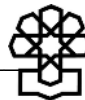


بررسی طرح قراردادهای
سلف موازی استاندارد نفتی
(ویرایش اول)

به نام خدا

فهرست مطالب

۱.....	چکیده.....
۱.....	مقدمه.....
۲.....	۱. قرارداد سلف موازی.....
۵.....	۲. محتوای طرح پیشنهادی وزارت نفت.....
۱۱.....	۳. بررسی ضرورت اجرای طرح.....
۱۴.....	۴. بررسی مفاد طرح.....
۱۴.....	۱-۴. ابهام در علل انتخاب این روش از میان سایر روش‌ها (مثل انتشار اوراق مشارکت یا ...)
۱۵.....	۲-۴. موانع قانونی و بودجه‌ای.....
۱۷.....	۳-۴. مسائل مربوط به نماد دلاری این اوراق.....
۱۸.....	۴-۴. مسائل مربوط به بازار سرمایه کشور.....
۲۴.....	۵-۴. برخی مسائل اجرایی.....
۲۵.....	جمع‌بندی و اظهارنظر نهایی.....
۲۷.....	پیوست - مروری بر دستورالعمل اجرایی معاملات قرارداد سلف موازی.....
۳۴.....	منابع و مآخذ.....



بررسی طرح قراردادهای سلف موازی استاندارد نفتی (ویرایش اول)

چکیده

تأمین مالی در صنعت نفت طی سال‌های اخیر با چالش‌هایی روبرو بوده است. ازسوی دیگر سرمایه‌گذاری در میادین مشترک نفتی و گازی ضروری و اجتناب‌ناپذیر است. به همین جهت وزارت نفت با طراحی قرارداد جدیدی که به «سلف نفتی» شهرت یافته درصدد جمع‌آوری وجوه مورد نیاز خودش است. این قرارداد، قرارداد سلف موازی استاندارد به همراه دو اختیار در قالب شرط ضمن عقد است. هرچند تأمین مالی پروژه‌های نفتی امری ضروری است، اما در مورد علل انتخاب این ابزار از میان ابزارهای موجود، وجود نماد دلاری برای معاملات این قرارداد، سودآوری و نقدشوندگی این اوراق و مباحث قانونی و بودجه‌ای مربوط به فروش نفت ابهاماتی وجود دارد که در این گزارش به آن پرداخته شده است.

مقدمه

نیاز به سرمایه‌گذار در بخش نفت موجب شده که وزارت نفت پیشنهاد عرضه اوراق سلف موازی استاندارد نفت را ارائه نماید. قرارداد سلف موازی یکی از مهمترین ابزارهایی است که طی سال‌های اخیر جایگاه مناسبی در میان ابزارهای معاملاتی در

بازارهای مالی اسلامی کسب کرده است، اما طرح پیشنهادی وزارت نفت ویژگی‌های خاصی دارد که آن را تا حدودی از اوراق سلف موازی متداول در برخی کشورهای اسلامی متمایز می‌کند.

در این گزارش تلاش می‌شود تا در ابتدا به مفهوم سلف موازی پرداخته شود. سپس با توجه به اطلاعات موجود که عمدتاً از مصاحبه‌های مسئولان وزارت نفت و سازمان بورس (منابع اینترنتی) و جلسه برگزار شده با مسئولان نهادهای مختلف (در تاریخ ۱۳۹۰/۹/۲۱ در مرکز) اقتباس شده، محتوای طرح پیشنهادی وزارت نفت بیان شده و در ادامه به بررسی و تحلیل ابعاد مختلف آن پرداخته شده است.

۱. قرارداد سلف موازی

سلف در عربی و سلم در فارسی، به معنی پیش‌فروش است و در فقه عبارت است از فروش مال موصوف کلی که در آینده تسلیم مشتری شود در مقابل مال دیگری.^۱ به بیان دیگر بیع سلف عبارت است از فروختن مالی مضبوط که تا مدتی معلوم بر ذمه گرفته می‌شود، در برابر ثمنی معلوم که در مجلس عقد، قبض شده و با صیغه خاصی اجرا می‌شود.^۲

بسیاری از بنگاه‌های تولیدی جهت تأمین مالی یا به دلایل دیگر اقدام به پیش‌فروش بخشی از محصولات خود می‌کنند، اگر این پیش‌فروش در قالب قرارداد سلف باشد، بنا به

۱. هدایت‌الله سلطانی‌نژاد، بررسی اعتبار بیع کالی به کالی در حقوق ایران و منابع فقهی، فصلنامه نامه مفید، ش ۶.

۲. شرح لمعه، شهید ثانی، متأجر، ترجمه و تبیین علی شیروانی و محمدمسعود عباسی، انتشارات دارالعلم.



فتوای مشهور فقهای شیعه و اهل سنت باید دو نکته در آن لحاظ شود:^۱

- کل ثمن معامله باید در مجلس عقد پرداخت شود، درحالی که در غالب موارد بخشی از ثمن مدت‌دار است.

- مبیع قرارداد سلف را نمی‌توان قبل از سررسید فروخت، درحالی که در غالب موارد خریداران کالا قبل از سررسید اقدام به فروش آن می‌کنند و برگه حواله کالای فروشنده اول را تحویل خریدار جدید می‌دهند و این معاملات به‌صورت پیوسته تکرار می‌شود.^۲

۱. صورت جلسه کمیته تخصصی فقهی - سال دوم، جلسه شماره ۲۷، ۱۳۸۷/۵/۱۶.

۲. کمیته فقهی بورس در جلسه مورخ ۱۳۸۷/۵/۱۶ بعد از بررسی فقهی قرارداد سلف موازی، راه‌حلهایی را برای رفع این دو مسئله به شرح زیر پیشنهاد کرد، برخی از این راه‌ها برای حل مشکل اول و برخی برای حل مشکل دوم و برخی برای حل هر دو مشکل با هم قابلیت به‌کارگیری دارد:

۱. استفاده از شرط ضمن عقد، برای حل مشکل اول می‌توان بخشی از کالای مورد نظر را به‌صورت سلف فروخت و کل ثمن آن را هم نقد پرداخت کرد و در ضمن آن شرط کرد که بخش دیگر را موقع تحویل ثمن به مبلغ معینی بفروشد.

۲. استفاده از سلف موازی، برای حل مشکل دوم می‌توان از سلف موازی استفاده کرد به این بیان که خریدار سلف اول با قطع‌نظر از قرارداد نخست، اقدام به فروش سلف کند هرچند که نوع کالا و مقدار آن مثل مبیع سلف اول باشد و اعطای حواله کالا از باب حواله به شخص ثالث باشد. در این‌صورت برای نشان دادن استقلال معاملات از یکدیگر می‌توان زمان واگذاری برگه حواله، پشت برگه حواله به استقلال معامله فروشنده تصریح کرد.

۳. استفاده از قرارداد صلح، برای حل هر دو مشکل با هم می‌توان از قرارداد صلح استفاده کرد، چون پرداخت کل ثمن و عدم جواز بیع قبل از سررسید از احکام اختصاصی قرارداد سلف است و در صلح جاری نمی‌شود. به این بیان که فروشنده مقدار معینی از کالا را در مقابل مبلغی معین که طبق زمانبندی مشخص پرداخت می‌شود را مصالحه کند و برگه کالا را تحویل دهد، خریدار نیز هر زمان که بخواهد همان کالا را به خریدار دوم مصالحه کند.

۴. ترکیب راه‌حل اول و دوم، برای حل هر دو مشکل با هم می‌توان از ترکیب راه‌حل اول و دوم استفاده کرد، به این بیان که خریدار سلف اول در سلف مستقل دوم شبیه سلف اول در ضمن قرارداد متعهد شود که بخش دیگری از کالا را به قیمت معینی در زمان تحویل قیمت خواهد فروخت (منبع: صورت‌جلسه کمیته تخصصی فقهی - سال دوم، جلسه شماره ۲۷، ۱۳۸۷/۵/۱۶).

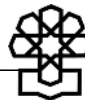
این مشکل به زبان امروزی حاکی از عدم شکل‌گیری بازار ثانویه برای این قراردادهاست. یکی از راهکارهای پیشنهادی برای رفع این مشکل، استفاده از قرارداد سلف موازی است. قراردادهای سلف به دلیل آنکه مبتنی بر تحویل حال ثمن از یک طرف معامله و تحویل آتی مئمن (کالا) از طرف دیگر است، ممکن است برای خریداران اوراق مشکلاتی را ایجاد کند. در واقع این قراردادها سازوکار مطلوبی را برای تأمین مالی کشاورزان و سایر تولیدکنندگان فراهم می‌آورند، اما از طرف دیگر، خریدار کالای سلف با مشکل نقدشوندگی مواجه است و چنانچه بتوان راه‌حلی برای این مسئله ارائه داد می‌توان پویایی و استقبال هرچه بیشتر از معاملات سلف را رقم زد. سازوکار سلف موازی برای خریداران کالاهای سلف این امکان را فراهم می‌آورد که در صورت تمایل دارایی خود را به پول نقد تبدیل کند و لذا خریدار ترسی از اینکه نتواند نقدینگی لازم را تأمین کند، نخواهد داشت.^۱

طبق بند «۱۳» ماده (۱) «دستورالعمل اجرایی معاملات قرارداد سلف موازی استاندارد نفت و فرآورده‌های نفتی در بورس کالای ایران» مصوب هیئت‌مدیره سازمان بورس^۲ (۸۹/۱۲/۱۴) قرارداد سلف موازی استاندارد «قراردادی است که براساس آن مقدار معینی از دارایی پایه^۳ بر اساس مشخصات قرارداد سلف موازی استاندارد به فروش می‌رسد. وجه قرارداد مذکور باید نقدی در مهلت تسویه و طبق

۱. مجید پیره و مصطفی زهتابیان، «اصول قرارداد سلف موازی»، مدیریت پژوهش، توسعه و مطالعات اسلامی سازمان بورس، زمستان ۱۳۸۶.

۲. موضوع این دستورالعمل قرارداد سلف موازی است، اما در پیشنهاد وزارت نفت که این اوراق با اختیار فروش همراه شده، ابزاری معرفی شده است که برای اولین بار طراحی شده است.

۳. دارایی پایه: دارایی موضوع قرارداد سلف موازی استاندارد پذیرش شده است.



مشخصات قرارداد پرداخت و دارایی پایه در سررسید تحویل شود. در طول دوره معاملاتی قرارداد، خریداران می‌توانند به فروش قرارداد سلف موازی استاندارد به میزان خریداری شده به شخص دیگری اقدام نمایند. این دو قرارداد از هم مستقل هستند و فروشنده به استناد گواهی سلف موازی استاندارد، خریدار را به فروشنده اولیه (شرکت ملی نفت ایران) جهت تحویل فیزیکی حواله می‌دهد. در این حالت پذیرنده حواله مسئولیت مراجعه به فروشنده اولیه را پذیرفته و حق رجوع به فروشنده در معامله ثانویه را ندارد»^۱.

نکته مهمی که در انعقاد قرارداد سلف موازی باید مد نظر قرار گیرد این است که اساساً قرارداد سلف موازی مبتنی بر دو عقد سلف می‌باشد که این دو عقد از یکدیگر کاملاً مستقل هستند. یعنی در قرارداد سلف دوم، عقد سلف دیگری به موازات عقد سلف نخست بین طرفین به امضا می‌رسد و خریدار در معامله اول، از طریق انعقاد معامله سلف مستقل دیگری، کالایی را طبق عقد سلف به مشتری جدید می‌فروشد.^۲

۲. محتوای طرح پیشنهادی وزارت نفت

پس از عدم موفقیت بورس نفت در فروش نقدی، درحال حاضر وزارت نفت پیشنهاد انتشار اوراق سلف موازی نفت را ارائه کرده تا از این طریق پیش‌فروش نفت به مردم

۱. ماده (۱) دستورالعمل اجرایی معاملات قرارداد سلف موازی استاندارد نفت و فرآورده‌های نفتی در بورس کالای ایران مصوب مورخ ۱۳۸۹/۱۲/۱۴ هیئت‌مدیره سازمان بورس و اوراق بهادار.

۲. مجید پیره و مصطفی زهتابیان، پیشین، ۱۳۸۶.

در قالب این اوراق انجام شود. هرچند قرارداد سلف (در بسیاری از بازارها) و قرارداد سلف موازی (در بازارهای اسلامی) رواج دارد، اما پیشنهاد وزارت نفت از حیث برخی از تغییرات و نیز کوچک بودن مقیاس قراردادها، قرارداد جدیدی محسوب می‌شود. طراحی این ابزار از سوی شرکت ملی بوده و در جلساتی که طی هفت ماه با سازمان بورس انجام گرفته، طرح اجرای آن تکمیل شده است.^۱

چارچوب کلی این پیشنهاد با توجه به مباحث مطروحه در رسانه‌ها و سایت اینترنتی وزارت نفت^۲ به صورت زیر است: در این طرح شرکت ملی نفت ایران برای تأمین مالی طرح‌های سرمایه‌گذاری خود اوراق سلف نفتی به سررسید چهارساله را به وسیله بانک عامل به صورت نقدی به متقاضیان می‌فروشد و در قبال وجوه اخذ شده از خریداران، برگه حواله‌های استنادردی به خریداران اعطا می‌کند که بیانگر حق مراجعه و دریافت نفت خام یا تسویه نقدی با شرکت ملی نفت ایران در سررسید است. هر برگ اوراق سلف نفتی پیش‌فروش دربردارنده ۱۰ بشکه نفت خام به قیمت روز (مثلاً ۱۰۰ دلار آمریکا) است.^۳ اوراق سلف نفتی چهار ساله بوده و خرید آن در سال ۱۳۹۰ و فروش آن در سال ۱۳۹۴ خواهد بود.^۴ نفت خام عرضه شده در قالب

۱. گفتگوی فارس با علی سعیدی مدیر پژوهش، توسعه و مطالعات اسلامی سازمان بورس، لینک خبر:

<http://www.farsnews.com/newstext.php?nn=۱۳۹۰۰۸۳۰۰۰۰۲۸۱>

2. <http://www.mop.ir>

۳. پایگاه اطلاع‌رسانی وزارت نفت (MOP)

<http://www.mop.ir/Portal/Home/ShowPage.aspx?Object=News&ID=a9cfde55-2ac1-46bd-adfd-b4d54e3f77ec&LayoutID=38658b74-77a6-4af8-a018-4f006d0272b0&CategoryID=b37c877a-1ec5-4ae5-90a0-a36ed666ca3c>

4. سو-درصد-10-حداقل-با-نفتی-سلف-اوراق/.../www.kamyabonline.com/



قرارداد سلف موازی، از نوع «سنگین صادراتی ایران» است و قیمت پایه آن در دوره عرضه ثابت و بر مبنای متوسط شاخص‌های «عمان و دبی» در آخرین روز معاملاتی پیش از شروع دوره عرضه محاسبه می‌شود.^۱

البته با توجه به شرایط نوسانی بازار نفت، دو نوع ریسک کلی در مورد این قرارداد وجود دارد: ریسک عدم افزایش قیمت نفت به حد مطلوب که متوجه خریداران اوراق سلف نفتی است و ریسک افزایش بیش از اندازه قیمت نفت که متوجه فروشنده (وزارت نفت) می‌باشد. برای کنترل این دو نوع ریسک دو قرارداد اختیار معامله^۲ در قالب شرط ضمن عقد به قرارداد سلف موازی منضم می‌شود. بدین نحوه که خریدار (سرمایه‌گذار) در ضمن خرید اوراق سلف ارزی یک قرارداد اختیار فروش به قیمت ۱۴۰ دلار را (به صورت ضمن عقد) خریداری می‌کند. حال چنانچه در سررسید، قیمت هر بشکه نفت از ۱۴۰ دلار پایین‌تر بود، دارنده حواله حق اختیار فروش به شرکت ملی نفت ایران به قیمت ۱۴۰ دلار را خواهد داشت. از طرف دیگر خریدار اوراق یک قرارداد حق اختیار خرید به شرکت ملی نفت ایران می‌فروشد و چنانچه در سررسید، قیمت هر بشکه نفت از ۱۶۰ دلار بالاتر بود شرکت ملی نفت ایران حق اختیار خرید به قیمت ۱۶۰ دلار از دارنده اوراق خواهد داشت. بدین ترتیب دامنه نوسانی که خریدار اوراق با آن مواجه خواهد بود بین ۱۴۰ تا ۱۶۰ دلار است. در واقع در صورتی که در سررسید قیمت هر بشکه نفت بین ۱۴۰ تا ۱۶۰ دلار باشد خریداران می‌توانند تسویه

1. <http://www.naftnews.net/view-12612.html>

2. Option Contracts

نقدی یا مطابق شرایط شرکت ملی نفت ایران تسویه فیزیکی کنند.^۱

به‌عنوان مثال اگر قیمت نفت در زمان عرضه این اوراق (در سال ۱۳۹۰) را ۱۰۰ دلار در نظر بگیریم، دارندگان وجوه نقد می‌توانند با خرید این اوراق، نفت را در سال ۱۳۹۴ دوباره به دولت بفروشند. اگر قیمت نفت در زمان سررسید (سال ۱۳۹۴) ۱۲۵ دلار (و یا هر مبلغی کمتر از ۱۴۰ دلار) باشد، خریدار اختیار فروش خود را اعمال کرده و وزارت نفت مجبور است اوراق سلف نفت را به قیمت هر بشکه‌ای ۱۴۰ دلار از وی خریداری نماید. در مقابل اگر قیمت نفت ۱۶۲ دلار (و یا هر مبلغی بالاتر از ۱۶۰ دلار) باشد دولت حق اختیار خرید ۱۶۰ دلاری خود را اعمال کرده و خریدار مجبور است اوراق خود را به این قیمت بفروشد.

همان‌طور که ذکر شد این اوراق بدین سبب در قالب سلف موازی تعریف شده است که امکان ایجاد بازار ثانویه برای آن وجود داشته باشد. این امر نقدشوندگی این اوراق را (در مقایسه با قراردادهای سلف معمولی) افزایش داده و جذابیت آن را برای سرمایه‌گذاران افزایش می‌دهد. لازم به‌ذکر است که با هر بار انتقال یک قرارداد سلف جدید تعریف می‌شود، اما فروشنده، خریدار جدید را به فروشنده اول (وزارت نفت) حواله می‌دهد.

در ابتدا سه روش (در قالب سه نماد بورسی) توسط وزارت نفت مطرح شده بود. بدین صورت که اعلام شده بود افراد با سه روش دلاری، ریال برمبنای دلار و ریالی می‌توانند این اوراق را خریداری نمایند و لذا باید متناسب با هریک از این سه روش در بورس نماد معاملاتی برای این شرکت‌ها باز شود (پیشنهاد شده بود در

۱. پایگاه اطلاع‌رسانی وزارت نفت.



نماد اول هم خرید و هم فروش بر مبنای دلار شود. در نماد دوم هم در زمان خرید و هم در زمان فروش قیمت‌ها با دلار محاسبه اما با ریال پرداخت شود و در روش سوم خرید و فروش بر مبنای ریال صورت پذیرد^۱، اما در روزهای اخیر مسئولان وزیر نفت دو روش (و به عبارت دیگر دو نماد) را برای این اوراق اعلام کرده‌اند.^۲ در نماد اول خرید و فروش بر مبنای دلار است. در این صورت در بازه ۱۴۰ تا ۱۶۰ دلار سودی معادل ۸/۸ الی ۱۲/۵ درصد (به صورت مرکب) نصیب خریدار اوراق خواهد شد (البته سود احتمالی حاصل از نوسان ارز و افزایش قیمت دلار جذابیت این اوراق را افزایش می‌دهد). در نماد دوم خرید و فروش نفت بر مبنای ریال و سود سالانه روی نرخ ریال ۲۰ تا ۲۵ درصد در نظر گرفته شده است، بنابراین پرداختی افراد تا دو برابر قابل افزایش است که این رقم از سودی که بانک‌ها به عنوان نرخ پنج‌ساله سپرده‌گذاری در نظر گرفته‌اند بیشتر و سودآورتر است (البته در مورد این روش اطلاعات چندانی منتشر نشده است).

در سررسید چنانچه قیمت بین ۱۴۰ تا ۱۶۰ دلار باشد، دارنده اوراق می‌تواند اقدام به تحویل فیزیکی یا تسویه نقدی نماید. در صورتی که گزینه تحویل فیزیکی انتخاب شود، خریدار باید شرایط تحویل اوراق که توسط وزارت نفت و در زمان انتشار این اوراق اعلام می‌شود را بپذیرد. طبق آخرین اطلاعات موجود حداقل مقدار تحویل فیزیکی در محموله‌ها یک میلیون بشکه است^۳ (در واقع خریدارانی که مالک ۱۰۰ هزار قرارداد باشند

۱. www.tabnak.ir/fa/.../درصد-سود-دلاری

۲. <http://www.naftnews.net/view-12612.html>

۳. <http://oilnews.ir/fa/pages/?cid=4019>

می‌توانند درخواست تحویل فیزیکی داشته باشند) و شرایط برداشت فیزیکی نفت خام در قالب اوراق سلف نفتی بدین نحو است که این افراد باید سه ماه پیش از سررسید، درخواست خود را درباره برداشت فیزیکی به شرکت ملی نفت ایران اعلام کنند و این شرکت در ماه پیش از سررسید دوره برداشت را به متقاضی اعلام خواهد کرد. لازم به ذکر است که تمامی سرمایه‌گذاران (چه داخلی و چه خارجی) با هر شرایطی امکان حضور در این بازار و خرید این اوراق را دارند، اما در مورد تحویل فیزیکی نفت خام، خریداران باید دارای شرایط شرکت ملی نفت ایران باشند.

هرچند در سازمان بورس برای معاملات قرارداد سلف موازی استاندارد دستورالعملی وجود دارد، اما به دلیل تفاوت‌های این قرارداد جدید با قرارداد سلف موازی استاندارد، دستورالعمل اجرایی دیگری برای این اوراق در نظر گرفته شده است که هنوز به تصویب سازمان بورس نرسیده است.^۱ لازم به ذکر است که کمیته فقهی بورس این قرارداد را مورد بررسی قرار داده و از نظر فقهی تأیید نموده است.^۲

۱. حسین پنهان، مدیرعامل بورس کالایی ایران، ۳۰ آبان‌ماه ۱۳۹۰:

www.farsnews.com/newstext.php?nn=13900828000977

۲. کمیته تخصصی فقهی سازمان بورس اوراق بهادار در پنجاه‌وسومین جلسه خود موضوع انتشار اوراق سلف نفتی را در دستور کار خود قرار داد. در این جلسه که با حضور اعضای کمیته تخصصی فقهی و اعضای هیئت‌مدیره سازمان بورس اوراق بهادار و مدیران وزارت نفت برگزار شد، بعد از تبیین مسئله توسط کارشناسان، اعضای کمیته تخصصی فقهی سازمان بورس به بحث و بررسی موضوع فوق پرداختند. در این جلسه کارشناسان عضو کمیته تخصصی فقهی ابعاد مختلف این اوراق را بررسی کردند و در نهایت ساختار آن را از نظر فقهی بلامانع تشخیص دادند، البته در این جلسه مقرر شد پس از مصوبه کمیته تخصصی فقهی دستورالعمل‌های معاملات نهایی و دستورالعمل‌ها دوباره در این کمیته مطرح و تأیید شود، ۱۳۹۰/۸/۲۸:

www.seba.ir/news-details/2011/11/19/feghhiie



۳. بررسی ضرورت اجرای طرح

موضوع سرمایه‌گذاری در صنعت نفت و گاز کشور همواره مورد توجه مسئولان کشور بوده است. یکی از دلایل عمده این توجه وابستگی اقتصاد کشور به درآمدهای نفتی است که مطابق آمارهای در دسترس، این وابستگی همچنان ادامه خواهد داشت. وابستگی این‌چنینی به درآمدهای نفتی از یک طرف و تغییراتی که در عرصه بین‌الملل در ارتباط با روابط ایران با کشورهای دارنده منابع سرمایه و تکنولوژی مورد نیاز این صنعت که در سالیان اخیر به‌وجود آمده، باعث شده است که برخی از شرکت‌های خارجی عمده فعال در عرصه صنعت نفت و گاز به‌رغم انعقاد قرارداد، از انجام فعالیت در این صنعت طفره روند و از کشور خارج شوند. خروج این‌گونه شرکت‌ها از کشور و آغاز فعالیت آنها در کشورهایی که منابع نفتی و گازی مشترک با ایران دارند، باعث شد تا ایران در فراهم کردن زمینه‌های لازم به‌منظور جبران خلأ آنها و تأمین منابع لازم برای سرمایه‌گذاری، در قالب قوانین، تمهیداتی را فراهم کند.

ایران در بخش نفت و گاز دارای میادین مشترک بسیاری است. برخی از این‌گونه میادین در خشکی و برخی دیگر در فلات قاره (مناطق دریایی) قرار گرفته‌اند. در این مورد مرکز پژوهش‌های مجلس شورای اسلامی گزارش‌های مفصلی را در دو سال اخیر منتشر کرده است.^۱ ازجمله مهمترین این میادین، میدان گازی پارس

۱. این گزارش‌ها عبارتند از:

- میادین مشترک نفت و گاز با شماره مسلسل ۱۰۵۶۷ (محرمانه).

- بررسی تولید گاز ایران و قطر از میادین مشترک گازی با شماره مسلسل ۹۶۶۶ (محرمانه).

جنوبی است. گزارش‌های تهیه شده و اطلاعات ارائه شده از سوی مدیران نفتی در کمیسیون انرژی مجلس شورای اسلامی، نشان می‌دهد که ایران در بهره‌برداری و استخراج نفت و گاز از چنین میداین مشترکی همواره از رقبای خود عقب‌تر بوده است. به طوری که در میدان گازی پارس جنوبی، کشور قطر روزانه حدود ۳ برابر ایران از این میدان گاز و میعانات گازی استحصال می‌کند. ایران در اثر بهره‌برداری نکردن از چنین میداینی دچار عدم‌النفع‌های فراوانی می‌شود و تأخیر در بهره‌برداری از این‌گونه میداین این نگرانی را در کشور ایجاد کرده است که سرمایه‌ای که ایران به چنین میداینی تخصیص می‌دهد، زمانی به نتیجه برسد که ذخایر کافی در این‌گونه میداین موجود نباشد. این نگرانی از آنجایی ناشی می‌شود که منابع موجود در مخازن نفت و گاز به دلیل سیال بودن، عمدتاً به سمتی حرکت می‌کنند که در حال بهره‌برداری بیشتر است. باتوجه به اهمیت موضوع و تغییراتی که در تعامل بین ایران و شرکت‌های خارجی که در گذشته در این‌گونه میداین فعال بودند، به وجود آمد، باعث شد تا وزارت نفت برای جبران عقب‌ماندگی و پر کردن فضای خالی نبود شرکت‌های فعال خارجی، جذب منابع سرمایه‌های داخلی را در برنامه خود قرار داد. اما نکته‌ای که نیاز به توضیح بیشتر و شفاف شدن دارد این است که آیا مشکل ایران در صنعت نفت و گاز به طور عام و میداین مشترک به طور خاص، سرمایه‌گذاری و جذب منابع است یا در بخش تکنولوژی نیز کمبودهایی وجود دارد؟

- بررسی اکتشاف، تولید و حجم قابل برداشت میداین نفتی کشور (با نگاهی ویژه به میداین مشترک

خلیج فارس) با شماره مسلسل ۱۰۰۹۲.

- بررسی وضعیت، فرصت‌ها و چالش‌های سرمایه‌گذاری در صنعت گاز کشور با شماره مسلسل ۱۰۲۰۰.



به موجب اصل چهل و پنجم قانون اساسی جمهوری اسلامی ایران، انفال و ثروت‌های عمومی از قبیل زمین‌های موات یا رها شده، معادن، دریاها و... در اختیار حکومت اسلامی است تا برطبق مصالح عامه نسبت به آنها عمل نماید. به موجب بند «الف» ماده (۱) لایحه قانونی متمم لایحه قانونی تأسیس وزارت نفت (مصوب ۱۳۵۹/۳/۲۹ شورای انقلاب) هدف از ایجاد وزارت نفت اعمال اصل مالکیت و حاکمیت ملی ایران بر ذخایر و منابع نفت و گاز کشور است. مقایسه میزان بهره‌برداری ایران و کشورهای همسایه از میادین مشترک نفت و گاز نشان می‌دهد که میزان بهره‌برداری ایران از میادین مذکور، از وضعیت بسیار نامناسبی برخوردار است. حال سؤال اینجاست آیا واقعاً وزارت نفت که هدف از ایجاد آن اعمال اصل مالکیت و حاکمیت ملی کشور بر ذخایر و منابع نفت و گاز کشور است، با این وضعیت نامناسب در بهره‌برداری از میادین مشترک قادر بوده است حاکمیت ملی کشور را تأمین کند؟ و اصولاً به منظور اعمال اصل مالکیت و حاکمیت ملی کشور بر این‌گونه ذخایر، حکومت اسلامی و وزارت نفت چه روش‌هایی را باید در پیش بگیرند؟ که بدون شک یکی از پاسخ‌های مناسب برای سؤالاتی از این جنس، در اختیار داشتن منابع سرمایه‌ای کافی است. در این میان آنچه که در به‌کارگیری روش‌های مربوط به جذب منابع و سرمایه نباید فراموش شود، رعایت اصول و قوانین موضوعه در کشور است که در اجرا باید تبعات و آثار دقیق سیاست و ابزار به‌کار گرفته شده مربوط به جذب منابع به‌خوبی تبیین شود.

۴. بررسی مفاد طرح

گرچه تسریع در رشد فاینانس بخش نفت و گاز جزء اولویت‌های اقتصاد ایران به شمار می‌رود، اما تأیید این طرح خاص نیازمند توجه به برخی ابهامات و نقدهاست که در ادامه به مهمترین آنها اشاره می‌شود:

۴-۱. ابهام در علل انتخاب این روش از میان سایر روش‌ها (مثل انتشار اوراق مشارکت یا ...)

هرچند که ضرورت تنوع‌بخشی به ابزارهای مالی در بازار بورس کشور محسوس است، اما در مورد ورود هر نوع ابزار جدید به بازار سرمایه باید به نکات و ابعاد مختلفی توجه داشت. یکی از ابعاد قابلیت رقابت با ابزارهای موجود می‌باشد. ابزارهای مختلف ریسک‌ها و ویژگی‌های خاص خود را دارند، به‌عنوان مثال اوراق اجاره دارای درآمد ثابت می‌باشد، اما اوراق سلف موازی یک کف و حداکثر سود برای خریدار در نظر می‌گیرد، البته قاعده‌تاً باید سود سلف موازی از اوراق اجاره بالاتر باشد، اما ریسک بیشتری نیز دارد. قرارداد سلف نفتی شبیه اوراق مشارکت است.^۱ البته اوراق مشارکتی که دارای درآمد منعطف (نه ثابت) می‌باشد. یکی از تفاوت این اوراق با اوراق مشارکت (علاوه بر تفاوت در ماهیت) در این است که در اوراق مشارکت خریداران ریال پرداخت کرده و ریال نیز دریافت می‌کنند درحالی که انجام

۱. مدیر مطالعات اسلامی سازمان بورس در گفتگو با فارس «جزئیات و ویژگی‌های اوراق سلف نفتی، تعیین سقف و کف سود و جبران زیان احتمالی»، خبرگزاری فارس، اول آذرماه ۱۳۹۰.



این معاملات (عمدتاً) برمبنای دلار می‌باشد.

طراحان این اوراق باید توجیحات خود مبنی بر برتری این اوراق نسبت به سایر اوراق را توضیح دهند. گزینه‌های دیگری مثل انتشار اوراق مشارکت ریالی (با سود ۱۷ درصد) یا افزایش سهم شرکت نفت از محل منابع حاصل از صادرات نفت یا تلاش جهت جذب سرمایه‌گذاران خارجی و... نیز قابل تصور است و ضروری است با اطلاعات کامل این روش‌ها بررسی و بهترین روش ممکن انتخاب شود.

۲-۴. موانع قانونی و بودجه‌ای

طبق اصل چهل و پنجم قانون اساسی و قانون نفت، شرکت ملی نفت ایران مالک نفت نیست و کلیه منابع نفتی جزء انفال و ثروت‌های عمومی می‌باشد و اعمال حق حاکمیت و مالکیت عمومی بر منابع مذکور به نمایندگی از طرف حکومت اسلامی برعهده وزارت نفت است. در نتیجه شرکت نفت نمی‌تواند بابت بازخرید اوراق سلف نفتی در سررسید از محل منابعی که در مالکیت او نیست تعهد کند. از سوی دیگر با توجه به قوانین مصوب، درآمدهای نفت باید به خزانه‌داری کل واریز شود لذا نحوه اجرا و عملکرد اوراق سلف نفتی نیاز به بررسی بیشتر دارد. زیرا پس از چهار سال شرکت ملی نفت باید بابت تعهدات ایجاد شده مبنی بر بازخرید اوراق سلف نفتی، بخشی از درآمدهای نفتی را به جای واریز به خزانه کشور، به سرمایه‌گذاران پرداخت کند.

از سوی دیگر از آنجا که بازپرداخت منابع جمع‌آوری شده در سال ۱۳۹۰، در سال ۱۳۹۴ از سرجمع منابع کل کشور در آن سال خواهد بود، منابع و مصارف

دولت را تحت تأثیر قرار داده و تعهدی فراتر از سال برای دولت ایجاد می‌کند، بنابراین قطعاً نیاز به مجوز قانونگذار دارد. ضمناً این مجوز نمی‌تواند در قالب قانون بودجه که ماهیت یک‌ساله دارد صورت گیرد. زیرا با فروش این اوراق شرکت نفت خود را متعهد کرده که در چهار سال آینده از محل منابعی که به عموم ملت ایران تعلق دارد، اصل و سود تأمین مالی امروز خود را انجام دهد. معمولاً حجم بالایی از این اوراق به تحویل فیزیکی نمی‌انجامد و معمولاً تسویه نقدی می‌شود لذا در زمان سررسید این اوراق وزارت نفت در واقع نفتی که قبلاً در قالب سلف به مردم فروخته بود را خود می‌خرد و در نتیجه باید منابع مالی خرید نقدی نفت در سال ۱۳۹۴ مشخص باشد.

طبق مفاد ماده (۱۲۵) قانون برنامه پنجم توسعه، وزارت نفت مجاز است پس از تصویب توجیه فنی و اقتصادی طرح‌ها در شورای اقتصاد و درج در قوانین بودجه سنواتی و نیز مبادله موافقتنامه با معاونت برنامه‌ریزی رئیس‌جمهور به «کارسازی انتشار اوراق مالی ریالی و ارزی» در داخل و خارج از کشور با رعایت قوانین و مقررات مربوط، بدون تضمین دولت اقدام کند. شاید بتوان اوراق سلف نفتی را در زمره این اوراق مالی محسوب کرد، البته ذکر این نکته نیز ضروری است که اوراق سلف نفتی متضمن فروش نفت به صورت سلف می‌باشد و در نتیجه طرح سرمایه‌گذاری نمی‌باشد^۱ که نیاز به توجیه فنی و اقتصادی داشته باشد.

با توجه به قانون جدید نفت، شرکت نفت قبل از اقدام باید مجوز هیئت عالی

۱. هرچند هدف اصلی از این کار جمع‌آوری وجوه و تأمین مالی پروژه‌های نفتی جهت افزایش ظرفیت استحصال نفت می‌باشد.



نظارت بر منابع نفتی را کسب کند، البته طبق قانون جدید نفت درصدی از ارزش نفت خام، گاز طبیعی و میعانات گازی تولیدی که در قانون بودجه سالیانه کل کشور تعیین می‌شود به شرکت نفت تخصیص می‌یابد. لذا شرکت ملی نفت ایران فقط می‌تواند از محل این سهم به تضمین هرگونه استقراض خود اقدام نماید.

۳-۴. مسائل مربوط به نماد دلاری این اوراق

اگر قرار باشد که خریدار با پرداخت مابه‌ازای دلاری اوراق را خریداری کند و چهار سال بعد نیز آن را بر مبنای دلار بفروشد و ریال دریافت کند با توجه به تعدد نرخ‌های ارز در شرایط فعلی یک سؤال اساسی مطرح می‌شود و آن اینکه مرجع تعیین‌کننده نرخ دلار هم در زمان خرید و هم در زمان سررسید این اوراق چه نهادی است. هرچند به نظر می‌رسد اوراق دلاری بر مبنای ریال جذاب‌ترین نوع اوراق باشند (زیرا خریدار علاوه بر سود اوراق از افزایش قیمت نفت نیز بهره می‌گیرد)، اما ابهام در نحوه تعیین نرخ ارز به نحو اساسی تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران برای خرید این اوراق را تحت‌الشعاع قرار می‌دهد.

چنانچه نرخ ارز بر مبنای نرخ رسمی بازار انتخاب شود، از یکسو وابستگی قیمت ارز به تصمیمات بانک مرکزی از دید خریداران یک ریسک تلقی می‌شود و از سوی دیگر در صورت تحویل فیزیکی در هنگام سررسید موجب ایجاد رانت می‌شود زیرا دارندگان این اوراق می‌توانند از فاصله بین قیمت رسمی و بازار آزاد استفاده برده و عملاً نفت را به قیمت ارزان‌تری تهیه نمایند.

در مقابل چنانچه نرخ بازار آزاد مبنای معامله قرار گیرد، مسئله اصلی انتخاب مرجع اعلام نرخ بازار آزاد است. زیرا هیچ نهاد رسمی متولی اعلام (شفاف نمودن) نرخ بازار آزاد نیست (اگر معاملات ارز در بورس کالایی انجام می‌شد امکان اعلام نرخ موجود در بورس کالا به عنوان مرجع بازار آزاد وجود داشت).

ضمناً این ابهام نیز وجود دارد که آیا انجام معاملات رسمی با واحد پولی غیر از ریال در داخل کشور مجاز است یا خیر؟

۴-۴. مسائل مربوط به بازار سرمایه کشور

بازار سرمایه در بسیاری از کشورها متولی اصلی تأمین مالی شرکت‌ها تلقی می‌شود و شرکت‌های مختلف با استفاده از ابزارهای موجود در این بازارها (از جمله انتشار سهام، اوراق مشارکت، گواهی سپرده، اوراق رهنی و...) وجوه مورد نیاز خود را برای دوره‌های زمانی کوتاه‌مدت و بلندمدت تأمین می‌کنند. بازارهای سرمایه‌ای که به بلوغ رسیده‌اند از تنوع ابزارهای کافی برخوردار هستند به نحوی که توانایی پاسخ به نیازهای صنایع مختلف را دارند، البته در کنار کارکرد تأمین مالی در بازارهای سرمایه، این بازارها، از طریق برخی از ابزارهای مالی خاص (مثل قراردادهای آتی یا اختیار معامله) اقدام به پوشش ریسک نیز می‌کنند (اوراق سلف نفتی با شرایطی که توسط وزارت نفت مطرح شده است یک ابزار تأمین مالی محسوب می‌شود که طی آن پوشش ریسک نیز در قالب شرط ضمن عقد انجام می‌گیرد).

در طراحی ابزارهای جدید از یک‌سو باید میزان نقش و اثرگذاری آن ابزار برای



عرضه‌کننده و ازسوی دیگر میزان جذابیت (بازدهی، نقدشوندگی و...) آن ابزار برای سرمایه‌گذاران مالی (دارندگان وجوه مازاد) مورد بررسی قرار گیرد.

در بخش قبل به ضرورت سرمایه‌گذاری در بخش نفت به دلیل وجوه میادین مشترک با کشورهای همسایه اشاره شد. به نظر می‌رسد به دلیل برخی از مشکلات در تأمین مالی پروژه‌های نفتی، وزارت نفت تلاش دارد تا به هر طریقی تلاش خود را برای سرمایه‌گذاری در این میادین به‌کار گیرد. به همین جهت استفاده از ابزارهای مالی در شرایط فعلی طبیعی است، البته سؤالی که در اینجا مطرح است علت استفاده از اوراق سلف نفتی می‌باشد. جایگزین‌های دیگری مثل اوراق مشارکت برای این اوراق وجود دارد که وزارت نفت باید دلایل برتری اوراق سلف نسبت به این اوراق را توجیه کند. به نظر می‌رسد با توجه به گفته برخی از مسئولان وزارت نفت در شرایط فعلی موضوع اصلی ایجاد یا افزایش ظرفیت استحصال نفت از میادین مشترک می‌باشد و نوع و هزینه‌های تأمین مالی چندان ملاک و میزان نیست.

در مورد جذابیت این اوراق برای سرمایه‌گذاران نیز می‌توان گفت در شرایط خرید و فروش این اوراق به دلار، خریدار در صورتی که اوراق را چهار سال نزد خود نگاه‌دارد، سالیانه بین ۸/۸ الی ۱۲/۵ درصد از بابت ورود به قرارداد سلف موازی سود کسب می‌کند.^۱ در بازار جهانی (بجز موارد استثنا مثل کشورهای یونان یا اسپانیا)

۱. اگر سود سالیانه به صورت غیرمراجعه مرکب اعلام شود بازدهی حداقل ۱۰ و حداکثر ۱۵ درصد خواهد بود که البته از نظر فنون سرمایه‌گذاری محاسبه سود بدین صورت متداول نیست. زیرا در اوراق سلف امکان محاسبه سود به صورت روزشمار وجود ندارد و نیز امکان برداشت سود در مقاطع کوتاه‌مدت مثلاً سه‌ماهه (مشابه اوراق مشارکت) وجود ندارد.

سود سالیانه ۹ درصدی (برای معاملات دلاری) جذاب می‌باشد، اما با توجه به اینکه این اوراق در داخل عرضه می‌شوند بازدهی کل این اوراق برای خریداران داخلی به نوسانات بازار دلار بستگی دارد. اگر فرض کنیم که قیمت دلار سالیانه ۵ درصد افزایش داشته باشد و قیمت دلار در زمان انتشار این اوراق را ۱۳۵۰۰ ریال در نظر بگیریم، در زمان سررسید این اوراق (سال ۱۳۹۴)، قیمت دلار ۱۶۴۰۰ ریال خواهد بود. در این صورت بازدهی این اوراق (با توجه به دو مرز ۱۴۰ و ۱۶۰ دلاری موجود) حداقل ۱۴/۲ درصد و حداکثر ۱۸/۱ درصد خواهد بود.^۱ تحت این فرض (رشد ۵ درصدی قیمت ریالی دلار در سال) برای کسب بازدهی ۱۷ درصد لازم است که در زمان سررسید قیمت هر بشکه نفت بیش از ۱۵۴/۱ دلار باشد.

اگر نرخ رشد دلار را ده درصد در سال در نظر بگیریم قیمت دلار در سال ۱۳۹۴ تقریباً ۱۹۷۵۰ ریال خواهد بود. در این صورت سود حاصل از این طرح سود این طرح در دامنه ۱۹/۷ تا ۲۳/۷ قرار می‌گیرد. جدول زیر نرخ بازدهی حاصل از خرید این اوراق را با فرض اینکه اولاً هر بشکه نفت خام در تاریخ سررسید به قیمت ۱۰۰ دلار خریداری شده و قیمت هر دلار ۱۳۵۰۰ ریال باشد و ثانیاً خریدار در طول چهار سال وارد بازار ثانویه نشده و اقدام به فروش این اوراق نکند.

۱. البته در صورتی که به صورت خطی و بدون در نظر گرفتن مراحله مرکب، سود را محاسبه نماییم بازدهی این اوراق حداقل ۱۷/۵ و حداکثر ۲۳/۶ درصد خواهد بود.

**جدول بازده سالیانه اوراق سلف نفتی (نماد دلاری) در شرایط مختلف**

قیمت هر بشکه نفت در سررسید			
بیشتر و یا مساوی ۱۶۰ دلار (درصد)	کمتر و یا مساوی ۱۴۰ دلار (درصد)		
۱۲/۵	۸/۸	۱۳۵۰۰ ریال (رشد صفر درصدی)	قیمت دلار
۱۸/۱	۱۴/۲	۱۶۴۰۰ ریال (رشد ۵ درصد سالیانه)	در
۲۳/۷	۱۹/۷	۱۹۷۵۰ ریال (رشد ده درصد سالیانه)	سررسید

با توجه به ماهیت اوراق طراحی شده خرید نماد دلاری این اوراق به دو عامل کلیدی بستگی دارد: نرخ ارز و قیمت نفت در سال سررسید. هر دو عامل نیز با توجه به شرایط فعلی اقتصاد جهانی با نوسانات متعدد روبرو هستند. این دو عامل ریسک خرید این اوراق را برای سرمایه‌گذاران افزایش می‌دهد (سرمایه‌گذاران به‌ویژه در کشور ما ترجیح می‌دهند که در برهه‌های زمانی کوتاه‌مدت سرمایه‌گذاری نمایند؛ زیرا هر چه زمان سررسید اوراق کمتر باشد پیش‌بینی و مدیریت ریسک‌ها محتمل‌تر است). به‌نظر می‌رسد با توجه به شرایط تورمی موجود در کشور، انتظار افزایش سالیانه ده درصد در قیمت دلار محتمل باشد و لذا در مجموع این طرح از نظر سودآوری مناسب ارزیابی می‌شود. باید توجه داشت که بازار ارز طی هفت ماه گذشته ۲۰ درصد سود داشته و بازار سکه نیز طی این مدت ۵۰ درصد سود نشان داده است.^۱

مسئله دیگر از بعد خریدار، نقدشوندگی این اوراق می‌باشد. طبق مقررات بازار

1. <http://www.naftna.ir/snews/oil/4155-1390-08-29-17-11-33.html>

ثانویه این اوراق در بورس کالایی شکل خواهد گرفت. مسئله‌ای که در این زمینه وجود دارد قدرت بازارگردان در پاسخ به عرضه و تقاضای مازاد بازار در زمان‌های مختلف است. بازارگردان ۱۰ درصد مبلغی که قرار است از طریق فروش این اوراق جذب شود را در اختیار گرفته و در یک سقف مشخص، هر روز اقدام به پاسخگویی به نیازهای تقاضاکنندگان و عرضه‌کنندگان کند. بدیهی است که بازارگردان یک شخصیت حقوقی مستقل بوده و شرکت ملی نفت ایران در بازارگردانی نقشی ندارد.

مسئله دوم قیمتگذاری این اوراق در بازار ثانویه است. برخی اعلام کرده‌اند که بین قیمت این اوراق و قیمت جهانی نفت تناظر یک به یک وجود خواهد داشت و شرایط به نحوی ساماندهی می‌شود که (به صورت دستوری) این دو به صورت یک به یک تغییر کنند. این نوع برداشت مطمئناً نظم بازار را تحت الشعاع قرار خواهد داد. به عنوان مثال اگر قیمت نفت در سال ۱۳۹۲ بیش از ۱۶۰ دلار باشد، دادوستد این اوراق در بازار متوقف خواهد شد و سرمایه‌گذار مجبور خواهد بود تا سررسید دارایی خود را بدون هیچ بازدهی (و حتی با بازدهی منفی) نگهداری نماید. البته در صورت وجود بازارگردان، طبیعتاً سرمایه‌گذاران به بازارگردان مراجعه کرده و اوراق خود را به این نهاد عرضه می‌کنند. در این حالت عملاً تمام (یا حداقل حجم عمده‌ای) از اوراق بازپس داده شده و طرح تأمین مالی با شکست مواجه می‌شود. یکی از راه‌های گریز از این معضل، حذف حق اختیار خرید وزارت نفت در قیمت ۱۶۰ دلار از این قراردادها می‌باشد. البته این امر، در صورتی که قیمت نفت به میزان بالایی افزایش داشته باشد، در زمان سررسید (سال ۱۳۹۴) بار مالی بالایی بر دولت تحمیل خواهد کرد.



در مورد نحوه قیمتگذاری پیشنهاد دیگری نیز مطرح شده است و آن اینکه قیمت این اوراق در بازار ثانویه بر مبنای سود حداقلی که در نظر گرفته می‌شود (مثلاً سود مبتنی بر فروش ۱۴۰ دلاری) به صورت روزانه توزیع شود و مثلاً برای هر روز حدود دو سنت لحاظ شود. با این روش همیشه مبلغ سودی برای سرمایه‌گذار وجود دارد، البته این روش باعث می‌شود تا بازار واقعی شکل نگیرد و عملاً نیازی به بورس کالایی وجود ندارد و در هنگام سررسید این اوراق (به‌ویژه در زمانی که پیش‌بینی می‌شود قیمت این اوراق بالاتر از ۱۴۰ دلار باشد) فرآیند قیمتگذاری با چالش روبرو شود.

در این راستا بهتر است فرآیند عرضه و تقاضای این اوراق، تعیین‌کننده قیمت این اوراق باشد. در این صورت مسلماً در دوران نزدیک به سررسید این اوراق (مثلاً در اوایل سال ۱۳۹۴) تناظر بین قیمت این اوراق و قیمت فروش نفت به صورت جبری و طبق منطق بازار برقرار خواهد شد، اما قبل از آن عامل عرضه و تقاضا تعیین‌کننده قیمت این اوراق خواهد بود. به هر حال نقدشوندگی این اوراق یکی از دغدغه‌های سرمایه‌گذاران حرفه‌ای خواهد بود.

به نظر می‌رسد بلندمدت بودن قراردادهای سلف نفتی، جاذبه این اوراق را برای سرمایه‌گذاران حرفه‌ای کم می‌کند، به همین سبب مناسب است که مخاطب عمده این طرح عموم مردم انتخاب شوند و با استفاده از تبلیغات مناسب برای جذب سرمایه‌های خرد مردم اقدام شود.

شایان ذکر است در مورد نماد ریالی این اوراق اطلاعات چندانی ارائه نشده

است و صرفاً به این نکته که بازدهی این اوراق سالیانه بین ۲۰ تا ۲۵ خواهد بود اکتفا شده است. بدیهی است اظهار نظر دقیق‌تر در این مورد نیازمند اطلاعات بیشتر می‌باشد.

از منظر اقتصاد کلان نیز در شرایط کنونی که شواهد و قرائن نشان از بالا بودن حجم وجوه موجود در دست مردم دارد، اجرای این طرح می‌تواند از هجوم نقدینگی به سمت سفته‌بازی بازار ارز، سکه و زمین جلوگیری کرده و عملاً به آرامش در بازار کمک کند.

۴-۵. برخی مسائل اجرایی

طبق اطلاعات موجود در صورتی که بانک سپه، بانک عامل (متولی عرضه اولیه) باشد؛ اجرای این طرح با مشکلاتی روبرو می‌شود، زیرا لازم است که بین سیستم‌های بانک عامل (سپه) و بورس کالایی (به‌عنوان متولی بازار ثانویه) همخوانی لازم وجود داشته باشد. در حالی که طبق اطلاعات موجود قابلیت اتصال سیستم بانک سپه به بورس کالایی زیر سؤال است.

ازسوی دیگر، در شرایط فعلی کل عملیات تسویه در بورس کالا توسط بانک ملت انجام می‌شود و طی سال‌های اخیر، برخی موانع سیاسی مانع ورود بانک‌های دیگر به این فرآیند شده است. ازسوی دیگر هر دو بانک سپه و بانک ملت تحریم بوده و لذا خرید این اوراق برای سرمایه‌گذاران خارجی با چالش‌هایی روبرو خواهد بود. در صورت وجود عزم جدی برای فروش اوراق سلف نفتی، نباید مانعی برای



سرمایه‌گذاری سرمایه‌گذاران خارجی وجود داشته باشد. هر چند که خرید این اوراق برای سرمایه‌گذاران خارجی بلامانع است، اما خرید این اوراق از بانک سپه و انجام معاملات ثانویه در بورس کالایی (و تسویه معاملات در بانک ملت)، حضور سرمایه‌گذاران خارجی را کم می‌کند. بهتر است این کار با مشارکت سایر بانکها از جمله بانک‌هایی که در لیست تحریم‌ها قرار ندارند؛ انجام پذیرد.

در اینجا ذکر یک نکته دیگر نیز ضروری است و آن اینکه بورس کالایی و مبادلات موجود در آن از سازوکار خاص خود پیروی می‌کند، این سازوکار نیز به صورت مقررات (در قالب آیین‌نامه و دستورالعمل تدوین یافته) و مشخص است. لذا انجام هر معامله مرتبط با عرضه کالا از جمله عرضه سلف نفتی باید در چارچوب مقررات بورس کالایی صورت پذیرد. طبیعتاً فرآیندهای اجرایی، کارمزدها، نهادهای درگیر و... طبق این مقررات تعیین می‌شود و لذا ضروری است که وزارت نفت نیز از آنها تبعیت نماید.

جمع‌بندی و اظهار نظر نهایی

بنابر اطلاعات موجود، اوراق سلف موازی استاندارد به سبک پیشنهادی وزارت نفت تاکنون سابقه‌ای در دیگر کشورها نداشته است، اما بررسی آن از بعد مالی به عنوان یک نوآوری مالی حاکی از جذابیت این طرح از نظر سودآوری است، البته بررسی درجه نقدشوندگی این اوراق نیازمند وجود اطلاعات دقیق در مورد نحوه قیمتگذاری در بازار ثانویه شرایط و قدرت بازارگردان و... است. در این زمینه لازم است که

فرایند قیمت‌گذاری این اوراق طبق سازوکار متعارف بورس و براساس عرضه و تقاضا انجام شود. در بُعد اقتصادی از یکسو نیاز شدیدی به سرمایه‌گذاری در بخش نفت وجود دارد و ازسوی دیگر در شرایطی که در بازار پول و سرمایه گزینه‌های مناسبی برای سرمایه‌گذاری وجود ندارد و وجوه مردم روانه بازارهای ارز و طلا شده است، معرفی این اوراق می‌تواند فضا را برای آرامش بازار ارز و سکه و نیز رونق بازار سرمایه فراهم آورد. البته در این مورد باید علت انتخاب این اوراق از میان سایر ابزارهای مالی (مثل اوراق مشارکت و صکوک) شفاف شود.

از نظر قانونی و بودجه‌ای نیز باید به این نکته توجه داشت که شرکت ملی نفت ایران نمی‌تواند با تضمین دولت دست به استقراض بزند و فقط اجازه دارد در محدوده سهم خود از انفال تولیدی در سال ۱۳۹۴ (که مشخص نیست دقیقاً چه مقدار است) تعهد ایجاد نماید. ازسوی دیگر اجرای این طرح، به دلیل آثار مالی فراتر از یک سال نیاز به تصویب مجلس داشته و همچنین اجازه انتشار این اوراق باید به تصویب هیئت عالی نظارت بر منابع نفتی برسد.



پیوست - مروری بر دستورالعمل اجرایی معاملات قرارداد سلف موازی

هرچند با توجه به محتوای پیشنهاد وزارت نفت لازم است که دستورالعمل جدیدی برای معاملات سلف نفتی نوشته شود که در آن مبحث امتیاز خرید و فروش نیز (به عنوان شروط ضمن عقد) لحاظ شود، اما اشاره به دستورالعمل اجرایی این معاملات تصویر روشنی از این بازار ارائه می‌کند. در ادامه تلاش می‌شود با استفاده از «دستورالعمل اجرایی معاملات قرارداد سلف موازی استاندارد نفت و فرآورده‌های نفتی در بورس کالای ایران» نحوه انجام قرارداد سلف موازی را بررسی کنیم. لازم به ذکر است که این دستورالعمل در تاریخ ۱۳۸۹/۱۲/۱۴ در هیئت‌مدیره سازمان بورس و اوراق بهادار به تصویب رسیده است.

مشخصات قرارداد سلف موازی استاندارد به پیشنهاد بورس به تصویب هیئت پذیرش می‌رسد و حداقل شامل موارد زیر خواهد بود (ماده (۲) دستورالعمل):

- دارایی موضوع قرارداد سلف (دارایی پایه)،
- مشخصات دارایی پایه و حسب مورد استاندارد دارایی پایه،
- نام و مشخصات تولیدکنندگان و عرضه‌کنندگان،
- اندازه قرارداد،
- زمان اولین لغایت آخرین روز معاملات هر قرارداد سلف (دوره معاملاتی قرارداد)،
- ماه‌هایی که طی آن تحویل فیزیکی براساس برنامه بارگیری اعلامی توسط شرکت ملی نفت ایران انجام می‌شود (ماه‌های قرارداد)،

- واحد پولی قیمت،
 - دوره تحویل،
 - مکان‌های تحویل،
 - کارمزد معامله و تسویه و تحویل،
 - خسارات،
 - دامنه قیمت مجاز ورود سفارش‌های قرارداد سلف موازی استاندارد در هر جلسه معاملات (دامنه نوسان قیمت روزانه)،
 - حداقل تغییر قیمت،
 - سقف سفارش و سقف خرید،
 - حداقل و حداکثر خرید جهت تحویل فیزیکی،
 - روش‌های مورد قبول جهت تسویه معاملات، مهلت‌های تسویه مربوط به آن و سایر شرایط آن،
 - سایر اطلاعات و مستندات به تشخیص هیئت پذیرش.
- دارایی پایه قرارداد سلف موازی استاندارد از بین محصولات پذیرفته شده در بورس انتخاب می‌گردد (ماده (۳)) و معاملات قرارداد سلف موازی استاندارد در رینگ داخلی و رینگ صادراتی (ماده (۵)) و در بورس [کالایی] و از طریق کارگزاران عضو بورس (ماده (۶)) انجام می‌شود.
- برای انعقاد قرارداد سلف موازی استاندارد، در ابتدا بورس (حداقل یک روز کاری پیش از آغاز دوره معاملاتی) اطلاعیه عرضه قرارداد را از طریق سایت رسمی



خود منتشر می‌کند (ماده (۴)). قیمت پایه عرضه نیز در اولین روز معاملاتی، قبل از شروع اولین جلسه معاملاتی یک قرارداد سلف موازی استاندارد توسط شرکت ملی نفت ایران به بورس اعلام و از طریق سایت رسمی بورس اطلاع‌رسانی می‌گردد (تبصره ماده (۴)).

در مقابل خریداران (مشتریان) برای انجام معامله باید کد معاملاتی داشته باشند و فرآیند پذیرش را طی کرده باشند. جهت پذیرش خریدار و صدور کد معاملاتی برای وی جهت انجام معاملات قرارداد سلف، ابتدا خریدار با مراجعه به کارگزار اطلاعات لازم را به بورس ارائه نموده و کارگزار پس از تأیید آن را به اتاق پایاپای ارسال می‌نماید. اتاق پایاپای نیز فرم درخواست پذیرش مشتری را برای شرکت ملی نفت ایران ارسال می‌کند. شرکت ملی نفت ایران ضمن بررسی صلاحیت خریداران نسبت به اخذ مستندات لازم از ایشان جهت تحویل فیزیکی اقدام و در صورت تأیید صلاحیت مشتری تأییدیه پذیرش وی را به بورس ارسال می‌کند و اتاق پایاپای براساس تأییدیه ارسالی شرکت ملی نفت ایران برای خریداران پذیرش شده کد معاملاتی صادر و به کارگزاران اعلام می‌نماید (ماده (۷)).

مشتری پس از پذیرش می‌تواند سفارش خود را به صورت کتبی، تلفنی، از طریق اینترنت و یا سایر روش‌های تعیین شده مطابق مقررات ارسال نماید (ماده (۸)). کارگزار نیز فرم‌های ثبت سفارش را دریافت می‌کند. اجرای سفارشات براساس اولویت قیمت و در صورت تساوی قیمت‌ها براساس اولویت زمانی ورود سفارش به سامانه معاملاتی خواهد بود (ماده (۱۲)).

کلیه معاملات قرارداد سلف موازی استاندارد به صورت رقابتی و در جلسه رسمی معاملات انجام می‌شود (ماده (۱۳)).

طبق ماده (۱۴) این دستورالعمل در خصوص مراحل انجام معامله قرارداد سلف موازی استاندارد، مفاد ماده (۱۹) دستورالعمل معاملات کالا و اوراق بهادار مبتنی بر کالا در بورس کالای ایران (مصوب شورای عالی بورس) مجری است. ماده (۱۹) این دستورالعمل بیان می‌دارد که: «مراحل انجام معاملات اوراق بهادار مبتنی بر کالا به روش حراج پیوسته به شرح زیر است:

مرحله پیش‌گشایش: مرحله ابتدایی معاملات است که در آن امکان ورود، تغییر یا حذف سفارش وجود دارد، لکن معامله‌ای انجام نمی‌شود.

مرحله گشایش: این مرحله بلافاصله پس از مرحله پیش‌گشایش است و در آن، سفارش‌های موجود در سامانه معاملات براساس سازوکار حراج تک‌قیمتی انجام می‌شود.

مرحله پیوسته: این مرحله پس از انجام مرحله گشایش شروع و در آن به محض تطبیق قیمت سفارش‌های وارد شده به سامانه معاملاتی، معامله انجام می‌شود.

مرحله حراج تک‌قیمتی پایانی: این مرحله پس از خاتمه مرحله پیوسته شروع می‌شود. طی این مرحله امکان ورود، تغییر یا حذف سفارش توسط کارگزاران وجود دارد، لکن معامله‌ای انجام نمی‌شود. در پایان این مرحله سفارش‌های موجود در سامانه معاملات براساس سازوکار حراج تک‌قیمتی اجرا می‌شود.

مرحله معاملات پایانی: مرحله پایانی جلسه معاملاتی است که طی آن ورود



سفرارش و انجام معامله صرفاً با قیمت پایانی امکانپذیر است.^۱

برای کلیه خریدارانی که اقدام به خرید قرارداد سلف موازی استاندارد کرده‌اند، گواهی سلف موازی استاندارد صادر می‌شود. (ماده (۲۲)) و دارندگان گواهی سلف موازی استاندارد می‌توانند در طول دوره معاملاتی اقدام به فروش قرارداد سلف موازی استاندارد تا سقف دارایی خود طبق گواهی سلف موازی استاندارد کنند. کلیه فروشندگان، با انجام معامله خریدار را به شرکت ملی نفت ایران جهت تحویل فیزیکی حواله می‌دهند. (ماده (۲۳)) و شرکت ملی نفت ایران، متعهد به تحویل فیزیکی به دارنده گواهی سلف موازی استاندارد در ماه قرارداد می‌باشد و دارندگان این گواهی حق رجوع به شخص دیگری را ندارند (تبصره ماده (۲۳)).

تسویه معاملات قرارداد سلف موازی استاندارد طی مهلت تسویه توسط کارگزاری که قرارداد سلف موازی استاندارد را خریداری کرده است، انجام می‌شود. در هر حال تحویل گواهی سلف موازی استاندارد به خریدار منوط به پرداخت وجه و تسویه وی با کارگزار است (ماده (۲۴)).

برای تسهیل بیشتر معاملات واحدی در نظر گرفته شده که وظیفه تسویه و پایاپای معاملات قرارداد سلف موازی استاندارد را برعهده دارد که «اتاق پایاپای» نامیده می‌شود (بند «۲» ماده (۱)) به‌منظور تسویه کامل وجوه، هر عضو اتاق پایاپای موظف است حساب یا حساب‌های عملیاتی را طبق شرایطی که اتاق پایاپای مشخص می‌کند، افتتاح نماید (ماده (۲۵)). شرکت ملی نفت ایران نیز عضو اتاق پایاپای بوده و

۱. دستورالعمل معاملات کالا و اوراق بهادار مبتنی بر کالا در بورس کالای ایران، مصوب ۱۳۸۹/۷/۵، شورای عالی بورس و اوراق بهادار.

مسئولیت تسویه معاملات خود را برعهده دارد (تبصره «۲» ماده (۲۴)).

اتاق پایاپای حق نظارت، دریافت گزارش نقل و انتقالات و به‌عنوان وکیل عضو اتاق پایاپای، حق برداشت از حساب یاد شده به‌منظور انجام عملیات تسویه و پایاپای ازجمله برداشت وجوه معامله، خسارات، کارمزدها و انجام سایر وظایفی که طبق مقررات بر عهده اتاق پایاپای می‌باشد را خواهد داشت (تبصره ماده (۲۵)). اتاق پایاپای تا پایان هر روز معاملاتی، خالص مبلغی که باید به هر کارگزار عضو اتاق پایاپای پرداخت یا از او دریافت کند را محاسبه و به‌صورت اطلاعیه از طریق سامانه مکانیزه، برای عضو مربوطه ارسال می‌نماید. این مبلغ با کسر ارزش کل خرید عضو اتاق پایاپای از ارزش کل فروش وی محاسبه می‌شود. در محاسبه ارزش خالص معامله، مالیات، کارمزدها و سایر کسورات نیز لحاظ می‌گردد (ماده (۲۶)).

وجوه مربوط به خرید و فروش‌های شرکت ملی نفت ایران مستقیماً توسط اتاق پایاپای به حساب عملیاتی مربوط به این شرکت واریز یا از آن برداشت می‌گردد (ماده (۲۸)). براین اساس محاسبه خالص مبالغ پرداختی یا دریافتی موضوع ماده (۲۶) این دستورالعمل برای هر کارگزار عضو اتاق پایاپای، بدون احتساب معاملاتی که برای شرکت ملی نفت ایران انجام داده است، محاسبه می‌گردد (ماده (۲۸)).

تسویه معاملات به‌صورت نقدی بوده و روش آن می‌تواند از طریق پرداخت وجه ازسوی خریدار یا اعلام فروشنده طبق فرم بورس مبنی بر تسویه مستقیم معامله باشد. در مشخصات قرارداد سلف موازی استاندارد روش‌های مورد قبول تسویه و مهلت‌های تسویه ذکر می‌شود. عضو اتاق مکلف است نسبت به تسویه معاملات با



رعایت مقررات این دستورالعمل و با شرایطی که در مشخصات قرارداد سلف موازی استاندارد ذکر شده است، اقدام نماید (ماده (۳۰)).

در مورد تحویل فیزیکی و تسویه نقدی این قرارداد نیز لازم است به این نکته اشاره شود که قرارداد سلف موازی استاندارد پس از آخرین روز معاملاتی^۱ وارد دوره تحویل می‌شود و طرفین قرارداد باید نسبت به طی فرآیند تحویل اقدام نمایند (ماده (۳۲)). دوره تحویل از روز کاری بعد از آخرین روز معاملاتی شروع و تا پایان ماه قرارداد ادامه می‌یابد (ماده (۳۳)).

شرکت ملی نفت ایران به‌عنوان فروشنده قرارداد سلف موازی استاندارد و همچنین دارندگان گواهی سلف موازی استاندارد در پایان آخرین روز معاملاتی می‌توانند حداکثر تا ساعت ۱۶ روز کاری بعد از آخرین روز معاملاتی با اعلام به اتاق پایاپای و طبق رویه‌ای که بورس تعیین می‌کند، از تحویل دارایی پایه قرارداد انصراف دهند (ماده (۳۴)).

دارندگان گواهی‌های قراردادهای سلف موازی استاندارد که توسط اتاق پایاپای جهت تحویل فیزیکی دارایی پایه اعلام شده‌اند، باید اطلاعات و مستندات لازم جهت انجام امور مربوط به تحویل فیزیکی را طی مهلت مقرر به شرکت ملی نفت ایران ارائه کنند (ماده (۳۷)). در صورت عدم ارائه اطلاعات و مستندات طی مهلت مقرر یا خودداری از تحویل دارایی پایه به هر ترتیب از سوی خریدار، معامله منفسخ شده و شرکت ملی نفت ایران پس از کسر خسارت، وجه پرداختی توسط خریدار را تا پایان ماه قرارداد به

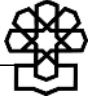
۱. آخرین روز معاملاتی: آخرین روزی که امکان معامله یک قرارداد سلف موازی استاندارد در بورس وجود دارد.

وی مسترد می‌نماید (ماده (۳۸)) و در صورت ارائه اطلاعات و مستندات طی مهلت مقرر ازسوی خریدار، شرکت ملی نفت ایران اقدام به اعلام برنامه بارگیری همزمان به خریدار و بورس می‌نماید (ماده (۳۹)). برنامه بارگیری باید به‌گونه‌ای باشد که کل تحویل قرارداد سلف موازی استاندارد در ماه قرارداد انجام شود.

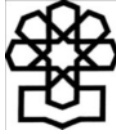
در صورت عدم تحویل یا تحویل با تأخیر دارایی پایه فروخته شده ازسوی شرکت ملی نفت ایران، شرکت مذکور موظف است براساس شرایط اعلامی پیوست مشخصات قرارداد سلف موازی استاندارد، نسبت به جبران خسارت خریداران اقدام نماید (ماده (۴۰)).

منابع و مآخذ

۱. پایگاه اطلاع‌رسانی بازار سرمایه ایران: www.sena.ir
۲. پایگاه اطلاع‌رسانی وزارت نفت: www.mop.ir
۳. پیره مجید و مصطفی زهتابیان. «اصول قرارداد سلف موازی»، مدیریت پژوهش، توسعه و مطالعات اسلامی، زمستان ۱۳۸۶.
۴. دستورالعمل اجرایی معاملات قرارداد سلف استاندارد نفت و فرآورده‌های نفتی در بورس کالای ایران، مصوب مورخ ۱۳۸۹/۱۲/۱۴ هیئت مدیره سازمان بورس و اوراق بهادار.
۵. دستورالعمل معاملات کالا و اوراق بهادار مبتنی بر کالا در بورس کالای ایران، مصوب ۱۳۸۹/۷/۱۵، شورای عالی بورس و اوراق بهادار.
۶. سلطانی‌نژاد، هدایت‌الله. بررسی اعتبار بیع کالی به کالی در حقوق ایران و منابع فقهی، فصلنامه نامه مفید، ش ۶.



۷. شهید ثانی، شرح لمعه، متأجر، ترجمه و تبیین علی شیروانی و محمدمسعود عباسی، انتشارات دارالعلم.
۸. مصوبات کمیته فقهی بورس به کوشش مجید پیره، ۱۳۸۹، مدیریت پژوهش، توسعه و مطالعات اسلامی سازمان بورس اوراق بهادار.



شماره مسلسل: ۱۲۱۹۳

مرکز پژوهش‌ها
مجلس شورای اسلامی

شناسنامه گزارش

عنوان گزارش: بررسی طرح قراردادهای سلف موازی استاندارد نفتی (ویرایش اول)

نام دفتر: مطالعات اقتصادی (گروه بازارهای مالی)

تهیه و تدوین: محمد سلیمانی

ناظران علمی: احمد شعبانی، محمد قاسمی، محمدرضا محمدخانی

همکاران: میثم پیله‌فروش، فریدون اسعدی

متقاضی: معاونت پژوهشی

ویراستار تخصصی: —

ویراستار ادبی: —

واژه‌های کلیدی:

۱. سلف نفتی

۲. سلف استاندارد موازی

۳. وزارت نفت

۴. بورس کالایی

تاریخ انتشار: ۱۳۹۰/۱۰/۲۸