

کاربرد ابزارهای پروژه محور اسلامی (صکوک) در تأمین مالی سرمایه‌گذاری‌های بخش نفت و گاز

سیدعباس موسویان* / جواد حدادی**

چکیده

تشدید محدودیت‌های مالی بین‌المللی علیه کشور در سالهای اخیر و عدم کفایت منابع بانک‌های داخلی به عنوان مهم‌ترین محدودیت‌های تأمین منابع مالی در صنعت نفت به حساب می‌آیند. این محدودیت موجب تأخیر در برداشت نفت و گاز از میادین مشترک و از دست رفتن منابع ملی کشور در نتیجه استفاده حداکثری کشورهای شریک از مخازن مشترک گردیده است. تحقیق حاضر که با رویکردی کیفی و با استفاده از روش تحقیق تف سیری مبتنی بر نظر خبرگان و با تمرکز بر مورد کاوی صورت گرفته است، سعی در یافتن ابزارهای تأمین مالی پروژه محور اسلامی متناسب با بخش بالادستی نفت دارد. بنا به فرضیه مقاله، تأمین مالی مزبور را می‌توان با طراحی ابزارهای پروژه محور اسلامی با رعایت دو شرط پروژه محوری (بازپرداخت منابع با استفاده از عواید خود طرح) و اسلامی بودن (منطبق بودن بر مبانی فقهی) انجام داد. یافته‌های پژوهش نشان می‌دهد که شرکت ملی نفت ایران می‌تواند از ابزارهایی چون صکوک اجاره، استه‌صناع و سلف، در سبد تأمین مالی بخش بالادستی نفت استفاده کند. همچنین پیمانکاران عمومی می‌توانند از صکوک اجاره و استه‌صناع در رویکردهای EPCF برای تأمین مالی پروژه‌های خود استفاده کنند.

کلیدواژه‌ها: بخش بالادستی نفت، تأمین مالی پروژه محور، ابزارهای مالی اسلامی، صکوک، EPCF.

GEL:G24 .E58 .E4 طبقه‌بندی

مقدمه

در حال حاضر ایران با دارا بودن ۱۳۷ میلیارد بشکه ذخایر قابل استحصال، روزانه تنها ۴ میلیون و ۲۰۰ هزار بشکه از آن برداشت می‌کند (Energy Information Administration, 2012). در حالی که بر اساس برنامه پنجم توسعه، ظرفیت تولید تا ۵ میلیون و ۱۵۰ هزار بشکه در روز می‌باشد. برای تحقق این حجم از برداشت، حدود ۱۷۰ میلیارد دلار سرمایه‌گذاری تا پایان برنامه پنجم لازم است (مؤسسه مطالعات بین‌المللی انرژی ۱۳۹۱). استفاده از رویکردهای مشارکت در تولید برخلاف قانون اساسی و قانون نفت بوده و به‌کارگیری شیوه‌های خرید خدمت مثل بیع متقابل نیز انگیزه کافی برای شرکت‌های پیمانکار خارجی را جهت سرمایه‌گذاری ایجاد نمی‌کند. علاوه بر اینکه، تشدید تحریم‌های بین‌المللی علیه کشور نیز راهکارهای جذب سرمایه خارجی را با مشکل مواجه ساخته است.

شرکت ملی نفت ایران، با کوچک کردن بسته واگذاری و جدا کردن بسته تأمین مالی از بیع متقابل در توسعه فازهای ۹ و ۱۰ پارس جنوبی تا حدی به سمت تأمین منابع مالی پروژه‌محور در این صنعت حرکت کرد. از مهم‌ترین ارکان این رویکرد جدید تأمین مالی، توجه جدی به توجیه‌پذیری مالی و عایدات خود پروژه و کم‌رنگ شدن ضمانت‌های دولتی و حکومتی بود. در این نوع تأمین مالی، تهیه طرح توجیهی پروژه دارای اهمیت خاص بوده و انعطاف شرکت مادر برای تأمین مالی از سایر منابع بیشتر و ضمانت‌ها نیز عمدتاً با پشتوانه دارایی‌ها و عواید پروژه است. با تنگ‌تر شدن حلقه محدودیت‌های مالی بین‌المللی از یک‌سو، و محدود بودن منابع ارزی کشور، رویکرد جدید صنعت نفت تأمین منابع مالی پروژه از طریق ابزارهای مالی اسلامی می‌باشد. به طوری که در توسعه فازهای ۱۵ و ۱۶ پارس جنوبی تأمین مالی طرح با استفاده از انتشار اوراق مشارکت اسلامی بوده است. در نهایت، با ایجاد زیر ساخت‌های قانونی و حقوقی در سال‌های اخیر امکان انتشار صکوک در بخش بالادستی نفت فراهم شده است.

در این تحقیق، پس از مرور ادبیات در دو حوزه تأمین مالی اسلامی و تأمین مالی پروژه‌محور به عنوان مبنای انتشار صکوک پروژه‌محور اسلامی، که مبتنی بر توجیه‌پذیری پروژه می‌باشد، و وضعیت فعلی تأمین مالی پروژه‌محور در بخش بالادستی نفت کشور، با یک مطالعه موردی بررسی شده تا با توجه به وضعیت موجود ابزارهای مالی اسلامی (صکوک) قابل کاربرد در تأمین مالی بخش بالادستی نفت به عنوان مکمل اوراق مشارکت معرفی شوند.

اهمیت تحقیق

روش‌های سنتی تأمین مالی در بخش بالادستی نفت، به واسطه اتکاء بر منابع داخلی وزارت نفت و منابع مالی پیمانکار یا کنسرسیوم پیمانکاران از طریق قراردادهای خرید خدمت در قالب بیع متقابل از کارایی لازم برخوردار نیست. تغییرات محیط بین‌المللی در جهت تشدید تحریم‌ها و سخت شدن امکان تأمین مالی از طریق فاینانس نیز بر مشکلات افزوده است. از این‌رو، بررسی شیوه‌های جدید تأمین مالی قابل کاربرد در بخش بالادستی نفت کشور حایز اهمیت است. با توجه به شرایط موجود، تأمین مالی بخش بالادستی نفت زمانی اهمیت بیشتری پیدا خواهد کرد که تأمین مالی زیرساخت‌های عمرانی و برنامه‌های توسعه اقتصادی کشور وابستگی زیادی به درآمدهای حاصل از این بخش داشته باشد. از دیگر مواردی که بررسی شیوه‌های جدید را اجتناب‌ناپذیر می‌نماید، موضوع مخازن مشترک در مرزهای آبی و خاکی ایران با کشورهای همسایه است. در این بخش، ضمن بررسی ابعاد مختلف اهمیت موضوع، تأمین مالی بخش بالادستی نفت، میزان سرمایه‌گذاری مورد نیاز و محل تأمین آن بر پایه پیش‌بینی‌های برنامه پنجم و بر اساس اسناد بالادستی بخش نفت بررسی شده و نهایتاً میزان منابع و مصارف در جدول تراز سرمایه‌گذاری صنعت نفت مقایسه خواهند شد.

جایگاه نفت و گاز ایران

بر اساس منابع اطلاعاتی بین‌المللی در حوزه انرژی، ایران در سال ۲۰۱۱ دارای ۱۳۷ هزار میلیون بشکه ذخایر اثبات شده نفت بوده است که پس از عربستان، ونزوئلا و کانادا در رتبه چهارم قرار دارد (Oil & Gas, Journal, 2011). این میزان ذخایر، حدود ۱۲ درصد مجموع ذخایر کشورهای عضو اوپک و ۹٫۳ درصد کل ذخایر دنیا است. بر اساس گزارش مورد تأیید اوپک در پایان سال ۲۰۱۱، مجموع ذخایر اثبات شده گازی ایران ۱٫۰۴۶ هزار میلیارد فوت مکعب بوده است که پس از روسیه در رتبه دوم دنیا قرار گرفته است. از این ذخایر، حدود ۶۸ درصد در دریا و ۳۲ درصد در خشکی قرار دارد.

اهمیت تأمین مالی نفت در میادین مشترک

درآمدهای حاصل از صادرات محصولات بخش بالادستی نفت، همواره قسمت اعظمی از منابع درآمدهای ارزی کشور بوده است. وابستگی بودجه‌های عمرانی و توسعه زیرساخت‌های کشور به درآمدهای حاصل از این بخش، بهره‌برداری صیانتی و برنامه‌ریزی شده از مخازن هیدروکربوری را

می‌طلبد. در سال‌های اخیر، به دلایلی از جمله عدم دسترسی به منابع مالی جهت اجرای پروژه‌های توسعه‌ای این بخش، برداشت از مخازن را با مشکل مواجه کرده است.

چنانچه عدم برداشت مربوط به مخازن مستقل و داخلی با شد، تنها برداشت از این مخازن را به تأخیر می‌اندازد، اما چنانچه عدم امکان برداشت مربوط به مخازن مشترک با کشورهای همسایه با شد، علاوه بر ایجاد موانع در دسترسی به اهداف چشم‌انداز توسعه اقتصادی اجتماعی، عواقب جبران‌ناپذیری را به دنبال خواهد داشت که از دست دادن حقوق و منابع ملی، به نفع کشورهای مشترک حداقل پیامد آن خواهد بود. بر این اساس، در برنامه پنجم توسعه بر اولویت برداشت از مخازن مشترک تأکید و بر تکمیل طرح‌های توسعه در میدان گازی پارس جنوبی تصریح شده است.

وضعیت جاری مخازن مشترک

در حال حاضر ایران دارای ۲۰ میدان مشترک، مشتمل بر ۳۵ مخزن مشترک با کشورهای همسایه است که ۱۷ مخزن در آب‌های خلیج فارس و ۱۸ مخزن در خشکی است. در این میادین مشترک، تعداد ۱۶ مخزن مشترک با عراق، ۷ مخزن با امارات، ۴ مخزن با عربستان سعودی، ۲ مخزن با قطر، ۲ مخزن با کویت و همچنین ۲ مخزن مشترک با کشور ترکمنستان است (ر.ک: پناهی‌نژاد و همکاران، ۱۳۹۱). بر اساس آمارهای شرکت ملی نفت ایران، حدود ۵۰ درصد ذخایر گاز طبیعی ایران در مخازن مشترک قرار گرفته است. در حالی که سهم برداشت ایران در همه مخازن مشترک نسبت به کشورهای همسایه حتی عراق کمتر است. البته میزان برداشت ایران از مخازن مشترک با ترکمنستان ۳ میلیون متر مکعب در روز بوده و سهم برداشت کشور همسایه نامشخص است.

در حال حاضر، قطر به عنوان مهم‌ترین شریک ایران در میادین مشترک گاز به طور متوسط روزانه ۳۶۰ میلیون متر مکعب گاز طبیعی از میدان مشترک گازی پارس جنوبی برداشت می‌کند و در طرح‌های توسعه‌ای خود، به زودی ظرفیت تولید خود را به ۴۵۰ میلیون متر مکعب در روز خواهد رساند. این کشور، هم‌اکنون برنامه‌هایی برای برداشت سهم ایران در پارس جنوبی را در نظر دارد.

اطلاعات کامل مربوط به مخازن مشترک و سهم برداشت هر یک از شرکا در جدول شماره یک آمده است.

جدول ۱. میدبن مشترک نفت و گاز ایران به تفکیک مخازن و سهم برداشت منب: ایرانمنش، مؤسسه مطالعات بین‌المللی انرژی، ۱۳۹۱

نام میدان	تعداد مخزن مشترک	نام کشور مشترک	میزان برداشت ایران	میزان برداشت کشور همسایه
گاز پارس جنوبی	۱	قطر	۲۹۰ میلیون متر مکعب در روز	۳۶۰ میلیون متر مکعب در روز
لایه نفتی، یارس جنوبی،	۱	قطر	صفر	۴۵۰ هزار بشکه در روز
۸ میدان نفتی مشترک، نفت شهر، آبان، دهلران، یاپدار غرب، آذر، آزادگان، یادآوران و اروند	۱۶	عراق	۱۳۰ هزار بشکه در روز	۲۹۵ هزار بشکه در روز
۳ میدان نفتی، و گاز مشترک: سلمان، نصرت و فرزام	۷	امارات	۵۶ هزار بشکه در روز	۱۳۶ هزار بشکه در روز
۴ میدان نفتی، و گازی مشترک فروزان، اسفندیار، فرزاد ب و فرزاد الف	۴	عربستان	۴۲ هزار بشکه در روز	۴۵۰ هزار بشکه در روز
۱ میدان نفتی و گازی مشترک به نام ارش	۲	کویت	صفر	صفر
۱ میدان نفتی، و گازی مشترک بنام هنگام	۲	عمان	۴۰۰۰ بشکه در روز	۱۰۰۰ بشکه در روز
۱ میدان گازی مشترک به نام گندله	۲	ترکمنستان	۳ میلیون متر مکعب در روز	

سرمایه‌گذاری مورد نیاز در بخش نفت و گاز

بر اساس اسناد بالادستی بخش نفت کشور، برای دستری به اهداف برنامه پنج‌م‌توسعه اقتصادی اجتماعی کشور در حوزه نفت و گاز، سرمایه‌گذاری‌هایی به شرح ذیل تا پایان برنامه پنج‌م‌توسعه مورد نیاز خواهد بود (ر.ک: شافعی و صبوری دیلمی، ۱۳۸۷).

در بخش بالادستی نفت با توجه به استانداردهای قابل قبول برای سرمایه‌گذاری در خشکی و دریا جهت ظرفیت‌سازی مورد نیاز و همچنین جبران افت تولید ۷ درصد در سال تا سال ۱۳۹۴، به بیش از ۵۰ میلیارد دلار سرمایه‌گذاری نیاز می‌باشد. در بخش گاز تا سال ۱۳۹۴ بر اساس برنامه‌های پیش‌بینی شده، به حدود ۵۰ میلیارد دلار سرمایه‌گذاری در بخش بالادستی و تأسیسات فرآورش گاز و بیش از ۲۰ میلیارد دلار سرمایه‌گذاری در بخش پایین‌دستی (شامل خطوط و تأسیسات انتقال و توزیع) مورد نیاز است.

در بخش پتروشیمی، بر اساس طرح‌های مورد نظر تا سال ۱۳۹۴، به حدود ۳۰ میلیارد دلار سرمایه‌گذاری نیاز خواهد بود. برای طرح‌های بهینه‌سازی مصرف انرژی و توسعه NGV و سایر طرح‌های لازم، برای احداث زیربنای و همچنین نوسازی تأسیسات موجود نیز به میلیاردها دلار سرمایه‌گذاری دیگر تا افق ۱۳۹۴ مورد نیاز است. همچنین برای ظرفیت‌سازی اضافی پالایشی به میزان ۱/۵ میلیون بشکه در روز، و نیز سایر سرمایه‌گذاری‌های مرتبط و بهینه‌سازی پالایشگاه‌ها تا سال ۱۳۹۴، به حدود ۲۰ میلیارد دلار سرمایه‌گذاری نیاز خواهد بود.

بنابراین، مجموع رقم سرمایه‌گذاری برای نیل به اهداف سند چشم‌انداز در صنعت نفت و گاز تا سال ۱۳۹۴ برای ایران، حداقل معادل ۱۷۰ میلیارد دلار می‌باشد.

محل تأمین منابع مورد نیاز در بخش نفت و گاز

بر اساس برنامه پنجم توسعه اقتصادی اجتماعی کشور، سرمایه مورد نیاز برای دسترسی به اهداف برنامه از سه طریق برنامه‌ریزی شده است. بخش عمده آن باید از منابع داخلی تأمین شود. قسمتی از طریق قراردادهای خرید خدمت توسط پیمانکار تأمین شده و مابقی نیز از طریق فاینانس تأمین خواهد شد. سهم هر یک از آنها، بدین شرح است:

تأمین حداقل ۴۲ درصد از منابع مورد نیاز معادل ۷۰ میلیارد دلار توسط بخش داخلی؛

تأمین ۲۰ درصد از منابع مورد نیاز معادل ۳۵ میلیارد دلار از طریق فاینانس؛

تأمین ۳۸ درصد از منابع مورد نیاز معادل ۶۵ میلیارد دلار از طریق بیع متقابل؛

به نظر می‌رسد، با توجه به تشدید تحریم‌ها علیه ایران و عدم امکان تأمین مالی از طریق منابع بین‌المللی، مهم‌ترین و شاید تنها منبع تأمین مالی بخش نفت داخلی باشد. در حال حاضر، علاوه بر منابع داخلی وزارت نفت قسمتی از منابع صندوق توسعه ملی نیز برای بخش نفت تخصیص داده شده که رقم قابل توجهی نیست. لازم به یادآوری است کل منابع صندوق توسعه ملی در سال ۱۳۹۱، حدود ۴۰ میلیارد دلار برآورد شده است (ر.ک: پناهی‌نژاد و دیگران، ۱۳۹۱).

در جدول شماره ۲، میزان سرمایه‌گذاری مورد نیاز، تحت عنوان مصارف، در بخش‌های مختلف نفت و گاز و همچنین محل تأمین آن، تحت عنوان منابع، برای دستیابی به اهداف برنامه پنجم توسعه بر اساس اسناد بالادستی بخش نفت با هم مقایسه شده است. سهم هر یک از منابع و مصارف، به تفکیک رقم و درصد در جدول قابل مشاهده می‌باشد.

جدول ۲- ترازنامه سرمایه‌گذاری صنعت نفت در افق ۱۳۹۴ منبع: خالقی و محاسبات نویسنده

منابع (میلیارد دلار)		مصارف (میلیارد دلار)	
حجم تأمین	نوع منبع	حجم سرمایه‌گذاری	بخش سرمایه‌گذاری
۷۰	منابع داخلی	۵۰	بالا دستی نفت
۶۵	بیع متقابل	۵۰	بالا دستی گاز
۳۵	فاینانس	۲۰	پایین دستی گاز
—	—	۲۰	بالاشکاف
—	—	۳۰	پتروشیمی
۱۷۰	—	۱۷۰	—

سهم هر یک از منابع در تأمین مالی		درصد منابع مورد نیاز هر یک از بخشها	
فاینانس %۲۰	بیع متقابل %۳۸	بالا دستی گاز %۱۷	پایین دستی %۱۲
منابع داخلی %۴۲	—	بالاشکاف %۱۲	پتروشیمی %۱۸
—	—	بالا دستی نفت %۲۹	—

همان‌طور که در جدول دیده می‌شود، برای دستیابی به اهداف برنامه پنجم توسعه در حوزه نفت و گاز، حدود ۱۷۰ میلیارد دلار سرمایه‌گذاری لازم است. بر اساس برنامه تأمین، حدود ۴۲ درصد از این حجم سرمایه از طریق بخش داخلی و ۵۸ درصد از طریق منابع مالی غیرداخلی مشتمل بر منابع مالی پیمانکاران و یا فاینانسورها خواهد بود.

در اینجا دو سؤال مطرح می‌شود: اول اینکه، آیا حجم منابع داخلی می‌تواند پاسخگوی نیاز تعریف شده باشد. دوم اینکه، با توجه به تغییر شرایط و تشدید فشارهای مالی بین‌المللی، چگونه می‌توان جایگزینی برای منابع مالی غیرداخلی پیدا کرد؟

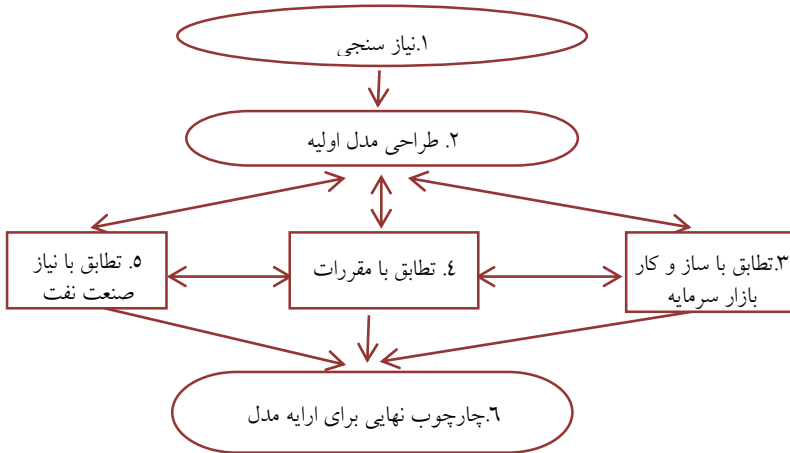
چنانچه فرض کنیم منابع داخلی پاسخگوی تأمین منابع لازم در حد برنامه‌ریزی شده باشد، بحث جایگزینی منابع خارجی اجتناب‌ناپذیر است. یکی از فرصت‌های جدید که می‌تواند تا حدی در حل مسئله تأمین مالی بخش بالادستی نفت مفید باشد، توسعه ابزارهای بازار سرمایه و فراهم شدن زیرساخت‌های به‌کارگیری ابزارهای مالی اسلامی در این بازار است. ابزارهای مالی اسلامی، با رویکرد پروژه‌محور می‌توانند قسمتی از نقدینگی سرگردان موجود در جامعه را بوسیله داشتن جذابیت برای همه گروه‌های سرمایه‌گذار، اعم از ریسک‌گریز و ریسک‌پذیر جذب کرده و در کنار منابع مالی بانک‌ها، به تأمین مالی پروژه‌های بخش بالادستی نفت کمک کنند.

روش تحقیق

موضوع تأمین مالی اسلامی و ابزارهای مالی اسلامی (صکوک) به‌عنوان بستر تحقیق حاضر، خود موضوعی جدید بوده و علی‌رغم نیازهای داخلی، شناخت کافی در بین تصمیم‌گیرندگان مالی بنگاه‌های اقتصادی و حتی مؤسسات پولی و مالی داخلی نسبت به آن وجود ندارد. از سوی دیگر، این سیستم عمومی باید متناسب با الزامات و نیازمندی‌های بخش بالادستی نفت اختصاصی و اصلاح شود. بهترین راهکار دسترسی به نتایج کاربردی و معتبر، ارجاع به نظر خبرگان با استفاده از مصاحبه‌های نیم‌ساختاریافته است. حوزه شمول خبرگان دربرگیرنده سه حوزه مرتبط می‌باشد:

۱. مدیریت استراتژیک در حوزه مالی و سرمایه‌گذاری صنعت نفت؛
 ۲. شرکت‌های تأمین سرمایه به‌عنوان فعالان این حوزه از کسب و کار و مشاورین عرضه؛
 ۳. سازمان بورس اوراق بهادار کشور، به خصوص اعضای محترم شورای فقهی، شرکت بورس و اوراق بهادار تهران و بورس کالای ایران به‌عنوان متولیان قانونی.
- همچنین مدل‌های ارایه شده در بخش نتایج محصول فرایند ذیل است:

شکل ۱: فرایند پیشنهاد مدل‌های ارایه شده در بخش نتایج



۱. تعیین نوع نیاز سرمایه‌گذاری در بخش بالادستی نفت متیج از مصاحبه‌ها؛

۲. طراحی مدل اولیه؛

۳. تبادل نظر با مدیران شرکت‌های تأمین سرمایه و مؤسسات پولی و مالی در راستای اصلاح و عملیاتی بودن مدل؛

۴. تبادل نظر با مدیریت پژوهش، توسعه و مطالعات اسلامی سازمان بورس و اوراق بهادار از جهت وفق با ضوابط و مقررات؛

۵. تبادل نظر با معاونت سرمایه‌گذاری شرکت ملی نفت ایران و در صورت لزوم اصلاح مدل ارایه شده در چرخه قبل؛

۶. تعیین چارچوب‌های کلی مدل‌های تأمین مالی اسلامی قابل کاربرد در بخش بالادستی نفت کشور. از این‌رو، این تحقیق با استفاده از رویکردی کیفی با تمرکز بر روش تحقیق تفسیری مبتنی بر نظر خبرگان انجام شده است.

پیشینه تحقیق

نظر به بین‌رشته‌ای بودن تحقیق، جستجوی پیشینه در سه حوزه اجتناب‌ناپذیر بود:

۱. تأمین مالی پروژه‌محور در بخش بالادستی نفت. تاکنون تحقیقات زیادی در حوزه روش‌ها و ابزارهای تأمین مالی پروژه‌های زیرساخت انجام شده است. اما در بخش بالادستی نفت، به دلیل به‌کارگیری رویکرد بیع متقابل در سال‌های پس از انقلاب اسلامی، به مدت طولانی بیشتر توجه محققان

داخلی به ابعاد مختلف این شیوه بوده و در اکثر موارد، سعی بر ارایه و تشریح روش‌های مرسوم و بیان ویژگی‌های هر یک متناسب با این بخش بوده و به‌طور خاص به موضوع تأمین مالی پروژه پرداخته نشده است؛ چراکه تا پیش از تغییر استراتژی شرکت نفت و گاز پارس، به نمایندگی از شرکت ملی نفت ایران در طرح توسعه فازهای ۹ و ۱۰ پارس جنوبی مبنی بر به‌کارگیری رویکرد تأمین مالی پروژه محور، استفاده از سایر روش‌ها مرسوم و عملیاتی بوده و توجه محققان به آسیب‌شناسی و کاربردی‌تر ساختن آنها بوده است. از سوی دیگر، منابع لاتین در حوزه‌هایی ورود پیدا کرده‌اند که عملیاتی سازی آنها در بخش بالادستی به دلیل مغایرت با قوانین یا دلایل فنی امکان‌پذیر نبوده است. در ذیل برخی از تحقیقات انجام شده در این حوزه اشاره می‌شود:

کالبد شکافی سرمایه‌گذاری‌های صنعت نفت (گروه نویسندگان، ۱۳۷۹)، توسعه میادین نفت و گاز، ساختارها و رویکردهای اجرای پروژه (کاشانی، ۱۳۸۸)، ارزیابی و اولویت‌بندی شیوه‌های مناسب تأمین مالی خارجی مورد استفاده در پروژه‌های زیرساختی کشور، مطالعه موردی: بخش نفت (رحیمی و خواجه‌زاده دزفولی، ۱۳۸۹).

در موضوع تأمین مالی پروژه‌محور نیز منابع عمدتاً غیرفارسی بوده و در داخل کشور، به دلیل وجود رویکردهای سنتی و شرکتی تأمین مالی به این موضوع پرداخته نشده است. مهم‌ترین منابع استفاده شده به عنوان پایه تحقیق حاضر عبارتند از: تأمین مالی پروژه‌های انرژی در اقتصادهای نوظهور (Razavi, 2007) با موضوع تأمین مالی پروژه‌های نفت و گاز در کشورهای در حال توسعه، اصول تأمین مالی پروژه‌های زیرساخت (Tan, 2007) با موضوع کلیات و چارچوب‌های تأمین مالی پروژه‌محور، تأمین مالی پروژه‌های مدرن (Esty, 2004)، با موضوع مطالعات موردی تأمین مالی پروژه‌ها و همچنین کتاب تأمین مالی پروژه‌محور در پروژه‌های ساخت (Merna & Chau, 2010) با موضوع مهندسی مالی در پروژه‌های ساخت.

۲. تأمین مالی اسلامی. از آنجا که کارشناسان و صاحب‌نظران بازار سرمایه آشنایی کمتری با پروژه و مسایل خاص آن دارند، در تحقیقات بیشتر با رویکرد تأمین مالی شرکتی و ابزارهای بدهی متکی به اعتبار و ترازنامه بانی سعی در توسعه نظام مالی داشته‌اند. اما تحقیقات صورت گرفته در کشور، با موضوع خاص تأمین مالی اسلامی و با رویکرد معرفی ابزارهای نوین، بیشتر در دهه گذشته انجام شده است. در اینجا مهم‌ترین آنها به صورت مختصر اشاره می‌شوند.

«بررسی فرایند تأمین مالی از طریق انتشار اوراق صکوک» (نجفی، ۱۳۸۵)، «بررسی صکوک اجاره» (سروش، ۱۳۸۶)، «تعیین اصول کارکردی مؤسسات مالی اسلامی و مقایسه آن با مدل‌های عمومی

غربی» (پیره، ۱۳۸۶)، «اوراق صکوک: تعریف، انواع و ساختار» (ر ضوی و پهلوان، ۱۳۸۶)، «صکوک، رایج‌ترین ابزار تأمین مالی اسلامی: ساختار، فرایند طراحی و چالش‌های پیش‌رو» (باباقدری و فیروزی، ۱۳۸۶)، «مبانی شرعی اوراق بهادار اسلامی» (تسخیری، ۱۳۸۷)، «ابزارهای مالی اسلامی» (موسویان، ۱۳۸۷)، «مدیریت مالی ریسک‌های مالی ساختارهای صکوک» (ارسلان طریق، ۲۰۰۴)، «بررسی فرایند تأمین مالی از طریق انتشار اوراق اجاره» (موسویان و کریمی، ۱۳۸۸)، «صکوک سلف: ابزاری مناسب برای تأمین مالی و پوشش ریسک» (فراهانی‌فرد، ۱۳۸۸)، «تبدیل به اوراق بهادارسازی املاک و مستغلات» (علیزاده و سیف‌الدینی، ۱۳۸۸).

۳. ابزارهای مالی اسلامی در تأمین مالی پروژه‌ها. پس از به‌کارگیری اوراق مشارکت در تأمین مالی پروژه طرح نواب توسط شهرداری تهران در سال ۱۳۷۳، برای اولین بار بحث‌های فقهی و علمی به طور جدی در داخل برای کاربرد گسترده آن شروع و منجر به کاربرد گسترده از این روش شد. البته بیشتر موارد توسط بانک مرکزی و در راستای اجرای سیاست‌های پولی انجام شد. پس از مطرح شدن کارکردهای صکوک توسط مندرقحف در سال ۱۹۹۷، این موضوع دامنه جهانی پیدا کرده و تشکیلات و مؤسساتی در همین راستا تشکیل و چارچوب‌های عملیاتی آن ارایه و فرایند انتشار آن ضابطه‌مند شد. وجود تجربه انتشار اوراق مشارکت در داخل و همچنین انجام ترجمه، تألیفات و تحقیقاتی که در این زمینه انجام شد، منجر به اقبال مجدد و دید گسترده‌تر به موضوع ابزارهای تأمین مالی اسلامی شد. به طوری که در سال ۱۳۸۶، کمیته تخصصی فقهی سازمان بورس اوراق بهادار در همین راستا تشکیل شد. یکی از مهم‌ترین تحقیقات انجام شده با موضوع تأمین مالی پروژه از طریق ابزارهای مالی اسلامی، مقاله «نقش اوراق صکوک در تأمین مالی بخش مسکن» (موسویان، ۱۳۸۸) می‌باشد.

مرور ادبیات در حوزه مالی اسلامی

تأمین مالی اسلامی

تأمین مالی اسلامی، نوعی تأمین مالی رایج در کشورهای اسلامی است که مبتنی بر اصول شرعی و ضوابط کلی معاملات در فقه می‌باشد. در این سیستم، دریافت و پرداخت بهره، ضرر و ضرار، غرر و اکل مال به باطل ممنوع می‌باشد. این در حالی است که سازوکار بازار پول و سرمایه در کشورهای غیراسلامی، مبتنی بر بهره بوده و از این جهت سیستم تأمین مالی سنتی کاملاً با سیستم اسلامی متمایز است. از دیدگاه تخصصی، سیستم تأمین مالی اسلامی بر پایه عقود شرعی بوده و با هدف جایگزین کردن ابزارهای مالی مبتنی بر بهره، بخصوص ابزارهای با درآمد ثابت به‌کار گرفته می‌شود. در اکثر

کشورهای اسلامی، هر دو سیستم به طور موازی وجود دارد، اما ایران تنها کشوری است که صرفاً از سیستم مالی اسلامی استفاده می‌کند.

ابزار تأمین مالی اسلامی

ابزار تأمین مالی اسلامی صکوک می‌باشد. اصطلاح «صکوک» برای ابزارهای مالی اسلامی، نخستین بار در سال ۲۰۰۲ میلادی در جلسه کمیته فقهی بانک توسعه اسلامی برای ابزارهای مالی اسلامی پیشنهاد شد (سروش، ۱۳۸۶، ص ۱۵). دایرةالمعارف قاموس عام لکل فن و مطلب، در مورد واژه «صکوک» چنین بیان می‌کند:

«صک به معنای سند و سفته است و معرب واژه چک در فارسی است. عرب‌ها این واژه را توسعه دادند و آن را بر کلیه انواع حوالجات و تعهدات به‌کار بردند. آنها این واژه را بر کتاب به صورت عام و بر سند اقرار به مال، به صورت خاص اطلاق کردند. در عرف عرب این واژه، حواله، انواع سفته، سند و هر آنچه که تعهد یا اقراری از آن ایفاد شود را شامل می‌شود» (نجفی، ۱۳۸۵).

از آنجا که صکوک نوعی اوراق بهادار است، بهتر است از واژه «اوراق»، که در زبان فارسی ملموس و دارای پیشینه است، به جای «صکوک» استفاده شود.

کمیته تخصصی فقهی سازمان بورس اوراق بهادار، صکوک را این‌گونه تعریف می‌کند:

اوراق بهاداری هستند که بر اساس قراردادهای شرعی متشرعی می‌شوند و نشان‌دهنده مالکیت م‌شاع دارندگان آن، در دارایی مبنای انتشار اوراق می‌باشند و دارایی عبارت است از: هر نوع مال منقول یا غیرمنقولی است که بتواند موضوع قرارداد قرار گیرد و مشخصات مندرج در ضوابط اوراق را داشته باشد (مصوبات کمیته تخصصی فقهی سازمان بورس، ۱۳۸۶).

استاندارد شماره ۱۷، شریعت سازمان حسابداری و حسابرسی نهادهای مالی اسلامی نیز 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» (AAOIFI, 2004, Standard, No. 17).

به نظر می‌رسد، تعریف دوم از دقت بیشتری برخوردار باشد؛ چراکه دقیقاً موارد انتشار را که شامل مالکیت دارایی (مثل اوراق مشارکت)، مالکیت منافع دارایی (مثل اوراق اجاره) و انتفاع از منافع یک پروژه (مثل اوراق منفعت) را به صراحت بیان کرده است در حالی که در تعریف اول، همه این موارد در ضمن کلمه «دارایی» آمده است.

مرور ادبیات در حوزه تأمین مالی پروژه محور تأمین مالی پروژه محور

تاکنون تعریف واحدی از تأمین مالی پروژه محور، که مورد قبول همگان باشد، ارائه نشده است. در حوزه تأمین مالی تعریف واحدی در این خصوص وجود ندارد؛ چراکه موضوع تأمین مالی بسیار پویا و اساساً در حال تغییر و تکامل است. در ذیل به مرور برخی از آنها می‌پردازیم:

براساس نظر *فابوزی و نویت (۲۰۰۰)* تأمین مالی پروژه محور عبارت است از: «تأمین مالی یک واحد مشخص اقتصادی، که اساساً رضایت وام‌دهندگان از جریان نقدی و عایدی‌های آن واحد اقتصادی، به عنوان منبع بازپرداخت وام بوده و اموال واحد اقتصادی به عنوان رهن، در اختیار وام‌دهندگان قرار می‌گیرد». در این تعریف، منظور از «واحد اقتصادی»، شخصیت مستقل حقوقی و اقتصادی شرکت پروژه است. در این تعریف، تأکید بر بازپرداخت‌ها از محل عواید و جریان نقدی پروژه شده است.

استی (۲۰۰۴) نیز چنین تعریف می‌کند: «تأمین مالی پروژه‌ای دربرگیرنده خلق شرکت پروژه‌ای است که از نظر حقوقی و اقتصادی مستقل بوده و تأمین مالی آن بر پایه بدهی بدون حق رجوع (و سهام متعلق به یک یا چند بانی شرکت) باشد. هدف از ایجاد آن، تأمین مالی یک پروژه خاص (معمولاً یک دارایی سرمایه‌ای) با دوره عمر محدود می‌باشد» (Esy, 2004).

در این تعریف، دو ویژگی از تأمین مالی پروژه مورد تأکید قرار گرفته است: اول، استقلال دارایی‌های شرکت پروژه از شرکت مادر و دوم، بدهی بدون حق رجوع که تأکید بر حق رجوع وام‌دهندگان به جریان نقدی و دارایی‌های پروژه دارد.

مرنا و اون (۱۹۹۸) اعتقاد دارند تأمین مالی یک پروژه خودگردان، که در آن توجه اصلی وام‌دهندگان برای بازپرداخت به جریان نقدی حاصله از پروژه می‌باشد، حداقل یک بار عملیات شروع شده و دارایی‌های پروژه به عنوان وثیقه وام خواهد بود. وام‌دهندگان فاقد حق رجوع بوده، یا با حق رجوع محدود به بنیان پروژه می‌باشند (Merma & Owen 1998).

مرنا و چو (۲۰۱۰) نیز در بیان مفهوم تأمین مالی پروژه محور این‌گونه بیان می‌کنند:

تأمین مالی یک پروژه (یا تعدادی از پروژه‌ها) خودگردان، که ساختار آن متشکل از تعدادی موافقت‌نامه و قرارداد بین وام‌دهندگان، بنیان پروژه و سایر ذی‌نفعان بوده که به صورت یک واحد اقتصادی ایجاد شده است. وام‌دهندگان و سرمایه‌گذاران برای ضمانت‌ها و بازپرداخت وام‌ها به جریان نقدی و دارایی‌های پروژه متکی هستند. وام‌دهندگان با حق رجوع محدود و یا بدون حق رجوع به بنیان پروژه هستند

در تمامی این تعاریف، تأکید به استقلال مالی پروژه از شرکت مادر دارد، به طوری که در همه آنها بر دو اصل تأکید شده است: اول، تکیه وام دهندگان به جریان‌های نقدی و دارایی‌های پروژه و دوم، عدم حق رجوع و یا حق رجوع محدود وام دهندگان به بانیان پروژه.

ویژگی‌های کلیدی تأمین مالی پروژه محور

گرچه اصطلاح «تأمین مالی پروژه محور» سال‌ها است که در صنایع مختلف برای اشاره به دامنه گسترده‌ای از ساختارهای تأمین مالی ممکن مورد استفاده قرار می‌گیرد، اما می‌توان گفت: در همه آنها، پنج ویژگی مشترک وجود دارد:

تشکیل پروژه SPV^۱

SPV، شرکت پروژه، یا شرکت واسط، شخصیت حقوقی مستقلی است که مسئول و متعهد تنظیم روابط قراردادی بین ذی‌نفعان درگیر در فرایند تأمین مالی پروژه‌ای می‌باشد (Ellafi, 2005).

وجود ترتیبات قراردادی گسترده بین ذی‌نفعان

در تأمین مالی پروژه محور، استفاده از ارتباطات قراردادی متنوع اجتناب‌ناپذیر است. این قراردادهای نمایانگر اجزای اصلی حمایت اعتباری از پروژه هستند (Orgeldinger, 2006).

حق رجوع محدود/ بدون حق رجوع بودن

یکی از مهم‌ترین وجوه تمایز تأمین مالی پروژه‌ای و شرکتی در وجود یا عدم وجود حق رجوع وام دهندگان به بانی است. در تأمین مالی شرکتی، مهم‌ترین منبع بازپرداخت‌ها ترازنامه شرکت مادر است که محل تجمع هر نوع از جریان‌های نقدی ورودی و از هر نوع منبعی است (IFC, 1999).

تأمین مالی خارج ترازنامه‌ای

یکی از دلایل انتخاب تأمین مالی پروژه محور توسط بانیان محافظت ترازنامه شرکت مادر از ریسک‌های پروژه است تا در صورت شکست احتمالی، پروژه و وضعیت مالی شرکت مادر دچار مشکل نشود. به صورت ساده، می‌توان گفت: تأمین مالی خارج ترازنامه‌ای به معنی جدایی مسایل مالی مرتبط با پروژه از ترازنامه شرکت مادر است و مسئولیت بازپرداخت‌ها با شرکت پروژه (SPV) است. در حالی که در تأمین مالی ترازنامه‌ای تأمین مالی یا از طریق بدهی مستقیم و یا از طریق انتشار سهام می‌باشد (Merna, ۲۰۱۰).

توجیه‌پذیری مالی پروژه

درآمدهای آتی پروژه مهم‌ترین رکن تأمین مالی پروژه محور است؛ چراکه بازپرداخت‌ها باید از محل جریانات نقدی و دارایی‌های خود پروژه صورت گیرد. بنابراین، قابلیت پروژه برای ایجاد جریانات نقدی آتی باید اثبات شود. برای نمونه، قراردادهای فروش برق پروژه ایجاد نیروگاه و یا قراردادهای اخذ عوارض در مورد احداث پل یا راه می‌توانند این قابلیت را اثبات کنند.

بررسی تأمین مالی پروژه محور در بخش بالادستی نفت ایران مطالعه موردی - توسعه فازهای ۹ و ۱۰ پارس جنوبی

با پیروزی انقلاب اسلامی و منع مالکیت شرکت‌های خارجی بر منابع نفتی، قراردادهای بیع متقابل راهکار مناسبی در این زمینه بود. در این شیوه، تأمین مالی به عهده شرکت‌های نفتی پیمانکار بود. با نهایی شدن قانون تشویق و حمایت سرمایه‌گذاری خارجی، سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی در بخش بالادستی، 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.

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 شبهه ربوی بودن را نیز از بین می‌برد، در توسعه فازهای ۱۵ و ۱۶ ادامه یافت.

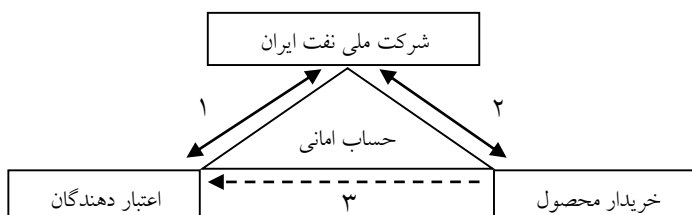
در اجرای فازهای (۹ و ۱۰) شرکت ملی نفت ایران، با کنار گذاشتن روش بیع متقابل، خود تأمین مالی و انعقاد قرارداد با پیمانکاران را بر عهده گرفت و اپراتور اجرای این دو فاز شد. بدین منظور، شرکت نفت بر مبنای طراحی پایه انجام شده در فازهای ۴ و ۵، به انتخاب پیمانکاران اقدام کرد. برای تأمین مالی این پروژه در چارچوب موافقتنامه‌های دوجانبه قسمتی از محصول پروژه در ازای تأمین مالی به گروهی از تأمین کنندگان مالی، که عمدتاً کشورهای صنعتی عضو OECD هستند، واگذار شد. وثایق تأمین مالی، همان اجازه فروش قسمتی از محصول توسط تأمین کنندگان مالی بوده که سازوکار آن از طریق حساب امانی عملیاتی شده است. ارتباط بین سه طرف اصلی در تأمین مالی در شکل ۲ آمده است.

همان‌طور که اشاره شد، مبنای اخذ تسهیلات مالی توجیه‌پذیری خود پروژه بوده و بازپرداخت اقساط از محل عواید همان پروژه است. البته در مراحل ابتدایی، که عواید حاصل از فروش محصولات

همراه برای پوشش تعهدات کفایت نمی‌کند، از سایر منابع درآمدی شرکت مادر برای پرداخت‌ها استفاده می‌شود.

۱. قراردادهای مربوط به وام و واریز عواید فروش محصول به حساب امانی
۲. قرارداد فروش محصولات پروژه تا حد معین
۳. توافقات پرداخت اقساط از طریق حساب امانی

شکل ۲. ارتباط بین سه طرف اصلی در تأمین مالی [۹]



شکل ۳. چگونگی بازپرداخت اقساط



به عبارت دیگر، در این شیوه عناصری از تأمین مالی پروژه محور دیده می‌شود. به هر حال، وام‌دهنده در تمامی مراحل تا حصول کامل حساب‌های دریافتی خود حق رجوع به شرکت مادر را دارد. در شکل ۳، این فرایند ترسیم شده است.

تأمین مالی پروژه محور از طریق ابزارهای مالی اسلامی (صکوک) در بخش بالادستی نفت

در قسمت‌های قبلی تأمین مالی پروژه محور و شروع به‌کارگیری این سیستم در بخش بالادستی صنعت نفت مورد بررسی قرار گرفت. اما آنچه در اینجا مطرح است چگونگی تأمین مالی پروژه محور از طریق ابزارهای مالی اسلامی یا صکوک است. بر اساس استاندارد شماره ۱۷ شریعت سازمان حسابداری و حسابرسی نهادهای مالی اسلامی، «صکوک» عبارت است از گواهی‌هایی با ارزش اسمی یکسان، که پس از اتمام عملیات پذیره‌نویسی، بیانگر پرداخت مبلغ اسمی مندرج در آن توسط خریدار به ناشر است. دارنده آن، مالک یک یا مجموعه‌ای از دارایی‌ها، منافع حاصل از دارایی و یا ذینفع یک پروژه یا یک فعالیت سرمایه‌گذاری خاص می‌شود (AAOIFI, 2004: Standard No 17).

بر اساس این تعریف، دارندگان این اوراق مالک دارایی، منافع حاصل از دارایی، ذی نفع یک پروژه یا یک فعالیت سرمایه‌گذاری هستند که هر کدام از این موارد، به نوعی پشتوانه اوراق صادر شده خواهند بود. از این رو، ویژگی‌های صکوک با اصول تأمین مالی پروژه محور کاملاً منطبق هستند. در نتیجه، تأمین مالی بخش بالادستی نفت از طریق انتشار صکوک را می‌توان تأمین مالی پروژه محور اسلامی دانست. برای یافتن ابزارهای مالی اسلامی متناسب با این بخش، باید ابتدا معیارهای لازم برای ابزار را تعیین و بر اساس آن ابزارهای متناسب را طراحی کرد.

معیارهای انتخاب گزینه مناسب تأمین مالی اسلامی در بخش بالادستی نفت ایران

برای انتخاب بهترین گزینه ممکن، بار دیگر و وضعیت فعلی تأمین مالی در بخش بالادستی نفت کشور مورد بررسی قرار می‌گیرد:

— در صنعت نفت به طور متوسط نیاز به سرمایه‌گذاری متوسط سالانه ۵۰ میلیارد دلار وجود دارد (نشانی؟).
— امکان استفاده از گزینه‌های بیع متقابل و فاینانس در بخش بالادستی نفت کم‌رنگ شده، به طوری که با جدا کردن بسته تأمین مالی از بسته واگذاری بیع متقابل در توسعه فازهای ۹ و ۱۰، با کار شکنی بانک‌های طرف قرارداد از جمله HSBC بانک لندن به‌عنوان بانک اصلی، تأمین مالی این دو فاز با مشکل مواجه شد. تشدید محدودیت‌های مالی بین‌المللی نیز استفاده از منابع مؤسسات پولی و مالی فراملی را محدود کرد.

— منابع داخلی وزارت نفت، منابع بانک‌های داخلی و سایر منابع ارزی نیز پاسخگوی این حجم از سرمایه‌گذاری نیست.

— به‌کارگیری گزینه‌هایی از قبیل معاملات جبرانی مثل BOIT، علاوه بر اینکه دامنه انتخاب پیمانکار را به شدت محدود می‌کند، دارای ایرادات قانونی در حوزه مالکیت است.

روشن است که گزینه‌هایی مانند یوزانس نیز علاوه بر مشکل کوتاه‌مدت بودن و هزینه بالای تأمین مالی در این حجم از سرمایه‌گذاری، کاربرد ندارند.

بنابراین، از جمله بهترین گزینه‌های باقیمانده، استفاده از ابزارهای مالی اسلامی است. بر اساس قانون بودجه سال‌های ۱۳۹۰ و ۱۳۹۱ کل کشور، وزارت نفت و شرکت‌های وابسته و تابعه مجاز به استفاده از این ابزار برای اجرای طرح‌های انتفاعی و دارای توجیه فنی اقتصادی و مالی می‌باشند. این ابزارها، ضمن سازگاری با اصول فقهی و رفع شبهات ربوی بودن، که در مورد فاینانس مطرح بود، می‌توانند در این زمینه به‌کار گرفته شوند. همان‌طور که قابلیت خود را در اولین مجموعه انتشار پس از کار شکنی

بانک‌های طرف قرارداد، برای تأمین مالی فازهای ۹ و ۱۰ پارس جنوبی اثبات کردند. اما اشکالی که به نوع ابزار انتخاب شده وارد است، عدم تناسب ابزار مورد استفاده (اوراق مشارکت) با نیاز و خواسته بانی است. به عبارت دیگر، استفاده از اوراق مشارکت الزامات و محدودیت‌هایی از جمله تعیین و تأیید سود و یا زیان واقعی طرح، توسط شرکت واسط و ارتباط تنگاتنگ فرایند اجرا با تأمین مالی در جهت حفظ حقوق تأمین مالی کنندگان را در پی دارد. درحالی‌که به دلیل محیط متغیر اجرا تنظیم نقشه راه ثابت اولیه امکان‌پذیر نبوده و تغییرات بعدی باید به تأیید امین برسد. درحالی‌که، نظام تصمیم‌گیری در این صنعت، به اندازه‌ای چابک نیست که درگیر این فرایند شود. بنابراین، برای انتخاب ابزار مالی اسلامی متناسب با نیاز بانی، ابتدا باید ویژگی‌های ابزار مورد نیاز مورد بررسی قرار گیرد. نتایج حاصل از مطالعات میدانی معیارهای زیر را برای انتخاب ابزار مناسب تعیین نمود که تحت سه سرفصل دسته‌بندی شده‌اند:

امکان انتشار

سازگاری با قوانین اساسی و نفت در حوزه مالکیت؛ تطابق با اصول شریعت اسلامی با تأکید بر فقه امامیه؛ فراهم بودن زیرساخت‌های حقوقی، حسابداری و مالیاتی.

جذابیت ابزار برای بانی

حداقل کردن هزینه تأمین مالی و جلوگیری از پرداخت سود اضافه توسط بانی؛ عدم نیاز به حضور مؤسسه حسابرسی و حسابداری بین‌المللی در فرایند؛ حداقل دخالت تأمین مالی کننده در فرایند اجرایی طرح؛ پرداخت سود ثابت و جدا کردن سود طرح از سود اوراق؛ امکان فروش خارجی؛ داشتن کمترین حساسیت نسبت به رتبه‌بندی؛ دارای سررسید بلندمدت.

جذابیت ابزار برای خریدار اوراق

امکان تبدیل به سهام و سایر اوراق بهادار در سررسید؛ رواج بین‌المللی و شناخته شدن بین عموم؛ داشتن پشتوانه فیزیکی و مشهود؛ امکان مبادله اوراق در بازارهای ثانویه (کاهش ریسک نقدشوندگی)؛ حداقل کردن ریسک اعتباری.

ابزارهای تأمین مالی اسلامی قابل کاربرد در بخش بالادستی نفت ایران بر اساس معیارها اوراق (صکوک) اجاره

اوراق (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 (نجفی، ۱۳۸۵). در میان محصولات مالی اسلامی، صکوک اجاره یک محصول متمایز به شمار می‌رود که محبوبیت زیادی بین سرمایه‌گذاران مسلمان به دست آورده است. از سوی 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. بنابراین، فرایند 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 پس از اینکه صکوک به عنوان یک ابزار مالی مناسب و قابل اطمینان شناخته شد، این هزینه‌ها کاهش یافت (همان).

پروژه‌های بخش بالادستی نفت معمولاً دارای سه قسمت عمده هستند که مشتمل بر طراحی، خرید تجهیزات و ساخت است. از اوراق اجاره، می‌توان برای تأمین مالی تجهیزات استفاده کرد که حدود ۷۰٪ وزن مالی پروژه‌ها را به خود اختصاص می‌دهند. تأمین مالی از طریق اوراق اجاره می‌تواند با پشتوانه دارایی موجود (جهت تأمین نقدینگی) و یا مبتنی بر دارایی (برای خرید دارایی جدید) باشد. در شرایط فعلی، تأمین مالی با پشتوانه دارایی‌های موجود ارجحیت دارد؛ چرا که دارایی‌های قابل پذیرش پشتوانه انتشار مبتنی بر ویژگی‌های دستورالعمل انتشار اوراق اجاره مصوب سازمان بورس وجود دارد. از جمله مهم‌ترین آنها، ریگ‌های حفاری فعال در صنعت نفت است که از نظر حسابداری عمر مفید بالای چهار سال دارند. اما در مورد انتشار نوع دوم، به دلیل اینکه بانی انتشار (شرکت ملی نفت ایران) از فروشنده تجهیزات جداست و معمولاً تجهیزات سرمایه‌ای پروژه‌های صنعت نفت وارداتی هستند، تنها می‌توان این نوع تأمین مالی را برای تجهیزات تولید داخل به کار برد. همچنین پیمانکاران عمومی صنعت نفت در صورت داشتن دارایی‌های قابل پذیرش، می‌توانند از این ابزار برای تأمین مالی استفاده کنند. در پیمان‌های EPC از طریق مدل جدایی بانی از فروشنده، پیمانکار عمومی می‌تواند تجهیزات تولیدی (قابل نصب در پروژه) خود را به شرکت ملی نفت ایران بفروشد.

اوراق (صکوک) سلف موازی

«سلف» یا «سلم» از اقسام بیع و عکس نسبی است. یکی از مهم‌ترین کاربردهای صکوک سلف، تأمین مالی بنگاه‌های اقتصادی است. با این روش، از یک سو پس‌اندازکنندگانی که به علت کوچک بودن حجم سرمایه خود یا به علت نداشتن مهارت کافی توانایی سرمایه‌گذاری مستقیم ندارند، می‌توانند با

خرید اوراق سلف از راکد ماندن وجوه خود جلوگیری کرده و از سود آن بهره‌مند شوند. صکوک سلف، نخستین بار در بحرین منتشر شده است. مؤسسه پولی بحرین برای نخستین مرتبه در حوزه کشورهای خلیج فارس در سال ۲۰۰۱ میلادی، اسناد دولتی مطابق با قوانین اسلامی منتشر کرد (فراهانی فرد، ۱۳۸۸).

در این روش، که نسبت به سایر روش‌های تأمین مالی دارای سررسید کوتاه‌مدت‌تری است، بانی (شرکت ملی نفت ایران) محصول پروژه (نفت خام) را به خریدار اوراق سلف پیش‌فروش می‌کند. تحویل کالای موضوع قرارداد سلف (نفت خام) مدت‌دار، ولی پرداخت نقد و کمتر از قیمت روز خواهد بود.

گرچه عقد سلف از انواع عقود مبادله‌ای و با سود ثابت است، اما این ابزار (اوراق سلف) از جهت نوع سود پرداختی می‌تواند در طیفی بین عقود مبادله‌ای و مشارکتی باشد. در عقود مشارکتی، خریدار اوراق با مشارکت در ریسک‌های فرایند اجرایی پروژه‌ها در سود (زیان) انتظاری آن مشارکت دارد، با اینکه در مدیریت آن نقشی ندارد. از سوی دیگر، در انواع عقود مبادله‌ای نوعاً سود پرداختی به اوراق ثابت است. بنابراین، گروه اول از ریسک نسبتاً بیشتر و گروه دوم از ریسک نسبتاً کمتری برخوردارند. ویژگی خاص این ابزار، در این است که بانی به مقتضای شرایط با ایجاد جذابیت از طریق مدیریت و پوشش ریسک بازار، این ابزار را در طیفی بین این دو می‌تواند جابه‌جا کند. برای نمونه، با تضمین فروش نفت به قیمت معین ریسک نوسان قیمت را بپذیرد و اوراق را به ابزار با سود ثابت تبدیل کند، یا با تضمین حداقل قیمت فروش ریسک کاهش قیمت را از یک کف حداقل و یا در یک بازه قیمتی بپذیرد. بنابراین، نوع پرداخت سود در اوراق (صکوک) سلف می‌تواند ثابت، شناور یا شناور مدیریت شده باشد تا بتوان به هر نوع تقاضایی در بازار سرمایه در راستای تأمین مالی بانی پاسخ داد (حدادی، ۱۳۹۰، ص ۱۳۲).

از آنجا که خریداران اوراق، مصرف‌کنندگان نفت خام نیستند و مستقیماً امکان فروش و حمل آن را ندارند، به شرکت واسطه وکالت می‌دهند تا با تحویل کالا در سررسید، آن را به قیمت روز به فروش رسانده، مابه‌التفاوت قیمت فروش نقدی و سلف را پس از کسر کارمزدهای لازم، به عنوان سود به آنها پرداخت کند. گرچه در عقد سلف فروش کالا پیش از قبض توسط خریدار مجاز نیست، اما با استفاده از رویکرد سلف موازی، خریدار اولیه پس از پرداخت کل ثمن به موازات سلف اولیه و در جایگاه فروشنده، اقدام به انعقاد قرارداد فروش سلف دیگری با خریدار بعدی کرده که مستقل از قرارداد سلف اولیه است. بر اساس این سیستم خریدار اولیه، اوراق تعهد تحویل کالا (حواله) توسط بانی (شرکت ملی

نفت ایران) را به دیگری واگذار کرده و از بازار خارج می‌شود. به این طریق از زمان انتشار تا زمان سررسید تحویل کالا، امکان انعقاد سلف‌های متعدد در بازار ثانویه وجود دارد (فراهانی فرد، ۱۳۸۸). شرکت ملی نفت ایران، با گنجانیدن اختیار فروش برای دارنده اوراق در یک کف قیمتی تعیین شده و همچنین اختیار خرید برای خود در یک سقف قیمتی تعیین شده، دامنه قابل قبولی را برای خرید و فروش اوراق ایجاد می‌کند که هم جذابیت و نقدینگی اوراق را برای خریداران افزایش می‌دهد و هم به این وسیله می‌تواند امکان فروش را برای خود در بازار سرمایه افزایش دهد. در ذیل به اختصار به مراحل انتشار اشاره می‌کنیم.

مرحله اول: جمع‌آوری وجوه و وکالت خریداران به بانی

۱. این مرحله شامل تأسیس شرکت واسط، انتخاب شرکت تأمین سرمایه و فروش اوراق در بازار سرمایه و جمع‌آوری وجوه می‌باشد. خریداران ضمن خرید اوراق، به شرکت واسط به عنوان نماینده بانی وکالت می‌دهند تا کالای موضوع قرارداد سلف (نفت) را در سررسید به فروش رسانند.

مرحله دوم: فروش در سررسید

در این مرحله، بر اساس وکالت اخذ شده از دارندگان اوراق سلف، شرکت واسط و بانی اقدام به فروش نفت خام در بورس کالای ایران یا بازارهای جهانی می‌کنند. تعیین قیمت می‌تواند بر اساس معیارهای قیمت‌گذاری بورس کالا یا عرضه و تقاضای جهانی باشد.

مرحله سوم: تسهیم منافع حاصل از فروش

در این مرحله، شرکت واسط مبالغ حاصل از فروش نفت را دریافت می‌کند. دریافت مبالغ بر اساس سیاست‌های بانک مرکزی می‌تواند به ریال یا ارز خارجی باشد؛ یعنی گرچه فروش نفت به ارز خواهد بود، اما تسویه اوراق و چگونگی انتقال ارز بسته به سیاست‌های بانک مرکزی خواهد بود. همچنین بانی بواسطه اینکه در فروش نفت نقش دارد، بسته به نوع اوراق منتشره می‌تواند در طیفی بین دریافت کارمزد فروش تا کل مبلغ فروش در مبالغ دریافتی سهم باشد. پس از کسر کارمزدهای لازم، مابه‌التفاوت مبلغ دریافتی به دارندگان اوراق پرداخت می‌شود.

اوراق (صکوک) استصناع

واژه «استصناع»، در لغت از باب استفعال از ماده «صنع» است و به معنای طلب و سفارش ساخت چیزی را می‌گویند (عمید، ۱۳۶۳) و در استعمال عرفی عبارت از اینکه کسی، ساخت چیزی را از

صنعت‌گر یا هنرمندی تقاضا کند (زحیلی، ۱۴۱۲ق). در اصطلاح فقهی و حقوقی، استصناع قراردادی است که به موجب آن یکی از طرفین قرارداد، در مقابل مبلغی معین، ساخت و تحویل کالا یا طرح مشخصی را در زمان معین نسبت به طرف دیگر به عهده می‌گیرد (زرقاء، ۱۴۱۲ق).

قرارداد استصناع یا سفارش ساخت قراردادی بین دو شخص حقیقی یا حقوقی، مبنی بر تولید کالای خاص یا احداث طرح ویژه است که در آینده ساخته و قیمت آن نیز در زمان یا زمان‌های توافق شده، به صورت نقد یا اقساط پرداخت شده است (نظرپور، ۱۳۸۴). بنابراین، چنانچه در پروژه‌های سفارش ساخت بتوان با تکیه بر دارایی‌ها و عواید حاصل از اجرای پروژه از مؤسسات پولی و مالی تأمین مالی را انجام داد، از طریق انتشار صکوک استصناع نیز می‌توان اقدام به تأمین مالی کرد. اوراق استصناع، به دلیل پیچیدگی‌هایی که دارد، چندان برای تأمین مالی مناسب نیست، اما به هر حال در شرایطی که گزینه‌های قابل انتخاب محدود باشد، از این ابزار می‌توان استفاده کرد.

اوراق استصناع بر پایه عقد استصناع منتشر می‌شود. بنابراین، سفارش دهنده کارفرما و سازنده پیمانکار خواهد بود و از آنجا که بر پایه این عقد تهیه مواد اولیه با سازنده است، این اوراق می‌توانند علاوه بر رویکردهای EPC در پروژه‌های با رویکرد EPCF نیز کارایی مناسبی داشته باشند.

در پروژه‌های EPC، کارفرما خود تأمین مالی را به عهده دارد و در EPCF، تأمین مالی به بسته ارجاع کار افزوده می‌شود. در هر دو سیستم، ارجاع کار، برای انتشار اوراق باید یک شرکت واسط تشکیل شود و به نمایندگی از خریداران اوراق مالکیت پروژه و تسهیلات ایجاد شده را به عهده گیرد تا در صورت لزوم جهت حفظ حقوق دارندگان اوراق اقدام مقتضی را به عمل آورد. اما اینکه بتوان مالکیت پروژه و تسهیلات ایجاد شده را در بخش نفت به غیر از دولت واگذار کرد، مسئله مهمی است. از آنجایی که در انتشار اوراق مشارکت، دارندگان اوراق مالک مشاع و شریک بانی انتشار محسوب می‌شوند و در بخش بالادستی نفت، چندین مورد انتشار از این نوع وجود داشته، به نظر می‌رسد در انتشار اوراق استصناع نیز این مسئله قابل حل باشد. پروژه‌های بخش بالادستی نفت را به دو شکل می‌توان از طریق صکوک استصناع تأمین مالی کرد: استصناع موازی و ترکیب استصناع و اجاره به شرط تملیک.

قالب حقوقی استصناع

با توجه به اختلاف نظرهایی که در ماهیت قرارداد استصناع وجود دارد، باید استصناع را در قالب حقوقی مناسبی به کار برد تا مورد وفاق عموم صاحب‌نظران باشد. برای حل مسئله باید از قراردادی استفاده کرد که از یک سو، مورد توافق فقها باشد و از سوی دیگر، انعطاف لازم برای صور و حالات

مختلف استصناع را پوشش دهد. عقد استصناع، گرچه نسبت‌هایی با بیع سلم، اجاره یا مطلق وعد و مواعده دارد، اما می‌توان آن را در قالب عقدی مستقل و لازم‌الوفاء تصور کرد؛ زیرا از آنجا که در این معامله سفارش‌پذیر متعهد می‌گردد با مواد اولیه‌ای که خود تهیه می‌کند، طرح را تکمیل کرده آنگاه تحویل دهد، بواسطه این معامله «عمل» و «عین» هر دو بر ذمه می‌آید. در واقع، از آنجا که این عقد مخالفتی با کتاب و سنت ندارد و صدق عقد هم بر این قرارداد بلامانع است، مشمول اطلاق «اوفو بالعقود» خواهد شد (نظریور، ۱۳۸۴، ص ۹۲). بر همین اساس، در سال ۱۳۹۰ بر اساس بند ۹۸ قانون برنامه پنجم توسعه، قرارداد استصناع به عنوان عقدی مستقل شناخته شد و به قانون عملیات بانکی بدون ربا افزوده شد.

استصناع موازی

در این روش بانی (شرکت ملی نفت ایران)، جهت توسعه هر یک از فازهای تعریف شده در منطقه پارس جنوبی، اقدام به تأسیس شرکت پروژه می‌کند که هر دو بخش تأمین مالی و اجرای پروژه از طریق قرارداد استصناع را به عهده دارد. بدنه شرکت پروژه دارای سه قسمت اصلی به شرح ذیل خواهد بود (حدادی، ۱۳۹۰).

- عناصری از شرکت مدیریت مرکزی، دارایی‌هایی که بر اساس قانون توسعه ابزارهای و نهادهای مالی برای تشکیل هر شرکت واسطی الزامی است، عهده‌دار نقش امین در فرایند انتشار خواهند بود.
- عناصر مدیریت مالی منصوب شده از سوی بانی برای مدیریت فرایند و زمانبندی انتشار اوراق؛
- عناصر مدیریت پروژه برای مدیریت و راهبری پروژه و نظارت بر کار پیمانکاران EPC؛
- شرکت پروژه به جای دریافت نقدی مبلغ قرارداد، اوراق بهادار استصناع با سررسیدهای معین دریافت خواهد کرد؛
- شرکت پروژه، در قالب استصناع دومی، ساخت پروژه مورد نظر را به پیمانکار مربوط سفارش می‌دهد و در مقابل، متعهد می‌شود قیمت پروژه را طبق زمان‌بندی مشخص به وی بپردازد؛
- شرکت پروژه اوراق دریافتی از بانی را از طریق بازار سرمایه به فروش رسانده (تزیل می‌کند) و بر اساس برنامه زمان‌بندی به پیمانکار پراخت می‌کند.

ترکیب استصناع و اجاره به شرط تملیک

در این مدل تأمین مالی به عهده پیمانکار خواهد بود. به عبارت دیگر، شرکت ملی نفت ایران، انجام پروژه در قالب EPCF را از پیمانکار عمومی^۷ می‌خواهد. پیمانکار برای انجام کار، اقدام به تأسیس SPV

می‌کند. SPV در چارچوب قوانین و از طریق بازار سرمایه اقدام به انتشار اوراق استصناع کرده و از محل فروش اوراق منابع مالی لازم برای اجرای پروژه را در اختیار پیمانکار قرار می‌دهد. با اتمام فرایند ساخت پیمانکار عمومی تسهیلات ایجاد شده را در قالب اجاره به شرط تملیک به شرکت ملی نفت ایران واگذار کرده و با اقساط دریافتی اوراق را تسویه خواهد کرد. در این روش، پیمانکار می‌تواند در ازای تأمین مالی قسمتی از محصول پروژه (نفت خام) را خریداری نماید.

نتیجه‌گیری

بر اساس معیارهای گزینش ابزارهای مناسب تأمین مالی اسلامی در بخش بالادستی نفت که بر پایه ادبیات موضوع، مطالعات میدانی و نظر خبرگان (مصاحبه‌های نیم ساختار یافته) استوار است، می‌توان گفت ابزارهای مالی اسلامی با سود ثابت برای این بخش دارای اولویت هستند که شامل اوراق اجاره-اوراق سلف (سلف موازی) — اوراق استصناع (استصناع و اجاره به شرط تملیک- استصناع موازی) می‌باشند. بکارگیری هر یک از انواع اوراق اجاره و استصناع بسته به سیستم ارجاع کار و سیاست واگذاری پروژه‌ها خواهد بود. همچنین اوراق سلف را می‌توان در یک بازه پرداخت سود به صورت شناور مدیریت شده مورد استفاده قرار داد. در جدول ۲ ابزارهای قابل استفاده و حوزه‌های کاربرد هر یک در بخش بالادستی نفت به طور خلاصه آمده است.

جدول ۳. کاربردهای ابزارهای مالی اسلامی متناسب با نیازهای بخش بالادست

ابزارهای مبادله‌ای					
ریسک اعتباری	مدت اوراق	مشتتر کننده	حوزه‌های قابل کاربرد	پشتوانه	نوع اوراق (صکوک)
 <p>کم زیاد</p>	کوتاه‌مدت بلند میان مدت بلند مدت	NIOC و GC	خرید تجهیزات و تأمین مالی با پشتوانه دارایی‌های موجود	دارایی	اجاره
	کوتاه مدت	NIOC	تأمین هزینه‌های جاری	محصول پروژه	سلف
	میان مدت بلند مدت	GC	EPCF	دارایی‌های پروژه	ترکیب استصناع و اجاره به شرط تملیک
	میان مدت بلند مدت	NIOC و GC	EPC	عواید پروژه	استصناع موازی

توضیحات جدول: EPC: رویکرد ارجاع کار به پیمانکار در بسته طراحی، تأمین تجهیزات و ساخت؛ EPCF: رویکرد ارجاع کار به پیمانکار در بسته طراحی، تأمین تجهیزات، ساخت و همچنین تأمین مالی؛ NIOC: شرکت ملی نفت ایران؛ GC: پیمانکار عمومی؛ مدت: منظور از کوتاه‌مدت: زیر یکسال، میان‌مدت یک تا سه سال و بلندمدت بیش از سه سال؛ ریسک اعتباری: به معنی احتمال نکول در سررسید است.

۱. Special Purpose Vehicle و یا Special Purpose Company که در فارسی به نام‌های شرکت پروژه، شرکت تک منظوره (مرسوم در ادبیات تأمین مالی پروژه‌ای) و شرکت واسط (مرسوم در ادبیات تأمین مالی اسلامی) نامیده می‌شوند.

۲. Accounting and Auditing Organization For Islamic Financial Institutions.

۳. Build Operation Transfer ساخت، بهره برداری، انتقال.

۴. در اصطلاح سرمایه‌گذاری به معنی توافق بر پرداخت قیمت فناوری و تجهیزات دریافت شده در قبال مدت دار یک یا دو ساله است. وام دریافتی با توجه به بازپرداخت آن در مدت زمان کوتاه مقدار کمی دارد.

۵. در بخش نفت مرجع قانونی مربوط به انتشار اوراق مشارکت بانک مرکزی است و در دستورالعمل آن، شرکت واسط (به عنوان امین) وجود ندارد. در حالی که مرجع قانونی برای استفاده از سایر اوراق بهادار اسلامی (صکوک) در وضعیت موجود سازمان بورس و اوراق بهادار است. بر اساس دستورالعمل‌های موجود این سازمان، شرکت واسط به عنوان یک رکن در فرایند انتشار در نظر گرفته شده است.

۶. نمونه آن تأخیر قابل توجه در تفیذ قرارداد EPC در فازهای ۹ و ۱۰ پارس جنوبی است.

۷. General Contractor.

۸. نتایج برگرفته از تحقیق انجام شده در قالب پایان نامه کارشناسی ارشد توسط جواد حدادی به راهنمایی سید عباس موسویان از آبان‌ماه سال ۱۳۸۹ تا مهرماه سال ۱۳۹۰ در دانشگاه تربیت مدرس می‌باشد. برای اطلاعات بیشتر رک. به پایان نامه «بررسی تأمین مالی پروژه‌محور در بخش بالادستی نفت با تأکید بر ابزارهای مالی اسلامی».

منابع

- ارسلان طریق، علی (۲۰۰۴)، *مدیریت مالی ریسک‌های مالی ساختارهای صکوک*، ترجمه مصطفی زه‌تابیان و علی سعیدی، تهران، دانشگاه امام صادق و سازمان بورس و اوراق بهادار، تهران.
- ایرانمنش، حسین (۱۳۹۱)، *نقش صندوق توسعه ملی در سرمایه‌گذاری در بخش نفت و جذب سرمایه خارجی همایش ملی*، تهران، همایش ثروت ملی توسعه پایدار.
- باباقداری، آزاده و اعظم فیروزی (۱۳۸۶)، *صکوک، رایج‌ترین ابزار تأمین مالی اسلامی: ساختار، فرایند طراحی و چالش‌های پیش‌رو*، تهران، کنفرانس بین‌المللی تأمین مالی اسلامی.
- پناهی‌نژاد، هدی و همکاران (۱۳۹۱)، *مدیریت کارآمد درآمدهای نفتی و نقش صندوق توسعه ملی*، تهران، مؤسسه مطالعات بین‌المللی انرژی.
- پیره، مجید (۱۳۸۶)، *تعیین اصول کارکردی موسسات مالی اسلامی و مقایسه آن با مدل‌های عمومی غربی*، تهران، کنفرانس بین‌المللی تأمین مالی اسلامی.
- تسخیری، محمدعلی (۱۳۸۷)، «مبانی شرعی اوراق بهادار اسلامی (صکوک)»، *اقتصاداسلامی*، ش ۲۷، ص ۷-۲۲.
- حدادی، جواد (۱۳۹۰)، *بررسی تأمین مالی پروژه محور در بخش بالادستی نفت با تأکید بر ابزارهای اسلامی*، پایان‌نامه کارشناسی ارشد، دانشگاه تربیت مدرس.
- خالقی، شهلا (۱۳۸۸)، «اهداف کمی و سرمایه‌گذاری مورد نیاز در برنامه پنجم توسعه»، *اکتشاف و تولید*، ش ۶۱، ص ۶-۹.
- رحیمی، امیرمحمد و هادی خواجه‌زاده دزفولی (۱۳۸۹)، *ارزیابی و اولویت‌بندی شیوه‌های مناسب تأمین مالی خارجی مورد استفاده در پروژه‌های زیرساختی کشور (مطالعه موردی پروژه های نفتی کشور)*، تهران، سومین کنفرانس بین‌المللی توسعه نظام تأمین مالی در ایران.
- رضوی، سیدروح‌الله و حمید پهلوان (۱۳۸۶)، *اوراق صکوک: تعریف، انواع و ساختار. مدیریت پژوهش، توسعه و مطالعات اسلامی*، تهران، سازمان بورس و اوراق بهادار.
- زحیلی، مصطفی (۱۴۱۲ق)، *مجله الفقه الاسلامی*، مؤتمر مجمع الفقه الاسلامی، جده.
- زرقاء، مصطفی احمد (۱۴۱۲ق)، *مجله الفقه الاسلامی*، مؤتمر مجمع الفقه الاسلامی، جده.
- سروش، ابوذر (مرداد ۱۳۸۶)، «بررسی صکوک اجاره»، *بورس*، ش ۶۵.
- شافعی، سعیده و محمدحسن صبوری دیلمی (۱۳۸۷)، «هدف‌های سند چشم‌انداز بیست‌ساله کشور در بخش نفت و گاز (چالش‌ها و فرصت‌های پیش‌رو)»، *اطلاعات سیاسی اقتصادی*، ش ۲۵۰، ص ۱۸۴-۱۸۷.
- شجری، پرستو، «برنامه پنجم توسعه بازار سرمایه، بخش نفت، مالیات‌ها، کشاورزی و مسکن» (۱۳۸۸)، *تازه‌های اقتصاد*، ش ۱۲۶، ص ۱۵-۲۵.
- علیزاده، الناز و جلال سیف‌الدینی (۱۳۸۸)، *تبدیل به اوراق بهادار سازی املاک و مستغلات*، تهران، دومین کنفرانس بین‌المللی توسعه نظام تأمین مالی در ایران.
- عمید، حسن (۱۳۶۳)، *فرهنگ فارسی عمید*، تهران، امیرکبیر.

- فراهانی فرد، سعید (۱۳۸۸)، «صکوک سلف؛ ابزاری مناسب برای تأمین مالی و پوشش ریسک»، *اقتصاد اسلامی*، ش ۳۳، ص ۳۲-۷.
- کاشانی، سیدصادق (۱۳۸۸)، *توسعه میادین نفت و گاز ساختارها و رویکردهای اجرای پروژه*، تهران، مرکز پژوهش‌های مجلس.
- کریم زادگان، اسفندیار (۱۳۸۵)، *گزارش همایش تأمین مالی بین‌المللی در پروژه‌های زیرساختی*، تهران، دانشگاه شریف.
- گروه نویسندگان (۱۳۷۹)، *کالبد شکافی سرمایه‌گذاری‌های صنعت نفت*، تهران، کویر.
- موسویان، سیدعباس (۱۳۸۷)، *ابزارهای مالی اسلامی (صکوک)*، چ دوم، تهران، پژوهشگاه فرهنگ و اندیشه اسلامی.
- موسویان، سیدعباس و مجتبی کریمی (۱۳۸۸)، *بررسی فرآیند تأمین مالی از طریق انتشار اوراق اجاره*، تهران، دومین کنفرانس بین‌المللی توسعه نظام مالی در ایران.
- نجفی، مهدی (۱۳۸۵)، *بررسی فرآیند تأمین مالی از طریق انتشار اوراق صکوک*، پایان‌نامه کارشناسی ارشد. دانشکده معارف اسلامی و مدیریت دانشگاه امام صادق (ع).
- نظریور، محمدتقی (۱۳۸۴)، «اوراق بهادار استصناع ابزاری برای سیاست پولی»، *اقتصاد اسلامی*، ش ۲۰، ص ۸۱ - ۱۱۰.
- سازمان بورس و اوراق بهادار ایران (۱۳۸۶)، *مصوبات کمیته تخصصی فقهی سازمان بورس و اوراق بهادار*.
- Accounting and Auditing Organization For Islamic Financial Institutions, Shari'a Standard No. (17): Investment Sukuk, ۲۰۰۴
- Ellafi, J.S. (2005), Investigating the Finance Strategies for Gas Projects in Developing Countries. Faculty of Engineering and Physical Science, School of MACE, Project Management Division, PhD thesis, University of Manchester, UK.
- Energy Information Administration (2012) country analysis briefs Feb. 17, pp 3-9
- Esty, B.C. (2004). *Modern Project Finance*. John Wiley & Sons, Inc, United States of America.
- IFC (1999). *Project Finance in Developing Countries, Lessons of Experience*. International Finance Corporations
- Merna, T. and Owen, G. (1998). *Understanding the Private Finance Initiative*. Asia Law and Practice Publishing, Hong Kong.
- Merna, A & Chu, Y. (2010). *Project Finance in Construction: A Structured Guide to Assessment* John Wiley & Sons, Ltd., Publication, UK.
- Nevitt & Fabozzi, (2000). *Project Financing*, 7th edition. Euromoney Books, London
- Orgeldinger, J. (2006). *Basel II and Project Finance. The Development of a Basel II Conforming Rating Model*. Journal of Structured Finance, Vol. 11, Issue 4
- Razavi, hossein (2007). *Financing Energy Project in emerging Economies*, Pen well Books, Oklahoma.
- Tan, Willie (2007). *Principle of Project and Infrastructure Finance*. Taylor and Francis.