

Jualah Papers, an Appropriate Instruments in Financing Oil and Gas Industry

Hossein Shirmardi Ahmadabad*

Received: 15/02/2017

Accepted: 02/12/2017

Abstract

Independence or reduce dependence of oil revenues in the long-term is necessary of the country. But economic and non-economic effects of oil revenues in the short and medium term in the country. On the one hand, and the need to finance inside energy consumption the other, Financing and credit financing for oil and gas projects in the upstream areas, Myandsty and downstream, problems, One of the main concerns of policy-making and administrative institutions for sustainable development and achieving the 20-year goals of the country in horizon of the year 1404 and resistant economic policies. Using descriptive-analytical method.

This research uses library resources for proving the hypothesis that “according to financial and economical criteria, Jualah papers can be effectively used as a instrument for financing the oil industry”. Findings show that Jualah papers can be a proper instrument for financing this industry, since it accords to microeconomic criteria, such as conformity with customers’ and investors’ goals and motivations and the degree of liquidity and efficiency. However, about macroeconomic criteria, such as influencing economic growth and development, distributional justice and the ability of monetary and financial policies, the success of Jualah papers will depend on proper policy-making.

Keywords

Oil Industry Financing, Sukuk, Islamic Financial Instruments. Jualah, Jualah Papers.

JEL Classification: D53, E44, G23, Q49.

* Ph.D. student of Islamic Studies and ManagementI, Imam Sadiq University, Tehran, Iran, shirmardy@isu.ac.ir

اوراق جعاله، ابزاری مناسب برای تأمین مالی صنعت نفت و گاز

حسین شیرمردی احمدآباد*

تاریخ دریافت: ۱۳۹۵/۱۱/۲۷ تاریخ پذیرش: ۱۳۹۶/۰۹/۱۱

مقاله برای اصلاح به مدت ۳۰ روز نزد نویسنده (گان) بوده است.

چکیده

عدم وابستگی یا کاهش وابستگی به درآمدهای نفتی در بلندمدت از ضرورت‌های کشور است، لکن تأثیرات اقتصادی و غیراقتصادی درآمدهای نفتی در کوتاه‌مدت و میان‌مدت در کشور از سویی و ضرورت تأمین مالی انرژی مصرفی در داخل از سوی دیگر، تأمین منابع مالی و اعتباری برای اجرای پروژه‌های صنعت نفت و گاز مخصوصاً در شرایط موجود اقتصادی و تنگناهای اعتباری داخلی و بین‌المللی، یکی از دغدغه‌های اصلی نهادهای سیاست‌گذار و اجرایی کشور در جهت توسعه پایدار و دستیابی به اهداف ۲۰ ساله صنعت نفت و کشور در افق سال ۱۴۰۴ و سیاست‌های اقتصاد مقاومتی بوده است. این پژوهش با استفاده از مطالعات کتابخانه‌ای و با روش توصیفی - تحلیلی به دنبال تبیین این است که طبق معیارهای مالی و اقتصادی، اوراق جعاله می‌تواند به‌عنوان ابزاری مناسب در جهت تأمین مالی صنعت نفت کشور به‌کار گرفته شود. یافته‌های تحقیق نشان می‌دهد اوراق جعاله طبق مهم‌ترین معیارهای اقتصاد خرد شامل تطابق با اهداف و انگیزه‌های مشتریان، تناسب با روحیات و سلیق سرمایه‌گذاران، میزان نقدشوندگی اوراق و درجه کارایی، 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 به‌عنوان ابزار مالی مناسب در بازار سرمایه کشور در جهت تأمین مالی صنعت نفت کشور به‌کار گرفته شود.

واژگان کلیدی

تأمین مالی صنعت نفت، صکوک، ابزارهای مالی اسلامی، جعاله، اوراق جعاله.

طبقه‌بندی JEL: D53, E44, G23, Q49.

مقدمه

صنعت نفت از مؤثرترین و بزرگترین صنایع در جهان و به‌ویژه کشور ایران است. نفت، علاوه بر اینکه منبع عمده تأمین انرژی در دنیای امروز است، نقش مهمی نیز در تعیین میزان قدرت ملی و اعتبار بین‌المللی کشورهای مختلف ایفا می‌کند. بخش نفت در اقتصاد ایران سال‌های زیادی است که عمده درآمد ملی کشور را تأمین می‌کند و در واقع این بخش در اقتصاد کشور نقش مسلط را ایفا می‌کند (سیدمشهدی، قلمباز، و اسفندیاری، ۱۳۹۰، ص. ۱).

عدم وابستگی یا کاهش وابستگی به درآمدهای نفتی در بلندمدت از ضرورت‌های کشور است لکن با توجه به تأثیرات اقتصادی و غیراقتصادی درآمدهای نفتی در کوتاه‌مدت و میان‌مدت در کشور، نقش درآمدهای نفتی در بودجه و بالطبع در بخش‌های مختلف اقتصادی، اجتماعی، فرهنگی و سیاسی کشور؛ نیاز به افزایش ظرفیت تولید و زیرساخت‌های حوزه انرژی جهت پاسخگویی به نیازهای مصرفی و تولیدی، کافی نبودن منابع دولتی جهت اجرا 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، وجود تلفات بالا و ضایعات زیاد در حوزه تولید، انتقال و توزیع انرژی در کشور، لزوم بهره‌برداری و سرمایه‌گذاری در فناوری‌های مبتنی بر مدیریت مصرف بهینه انرژی در کشور 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، میان‌دستی و پایین‌دستی برای نگهداشت و افزایش توان تولید نفت و ایجاد زیرساخت‌های لازم جهت تبدیل نفت خام و گاز طبیعی به فرآورده‌های دارای ارزش افزوده را می‌رساند؛ لذا هرگونه ایجاد اختلال در تأمین مالی صنعت نفت، علاوه بر ایجاد بحران مالی و به‌دنبال آن بحران اقتصادی و اجتماعی در جامعه، دستیابی به اهداف ۲۰ ساله صنعت نفت و کشور در افق سال ۱۴۰۴ را ناممکن خواهد نمود.

طی سال‌های پیش، روش‌های مختلفی جهت تأمین مالی پروژه‌های نفت و گاز به کار گرفته شده یا پیشنهاد شده که عبارتند از: بیع متقابل داخلی، بیع متقابل خارجی، بیع متقابل خارجی با شریک داخلی، بیع متقابل داخلی 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 جهت تأمین مالی پروژه‌های نفت و گاز، استفاده از ظرفیت‌های بازار سوم فرابورس در تأمین مالی پروژه‌ها و استفاده از ظرفیت خصوصی‌سازی شرکت‌های تابعه با هدف افزایش سرمایه و افزایش ظرفیت تأمین مالی؛ 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 به‌کارگیری 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. با تصویب قانون برنامه پنجم توسعه، وزارت نفت و شرکت ملی نفت ایران مجاز شدند برای تأمین مالی پروژه‌های سرمایه‌گذاری بالادستی صنعت نفت از راه انتشار صکوک استفاده کنند. پیرو این مجوز، مطالعه اقتصادی، حقوقی و مالی جهت انتخاب مناسب‌ترین انواع صکوک برای تأمین مالی صنعت نفت در سرمایه‌گذاری‌های بالادستی به‌ویژه در بهره‌برداری از میدان‌های مشترک نفت و گاز آغاز شد، نتیجه‌های تحقیق‌ها نشان می‌دهد که برای تأمین مالی این پروژه‌ها می‌توان از انواع ابزارهای مالی اسلامی (صکوک) از قبیل اوراق مشارکت، اوراق استصناع، اوراق سلف و اوراق اجاره استفاده کرد (موسویان، ۱۳۸۹، ص. ۸۵)؛ در حال حاضر در صنعت نفت کشور از بین انواع مختلف صکوک، تنها اوراق مشارکت، اوراق سلف و اوراق اجاره منتشر شده‌اند.

با توجه به مباحث فوق، به نظر می‌رسد راهکار جدیدی که بتواند منابع مالی موردنیاز صنعت نفت را فراهم کند و درعین 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 خرد و کلان اقتصادی، اوراق جعاله می‌تواند به‌عنوان ابزاری مناسب در جهت تأمین مالی صنعت نفت و گاز کشور به‌کار گرفته شود.

این پژوهش از آنجایی که به طراحی یکی از روش‌های تأمین مالی صنعت نفت 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.

۱. پیشینه تحقیق

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

ندری و شیرمردی (۱۳۹۴) در مقاله‌ای با عنوان «امکان‌سنجی استفاده از اوراق جعاله در تأمین مالی مسکن»، با آسیب‌شناسی تأمین مالی مسکن در کشور، اوراق جعاله مسکن را به‌عنوان یکی از راهکارها و ابزارهای تأمین مالی مسکن بررسی می‌نماید.

نظرپور، فاضلیان، و مومنی‌نژاد (۱۳۹۴) در مقاله‌ای با عنوان «ارائه الگوی مطلوب تأمین مالی صنعت نفت برپایه 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.

اشعریون قمی‌زاده و تاجمیر (۱۳۹۲) در مقاله‌ای با عنوان «بررسی مقایسه‌ای روش تأمین مالی انرژی براساس تلفیق اوراق استصناع، قرارداد BLT و اوراق استصناع

اوراق جعاله، ابزاری مناسب برای تأمین مالی صنعت نفت و گاز / حسین شیرمردی احمدآباد، مطالعات اقتصادی اسلام ۲۲۱

مستقل»، برای رفع مشکل فقهی برخی از قراردادهای ساخت - اجاره - انتقال (BLT)؛ اوراق استصناع مستقل و تلفیق نمودن روش‌های موجود را پیشنهاد می‌دهند. موسویان و حدادی‌فر (۱۳۹۲) در مقاله‌ای با عنوان «تأمین مالی پروژه‌محور به‌وسیله صکوک استصناع در صنعت نفت»، با اعمال تغییراتی در مدل عمومی صکوک استصناع، مدلی از تأمین مالی پروژه‌محور به‌وسیله صکوک استصناع را جهت تأمین مالی پروژه‌های صنعت نفت پیشنهاد می‌کنند.

صادقی، احمدی حاجی‌آباد، الهی، و بهاروندی (۱۳۸۹) در کتابی با عنوان «الگوی عملیاتی عقد جعاله با تأکید بر بخش معدن»، ضمن ترجمه مقاله بوعلام بن جلال (۲۰۰۴)، در یک مطالعه تطبیقی الزامات فقهی شیعه و مذاهب چهارگانه اهل سنت را در مورد جعاله مطرح نموده‌اند.

موسویان (۱۳۸۹) در مقاله‌ای با عنوان «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، کاوند، و اسمعیلی‌گیوی (۱۳۸۷) در مقاله‌ای با عنوان «اوراق بهادار (صکوک) جعاله؛ ابزاری کارآمد برای توسعه صنعت گردشگری»، به ارائه مدل‌های عملیاتی تأمین مالی صنعت گردشگری از طریق اوراق جعاله می‌پردازند.

موسویان (۱۳۸۶) در کتابی با عنوان «ابزارهای مالی اسلامی»، ضمن معرفی اصول و مبانی فقهی انواع عقود اسلامی از قبیل عقد جعاله، به بررسی فقهی و اقتصادی اوراق بهادار متعارف و اسلامی پرداخته است.

مظاهری (۱۳۸۱) در کتابی با عنوان «جعاله در بانکداری اسلامی»، ضمن معرفی جعاله و انواع آن در حقوق ایران، به دلایل اعتبار جعاله در بانکداری اسلامی از منظر قرآن، سنت، اجماع و عقل اشاره داشته و ماهیت حقوقی و آثار جعاله‌های بانکی را شرح می‌دهد.

شوساک^۱ (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 آنجاکه 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 جعاله مطرح است، تطبیق کاربردهای قابل اجرای آن در بخش‌های مختلف طبق اصول شریعت و معیارهای اقتصادی و مالی است. لکن پژوهش‌های فوق عمده‌تاً به بررسی اوراق استصناع و اوراق سلف در تأمین مالی صنعت نفت پرداخته‌اند و پژوهش‌های مرتبط با جعاله، به بررسی‌های فقهی عقد جعاله در بانکداری و معدن پرداخته و تنها یک مورد به بررسی اوراق جعاله و آن‌هم در صنعت گردشگری متمرکز بوده و کمتر به بررسی تخصصی و اقتصادی این اوراق و کاربردی کردن آن در سایر حوزه‌ها پرداخته‌اند. در حال حاضر از یک طرف با توجه به ماهیت خاص قرارداد جعاله در عقود مبادله‌ای و ویژگی‌های فقهی، اقتصادی و مالی خاص آن، این اوراق با محدودیت‌های جدی مواجه است و حتی پس از تصویب فقهی در کمیته فقهی سازمان بورس، هنوز در بازارهای مالی کشور اجرایی نشده است و از طرف دیگر یکی از زمینه‌های جدی و مشکلات اساسی تأمین مالی کشور، در حوزه انرژی و مخصوصاً پروژه‌های نفت و گاز است. مهم‌ترین نوآوری مقاله در این است که با مطالعه موضوع‌شناسی تأمین مالی صنعت نفت و پیدا کردن مناسب‌ترین صکوک، با بهره‌گیری از نظرات فقهی مراجع تقلید و مصوبات کمیته فقهی سازمان بورس، نشان می‌دهد که اوراق جعاله با تطابق با معیارهای تخصصی می‌تواند به بهترین شکل نیازهای کوتاه‌مدت و بلندمدت این بخش را تأمین مالی کند.

۲. ادبیات پژوهش

۲-۱. تجربه اوراق بهادار اسلامی

در سه دهه اخیر با گسترش بازارهای مالی در کشورهای مسلمان، نیاز به تأسیس نهادها و ابزارهای جدیدی احساس می‌شد؛ اما از آنجاکه مسلمانان برای فعالیت در امور اقتصادی و هر نوع دادوستد مالی باید طبق احکام شریعت عمل نمایند، از این‌رو

بسیاری از ابزارهای رایج قابلیت به کارگیری در کشورهای مسلمان را ندارند، همچنین متخصصان مالی اسلامی، بر مبنای عقود اسلامی، ابزارهای مالی اسلامی را در انواع و گونه‌های 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 دسته 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، به طوری که انواع مخلف صکوک داخلی و بین‌المللی شرکتی، دولتی و شبه‌دولتی نه فقط در بازارهای پول و سرمایه کشورهای مسلمان بلکه در کشورهایی از قبیل آمریکا، آلمان، انگلیس و ژاپن منتشر می‌شود تا جایی که مجموع حجم انتشار صکوک از ۱،۱۷۲ میلیون دلار در سال ۲۰۰۱ میلادی با رشد بیش از ۶۵۰ برابری در کمتر از ۱۵ سال؛ به مبلغ ۷۶۷،۰۹۹ میلیون دلار تا پایان سال ۲۰۱۵ رسیده است (Ijlal, 2015, p. 6). 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 سنگ‌آهن 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، که از این اوراق تاکنون در صنعت نفت کشور، تنها از اوراق مشارکت، اوراق سلف و اوراق اجاره در حجم بسیار محدود استفاده شده است. به نظر می‌رسد اوراق جعاله می‌تواند از سویی برخی از مشکلات تأمین مالی صنعت نفت 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 جعاله را به عنوان عقد پایه اوراق جعاله بیان نموده و سپس به مدل‌های عملیاتی اوراق جعاله می‌پردازیم.

۲-۲. قرارداد جعاله

جعاله - که جعاله و جعاله هم خوانده شده - در لغت عبارتند از «پاداشی که برای عامل عمل قرار دهند» (عمید، ۱۳۷۶، ص. ۴۶۳). در اصطلاح فقیهان، جعاله عبارت است از متعهد شدن شخص حقیقی یا حقوقی به پرداخت اجرت (جعل) معین در برابر انجام کار معین. کسی که تعهد می‌کند را جاعل و انجام‌دهنده کار را عامل می‌گویند (موسوی خمینی، ۱۳۶۳، ص. ۵۳۸؛ مسلمی‌زاده، ۱۳۸۴، ص. ۳۰۵).

۳-۲. ارکان قرارداد جعاله

قرارداد جعاله از پنج رکن اساسی تشکیل می‌شود.

۱. صیغه جعاله (ایجاب و قبول): ایجاب و قبول عبارت از هر لفظی است که دلالت بر اجازه مالک در عمل و قرار دادن عوض یا پاداش در برابر آن عمل کند. وجود ایجاب مالک واجب است، اما به اعتقاد مشهور فقیهان نیازی به قبول عامل (حتی در جعاله خاص) نیست. به‌طور مثال، اگر بگوید هرکس فلان بنا را با این مشخصات برای من تعمیر یا احداث کند این‌قدر به وی می‌پردازم، کفایت می‌کند (موسوی خمینی، ۱۳۶۳، ص. ۵۳۸) در صیغه جعاله احتیاجی به تلفظ الفاظ مخصوص نیست. بلکه هر لفظی که مفاد جعاله را برساند کفایت می‌کند. جعاله را حتی می‌توان به‌صورت معاطات انجام داد مثلاً به‌شکل نوشته یا اطلاعیه و یا آگهی در روزنامه و رسانه‌های گروهی و نظایر آن، به‌گونه‌ای که دلالت بر مطلب بکند.

۲. جاعل (کارفرما): در جعاله ملتزم (مالک) را جاعل گویند. جاعل یا کارفرما در قرارداد جعاله بایستی واجد شرایط عمومی قراردادها چون بلوغ، عقل، رشد، قصد، اختیار و عدم محجوریت به‌واسطه سفه و ورشکستگی باشد، بنابراین ایجاب کسی که این شرایط را ندارد ملغی و بی‌اثر است (موسوی خمینی، ۱۳۶۳، ص. ۵۳۹).

۳. عامل: در جعاله انجام‌دهنده کار را عامل گویند. شرایطی که در جاعل مطرح است در عامل شرط نیست، اگر عامل از جهت عقلی و شرعی توان انجام کار (موضوع جعاله) را داشته باشد در صورت انجام عمل مستحق اجرت (جعل)

خواهد بود هرچند بچه نابالغ یا فرد سفیه یا محجور بوده باشد (موسوی خمینی، ۱۳۶۳، ص. ۵۳۹؛ مسلمی زاده، ۱۳۸۴، ص. ۳۰۶). اموال و اشیای جاعل که به مناسبت اجرای جعاله در دست عامل قرار دارد، امانت است و عامل جز در موردهای تعدی و تفریط، ضامن نقص و تلف آن نخواهد بود (قانون مدنی، ۱۳۰۷/۰۲/۲۰، ماده ۵۶۹، ص. ۲۸).

۴. عمل (موضوع قرارداد جعاله): عملی که جاعل خواستار انجام آن است باید مشروع و عقلایی باشد. لازم نیست عمل به صورت دقیق معلوم و معین باشد (برخلاف اجاره). بنابراین، اگر جاعل بگوید به طور مثال، هرکس اسب گم شده مرا بیاورد، جعاله صحیح است یا مثلاً شخصی می تواند اعلان کند هرکس اطراف باغ من دیواری با این مشخصات احداث کند فلان مبلغ دریافت می کند، قرارداد جعاله صحیح است هرچند تعداد روزهای کار و مصالح مورد نیاز به صورت دقیق مشخص نباشد البته جعاله نباید به طور کلی مجهول باشد مثل اینکه بگوید: هرکس گمشده مرا بیابد (موسوی خمینی، ۱۳۶۳، صص. ۵۳۸-۵۳۹؛ مسلمی زاده، ۱۳۸۴، ص. ۳۰۶؛ قانون مدنی، ۱۳۰۷/۰۲/۲۰، ماده ۵۳۶، ۵۶۴ و ۵۷۰، صص. ۲۶، ۲۷ و ۲۸).

۵. عوض (جُعَل): عوض جعاله که به آن جعل و اجرت عمل نیز گفته می شود می تواند پول یا اشیاء قیمتی دیگر باشد و باید جنس، نوع، وصف و مقدار آن معین باشد. عوض جعاله می تواند سهمی از محصول عمل (موضوع جعاله) باشد، کما اینکه می تواند مازاد بر مبلغ معین تعیین شود. برای مثال جاعل اعلان کند هرکس محصول باغ مرا برداشت کند ده درصد محصول را به او می دهم یا هرکس منزل مرا به بیش از فلان مبلغ بفروشد مازاد بر آن را به او می دهم (موسوی خمینی، ۱۳۶۳، ص. ۵۳۹).

۲-۴. اوراق جعاله

اوراق جعاله، اوراق مالکیت مشاع دارایی (کار یا خدمتی) است که براساس قرارداد جعاله تعهد انجام و تحویل آن شده است. بعد از پایان عمل (موضوع قرارداد جعاله)،

صاحبان اوراق، مالک مشاع نتیجه عمل خواهند بود. نتیجه عمل ممکن است خدمت یا دارایی فیزیکی باشد (موسویان، کاوند، و اسمعیلی گیوی، ۱۳۷۸، ص. ۱۵۱). اوراق جعاله، می‌تواند بانام یا بی‌نام، با نحوه پرداخت از پیش تعیین شده، به سه صورت با سررسید کوتاه مدت (کمتر از یک سال)، با سررسید بلندمدت (بیشتر از یک سال) و بدون سررسید انتشار یابد.

۲-۵. عناصر اصلی اوراق جعاله

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

۲-۵-۱. واسط

نهاد واسط در قالب حقوقی شرکت با مسئولیت محدود، توسط شرکت مدیریت دارایی مرکزی تشکیل می‌گردد. فعالیت نهاد واسط و اداره‌ی آن براساس قانون تجارت و اساسنامه شرکت انجام خواهد شد (سازمان بورس، دستورالعمل فعالیت نهادهای واسط) رابطه حقوقی واسط با متقاضیان اوراق رابطه وکالت است.

۲-۵-۲. سرمایه‌گذاران (دارندگان) اوراق جعاله

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 نگه‌دارند، همان‌طور که می‌توانند در مواقع نیاز به نقدینگی، در بازار ثانوی با فروش اوراق از بازار خارج شوند.

۲-۵-۳. بانی

بانی هر شخص حقوقی مانند وزارت نفت یا شرکت‌های نفتی است که به منظور تأمین مالی طرح‌های بزرگ و توسعه بخش انرژی به واسط سفارش انتشار اوراق جعاله را می‌دهد.

۲-۵-۴. پیمانکاران

شرکت واسط در جایگاه وکیل سرمایه‌گذاران، نهاد مالی است و تخصص انجام طرح‌ها را ندارد؛ از این رو این شرکت با توجه به ماهیت طرح‌ها از پیمانکاران (حقیقی یا حقوقی) برای انجام طرح‌های ساخت استفاده می‌کند و با پیمانکاران قرارداد جعاله دیگری می‌بندد و طبق قرارداد متعهد است در برابر انجام طرح‌ها جُعل را بپردازد.

۲-۵-۵. امین

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

۲-۵-۶. شرکت تأمین سرمایه

شرکت تأمین سرمایه به‌عنوان کارگزار از سوی شرکت واسط اوراق بهادار جعاله را پذیره‌نویسی می‌کند، و این پذیره‌نویسی به دو روش بهترین تلاش و تعهد پذیره‌نویسی امکان‌پذیر است (قانون بازار اوراق بهادار، ۱۳۸۴/۰۹/۰۱، ماده ۱، بند ۲۹، ص. ۳).

۲-۵-۷. شرکت رتبه‌بندی اعتباری

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

۲-۵-۸. ضامن

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

۲-۵-۹. 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.

۲-۵-۱۰. بازارگردان

کارگزار، معامله‌گر است که با اخذ مجوز لازم با تعهد به افزایش نقدشوندگی و تنظیم عرضه و تقاضای اوراق بهادار معین و تحدید نوسان قیمت آن، به دادوستد آن اوراق می‌پردازد (قانون بازار اوراق بهادار، ۱۳۸۴/۰۹/۰۱، ماده ۱، ص. ۲). بازارگردان می‌تواند شرکت تأمین سرمایه یا یک شرکت مستقل باشد.

۲-۶. اوراق جعاله صنعت نفت و گاز

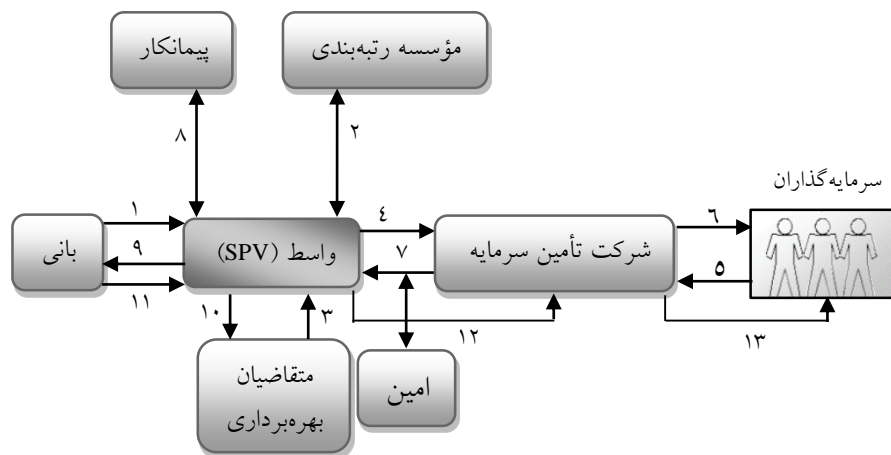
به منظور تأمین مالی صنعت نفت و گاز کشور می‌توان انواعی از مدل‌های عملیاتی برای اوراق جعاله طراحی کرد. در ادامه دو نوع مدل از آنها را معرفی می‌کنیم.

۲-۶-۱. اوراق جعاله احداث و واگذاری؛ با فرض عدم اتحاد بانی و پیمانکار

نوع اول از اوراق جعاله به منظور احداث پروژه‌های صنعت نفت و گاز به کار می‌رود. در این روش نهادهای دولتی یا غیردولتی از قبیل وزارت نفت؛ برای احداث پروژه‌های خود، در جایگاه بانی با واسطه وارد قرارداد جعاله به سررسید معین، مثلاً پنج تا هفت ساله شده و واسطه را عامل قرار می‌دهد تا عملیات لازم جهت انجام پروژه را انجام دهد. واسطه پس از مطالعه‌های اولیه و گرفتن مجوزهای لازم، به انتشار اوراق جعاله احداث و واگذاری پنج تا هفت ساله اقدام می‌کند، سپس برای انجام عملیات پروژه با جمع‌آوری وجوه به وکالت از طرف صاحبان اوراق جعاله، با شرکت پیمانکار وارد قرارداد جعاله دوم به مدت چهار تا شش ساله می‌شود و طبق قرارداد پس از پایان هر مرحله از طرح، جعل مشخص شده را به وی می‌پردازد. پیمانکار پس از اتمام طرح، پروژه تکمیل شده را از طریق واسطه در اختیار بانی قرار می‌دهد. بانی یا استفاده‌کننده نهایی پروژه است یا پروژه‌ی تکمیل شده را در قبال تعهدات معین در قالب قراردادهای موجود به متقاضیان بهره‌برداری واگذار می‌کند و از آنها به صورت ماهیانه، سالیانه یا ... وجوه را دریافت می‌کند. سپس این وجوه را از راه شرکت تأمین سرمایه پس از کسر هزینه‌های مربوطه میان صاحبان اوراق تقسیم می‌شود.

به طور مثال، فرض کنید وزرات نفت طبق برآوردها برای تأمین تولید پیش‌بینی شده موردنیاز کشور به احداث میدان نفتی با ارزش برآوردی ۱۰,۰۰۰ میلیارد ریالی در ۱۵

سال آینده نیاز دارد. برای این منظور نهاد واسطی را از بین مؤسسات واسط موردپذیرش شرکت مدیریت دارایی مرکزی بازار سرمایه انتخاب می‌کند. واسط با تهیه امیدنامه و کسب مجوزهای لازم از مؤسسه رتبه‌بندی، مؤسسه امین و سازمان بورس و اوراق بهادار، اوراق جعاله احداث متحداشکلی به ارزش اسمی ۱۰,۰۰۰ میلیارد ریال منتشر کرده، به وسیله بانک یا شرکت تأمین سرمایه به سرمایه‌گذاران واگذار می‌نماید. سپس واسط با آن وجوه، قرارداد جعاله دومی با پیمانکار برای احداث میدان نفتی با سررسید کمتر از ۱۵ ساله می‌بندد و در سررسید پروژه را تحویل گرفته، و به بانی تحویل می‌دهد. بانی وجوه (جعل‌های) تعیین‌شده را از طریق واسط و شرکت تأمین سرمایه طبق زمان‌های تعیین‌شده در طی دوره و در زمان سررسید به دارندگان اوراق می‌پردازد و در سررسید تسویه نهایی صورت می‌گیرد.



شکل (۱): مدل عملیاتی اوراق جعاله صنعت نفت و گاز؛ نوع اول

منبع: یافته‌های پژوهش

۱-۱-۶-۲. گردش مالی و روابط حقوقی اوراق جعاله؛ نوع اول

۱. بانی با انتخاب واسط، نیاز خود به احداث پروژه نفتی موردنظر را طبق قرارداد جعاله به واسط اعلام و با آن قرارداد جعاله احداث طرح می‌بندد و واسط را عامل قرار می‌دهد؛

۲۳۰ مطالعات اقتصادی سال یازدهم، شماره دوم (پیاپی ۲۲)، بهار و تابستان ۱۳۹۸

۲. واسط با انجام مطالعه‌های اولیه و تهیه امیدنامه، مجوز لازم از شرکت رتبه‌بندی اعتبار دریافت می‌کند؛
۳. شرکت واسط با موافقت سازمان بورس و اوراق بهادار، مؤسسه امین را جهت نظارت و کنترل انتخاب می‌کند؛
۴. واسط، اوراق جعاله را منتشر کرده و جهت واگذاری در اختیار شرکت تأمین سرمایه می‌گذارد؛
- ۵-۶-۷. شرکت تأمین سرمایه با واگذاری اوراق به سرمایه‌گذاران، وجوه را جمع‌آوری می‌کند و در اختیار واسط قرار می‌دهد؛
۸. شرکت واسط با پیمانکار وارد قرارداد جعاله دوم می‌شود و به تدریج با انجام هر مرحله از طرح و یا یکجا، جعل مشخص شده را به پیمانکار پرداخت می‌کند؛
۹. پیمانکار با اتمام طرح، طرح تکمیل شده را، از طریق واسط در اختیار بانی قرار می‌دهد؛
- ۱۰-۱۱. بانی پس از در اختیار گرفتن طرح تکمیل شده، به بهره‌برداری از طرح پرداخته یا اینکه طبق قوانین، بهره‌برداری از طرح را به شخص حقوقی دیگری واگذار کرده و از آن شخص به صورت ماهانه یا سالانه مبالغ تعیین شده را دریافت کرده و طبق قرارداد وجوه تعهد شده (جعل‌های) را به واسط پرداخت می‌کند.
۱۲. واسط این پول را به منظور توزیع در اختیار شرکت تأمین سرمایه قرار می‌دهد؛
۱۳. شرکت تأمین سرمایه پس از کسر حق‌الزحمه خود، مؤسسه رتبه‌بندی اعتبار و مؤسسه امین و واسط مابقی را به صاحبان اوراق می‌پردازد.

۲-۱-۶-۲. اوراق جعاله احداث و واگذاری؛ با فرض اتحاد بانی و پیمانکار

در این قسمت نوع دیگری از اوراق جعاله به منظور احداث پروژه‌های نفت و گاز پیشنهاد می‌شود که به نظر می‌رسد قابلیت به‌کارگیری گسترده‌تری را داشته و از پیچیدگی کمتری برخوردار باشد. در این مدل شرکت پیمانکار در جایگاه بانی قرار دارد. شرکت پیمانکار (بانی) که توانایی احداث پروژه نفتی را دارد؛ با امکان‌سنجی طرح، واسط را وکیل قرار می‌دهد. واسط پس از مطالعه‌های اولیه و گرفتن مجوزهای لازم، به انتشار

مطالعه اقتصادی ۲۳۱ / اوراق جعاله، ابزاری مناسب برای تأمین مالی صنعت نفت و گاز / حسین شیرمردی احمدآباد

اوراق جعاله احداث ۱۰ تا ۱۵ ساله اقدام می‌کند، سپس برای انجام عملیات احداث پروژه نفتی، با جمع‌آوری وجوه به وکالت از طرف صاحبان اوراق جعاله، با شرکت پیمانکار وارد قرارداد جعاله ۱۰ تا ۱۵ ساله می‌شود و طبق قرارداد پس از پایان هر مرحله از طرح، جعل مشخص شده را به وی می‌پردازد. در سررسید و پس از اتمام طرح واسط به وکالت از طرف سرمایه‌گذاران پروژه مربوطه را تحویل گرفته و با بهره‌برداری از آن، وجوه (جعل‌های) تعیین شده را به دارندگان اوراق می‌پردازد و اوراق جعاله را تسویه می‌کند. به‌طور مثال، فرض کنید یک شرکت پیمانکار با امکان‌سنجی صورت گرفته، قصد تأمین منابع مالی برای احداث میدان نفتی به ارزش برآوردی ۲۰,۰۰۰ میلیارد ریالی به سررسید ۱۰ ساله را دارد، برای این منظور نهاد واسطی را از بین مؤسسات واسط موردپذیرش شرکت مدیریت دارایی مرکزی بازار سرمایه انتخاب می‌کند. واسط با تهیه امیدنامه و کسب مجوزهای لازم از مؤسسه رتبه‌بندی، مؤسسه امین و سازمان بورس و اوراق بهادار، اوراق جعاله متحدالشکلی به ارزش اسمی ۲۰,۰۰۰ میلیارد ریال منتشر کرده، به‌وسیله بانک یا شرکت تأمین سرمایه به سرمایه‌گذاران واگذار می‌نماید. سپس بانی با وجوه به‌دست‌آمده، میدان نفتی مذکور را احداث می‌کند و در زمان‌های تعیین شده، وجوه تعیین شده را تحویل واسط داده و واسط طبق قرارداد به دارندگان اوراق می‌پردازد.

۲-۶-۲. اوراق جعاله احداث و تبدیل به سهام

گاهی وقت‌ها طرح‌های نفت و گاز مخصوصاً طرح‌های کلان به‌گونه‌ای است که عمر مفید طولانی دارند و عواید حاصل از آن نیز برای طولانی‌مدت ادامه خواهد داشت؛ در نتیجه امکان بازگشت اصل سرمایه و سود مورد انتظار آن در کوتاه‌مدت وجود ندارد. در این صورت بانی برای تأمین مالی طرح‌های خود به‌انتشار اوراق جعاله قابل تبدیل به سهام اقدام می‌کند.

در این روش، بانی با واسط وارد قرارداد جعاله احداث با سررسید معین مثلاً ۱۵ ساله شده و آن را عامل خود قرار می‌دهد تا عملیات ساخت و تکمیل طرح و تبدیل آن به سهام را انجام دهد. واسط پس از مطالعه‌های اولیه و گرفتن مجوزهای لازم، اقدام

به انتشار اوراق جعاله قابل تبدیل به سهام می‌کند، سپس با جمع‌آوری وجوه به وکالت از طرف صاحبان اوراق جعاله، با پیمانکار وارد قرارداد جعاله ثانویه ساخت ۱۴ ساله می‌شود تا عملیات احداث طرح را انجام دهد و طبق قرارداد پس از پایان هر مرحله از طرح، جعل مشخصی را به وی پرداخت می‌کند. در پایان انجام طرح نیز براساس قرارداد، پیمانکار طرح تکمیل‌شده را از طریق واسط به بانی تحویل می‌دهد. شرکت واسط بنابر رویه‌های قانونی، با ارزش‌گذاری کل طرح و تبدیل آن به سهام در قالب شرکت سهامی، اوراق جعاله سرمایه‌گذاران را با سهام جایگزین می‌کند. عواید سهامداران طرح نیز سالیانه به آنان پرداخت می‌شود.

البته طبق قوانین با توجه به بحث حقوقی مالکیت و از طرفی طبق سیاست‌های کلی اصل ۴۴ قانون اساسی، چنین اوراقی تنها در پروژه‌های پایین‌دستی صنعت نفت امکان‌پذیر است. در این حالت گرچه از نظر حقوقی شکل اوراق صاحبان سرمایه از اوراق جعاله به اوراق سهام تغییر می‌یابد، اما از نظر فقهی پدیده جدیدی رخ نمی‌دهد چراکه پیش از آن نیز صاحبان اوراق جعاله، مالک مشاع دارایی بودند و اکنون نیز هستند. به تبع مالکیت مشاع عواید طرح نیز سالیانه به سهامداران پرداخت می‌شود (موسویان، ۱۳۸۷، ص. ۱۶۳).

اوراق قابل تبدیل به سهام در شرایط تورمی اقتصاد و وجود انتظارات مثبت در بازار از استقبال بالاتری برخوردار خواهد بود. برای شرکت‌های در حال رشد استفاده از این ابزار مطلوب به نظر می‌رسد. همچنین برای سرمایه‌گذارانی که تمایل به بهره‌مندی از مزایای مالکیتی یک شرکت و سرمایه‌گذاری با افق بلندمدت‌تر می‌باشند، اوراق قابل تبدیل به سهام ابزار مناسبی برای سرمایه‌گذاری می‌باشد (اعتصامی، ۱۳۹۴، ص. ۱).

۱-۲-۶-۲. گردش مالی و رابطه‌های حقوقی اوراق جعاله؛ نوع دوم

۱. بانی با انتخاب واسط آمادگی خود را برای انجام طرح به واسط اعلام و واسط را وکیل خود قرار می‌دهد؛
۲. واسط با انجام مطالعه‌های اولیه و تهیه امیدنامه، مجوز لازم از مؤسسه رتبه‌بندی اعتبار دریافت می‌کند؛

اوراق جعاله، ابزاری مناسب برای تأمین مالی صنعت نفت و گاز / حسین شیرمردی احمدآباد، مطالعات اقتصادی ۲۳۳

۳. شرکت واسط با موافقت سازمان بورس و اوراق بهادار، مؤسسه امین را جهت نظارت و کنترل انتخاب می‌کند؛
۴. واسط، اوراق جعاله را منتشر کرده، جهت واگذاری در اختیار شرکت تأمین سرمایه می‌گذارد؛
- ۵-۷. شرکت تأمین سرمایه با واگذاری اوراق به سرمایه‌گذاران، وجوه آنان را جمع‌آوری کرده، در اختیار واسط قرار می‌دهد؛
۸. شرکت واسط با پیمانکار وارد قرارداد جعاله ثانویه می‌شود و طبق قرارداد یکجا یا به تدریج با انجام هر مرحله از طرح، جعل مشخص شده را به وی پرداخت می‌کند؛
۹. پیمانکار با اتمام طرح آن را از طریق واسط در اختیار بانی قرار می‌دهد؛
۱۰. شرکت واسط با همکاری بانی طرح را جهت تبدیل به شرکت سهامی ارزش‌گذاری می‌کنند؛
۱۱. شرکت تأمین سرمایه با دریافت حق‌الزحمه خود، واسط، مؤسسه رتبه‌بندی اعتبار و مؤسسه امین، مطابق رویه‌های قانونی، سهام را در اختیار سرمایه‌گذاران قرار می‌دهد.

۳. بررسی اقتصادی خرد و کلان اوراق جعاله صنعت نفت و گاز

ابزارهای مالی زمانی می‌توانند در بازار مالی نقش‌آفرین 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 (زه‌تایان، ۱۳۸۸، ص. ۱۵۱).

با توجه به اینکه در بازارهای مالی کشور تاکنون اوراق جعاله منتشر نشده است، نمی‌توان به تجزیه و تحلیل نتایج آن پرداخت، لکن می‌توان به صورت توصیفی به تحلیل نظری آن پرداخت. در ادامه اوراق جعاله صنعت نفت و گاز را از جهت مهم‌ترین معیارهای اقتصاد خرد و کلان بررسی می‌کنیم.

۳-۱. اصول و معیارهای اقتصاد خرد ابزارهای مالی

۳-۱-۱. 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 باهدف کسب سود مادی به‌کارگیرند. بر این مبنا عقود اسلامی به دو بخش عقود انتفاعی و عقود غیرانتفاعی تقسیم می‌شوند. از آنجاکه اوراق جعاله نوع اول بر مبنای کسب سود معین برای خریداران طراحی شده‌اند، در دسته ابزارهای مالی انتفاعی با بازدهی ثابت قرار می‌گیرند لکن اوراق جعاله نوع دوم با توجه به قابلیت تبدیل به سهام، در دسته ابزارهای مالی انتفاعی با بازدهی متغیر قرار می‌گیرند.

۳-۱-۲. 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. به‌طور معمول صاحبان وجوه مازاد که به‌هدف 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 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 درازای 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 چراکه 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 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.

اوراق جعاله، ابزاری مناسب برای تأمین مالی صنعت نفت و گاز / حسین شیرمردی احمدآباد، مطالعات اقتصادی اسلام ۲۳۵

بررسی معاملات اسلامی نشان می‌دهد دین اسلام مجوز انجام هر سه گروه از معاملات فوق را که با روحيات سه‌گانه مشتریان تطابق دارد را صادر کرده است (موسویان، ۱۳۸۶، ص. ۲۵۶).

اوراق جعاله از نوع ابزارهای مالی انتفاعی است. با توجه به ماهیت قرارداد جعاله، واسط می‌تواند چنان برنامه‌ریزی کند که برای هر سال مالی، نرخ بازدهی معین (در نوع اول) یا متغیر (در نوع دوم) برای صاحبان اوراق بپردازد. در نتیجه این اوراق هم 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 هم 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 غیرمحدود قرار داد. به همین دلیل می‌توان این اوراق را برای هر سه نوع سرمایه‌گذار ریسک‌پذیر، ریسک‌خشی و ریسک‌گریز طراحی نمود.

۳-۱-۳. نقدشوندگی

سهولت نقدکردن یک دارایی مالی با سرعت و هزینه کم در بازار، را نقدشوندگی آن دارایی گویند (شیرمردی احمدآباد، ۱۳۹۰، ص. ۹۹). بازار ثانویه این اوراق مشکل شرعی نخواهد داشت، چراکه علاوه بر قرارداد محوری جعاله، تمام معامله‌های به‌کاررفته در بازار اولیه اوراق جعاله 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 قراردادها مورد اتفاق فقیهان است. بنابراین در طراحی این اوراق با

مشکل فقهی خاصی روبه‌رو نخواهیم بود (موسویان، ۱۳۸۷، ص. ۱۶۴)؛ لذا با فرض پذیرش اوراق جعاله در یکی از بورس‌ها یا فرابورس‌های اوراق بهادار مانند بورس اوراق بهادار تهران، نقدشوندگی اوراق جعاله 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 با توجه به بازدهی معین نوع اول به نظر می‌رسد درجه نقدشوندگی آن بیشتر از نوع دوم و اوراق سهام عادی باشد.

۳-۱-۴. 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 نه‌تنها بحث کاهش هزینه‌ها و افزایش سود، بلکه بحث توزیع ریسک نیز مورد توجه و تأیید اولیای دین بوده است (موسویان، ۱۳۸۶، صص. ۲۶۱-۲۶۰)؛ 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 به‌طور مناسبی در نظر گیرد. در حالت کلی هرچه تنوع اوراق جعاله 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 به‌سمت کارایی بالاتر حرکت نمایند، لذا برای افزایش کارایی اوراق جعاله 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.

۳-۲. اصول و معیارهای اقتصاد کلان ابزارهای مالی

۳-۲-۱. هم‌سویی با رشد اقتصادی

ابزارهای مالی وسیله مناسبی برای تجهیز سرمایه‌های ریزودرشت ملی و جهت دادن آن به‌سمت فعالیت‌های خاص است. حال اگر این فعالیت‌ها با رشد اقتصادی همسو باشد

اوراق جعاله، ابزاری مناسب برای تأمین مالی صنعت نفت و گاز / حسین شیرمردی / احمدآباد / مطالعات اقتصادی اسلامی ۲۳۷

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 (موسویان، ۱۳۸۶، ص. ۲۶۳). اوراق جعاله پروژه‌های نفتی، از یک طرف نقدینگی سرگردان را در جامعه کنترل می‌کند و از طرف دیگر با سوق دادن آنها به سمت فعالیت‌های مولد، زمینه اشتغال و تولید در صنعت نفت و صنایع وابسته و در نهایت افزایش رشد اقتصادی را فراهم می‌آورد.

۲-۲-۳. هم‌سویی با عدالت اقتصادی

بی‌تردید هدایت نقدینگی سرگردان جامعه به پروژه‌های نفت و گاز در میادین مشترک و همچنین در پروژه‌هایی در راستای تولید محصولات بالادستی، میان‌دستی و پایین‌دستی باهدف 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 براساس 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 ارزش‌افزوده حاصل از به‌کارگیری سرمایه خود برسند (موسویان، ۱۳۸۶، ص. ۲۶۵). در فرض وجوه رقابت سالم در بازار اولیه و ثانویه اوراق جعاله، و اینکه 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 ارزش‌افزوده بین عوامل تولید (سرمایه و نیروی انسانی) و همچنین در کل اقتصاد را دارا می‌باشد، وگرنه انتظار می‌رود به جهت قدرت چانه‌زنی بالای عامل سرمایه، نرخ بازده اوراق بیشتر از سهم واقعی آنها از ارزش‌افزوده باشد و در بلندمدت، توزیع منافع به نفع عامل سرمایه سوق پیدا کند.

۳-۲-۳. 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 ذکر شده را نخواهد داشت.

در اوراق جعاله 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 جعاله استفاده کنند.

۳-۲-۴. قابلیت برای سیاست پولی

در چارچوب سیاست پولی غیرمستقیم، عملیات بازار باز، ابزار اصلی سیاست پولی بانک مرکزی است که به وسیله آن، بانک مرکزی از راه خرید و فروش دارایی‌های خود و عمدتاً اوراق بهادار در بازار ثانویه، ذخیره پول پر قدرت را تغییر می‌دهد. بنابر مطالعات بالینو و زامالو^۲ (۱۹۹۷) در کشورهای در حال توسعه که به طور معمول بازار مالی کامل و گسترده‌ای ندارند، بانک‌های مرکزی نمی‌توانند از بازار ثانویه و نیز از عملیات بازار باز استفاده کنند. از طرف دیگر، با توجه به اهمیت عملیات بازار باز، این کشورها نمی‌توانند از این ابزار مهم (و بلکه تنها ابزار قوی، سریع و کارآمد سیاست پولی) چشم‌پوشی کنند. بنابراین برخی از این کشورها تلاش نموده‌اند تا این عملیات را به گونه‌ای بازسازی نمایند که با توجه به شرایط کشورشان قابل انجام و از نظر اقتصادی نیز کارآمد باشد بانک مرکزی برای رهبری عملیات بازار باز، ابتدا به عنوان دوره‌گذار به فروش اوراق در بازارهای اولیه اقدام می‌نماید، تا بازارهای مالی به طور موفقیت‌آمیزی توسعه یابد و بتواند عملیات بازار باز را در بازارهای ثانویه انجام دهد. این گونه عملیات در بازار اولیه صرف‌نظر از نوع ابزار مالی که انتخاب می‌شود

(اوراق بدهی دولتی یا اوراق بدهی بانک مرکزی) به عملیات شبه بازار باز تعبیر شده است (عربی، و معارفی، ۱۳۸۹، ص. ۷۴).

صندوق بین‌المللی پول در سال ۲۰۰۱ میلادی پیشنهاد کرد کشورهایی که اوراق بدهی در آن رواج دارد ولی دارای بازارهای مالی ضعیفی هستند، به جای اوراق بانک مرکزی از اوراق بدهی دولتی استفاده کنند؛ زیرا علاوه بر جلوگیری از تقسیم بازار، نقش پشتیبانی از اوراق دولتی به عنوان ابزاری برای گسترش بازارهای مالی به بانک مرکزی داده می‌شود. البته به عقیده کیونتین^۳ (۱۹۹۴) نکته مهم نسبت به انتخاب اوراق، ویژگی‌هایی است که باید این ابزار داشته باشد تا انتقال از مرحله گذار به عملیات بازار باز سریع‌تر شود. بدون شک، این ابزار باید به گونه‌ای باشد که توسعه بازارهای مالی را آسان و سریع نماید تا کسری مالی دولت از منابع داخلی با کمترین هزینه تأمین شود و دیگر نیازی به تأمین مالی از منابع بانکی و ذخایر بانک مرکزی نباشد؛ زیرا هزینه‌های پنهان زیادی دارد. به همین دلیل، آسانی در مدیریت بدهی بخش عمومی و ثبات مالی را می‌توان مهم‌ترین نتیجه توسعه بازارهای مالی دانست. آزاد و بازاری بودن نرخ بهره اوراق، حجم بالای آنها (تا موجب رقابت و بهبود تنظیم نرخ بهره شود)، داشتن سررسیدهای متفاوت کوتاه‌مدت و بلندمدت (تا برانگیزاننده مبادله‌ها باشد)، آسانی انتقال آنها، داشتن مالیات ساده و شفاف، ریسک کم و نقدینگی بالا، امکان تنزیل دوباره آن (برای آسانی توسعه بازارهای ثانویه)، سادگی مدیریت مقادیر زیاد آن، تأمین استقلال عملیاتی بانک مرکزی و ابزار مستقل سیاست پولی، از مهم‌ترین ویژگی‌های این اوراق است. (عربی، و معارفی، ۱۳۸۹، ص. ۸۱).

با استقرار بانکداری بدون ربا در کشور، استفاده از عملیات شبه بازار توسط اوراق قرضه، امکان‌پذیر نیست. 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 قدر کنار رفع موانع موجود و کوشش به منظور تقویت بازار ثانویه ابزارهای موجود، به اقسام دیگر اوراق بهادار اسلامی نیز توجه شود.

اوراق جعاله دولتی با سررسیدهای متنوع می‌تواند به‌عنوان مکمل ابزارهای سیاست پولی موجود به‌کار گرفته شود. اگر بانک مرکزی قصد اعمال سیاست پولی انبساطی داشته باشد با خرید این اوراق به قیمت بیشتر، نقدینگی را در جامعه تزریق خواهد کرد، در برابر برای انجام سیاست انقباضی به فروش این اوراق و جمع‌آوری نقدینگی در دست مردم اقدام می‌کند. بدیهی است در این صورت لازم است اوراق جعاله را به قیمت پایین‌تر از قیمت بازار بفروشد تا مردم انگیزه خرید از بانک مرکزی را داشته باشند. از آنجاکه اوراق جعاله نوع اول 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. همچنین اوراق جعاله از نوع دوم مطلوب افراد ریسک‌پذیر خواهد بود. 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 سلیقه مختلف سایر افراد را پوشش داده و ابزاری کارا تر برای اجرای سیاست‌های پولی به‌شمار آیند؛ لذا اوراق جعاله توانست در کنار اوراق مشارکت و دیگر اوراق بهادار مکمل مناسب و جایگزین مشروع و مطمئنی برای اوراق قرضه تلقی شود.

۴. شناسایی ریسک‌های اوراق جعاله صنعت نفت و گاز

از آنجاکه در طراحی هر ابزار مالی اسلامی علاوه بر ابعاد فقهی، حقوقی، اقتصادی و مالی؛ باید به ابعاد ریسک آن ابزار نیز توجه نمود، در ادامه مهم‌ترین ریسک‌های ساختار اوراق جعاله بیان می‌شوند.

ریسک ابزارهای مالی را می‌توان از دو دیدگاه کمی و کیفی بررسی کرد. از دیدگاه کمی پس از به‌دست آوردن اطلاعات و داده‌ها محقق به اندازه‌گیری میزان ریسک‌ها اقدام می‌کند. اما برخی ریسک‌ها را نمی‌توان با چنین دیدگاهی محاسبه و اندازه‌گیری کرد (سروش، و کاوند، ۱۳۹۰، ص. ۱۲۳). از آنجاکه تاکنون اوراق جعاله در بازارهای مالی کشور منتشر نشده، امکان بررسی ریسک این اوراق به‌صورت کمی وجود ندارد؛ از این‌رو با در نظر گرفتن مکانیسم و سازوکار اوراق جعاله، 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 می‌نماییم.

۴-۱. ریسک‌های مالی

۴-۱-۱. ریسک‌های بازار اولیه

در بازار اولیه بااهمیت‌ترین ریسک، ریسک بازارپذیری است و در صورتی که به هر دلیل اوراق جعاله در عرضه‌ی 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 قرارداد انواع گزینه‌های تشویقی جهت جذب سرمایه‌گذاران بستگی خواهد داشت.

۴-۱-۲. ریسک‌های بازار ثانویه

۴-۱-۲-۱. ریسک نرخ سود بانکی

کلیدی 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، کما اینکه 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 (موسویان، و شیرمردی احمدآباد، ۱۳۹۰، ص. ۱۵۵). با توجه به بازدهی معین در اوراق جعاله نوع اول و بازدهی انتظاری اوراق جعاله نوع دوم، قیمت اوراق نوع اول با نرخ سود بانکی رابطه معکوس و قیمت اوراق نوع دوم با نرخ سود بانکی رابطه مستقیم دارد.

۴-۱-۲-۲. ریسک سرمایه‌گذاری مجدد

ریسک سرمایه‌گذاری مجدد، مربوط به دارایی‌های مالی است که بیش از یک جریان نقدی دارند. بازدهی این‌گونه سرمایه‌گذاری‌ها به‌نحوه سرمایه‌گذاری مجدد جریان‌های نقدی که در طول دوره سرمایه‌گذاری دریافت می‌شوند بستگی دارد (راعی، و سعیدی، ۱۳۸۷، ص. ۷۴). سرمایه‌گذار در اوراق جعاله‌ای که بیش از یک جریان نقدی دارد و سرمایه‌گذار نتواند با نرخ مورد انتظار خود مجدداً سرمایه‌گذاری کند، با این ریسک مواجه خواهد بود. هرچه بخش بزرگتری از جریان‌های نقدی مربوط به اصل و فرع سرمایه‌گذاری در پایان دوره سرمایه‌گذاری دریافت شود، این ریسک کمتر می‌شود.

۴-۱-۲-۳. 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 جعاله نیز در صورت تفکیک بین واحد پولی که پروژه‌های موضوع جعاله بر اساس آن ارزش‌گذاری می‌شوند و واحد پولی که وجوه صکوک در آن جمع‌آوری می‌شوند و یا در صورت سرمایه‌گذاری در اوراق جعاله بین‌المللی، با این ریسک مواجه هستند.

۴-۱-۲-۴. ریسک نوسان سطح عمومی قیمت‌ها

این نوع ریسک که تمامی اوراق بهادار را تحت تأثیر قرار می‌دهد، عبارت است از ریسک قدرت خرید.

در اوراق جعاله نوع اول چون دارندگان اوراق جعاله 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. در اوراق جعاله نوع دوم چون دارندگان اوراق جعاله امکان تبدیل اوراق جعاله به سهام را دارند، در صورت افزایش سطح عمومی قیمت‌ها (تورم) برای عدم‌کاهش یافتن قدرت خرید، اوراق جعاله را تبدیل به سهام شرکت می‌کنند و در صورت کاهش سطح عمومی قیمت‌ها، قدرت خرید سرمایه‌گذاران افزایش می‌یابد.

۴-۱-۲-۵. 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 گردد، با توجه به عدم مشکل شرعی در ایجاد بازار ثانویه، اوراق جعاله نیز مانند دیگر اوراق بهادار با این ریسک روبرو می‌باشد.

۴-۱-۲-۶. 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 (Sunders, 2007, p. 151). در صورت ورشکستگی بانی، طلب‌کاران به مصادره اموال اقدام می‌کنند و سرمایه‌گذاران متحمل ریسک ناشی از ورشکستگی بانی خواهند شد.

۴-۱-۲-۷. 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 جعاله اگر قیمت نفت و محصولات نهایی پروژه موضوع جعاله کاهش یافته باشد، بانی با این ریسک مواجه خواهد بود.

۴-۱-۲-۸. ریسک رتبه‌بندی پایین بانی و اوراق توسط مؤسسه رتبه‌بندی

از آنجاکه میزان رتبه اوراق بر قیمت‌گذاری و میزان اقبال سرمایه‌گذاران تأثیر دارد (موسویان و شیرمردی احمدآباد، ۱۳۹۰، ص. ۱۶۱)؛ در صورتی که مؤسسه رتبه‌بندی، بانی و اوراق جعاله وابسته به آن را رتبه‌بندی پایین کند، بانی با این ریسک مواجه می‌باشد.

۴-۱-۲-۹. ریسک عدم تحویل پروژه به واسطه در سررسید جعاله 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.

۴-۱-۲-۱۰. ریسک نقدینگی بانی

ریسک نقدینگی دارایی مربوط به توانایی شرکت جهت به دست آوردن وجه نقد کافی جهت پرداخت بدهی‌های خود است (Crouhy, Galai & Mark, 2006, p. 45). این ریسک را ریسک عدم تطابق سررسید حساب‌ها نیز می‌گویند. در اوراق جعاله در صورتی که بانی در ایفای تعهدات مالی کوتاه‌مدت ناتوان باشد، با این ریسک مواجه خواهد شد.

۴-۲. ریسک‌های غیرمالی

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

نتیجه‌گیری و پیشنهادها

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 غیرمسلمان قرار دارد؛ صکوک یا ابزارهای مالی اسلامی می‌باشند. از طرفی با تصویب قانون پنجم برنامه توسعه، وزارت نفت مجاز شد برای تأمین سرمایه‌گذاری‌های صنعت نفت از راه انتشار صکوک استفاده کند. یکی از مناسب‌ترین ابزارهای مالی اسلامی جهت این امر اوراق جعاله است.

اوراق جعاله 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 به کار گرفته شود. هرچند می‌توان با

اوراق جعاله، ابزاری مناسب برای تأمین مالی صنعت نفت و گاز / حسین شیرمودی احمدآباد، مطالعات اقتصادی اسلام ۲۴۵

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 جعاله پروژه‌های نفت و گاز کمک نماید:

۱. تدوین قوانین، دستورالعمل‌ها و آئین‌نامه‌های لازم جهت انتشار اوراق جعاله و سایر اوراق بهادار اسلامی در بازار پول و سرمایه.
۲. طراحی مدل‌های قیمت‌گذاری مناسب در قیمت‌گذاری اوراق جعاله پروژه‌های نفت و گاز.
۳. امکان‌سنجی فقهی و اقتصادی روش‌های پوشش ریسک‌های ارکان انتشار اوراق جعاله پروژه‌های نفت و گاز.
۴. فراهم نمودن زیرساخت‌های قانونی و اقتصادی لازم در انتشار اوراق جعاله بین‌المللی پروژه‌های نفت و گاز.

یادداشت‌ها

1. Shusak
2. Ballino & Zamalo
3. Quintyn

کتابنامه

- اشعریون قمی‌زاده، فرزانه، و تاجمیری‌یاحی، حامد (۱۳۹۳). بررسی مقایسه‌ای روش تأمین مالی انرژی براساس تلفیق اوراق استصناع، قرارداد BLT و اوراق استصناع مستقل. فصلنامه تحقیقات مالی اسلامی، ۳(۶)، ۱۸۶-۱۵۹.
- اعتصامی، سیدامیرحسین (۱۳۹۴). بررسی فقهی - مالی انتشار اوراق اجاره، استصناع و جعاله قابل تبدیل به سهام. تهران: سازمان بورس.
- راعی، رضا، و سعیدی، علی (۱۳۸۷). مبانی مهندسی مالی و مدیریت ریسک. تهران: سمت.
- زه‌تابیان، مصطفی (۱۳۸۸). طراحی صکوک مضاربه برای شرکت‌های بازرگانی. (پایان‌نامه کارشناسی ارشد). دانشگاه امام صادق(ع)، تهران، ایران.
- سازمان بورس و اوراق بهادار (۱۳۸۹). دستورالعمل فعالیت نهادهای واسط (مصوب ۱۳۸۹/۵/۱۱ شورای عالی بورس و اوراق بهادار). تهران: سازمان بورس و اوراق بهادار.

سروش، ابوذر، و کاوند، مجتبی (۱۳۹۰). راهکارهای پوشش ریسک اوراق رهنی. *دوفصلنامه جستارهای اقتصادی*، ۸(۱۶)، ۱۱۷-۱۴۵.

سیدمشهدی، پردیس‌السادات؛ قلمباز، فرهاد؛ و اسفندیاری، علی‌اصغر (۱۳۹۰). اهمیت صنعت نفت در ایجاد تولید و اشتغال در اقتصاد ایران و تأثیر آن بر سایر فعالیت‌های اقتصادی. *فصلنامه پژوهش‌های رشد و توسعه اقتصادی*، ۱(۲)، ۱۱۳-۱۳۳.

شیرمردی احمدآباد، حسین (۱۳۹۰). *شناسایی، معرفی، طبقه‌بندی و مدیریت ریسک‌های صکوک مضاربه با تأکید بر فقه امامیه*. (پایان‌نامه کارشناسی ارشد). دانشگاه امام صادق(ع)، تهران، ایران.

صادقی، مهدی؛ احمدی‌حاجی‌آبادی، روح‌اله؛ الهی، مهدی؛ و بهاروندی، احمد (۱۳۸۹). *الگوی عملیاتی عقد جعاله با تأکید بر بخش معدن*. تهران: دانشگاه امام صادق(ع).

عربی، سیدهادی، و معارفی، محسن (۱۳۸۹). بررسی مسائل‌گذار به ابزار غیرمستقیم پولی در کشورهای اسلامی (بررسی فقهی - اقتصادی). *دوفصلنامه جستارهای اقتصادی*، ۷(۱۳)، ۷۱-۱۰۱.

مسلمی‌زاده، طاهره (۱۳۸۴). *توضیح المسائل ده مرجع تقلید (جلد ۲)*. مشهد: مؤسسه مطالعاتی منتظران موعود.

مظاهری، رسول (۱۳۸۱). *جعاله در بانکداری اسلامی*. قم: بوستان کتاب.
موسویان، سیدعباس (۱۳۸۶). *ابزارهای مالی اسلامی (صکوک)*. قم: پژوهشگاه فرهنگ و اندیشه اسلامی.

موسویان، سیدعباس (۱۳۸۹). اوراق سلف؛ ابزاری مناسب برای تأمین مالی پروژه‌های بالادستی صنعت نفت. *فصلنامه اقتصاد اسلامی*، ۱۰(۳۹)، ۸۵-۱۱۵.

موسویان، سیدعباس؛ کاوند، مجتبی، و اسمعیلی‌گیوی، حمیدرضا (۱۳۸۷). اوراق بهادار (صکوک) جعاله؛ ابزاری کارآمد برای توسعه صنعت گردشگری. *فصلنامه اقتصاد اسلامی*، ۸(۳۲)، ۱۴۱-۱۷۰.

موسویان، سیدعباس، و حدادی، جواد (۱۳۹۲). تأمین مالی پروژه‌محور به‌وسیله صکوک استصناع در صنعت نفت، *فصلنامه اقتصاد اسلامی*، ۱۳(۵۰)، ۷۹-۱۱۰.

اوراق جعاله، ابزاری مناسب برای تأمین مالی صنعت نفت و گاز / حسین شیرمردی احمدآباد، مطالعات اقتصادی اسلامی ۲۴۷

موسویان، سیدعباس، و شیرمردی احمدآباد، حسین (۱۳۹۰). شناسایی، طبقه‌بندی و اولویت‌بندی ریسک‌های اوراق بهادار مضاربه با تأکید بر فقه امامیه با رویکرد مدل‌سازی تصمیم‌گیری چند معیاره، *دوفصلنامه معرفت اقتصاد اسلامی*، ۳(۵)، ۱۴۵-۱۷۰.

موسوی‌خمینی، سیدروح‌الله (۱۳۶۳). *تحریرالوسیله*. قم: نشر اسلامی.

ندری، کامران، و شیرمردی احمدآباد، حسین (۱۳۹۴). امکان‌سنجی استفاده از اوراق جعاله در تأمین مالی مسکن. *فصلنامه اقتصاد مسکن*، ۱۴(۵۵)، ۱۲۱-۱۵۸.

نظریور، محمدنقی؛ و فاضلیان، سیدمحسن؛ و مومنی‌نژاد، ناهید (۱۳۹۳). ارائه الگوی مطلوب تأمین مالی صنعت نفت بر پایه صکوک استصناع و رتبه‌بندی ریسک‌های آن با استفاده از روش تحلیل سلسله‌مراتبی. *فصلنامه تحقیقات مالی اسلامی*، ۳(۶)، ۶۵-۹۶.

Al-Amine, M. A. B. (2008). *Sukuk Market: Innovations and Challenges*.

Aroonpoolsup, A. (2012). *Islamic Financial Markets: Performance and Prospects*, Aligarah, India: Aligarah Muslim University.

Ashariyon, G, F., Tajmir Riyahi, H. (2014). Comparing Financing Methods in Energy Projects Based on Istisna Sukuk - BLT Contract and Independent Istisna Sukuk Annexation. *Islamic Finance Researches*, 2(6), 161-189.

Balino, J. T., & Zamalloa B, M. (1997). *Instruments of Monetary Management: Issues and Country Experiences*. International Monetary Fund.

Boualem, B. (2004). *The Ja'ala Contract and its Applicability to the Mining Sector*, Saudi Arabia, The Islamic Research and Teaching Institute (IRTI)

Crouhy, M, Galai, D-an & Mark, R (2006). *Essentials of risk management*, US, McGraw-Hill.

Musaviyan S. A., Shirmardi Ahamadabad H. (2011). Recognition, Classification and Order of Priority of the Risks of Modarabah Sukuks with Emphasis on Shiite Jurisprudence, through Multi-criteria Decision Making Modeling. *Ma'rifat-e Eghtesadi-e Islami*, 1(5). 145-170. (In Persian).

Ijlal, A, A., (2015). *Sukuk Markrt Over View & Structural Trends*, 19th Annual Word Islamic Banking

Mazaheri, R. (2004). *Joale Dar Bankdarie Eslami*. Qom: Bostane Ketab. (In Persian).

Moslemi, T. (2006). *Toziholmasael dah Marjae*. Mashhad: Montazerane Zohoor. (In Persian).

Musavi Khomeini, R. (1989). *Tahrir alvasileh*. Qom: Nashre Eslami. (In Persian).

Musaviyan, S, A. (2008). *Islamic Financial Instruments (Sukuk)*. Qom: Pajoheshgahe Farhang va Andisheh Islami. (In Persian).

Musaviyan, S. A., Hadadi, J. (2014). Project-Based Financing via Istisna Sukuk in the Oil Industry. *Eghtesad-e Islami*, 13(50), 79-110. (In Persian).

- Musaviyan, S. A., Kavand M., Esmaceli Givi H.R. (2009). Ju'alah Securities (Sukuk) an Efficient Financial Instrument for the Expansion of the Tourism Industry. *Eghtesad-e Islami*, 8(32). 141-169. (In Persian).
- Musaviyan, S. A., Shirmardi Ahamadabad H. (2011). Recognition, Classification and Order of Priority of the Risks of Mudarabah Sukuks With Emphasis on Shiite Jurisprudence, Through Multi-Criteria. (In Persian).
- Musaviyan, S. A., & Zehtabian, M. (2009). Operational Models for Ijarah, Istisna and Murabahah Sukuk from Islamic Point of View. (In Persian).
- Nazarpour M., Fazeliyan S., & Momeni N. (2014). Presentation of Desirable Financing Pattern for Iran's Oil Industry on the Basis of Sukuk of Istisna and Ranking Risks by Using Analytical Hierarchy Process, *Islamic Finance Researches*, 2(6), 67-98. (In Persian).
- Quintyn, M. M. (1994). *Government Securities Versus Central Bank Securities in Developing Open Market Operations: Evaluation and Need for Coordinating Arrangements*. International Monetary Fund.
- Raei R, Saeedi A (2009). *Fundamental Financial Engineering and Financial Management*. Tehran: Samt. (In Persian).
- Sadeghi M, Ahmadi R, Baharvandi A., (2004), *The Jaala Contract and Its Applicability to the Mining Section*. Tehran: Imam Sadiq University. (In Persian).
- Sayyed Mashhadi, P., Ghalambaz, F., & Esfandiary, A. (2011). The Importance of Oil Industry in the Output and Employment of Iran's Economy and its Influence on Other Economical Activities, *Quarterly Journal of Economic Growth and Development Research*. 1(2). (In Persian).
- Shirmardi Ahamadabad H. (2011). *Identification, Introduction, Classification and Management of Mudarabah Sukuk Risks whit Emphasis on Imamiyya Jurisprudence*. Imam Sadiq University, Tehran, Iran. (In Persian).
- Sunders, A. (2007). *Financial Institution Management* , 4th ed. New York: McGraw-Hill.
- Shusak, A. (2012). *Islamic Financial Markets: Performance and Prospects*, Aligarah , India: Aligarah Muslim University.
- Obaidullah, M. (2005). *Islamic Financial Services*. Jaddah: King Abdulaziz University.