

## ارائه الگوی تأمین مالی صنعت نفت و گاز مبتنی بر اوراق وکالت

حسین شیرمردی احمدآباد، دانشگاه امام صادق

### چکیده

تأثیرات اقتصادی و غیر اقتصادی درآمدهای نفتی در کشور، نیاز به افزایش ظرفیت تولید و زیرساخت‌های حوزه انرژی، کافی نبودن منابع دولتی، وجود برخی موانع در ورود شرکت‌های خارجی، لزوم بهره‌برداری سریع از میادین مشترک و لزوم سرمایه‌گذاری در حوزه اکتشاف؛ ضرورت تأمین مالی مناسب برای اجرای پروژه‌های صنعت نفت و گاز را می‌رساند. لذا هرگونه ایجاد اختلال در تأمین مالی صنعت نفت، علاوه بر ایجاد بحران اقتصادی و اجتماعی در جامعه، دستیابی به اهداف ۲۰ ساله صنعت نفت و کشور را ناممکن خواهد نمود. این پژوهش با استفاده از مطالعات کتابخانه‌ای و بر اساس روش تحلیلی توصیفی، به دنبال تبیین این است که از نظر فقهی، اقتصادی، مالی و ریسک امکان طراحی و انتشار اوراق وکالت به‌عنوان یک ابزار نوین مالی اسلامی در بازار سرمایه ایران وجود دارد. یافته‌های تحقیق نشان می‌دهد اوراق وکالت طبق مهم‌ترین معیارهای اقتصاد خرد شامل تطابق با اهداف و انگیزه‌های مشتریان، تناسب با روحیات و سلاقی سرمایه‌گذاران، میزان نقدشوندگی اوراق و درجه کارایی؛ همچنین از جهت مهم‌ترین معیارهای اقتصاد کلان شامل اثرگذاری بر روی رشد اقتصادی، عدالت توزیعی و قابلیت برای اجرای سیاست‌های پولی و مالی؛ می‌تواند به عنوان ابزار مالی مناسب، جهت تأمین مالی صنعت نفت کشور بکار گرفته شود.

### اطلاعات مقاله

تاریخ ارسال نویسنده: ۹۸/۰۴/۱۲

تاریخ ارسال به داور: ۹۸/۰۴/۲۳

تاریخ پذیرش داور: ۹۸/۰۹/۲۹

### واژگان کلیدی:

تأمین مالی انرژی، ابزارهای مالی اسلامی، صکوک، صکوک وکالت

### مقدمه

مقاومتی؛ همواره و مخصوصاً در شرایط موجود اقتصادی و تنگناهای اعتباری داخلی و بین‌المللی، یکی از دغدغه‌های اصلی نهادهای سیاست‌گذار و اجرایی کشور و شرکت‌های مربوطه بوده است.

طی سال‌های پیش، روش‌های مختلفی جهت تأمین مالی پروژه‌های نفت و گاز بکار گرفته شده یا پیشنهاد شده که عبارتند از: بیع متقابل داخلی، بیع متقابل خارجی، بیع متقابل خارجی با شریک خارجی، فاینانس، منابع صندوق ذخیره ارزی و منابع داخلی، تشکیل صندوق از طریق سپرده‌گذاری مشترک بانک مرکزی و بانک‌ها، ایجاد صندوق از طریق سپرده‌گذاری مشترک بانک‌ها و صندوق توسعه ملی، ایجاد صندوق ارزی و ریالی برای جذب منابع از بازار پول و سرمایه با وثایق معتبر، انتشار اوراق مشارکت ریالی و ارزی، انتشار اوراق مشارکت قابل تبدیل به سهام برای پروژه‌های در حال انجام نفت و گاز با بازدهی بالا، انتشار اوراق سلف موازی استاندارد، انتشار اوراق استصناع؛ که هر یک از این روش‌ها شرایط و پیامدهای خاص خود را دارد. با توجه به اینکه تأمین مالی پروژه‌های نفت و گاز به سرمایه بالایی نیاز دارد، جهت جذب منابع سرمایه‌گذاران مسلمان و غیرمسلمان داخلی و خارجی، ناچار به توسعه و تنوع در طراحی و بکارگیری انواع ابزارهای تأمین مالی هستیم که هم منطبق با اصول شریعت باشند و هم توجیه اقتصادی و مالی داشته باشند. از جمله رایج‌ترین این روش‌ها صکوک (اوراق بهادار اسلامی) می‌باشد. در حال حاضر در صنعت نفت کشور از بین انواع مختلف صکوک؛ تنها اوراق مشارکت، اوراق سلف و اوراق اجاره منتشر شده‌اند.

عدم وابستگی یا کاهش وابستگی به درآمدهای نفتی در بلندمدت از ضرورت‌های کشور است، اما با توجه به تأثیرات اقتصادی و غیر اقتصادی درآمدهای نفتی در کوتاه‌مدت و میان‌مدت در کشور، نقش درآمدهای نفتی در بودجه و نیاز به افزایش ظرفیت تولید و زیرساخت‌های حوزه انرژی جهت پاسخگویی به نیازهای مصرفی و تولیدی، کافی نبودن منابع دولتی جهت بهره‌برداری و توسعه طرح‌های حوزه انرژی، وجود برخی موانع قانونی جهت سرمایه‌گذاری بخش دولتی، وجود برخی موانع قانونی داخلی و خارجی در ورود شرکت‌های خارجی، لزوم بهره‌برداری سریع از میادین مشترک نفتی و گازی با کشورهای همسایه، لزوم استفاده از فناوری‌های روز و لزوم سرمایه‌گذاری در حوزه اکتشاف میادین جدید نفت و گاز در کشور؛ ضرورت تأمین منابع مالی و اعتباری مناسب برای اجرای پروژه‌های مختلف صنعت نفت و گاز در بخش‌های بالادستی، میان دستی و پایین دستی را می‌رساند. لذا هرگونه ایجاد اختلال در تأمین مالی صنعت نفت، علاوه بر ایجاد بحران مالی و به دنبال آن بحران اقتصادی و اجتماعی در جامعه، دستیابی به اهداف ۲۰ ساله صنعت نفت و کشور در افق سال ۱۴۰۴ را ناممکن خواهد ساخت.

از طرفی حفظ جایگاه ظرفیت دومین تولیدکننده نفت خام در اوپک، دستیابی به جایگاه دوم جهانی در ظرفیت تولید گاز طبیعی، دستیابی به جایگاه اول منطقه به لحاظ ظرفیت پالایشی، دستیابی به جایگاه اول منطقه از لحاظ ارزش تولید مواد و کالاهای پتروشیمیایی، نیل به جایگاه اول فناوری نفت و گاز در منطقه، از اهداف مندرج در سند چشم‌انداز صنعت نفت و گاز ایران در افق ۱۴۰۴ کشور می‌باشد. به همین دلیل تأمین مالی پایدار صنعت نفت و گاز در راستای سیاست‌های اقتصاد

\* نویسنده عهده‌دار مکاتبات (shirmardy@isu.ac.ir)

تأمین مالی با رویکرد کاهش ریسک" به تبیین صکوک وکالت پرداخته و اشاره دارند که این صکوک، دست مدیران مالی شرکت‌ها را در متنوع‌سازی دارایی‌ها و انتخاب پرتفویی از سرمایه‌گذاری‌های سودآور به‌طور نسبی باز می‌گذارد و در عمل توانایی آن‌ها برای مدیریت و کاهش ریسک شرکت را افزایش می‌دهد.

مؤسسه مالی بین‌المللی دبی (۲۰۰۹) در بخشی از کتاب «راهنمای صکوک» به معرفی صکوک وکالت پرداخته است. سپس به برخی از مزیت‌های این نوع صکوک اشاره نموده و در نهایت مدل عملیاتی انتشار صکوک وکالت را ارائه نموده است.

احمد علوی و همکاران (۲۰۱۱) در گزارشی با عنوان «مطالعه جامع بازار جهانی صکوک» در بخش‌هایی از گزارش خود به چندین مدل عملیاتی از انتشار صکوک با استفاده از الگوی وکالت در کشورهای مختلف از جمله ترکیه اشاره نموده‌اند.

بشیر و امین (۲۰۱۲) در کتاب «صکوک جهانی و بازار تبدیل دارایی‌ها به اوراق بهادار اسلامی» در بخشی از کتاب به مدل‌های جهانی عملیاتی انواع صکوک از جمله صکوک وکالت اشاره نموده است. در ضمن به برخی از موارد انتشار این نوع از صکوک در دنیا اشاره و موارد قانونی آن‌ها را مورد بحث قرار داده است.

شوساک (۲۰۱۲) در رساله دکتری با عنوان "بازارهای مالی اسلامی؛ عملکرد گذشته و چشم‌انداز آینده" ضمن برشمردن اصول حاکم بر مالی اسلامی و معرفی بازارها و ابزارهای مالی اسلامی در کشورهای مختلف، به تحلیل ساختار انواع مختلف صکوک پرداخته است.

از آنجا که در طراحی هر ابزار مالی اسلامی باید به ابعاد فقهی، حقوقی، اقتصادی، طراحی مدل مالی، مدیریت ریسک، حسابداری و امور مالیاتی توجه کرد و یکی از مباحثی که امروزه در بحث صکوک به ویژه در اوراق وکالت مطرح است، تطبیق کاربردهای قابل اجرای آن در بخش‌های مختلف طبق اصول شریعت و معیارهای اقتصادی و مالی است. لکن پژوهش‌های فوق کمتر به بررسی تخصصی این اوراق و کاربردی کردن آن پرداخته‌اند. در حال حاضر این اوراق هنوز در مراحل بحث‌های فقهی- تخصصی در محافل علمی و کمیته فقهی سازمان بورس بوده و از طرف دیگر یکی از زمینه‌های جدی و مشکلات اساسی تأمین مالی کشور، در بخش نفت و گاز است. مهمترین نوآوری مقاله در این است که با موضوع شناسی تأمین مالی بخش نفت و گاز و پیدا کردن مناسب‌ترین صکوک، با بهره‌گیری از نظرات فقهی مراجع تقلید، نشان می‌دهد که اوراق وکالت با تطابق با معیارهای تخصصی می‌تواند به بهترین شکل نیازهای کوتاه‌مدت و بلندمدت این بخش را تأمین مالی کند.

#### مبانی نظری پژوهش

##### تجربه‌ی اوراق بهادار اسلامی

در سه دهه اخیر با گسترش بازارهای مالی در کشورهای مسلمان، نیاز به تأسیس نهادها و ابزارهای جدیدی احساس می‌شود. اما از آنجا که مسلمانان برای فعالیت در امور اقتصادی و هر نوع داد و ستد مالی باید طبق احکام شریعت عمل نمایند، بسیاری از ابزارهای مالی متعارف قابلیت بکارگیری در کشورهای مسلمان را ندارند، از این رو متخصصان مالی اسلامی، ابزارهای مالی اسلامی را در انواع و گونه‌های

با توجه به مباحث فوق، به نظر می‌رسد راهکار جدیدی که بتواند منابع مالی مورد نیاز صنعت نفت را فراهم کند و در عین حال مسائل تأمین مالی خارجی، دولتی، مبتنی بر بانک و دیگر روش‌ها را نداشته باشد امری ضروری به نظر می‌رسد. از طرفی روش‌های تأمین مالی پیشنهادی، باید از نظر معیارهای فقهی، تخصصی و اقتصادی قابلیت کاربرد در کشور را داشته باشند؛ لذا این پژوهش به دنبال بررسی این است که طبق معیارهای فقهی، اقتصادی و مالی؛ اوراق وکالت می‌تواند به عنوان ابزاری مناسب در جهت تأمین مالی صنعت نفت و گاز کشور بکار گرفته شود.

از آنجایی که این پژوهش به طراحی یکی از روش‌های تأمین مالی صنعت نفت و گاز می‌پردازد کاربردی است. در این تحقیق از روش مطالعات کتابخانه‌ای در گردآوری اطلاعات مقدماتی و از روش تحلیلی- توصیفی در طراحی و ارائه مدل‌های عملیاتی استفاده می‌شود.

#### پیشینه تحقیق

تاکنون در زمینه تأمین مالی صنعت نفت از طریق ابزارهای مالی اسلامی و همچنین در زمینه بررسی فقهی و طراحی مالی اوراق وکالت؛ مطالعاتی صورت گرفته است که در ادامه به برخی از پژوهش‌های مرتبط اشاره می‌شود:

موسویان (۱۳۸۹) در مقاله "اوراق سلف؛ ابزاری مناسب برای تأمین مالی پروژه‌های بالادستی صنعت نفت" با بررسی و نقد راهکارهای رفع مشکل شرعی بازار ثانویه اوراق، مدل عملیاتی قرارداد ترکیبی سلف موازی استاندارد و حواله را جهت تأمین مالی پروژه‌های بالادستی صنعت نفت پیشنهاد می‌کند.

موسویان و حدادی‌فر (۱۳۹۲) در مقاله "تأمین مالی پروژه محور به وسیله صکوک استصناع در صنعت نفت" با اعمال تغییراتی در مدل عمومی صکوک استصناع، مدلی از تأمین مالی پروژه محور به وسیله صکوک استصناع را جهت تأمین مالی پروژه‌های صنعت نفت پیشنهاد می‌کنند.

اشعریون و تاجمیر (۱۳۹۲) در مقاله "بررسی مقایسه‌ای روش تأمین مالی انرژی بر اساس تلفیق اوراق استصناع، قرارداد BLT و اوراق استصناع مستقل" برای رفع مشکل فقهی برخی از قراردادهای ساخت-اجاره-انتقال (BLT)؛ اوراق استصناع مستقل و تلفیق نمودن روش‌های موجود را پیشنهاد می‌دهند.

نظریور و همکاران (۱۳۹۴) در مقاله "ارائه الگوی مطلوب تأمین مالی صنعت نفت بر پایه صکوک استصناع و رتبه‌بندی ریسک‌های آن با استفاده از روش تحلیل سلسله مراتبی" به ارائه و بررسی الگوهای عملیاتی انتشار اوراق استصناع و اوراق ترکیبی بر پایه استصناع می‌پردازند.

موسویان و همکاران (۱۳۹۱) در مقاله "اوراق بهادار (صکوک) وکالت؛ ابزاری مناسب برای تأمین مالی صنعت پتروشیمی" با توجه به ویژگی‌های خاص صنعت پتروشیمی به ارائه مدل پیشنهادی اوراق وکالت با رعایت راهکارهای مدیریت ریسک پرداخته‌اند.

فدائی و صفایی (۱۳۹۰) نیز در پژوهشی با عنوان "صکوک وکالت، ابزاری برای

عملیاتی مختلف طراحی و اجرایی نموده‌اند. اوراق بهاداری که بر مبنای عقود اسلامی شکل می‌گیرند را ابزارهای مالی اسلامی یا صکوک می‌گویند. در حالت کلی ابزارهای مالی اسلامی در سه دسته‌ی ابزارهای غیرانتفاعی از قبیل اوراق قرض‌الحسنه، اوراق وقف؛ ابزارهای انتفاعی با بازده معین از قبیل اوراق مرابحه، اوراق اجاره، اوراق جعاله و اوراق استصناع و ابزارهای انتفاعی با بازدهی انتظاری از قبیل اوراق مشارکت، اوراق مضاربه، اوراق مزارعه و اوراق مساقات تقسیم‌بندی می‌شوند.

امروزه با توجه به جمعیت کشورهای مسلمان و از طرفی جذب سرمایه‌گذاران مسلمان در کشورهای غیرمسلمان، صنعت خدمات مالی اسلامی گسترش چشم‌گیری داشته است بطوریکه انواع مختلف صکوک داخلی و بین‌المللی شرکتی، دولتی و شبه دولتی نه فقط در بازارهای مالی کشورهای مسلمان بلکه در کشورهای از قبیل آمریکا، آلمان، انگلیس و ژاپن منتشر می‌شود تا جایی که مجموع حجم انتشار صکوک از ۱/۱۷۲ میلیارد دلار در سال ۲۰۰۱ با رشد بیش از ۶۵۰ برابری در کمتر از ۱۵ سال؛ به مبلغ ۷۶۷/۰۹۹ میلیارد دلار تا پایان سال ۲۰۱۵ رسیده است و صکوک وکالت با سهم ۱۳ درصدی از صکوک بین‌المللی از جمله پرکاربردترین آن‌هاست [۱]. اما با وجود این حجم انتشار و تنوع اوراق بهادار اسلامی در بازارهای جهانی، تاکنون در بازار سرمایه ایران از بین انواع مختلف ابزارهای مالی اسلامی تنها اوراق مشارکت از سال ۱۳۷۳، اوراق اجاره از اسفند سال ۱۳۸۹، اوراق مرابحه از اسفند سال ۱۳۹۱، اوراق سلف از سال ۱۳۹۳ و اوراق استصناع، اوراق وقف و اسناد خزانه از سال ۱۳۹۴ در دفعات محدود و حجم ناچیز نسبت به میزان تأمین مالی در کل کشور اجرایی شده است، در بخش نفت و گاز و فرآورده‌های آن‌ها نیز از اوراق مشارکت، اوراق سلف و اوراق اجاره منتشر شده‌اند. به نظر می‌رسد اوراق وکالت می‌تواند از سویی برخی از مشکلات تأمین مالی بخش انرژی در کشور را سامان دهد و از سوی دیگر با توسعه ابزارهای مالی و جذب منابع مالی، بازار سرمایه کشور را توسعه دهد. لذا ابتدا قرارداد وکالت را به عنوان عقد پایه اوراق وکالت بیان نموده و سپس به مدل‌های عملیاتی اوراق وکالت می‌پردازیم.

### تعریف عقد وکالت

وکالت در اصطلاح، عقدی است که به‌موجب آن یکی از طرفین، دیگری را برای انجام امری، نایب خود قرار می‌دهد [۲].

### ارکان عقد وکالت

#### الف - طرفین عقد

شخصی که نایب می‌گیرد موکل و نایب را وکیل می‌گویند. وکیل و موکل باید شرایط عمومی طرفین عقد شامل بلوغ، عقل، قصد و اختیار را دارا باشند [۳]. هم‌چنین در موکل شرط است که در آنچه به وکالت واگذار می‌کند حق تصرف داشته باشد بنابراین محجور به خاطر سفاقت و ورشکستگی نمی‌تواند در انعقاد بیع و امثال آن وکیل بگیرد برخلاف اموری مانند طلاق که محجور بودن موکل

اشکالی ندارد [۴].

#### ب - ایجاب و قبول

عقد وکالت همانند سایر عقود نیاز به اعلام اراده و رضایت طرفین به انعقاد آن دارد و طرفین با هر لفظ و زبانی که مقصود از وکالت را برساند، می‌توانند عقد را جاری سازند. هم‌چنین اگر کسی به دیگری بفهماند که او را وکیل کرده است مثلاً مال خود را به دیگری بدهد تا بفروشد و او مال را بگیرد، وکالت صحیح است [۵].

#### ماهیت عقد وکالت

۱. عقد وکالت از جمله‌ی عقود جایز است، بنابراین هرکدام از طرفین هر زمانی که بخواهد می‌تواند عقد وکالت را فسخ کند با این تفاوت که، اگر موکل بخواهد عقد را فسخ کند لازم است که با اطلاع وکیل باشد اما وکیل می‌تواند بدون اطلاع دادن به موکل خود را عزل کند.

۲. با فوت یکی از طرفین، عقد وکالت مرتفع می‌شود. هم‌چنین اگر یکی از طرفین دچار جنون شود، در صورتی که بعداً حالش بهبود یابد برای وکالت نیاز به عقد جدید است.

۳. طرفین می‌توانند در ضمن یک عقد لازم خارجی، شرط کنند تا زمانی که آن عقد باقی است عقد وکالت هم باقی باشد و طرفین حق فسخ آن را نداشته باشند [۶].

#### اقسام وکالت

وکالت بر سه قسم است:

۱- وکالت خاص، در این نوع مورد وکالت و محدوده اختیارات وکیل کاملاً معلوم است.

۲- وکالت عام، این نوع وکالت بر سه‌گونه است: [۷]

۱-۲. عام از جهت تصرف و خاص از جهت متعلق وکالت. به‌عنوان مثال، گفته شود این سرمایه معین را هر نوع که صلاح می‌دانی استفاده کن اعم از بیع و اجاره و غیره.

۲-۲. عام از جهت متعلق وکالت و خاص از جهت تصرف. به‌عنوان مثال، موکل بگوید هر آنچه از اموال من را که صلاح می‌دانی بفروش.

۳-۲. عام از جهت تصرف و متعلق وکالت. به‌عنوان مثال، موکل به هر نوع تصرفی در جمیع اموال خود وکالت دهد.

۳- وکالت مطلق، در این نوع مورد وکالت و محدوده اختیارات مطلق است.

#### تعریف اوراق وکالت

اوراق وکالت در حقیقت گواهی‌هایی هستند که توسط یک‌طرف (بانی) به‌منظور تأمین مالی جهت تملک یا سرمایه‌گذاری در دارایی‌ها، کالاها یا خدمات منتشر می‌شود. این اوراق بیان‌گر مالکیت مشاع دارندگان آن‌ها در دارایی‌ها، کالاها یا خدمات پایه‌ای این اوراق است. در مرحله بعد، این تملک‌ها یا سرمایه‌گذاری‌ها در

اختیار یک وکیل قرار داده می‌شود تا آن‌ها را از طرف انتشاردهنده و دارندگان این اوراق مدیریت نماید. دارندگان اوراق ریسک این تملک‌ها و سرمایه‌گذاری‌ها را پذیرفته و در عوض، حق کسب سود ناشی از آن‌ها را به دست می‌آورند [۸].

### ارکان اصلی در فرآیند انتشار اوراق و کالت

در معامله‌های مرتبط با اوراق و کالت، افزون بر سازمان بورس و اوراق بهادار که مجوز تأسیس مؤسسه واسط و انتشار اوراق و کالت را صادر می‌کند، عنصرهای ذیل به صورت ارکان اصلی معامله‌ها حضور دارند:

۱- واسط

نهاد واسط در قالب حقوقی شرکت با مسئولیت محدود، توسط شرکت مدیریت دارایی مرکزی تشکیل می‌شود. فعالیت نهاد واسط و اداره‌ی آن براساس قانون تجارت و اساسنامه‌ی شرکت انجام خواهد شد (سازمان بورس، دستورالعمل فعالیت نهادهای واسط).

۲- سرمایه‌گذاران (دارندگان) اوراق و کالت

اشخاص حقوقی یا حقیقی هستند که اوراق بهادار را خریداری و از این طریق بانی را تأمین مالی می‌نمایند. دارندگان اوراق می‌توانند اوراق را تا زمان سررسید نگه دارند، همان‌طور که می‌توانند در مواقع نیاز به نقدینگی، در بازار ثانوی با فروش اوراق از بازار خارج شوند.

۳- بانی

بانی هر شخص حقوقی است که به منظور تأمین مالی پروژه‌های نفت و گاز، به واسط سفارش انتشار اوراق و کالت را می‌دهد.

۴- امین

امین شخص حقوقی که حافظ منافع سرمایه‌گذاران است و وظیفه بررسی وثیقه‌ها و ضمانت‌های لازم جهت انتشار اوراق را برعهده دارد و بر کل فرآیند اوراق و کالت نظارت کامل دارد. همچنین تمام مبادله‌های مالی از طریق امین صورت خواهد گرفت.

۵- شرکت تأمین سرمایه

شرکت تأمین سرمایه به عنوان کارگزار از سوی شرکت واسط اوراق بهادار و کالت را پذیرهنویسی می‌کند و این پذیرهنویسی به دو روش بهترین تلاش و تعهدپذیرهنویسی امکان پذیر است.

۶- شرکت رتبه‌بندی اعتباری

شرکت رتبه‌بندی اعتباری مؤسسه‌ای است که با اخذ مجوز فعالیت از سازمان بورس و اوراق بهادار به رتبه‌بندی اعتباری شرکت بانی و اوراق و کالت اقدام می‌کند. در حال حاضر به دلیل وجود اوراق با درآمد ثابت و عموماً دولتی و شبه دولتی در بازار، شرکت‌های رتبه‌بندی در بازار سرمایه کشور وجود ندارند.

۷- ضامن

شخص حقوقی است که انجام تعهدات بانی در سررسید مقرر را تضمین می‌نماید.

۸- حسابرس

حسابرس از بین سازمان‌های حسابرسی معتمد سازمان بورس و اوراق بهادار انتخاب می‌شود که زیر نظر امین فعالیت‌های حسابرسی فرآیند انتشار اوراق را انجام می‌دهد.

۹- بازارگردان

بر مبنای تعریف ماده ۱ قانون بازار اوراق بهادار، کارگزار/معامله‌گر است که با اخذ مجوز لازم با تعهد به افزایش نقد شوندگی و تنظیم عرضه و تقاضای اوراق بهادار معین و تحدید نوسان قیمت آن، به داد و ستد آن اوراق می‌پردازد. بازارگردان می‌تواند شرکت تأمین سرمایه یا یک شرکت مستقل باشد.

### مدل‌های کاربردی پیشنهادی اوراق و کالت

اوراق و کالت را می‌توان با کاربری‌های مختلف طراحی کرد، که در این پژوهش انواع مهم آن به همراه مدل‌های کاربردی پیشنهادی شرح داده می‌شود.

#### ۱- اوراق و کالت خاص

گاهی دولت یا بنگاه‌های فعال در بخش نفت و گاز (بانی) برای تأمین مالی با مشکل مواجه هستند. برای حل این مشکل و برای تأمین سرمایه مورد نیاز، با مراجعه به امین و تأسیس یک شرکت واسط تقاضای انتشار اوراق و کالت می‌کند. واسط بعد از مطالعه امیدنامه و کسب مجوزهای لازم اقدام به انتشار اوراق و کالت کرده و با واگذاری اوراق و تجهیز سرمایه لازم، آن را در اختیار بانی قرار می‌دهد. بانی پروژه مربوطه را انجام داده، در پایان فعالیت سود حاصله را بین صاحبان اوراق تقسیم می‌کند. صاحبان اوراق می‌توانند اوراق را نگهداری کرده و از سود دوره استفاده کنند و یا اینکه می‌توانند اوراق خود را در بازار ثانوی به فروش برسانند. در سررسید یا بازخرید زودتر از موعد، ناشر تمامی حقوق، عایدات و مالکیت دارایی‌های صکوک را در مقابل دریافت قیمت از پیش مشخص‌شده‌ای به نام قیمت تحویل، به بانی واگذار می‌نماید. در صورتی که بانی از پرداخت مقادیری که باید طبق تفاهم‌نامه پرداخت نماید، سرباز زند و یا به تعهد خرید یا فروش خود به‌طور کامل عمل ننماید، ضامن طی دوره‌ی ضمانت خود باید کمبودهای ایجادشده فوق را جبران نماید. ضامن طرفی است که به هنگام نکول یا کمبود توزیع سودهای دوره‌ای مورد توافق، آن را تعهد می‌نماید. مدل عملیاتی این اوراق به صورت شکل ۱- خواهد بود.

#### گردش مالی و روابط حقوقی اوراق و کالت خاص

۱- دولت یا بنگاه‌های فعال در بخش نفت و گاز، در جایگاه بانی با انتخاب شرکت واسط (ناشر)، از بین شرکت‌های واسط مورد پذیرش سازمان بورس، درخواست خود را برای انجام سرمایه‌گذاری به‌وسیله واسط اعلام و واسط را در جایگاه ناشر اوراق در انجام طرح تعیین می‌کند تا با وی به عنوان وکیل سرمایه‌گذاران قرارداد و کالت ببندد.

وضعیت تا زمان انحلال ادامه می‌یابد و در صورت انحلال، دارایی شرکت طبق مقررات بین صاحبان اوراق تقسیم می‌شود.

### بررسی اقتصادی خرد و کلان اوراق وکالت صنعت نفت و گاز

ابزارهای مالی زمانی می‌توانند در بازار مالی نقش آفرین بوده و از مزیت رقابتی برخوردار باشند که از جهت معیارهای اقتصاد خرد و کلان قابل توجه باشند. معیارهای اقتصاد خرد از این جهت اهمیت دارد که خریداران اوراق، تمایل به خرید داشته باشند تا در بازار، تقاضا برای اوراق شکل گیرد، و معیارهای اقتصاد کلان نیز از این جهت لازم است که دولت و نهادهای وابسته به دولت متناسب با مصالح جامعه از ابزارها حمایت کنند [۹]. با توجه به اینکه در بازارهای مالی کشور تاکنون اوراق وکالت منتشر نشده است، نمی‌توان به تجزیه و تحلیل نتایج آن پرداخت، اما می‌توان به صورت توصیفی به تحلیل نظری آن پرداخت. در ادامه اوراق وکالت صنعت نفت و گاز را از جهت مهم‌ترین معیارهای اقتصاد خرد و کلان بررسی می‌کنیم.

### اصول و معیارهای اقتصاد خرد ابزارهای مالی

۱- تطابق با اهداف و انگیزه‌های خریداران ابزارهای مالی

در شریعت اسلام، مسلمانان مجازند اموال خود را با اهداف و انگیزه‌های خیرخواهانه و اخروی و یا با هدف کسب سود مادی بکار گیرند. بر این مبنا عقود اسلامی به دو بخش عقود انتفاعی و عقود غیرانتفاعی تقسیم می‌شوند. از آنجا که اوراق وکالت بر مبنای کسب سود برای خریداران طراحی شده‌اند، در دسته‌ی ابزارهای مالی انتفاعی قرار می‌گیرند.

۲- تناسب با روحیات و سلیقه‌های خریداران ابزارهای مالی

ابزارهای مالی زمانی مورد توجه خریداران مسلمان قرار می‌گیرد که افزون بر اهداف و انگیزه‌ها، با روحیات و سلیقه مشتریان ابزارهای مالی نیز تطابق داشته باشد. به طور معمول صاحبان وجوه که به هدف کسب سود وارد بازارهای مالی می‌شوند از جهت روحیه و سلیقه به سه گروه تقسیم می‌شوند:

گروه نخست افراد کاملاً ریسک‌گریز هستند. این دسته از افراد حالت بدون ریسک

۲- واسط با انجام مطالعه‌های اولیه و تهیه امیدنامه، تأیید لازم را از مؤسسه رتبه‌بندی اعتبار دریافت می‌کند.

۳- شرکت واسط با موافقت سازمان بورس و اوراق بهادار، جهت کنترل و نظارت بر تمام فرآیندها، مؤسسه امین را انتخاب می‌کند. امین نیز بر کل عملیات نظارت می‌کند.

۴- واسط، با موافقت سازمان بورس و اوراق بهادار، اوراق وکالت خاص را منتشر کرده و جهت واگذاری در اختیار شرکت تأمین سرمایه می‌گذارد.

۵ و ۶- شرکت تأمین سرمایه با واگذاری اوراق وکالت خاص به سرمایه‌گذاران، وجوه آنان را جمع‌آوری کرده در اختیار.

۸- شرکت واسط وجوه سرمایه‌گذاران را در اختیار بانی قرار می‌دهد.

۹- بانی، وجوه سرمایه‌گذاران را در پروژه مورد نظر به کار گرفته، سپس در مقاطع زمانی معین سود مربوطه از طریق واسط با سرمایه‌گذاران تسویه می‌شود. به طور خاص با اتمام پروژه در سررسید نهایی، اصل و سود را به مرور یا یک‌جا طبق امیدنامه منتشره، در اختیار واسط قرار می‌دهد.

۱۰- واسط نیز این وجوه را به منظور توزیع بین سرمایه‌گذاران در اختیار شرکت تأمین سرمایه قرار می‌دهد.

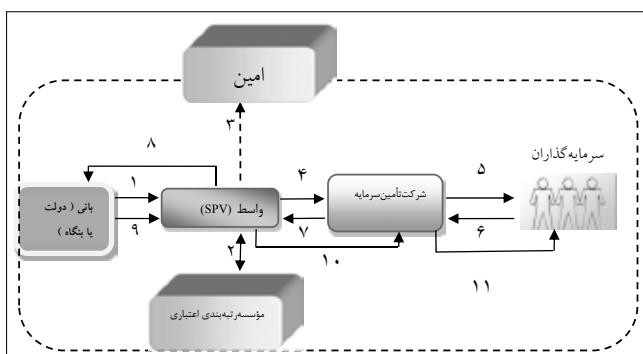
۱۱- شرکت تأمین سرمایه نیز وجوه را به صاحبان اوراق می‌پردازد.

### ۲- اوراق وکالت عام با سررسید

در این نوع از اوراق وکالت، بانی قصد یک فعالیت محدود و خاص را ندارد، بلکه شرکتی است که به صورت تخصصی در زمینه نفت و گاز فعال است و فعالیت این شرکت محدود به زمان مشخصی نیست. این شرکت برای تأمین مالی، در جایگاه بانی با مراجعه به امین و تأسیس یک شرکت واسط، تقاضای انتشار اوراق وکالت عام با سررسید معین (برای مثال دوساله یا پنج ساله) با دوره‌های پرداخت سود معین (برای مثال فصلی یا سالانه) می‌کند، واسط با مطالعه امیدنامه و با کسب مجوزهای لازم اقدام به انتشار اوراق وکالت کرده و در اختیار متقاضیان قرار می‌دهد، سپس وجوه حاصله را به عنوان وکالت در اختیار بانی قرار می‌دهد. بانی با آن سرمایه به اجرای پروژه مربوطه می‌پردازد و در مقاطع زمانی معین سود با سرمایه‌گذاران تسویه می‌گردد. در زمان سررسید نیز افزون بر سود آخرین دوره مالی، اصل سرمایه صاحبان اوراق را بر می‌گرداند و یا تبدیل به اوراق وکالت عام با سررسید جدیدی می‌کند.

### ۳- اوراق وکالت عام بدون سررسید

در این نوع از اوراق، واسط، اوراق وکالت عام بدون سررسید با دوره‌های پرداخت سود تعریف شده (سه‌ماهه، شش‌ماهه یا سالانه) منتشر می‌کند و وجوه حاصل از آن را در اختیار بانی قرار می‌دهد. در پایان هر دوره مالی، بانی، سود حاصل از فعالیت را به واسط مربوطه می‌پردازد تا میان صاحبان اوراق توزیع کند. این



شکل ۱ | مدل عملیاتی اوراق وکالت خاص

مورد اتفاق فقیهان است و نسبت به معامله‌های بازار ثانویه اوراق نیز غیر از معامله خرید و فروش دین که با نظر مشهور فقیهان و قوانین مدنی ایران مطابق است، دیگر قراردادهای مورد اتفاق فقیهان است. بنابراین در طراحی این اوراق با مشکل فقهی خاصی روبه‌رو نخواهیم بود [۱۱]. لذا با فرض پذیرش اوراق وکالت در یکی از بورس‌ها یا فرابورس‌های اوراق بهادار مانند بورس اوراق بهادار تهران، نقدشوندگی اوراق وکالت همانند دیگر اوراق بهادار براساس شرایط بازار (نوسانات قیمت نفت و فرآورده‌های نفتی، میزان تقاضا و عرضه، نرخ تورم، نرخ سودبانکی، تغییر در رتبه اعتباری اوراق و...) تعیین خواهد شد. البته درجه نقدشوندگی اوراق وکالت با بازدهی معین از اوراق وکالت با بازدهی متغیر و سهام عادی بیشتر خواهد بود.

#### ۴- کارایی

مقصود از کارایی در بازارهای مالی برتری نسبی برخی از ابزارهای مالی نسبت به ابزارهای مالی مشابه در تحقق اهداف و انگیزه‌های مشتریان و تأمین سلیقه‌های آنان است. مطابق روایات نه تنها بحث کاهش هزینه‌ها و افزایش سود، بلکه بحث توزیع ریسک نیز مورد توجه و تأیید اولیای دین بوده است [۱۲]. لذا در طراحی ابزارهای مالی اسلامی علاوه بر معیارهایی که ذکر شد، آن ابزار باید دارای حداقل هزینه و حداکثر سود ممکن بوده و معیار توزیع ریسک را نیز به طور مناسبی در نظر گیرد. در حالت کلی هر چه تنوع اوراق وکالت بیشتر و دارای بازار اولیه و ثانویه فعال و شرکت‌های متنوع‌تر و فعال‌تری در بخش احداث و سرمایه‌گذاری در صنعت نفت وجود داشته باشد، انتظار می‌رود در اثر رقابت، این اوراق به سمت کارایی بالاتر حرکت نمایند. لذا برای افزایش کارایی اوراق وکالت پروژه‌های نفتی، این اوراق باید چنان طراحی شوند که اعتماد سیاست‌گذاران، عموم مردم، سرمایه‌گذاران بخش خصوصی، سرمایه‌گذاران داخلی و خارجی و پیمانکاران صنعت نفت به آن‌ها جلب شود.

## ۲- اصول و معیارهای اقتصاد کلان ابزارهای مالی

### ۲-۱- همسویی با رشد اقتصادی

ابزارهای مالی وسیله مناسبی برای تجهیز سرمایه‌های ریز و درشت ملی و جهت دادن آن به سمت فعالیت‌های خاص است. حال اگر این فعالیت‌ها با رشد اقتصادی همسو باشد ابزارهای طراحی شده در خدمت رشد خواهند بود، اما اگر فعالیت‌های مربوطه در جهت خلاف رشد باشند، ابزارهای مالی وسیله‌ای برای نابودی رشد و کمبود سرمایه در بخش‌های مولد خواهند بود [۱۳]. اوراق وکالت پروژه‌های نفتی، از یک طرف نقدینگی سرگردان را در جامعه کنترل می‌کند و از طرف دیگر با سوق دادن آن‌ها به سمت پروژه‌های نفت و گاز، زمینه اشتغال و تولید در صنعت نفت و صنایع وابسته و در نهایت افزایش رشد اقتصادی را فراهم می‌آورد.

### ۲-۲- همسویی با عدالت اقتصادی

بی‌تردید هدایت نقدینگی سرگردان جامعه به پروژه‌های نفت و گاز در میدان مشترک و همچنین در پروژه‌هایی در راستای تولید محصولات بالادستی،

را به حالت ریسکی اما با ارزش مورد انتظار برابر ترجیح می‌دهند. به عبارت دیگر اگر شخصی ریسک‌گریز باشد حاضر نیست درآمد مطمئن یکصد واحدی را در ازای دو درآمد یکصد و پنجاه واحدی و پنجاه واحدی با احتمال نصف نصف از دست بدهد، گرچه این بازی منصفانه (بازی با ارزش انتظاری صفر) است چرا که بیشتر مردم همان‌طور که تحت تأثیر متوسط نتیجه مورد انتظار قرار می‌گیرند از توزیع نتایج ممکن نیز تأثیر می‌پذیرند.

گروه دوم افراد کاملاً ریسک‌پذیر هستند و حاضرند برای رسیدن به سود انتظاری بالاتر، درجاتی از ریسک و مخاطره را بپذیرند؛ چنین افرادی در مواجهه با یک انتخاب مطمئن و یک بازی با ارزش انتظاری برابر با آن، بازی منصفانه را برمی‌گزینند و حتی ممکن است بازی غیرمنصفانه‌ای را هم انتخاب کنند که میزان غیرمنصفانه بودن (درجه اختلاف بین ارزش انتظاری بازی با انتخاب مطمئن) آن بستگی به میزان ریسک‌پذیری شخص داشته باشد.

گروه سوم، افراد خنثی نسبت به ریسک می‌باشند، این گروه از افراد، بی‌اعتنا به ریسک بوده و از نظر این گروه یک انتخاب مطمئن با یک انتخاب نامطمئن اما با ارزش برابر تفاوتی ندارد.

بررسی معاملات اسلامی نشان می‌دهد دین اسلام مجوز انجام هر سه گروه از معاملات فوق را که با روحیات سه‌گانه مشتریان تطابق دارد را صادر کرده است [۱۰].

اوراق وکالت از نوع ابزارهای مالی انتفاعی است. با توجه به ماهیت پروژه‌ی پایه قرارداد وکالت، در صورتی که پروژه مربوطه دارای بازدهی معینی باشد، این اوراق در بخش ابزارهای مالی با بازدهی معین قرار می‌گیرند که می‌توانند هدف‌ها و سلیقه‌های آن گروه از صاحبان وجوه که به دنبال سود معین و بدون ریسک هستند را پوشش دهند و در صورتیکه پروژه مربوطه دارای بازدهی متغیر باشد، این اوراق در بخش ابزارهای مالی با بازدهی متغیر قرار می‌گیرند و می‌توانند هدف‌ها و سلیقه‌های آن گروه از سرمایه‌گذاران که حاضر هستند برای رسیدن به سود بالاتر متحمل ریسک شود را پوشش می‌دهد. بنابراین نسبت به اوراق با بازدهی انتظاری (مانند اوراق مشارکت، مضاربه) که فقط برای افراد ریسک‌پذیر مناسب است و نسبت به اوراق با بازدهی ثابت (مانند اوراق اجاره) که فقط برای افراد ریسک‌گریز مناسب است، برتری دارد.

لازم به ذکر است که می‌توان در زمان طراحی اوراق با اتخاذ سازوکارهایی از قبیل ایجاد اختیارات خرید و فروش شرعی، میزان تغییرات بالقوه سود یا زیان را محدود و یا غیر محدود قرار داد. به‌همین دلیل می‌توان این اوراق را برای هر سه نوع سرمایه‌گذار ریسک‌پذیر، ریسک‌خنثی و ریسک‌گریز طراحی نمود.

### ۳- نقدشوندگی

سهولت نقدکردن یک دارایی مالی با سرعت و هزینه کم در بازار، را نقدشوندگی آن دارایی گویند. بازار ثانویه‌ی این اوراق مشکل شرعی نخواهد داشت، چرا که علاوه بر قرارداد محوری وکالت، تمام معامله‌های به‌کار رفته در بازار اولیه اوراق وکالت

باشد و جامعه را پیوسته به سمت اشتغال کامل و رفاه عمومی بیشتر هدایت کند. سریع‌ترین و مؤثرترین ابزار سیاست پولی، عملیات بازار باز (خرید و فروش اوراق قرضه و اسناد خزانه به وسیله بانک‌های مرکزی) می‌باشد. لکن با استقرار بانک‌داری بدون ربا در کشور و حذف اوراق قرضه دولتی از سیستم اقتصادی کشور، اجرای سیاست پولی در کشور با اختلال روبه‌رو شد و ابزارهای جایگزینی از قبیل انتشار اوراق مشارکت بانک مرکزی و اسناد خزانه اسلامی پیشنهاد یا اجرایی شد که هر یک از نظر فقهی، حقوقی، اجرایی و اقتصادی نقاط ضعف و قوت مخصوص به خود را دارند. از این رو لازم است در کنار رفع موانع موجود و کوشش به منظور تقویت بازار ثانویه ابزارهای موجود، به اقسام دیگر اوراق بهادار اسلامی نیز توجه شود.

در بانکداری متعارف، دو شیوه اوراق بهادار دولتی و اوراق بهادار بانک مرکزی جهت عملیات بازار باز کاربرد دارد که هر کدام نقاط قوت و ضعف خود را دارند. بنا بر مطالعات صورت گرفته، در کشورهای توسعه‌یافته که طبق معمول بازار ثانویه ساختاریافته بر روی اوراق بهادار دولتی دارند، معمولاً بانک مرکزی با ورود در این بازار به عملیات بازار باز می‌پردازد. لذا اگر شرایط بازارهای ثانویه اوراق بهادار دولتی به‌گونه‌ای باشد که نیاز بانک مرکزی جهت سیاست‌گذاری پولی را برطرف نماید، عملاً دلیلی برای انتشار مستقیم توسط بانک مرکزی وجود نخواهد داشت [۱۵]. از چالش‌های حقوقی اوراق مشارکت بانک مرکزی، عدم تناسب عملکردی و ورود بانک مرکزی به عرصه‌ی اجرایی تولید و عمران در اقتصاد کشور است. در مدل پیشنهادی اوراق وکالت صنعت نفت و گاز، این چالش عمکردی وجود ندارد، چرا که بانک مرکزی خود بانی انتشار اوراق نیست و لازم نیست به انتشار مستقیم اوراق وکالت بپردازد، بلکه اگر بانک مرکزی قصد اعمال سیاست پولی انبساطی داشته باشد با خرید این اوراق (اوراق وکالت صنعت نفت و گاز دولتی یا سررسیدهای مختلف) به قیمت بیشتر، نقدینگی را در جامعه تزریق خواهد کرد، در مقابل برای انجام سیاست انقباضی به فروش این اوراق و جمع‌آوری نقدینگی در دست مردم اقدام می‌کند. بدیهی است در این صورت لازم است اوراق وکالت را به قیمت پایین‌تر از قیمت بازار بفروشد تا مردم انگیزه خرید از بانک مرکزی را داشته باشند. از آنجا که اوراق وکالت با بازدهی معین، مطلوب و مختص افراد ریسک‌گریز از دامنه مشتریان خواهد بود، از این منظر قابلیت لازم برای تبدیل شدن به ابزاری جهت تأمین مالی دولت و یا ابزاری برای تحقق سیاست پولی بانک مرکزی را دارد. هرچند در صورتی که در طراحی این اوراق امکان استفاده از اختیارات شرعی خرید و فروش برای ارکان موجود در فرآیند انتشار اوراق وجود داشته باشد، این اوراق بسته به نوع اختیار می‌توانند روحیات و سلیقه‌ی مختلف سایر افراد را پوشش داده و ابزاری کارا تر برای اجرای سیاست‌های پولی به شمار آیند و در کنار اوراق مشارکت و دیگر اوراق بهادار، جایگزین مشروع و مطمئنی برای اوراق قرضه تلقی شود.

#### شناسایی ریسک‌های اوراق وکالت صنعت نفت و گاز

از آنجا که در طراحی هر ابزار مالی اسلامی علاوه بر ابعاد فقهی، حقوقی، اقتصادی

میان‌دستی و پایین‌دستی با هدف جلوگیری از خام‌فروشی این ثروت ملی؛ علاوه بر جلوگیری از ظلم به نسل کنونی، در خدمت عدالت بین نسلی نیز خواهد بود. پیش‌شرط تحقق مفهوم عدالت در بازار به معنای عام و در بازارهای مالی به معنای خاص آن است که: اولاً معاملات روشن و شفاف صورت پذیرد؛ ثانیاً معیارهای سنجش، عادلانه و دقیق باشد؛ ثالثاً قیمت‌ها بر اساس حقوق طرفین شکل گیرد. بر این اساس بازارها و ابزارهای مالی باید از ابعاد مختلف حقوقی و اقتصادی به‌گونه‌ای طراحی شوند که صاحبان وجوه مازاد (دارندگان ابزارهای مالی) به ارزش افزوده حاصل از بکارگیری سرمایه خود برسند [۱۴]. در فرض وجوه رقابت سالم در بازار اولیه و ثانویه اوراق وکالت، و این که نرخ بازدهی اوراق به نرخ بازدهی صنعت نفت و نرخ آن بخش به سمت متوسط نرخ بازدهی سرمایه در کل اقتصاد حرکت کند، این اوراق قابلیت لازم جهت تبدیل شدن به ابزاری مناسب برای توزیع عادلانه درآمدها و ارزش افزوده بین عوامل تولید (سرمایه و نیروی انسانی) و همچنین در کل اقتصاد را دارا می‌باشد، و گزینه انتظار می‌رود به جهت قدرت چانه‌زنی بالای عامل سرمایه، نرخ بازده اوراق بیشتر از سهم واقعی آن‌ها از ارزش افزوده باشد و در بلندمدت، توزیع منافع به نفع عامل سرمایه سوق پیدا کند.

#### ۲-۳- قابلیت برای سیاست مالی

با توجه به مضرات راهکارهای استقراض از بانک مرکزی و استقراض خارجی در تأمین مالی پروژه‌های عمرانی دولت و نهادهای حاکمیتی از قبیل افزایش حجم پول در جامعه، تورم، خروج ارز و سرمایه از کشور در بلندمدت، وابستگی‌های سیاسی و اقتصادی و مشکلات شرعی؛ بهترین روش تأمین مالی این پروژه‌ها استفاده از انتشار اوراق بهادار می‌باشد، چراکه با هدایت نقدینگی سرگردان در جامعه علاوه بر تأمین مالی پروژه‌های عمرانی و تولیدی، به مهار تورم کمک کرده و به نوعی مشکلات ذکرشده را نخواهد داشت.

در اوراق وکالت نیز زمانی که دولت و مؤسسه‌های وابسته به دولت مانند وزارت نفت برای توسعه و بهبود بخش انرژی با کسری منابع مواجه هستند، می‌توانند برای تأمین کسری از انتشار اوراق وکالت استفاده کنند.

#### ۲-۴- قابلیت برای سیاست پولی

یکی از نقش‌های نظام بانکی (و به اعتقاد برخی مهم‌ترین نقش آن) کنترل و هدایت متغیرهای اساسی اقتصاد کلان از طریق اجرای سیاست‌های پولی است. سیاست‌گذاران بانک مرکزی با مطالعه دقیق وضعیت اقتصادی کشور برای رسیدن به اهداف رشد مناسب اقتصادی، اشتغال کامل، تثبیت سطح عمومی قیمت‌ها و تعادل موازنه پرداخت‌های خارجی، با استفاده از ابزارهای سیاست پولی وارد شده و از طریق تأثیرگذاری روی نرخ سود بانکی (هزینه استفاده از پول) و حجم پول اهداف مذکور را تعقیب می‌کنند. وجود نظام بانکی کارآمد باعث می‌شود اقتصاد جامعه در مقابل نوسانات و بحران‌های اقتصادی، عکس‌العمل‌های مناسب داشته

سرمایه‌گذار نتواند با نرخ مورد انتظار خود مجدداً سرمایه‌گذاری کند، با این ریسک مواجه خواهد بود. هر چه بخش بزرگتری از جریان‌های نقدی مربوط به اصل و فرع سرمایه‌گذاری در پایان دوره سرمایه‌گذاری دریافت شود، این ریسک کمتر می‌شود.

### ۳-۲- ریسک نرخ ارز

ریسک ارز از نوسانات نامطلوب نرخ ارز ناشی می‌شود. بانی اوراق با توجه به آنکه قیمت نفت و محصولات نفتی بر مبنای قیمت و ارز جهانی قیمت‌گذاری می‌شود با ریسک نرخ ارز مواجه است. دارندگان اوراق وکالت نیز در صورت تفکیک بین واحد پولی که پروژه‌های موضوع وکالت بر اساس آن ارزش‌گذاری می‌شوند و واحد پولی که وجوه صکوک در آن جمع‌آوری می‌شوند و یا در صورت سرمایه‌گذاری در اوراق وکالت بین‌المللی، با این ریسک مواجه هستند.

### ۴-۲- ریسک نوسان سطح عمومی قیمت‌ها

این نوع ریسک که تمامی اوراق بهادار را تحت تاثیر قرار می‌دهد، عبارت است، از ریسک قدرت خرید. در اوراق وکالتی که پروژه بازدهی معین دارد، چون دارندگان اوراق وکالت بهای ثابتی را دریافت می‌کند؛ در صورت افزایش سطح عمومی قیمت‌ها (تورم) قدرت خرید آنها کاهش و در صورت کاهش سطح عمومی قیمت‌ها قدرت خرید سرمایه‌گذاران افزایش می‌یابد، اما در اوراق وکالتی که پروژه بازدهی متغیر دارد، این ریسک با توجه به ماهیت پروژه و میزان همبستگی آن با نرخ تورم به طور نسبی تعدیل می‌شود.

### ۵-۲- ریسک نقدشوندگی

نقدشوندگی یک دارایی، عبارت است از سهولت معامله آن دارایی در یک بازار خاص بدون ایجاد هزینه اضافی؛ هر دارایی که در بازار ثانویه مورد معامله قرار گیرد، ممکن است با این ریسک مواجه شود، با توجه به عدم مشکل شرعی در ایجاد بازار ثانویه، اوراق وکالت نیز مانند دیگر اوراق بهادار با این ریسک روبرو می‌باشد.

### ۶-۲- ریسک ورشکستگی بانی

زمانی است که ارزش دارایی‌های نهاد مالی کمتر از بدهی‌هایش است لذا سرمایه کافی برای تسویه بدهی‌ها را نخواهد داشت، ریسک ورشکستگی خود می‌تواند نتیجه نهایی ریسک‌های مختلفی باشد [۱۹]. در صورت ورشکستگی بانی، طلبکاران به مصادره اموال اقدام می‌کنند و سرمایه‌گذاران متحمل ریسک ناشی از ورشکستگی بانی خواهند شد.

### ۷-۲- ریسک بازار ناشی از نوسان قیمت نفت و فرآورده‌های نفتی پروژه

در صورتی که قیمت نفت و محصولات نهایی پروژه، نوسان قابل ملاحظه‌ای داشته باشد، این ریسک پدید می‌آید. در اوراق وکالت اگر قیمت نفت و محصولات نهایی پروژه موضوع وکالت کاهش یافته باشد، بانی با این ریسک مواجه خواهد بود.

و مالی؛ باید به ابعاد ریسک آن ابزار نیز توجه نمود، در ادامه مهمترین ریسک‌های ساختار اوراق وکالت بیان می‌شوند.

ریسک ابزارهای مالی را می‌توان از دو دیدگاه کمی و کیفی بررسی کرد. از دیدگاه کمی پس از به دست آوردن اطلاعات و داده‌ها محقق به اندازه‌گیری میزان ریسک‌ها اقدام می‌کند. اما برخی ریسک‌ها را نمی‌توان با چنین دیدگاهی محاسبه و اندازه‌گیری کرد [۱۶]. از آنجا که تاکنون اوراق وکالت در بازارهای مالی کشور منتشر نشده، امکان بررسی ریسک این اوراق به صورت کمی وجود ندارد؛ از این رو با در نظر گرفتن مکانیزم و سازوکار اوراق وکالت، نقش ارکان اصلی این نوع صکوک و روابط بین آنها، در این بخش تعدادی از ریسک‌های شناسایی شده این ابزار را همراه با تعاریف مربوطه ذکر می‌نمائیم.

### الف- ریسک‌های مالی

#### ۱- ریسک‌های بازار اولیه

در بازار اولیه با اهمیت‌ترین ریسک، ریسک بازارپذیری است و در صورتی که به هر دلیل اوراق وکالت در عرضه عمومی اولیه در بازار به فروش نرود، بانی با ریسک بازارپذیری مواجه خواهد بود. میزان اقبال سرمایه‌گذاران به این اوراق بستگی به عوامل مختلفی از قبیل شرایط جهانی و داخلی بازار نفت و بازارهای رقیب، شرایط کلان اقتصادی و بازارهای مالی کشور، اعتبار و شهرت بانی، نوع طراحی اوراق و قراردادن انواع گزینه‌های تشویقی جهت جذب سرمایه‌گذاران بستگی خواهد داشت.

#### ۲- ریسک‌های بازار ثانویه

##### ۱-۲- ریسک نرخ سود بانکی

کلیده دارایی‌های با بازدهی ثابت و متغیر از اوراق قرضه متعارف گرفته تا ابزارهای مالی اسلامی مانند اوراق اجاره، مضاربه و استصناع با این ریسک مواجه خواهند بود. نوسانات نرخ سود بانکی منجر به ایجاد این ریسک در این دارایی‌ها می‌شود. قیمت اوراق بهادار با درآمد ثابت با نرخ سود بانکی رابطه معکوس دارد؛ به عبارت دیگر با افزایش نرخ سود بانکی، قیمت اوراق بهادار کاهش و با کاهش نرخ سود بانکی، قیمت اوراق بهادار افزایش می‌یابد، کماینکه قیمت اوراق با بازدهی متغیر نیز متأثر از نرخ سود بانکی است اگر نرخ سود بانکی نسبت به نرخ سود انتظاری اوراق با بازدهی متغیر بالاتر رود، قیمت این اوراق در بازار کاهش می‌یابد و بالعکس [۱۷]. با توجه به ماهیت بازدهی انواع اوراق وکالت، قیمت اوراق وکالت با نرخ سود بانکی رابطه معکوس دارد.

##### ۲-۲- ریسک سرمایه‌گذاری مجدد

ریسک سرمایه‌گذاری مجدد، مربوط به دارایی‌های مالی است که بیش از یک جریان نقدی دارند. بازدهی این‌گونه سرمایه‌گذاری‌ها به نحوه سرمایه‌گذاری مجدد جریان‌های نقدی که در طول دوره سرمایه‌گذاری دریافت می‌شوند بستگی دارد [۱۸]. سرمایه‌گذار در اوراق وکالتی که بیش از یک جریان نقدی دارد و



اسلامی می‌باشند. از طرفی بنابر قانون ششم برنامه توسعه، دولت و وزارت نفت مجاز است برای تأمین سرمایه‌گذاری‌های صنعت نفت از راه انتشار صکوک استفاده کند. یکی از مناسب‌ترین ابزارهای مالی اسلامی جهت این امر اوراق وکالت است. اوراق وکالت پروژه‌های نفت و گاز طبق مهم‌ترین معیارهای اقتصاد خرد شامل تطابق با اهداف و انگیزه‌های مشتریان، تناسب با روحیات و سلیقه سرمایه‌گذاران، میزان نقدشوندگی اوراق و درجه کارایی و همچنین از جهت مهم‌ترین معیارهای اقتصاد کلان شامل اثرگذاری بر روی رشد و توسعه اقتصادی، عدالت توزیعی و قابلیت برای اجرای سیاست‌های پولی و مالی؛ می‌تواند به عنوان ابزار مالی مناسب در بازار سرمایه کشور، جهت تأمین مالی پروژه‌های نفت و گاز کشور بکار گرفته شود. هر چند می‌توان با سیاست‌گذاری مناسب، این اوراق را در راستای حداکثرسازی این معیارها منتشر نمود. به نظر می‌رسد راهکارها و پیشنهادهای زیر می‌تواند به حل مشکلات ناشی از انتشار اوراق وکالت پروژه‌های نفت و گاز کمک نماید:

- ۱) تدوین قوانین، دستورالعمل‌ها و آئین‌نامه‌های لازم جهت انتشار اوراق وکالت و سایر اوراق بهادار اسلامی در بازار پول و سرمایه
- ۲) فراهم نمودن زیرساخت‌های قانونی و اقتصادی لازم در انتشار اوراق وکالت بین‌المللی پروژه‌های نفت و گاز
- ۳) امکان سنجی فقهی و حقوقی انتشار اوراق وکالت قابل تبدیل به سهام در بخش انرژی کشور
- ۴) امکان سنجی فقهی و حقوقی انتشار اوراق وکالت قابل تبدیل به سایر اوراق بهادار در بخش انرژی کشور
- ۵) طراحی مدل‌های قیمت‌گذاری مناسب در قیمت‌گذاری اوراق وکالت پروژه‌های نفت و گاز
- ۶) امکان سنجی فقهی و اقتصادی روش‌های پوشش ریسک‌های ارکان انتشار اوراق وکالت پروژه‌های نفت و گاز
- ۷) ایجاد صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک در انواع اوراق بهادار اسلامی جهت رونق این ابزارها ■

#### ۸-۲- ریسک رتبه‌بندی پایین بانی و اوراق توسط مؤسسه رتبه‌بندی

از آنجا که میزان رتبه اوراق بر قیمت‌گذاری و میزان اقبال سرمایه‌گذاران تأثیر دارد [۲۰]، در صورتی که مؤسسه رتبه‌بندی، بانی و اوراق وکالت وابسته به آن را رتبه‌بندی پایین کند، بانی با این ریسک مواجه می‌باشد.

#### ۹-۲- ریسک عدم تحویل پروژه به واسطه در سررسید وکالت از طرف بانی

ممکن است واسطه در سررسید به بانی مراجعه کند اما بانی یا پیمانکار به هر دلیل قادر به تحویل پروژه به واسطه نباشد، در این صورت واسطه و سرمایه‌گذاران با این ریسک روبرو خواهد بود.

#### ۱۰-۲- ریسک نقدینگی بانی

ریسک نقدینگی دارایی مربوط به توانایی شرکت جهت به دست آوردن وجه نقد کافی جهت پرداخت بدهی‌های خود است [۲۱] که بانی در ایفای تعهدات مالی کوتاه‌مدت ناتوان باشد، با این ریسک مواجه می‌شود.

#### ب- ریسک‌های غیر مالی

در فرآیند انتشار اوراق وکالت صنعت نفت و گاز همانند دیگر اوراق بهادار، ریسک‌های غیر مالی مختلفی از قبیل ریسک‌های قوانین و مقررات، شریعت، سیاسی، عملیاتی و شهرت نیز قابل تصور است.

#### نتیجه و پیشنهادت

با توجه به حجم تأمین مالی مورد نیاز صنعت نفت و گاز کشور و ضرورت جذب سرمایه‌گذاران مسلمان و غیرمسلمان داخلی و خارجی؛ ناچار به توسعه و تنوع در ابزارهای تأمین مالی هستیم که هم منطبق بر اصول شریعت بوده و هم منطبق بر اصول و معیارهای اقتصادی و مالی باشند. از جمله این ابزارها که اکنون در کانون توجه سرمایه‌گذاران مسلمان و غیر مسلمان قرار دارد؛ صکوک یا ابزارهای مالی

#### منابع

- [۱]. میثمی، حسین و ندری، کامران، «عملیات بازار باز با اوراق بهادار دولت و بانک مرکزی»، فصلنامه تحقیقات مالی اسلامی، ۱۳۹۴، ش ۹، ۱۱۹-۱۵۴.
- [۱۶]. سروش، ابودر و کاوند، مجتبی، «راهکارهای پوشش ریسک اوراق رهنی»، دوفصلنامه جستارهای اقتصادی، ۱۳۹۰، ش ۱۶، ۱۴۵-۱۱۷.
- [۱۷]. موسویان، سیدعباس و شیرمردی، حسین «شناسایی، طبقه‌بندی و اولویت‌بندی ریسک‌های اوراق بهادار مضاربه با تأکید بر فقه امامیه با رویکرد مدل‌سازی تصمیم‌گیری چند معیاره»، دوفصلنامه معرفت اقتصاد اسلامی، ۱۳۹۰، ش ۵، ۱۴۵-۱۷۰.
- [۱۸]. راعی، رضا و سعیدی، علی، مبانی مهندسی مالی و مدیریت ریسک. تهران، سمت، ۱۳۸۷، ۷۴.
- [19]. Sunders, A., Financial Institution Management, 4th ed, New York, McGraw-Hill, 2007, p 151.
- [۲۰]. موسویان، سیدعباس و شیرمردی، حسین «شناسایی، طبقه‌بندی و اولویت‌بندی ریسک‌های اوراق بهادار مضاربه با تأکید بر فقه امامیه با رویکرد مدل‌سازی تصمیم‌گیری چند معیاره»، دوفصلنامه معرفت اقتصاد اسلامی، ۱۳۹۰، ش ۵، ۱۴۵-۱۷۰.
- [21]. Crouhy, M, Galai, D-an & Mark, R (2006). Essentials of risk management, US, McGraw-Hill, 2006, p 45.
- [۱]. Ijalal, Alvi, A., Sukuk Markt Over View & Structural Trends, 19th Annual Word Islamic Banking, 2015. P6.
- [۲]. [۳]. امام خمینی، سیدروح‌الله، تحریرالوسیله، قم، نشر اسلامی، ۱۳۶۳، ۵۲۸-۵۲۹ و بنی‌هاشمی خمینی، سیدمحمدحسن، توضیح المسائل مراجع عظام، ج ۲، قم، دفتر انتشارات اسلامی وابسته به مدرسین حوزه علمیه قم، ۱۳۷۸، ۳۲۷-۳۲۲.
- [۴]. امام خمینی، سیدروح‌الله، تحریرالوسیله، قم، نشر اسلامی، ۱۳۶۳، ۵۲۸-۵۲۹ و قانون مدنی، ماده ۶۸۲.
- [۵]. [۶]. [۷]. بنی‌هاشمی خمینی، سیدمحمدحسن، توضیح المسائل مراجع عظام، ج ۲، قم، دفتر انتشارات اسلامی وابسته به مدرسین حوزه علمیه قم، ۱۳۷۸، ۳۲۷-۳۲۲ و قانون مدنی، مواد ۶۵۶-۶۶۰.
- [۸]. موسویان، سیدعباس و همکاران، «اوراق بهادار (صکوک) وکالت؛ ابزاری مناسب برای تأمین مالی صنعت پتروشیمی»، اقتصاد اسلامی، ۱۳۹۱، ش ۴۷، ۱۰۳-۱۳۰.
- [۹]. زه‌تابیان، مصطفی، طراحی صکوک مضاربه برای شرکت‌های بازرگانی، تهران، پایان‌نامه کارشناسی ارشد دانشکده معارف اسلامی و مدیریت دانشگاه امام صادق (ع)، ۱۳۸۸، ۱۵۱.
- [۱۰]. [۱۱]. [۱۲]. [۱۳]. [۱۴]. [۱۵]. موسویان، سید عباس، بازار سرمایه اسلامی، قم، پژوهشگاه فرهنگ و اندیشه اسلامی، ۱۳۹۲، ۳۲۵-۳۴۱.