی رحمانی دانشجوی دوره دکتری در رشته حقوق خصوصی به شماره دانشجویی ۲۲۰۲۹۳۰۱۲ در تاریخ ۱۳۹۷/۱۰/۱۲ در محل پردیس فارابی با عنوان: « بررسی حقوقی - فقهی اوراق سلف نفتی در تامین مالی پروژه های نفتی با مطالعه نهادهای مشابه خارجی » با حضور هیأت داوران تشکیل شد و بر اساس کیفیت رساله، ارائه دفاعیه و نحوه پاسخ به سوالات، رأی نهایی به شرح ذیل اعلام گردید:

| | | | | | |
|--------------------------|--------------------------|--------------------------|------------------------------------|-------------------------------------|--------------------------|
| <input type="checkbox"/> | رساله مورد قبول نمی باشد | <input type="checkbox"/> | رساله با اصلاحات مورد قبول می باشد | <input checked="" type="checkbox"/> | رساله مورد قبول می باشد. |
| | ۱۹۱۵ | | نمره رساله | | ۱۸ |
| | تعداد واحد رساله | | درجه رساله | | |
| | عالی | | | | |

| ردیف | مشخصات هیات داوران | نام و نام خانوادگی | رتبه دانشگاهی | دانشگاه یا موسسه | امضاء |
|------|--------------------------------------|--------------------------|---------------|--------------------------------|-------|
| ۱ | استاد راهنما: | دکتر عبدالحسین شیروی | استاد | پردیس فارابی | |
| ۲ | استاد مشاور: | دکتر سید عباس موسویان | استاد | پژوهشگاه فرهنگ و اندیشه اسلامی | |
| ۳ | استاد مشاور: | دکتر سید علی محمد یثیری | دانشیار | پردیس فارابی | |
| ۴ | استاد داور (خارج دانشگاه): | دکتر محمود حکمت نیا | استاد | پژوهشگاه فرهنگ و اندیشه اسلامی | |
| ۵ | استاد داور (خارج دانشگاه): | دکتر علیمحمد حکیمیان | استادیار | پژوهشگاه حوزه و دانشگاه | |
| ۶ | استاد داور: | دکتر سید علی علوی قزوینی | دانشیار | پردیس فارابی | |
| ۷ | استاد داور و نماینده تحصیلات تکمیلی: | دکتر محمد ساردوئی نسب | استادیار | پردیس فارابی | |

رئیس دانشکده حقوق: دکتر احمد حاجی مهدی
 معاونت آموزشی و تحصیلات تکمیلی: دکتر مهدی ذاکری
 معاونت آموزشی و تحصیلات تکمیلی: دکتر مهدی ذاکری
 معاونت آموزشی و تحصیلات تکمیلی: دکتر مهدی ذاکری

نشانی: قم - ابتدای جاده قدیم تهران - بعد از پل یاد سافری - پردیس فارابی دانشگاه تهران
 تلفن: ۰۲۵-۳۶۱۶۶۱۰۰ / ۰۲۵-۳۶۶۴۴۰۸۱
 کد پستی: ۳۷۱۸۱۱۷۴۶۹ / صندوق پستی: ۳۵۷
 Website: http://farabi.ut.ac.ir / Email: farabi@ut.ac.ir

تاریخ
شماره
پیوست

جمهوری اسلامی ایران
دانشگاه تهران



(گرم پ - ۳۲۱)

باسمه تعالی

تعهد نامه اصالت اثر

اینجانب **هادی رحمانی** متعهد می شوم که مطالب مندرج در این پایان نامه/ رساله حاصل کار پژوهشی اینجانب است و به دستاوردهای پژوهشی دیگران که در این پژوهش از آنها استفاده شده است، مطابق مقررات ارجاع و در فهرست منابع و مآخذ ذکر گردیده است. این پایان نامه / رساله قبلاً برای احراز هیچ مدرک هم سطح یا بالاتر ارائه نشده است. در صورت اثبات تخلف (در هر زمان) مدرک تحصیلی صادر شده توسط دانشگاه از اعتبار ساقط خواهد شد. کلیه حقوق مادی و معنوی این اثر متعلق به پردیس/دانشکده / مرکز دانشگاه تهران می باشد.

نام و نام خانوادگی دانشجو

امضاء و تاریخ

تقدیم به

همسرم الهام

که صبورانه تیرگی هایم را تاب می آورد

با تشکر از:

✓ استاد راهنمای گرانقدر جناب آقای دکتر عبدالحسین شیروی

✓ اساتید مشاور آقایان دکتر سیدعباس موسویان و دکتر سید علی محمد یثربی

چکیده

استفاده‌ی حداکثری از مخازن مشترک نفتی با کشورهای همسایه در گرو توسعه‌ی بخش بالادستی صنعت نفت از طریق تأمین مالی مناسب می‌باشد. یکی از شیوه‌های تأمین مالی که در برنامه‌ی پنجم توسعه پیش‌بینی شده بود، استفاده از صکوک بود. در این راستا سازمان بورس و اوراق بهادار برای نخستین بار مبادرت به طراحی اوراق سلف نفتی نموده است تا با فروش نفت به مردم مبادرت به جمع‌آوری وجوه نماید. متأسفانه، موانعی از قبیل ممنوعیت فروش مبیع سلف پیش از سررسید، در مسیر این نهاد نوپا وجود داشته است که باعث شده تأمین مالی از طریق اوراق سلف نفتی با تأخیر بسیار زیادی از زمان طراحی این اوراق، در سال ۹۴ برای نخستین بار محقق گردد و از این زمان به بعد این اوراق در چندین نوبت منتشر گردد. با وجود این، حکم ممنوعیت فروش مبیع سلف پیش از سررسید هنوز دقیقاً مورد اتفاق متخصصین امر واقع نشده است.

در این تحقیق با مطالعه در ماهیت اوراق سلف نفتی و نهادهای مشابه خارجی، بدین مسأله پرداخته ایم که تا چه حدودی و تحت چه شرایطی بکارگیری اوراق سلف نفتی در تأمین مالی قراردادهای بالادستی صنعت نفت در نظام حقوقی ایران امکان‌پذیر است. در این راستا ماهیت نهاد تبدیل‌داری به اوراق بهادار بررسی شده و با اوراق سلف نفتی مقایسه شده و نقش این دو نهاد در تأمین مالی قراردادهای بالادستی مورد بررسی قرار گرفته است و در نهایت شرایط انتقال اوراق سلف در بازار ثانوی و شیوه‌های ایجاد این بازار مورد بررسی قرار گرفته است. نتیجه‌ی مطالعات نشان می‌دهد که فروش مبیع سلف پیش از سررسید در فقه شیعه و اهل تسنن ممنوع می‌باشد. همچنین بدین نتیجه دست یافته ایم که اوراق سلف نفتی از نوع اوراق بهادار با پشتوانه‌ی داری می‌باشند که با استفاده از قرارداد اختیار معامله می‌توان ریسک آن‌ها را پوشش داد و در تأمین مالی قراردادهای نفتی آن‌ها را بکار گرفت. در نهایت روش ترکیب سلف موازی با حواله و قائل شدن وصف تجریدی برای اوراق سلف نفت به عنوان دو روش برای ایجاد بازار ثانوی تأیید شده اند که البته روش ترکیب سلف موازی و حواله ریسک شریعت کمتری دارد و با وجود آن نیازی به قول به وصف تجریدی احساس نمی‌گردد.

واژگان کلیدی

اوراق سلف نفتی، تبدیل‌داری به اوراق بهادار، اوراق بهادار با پشتوانه‌ی داری، تأمین مالی صنعت نفت

فهرست مطالب

| | |
|----|----------------------------------|
| ۱ | مقدمه |
| ۱ | الف) بیان مسأله |
| ۱۰ | ب) ادبیات موضوع و پیشینه‌ی تحقیق |
| ۱۴ | ج) سؤالات تحقیق |
| ۱۴ | ۱- سؤال اصلی تحقیق |
| ۱۵ | ۲- سؤالات فرعی |
| ۱۵ | د) فرضیه‌های تحقیق |
| ۱۵ | ه) اهداف تحقیق |
| ۱۶ | و) روش تحقیق |

بخش نخست: تأمین مالی از طریق اوراق سلف و تبدیل دارایی به اوراق بهادار

| | |
|----|--|
| ۱۹ | فصل نخست: عقد سلف و شرایط بگاریگری آن در اوراق سلف نفتی |
| ۲۱ | مبحث نخست: عقد سلف |
| ۲۱ | گفتار نخست: معنای لغوی سلف |
| ۲۲ | گفتار دوم: معنای اصطلاحی سلف |
| ۲۵ | مبحث دوم: مشروعیت سلف و شرائط آن |
| ۲۵ | گفتار نخست: مشروعیت عقد سلف در فقه امامیه |
| ۲۶ | گفتار دوم: مشروعیت عقد سلف از دیدگاه فقهای اهل تسنن |
| ۲۷ | گفتار سوم: شرائط صحت عقد سلف |
| ۲۸ | بند نخست: ذکر جنس مورد معامله |
| ۲۸ | بند دوم: ذکر وصف مورد معامله |
| ۲۸ | بند سوم: قبض ثمن قبل از تفرق و پرداخت کل ثمن هنگام معامله و ادله‌ی فقهی آن |
| ۳۲ | بند چهارم: مشخص بودن مقدار کالای موضوع سلف و ثمن آن (تقدیر ثمن و مسلم فیه) |
| ۳۲ | بند پنجم: تعیین سررسید تحویل کالا |

- بند ششم: قدرت بر تحویل کالا در سررسید و تعذر تسلیم کالا ۳۳ _____
- بند هفتم: شرایط مسلم فیه ۳۴ _____
- مبحث سوم: اوراق سلف ۳۵ _____
- گفتار نخست: تعاریف و تاریخچه‌ی اوراق سلف ۳۵ _____
- بند نخست: تعاریف مرتبط با اوراق سلف ۳۵ _____
- الف) قرارداد سلف استاندارد ۳۵ _____
- ب) قرارداد سلف موازی ۳۶ _____
- ج) قرارداد سلف موازی استاندارد ۳۷ _____
- بند دوم: تاریخچه‌ی اوراق سلف ۳۸ _____
- گفتار دوم: دارایی پایه در اوراق سلف و ملاک‌های انتخاب آن ۴۰ _____
- گفتار سوم: محدودیت‌های انتشار اوراق سلف ۴۱ _____
- گفتار چهارم: فواید و کاربردهای اوراق سلف ۴۲ _____
- بند نخست: تأمین مالی بنگاه‌های اقتصادی ۴۲ _____
- الف) تأمین مالی کوتاه مدت ۴۳ _____
- ب) تأمین مالی بلند مدت ۴۴ _____
- بند دوم: جبران کسری بودجه ۴۴ _____
- بند سوم: پوشش ریسک ۴۵ _____
- بند چهارم: کشف قیمت ۴۶ _____
- بند پنجم: ابزار سیاست پولی برای عملیات بازار آزاد ۴۷ _____
- مبحث چهارم: بررسی تحلیلی مدل‌های عملیاتی اوراق سلف ۴۸ _____
- گفتار نخست: مدل عملیاتی عمومی اوراق سلف ۴۸ _____
- گفتار دوم: مدل عملیاتی اوراق سلف دولت بحرین ۵۰ _____
- گفتار سوم: مدل عملیاتی سلف موازی نفت در ایران و ابهامات آن ۵۲ _____
- بند نخست: چرایی انتخاب اوراق سلف نفتی از میان روش‌های تأمین مالی ۵۳ _____
- بند دوم: موانع قانونی ۵۳ _____

۵۶ بند سوم: مسائل مربوط به نماد دلاری اوراق سلف نفتی _____

۵۷ نتیجه _____

۵۸ فصل دوم: تبدیل دارایی به اوراق بهادار _____

۵۸ مبحث نخست: تعاریف، مفاهیم و تاریخچه‌ی تبدیل دارایی به اوراق بهادار _____

۵۸ گفتار نخست: تعاریف _____

۵۹ بند نخست: تبدیل دارایی به اوراق بهادار _____

۶۱ بند دوم: اوراق بهادار با پشتوانه‌ی رهنی _____

۶۱ بند سوم: اوراق بهادار با پشتوانه‌ی دارایی _____

۶۲ بند چهارم: تعهدات وامی با وثیقه _____

۶۳ بند پنجم: تأمین مالی ساختار یافته _____

۶۴ گفتار دوم: تاریخچه‌ی تبدیل دارایی به اوراق بهادار _____

۶۸ مبحث دوم: فرایند تبدیل دارایی به اوراق بهادار _____

۶۹ گفتار نخست: دارایی‌های مناسب برای تبدیل دارایی به اوراق بهادار _____

۷۲ گفتار دوم: اوراق صادره در تبدیل دارایی به اوراق بهادار _____

۷۳ گفتار سوم: نهادهای درگیر در تبدیل دارایی به اوراق بهادار _____

۷۴ بند نخست: شرکت پروژه _____

۷۶ الف) مصونیت از ورشکستگی برای شرکت پروژه _____

۷۸ ب) شیوه‌های افزایش اعتبار اوراق بهادار صادره توسط شرکت پروژه _____

۷۹ بند دوم: مؤسسات رتبه بندی _____

۸۱ بند سوم: مؤسسات خدماتی _____

۸۱ مبحث سوم: مزایای تبدیل دارایی به اوراق بهادار برای شرکت ها _____

۸۳ گفتار نخست: تأثیر تبدیل دارایی به اوراق بهادار بر کاهش هزینه‌های تأمین مالی _____

۸۷ گفتار دوم: کاهش نرخ بهره در تبدیل دارایی به اوراق بهادار و علل آن _____

۸۹ گفتار سوم: مزایای تبدیل دارایی به اوراق بهادار برای شرکت‌های با بازار متوسط _____

۸۹ گفتار چهارم: تأثیر تبدیل دارایی به اوراق بهادار بر کاهش عدم تقارن اطلاعات _____

ج

- مبحث چهارم: تحلیل اقتصادی تبدیل دارایی به اوراق بهادار _____ ۹۱
- گفتار نخست: کارائی _____ ۹۳
- گفتار دوم: عدم سرمایه گذاری بیش از حد _____ ۹۴
- مبحث پنجم: مقایسه‌ی تبدیل دارائی به اوراق بهادار با سایر شیوه‌های تأمین مالی _____ ۹۵
- گفتار نخست: مقایسه‌ی تبدیل دارایی به اوراق بهادار با فاکتورینگ _____ ۹۵
- گفتار دوم: مقایسه‌ی تبدیل دارائی به اوراق بهادار با فورفیتینگ _____ ۹۹
- گفتار سوم: مقایسه‌ی تبدیل دارائی به اوراق بهادار با تأمین مالی پروژه _____ ۱۰۰
- مبحث ششم: تفاوت اوراق بهادار با پشتوانه‌ی دارایی و اوراق قرضه‌ی پوشش دار _____ ۱۰۱
- نتیجه _____ ۱۰۳

فصل سوّم: مطالعه‌ی تطبیقی اوراق سلف نفتی با اوراق بهادار با پشتوانه‌ی دارایی _____ ۱۰۶

- مبحث نخست: مقایسه‌ی فرایند تبدیل دارایی به اوراق بهادار و فرایند انتشار صکوک سلف _____ ۱۰۸
- گفتار نخست: بررسی تعاریف و فرایند تبدیل دارایی به اوراق بهادار و اوراق سلف نفتی _____ ۱۰۹
- گفتار دوم: تاریخچه‌ی تبدیل دارایی به اوراق بهادار و فرایند انتشار اوراق سلف نفتی _____ ۱۱۱
- گفتار سوم: مقایسه‌ی شرکت پروژه در تبدیل دارایی به اوراق بهادار با شرکت پروژه در فرایند انتشار اوراق سلف نفتی _____ ۱۱۴
- بند نخست: مصونیت از ورشکستگی برای شرکت پروژه _____ ۱۱۵
- الف) اثر حکم ورشکستگی نسبت به معاملات تاجر قبل از تاریخ توقف _____ ۱۱۶
- ب) اثر حکم ورشکستگی نسبت به معاملات بعد از تاریخ توقف و قبل از صدور حکم ورشکستگی _____ ۱۱۷
- ج) اثر حکم ورشکستگی نسبت به معاملات پس از صدور حکم ورشکستگی _____ ۱۱۸
- بند دوم: ارتقای اعتبار _____ ۱۱۹
- بند سوم: ساختار قانونی شرکت پروژه از منظر نظام حقوقی ایران _____ ۱۲۰
- گفتار چهارم: مقایسه‌ی صکوک با اوراق بهادار با پشتوانه‌ی دارایی و اوراق بهادار با پشتوانه‌ی رهنی _____ ۱۲۲
- مبحث دوم: تحلیل ماهیت اوراق سلف نفتی در مقایسه با اوراق بهادار با پشتوانه‌ی دارایی _____ ۱۲۴

- بند نخست: مالکیت نفت و ماهیت حق حکومت بر منابع نفتی _____ ۱۲۵
- الف) مالکیت منابع نفت از دیدگاه فقه امامیه _____ ۱۲۶
- ب) مالکیت منابع نفت از دیدگاه حقوق ایران _____ ۱۲۷
- بند دوم: تقسیم بندی صکوک بر اساس نوع و ماهیت دارایی پایه _____ ۱۲۹
- الف) نظر هیئت خدمات مالی اسلامی _____ ۱۳۰
- ب) نظر مؤسسات رتبه بندی _____ ۱۳۱
۱. مؤسسه‌ی رتبه بندی مودیز _____ ۱۳۲
۲. مؤسسه‌ی رتبه بندی فیچ _____ ۱۳۳
۳. مؤسسه‌ی رتبه بندی مالزی _____ ۱۳۴
- ج) نظر پژوهشگران علم حقوق و اقتصاد _____ ۱۳۴
- نتیجه _____ ۱۳۹

بخش دوم: اوراق سلف نفتی

- فصل اول: مشروعیت فروش مبیع سلف پیش از سررسید _____ ۱۴۳
- مبحث نخست: جواز یا عدم جواز فقهی فروش مبیع سلف پیش از سررسید _____ ۱۴۴
- گفتار نخست: نظر فقهای شیعه _____ ۱۴۵
- بند نخست: نظرات فقهای شیعه مخالف امکان فروش مبیع سلف پیش از سررسید _____ ۱۴۵
- بند دوم: نظرات فقهای شیعه موافق امکان فروش مبیع سلف پیش از سررسید _____ ۱۵۰
- گفتار دوم: نظرات فقهای اهل سنت _____ ۱۵۳
- بند نخست: فروش مبیع سلف قبل از قبض به فروشنده‌ی سلف _____ ۱۵۵
- بند دوم: فروش مبیع سلف قبل از قبض به شخصی غیر از خود فروشنده‌ی اول _____ ۱۵۷
- مبحث دوم: بررسی دلائل فقها بر عدم جواز بیع مبیع سلف پیش از سررسید _____ ۱۵۸
- گفتار نخست: بررسی دلائل استنادی فقهای شیعه _____ ۱۵۸
- بند نخست: عدم مالکیت خریدار بر مبیع سلف پیش از سررسید _____ ۱۵۸
- بند دوم: عدم قدرت خریدار بر تسلیم مبیع پیش از سررسید _____ ۱۵۹

- بند سوّم: غرری بودن فروش مبیع سلف پیش از سررسید _____ ۱۶۰
- بند چهارم: عدم استحقاق خریدار بر مطالبه‌ی مبیع سلف پیش از سررسید _____ ۱۶۰
- بند پنجم: فروش مبیع سلف پیش از سررسید، بیع دین به دین است _____ ۱۶۱
- بند ششم: فروش مبیع سلف پیش از سررسید، بیع دین پیش از قبض است _____ ۱۶۱
- بند هفتم: عدم جواز معاوضه بر مبیع سلف _____ ۱۶۲
- بند هشتم: اجماع _____ ۱۶۲
- گفتار دوم: بررسی دلائل فقهای اهل تسنن _____ ۱۶۳
- بند نخست: روایات دال بر نهی از فروش مبیع سلف (غذا) قبل از قبض _____ ۱۶۳
- بند دوّم: روایات «النهی عن بیع ما لیس عندک» و «نهی عن ربح ما لم یضمن» _____ ۱۶۴
- بند سوّم: روایت اُبی سعید «من أسلف فی شیء فلا یصرفه إلی غیره» _____ ۱۶۵
- بند چهارم: اجماع _____ ۱۶۶
- بند پنجم: تحقق توالی ضمانین _____ ۱۶۷
- بند ششم: عدم استقرار دین سلم _____ ۱۶۷
- نتیجه _____ ۱۶۸

فصل دوم: شیوه های جایگزین معامله‌ی اوراق سلف در بازار ثانوی _____ ۱۷۱

- مبحث نخست: سلف موازی _____ ۱۷۱
- گفتار نخست: مزایای قرارداد سلف موازی _____ ۱۷۳
- گفتار دوم: معایب قرارداد سلف موازی _____ ۱۷۵
- بند نخست: عدم استقلال قرارداد سلف موازی _____ ۱۷۶
- بند دوم: صوری بودن قرارداد سلف موازی _____ ۱۷۸
- بند سوم: استثناء بودن عقد سلف _____ ۱۸۰
- گفتار سوم: مقایسه قرارداد سلف موازی و قرارداد اتکائی (Back to Back Contract) _____ ۱۸۱
- مبحث دوم: واگذاری وکالتی و ایرادات وارد بر آن _____ ۱۸۲
- مبحث سوّم: صلح مبیع سلف _____ ۱۸۴
- گفتار نخست: استقلال عقد صلح _____ ۱۸۵

- ۱۸۶ _____ گفتار دوم: خروج یا عدم خروج مصالح از بازار
- ۱۸۷ _____ مبحث چهارم: ترکیب سلف موازی با حواله
- ۱۸۸ _____ گفتار نخست: عقد حواله و شرایط آن
- ۱۹۰ _____ گفتار دوم: تحلیل فقهی روش ترکیب سلف موازی و حواله
- ۱۹۴ _____ گفتار سوم: ایرادات وارد بر ترکیب سلف موازی و حواله
- ۱۹۴ _____ بند نخست: شمول «نهی عن البیع» و «نهی از معاوضه» بر عقد حواله
- ۱۹۴ _____ الف) بیع بودن حواله
- ۱۹۵ _____ ب) معاوضه بودن حواله
- ۱۹۷ _____ بند دوم: لزوم حواله به دین حال (استقرار محال^۲ به)
- ۱۹۹ _____ بند سوم: نحوه‌ی قبول حواله‌ها توسط محال^۲ علیه (بانی)
- ۱۹۹ _____ الف) امکان قبول پیشاپیش تمام حواله‌ها
- ۲۰۱ _____ ب) دلالت سکوت محال علیه بر قبول حواله‌ها
- ۲۰۳ _____ بند چهارم: ایراد مربوط به نوع بازار معاملات سلف موازی استاندارد
- ۲۰۴ _____ مبحث پنجم: پذیرش وصف تجریدی ناقص برای اوراق سلف
- ۲۰۴ _____ گفتار نخست: اوراق بهادار به عنوان «حقوق گردان»
- ۲۰۶ _____ گفتار دوم: توجیه حقوقی پذیرش وصف تجریدی ناقص برای اوراق سلف
- ۲۰۸ _____ گفتار سوم: ایرادات فقهی وارد بر پذیرش وصف تجریدی برای اوراق سلف
- ۲۰۹ _____ مبحث ششم: اصل آزادی قراردادی (ماده‌ی ۱۰ قانون مدنی)
- ۲۱۰ _____ نتیجه

۲۱۴ _____ فصل سوم: بورس بازی با اوراق سلف نفتی

- ۲۱۵ _____ مبحث نخست: مفهوم بورس بازی
- ۲۱۵ _____ مبحث دوم: ماهیت بورس بازی
- ۲۱۸ _____ مبحث سوم: بررسی فقهی بورس بازی
- ۲۱۸ _____ گفتار نخست: دیدگاه مخالفان بورس بازی و بررسی دلائل آنان
- ۲۲۳ _____ گفتار دوم: دیدگاه موافقان بورس بازی

- ۲۲۵ _____ مبحث چهارم: ادله‌ی مشروعیت بورس بازی
- ۲۲۵ _____ گفتار نخست: کتاب
- ۲۲۶ _____ گفتار دوم: سنت
- ۲۲۷ _____ نتیجه

۲۲۹ فصل چهارم: ریسک اوراق سلف نفتی و شیوه‌ی عملی مدیریت آن _____

- ۲۳۰ _____ مبحث نخست: مفاهیم
- ۲۳۱ _____ مبحث دوم: تقسیم بندی ریسک‌های اوراق سلف نفتی
- ۲۳۱ _____ گفتار نخست: ریسک‌های بازار برای سرمایه گذاران
- ۲۳۱ _____ بند نخست: ریسک نقدشوندگی
- ۲۳۴ _____ بند دوم: ریسک نرخ سود بانکی
- ۲۳۴ _____ بند سوم: ریسک نرخ ارز
- ۲۳۵ _____ بند چهارم: ریسک نوسانات سطح عمومی قیمت‌ها (تورم)
- ۲۳۵ _____ بند پنجم: ریسک نوسان قیمت دارایی پایه (نفت خام)
- ۲۳۶ _____ گفتار دوم: ریسک‌های غیربازار برای سرمایه گذاران
- ۲۳۶ _____ بند نخست: ریسک اعتباری
- ۲۳۷ _____ بند دوم: ریسک عدم توان واسط جهت فروش دارایی به قیمت انتظاری
- ۲۳۷ _____ بند سوم: ریسک عدم انجام تعهدات امیدنامه
- ۲۳۸ _____ گفتار سوم: ریسک‌های بازار برای بانی
- ۲۳۸ _____ گفتار چهارم: ریسک‌های غیر بازار برای بانی
- ۲۳۸ _____ بند نخست: ریسک بازارپذیری
- ۲۳۹ _____ بند دوم: ریسک نقدینگی بانی
- ۲۴۰ _____ بند سوم: ریسک رتبه بندی پایین بانی و اوراق توسط مؤسسه‌ی رتبه بندی
- ۲۴۰ _____ بند چهارم: ریسک از بین رفتن کلی یا جزئی دارایی بدون تقصیر بانی
- ۲۴۰ _____ گفتار پنجم: ریسک‌های واسط
- ۲۴۱ _____ گفتار ششم: طبقه بندی ریسک‌ها و تدوین درخت سلسله مراتبی فازی

| | |
|-----|--|
| ۲۴۳ | گفتار هفتم: ریسک شریعت |
| ۲۴۴ | گفتار هشتم: ریسک اوراق سلف در مقایسه با سایر اوراق بهادار اسلامی |
| | مبحث سوم: فرایند عملی مدیریت ریسک سلف موازی نفت در ایران (تضمین بازپرداخت اصل و فرع) |
| ۲۴۵ | |
| ۲۴۶ | مبحث چهارم: مدل عملیاتی نهائی اوراق سلف نفتی (با مدیریت ریسک) |
| ۲۴۹ | نتیجه |
| ۲۵۱ | نتیجه و پیشنهادهای |
| ۲۵۹ | فهرست منابع و مأخذ |

مقدمه

الف) بیان مسأله

در سال‌های اخیر به علت تشدید تحریم‌ها علیه ایران و اعمال محدودیت‌های مالی بین‌المللی و عدم کفایت منابع بانک‌های داخلی برای تأمین مالی در صنعت نفت، این امر با اختلال مواجه شده است. آثار زیان بار این مسأله باعث تأخیر در برداشت نفت و گاز از میدان‌های مشترک نفتی شده و این امر باعث از دست رفتن منابع ملی کشور در نتیجه‌ی استفاده‌ی حداکثری کشورهای شریک و همسایه از مخازن مشترک گردیده است. از اینرو در برنامه‌ی پنجم توسعه بر اولویت برداشت از مخازن مشترک تأکید شده و بر تکمیل طرح‌های توسعه در میدان گازی پارس جنوبی تصریح گردیده است. همچنین در برنامه‌ی ششم توسعه در بند ج (۱) و بند ج (۲) از ماده‌ی ۴۸ نیز این امر مورد تأکید قرار گرفته است^۱. روش‌های سنتی تأمین مالی بخش بالادستی صنعت نفت به دلیل متکی بودن آن بر منابع داخلی وزارت نفت و منابع مالی پیمانکار یا کنسرسیوم پیمانکاران، از طریق قراردادهای خرید خدمت در قالب بیع متقابل، از کارائی لازم برخوردار نیست. تشدید تحریم‌های بین‌المللی و سیستم‌های پرداخت بین‌المللی و دشوار شدن امکان تأمین مالی از طریق فاینانس نیز مزید بر علت شده است و به همین دلیل اتکاء به شیوه‌های جدید و داخلی تأمین مالی، واجد اهمیت دو چندان شده است. بخصوص این امر که تأمین مالی زیرساخت‌های عمرانی و برنامه‌های توسعه‌ی اقتصادی کشور وابستگی چشمگیری به درآمدهای نفتی دارد، بر اهمیت موضوع می‌افزاید^۲. در ماده‌ی ۷۵ قانون اساسنامه شرکت ملی نفت ایران مصوب ۱۳۹۵/۰۲/۲۷ آمده است: «شرکت می‌تواند برای سرمایه‌گذاری و تأمین منابع مالی طرح‌های عملیات بالادستی نفت که به تأیید وزیر نفت رسیده است، از روشها و ابزارهای مالی و سرمایه‌ای متعارف در صنعت نفت و گاز استفاده و ایجاد تعهد نموده و ضمن وثیقه‌گذاری محصولات تولیدی، حداکثر تا سقف سهم درآمدی شرکت از محل تولید و یا عواید حاصله نسبت به بازپرداخت تسهیلات سرمایه‌گذاری و هزینه‌های مالی مرتبط اقدام

^۱ بند ج (۱) ماده‌ی ۴۸: «وزارت نفت موظف است تمهیدات لازم را برای استفاده از ظرفیتها و توانمندی‌های شرکت‌های بخش خصوصی و تعاونی و نهادهای عمومی غیردولتی برای سرمایه‌گذاری در فعالیت‌های اکتشاف، تولید و بهره‌برداری (نه مالکیت) میداین نفت و گاز به ویژه میداین مشترک در چهارچوب سیاست‌های کلی اصل چهارم و چهارم (۴۴) قانون اساسی به عمل آورد.»

بند ج (۲) ماده‌ی ۴۸: «وزارت نفت موظف است به ذخایر راهبردی نفت و گاز به منظور اثرگذاری در بازار جهانی نفت و گاز با تأکید بر حفظ و توسعه ظرفیت‌های تولید نفت و گاز به ویژه در میداین مشترک را تا پایان سال اول اجرای قانون برنامه افزایش دهد.»

^۲ موسویان، سیدعباس، کاربرد ابزارهای پروژه محور اسلامی (صکوک) در تأمین مالی سرمایه‌گذاری‌های بخش نفت و گاز، صص ۴۹-۴۸.

نماید». همچنین در ماده‌ی ۱۲ «قانون رفع موانع تولید رقابت پذیر و ارتقای نظام مالی کشور» مصوب ۱۳۹۴/۲/۲۰، به کلیه‌ی وزارتخانه‌ها بخصوص وزارت نفت و نیرو اجازه داده شده است سالانه تا سقف یکصد میلیارد (۱۰۰,۰۰۰,۰۰۰,۰۰۰) دلار به صورت ارزی و پانصد هزار میلیارد (۵۰۰,۰۰۰,۰۰۰,۰۰۰,۰۰۰) ریال به صورت ریالی که هر ساله تا سقف نرخ تورم سال قبل تعدیل می‌گردد، در موارد مربوط به بندهای ذیل این ماده که سرمایه‌گذاری یا اقدام اشخاص حقیقی یا حقوقی خارجی یا داخلی با اولویت بخش‌های خصوصی یا تعاونی به تولید، صادرات، ارتقای کیفیت، صرفه جویی یا کاهش هزینه در تولید کالا یا خدمت و زمان و بهبود کیفیت محیط زیست و یا کاهش تلفات جانی و مالی می‌انجامد برای نفت و گاز و میعانات گازی و فراورده‌های نفتی و کالاها و خدمات قابل صادرات یا واردات به قیمت‌های صادراتی یا وارداتی به نرخ روز ارز بازار آزاد یا معادل ریالی آن با احتساب حقوق دولتی و عوارض قانونی و سایر هزینه‌های متعلقه و برای سایر موارد با قیمت‌های غیرارانه‌ای با احتساب حقوق دولتی و عوارض قانونی و سایر هزینه‌های متعلقه و قرارداد منعقد نمایند. همچنین در قسمت الف ذیل این ماده طرح‌های نفت و گاز از جمله افزایش ظرفیت تولید نفت خام، گاز و میعانات گازی با اولویت مخازن مشترک و افزایش ظرفیت پالایش نفت خام و میعانات گازی مورد تأکید قرار گرفته است و دولت مکلف گردیده است که اصل و سود سرمایه‌گذاری و حقوق دولتی و عوارض قانونی و سایر هزینه‌های متعلقه یا منافع اقدام موضوع این ماده را به آنان پرداخت نماید. طبق تبصره‌ی ۵ این ماده در اجرای بندهای این ماده اولویت با سرمایه‌گذاری است که نفت خام، میعانات گازی و یا فراورده‌های نفتی را برای تسویه تعهدات دولت قبول می‌کنند. همچنین طبق بندهای «ط» و «ی» تبصره ۵ قانون بودجه سال ۱۳۹۷ کل کشور، به منظور سرمایه‌گذاری در طرح‌های نفت و گاز با اولویت میداین مشترک وزارت نفت و وزارت نفت از طریق شرکت‌های تابعه ذیربط و با تصویب شورای اقتصاد، اوراق مالی اسلامی (ریالی یا ارزی) در سقف سی و پنج هزار میلیارد (۳۵۰۰۰۰۰۰۰۰۰۰۰) ریال منتشر و بازپرداخت اصل و سود این اوراق توسط شرکت‌های مذکور از محل افزایش تولید همان میداین تضمین می‌گردد. وزارت نفت از طریق شرکت‌های دولتی تابعه ذیربط برای بازپرداخت اصل و سود اوراق ارزی - ریالی سررسید شده، تسهیلات بانکی و تضامین سررسید شده و همچنین بازپرداخت بدهی‌های سررسید شده به پیمانکاران قراردادهای بیع متقابل طرح‌های بالادستی نفت و گاز تا سقف معادل سه میلیارد (۳۰۰۰۰۰۰۰۰۰) دلار اوراق مالی اسلامی (ریالی یا ارزی) با تصویب هیأت وزیران منتشر می‌نماید و این شرکت موظف است اصل و سود اوراق منتشرشده را حداکثر تا پنج سال از محل منابع داخلی خود تسویه نماید.

برای بیان دقیق اهمیت موضوع مخازن مشترک باید گفت در حال حاضر ایران دارای ۲۰ میدان مشترک است که این میدان‌ها مشتمل بر ۳۵ مخزن مشترک با کشورهای همسایه است که ۱۷ مخزن در آب‌های خلیج فارس و ۱۸ مخزن در خشکی می‌باشد. تعداد ۱۶ عدد از مخازن مذکور با عراق، ۷ مخزن با امارات،

۴ مخزن با عربستان سعودی، ۲ مخزن با قطر، دو مخزن با کویت و نهایتاً دو مخزن با کشور ترکمنستان است.^۱ از طرفی بر اساس آمارهای شرکت ملی نفت ایران و گزارشات کمیسیون انرژی مجلس شورای اسلامی حدود ۵۰ درصد ذخایر گاز طبیعی ایران در مخازن مشترک قرار دارد و متأسفانه سهم برداشت ایران در همه‌ی مخازن مذکور نسبت به کشورهای همسایه، حتی عراق، کمتر است. میزان برداشت ایران از مخازن مشترک با ترکمنستان سه میلیون متر مکعب در روز می‌باشد و سهم برداشت ترکمنستان نیز نامشخص است. تأخیر در استفاده از منابع میادین مشترک، این نگرانی را در پی دارد که زمانی که ایران به سطح قابل قبول برداشت از این میادین برسد که دیگر ذخایر کافی در آن‌ها وجود نداشته باشد و از طرفی ایران برای رسیدن به این ظرفیت برداشت، هزینه‌های گزافی نموده که آن هزینه‌ها نیز تلف شده محسوب می‌گردد. این نگرانی از آنجائی ناشی می‌شود که منابع موجود در مخازن نفت و گاز به دلیل سیال بودن، عمدتاً به سمتی حرکت می‌کنند که در حال بهره برداری بیشتر است و نتیجتاً منابع موجود در مخازن مشترک، به سمت کشورهای همسایه جاری می‌شود و روز به روز از غنای منابع در سمت ایران کاسته می‌شود. با توجه به اهمیت موضوع و تغییراتی که در تعامل بین ایران و شرکت‌های خارجی که در گذشته در اینگونه میادین فعال بودند، بوجود آمد، باعث شد تا وزارت نفت برای جبران عقب ماندگی و پر کردن فضای خالی نبود شرکت‌های فعال خارجی، جذب منابع سرمایه‌های داخلی را در برنامه‌ی خود قرار دهد.^۲

می‌دانیم سرمایه گذاری و انجام عملیات نفتی توسط بخش خصوصی اعم از داخلی و خارجی از طریق قراردادهای نفتی انجام می‌شود. طبق تعریفی که در بند (۱۶) ماده‌ی ۱ قانون نفت اصلاحی ۱۳۹۰ از «قرارداد نفتی» ارائه گردیده است، قرارداد نفتی در معنای عام شامل فعالیت‌های بالادستی، پایین دستی و تجارت نفت و فراورده‌های آن می‌شود.^۳

عملیات بالادستی شامل فعالیت‌های گوناگونی از قبیل اکتشاف، ارزیابی، توسعه، بهره برداری، افزایش تولید و بهبود تولید می‌گردد. در انجام عملیات بالادستی نفتی چهار گروه از قراردادهای نفتی مطرح می‌گردد که در چهار سطح قابل دسته بندی هستند. در سطح اول قراردادهای اصلی وجود دارد که بین شرکت ملی نفت ایران (کارفرما) و شرکت نفتی بین المللی (پیمانکار) برای اکتشاف، توسعه و یا بهره برداری منعقد می‌شود. در سطح دوم قراردادهای مشارکت و یا قراردادهای اجرای مشترک وجود دارد که

^۱ پناهی نژاد، هدی و همکاران، مدیریت کارآمد درآمدهای نفتی و نقش صندوق توسعه ملی.

^۲ سلیمانی، محمد، بررسی طرح قراردادهای سلف موازی استاندارد نفتی (ویرایش اول)، ص ۱۲.

^۳ شیروی، عبدالحسین، حقوق نفت و گاز، ص ۳۵۴.

بین خود شرکت‌های نفتی بین المللی منعقد می‌شود که آن‌ها بتوانند به صورت یک واحد، طرف قرارداد سطح اول شوند یا بتوانند پروژه‌ی موضوع قرارداد سطح اول را اجراء کنند. در سطح سوم (که موضوع بحث این پژوهش است) قراردادهایی مطرح است که شرکت نفتی بین المللی برای تأمین منابع مالی مورد نیاز پروژه‌ی موضوع قرارداد سطح اول، با مؤسسات مالی و اعتباری و یا سایر شرکت‌ها منعقد می‌نماید. در سطح چهارم قراردادهایی است که شرکت نفتی بین المللی با پیمانکاران فرعی منعقد می‌کند^۱ که موضوع بحث ما واقع نمی‌شود.

همانطور که گفتیم گروه سوم از قراردادهای بالادستی (قراردادهای سطح سه) را می‌توان قراردادهای تأمین مالی بالادستی نامید. شرکت‌های نفتی یا پیمانکاران برای اجرای پروژه‌های بالادستی به مقادیر هنگفتی منابع مالی نیاز دارند. بخشی از این منابع از طریق منابع داخلی این شرکت‌ها تأمین می‌گردد. اصولاً شرکت‌های نفتی تمایل یا توانائی ندارند که تمام منابع مالی مورد نیاز یک پروژه نفتی را از منابع داخلی خود تأمین نمایند. آن‌ها ترجیح می‌دهند یا مجبورند که بخش اعظم منابع مالی مورد نیاز پروژه را از اشخاص حقیقی و حقوقی، نهادها و مؤسسات مالی تأمین نمایند. یکی از دلایلی که شرکت‌های گوناگون در قالب مشارکت و کنسرسیوم طرف قراردادهای بالادستی قرار می‌گیرند، جذب منابع مالی شرکت‌هایی است که حاضرند در قالب مشارکت، بخشی از منابع مالی را تأمین نمایند. به عنوان مثال مشارکت شرکت نیکو^۲ با برخی از شرکت‌های نفتی بین المللی طرف قراردادهای بیع متقابل، برای تأمین بخشی از منابع مالی مورد نیاز جهت اجرای پروژه بوده است. مراجعه به عموم برای تأمین مالی مورد نیاز ممکن است از طریق استقراض عمومی با انتشار اوراق قرضه نیز انجام پذیرد. علاوه بر مواردی که ذکر گردید، روشهای اصلی تأمین منابع مالی عبارتند از «تأمین مالی پروژه»^۳، «تبدیل دارایی به اوراق بهادار»^۴، «مشارکت در سود خالص» و «پرداخت حجمی» تولید^۵. از میان شیوه‌های مذکور «تبدیل دارایی به اوراق بهادار» به دلیل مشابهت با اوراق سلف نفتی مورد بحث ما واقع می‌گردد.

بازار سرمایه برای تأمین مالی طرح‌های سرمایه گذاری می‌تواند از اوراق قرضه و مانند آن استفاده کند و به همین جهت برای اعمال سیاست پولی در بازار پول و نیز تأمین مالی در بازار سرمایه، نیاز به طراحی

^۱ همان، ص ۳۵۶.

^۲ NICO: Naftiran Intertrade Company Sarl

شرکت نیکو، یکی از شرکت‌های وابسته به شرکت ملی نفت ایران است که در لوزان سوئیس ثبت شده است و به عنوان بازوی مالی شرکت ملی نفت ایران عمل می‌کند.

^۳ Project finance arrangements.

^۴ Securitization.

^۵ شیروی، عبدالحسین، حقوق نفت و گاز، ص ۳۷۸.