فصل‌نامه مطالعات اقتصاد انرژی/ سال هجدهم / شماره ۷۵/ زمستان ۱۴۰۱ / صفحات ۲۰۵-۱۷۳

راهکاری برای تأمین مالی در پروژه‌های بالادستی صنعت نفت و گاز با استفاده از صندوق سرمایه‌گذاری پروژه

عباس کاظمی نجف آبادی[1]
استادیار حقوق خصوصی دانشگاه علامه طباطبائی، تهران، ایران، abaskazemi@gmail.com
محمد مهدی حاجیان
دانشیار حقوق خصوصی دانشگاه علامه طباطبائی، تهران، ایران، mahdihajian@yahoo.coms
محمدرضا آشتیانی
دانشجوی دکتری رشته مدیریت قراردادهای بین المللی نفت و گاز، دانشگاه علامه طباطبائی، تهران، ایران
m.ashtiani.1361@gmail.com

تاریخ دریافت: ۱۴۰۰/۱۲/۱۰ تاریخ پذیرش: ۱۴۰۱/۰۴/۱۰

چکیده

تأمین مالی یکی از مهم ترین چالش‌های راه‌اندازی پروژه‌ها می‌باشد. روش‌های مختلف تأمین مالی بسته به نوع بازار و میزان ریسک و بازدهی، تأثیرات متفاوتی بر عملکرد پروژه دارد. یکی از روش‌های نوین تأمین مالی پروژه‌ها، ایجاد صندوق سرمایه‌گذاری پروژه از طریق بازار سرمایه می‌باشد. در این روش سرمایه‌گذاران مالک نهایی پروژه احداث شده بوده و لذا در سود اقتصادی طرح شریک می‌شوند. با توجه به هزینه‌بر بودن پروژه‌های بخش بالادستی نفت و گاز، تأمین مالی با این روش در بازار بورس، سرمایه‌های خرد جامعه نیز در پروژه به کار گرفته می‌شود و لذا از دیدگاه کلان، تلاطم‌های اقتصادی نقدینگی کنترل می‌شود. این نوشتار به بررسی روش تأمین مالی صندوق پروژه، در پروژه‌های بالادستی نفت و گاز می‌پردازد. در پژوهش حاضر با روش توصیفی و کتابخانه‌ای اقتضائات صنعت مذکور شامل هزینه، زمان و ریسک مطالعه، ارکان صندوق بر شمرده شده و همچنین چالش‌های این روش شامل مالکیت تأسیسات و تجهیزات پروژه در پایان ساخت پروژه و مالیات نقل و انتقال بررسی و راهکارهایی نیز پیشنهاد گردیده است. مزایای صندوق مزبور از دیدگاه کلان اقتصادی کنترل، هدایت نقدینگی‌های خرد به سمت تولید و از دید شرکت ناشر صرفه‌جویی مالیاتی و مدیریت نقدینگی می‌باشد.

طبقه‌بندی JEL: D25,O16
کلیدواژه‌ها: تأمین مالی، صندوق سرمایه‌گذاری پروژه، صنعت نفت و گاز، سرمایه‌های خرد

---

۱. نویسنده مسئول

[Downloaded from iiesj.ir on 2025-12-07]

[DOI: 7.18.75.173]

۱- مقدمه

طبق گزارش مرکز آمار ایران، صنعت نفت و گاز یکی از ۷ صنایع کشور بوده که سهم آن از رشد اقتصادی شش ماهه اول ۱۴۰۰ کشور معادل ۳۰درصد می‌باشد[۱]. از طرفی با توجه به محدودیت منابع، جزء بخشهای مهم و کلیدی اقتصاد کشور است زیرا در نگاه اقتصادی، رتبه ۴ (از ۳۴ بخش) در کشش تولید کل را به خود اختصاص داده است. به این معنا که یک درصد تغییر تقاضای نهایی این صنعت، بیش از سایر صنایع تولید کل اقتصاد را افزایش می‌دهد (سیدمشهدی، قلمباز، and اسفندیاری ۱۳۹۰). این موضوع به این مفهوم است که اگر تقاضا در این صنعت افزایش یابد، به دلیل استفاده از سایر نهاده‌های تولید، تقاضا از سایر صنایع نیز افزایش خواهد یافت و این امر تأثیر مضاعفی بر تولید کل اقتصاد دارد. همچنین صنایع و نیروی کار گسترده‌ای را به صورت مستقیم و غیر مستقیم مشغول به فعالیت کرده است. در جنبه بین‌المللی نیز نقش حیاتی در تعیین میزان قدرت ملی و اعتبار منطقه‌ای و بین‌المللی ایفا می‌نماید. لذا اتخاذ برنامه مناسب در این زمینه موجب جلوگیری از خام فروشی و تولید هرچه بیشتر فرآورده‌ها و محصولات مشتقه و تأثیرات مثبت زنجیره‌ای آن در اقتصاد کشور می‌شود و بالتبع اشتغال بیشتری را نیز ایجاد می‌کند. این تأثیرات به شرط پویایی و تحرک‌پذیری صنعت که بسیار حائز اهمیت است و لذا رشد این بخش منجر به تولید مواد اولیه سایر بخش‌های اقتصادی شده و در رونق کشور مفید خواهد بود.

از سوی دیگر، برای راه‌اندازی، توسعه و بهره‌برداری از میادین نفت و گاز، تأمین مالی یکی از عوامل اساسی و بسیار مهم می‌باشد. در وضعیت تحریم‌ها و نبود سرمایه‌گذاری و عدم دسترسی به منابع مالی خارجی و حتی کمبود منابع دولتی (بعنوان مشکل کشور)، رویکرد تأمین مالی و سرمایه‌گذاری داخلی و هدایت سرمایه‌های خرد جامعه به سوی بخش‌های تولیدی و توسعه‌ای، راهکاری عملی و قابل اجرا برای برون رفت از شرایط رکود خواهد بود، چنان که تجربه بازار سرمایه و سایر بازارهای داخلی این موضوع را نشان داده است (موسوی ۱۳۹۸). از طرف دیگر، نقدینگی

۱. در این گزارش رشته فعالیت ها به ترتیب عبارتند از گروه کشاورزی، استخراج نفت و گاز، سایر معادن، صنعت، تامین آب، برق و گاز طبیعی، ساختمان و گروه خدمات که محصول ناخالص داخلی در شش ماهه اول سال ۱۴۰۰ با احتساب نفت و بدون احتساب نفت به ترتیب برابر ۳/۶۶۰ و ۳/۱۳۶ هزار میلیارد ریال می‌باشد که نسبت به مدت مشابه سال قبل به ترتیب بیانگر از رشدی معادل ۵/۹ و ۴/۱ درصد می‌باشد.

[Downloaded from iiesj.ir on 2025-12-07]

[DOI: 7.18.75.173]

سرگردان در کشور عامل مهمی در نوسانات اقتصادی می‌باشد. در هر برهه‌ای از زمان، یکی از بازارهای سرمایه‌گذاری به دلایل مختلف نقدینگی موجود در جامعه را به خود جذب می‌کند و در دوره‌ای دیگر این نقدینگی مجدداً به دلیل جذابیت بازارهای موازی و سایر بازارهای سرمایه‌گذاری به بازار دیگری منتقل می‌شود. این موضوع حتی سیاست‌گذاری‌های کلان اقتصادی کشور را نیز به چالش می‌کشد و در بیشتر موارد باعث ایجاد تورم و مشکلات اقتصادی و همچنین اجتماعی در جامعه می‌گردد. اما در صورت مناسب بودن شرایط سرمایه‌گذاری در طرح‌های تولیدی کشور، این سرمایه‌های خرد جامعه نیز با انگیزه بیشتری به سرمایه‌گذاری بلندمدت در این طرح‌ها روی آورده و احتمال جذب این منابع داخلی در توسعه کشور بسیار بالا خواهد رفت.

در همین راستا و به منظور ارتقای فضای تأمین مالی، زیرساخت‌های قانونی نیز اندیشیده و قوانینی برای سرمایه‌گذاری در طرح‌های نفت و گاز وضع شده اند. آیین‌نامه اجرایی انتشار اوراق مالی اسلامی در جلسه سوم اردیبهشت‌ماه سال ۱۳۹۹ هیئت دولت، بند مشابهی در قانون بودجه ۱۴۰۰ (بند ط تبصره ۵)، همچنین طبق بند «ح» قانون برنامه ششم توسعه، گسترش بازار سرمایه با تأکید بر طراحی و مهندسی ابزارهای مالی و کالایی، توسعه بازار انرژی و عرضه نفت خام و فرآورده‌های نفتی در بورس انرژی تاکید شده است.

بازبینی این ظرفیت‌های قانونی و شرایط واقعی پروژه‌ها، نشان می‌دهد که تأمین منابع مالی بالا برای پروژه‌های نفت و گاز، نیاز اساسی به توسعه و تنوع در طراحی و استفاده از ابزارهای مختلف تأمین مالی دارد که با توجه به شرایط کشور می‌بایست با اصول شریعت نیز همخوانی داشته و مهم تر اینکه توجیه مالی و اقتصادی لازم را داشته باشد (شیرمردی احمدآباد ۱۳۹۸). وجود این مجوزهای قانونی در برنامه ششم توسعه و قانون بودجه سال‌های اخیر، منجر به مطالعه روش‌های مختلف تأمین مالی در صنعت نفت و گاز شده است. با توجه به تجربه تحریم‌های آمریکا و عدم جذب منابع مالی خارجی و یا منابع بانکی طی سال‌های اخیر، استفاده از پتانسیل‌های داخلی و نقدینگی موجود در داخل کشور با پس انداز خرد اشخاص یکی از بهترین گزینه‌های تأمین مالی می‌باشد. از طرف دیگر تنها محیط شفاف و نظام‌مند برای تأمین مالی، بازار بورس و اوراق بهادار می‌باشد که در صورت مدیریت کارا و اثربخش این فرایند می‌توان با تقویت

[Downloaded from iiesj.ir on 2025-12-07]

[DOI: 7.18.75.173]

اوراق بدهی و ایجاد اطمینان در سرمایه‌گذاران و تأمین مالی‌کنندگان، بخش عمده‌ای از نیازهای مالی را تأمین کرد.

تحقیق حاضر از منظر هدف پژوهش، کاربردی بوده و بر حسب گردآوری و تجزیه و تحلیل داده‌ها، تحقیق توصیفی می‌باشد. در این تحقیق ابتدا مطالعات صورت گرفته در زمینه تأمین مالی صنعت نفت و گاز ارائه می‌شود و در ادامه به بررسی روش‌های تأمین مالی و تأمین مالی در صنعت نفت با استفاده از صندوق سرمایه‌گذاری پروژه پرداخته می‌شود. ارکان صندوق سرمایه‌گذاری پروژه در بخش بعد بررسی و در نهایت چالش‌ها و مزایای استفاده از صندوق پروژه در صنعت بالادستی نفت و گاز[1] مطالعه و پیشنهاداتی جهت حل مشکلات آن ارائه شده است.

۲- ادبیات تحقیق

الف) مبانی نظری

در بعد نظری، موضوع تأمین مالی اولین بار توسط مودیگیلیانی و میلر[2] در سال ۱۹۵۸ مطرح شد. آنها نشان دادند که ارزش یک شرکت با فرض عدم وجود مالیات، هزینه‌های نمایندگی، هزینه‌های ورشکستگی و اطلاعات نامتقارن در یک بازار کارا متأثر از نحوه تأمین مالی شرکت نمی‌باشد. مطالعات بعدی بیان کرد که منابع تأمین مالی جایگزین یکدیگر نخواهند شد و انتخاب روش تأمین مالی تنها محدود به هزینه آن محدود نمی‌گردد (ابوجعفری و همکاران ۱۳۹۳). تئوری سلسله مراتب تأمین مالی نیز بخش مهمی از ادبیات تأمین مالی بنگاه می‌باشد. این تئوری سلسله مراتبی و ترجیحات بیان می‌کند که منابع داخلی نسبت به تسهیلات بانکی و بدهی‌ها نسبت به انتشار سهام اولویت بالاتری در تأمین مالی دارد (همان منبع، ۱۳۹۳).

---

۱. طبق قانون اصلاح قانون نفت مورخ ۱۳۹۰/۰۴/۲۱ تعریف عملیات بالادستی نفت عبارت است از: کلیه مطالعات، فعالیت‌ها و اقدامات مربوط به اکتشاف، حفاری، استخراج، بهره‌برداری و صیانت از منابع نفتی، انتقال، ذخیره‌سازی و صادرات آن مانند پی‌جویی، نقشه‌برداری، زمین‌شناسی، ژئوفیزیک، ژئوشیمی، حفر و خدمات فنی چاه‌ها، تزریق گاز، آب، هوا و یا هر فعالیتی که منجر به برداشت بهینه و حداکثری از منابع نفتی گردد و نیز احداث و توسعه تأسیسات و صنایع وابسته، تحدید حدود، حفاظت و حراست آنها برای عملیات تولید و قابل عرضه کردن نفت در حد جداسازی اولیه، صادرات، استفاده و یا عرضه برای عملیات پایین‌دستی را شامل شود.

2. Modigliani & Miller

[Downloaded from iiesj.ir on 2025-12-07]

[DOI: 7.18.75.173]

در بعد تجربی نیز روش‌های تأمین مالی تنوع زیادی را شامل می‌شود و طبقه بندی‌های مختلفی را نیز در بر می‌گیرد. این روش‌ها در طیف سه بخشی استقراض[1] یا وام، روش‌های قراردادی[2] و روش‌های سرمایه‌گذاری[3] تقسیم بندی می‌شود. هر کدام از این دسته‌بندی‌های تأمین مالی، از بازدهی انتظاری، ریسک پذیری، نوع تضمین و نوع بازدهی سرمایه متفاوتی برخوردار است. شکل ۱ طیف بندی انواع روش‌های تأمین مالی و ویژگی‌های هر طیف را نشان می‌دهد.

شکل ۱. روش‌های تامین مالی در یک طیف سه گانه

در این طیف، هر چه تأمین مالی به سمت تأمین مالی صرف و استقراض پیش برود، عموماً از ریسک کمتری برخوردار بوده و بر اساس تئوری تعادل نرخ بازدهی محرک و هزینه استفاده از سرمایه، نرخ بازدهی کمتری به آن تعلق می‌گیرد. بالعکس هر چه به سمت روش‌های قراردادی حرکت نماید، با توجه به وابستگی بازپرداخت بدهی به اقتصاد پروژه، ریسک بیشتری متوجه تأمین‌کننده مالی بوده و لذا نرخ بازدهی نیز بیشتر می‌شود. در حالتی که تأمین‌کننده مالی اقدام به سرمایه‌گذاری و مالکیت پروژه می‌نماید، تمام ریسک‌های کشوری، تجاری و فنی پروژه را به سهم خود می‌پذیرد (دهقانی ۱۳۹۸).

1. Loan
2. Contract
3. Investment

[Downloaded from iiesj.ir on 2025-12-07]
[DOI: 7.18.75.173]

صندوق سرمایه‌گذاری پروژه در این طبقه بندی جزء روش‌های تأمین مالی دسته سرمایه‌گذاری‌ها قرار دارد. این صندوق‌ها که در ادبیات مالی زیر مجموعه‌ای از صندوق‌های تامین مالی هستند، وظیفه تامین منابع مالی مورد نیاز یک پروژه یا فعالیت اقتصادی در بستر بازار سرمایه را بر عهده دارد، به نحوی که سرمایه‌گذاران به نسبت سهم خود در سود و زیان پروژه شریک می‌شود و پس از راه اندازی پروژه و تبدیل صندوق پروژه به شرکت سهامی عام، جزو مالکان شرکت هستند.

دارندگان واحدهای صندوق یا همان سرمایه‌گذاران صندوق، در مالکیت پروژه به وجود آمده و تجهیزات ایجاد شده به نسبت سرمایه‌گذاری خود سهیم هستند. لذا بیشترین ریسک را می‌پذیرند و از سوی دیگر نیز به واسطه مالکیت به وجود آمده در درآمدها و سود حاصل شده از پروژه نیز سهیم می‌باشند، که باعث جبران ریسک سرمایه‌گذاری می‌شود.

در یک طبقه‌بندی کلی دیگر، روش‌های تأمین مالی به تامین مالی پروژه ای[1] و تأمین مالی شرکتی[2] تقسیم‌بندی می‌شود. تأمین مالی پروژه‌ای مجموعه متنوعی از روش‌های تأمین مالی را در بر می‌گیرد و تعریف مشخص و واحدی نیز برای آن ارائه نشده است. به عنوان مثال فابوزی[3] اینگونه تعریف کرده است: یک نوع از روش‌های تأمین مالی است که درآن توجه تأمین‌کنندگان مالی برای بازپرداخت منابع تأمین مالی شده به جریان‌های نقدی و عایدی‌های تأمین مالی شونده معطوف است و اموال شرکت تأمین مالی شونده می‌تواند به عنوان رهن یا تضمین در گرو منابع تأمین مالی قرار گیرد (Fabozzi, 2000). مرنا و دوبی[4] نیز این گونه تعریف کرده‌اند. «این عبارت طیف گسترده‌ای از ساختارها و روش‌های تأمین مالی را در بر می‌گیرد که در یک چیز مشترک هستند و آن این است که حامی پروژه یا همان بانی در مراحل تأمین مالی پشتیبانی و حمایت نمی‌کند، در این ساختار تأمین مالی کنندگان به عملکرد خود پروژه به تنهایی اکتفا می‌کنند (Merna and Dubey, 1998). ایستی[5] نیز روش تأمین مالی

1. Project Finance
2. Corporate Finance
3. Fabozzi
4. Merna and Dubey
5. Esty

[Downloaded from iiesj.ir on 2025-12-07]

[DOI: 7.18.75.173]

پروژه محور را این گونه تعریف کرده است که یک شرکت مستقل حقوقی[1] (SPV) ایجاد می‌شود و وام و بدهی‌های آن شرکت بدون حق رجوع یا با حق رجوع محدود است، این شرکت توسط بانی تشکیل شده و هدف آن جذب سرمایه و تأمین مالی می‌باشد (Esty, 2004). بر اساس تعاریف متفاوت ارائه شده، دو ویژگی و اصل مشترک در یک تأمین مالی پروژه محور می‌باشد:

الف) عدم حق رجوع یا حق رجوع محدود توسط تأمین مالی‌کنندگان به بانی

ب) پشتوانه تأمین مالی جریان‌های نقدی و دارایی‌های پروژه می‌باشد. (موسویان و حدادی ۱۳۹۲)

ویژگی اول در حالت بدون حق رجوع باعث می‌شود که ریسک نکول برای تأمین مالی کنندگان افزایش یابد، زیرا که اگر پروژه به هر دلیلی با شکست مواجه شود، بانی هیچ گونه تعهدی برای بازپرداخت بدهی‌ها ندارد. لذا این نوع تأمین مالی و بدون حق رجوع کمتر اتفاق می‌افتد و بانی برای کاهش ریسک، حق رجوع محدود در تأمین مالی لحاظ نماید. این محدودیت طبق نظر تینزلی می‌تواند در دوره زمانی محدود، تعهد محدود از نظر مالی یا تعهد محدود در پیشرفت فیزیکی بخشی از پروژه وجود داشته باشد (Tinsley, 2000). به عنوان نمونه تأمین مالی حوزه نفتی دریای شمال پروژه به دو قسمت تقسیم‌بندی و در دوران ساخت از تأمین مالی با حق رجوع محدود استفاده شد و در دوران بهره‌برداری و نگه داری با توجه به کاهش ریسک عدم موفقیت پروژه و حصول اطمینان نسبی برای تأمین‌کنندگان مالی، از تأمین مالی بدون حق رجوع استفاده شده است. ویژگی دوم تأمین مالی پروژه یعنی پشتوانه قراردادن دارایی‌ها و درآمدهای پروژه در تأمین مالی نیز، توجیه‌پذیری پروژه را افزایش می‌دهد. این امر موجب ایجاد انگیزه و جذابیت برای سرمایه‌گذاران می‌شود.

صندوق سرمایه‌گذاری پروژه یکی از روش‌های تأمین مالی پروژه‌ای می‌باشد. دارایی‌ها و درآمدهای صندوق به عنوان پشتوانه سرمایه‌گذاری سرمایه‌گذاران صندوق می‌باشد و بانی نیز حق رجوع محدود یا عدم حق رجوع را برای صندوق سرمایه‌گذاری پروژه در نظر می‌گیرد. در این روش تامین مالی نوین، سرمایه‌گذاران به اتکای اقتصاد پروژه، تامین مالی را انجام می‌دهند.

1. Special Purpose Vehicle

[Downloaded from iiesj.ir on 2025-12-07]

[DOI: 7.18.75.173]

ب) پیشینه پژوهش

در خصوص تأمین مالی در صنعت بالادستی نفت و گاز نیز تحقیقات متعددی صورت گرفته است. هر چند مطالعه‌ای راجع به صندوق سرمایه‌گذاری پروژه در ایران مشاهده نشده است، لیکن در زیر به بخشی از مطالعات تأمین مالی صنعت نفت وگاز اشاره می‌شود.

نظرپور و لطفی‌نیا (۱۳۹۴) در تحقیقی به بررسی تأثیر صندوق‌های پروژه محور در اجرای درست و دقیق تسهیلات مشارکتی در بانکداری اسلامی پرداختند. آنها نتیجه گرفتند که استفاده از تخصص و دانش صندوق‌های پروژه محور در مراحل بررسی تقاضا، اجرا و نظارت پروژه و نهایتاً تسویه و حسابرسی می‌تواند به بانک‌ها در اجرای صحیح تسهیلات مشارکتی کمک نماید (نظرپور و لطفی‌نیا، ۱۳۹۴).

در مطالعه‌ای استراتژی‌های بهبود نظام تامین مالی صنایع نفت و گاز و اولویت بندی آنها توسط امامی میبدی (۱۳۹۸) بررسی شده و سه محور بهبود زیرساخت‌های حاکمیتی و قانونی، عوامل ساختاری و شفافیت اطلاعاتی حوزه تأمین مالی صنعت نفت و گاز مورد مطالعه قرار گرفت. براساس نتایج در این تحقیق بهبود زیرساختهای حاکمیتی و قانونی در این حوزه بیشترین اولویت را به خود اختصاص داده است (امامی میبدی، ۱۳۹۸).

«اوراق جعاله، ابزاری مناسب برای تأمین مالی صنعت نفت و گاز» عنوان مطالعه شیرمردی احمدآباد (۱۳۹۸) می‌باشد، که به بررسی ارکان و عناصر قرارداد جعاله پرداخته و دو مدل عدم اتحاد بانی و پیمانکار و اتحاد بانی و پیمانکار را مرور و آنگاه اوراق اجاره احداث و تبدیل سهام را بررسی کرده‌اند. سپس با بررسی ریسک‌های اوراق جعاله، نتیجه گرفتند که اوراق جعاله می‌تواند به عنوان یک ابزار مالی مناسب جهت تأمین مالی پروژه‌های نفت و گاز به کار گرفته شود.

سید عباس موسویان (۱۳۹۰) معتقد است که اوراق سلف موازی می‌تواند به عنوان ابزار تأمین مالی پروژه‌های نفت و گاز مورد استفاده قرار گیرد. وی کاربردهای اوراق سلف را پیش شمرده، ریسک‌ها و مدل‌های عملیاتی آن را بررسی نموده است. برای حل مشکل فقهی اوراق سلف نیز دو راه حل پیشنهاد نموده است.

[Downloaded from iiesj.ir on 2025-12-07]

[DOI: 7.18.75.173]

عوامل موثر بر انتخاب شیوه تأمین مالی توسط ذاکرنیا، خواجه زاده دزفولی و فدایی واحد (۱۳۹۵) با روش TOPSIS فازی بررسی شده است. این عوامل موثر به سه طبقه اصلی به ترتیب عوامل مربوط به منبع تأمین‌کننده مالی، عوامل کلان اقتصادی و سیاسی و عوامل مربوط به تأمین‌شونده مالی تقسیم‌بندی و برای هر کدام از این طبقات نیز فاکتورها و زیرمجموعه‌هایی مطالعه گردیده است.

سال ۱۳۹۲ عبدی و امین زاده به بررسی ساز و کار تأمین مالی پروژه‌های صنعت انرژی با تاکید بر قراردادهای EPCF[1] پرداختند. در این مقاله برخی از روش‌های تأمین مالی بررسی شده و ساختار تأمین مالی روش EPCF توضیح داده شده است. در نهایت راه‌حل‌هایی برای مرتفع شدن مشکلات تأمین مالی پروژه‌های کلان ارائه گردیده است.

نظرپور، فاضلیان و مومنی نژاد (۱۳۹۴) در یک تحقیق به تأمین مالی صنعت نفت و گاز بر مبنای صکوک استصناع پرداخته و ریسک‌های آن را رتبه بندی کرده اند. در این مطالعه با روش توصیفی و تحلیل محتوا الگوهای مختلف صکوک مزبور را بررسی کرده و نتیجه گیری کرده اند که انواع صکوک مزبور می‌تواند تأمین مالی صنعت نفت را انجام دهد و ریسک‌های تورم، سیاسی و نرخ ارز بیشترین تأثیر را در سرمایه‌گذاری دارند.

بررسی ارزیابی روش‌های منتخب تأمین مالی (بیع متقابل داخلی، بیع متقابل خارجی، بیع متقابل خارجی با شریک داخلی، بیع متقابل داخلی با شریک خارجی و روش ترکیبی) در صنعت نفت ایران توسط مینویی، مرادی حقیقت و شاهجوئی (۱۳۹۴) انجام شده است. با استفاده از نظرات خبرگان و با در نظرگرفتن برخی معیارها روش‌های مزبور را به ترتیب فوق اولویت بندی کرده اند.

روکندو و روسیبانا (۲۰۲۱) در تحقیقی به بررسی تأثیر مدیریت وجوه پروژه در بخش عمومی کشور روآندا پرداخته اند. آنها به این نتیجه رسیدند که اثربخشی پروژه با وجود بودجه بندی، کنترل و تخصیص وجوه پروژه افزایش خواهد یافت. به عبارت دیگر روش مدیریت وجوه پروژه موفقیت پروژه را تعیین می‌نماید (Emmanuel and Claude, 2021).

شپارد و همکاران (۲۰۰۶) در یک مطالعه به بررسی تأمین مالی پروژه‌های زیرساختی در کشورهای جنوب قاره آفریقا پرداختند. آنها اظهار داشتند که به دلیل

1. Engineering, Procurement, Construction, Finance

[Downloaded from iiesj.ir on 2025-12-07]

[DOI: 7.18.75.173]

محدودیت‌های بازارهای مالی محلی و دشواری‌های تأمین مالی پروژه ای، بخش خصوصی سهم کمی در تأمین مالی پروژه‌های زیر ساختی دارد. تأمین مالی از طریق وجوه خارجی نیز به کاهش ریسک ارزهای خارجی بستگی دارد. با این وجود در بعضی از این کشورها، پتانسیل مناسبی بالاخص در بازار سرمایه آنها برای جذب منابع داخلی وجود دارد (Sheppard and Kumar, 2006).

بازنگری مطالعات مزبور نشان می‌دهد که روش‌های کلان تأمین مالی و استفاده از انواع اوراق صکوک در صنعت نفت و گاز قابل استفاده هستند (در عمل نیز برخی از شرکت‌ها از این روش استفاده کرده‌اند، نظیر شرکت نفت و گاز پرشیا که برای پروژه میدان نفتی یاران شمالی مبلغ ۲ هزار میلیارد ریال اوراق مشارکت ۲۰درصد در سال ۱۳۹۳ منتشر نمود). لیکن مطالعه‌ای در خصوص سایر روش‌های تامین مالی پروژه‌های بالادستی صنعت نفت و گاز در بازار سرمایه از قبیل صندوق سرمایه‌گذاری پروژه و احصای مزایا و معایب، مشکلات و چالش‌های آن و پیشنهاد راهکارهای مناسب انجام نشده است. به نظر می‌آید که صندوق سرمایه‌گذاری پروژه (در صورت لزوم با مناسب‌سازی آن) در کنار روش‌های مزبور می‌تواند راهگشای نیاز به منابع مالی مورد نیاز بخش بالادستی صنعت نفت و گاز باشد و بخشی از نیاز مالی پروژه‌های صنعت نفت و گاز را پوشش دهد.

۲-۱- تأمین مالی در صنعت نفت

در پروژه‌های انرژی و ازجمله صنعت نفت و گاز در ارتباط با قراردادها سه ویژگی وجود دارد. اولین ویژگی سرمایه‌بر بودن پروژه‌های انرژی است. ویژگی دوم بلند مدت بودن (معمولا بین ۲۰ تا ۳۰ سال) است که برای سرمایه‌گذاران فرصت مناسب جهت استهلاک سرمایه و بازپرداخت وام و هم چنین نرخ بهره وام را فراهم می‌آورد. لازم به ذکر است پروژه‌های انرژی اغلب نیازمند زمانی ۱۰ تا ۱۵ ساله برای تأمین مالی بوده و اصولا تأمین مالی‌های بلند مدت نیازمند قراردادهای بلندمدت است. برای شرکای پروژه نیز جذب منابع مالی متأثر از ریسک بالا و سرمایه‌بر بودن پروژه است. در نتیجه شرکا به دنبال تقسیم ریسک هستند. قراردادهای بلند مدت منجر به تسهیل سرمایه‌گذاری در پروژه می‌شود. زیرا در بلند مدت تضمین درآمد وجود دارد (دهقانی، ۱۳۹۸). سومین ویژگی وجود شرط Take or Pay می‌باشد که حداقل مقدار ممکن برای تضمین درآمد

[Downloaded from iiesj.ir on 2025-12-07]

[DOI: 7.18.75.173]

یک پروژه را فراهم می‌آورد. در قراردادهای بلند مدت وجود شرط Take or Pay مکانیزمی برای تداوم جریان نقدی پروژه در آینده است و لذا وجود این شرط، به معنی تسهیم ریسک بین طرفین می‌باشد (دهقانی، ۱۳۹۸). البته عامل سوم بیشتر در قراردادهای مربوط به پتروشیمی و یا گاز (صنعت پایین دستی نفت و گاز) مورد استفاده قرار می‌گیرد.

انعطاف پذیری قراردادهای نفتی، یکی از ویژگی‌های صنعت بالادستی نفت و گاز است. به این معنی که همزمان با افزایش درآمد پروژه، سود کارفرما و پیمانکار (از محل بازپرداخت عواید نفتی) افزایش می‌یابد. این ویژگی صنعت نفت به دلیل ریسک بالای آن می‌باشد. شرکت‌های طرف قرارداد نفتی با سهیم شدن در درآمدها و سود، می‌توانند پاداش وحق الزحمه و بازدهی خود را به دست آورند. اگر این انعطاف‌پذیری نبود، تناسبی هم میان ریسک و بازدهی شرکت پیمانکار وجود نداشت و جذابیت سرمایه‌گذاری را ازدست می‌داد (صاحب هنر و همکاران، ۱۳۹۶).

شرکت‌های فعال در صنعت نفت و گاز متعارف دنیا و شرکت‌های نفتی بین المللی، عمدتا تأمین مالی پروژه‌های خود را از محل منابع داخلی خود انجام می‌دهند. اما تأمین مالی صنعت نفت در کشورهای پیشرفته برای شرکت‌های پیشرو در نفت و گاز شیل متفاوت می‌باشد. شرکت‌های فعال در صنعت نفت و گاز شیل با توجه به اینکه در کوتاه مدت در معرض تغییرات نرخ بهره هستند، تمایل به استفاده از اوراق قرضه و وام‌های بانکی دارند. همچنین، ضعیف بودن رتبه‌بندی اعتباری این شرکت‌ها (به ویژه در زمان افت قیمت نفت)، تأمین مالی آنها از طریق بدهی‌ها را گرانتر و با نرخ بالاتری مقدور می‌سازد. لذا این گونه شرکت‌ها به نوع دیگری از تأمین مالی با عنوان تأمین مالی مبتنی بر ذخایر[1] روی آورده اند (Azar, 2017).

در برخی از کشورهای اسلامی و به‌خصوص مالزی و اندونزی استفاده از انواع صکوک در تأمین مالی بخش نفت و گاز نیز رشد قابل توجهی داشته است. به عنوان مثال در کشور اندونزی شرکت گاز کامرون شرقی [2] در حدود ۱۶۵ میلیون دلار برای مخازن جزایر کیمن اوراق صکوک منتشر کرد. منابع جمع‌آوری شده نیز برای خرید

1. Reserve Based Lending RBL
2. East Cameron Gas Company

[Downloaded from iiesj.ir on 2025-12-07]
[DOI: 7.18.75.173]

بهره مالکانه مازاد[1]، طرح‌های توسعه و خرید اختیار فروش گاز طبیعی اختصاص یافته است. لذا مالکان SPV بهره مالکانه مازاد را نیز در اختیار داشتند (Rafay, 2019).

سایر روش‌های تأمین مالی در جهان، از طریق ایجاد شرکت‌های واسط (SPV) و انتشار اوراق قرضه و صکوک توسط شرکت‌های واسط و یا از طریق منابع بانکی صورت می‌گیرد و مدل فعلی تأمین مالی از طریق صندوق سرمایه‌گذاری پروژه و انتشار واحدهای صندوق پروژه برای مالکیت نهایی در پروژه احداث شده، مسبوق به سابقه نمی‌باشد.

- **مروری بر روش‌های تامین مالی صنعت نفت در ایران**

قراردادهای نفتی در ایران از قراردادهای امتیازی شروع و پس از مدت کوتاهی از قراردادهای مشارکتی استفاده شد. سپس قراردادهای خدماتی برای صنعت بالادستی نفت و گاز منعقد گردید. آخرین نوع قراردادهای مجاز، قراردادهای جدید نفتی ایران قراردادهای IPC[2] می‌باشد که در سال ۱۳۹۵ به تصویب هیئت وزیران رسید. بر اساس قراردادهای مصوب جدید، سه نوع قرارداد وجود دارد: الف) قراردادهای مرحله اکتشاف ب) قراردادهای مرحله توسعه میدان‌های کشف شده و ج) قراردادهای بهبود عملیات و افزایش ضریب بازیافت که اقتضائات صنعت نفت و گاز نیز در این مدل جدید گنجانده شده است. مثلا دوره قرارداد حداکثر ۲۰ سال از شروع عملیات توسعه می‌باشد، که می‌تواند دوران عملیات اکتشاف به آن اضافه شود. ریسک‌های مرحله اکتشاف هم با پیمانکار می‌باشد (کاظمی نجف آبادی و ناصری، ۱۳۹۸) .

در تأمین مالی صنعت نفت ایران در سال‌های مختلف از شیوه‌های متفاوت استفاده شده است، مانند: بیع متقابل داخلی و خارجی، بیع متقابل خارجی با شریک داخلی، بیع متقابل داخلی با شریک خارجی و در بعضی از موارد روش ترکیبی (فاینانس، اوراق مشارکت، منابع صندوق ذخیره ارزی و منابع داخلی) و اخیرا رونمایی از قراردادهای IPC. این روش‌ها، منابع مالی مورد نیاز جهت توسعه میادین نفت و گاز خود را جذب نموده‌اند و بالطبع قراردادهای خاصی را منعقد و اجرا نموده اند (مرادی حقیقت، مینویی و شاهجویی، ۱۳۹۳).

1. Overriding Royalty Interest (ORRI)
2. Iranian Petroleum Contract

[Downloaded from iiesj.ir on 2025-12-07]

[DOI: 7.18.75.173]

پس از انقلاب اسلامی ایران و تحت تأثیر اصول قانون اساسی و محدودیت‌های آن و همچنین قانون نفت ایران مصوب سال ۱۳۶۶ قراردادهای خدمت نفتی یا همان قرارداد بیع متقابل طراحی شد. هدف شرکت ملی نفت ایران از این قراردادها، تامین مالی پروژه‌های بالادستی نفت و گاز و انتقال تکنولوژی در این صنعت بوده است. این قراردادها به مرور زمان تکامل یافته و در سه نسل معرفی شدند (امامی میبدی و همکاران، ۱۴۰۰).

براساس آخرین ارزیابی معاونت مهندسی، پژوهش و فناوری وزارت نفت ۱۷ شرکت به عنوان شرکت‌های صاحب صلاحیت برای فعالیت در حوزه بالادستی صنعت نفت وجود دارد، که بعضا اقدام به انتشار انواع اوراق صکوک جهت تأمین مالی پروژه‌های خود نیز نموده اند. تا پایان مرداد ماه ۱۴۰۰ از تعداد ۱۱۳ مورد اوراق صکوک منتشره به ارزش ۸۹ هزار میلیارد تومان، سهم صنعت بالادستی نفت و گاز ارزش ۱۰ هزار میلیارد تومان اوراق صکوک می‌باشد. که اوراق از نوع اوراق اجاره و منفعت با سود بین ۱۸ تا ۲۱ درصد و با سررسید ۳ یا ۴ ساله می‌باشند. این اوراق عمدتا از بهمن ماه ۱۳۹۷ منتشر شده است و نشان می‌دهد که بازار سرمایه ایران به موازات رشد نقدینگی افسار گسیخته، توانایی جذب نقدینگی مورد نیاز صنعت را داشته است.

برای تأمین مالی صنعت نفت و گاز ظرفیت‌های حقوقی نیز وجود دارد. با تصویب آیین‌نامه اجرایی انتشار اوراق مالی اسلامی در جلسه سوم اردیبهشت‌ماه سال ۱۳۹۹ هیئت دولت، به‌منظور سرمایه‌گذاری در طرح‌های نفت و گاز با اولویت میدان‌های مشـترک وزارت نفت و طرح‌های زیربنایی و توسعه‌ای وزارت صنعت، معدن و تجارت و وزارت نیرو، طبق «ماده ۹» به وزارتخانه‌های مذکور اجازه داده می‌شود از طریق شرکت‌های تابع ذی‌ربط و با تصویب شورای اقتصاد، اوراق مالی اسلامی (ریالی یا ارزی) در سقف ۳۵ هزار میلیارد ریال منتشر کنند و بازپرداخت اصل و سود این اوراق را توسط شرکت‌های یادشده از محل افزایش تولید همان میدان‌ها (برای طرح‌های وزارت نفت) و عایدات طرح (برای طرح‌های وزارت صنعت، معدن و تجارت و وزارت نیرو) تضمین کنند. طبق بند «ی» قانون مزبور نیز وزارت نفت می‌تواند از طریق شرکت‌های دولتی تابعه ذی‌ربط تا سقف معادل سه میلیارد دلار اوراق مالی اسلامی (ریالی یا ارزی) با تصویب هیأت وزیران منتشر کند. این اوراق برای بازپرداخت اصل و سود اوراق ارزی - ریالی سررسیدشده، تسهیلات بانکی و تضامین سررسید شده و همچنین بازپرداخت

[Downloaded from iiesj.ir on 2025-12-07]

[DOI: 7.18.75.173]

بدهی‌های سررسیدشده به پیمانکاران قراردادهای بیع متقابل طرح‌های بالادستی نفت تعلق می‌گیرد. سررسید این اوراق نیز پنج سال می‌باشد. همچنین طبق بند «ح» قانون برنامه ششم توسعه، گسترش بازار سرمایه با تأکید بر طراحی و مهندسی ابزارهای مالی و کالایی، توسعه بازار انرژی و عرضه نفت خام و فرآورده‌های نفتی در بورس انرژی تاکید شده است.

کمیته اقتصاد مقاومتی مجلس شورای اسلامی نیز پنج راهکار برای تسهیل تأمین مالی با استفاده از سرمایه‌های خرد جامعه پیشنهاد داده است که عرضه سهام در قالب صندوق سرمایه‌گذاری پروژه برای تأمین مالی از طریق منابع داخلی نیز جزء آن می‌باشد. این روش را به‌عنوان ارجح‌ترین روش تأمین مالی ذکر کرده است (صباغی و امینی رعیا، ۱۳۹۷). از این رو صندوق سرمایه‌گذاری پروژه یک روش تأمین مالی با پتانسیل بالا در صنعت نفت و گاز می‌باشد که شناخت ارکان آن و تجارب قبلی، همچنین اقتضائات و نیازمندی‌های بخش بالادستی نفت و گاز ما را در واکاوی این موضوع یاری می‌رساند. لذا در بخش بعدی به بررسی این موارد خواهیم پرداخت.

۳- روش تحقیق

این مطالعه با استفاده از روش مطالعه کتابخانه‌ای و بهره‌گیری از منابع معتبر به بررسی ویژگی‌های تامین مالی در پروژه‌های بالادستی صنعت نفت و گاز و همچنین صندوق‌های سرمایه‌گذاری پرداخته است. و با جستجو در متون و منابع موجود، مطالب مرتبط در این زمینه گردآوری شده است. همچنین با بهره‌گیری از رهیافت کیفی و استفاده از روش مصاحبه الگوی تامین مالی پروژه‌های بالادستی صنعت نفت و گاز را بررسی می‌کند. هنگامی که در موضوع مورد مطالعه تقریبا مدل شناخته شده کمی وجود دارد و زمانی که پژوهشگر می‌خواهد نظریه‌های موجود را به چالش بکشد، از نظریه زمینه‌ای استفاده می‌شود.

در این پژوهش به دنبال آن هستیم که با فهم و آگاهی مناسبی از ادراکات و بینش‌های ذینفعان تامین مالی، الگوی صندوق سرمایه‌گذاری پروژه را در پروژه‌های بالادستی صنعت نفت و گاز بیان نماییم. لذا پس از مطالعه منابع کتابخانه‌ای با استفاده از مصاحبه و بر مبنای نمونه‌گیری هدفمند به بیان الگو پرداخته‌ایم. در نمونه‌گیری

[Downloaded from iiesj.ir on 2025-12-07]

[DOI: 7.18.75.173]

هدفمند، نمونه‌ها حداکثر اطلاعات را از موضوع پژوهش دارند که مناسب‌ترین روش نمونه‌گیری در پژوهش‌های کیفی است.

روش‌های پژوهش کیفی برای کشف پدیده‌های کمتر شناخته شده، استفاده می‌شود. این روش‌ها می‌توانند جزئیات ظریفی را به دست آورند. مصاحبه روش مناسبی برای جمع آوری داده‌ها می‌باشد که مصاحبه‌ها مبتنی بر گفتگوهای چهره به چهره و روزانه هستند، که منجر به کشف داده‌های عمیقی می‌شوند (ابوالمعالی، ۱۳۹۱). از مهم‌ترین پرسش‌ها در این مصاحبه‌ها سوال در زمینه مدل تأمین مالی پروژه‌های بالادستی صنعت نفت و گاز با استفاده صندوق پروژه و واکاوی ذهن مصاحبه شوندگان در این موضوع بوده است.

مصاحبه شوندگان از میان مدیران شرکت‌های فعال در زمینه صنعت بالادستی نفت و گاز و همچنین از مدیران شرکت‌های تامین سرمایه و شرکت بورس انرژی انتخاب شده‌اند. همچنین انتخاب و نمونه‌گیری بر اساس روش گلوله برفی انجام شده است. یعنی از هر مصاحبه شونده خواسته شده تا مصاحبه شونده بعدی دارای تجارب مفید و مطلع به اهداف پژوهش را معرفی نماید. این فرایند تا آنجا ادامه می‌یابد که به اشباع برسد، یعنی حالتی ایجاد شود که پژوهشگر در آن حالت، داده‌های جدید یا شناخت بیشتر نسبت به اهداف پژوهش به دست نمی آورد (بازرگان، ۱۳۹۱).

۳-۱- تأمین مالی از طریق صندوق سرمایه‌گذاری پروژه

در سال‌های اخیر، بازارهای مالی در سرتاسر دنیا ازجمله ایران به رشد قابل توجهی دست یافته است. ایجاد صندوق‌های سرمایه‌گذاری به گسترش نوآوری‌های ابزاری و نهادی در بازارهای مالی کمک کرده است. توانایی جذب پول توسط این صندوق‌ها و پتانسیل موجود در مکانیزم آنها از جمله ویژگی‌هایی همچون تنوع بخشی و تفکیک پذیری، به گسترش انواع مختلف این صندوق‌ها منجر شده است (مشایخ و حیاتی ۱۳۹۵). یکی از این انواع صندوق‌ها، صندوق‌های سرمایه‌گذاری پروژه هستند.

۳-۲- تعریف صندوق سرمایه‌گذاری پروژه و ارکان آن

طبق ماده ۲۰ و ۲۱ قانون بازار اوراق بهادار جمهوری اسلامی ایران صندوق سرمایه‌گذاری از جمله نهادهای مالی بازار اوراق بهادار هستند که فعالیت اصلی آن

[Downloaded from iiesj.ir on 2025-12-07]

[DOI: 7.18.75.173]

سرمایه‌گذاری در اوراق بهادار می‌باشد و مالکان آن به نسبت سرمایه‌گذاری خود، در سود و زیان صندوق شریک هستند (مجلس شورای اسلامی ۱۳۸۴). همچنین طبق دستورالعمل سازمان بورس و اوراق بهادار و بند ۲-۱ امیدنامه نمونه صندوق فرآیند اجمالی تشکیل صندوق اینگونه است، پس از تعیین شرکت پروژه به صورت سهامی خاص، اجرای پروژه به این شرکت واگذار می‌شود. کلیه سهام شرکت پروژه به صندوق پروژه تعلق خواهد داشت. پس از تکمیل پروژه و آغاز بهره‌برداری از آن، تا حد امکان و مطابق مفاد اساسنامه، دارایی‌ها و تعهدات صندوق پروژه به شرکت پروژه منتقل می‌گردد. آن گاه شرکت پروژه به شرکت سهام عام تبدیل شده و سهام آن در بورس یا بازار خارج از بورس قابل معامله خواهد بود. دارایی صندوق پروژه از جمله سهام شرکت پروژه، بین دارندگان واحدهای سرمایه‌گذاری صندوق تقسیم شده و صندوق تصفیه و منحل خواهد شد.

ارکان صندوق سرمایه‌گذاری پروژه نیز به شرح زیر است:

مجمع عمومی[1]: این مجمع با مشارکت دارندگان واحدهای صندوق سرمایه‌گذاری پروژه و همچنین متولی یا همان امین صندوق به عنوان نماینده سایر دارندگان واحدهای سرمایه‌گذاری طبق مفاد اساسنامه تشکیل می‌شود. این مجمع به عنوان بالاترین رکن در صندوق سرمایه‌گذاری بوده و حدود اختیارات آن در اساسنامه صندوق مشخص شده است. اهم وظایف این مجمع به شرح زیر است:

تصمیم گیری در خصوص تغییرات سایر ارکان و قسمت‌های صندوق، تایید اصلاحات و تغییرات مفاد امید نامه ، تایید صورت‌های مالی ، تصمیم گیری در خصوص انحلال

مدیر صندوق و ناظر فنی[2]: مسئولیت‌های مدیر صندوق و ناظر فنی در اساسنامه و امیدنامه صندوق ذکر شده است. اهم وظایف مدیر صندوق به شرح زیر است:

صدور واحدهای جدید سرمایه‌گذاری، نگهداری و ثبت حساب‌های هر یک از سرمایه‌گذاران، تهیه صورت‌های مالی و گزارشات مالی، بررسی پیشرفت تأمین مالی پروژه، پیشنهاد افزایش سرمایه به هیئت مدیره، تبدیل شرکت پروژه به شرکت سهامی عامی و عرضه آن در بورس، طراحی و اجرای سایت صندوق پروژه جهت ارسال اطلاعات پروژه

1. General meeting
2. Fund manager, Supervising manager

[Downloaded from iiesj.ir on 2025-12-07]

[DOI: 7.18.75.173]

مسئولیت‌های ناظر فنی نیز به شرح زیر می‌باشد:

تایید گزارش مربوط به مطالعات امکان سنجی پروژه، نظارت بر عملکرد پروژه در تطابق با برنامه و اهداف، اخطار دادن برای هر گونه انحراف احتمالی در طول اجرای پروژه، بررسی و تایید گزارش پیشرفت فیزیکی پروژه، تهیه گزارشات دوره‌ای در خصوص پیشرفت کار پروژه و انجام هر گونه فعالیت‌های نظارتی متناسب با وظایف محوله

متولی و حسابرس[1]: وظایف این ارکان نیز در اساسنامه و امید نامه صندوق سرمایه‌گذاری پروژه ذکر شده است. وظایف متولی همانند وظایف امین در اوراق مشارکت می‌باشد که اهم وظایف و مسئولیت‌های متولی به شرح زیر می‌باشد:

شرکت در مجامع سالانه و رای دادن و حفظ منافع سرمایه‌گذارانی که در جلسه نیستند(سرمایه‌گذاران خرد و کمتر از ۱ درصد)، نظارت بر سایر ارکان صندوق جهت اطمینان از صحت انجام مسئولیت‌ها، بررسی و تایید پرداخت‌ها بابت دارایی‌های صندوق، پیشنهاد حذف یا ایجاد سایر ارکان به مجامع سالیانه در صورت لزوم.

اهم وظایف حسابرس صندوق نیز به شرح زیر است:

اطمینان از صحت ثبت‌ها و نگهداری حساب‌های صندوق، بررسی و اظهار نظر در زمینه صورت‌های مالی صندوق و گزارشات عملکرد دوره‌ای و سالانه، بررسی و اظهارنظر در مورد گزارش افزایش سرمایه مدیران ، اظهار نظر در خصوص دقت محاسبات خالص ارزش دارایی‌های هر واحد سرمایه‌گذاری.

متعهد پذیره نویسی[2]: چنانچه در هنگام پذیره نویسی اولیه و یا در هر مرحله از افزایش سرمایه صندوق، بخشی از واحدهای سرمایه‌گذاری صندوق بدون خریدار باقی بماند، متعهد پذیره نویسی باید باقیمانده واحدهای سرمایه‌گذاری صندوق را به قیمت پایه مطابق با قواعد و مفاد امید نامه و اساسنامه خریداری نماید.

بازارگردان صندوق[3]: مسئولیت این رکن صندوق، بازارگردانی واحدهای سرمایه‌گذاری صندوق در محدوده مجاز با مظنه مشخص و حداقل حجم معاملات روزانه طبق مقررات سازمان بورس و اوراق بهادار می‌باشد. مظنه‌های قیمت بایستی روزانه

1. Trustee and Auditor
2. Underwirter
3. Fund Market maker

[Downloaded from iiesj.ir on 2025-12-07]

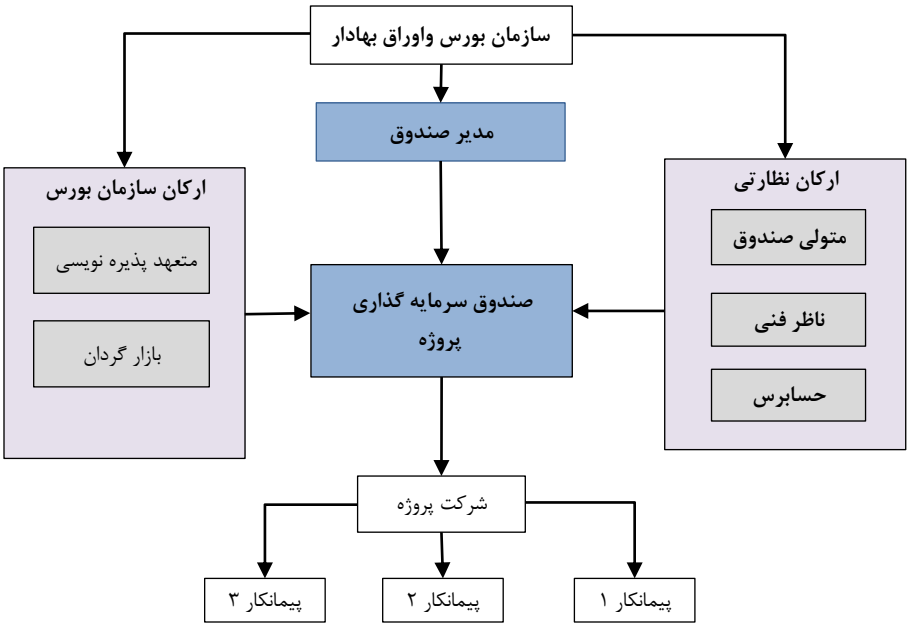
[DOI: 7.18.75.173]

اعلام شده و هر زمان که سرمایه‌گذاران خواستند واحدهای صندوق را بفروشند، بتوانند به قیمت مظنه بازارگردانی به بازارگردان بفروشند. بدیهی است که سرمایه‌گذاران در صورت وجود خریدار بهتر برای واحدهای خود، می‌توانند واحدهای صندوق را با شرایط مناسب تر بفروشند.

هیئت مدیره: مدیر صندوق، ناظر فنی، متعهد پذیره نویسی و امین اعضای هیئت مدیره صندوق هستند و بدین وسیله نمایندگان خود را معرفی می‌کنند. وظایف و مسئولیت‌ها هیئت مدیره نیز در اساسنامه و امید نامه صندوق بیان شده است. از جمله مهمترین وظایف آن به شرح زیر می‌باشد:

تایید مبلغ پیشنهادی افزایش سرمایه در هر مرحله، تصویب صلاحیت پیمانکاران در مراحل انجام پروژه، انتصاب یک مدیر برای انجام عملیات صندوق، برنامه ریزی و بودجه بندی برای عملیات صندوق و در نهایت افزایش شفافیت و اطلاعات سرمایه‌گذاران و همچنین افشای پیشرفت پروژه و وضعیت پروژه در سایت صندوق.

مدل و شمای تأمین مالی از طریق صندوق سرمایه‌گذاری پروژه برای ارکان صندوق به شرح زیر می‌باشد:



شکل ۲. مدل و شمای تأمین مالی از طریق صندوق سرمایه‌گذاری پروژه برای ارکان صندوق

[Downloaded from iiesj.ir on 2025-12-07]

[DOI: 7.18.75.173]

تنها نمونه عملی صندوق سرمایه‌گذاری پروژه در صنعت برق کشور و مربوط به شرکت مپنا (سهامی عام) می‌باشد که در زیر به بررسی آن می‌پردازیم.

۳-۳- صندوق سرمایه‌گذاری آرمان پرند مپنا

تنها صندوق سرمایه‌گذاری پروژه فعال و موفق در کشور مربوط به گروه مپنا می‌باشد. این صندوق در سال ۱۳۹۶ و با هدف تبدیل نیروگاه گازی به نیروگاه سیکل ترکیبی شروع به فعالیت نمود. انتشار اوراق واحدهای صندوق مزبور در مهر ماه ۱۳۹۶ به مبلغ ۳۵۰ میلیارد تومان (طی سه مرحله) انجام پذیرفت. این شرکت با انجام بیش از ۱۰۰ مگا پروژه به ارزش تقریبی ۳۰ میلیارد یورو یکی از بزرگترین پیمانکاران بخش انرژی کشور می‌باشد. هم اکنون این صندوق پروژه در بورس انرژی تهران قابل معامله می‌باشد. بیش از ۹۹/۹ درصد از وجوه جمع آوری شده در سهام شرکت پروژه مصرف شده است. ارکان این صندوق به شرح زیر است:

تاریخ آغاز فعالیت:	۱۳۹۶/۰۱/۰۱
مدیر صندوق:	شرکت مشاور سرمایه‌گذاری آرمان آتی
متولی (امین) صندوق:	شرکت تأمین سرمایه آرمان
ناظر فنی:	شرکت مهندسی مسینان
متعهد پذیره‌نویس:	شرکت تأمین سرمایه امین
حسابرس:	مؤسسه حسابرسی هوشیار ممیز
بازارگردان:	شرکت تأمین سرمایه امین

از ۳۱۸ میلیون واحد صندوق مزبور ۲۴۸ میلیون واحد در روز اول و ۷۰ میلیون واحد در روز دوم به فروش رفته است. پس از یکسال از عرضه مزبور، بازار گردان مکلف به خرید واحدهای صندوق با سود ۲۲/۵ درصد (به قیمت ۳,۸۵۰ ریال) می‌باشد. تامین مالی سریع، از نتایج مثبت این روش تامین مالی می‌باشد.

در سال ۱۴۰۰ این پروژه از نظر فیزیکی و عملیاتی به بهره‌برداری رسید و اکنون در حال فعالیت است. طبق صورتجلسه هیئت مدیره صندوق مزبور نیز مقرر گردید برای انحلال صندوق، کلیه دارایی‌های پروژه به شرکت تولید برق مپنا منتقل شود. لازم به ذکر است با توجه به بند ۱۲ تبصره ق قانون بودجه ۱۴۰۰ و بند ه تبصره ۴ قانون

[Downloaded from iiesj.ir on 2025-12-07]

[DOI: 7.18.75.173]

بودجه ۱۴۰۱ ، این نقل و انتقال بدون مالیات انجام می‌پذیرد. با توجه به انحلال شرکت پروژه در پایان عمر پروژه و با توجه به امیدنامه آن، می‌بایست مالکیت آن شرکت به صندوق پروژه منتقل شود. لذا دارندگان واحدهای صندوق پروژه، مالکین نهایی پروژه احداث شده خواهند بود. با توجه به اینکه در صندوق پروژه مزبور بخشی از مالکیت صندوق پروژه در اختیار شرکت اصلی یعنی شرکت مپنا می‌باشد، لذا دارندگان باقیمانده واحدهای مزبور به نسبت واحدهای در اختیار، به عنوان مالکین پروژه بوده و همانند شرکت مادر دارای حقوق و تعهدات مالکین پروژه می‌باشند. این موضوع یعنی مالکیت مشترک با تعدادی از اشخاص حقیقی و حقوقی برای اغلب شرکت‌های بانی مطلوب نمی‌باشد. عموما شرکت بانی در مقایسه با سایر روش‌های تأمین مالی از این امر خشنود نیستند، زیرا علاوه بر از دست دادن منافع و سود اقتصادی، در هنگام تصمیم گیری‌های سالانه نیز (مثلا برای انتخاب هیئت مدیره یا تصویب عملکرد شرکت و...) از اجماع و وحدت کافی برخوردار نمی‌باشند. هر چند این موضوع که به ذات و فلسفه اصلی تشکیل صندوق پروژه مربوط می‌شود، اما توسط بعضی از شرکت‌ها قابل پذیرش نمی‌باشد و لذا برای توسعه این نوع از تأمین مالی می‌بایستی این رویکرد و نگرش در شرکت‌ها اصلاح شود.

۳-۴- اقتضائات سرمایه‌گذاری و تأمین مالی در صنعت بالادستی نفت و گاز

بهره‌برداری و فروش ذخایر نفت و گاز، بسیار پرریسک، هزینه بر و زمان بر بوده و به منابع مالی زیادی نیاز دارند. این موضوع باعث شده که در بیشتر کشورها برای تأمین مالی این حجم عظیم از منابع، بهترین روش انعقاد قرارداد میان کشور نفتی و شرکت‌های بین المللی سرمایه‌گذار پروژه نفت در قالب قراردادهایی از قبیل قراردادهای امتیازی جدید و قراردادهای مشارکت درتولید باشد (ورهرامی، ۱۳۹۵). تامین مالی صنعت بالادستی نفت و گاز در سه مرحله اساسی و مهم اکتشاف، حفاری و استخراج و توسعه، صورت می‌گیرد که شناخت ویژگی‌های این مراحل از نظر زمان و هزینه و ریسک ضروری می‌باشد، لذا به اختصارتوضیح داده می‌شود.

[Downloaded from iiesj.ir on 2025-12-07]

[DOI: 7.18.75.173]

الف) مرحله اکتشاف و ارزیابی

در این مرحله، هدف کشف وجود یک میدان نفتی یا گازی با استفاده از روش‌های ژئوفیزیک، ژئوشیمیایی و... می‌باشد. این مرحله دارای بیشترین ریسک در چرخه مراحل نفت می‌باشد و علاوه بر این زمان زیادی نیاز دارد، در برخی از قراردادها مانند قراردادهای خدماتی بیع‌متقابل در صورتی که در پایان مرحله اکتشاف، میدان تجاری در هیچ نقطه‌ای از منطقه کشف نشده باشد، قرارداد اکتشاف خاتمه خواهد یافت و طرف قرارداد حق مطالبه هیچ گونه وجوهی را نخواهد داشت (درخشان، ۱۳۹۲). لذا این مرحله بالاترین ریسک برای شرکت دارد.

شرکت‌های نفتی بین المللی هزینه‌های سرمایه‌گذاری در اکتشاف را معمولا از منابع داخلی خود تأمین می‌کنند. همچنین برای تأمین مالی فعالیت‌های این مرحله در صورت نتیجه بخش نبودن فعالیت ها، همانند تأمین مالی دریای شمال از حق رجوع به دارایی‌های شرکت مادر نیز استفاده می‌شود. برای تعدیل ریسک این مرحله نیز دو رویکرد خطرپذیری مشترک و خطرپذیری دولت میزبان وجود دارد. به عبارتی ریسک عدم اکتشاف و استخراج را به صورت مشترک بین طرفین قرارداد (مثلا در صورت وجود امکان ضعیف اکتشاف) و یا به عهده دولت میزبان (مثل ریسک نرخ بازگشت سرمایه در قراردادهای بیع متقابل ایران با شرکت شل[1] برای کاهش ریسک شرکت نفتی بین‌المللی) می‌گذارند (ابراهیمی، منتظر و مسعودی، ۱۳۹۳).

لازم به ذکر است با توجه به گرایشات جهانی برای استفاده از انرژی‌های تجدیدپذیر و کنوانسیون ریو در ۱۹۹۲ و کنوانسیون پاریس در ۲۰۱۵ انتظار می‌رود که تقاضای انرژی‌های تجدیدناپذیر به سمت استفاده از انرژی‌های تجدیدپذیر رفته و در نتیجه اکتشافات جدید صنعت نفت و گاز همچون دهه‌های قبل استقبال نداشته باشد. از سوی دیگر با نگاهی گذرا به روند اکتشافات صورت گرفته در تاریخچه نفت و گاز نشان می‌دهد که اکتشافات نفت و گاز در یک کانال نزولی قرار گرفته و نسبت به سال‌های قبل از سال ۲۰۰۰ افت قابل ملاحظه‌ای داشته‌ایم (Hart, 2015) .

1. Shell plc

[Downloaded from iiesj.ir on 2025-12-07]

[DOI: 7.18.75.173]

ب) مرحله توسعه

این مرحله که تقریبا همزمان با مرحله حفاری انجام می‌گیرد، شامل عملیات رو سطحی می‌باشد و در طرح جامع توسعه[1] به کلیه مواردی که مربوط به عملیات توسعه و تولید نفت از میدان نفتی است، از قبیل تأسیسات و تجهیزات و سایر موارد به تفصیل شرح داده می‌شود.

ج) مرحله حفاری و استخراج

پس از اکتشاف موفقیت آمیز، ریسک ناشی از عدم توفیق در عملیات و سرمایه‌گذاری تا حد زیادی کاهش می‌یابد و لذا حفاری چاه نفت مرحله بعدی می‌باشد. این مرحله سهم بالایی از هزینه‌های بالادستی نفت و گاز را در بر می‌گیرد و درصد قابل توجهی از هزینه‌های سرمایه‌گذاری در حفاری از منابع بانکی تأمین می‌شود (درخشان و تکلیف، ۱۳۹۴). شرکت‌های پیمانکار نفتی تأمین مالی را به عهده می‌گیرند و در مقابل انتظار سود مناسب دارند. لذا بعد از اجرای قرارداد و بهره‌برداری از پروژه در عوض تعهدات مرحله استخراج، اصولا در قالب موافقتنامه دراز مدت فروش نفت خام[2] هزینه‌ها و سود خود را دریافت می‌کند (ابراهیمی، منتظر و مسعودی، ۱۳۹۳).

برای استفاده از روش تأمین مالی صندوق سرمایه‌گذاری پروژه، درک چالش‌های موجود ضرورتی انکار ناپذیر می‌باشد. به همین خاطر در بخش بعدی به بررسی چالش و موانع موجود همچنین مزایای استفاده از این روش در بعد کلان و خرد خواهیم پرداخت.

۳-۵- مزایا و چالش‌های تشکیل صندوق سرمایه‌گذاری پروژه

برخی از مزایا و نقاط قوت[3] سرمایه‌گذاری در صندوق سرمایه‌گذاری و فرصت های[4] صندوق پروژه به شرح زیر است:

الف) مهم ترین مزیت این تأمین مالی برای شرکت بانی، مدیریت بهتر نقدینگی می‌باشد. بر خلاف اوراق بدهی و صکوک که بانی برای تمدید اوراق می‌بایست در پایان عمر اوراق، اصل بدهی را بازپرداخت نماید و مجدداً اوراق منتشر کند، در تأمین مالی با

1. Master Development Plan (MDP)
2. Long Term Curde Oil Sales Agreement
3. Strength
4. Opportunity

[Downloaded from iiesj.ir on 2025-12-07]

[DOI: 7.18.75.173]

استفاده از صندوق پروژه، بازپرداخت اصل وجوه تأمین مالی شده تا پایان عمر پروژه انجام نمی‌پذیرد و لذا بانی می‌تواند مدیریت مناسب تری برای تأمین مالی انجام دهد (بهادار، ۱۳۹۶).

ب) صرفه جویی مقیاس: با وجود هزینه‌های مربوط به تشکیل صندوق و ارکان آن، با تجمیع سرمایه‌گذاری‌های خرد جامعه در صندوق‌های پروژه، سهم هر کدام از سرمایه‌گذاران از این هزینه‌ها، کاهش یافته و لذا صرفه جویی نسبت به مقیاس مناسبی صورت می‌گیرد (نظرپور و ابراهیمی، ۱۳۸۸).

ج) قابلیت اعتماد و اطمینان سرمایه‌گذاران: در این روش تأمین مالی که با نظارت ناظر فنی و حسابرس صندوق در هزینه‌کرد منابع صندوق می‌باشد، اطلاع رسانی به دارندگان واحدهای صندوق پروژه از نحوه خرج کرد منابع پروژه انجام شده و لذا احتمال سوءاستفاده از وجوه جمع آوری شده برای پروژه به حداقل خواهد رسید. همچنین در این ساختار وجود ارکان نظارتی پیش‌بینی شده شامل متولی، ناظر فنی و حسابرس صندوق و همچنین تعاریف دقیق و مشخص از وظایف و مسئولیت‌های سایر ارکان اداره‌کننده و تضمین کننده که نسبت به انجام پروژه در موعد مقرر به سرمایه‌گذاران اطمینان معقولی فراهم می‌آورد.

د) کنترل و هدایت نقدینگی جامعه به سمت تولید واقعی از طریق ایجاد حق نظارت و حق مشارکت برای سرمایه‌گذاران: با توجه به اینکه در این مدل هر سرمایه‌گذار خردی با توجه به سهم خود در سود واقعی حاصل از فعالیت اقتصادی پروژه شریک می‌شود، لذا نگرانی بابت کاهش ارزش وجوه سرمایه‌گذاری خود ندارد. پاداش ریسک خود را با سود کسب و کار جبران می‌کند. در نتیجه از انتقال نقدینگی خود به سایر بازارهای موازی سرمایه‌گذاری خودداری میکند. این موضوع از بعد کلان اقتصادی علاوه بر مولد زا بودن نقدینگی، قابلیت از بین بردن آثار مخرب نقدینگی در اقتصاد از قبیل تورم و .... را خواهد داشت. (فراهانی فرد، فشاری و خانزاده ۱۳۹۴)

هـ) شفافیت در سرمایه‌گذاری: سرمایه‌گذاران حقیقی و حقوقی می‌توانند با مراجعه به سایت صندوق و دسترسی به اطلاعات پروژه از قبیل پیشرفت فیزیکی و مالی پروژه صورت‌های مالی پروژه و گزارش عملکرد آن به بررسی و تجزیه و تحلیل آنها پرداخته و تصمیمات مقتضی را بگیرند.

[Downloaded from iiesj.ir on 2025-12-07]

[DOI: 7.18.75.173]

و) صرفه جویی مالیاتی، طبق قوانین جاری مربوط به صندوق‌های سرمایه‌گذاری پروژه درآمدهای صندوق و درآمدهای حاصل از سرمایه‌گذاری در صندوق و همچنین درآمدهای صدور و ابطال و نقل و انتقال گواهی‌های سرمایه‌گذاری هم از مالیات بر درآمد و هم از مالیات بر ارزش افزوده معاف می‌باشند. این موضوع می‌تواند مشوق مناسبی برای تصمیم سرمایه‌گذاران و همچنین شرکت‌ها برای انتخاب این صندوق‌ها باشد.

با وجود مزایای خرد و کلان مذکور، چالش یا تهدید[1] قابل توجه برای تأمین مالی صنعت نفت با صندوق پروژه، شرایط حقوقی کشور ایران می‌باشد. طبق ماده ۲ قانون نفت مصوب سال ۱۳۶۶، «منابع نفت کشور جزء انفال و ثروت‌های عمومی است و طبق اصل ۴۵ قانون اساسی در اختیار حکومت اسلامی می‌باشد و کلیه تأسیسات و تجهیزات و دارایی‌ها و سرمایه‌گذاری‌هایی که در داخل و خارج کشور توسط وزارت نفت و شرکت‌های تابعه به عمل آمده و یا خواهد آمد، متعلق به ملت ایران و در اختیار حکومت اسلامی خواهد بود. اعمال حق حاکمیت و مالکیت نسبت به منابع و تأسیسات نفتی متعلق به حکومت اسلامی است که بر اساس مقررات و اختیارات مصرح این قانون به‌عهده وزارت نفت می‌باشد که بر طبق اصول و برنامه‌های کلی کشور عمل نماید» (قانون نفت، ۱۳۶۶).

در حکومت اسلامی، انفال در اختیار حاکم جامعه اسلامی است و به منصب امامت و ولایت تعلق دارد. لذا مطابق مصلحت و اراده امام مصرف می‌شود، ولی این مصرف نیز نمی‌تواند بدون ضابطه باشد. در نتیجه امام مسلمین امکان واگذاری آن (طبق ضابطه) را دارد (زاهدی وفا، سعدی، و محمدرحیمی، ۱۳۹۶).

این موضوع با توجه مشارکت سرمایه‌گذاران در صندوق پروژه و مالک شدن آنان در پروژه ایجاد شده متناقض به نظر می‌رسد و نیازمند چاره اندیشی است. راهکارهای جایگزین سایر ابزارهای تأمین مالی همچون اختیار فروش یا حتی اجاره نمی‌تواند در این روش تأمین مالی استفاده شود. زیرا این موارد می‌تواند ناقض «حق حاکمیت» مصرح در ماده قانونی مزبور باشد. لیکن می‌توان در شرایط تأمین مالی مزبور در انتهای پروژه تجهیزات، تأسیسات ودارایی‌های ایجاد شده پروژه را به مالکیت حکومت و دولت اسلامی درآورد و دولت نیز از محل فروش منابع و عواید پروژه به سرمایه‌گذاران صندوق پروژه بازپرداخت نماید. این روش حتی می‌تواند منجر به ترغیب سرمایه‌گذاران برای

1. Threat

[Downloaded from iiesj.ir on 2025-12-07]

[DOI: 7.18.75.173]

خرید واحدهای صندوق شود، زیرا ارزش افزوده‌ای که به مرور زمان و با ایجاد پروژه به وجود آمده است، درانتهای پروژه به ملکیت سرمایه‌گذاران درخواهد آمد.

مالیات از سوی دیگر یکی از چالش‌های این روش تأمین مالی می‌باشد؛ شرکت پروژه برای تضمین بازپرداخت اوراق از تجهیزات و ماشین آلات و کلا دارایی‌های پروژه استفاده می‌کند. بخشی از این اموال و دارایی‌ها نیز در ابتدای پروژه توسط شرکت بانی به صندوق پروژه منتقل می‌شود. همچنین در هنگام پایان پروژه و بهره‌برداری از پروژه، به دلیل انحلال شرکت پروژه نیز عملاً می‌بایستی این دارایی‌ها به شرکت جدید سهامی عام یا بانی منتقل شود. نقل و انتقال دارایی‌های مزبور طبق قانون مالیات‌های مستقیم مشمول ۲ درصد مالیات می‌باشد که می‌بایستی پرداخت گردد. و طبق قانون توسعه ابزارها و نهادهای مالی، اگر چنانچه این نقل و انتقال از طریق بورس صورت پذیرد معادل ۰/۵ درصد می‌باشد. در هر صورت این مالیات می‌بایستی دوبار (در ابتدای تأسیس صندوق و در پایان آن) پرداخت گردد. هر چند طبق بند ۱۲ تبصره ق قانون بودجه سال ۱۴۰۰ نرخ این مالیات را صفر در نظر گرفته است، اما معمولا مالیات مزبور، صندوق پروژه را نسبت به سایر روش‌های جایگزین تأمین مالی از توجیه و مزیت آن می‌کاهد. (قانون بودجه کل کشور سال ۱۴۰۰مصوب مجلس شورای اسلامی) همچنین افزایش سرمایه شرکت پروژه در سال‌های میانی عمر پروژه، مشمول مالیات می‌باشد. شرکت پروژه ناگزیر از افزایش سرمایه می‌باشد، که می‌بایستی مالیات آن را نیز پرداخت نماید.

با توجه به منافع صندوق پروژه در اقتصاد کشور و تأمین مالی صنایع بزرگ، بهتر است که قانونگذار برای شرکت‌هایی که با استفاده از الگوی مزبور تأمین مالی را انجام می‌دهند، معافیت‌های خاصی در نظر بگیرد و این ساختار را معاف از هر گونه مالیات نماید. همچنین چون شرکت بانی و ناشر، از یک مجموعه می‌باشند، برای نقل و انتقال مزبور می‌توان از قرارداد صلح استفاده نمود (در عقد صلح چنانچه عین مورد صلح باشد و در مقابل عوض، نتیجه آن عقد همان نتیجه عقد بیع می‌باشد). که در اینجا به نفع طرفین صندوق پروژه و همچنین سرمایه‌گذاران است و لذا صحیح می‌باشد (موسوی و علی نژادی، ۱۳۹۶).

یکی دیگر از تهدیدات این روش بهره برداری زیاد دولت از ظرفیت تامین مالی بازار سرمایه است که موجب تنگ شدن فضا برای بخش خصوصی شده و سهم آن را در تامین مالی از این بازار کاهش داده است. این موضوع می‌تواند اعتماد سرمایه‌گذاران را کاهش

[Downloaded from iiesj.ir on 2025-12-07]

[DOI: 7.18.75.173]

داده و استقبال از این روش تامین مالی را کم نماید. لذا لازم است مسئولان مربوطه با اتخاذ تدابیر مناسب، بسترهای لازم برای توسعه فرهنگ تامین مالی را افزایش دهند.

نقطه ضعف[1] این روش تامین مالی، ناظر فنی و گزارشگری آن می‌باشد؛ چون ضرورت گزارشگری در ساختار صندوق پروژه وجود دارد، عموما ناظر فنی گزارشگری و پاسخگویی ندارد و لذا تغییر نگرش ناظر نیز امری اجتناب ناپذیر است.

استفاده از تمام وجوه جمع آوری شده در یک صنعت خاص و یک موضوع یا پروژه خاص، ریسک سرمایه‌گذاری را افزایش می‌دهد. طبق نظریه پرتفوی مارکوئیتز (۱۹۵۲) متنوع سازی وجوه سرمایه‌گذاری، باعث کاهش ریسک سرمایه‌گذاری می‌شود و چنانچه بخشی از پرتفوی با زیان همراه باشد، سود سایر بخش‌ها می‌تواند به بازدهی سرمایه‌گذاری کمک کند. با توجه به اینکه در این نوع روش سرمایه‌گذاری متنوع سازی صنعت و شرکت در سرمایه‌گذاری وجوه جمع آوری شده امکان پذیر نمی‌باشد، می‌توان از یک حداقل نرخ سود تضمین شده برای جذب وجوه سرمایه‌گذاران استفاده کرد. با این بازده تضمین شده تا حدود زیادی نگرانی سرمایه‌گذاران برای عدم تحقق بازدهی پیش بینی شده، کاهش خواهد یافت.

حق‌الزحمه‌ها و هزینه‌های بالای مربوط به تشکیل صندوق سرمایه‌گذاری پروژه شامل هزینه‌های مربوط به ضامن، ناظر فنی، بازارگردان و سایر ارکان درگیر در فرایند تأمین مالی نقطه ضعف تأثیرگذاری این نوع تأمین مالی می‌باشد. البته بعضی از هزینه‌ها از قبیل بازارگردان امری متداول بوده و در بیشتر ارکان تأمین مالی وجود دارد، اما ناظر فنی مختص صندوق پروژه می‌باشد (دهقانی، ۱۳۹۸). از سوی دیگر تقویت رتبه‌بندی شرکت‌ها می‌تواند در کاهش و یا حتی حذف هزینه ضامن بسیار موثر باشد. موضوعی که در کشورهای توسعه یافته و حتی برخی از کشورهای نوظهور گسترش یافته است.

دستورالعمل اجرایی سازمان بورس و اوراق بهادار نیز در برخی مورد ضابطه‌ها و معیارهایی را تعریف نموده است که اصطلاحات به کار رفته در آن فاقد تعریف مشخص بوده و به تشخیص سازمان بورس واگذار شده است. این امر باعث می‌شود تا حدودی فرایند تأمین مالی به مسایل و مشکلاتی برخورد که نیاز به اصلاح دارد. این موارد به شرح زیر می‌باشد.

1. Weakness

[Downloaded from iiesj.ir on 2025-12-07]

[DOI: 7.18.75.173]

طبق ماده ۴ دستورالعمل تأسیس صندوق سرمایه‌گذاری پروژه، علیرغم اینکه ارکان اجرایی و ارکان نظارت کننده از همدیگر جدا شده اند، اما در تایید ارکان اجرایی صندوق توانایی مالی کافی برای ایفای مسئولیت در نظر گرفته شده است که این موضوع سلیقه‌ای شده و تعریف دقیق تری از عبارت «کافی» مورد نیاز است. این موضوع در خصوص بند ۳ و ۴ ماده ۹ دستور العمل مزبور نیز مصداق دارد.

همچنین طبق ماده مزبور ارکان نظارت کننده شامل متولی و ناظر فنی باید از ارکان اجرایی مستقل باشند. که این استقلال به چهار شرط به شرح زیر تعریف شده است: نداشتن مدیر مشترک، نداشتن بیش از ۱۰درصد از سهام ارکان اجرایی، ارکان نظارتی به صورت مستقیم و غیر مستقیم تحت کنترل ارکان اجرایی نباشند و این ارکان در کسب و کار دیگری با یکدیگر منافع مشترک نداشته باشند. همان طور که مشاهده می‌شود وجود این شروط در صنعت نفت و گاز محدودیت‌های زیادی در انتخاب متولی و ناظر فنی را تحمیل می‌کند. لذا اصلاح و تعدیل شروط مذکور در صنعت نفت و گاز ضروری می‌نماید.

طبق بند ۴ ماده ۹ دستورالعمل مزبور اظهار نظر حسابرس نسبت به صورت‌های مالی بایستی مقبول باشد و یا اگر مشروط باشد، به تشخیص سازمان اثر با اهمیتی بر منافع سرمایه‌گذاران نداشته باشد. مشروط شدن اظهارنظر حسابرسی در بسیاری از موارد خارج از اختیارات و حدود صندوق پروژه می‌باشد و در بعضی از موارد به مرور زمان رفع می‌گردد، همچنین تشخیص سازمان برای منافع سرمایه‌گذارن فاقد ملاک و معیار مشخصی می‌باشد. لذا بازنگری این بند می‌تواند در فرایند ثبت صندوق پروژه و تأمین مالی آن نیز مفید باشد.

همچنین طبق بند ۱۳ دستورالعمل مزبور، رد صلاحیت ارکان صندوق می‌تواند به تشخیص سازمان باشد، که در این صورت بایستی رکن جدید طبق مهلت مقرر در اساسنامه صندوق جایگزین گردد. در غیر این صورت سازمان می‌تواند نسبت به تعیین رکن جایگزین اقدام نماید و یا حکم به تعلیق یا لغو مجوز صندوق یا توقف تمام یا بخشی از واحدهای صندوق یا توقف صدور واحدهای سرمایه‌گذاری جدید یا ترکیب آنها اقدام نماید. ملاک تشخیص سازمان نیز در این مورد مشخص نگردیده است، لذا امکان اعمال سلیقه‌ای وجود دارد.

[Downloaded from iiesj.ir on 2025-12-07]

[DOI: 7.18.75.173]

۴- نتیجه گیری و پیشنهادات

تأمین مالی پروژه‌ها، اولین و مهم ترین گام در راه‌اندازی پروژه‌های شرکتهاست، که به چندین روش از جمله استقراض از بانک، انتشار اوراق و .... صورت می‌گیرد. هرکدام از روش‌های تامین مالی مزایا و معایب خود را دارد و بسته به شرایط اقتصاد کلان کشور و شرایط مالی بنگاه صورت می‌پذیرد (موسوی، ۱۳۹۸). باتوجه به حجم بالای نقدینگی و سرمایه‌های سرگردان در اقتصاد ایران چند سالی است تامین مالی براساس سرمایه‌های خرد مطرح می‌شود. انواع اوراق صکوک و صندوق پروژه دو روش رایج تامین مالی براین اساس است. اگر روش تأمین مالی توانایی جذب و همچنین مشارکت سرمایه‌گذاران خرد جامعه را داشته باشد، علاوه بر حذف نوسانات اقتصادی ناشی از انتقال نقدینگی در کشور، باعث پیشرفت پروژه و تکامل چرخه تولید و در نهایت گسترش اشتغال می‌شود. لذا منافع آن در سطح خرد و کلان اقتصاد متبلور می‌شود.

درخصوص انواع صکوک مطالعات ارزشمندی صورت گرفته است، اما صندوق سرمایه‌گذاری پروژه در ایران بررسی نشده است. همانند تمام روش‌های تامین مالی، گزینه‌های سرمایه‌گذاری دارای ریسک‌ها و بازدهی ها، چالش‌ها و مزیت‌های خاص خود هستند. اما مزیت این روش تأمین مالی نسبت به سایر روش‌های تامین مالی، صندوق سرمایه‌گذاری پروژه در جبران ریسک ناشی از عدم تشکیل پرتفوی، به سرمایه‌گذاران شراکت در سود اقتصادی پروژه را می‌دهد. عدم خروج نقدینگی بابت اصل وجوه می‌باشد، ضمن اینکه در یک محیط شفاف، اعتماد لازم به سرمایه‌گذاران در خصوص نحوه مصرف وجوه، پیشرفت پروژه و... را می‌دهد. (دستور العمل بورس)

صنعت بالادستی نفت و گاز، پرریسک، هزینه بر و زمان بر می‌باشد. استفاده از صندوق سرمایه‌گذاری پروژه در این صنعت چالش‌هایی دارد. چالش اصلی این روش در صنعت نفت و گاز مالکیت تأسیسات و تجهیزات احداث شده نفتی می‌باشد که طبق قانون جزو انفال بوده و در اختیار حاکم اسلامی می‌باشد. لذا بایستی مالکیت مزبور به دولت انتقال یابد و ارزش تجهیزات از محل سود آوری پروژه به سرمایه‌گذاران منتقل شود. در انتشار اوراق صکوک با محاسبه درآمدهای آتی حاصل از پروژه، تسویه حساب با تامین مالی کنندگان صورت می‌گیرد.

[Downloaded from iiesj.ir on 2025-12-07]

[DOI: 7.18.75.173]

چالش مهم دیگر وجود مالیات نقل و انتقال دارایی‌ها و تجهیزات پروژه می‌باشد که طبق قانون مالیات‌های مستقیم می‌بایست، در هنگام تأسیس صندوق سرمایه‌گذاری پروژه در ابتدای پروژه و انحلال صندوق مزبور درانتهای پروژه بایستی پرداخت شود. دوبار پرداخت مالیات در روش مزبور هزینه بالایی به بانی تحمیل می‌نماید. مقتضی است، قانونگذار به جهت تأمین سرمایه برای پروژه‌های بزرگ کشور، معافیت‌های مالیاتی مربوطه را نیز وضع نماید تا استقبال بیشتری توسط شرکت‌ها به عمل آید. وجود این مشکلات باعث شده است، تنها یک مورد (صندوق پروژه آرمان پرند مپنا) تأمین مالی انجام گرفته است، که مربوط به صنعتی غیر از نفت و گاز می‌باشد. و استقبال صنعت نفت و گاز انجام نپذیرفته است. لازم به ذکر است که تشکیل صندوق سرمایه‌گذاری پروژه به صورت گفته شده در سایر کشورها نیز تا کنون تجربه موفقی نداشته است.

با توجه به نتایج تحقیق و منافع صندوق پروژه از جمله کنترل نقدینگی خرد جامعه و استفاده از آن در بخش واقعی اقتصاد و مدیریت نقدینگی پروژه و شفافیت پروژه پیشنهاد می‌شود، با تشکیل کارگروهی علمی از متخصصان اقتصادی، فنی، حقوقی و فقهی سیاست‌گذاری‌های لازم بر گسترش و استفاده هر چه بیشتر این ابزار به عمل آید.

از سوی دیگر معاملات ثانویه این صندوق در بورس انرژی کشور صورت می‌پذیرد، به منظور حمایت و مشارکت بیشتر سرمایه‌گذاران حقیقی و حقوقی در فرایند تأمین مالی از طریق صندوق سرمایه‌گذاری پروژه، پیشنهاد می‌شود، معاملات صندوق مزبور از طریق سامانه بورس اوراق بهادار تهران هم در دسترس باشد، تا بیشتر در معرض دید و تحلیل جامعه سرمایه‌گذاران فعال کشور قرار داشته باشد.

[Downloaded from iiesj.ir on 2025-12-07]

[DOI: 7.18.75.173]

منابع

- ابراهیمی، سید نصرالله، مهدی منتظر، و فرزاد مسعودی. ۱۳۹۳. «اصول قانونی حاکم بر قراردادهای خدماتی بالادستی صنعت نفت و گاز ایران»، پژوهشنامه اقتصاد انرژی ایران ۱۲: ۱–۲۶.
- ابوالمعالی، خدیجه. ۱۳۹۱. پژوهش‌های کیفی از نظریه تا عمل. تهران: نشر علم.
- ابوجعفری، روح اله، شعبان الهی، عادل پیغامی، و کاظم یاوری. ۱۳۹۳. «تامین مالی نوآوری مبتنی بر نظریه تامین مالی مرحله ای: مطالعه موردی نظام مالی نوآوری در ایران»، برنامه ریزی و بودجه: ۱۰۹–۴۶.
- امامی میبدی، علی. ۱۳۹۸. «شناسایی و اولویت بندی استراتژی‌های بهبود نظام تامین مالی صنایع نفت و گاز امامی میبدی.» فصلنامه مطالعات اقتصاد انرژی ۶۲: ۱۹–۳۵.
- ———. ۱۴۰۰. «بررسی مقایسه‌ای نظام مالی قراردادهای خدماتی در صنعت نفت ایران و عراق از منظر امکان شناسایی ذخایر نفتی»، فصلنامه مطالعات اقتصاد انرژی ۶۹: ۱۵۱–۹۶.
- بازرگان، عباس. ۱۳۹۱. مقدمه‌ای بر روش پژوهش کیفی و آمیخته، رویکردهای متداول در علوم رفتاری. تهران: نشر دیدار.
- بهادار، سازمان بورس اوراق. ۱۳۹۶. مصوبه کمیته تخصصی فقهی، صندوق پروژه. ایران.
- درخشان، مسعود. ۱۳۹۲. «ویژگیهای مطلوب قراردادهای نفتی، رویکرد اقتصادی-تاریخی به عملکرد قراردادهای نفتی در ایران.» فصلنامه اقتصادی انرژی ایران ۹: ۵۳–۱۱۳.
- درخشان، مسعود، و عاطف تکلیف. ۱۳۹۴. «انتقال و توسعه فناوری در بخش بالادستی صنعت نفت ایران: ملاحظاتی در مفاهیم، الزامات، چالش‌ها و راهکارها.» پژوهشنامه اقتصاد انرژی ایران ۱۴: ۳۳–۸۸.
- دهقانی، تورج. ۱۳۹۸. سرمایه‌گذاری و تامین مالی پروژه‌های نفت و گاز. تهران: موسسه مطالعات بین المللی انرژی.

[Downloaded from iiesj.ir on 2025-12-07]

[DOI: 7.18.75.173]

- زاهدی وفا، محمد هادی، حسینعلی سعدی، و امیر محمدرحیمی. ۱۳۹۶. «تطبیق سیاست‌های کلی اقتصاد مقاومتی با مبانی فقهی مصرف انفال (مورد مطالعه: خوراک گاز صنعت پتروشیمی).» دو فصلنامه مطالعات اقتصاد اسلامی ۱۹: ۱۶۱–۸۸.
- سیدمشهدی، پردیس السادات، فرهاد قلمباز، و علی اصغر اسفندیاری. ۱۳۹۰. «اهمیت صنعت نفت در ایجاد تولید و اشتغال در اقتصاد ایران و تأثیر آن بر سایر فعالیت‌های اقتصاد.» پژوهش‌های رشد و توسعه اقتصادی ۲: ۱۳۳–۶۳.
- شیرمردی احمدآباد، حسین. ۱۳۹۸. «اوراق جعاله ابزاری مناسب برای تامین مالی صنعت نفت و گاز ۱۳۹۸.Pdf.: 218–48.»
- صاحب هنر، حامد، محمدرضا لطفعلی پور، محمود هوشمند، و مهدی فیضی. ۱۳۹۶. «مقایسه تطبیقی رژیم مالی قراردادهای جدید نفتی ایران و قراردادهای مشارکت در تولید : مطالعه موردی میدان آزادگان جنوبی.» فصلنامه نظریه‌های کاربردی اقتصاد ۱: ۷۸–۱۱۸.
- صباغی، مسعود، و محمد امینی رعیا. ۱۳۹۷. تامین مالی پروژه‌های بالادستی نفت و گاز از طریق سرمایه‌های مردم.
- فراهانی فرد، سعید، مجید فشاری، و یاور خانزاده. ۱۳۹۴. «تأثیر موسسات مالی بانک و غیر بانک اسلامی بر رشد اقتصادی ایران.» فصلنامه مدلسازی اقتصادی ۳۱: ۲۱–۴۳.
- کاظمی نجف آبادی، عباس، و مهدی ناصری. ۱۳۹۸. «مطالعه تطبیقی ترتیبات مالی قراردادهای نفتی و منافع کشورهای تولید کننده نفت.» مطالعات حقوق تطبیقی ۱۰(۲): ۶۶۵–۹۴.
- مجلس شورای اسلامی. ۱۳۸۴. قانون بازار اوراق بهادار. ایران.
- مرادی حقیقت، رضا، مهرزاد مینویی، و میثم شاهجویی. ۱۳۹۳. «ارزیابی روشهای تامین مالی در صنعت نفت با روش تحلیل سلسله مراتبی.» فصلنامه مطالعات اقتصاد انرژی ۴۸: ۲۱۵–۲۹.
- مشایخ، شهناز، و نهاله حیاتی. ۱۳۹۵. «صندوق‌های سرمایه‌گذاری غیرانتفاعی.» مطالعات حسابداری و حسابرسی ۱۹: ۱–۲۰.

[Downloaded from iiesj.ir on 2025-12-07]

[DOI: 7.18.75.173]

- موسوی، سید ابراهیم، و محسن علی نژادی. ۱۳۹۶. «عقد صلح در مقابل بیع.» فصلنامه علمی حقوقی قانون یار ۴: ۴۹–۶۳.
- موسوی، سید شمس‌الدین. ۱۳۹۸. «بدون عنوان» خبرگزاری فارس. https://www.farsnews.com/news/13980431000603/سهامدار-کردن-مردم-در-پروژه‌های-صنعت-نفت-راهبرد-قابل-اتکای-تأمین-مالی.
- موسویان، سید عباس، و جواد حدادی. ۱۳۹۲. «تامین مالی پروژه محور به وسیله صکوک استصناع در صنعت نفت.Pdf»، اقتصاد اسلامی (۵۰): ۷۹–۱۱۱.
- نظرپور، محمدنقی، و محبوبه ابراهیمی. ۱۳۸۸. «طراحی صندوق سرمایه‌گذاری مشترک اسلامی در بازار سرمایه .Pdf»، فصلنامه علمی پژوهشی اقتصاد اسلامی: ۶۳–۹۹.
- نظرپور، محمدنقی، و یحیی لطفی نیا. ۱۳۹۴. «اجرای صحیح تسهیلات مشارکتی در بانکداری اسلامی به کمک صندوق‌های پروژه محور.Pdf.» تحقیقات مالی اسلامی ۷: ۱۰۷–۳۴.
- ورهرامی، ویدا. ۱۳۹۵. اقتصاد قراردادهای نفت و گاز. ویرایش اول. تهران: انتشارات دنیای اقتصاد.
- قانون اصلاح قانون مالیات‌های مستقیم، مصوب ۳۱ تیر ماه ۱۳۹۴، مجلس شورای اسلامی.
- قانون بودجه سال ۱۴۰۰، مصوب ۲۶ اسفندماه ۱۳۹۹، مجلس شورای اسلامی.
- قانون برنامه پنجساله ششم توسعه اقتصادی، اجتماعی و فرهنگی جمهوری اسلامی ایران (۱۴۰۰ـ ۱۳۹۶)، مصوب ۱۶ فروردین ماه ۱۳۹۶، مجلس شورای اسلامی
- قانون نفت، مصوب ۷ مهر ماه ۱۳۶۶، مجلس شورای اسلامی
- Azar, Amir. 2017. RESERVE BASE LENDING AND THE OUTLOOK FOR SHALE OIL AND GAS.
- Emmanuel, Kabogo Rukundo, and Rusibana Claude. 2021. “Project Fund Management and Performance of Great Lakes Trade Facilitation Project of Minicom , Rwanda.” 5(2): 46–67.
- Esty, B.C. 2004. Modern Project Finance: A Case Book. John Wiley & Sons.

[Downloaded from iiesj.ir on 2025-12-07]

[DOI: 7.18.75.173]

- Fabozzi, F. Nevitt. 2000. “Capital Structure as a Bargaining Tool: The Role of Leverage in Contract Renegotiation.” The American Economic Review 83: 1131–41.
- Hart, Phil. 2015. “Peak Oil – A Turning Point for Transport.” In 30th Australasian Transport Research Forum, victoria.
- Merna, and Dubey. 1998. “Financial Engineering in the Procurement of Project.” Asia Law and practice Publishing.
- Rafay, Abdul. 2019. Handbook of Research on Theory and Practice of Global Islamic Finance. university of management and Technology.
- Sheppard, Robert, and Geeta Kumar. 2006. Financing Infrastructure in Africa. https://openknowledge.worldbank.org/bitstream/handle/10986/10724/375490AFR0Grid1rastructure01PUBLIC1.pdf?sequence=1&isAllowed=y.
- Tinsley, R. 2000. Advanced Project Financing: Structuring Risk. 1st editio. London: euromoney Books.

[Downloaded from iiesj.ir on 2025-12-07]

[DOI: 7.18.75.173]