

## بررسی ماهیت و مسئله تضمین سود در اوراق مشارکت

تاریخ دریافت: ۱۳۹۶/۰۲/۰۲

تاریخ پذیرش: ۱۳۹۶/۰۵/۰۸

محمد روشن\*

مجتبی جهان تیغی\*\*

### چکیده

سود اوراق مشارکت چالش برانگیزترین موضوعی است که در مطالعه ماهیت این اوراق با آن مواجه‌ایم. مسئله‌ای که مشروعیت سود اوراق مشارکت را با تردید روبه‌رو می‌سازد، سود علی الحساب تضمین شده است. از طرفی خریداران اوراق مشارکت نیز انتظار ندارند که در زیان ناشران این اوراق شرکت کنند.

قانونگذار نیز برای آن‌که عدم پیش‌بینی تحمل زیان توسط دارندگان اوراق مشارکت، این شبهه را ایجاد نکند که مشارکتی در کار نیست، راهکاری پیش‌بینی کرده است که جبران احتمالی زیان وارد در اثر طرح برای صاحب ورقه میسر شود و اطمینان یابد اگر طرح زیان بدهد، زیان او جبران خواهد شد. این راهکار چیزی جز تضمین سرمایه‌گذاری خریدار اوراق مشارکت نیست.

در این مقاله ضمن تبیین زوایای اوراق مشارکت و نیز بررسی نظرات مختلف در رابطه با تضمین سود، معتقدیم که چنین تضمینی، از آن‌جا که توسط شخص ثالثی (غیر از ناشر) انجام می‌شود مشکلی ایجاد نمی‌کند. در واقع، هر شخص ثالثی (که معمولاً بانک‌ها می‌باشند) می‌تواند حسن انجام مشارکت توسط یکی از شرکا را تضمین کند و این تضمین، هیچ اثری بر عقد شرکت میان شرکا که در آن به تسهیم سود و زیان در مقابل یکدیگر تعهد کرده‌اند ندارد.

### واژگان کلیدی

اوراق قرضه، اوراق مشارکت، تضمین سود

## مقدمه

صدور اوراق قرضه یا اوراق مشارکت با هدف سرمایه گذاری و جلب نقدینگی اشخاص صورت می‌گیرد. صرف نظر از ماهیت و آثار متفاوت آن‌ها، هدف هر دو عبارت از جذب نقدینگی به منظور سرمایه گذاری است. به همین دلیل توصیف این اوراق به عنوان اوراق سرمایه گذاری، توصیف مناسبی به نظر می‌رسد. معمولاً شرکت‌ها در مواجهه با بحران مالی مبادرت به انتشار اوراق قرضه می‌نمایند تا از تشریفات دست و پا گیر و بهره‌های سنگین دریافت وام از بانک‌ها پرهیز نمایند. دارندگان این اوراق تنها بستانکار شرکت محسوب می‌گردند و هیچ حقی علاوه بر بهره معین و استرداد اصل مبلغ بر شرکت ندارند و همچنین نمی‌توانند در اداره شرکت دخالتی داشته باشند. با پیروزی انقلاب اسلامی و حاکمیت احکام شرعی در حوزه‌های مختلف، ورق قرضه و بهره متعلق به آن از مصادیق معاملات ربوی تعبیر و خلاف شرع شناخته شد. پس از سال‌ها بحث و بررسی، با توجه به نیاز دولت به استفاده از وجوه نقدی مردم در سرمایه گذاری‌های مستقیم، سرانجام مفهوم اوراق مشارکت با ویژگی‌های متفاوت خود از اوراق قرضه وارد نظام قانون گذاری ایران گردید. تا آن‌جا که به بحث حاضر مربوط می‌گردد، در قانون تجارت ۱۳۱۱ هیچ نامی از اوراق سرمایه گذاری (اوراق قرضه) به میان نیامده بود. لکن بخش مهمی از لایحه اصلاحی قانون تجارت ۱۳۴۷ به این اوراق اختصاص یافت به نحوی که مواد ۵۱ تا ۷۱ لایحه مزبور ناظر به اوراق قرضه است. پس از استقرار حکومت جمهوری اسلامی و بر اساس دیدگاه‌های فقهی، به ویژه با تصویب قانون عملیات بانکی بدون ربا در سال ۱۳۶۲، امکان صدور اوراق قرضه برای نهادهای عمومی یا خصوصی و به ویژه شرکت‌های سهامی از میان رفت. اظهار نظر مورخه ۱۳۷۴/۲/۲۴ شورای نگهبان در پاسخ به استعلام رئیس مجلس در خصوص مصوبه هیئت وزیران به تجویز چاپ و نشر اوراق قرضه جدید از سوی وزارت امور اقتصاد و دارایی به استناد ماده ۱۲ قانون انتشار اسناد خزانه و اوراق قرضه ۱۳۴۸ به شرح زیر، آخرین امید به صدور و انتشار اوراق قرضه را از میان برد: "تصویب نامه مذکور چون مستند به ماده ۱۲ قانون انتشار اسناد خزانه و اوراق قرضه مصوب سال ۱۳۴۸ و منوط به رعایت ضوابط مربوط و ترتیبات مذکور در آن قانون

است و آن ماده اخذ بهره بر اوراق قرضه را جایز دانسته است خلاف موازین شرعی شناخته شد.<sup>۱</sup> حذف راهکار انتشار اوراق قرضه به عنوان یکی از شیوه های بسیار کارساز سرمایه گذاری، نارسایی کوچکی نبود تا از دید دست اندر کاران اقتصاد ملی دور بماند. لذا رایزنی های جامعه حقوقی - فقهی با مدیران حوزه اقتصاد منجر به معرفی نهاد نوینی به نام اوراق مشارکت گردید. این مفهوم برای نخستین بار به موجب قانون برنامه پنج ساله دوم توسعه اقتصادی، اجتماعی و فرهنگی جمهوری اسلامی ایران در سال ۱۳۷۳ در پهنه نظام حقوق ایران پدیدار گشت. بند الف تبصره ماده ۸۵ در حقیقت انتشار این گونه اوراق را اجازه می داد که به موجب آن: "به وزارت مسکن و شهرسازی اجازه داده می شود برای تجهیز سرمایه در بخش مسکن از طریق بانک مسکن به انتشار و فروش اوراق مشارکت مسکن اقدام نماید." پس از آن و تا سال ۱۳۷۶، در مقررات پراکنده قانونی و از آن میان قانون بودجه ۱۳۷۵<sup>۱</sup>، و نیز قانون بودجه سال ۱۳۷۶<sup>۲</sup>، مجوز های موردی جهت انتشار اوراق مشارکت برای برنامه های خاص داده شد، که بیانگر گرایش فزاینده قانون گذار به پذیرش این نهاد بود. با توجه به ضرورت در پیش گرفتن سیاست یکدست و تعیین تکلیف این شیوه از سرمایه گذاری، سرانجام قوه مقننه لایحه پیشنهادی دولت را در سال ۱۳۷۶ با عنوان "قانون نحوه انتشار اوراق مشارکت" دربرگیرنده ۱۳ ماده به تصویب رسانید. در اجرای ماده ۱۲ قانون مزبور، آیین نامه اجرایی آن یک سال بعد مشتمل بر ۳۸ ماده از تصویب هیئت وزیران گذشت و تاکنون حاکم بر انتشار این گونه اوراق است. در نتیجه، از آن جا که با توجه به وضع قانون نحوه انتشار اوراق مشارکت مصوب ۱۳۷۶، مفهوم اوراق قرضه از چارچوب مفاهیم حقوقی کشور حذف و بسیاری از مقررات مربوط به اوراق قرضه بر مبنای نظرات شورای نگهبان، نسخ گردیده است، با بررسی اجمالی احکام ناظر به اوراق قرضه و ماهیت آن به تعریف و توصیف اوراق مشارکت بر مبنای مقررات قانون یادشده و آیین نامه اجرایی آن مصوب ۱۳۷۷ هیئت وزیران پرداخته و به برخی مقررات لایحه اصلاحی قانون تجارت ۱۳۴۷ ناظر به اوراق قرضه، به ویژه در مقام مقایسه با قانون نحوه انتشار اوراق مشارکت اشاره خواهد شد.

## ۱- مفهوم و ماهیت اوراق مشارکت و تمییز آن از اوراق قرضه:

در این بخش ابتدا به تبیین مفهوم و ماهیت اوراق مشارکت و مسئله تضمین سود در آن پرداخته سپس با ذکر مفهوم و ماهیت اوراق قرضه به ذکر تفاوت‌ها و شباهت‌های این دو نهاد می‌پردازیم.

### ۱-۱- مفهوم اوراق مشارکت:

اولین تعریف قانونی از اوراق مشارکت در تبصره ۸۵ قانون برنامه دوم توسعه مصوب ۱۳۷۳/۹/۲۰ آمده است.<sup>۳</sup> به موجب این تبصره وزارت مسکن و شهرسازی اجازه یافت مبادرت به صدور اوراق مشارکت کند. قسمت ب تبصره فوق مقرر می‌کند که: "اوراق مشارکت اوراق بهاداری است که به قیمت اسمی مشخص منتشر می‌شود و به سرمایه‌گذارانی که قصد مشارکت در اجرای طرح‌های زیربنایی، تولیدی و ساختمانی را دارند، به فروش می‌رسد. خریداران این اوراق به نسبت قیمت اسمی در سود حاصل از اجرای طرح‌های مزبور شریک خواهند شد." قانون نحوه انتشار اوراق مشارکت مصوب ۷۶/۶/۳۰ که همان تعریف تبصره ۸۵ قانون برنامه دوم توسعه را برای اوراق موضوع خود می‌آورد دو توضیح به آن اضافه می‌کند. به موجب ماده ۲ این قانون "۱- اوراق مزبور می‌توانند با نام و بی نام باشند و ۲- برای مدت معینی منتشر می‌شوند." همچنین آیین نامه اجرایی قانون نحوه انتشار اوراق مشارکت مصوب ۷۶/۶/۳۰ در ماده ۱ اشخاص مجاز به انتشار اوراق مشارکت را مشخص نموده است، که علاوه بر دولت، شهرداری‌ها، نهادهای عمومی و عام‌المنفعه، شرکت‌های سهامی عام و خاص و تعاونی نیز مجاز به انتشار اوراق مشارکت هستند. (پاسبان: ۱۳۸۶، ص ۲۹۵) بر خلاف قانون برنامه دوم توسعه که انتشار اوراق مشارکت را تنها برای نظارت مسکن در نظر گرفته بود، قانون نحوه انتشار اوراق مشارکت مصوب ۷۶/۶/۳۰ و آیین نامه اجرایی آن، شرکت‌های سهامی را نیز مجاز به انتشار این اوراق می‌کند، اما در عمل شرکت‌های سهامی اجازه انتشار این اوراق را پیدا نمی‌کنند، مگر با تصویب قانون تنظیم بخشی از مقررات تسهیل نوسازی صنایع کشور و اصلاح ماده ۱۱۳ قانون برنامه سوم توسعه اقتصادی، اجتماعی و فرهنگی جمهوری اسلامی

ایران مصوب ۸۲/۸/۲۶<sup>۴</sup>. ماده ۱۷ این قانون انتشار اوراق مشارکت را تنها برای شرکت های پذیرفته در بورس و با مجوز بورس اوراق بهادار پذیرفته است. آیین نامه اجرایی ماده ۱۷ قانون اخیرالذکر<sup>۵</sup> با وجود تعریف این اوراق در قانون عام نحوه انتشار مشارکت، لازم دیده است مجدداً اوراق مشارکت را تعریف کند: "اوراق مشارکت: اوراق بهادار با نامی است که با مجوز بورس به قیمت اسمی مشخص برای مدت معین جهت تامین بخشی از منابع مالی مورد نیاز طرح های نوسازی و توسعه شرکت های پذیرفته در بورس منتشر می شود." (بند د از ماده ۱ آیین نامه)

از مجموع متون قانونی و آیین نامه های فوق، می توان عناصر تشکیل دهنده تعریف اوراق مشارکت را به شرح زیر مشخص نمود:

(۱) اوراق مشارکت از مصادیق اوراق بهادارند. (۲) اوراق مشارکت می توانند با نام یا بی نام باشند. (۳) اوراق مشارکت با قیمت اسمی معین انتشار می یابند. (۴) اوراق مشارکت متضمن حق صاحب ورقه به قسمتی از سودی هستند که از پروژه اجرایی ناشر (دولت یا شرکت سهامی) حاصل می شود. (اسکینی: ۱۳۸۹، ص ۱۱۱)

به مطالب بالا باید این مطلب را نیز اضافه کرد که قانون راجع به نحوه انتشار اوراق مشارکت که در ۷۶/۶/۳۰ به تصویب رسیده است دارای ماهیت دولتی بوده، به عبارت دیگر بخش دولتی با انتشار اوراق مشارکت قسمت عمده پس انداز های مردم و حتی منافع سیستم بانکی را به خود جذب می نماید. گرچه انتشار چنین اوراقی یکی از سالم ترین ابزار اقتصادی برای جمع آوری نقدینگی مردم و مقابله با کسری بودجه و پیشگیری از آثار استقراض از بانک مرکزی می باشد، ولی با توجه به تضمیناتی که دولت به اوراق مشارکت می دهد و بالاترین نرخ بهره را نیز می پردازد موجبات رکود بخش خصوصی را فراهم می سازد. زیرا بخش خصوصی نمی تواند با بخش دولتی در جذب سرمایه های مردم رقابت نماید. از طرف دیگر هدف از انتشار اوراق مشارکت تامین مالی یک طرح مشخص دولتی می باشد و چون پول جمع آوری شده برای طرح های عمرانی هزینه می گردد به این ترتیب به رشد نقدینگی و به کاهش نرخ تورم کمک

نمی‌نماید. لذا اصلح است مقررات اوراق قرضه که در دنیای امروز برای جذب سرمایه های مردم نقش مهمی را ایفا می‌کند توسط بانک‌ها برای بخش خصوصی (شرکت سهامی عام) تضمین گردد تا این بخش که در مضیقه شدید نقدینگی می‌باشد بتواند در واحد های تولیدی، صنعتی و بازرگانی فعال شده و موجبات اشتغال و تحرک اقتصادی کشور را فراهم سازد. (عرفانی: ۱۳۸۸، ص ۴۰) اما این سخن خالی از اشکال نیست؛ چرا که در بخش دوم ماده ۱ آیین نامه اجرایی قانون نحوه انتشار اوراق مشارکت، علاوه بر نهادهای عمومی غیر دولتی و موسسات عام المنفعه و شرکتهای وابسته به آن‌ها، شرکت های سهامی خاص و تعاونی تولید نیز مجاز به انتشار اوراق مشارکت شناخته شده اند. (پاسبان: ۱۳۸۶، ص ۲۹۶) و آگهی، برقراری اوراق قرضه که نهادی منسوخ در حقوق ایران به شمار می‌رود. برای بازگردش اقتصادی بخش خصوصی راه حلی به جا نیست؛ چرا که علاوه بر شبهه ربا مغایر با نظر شورای نگهبان است. بنابراین، تنها راه حل اجازه صدور اوراق

مشارکت به بخش خصوصی جهت حل این مشکل است نه اوراق قرضه.

#### ۱-۲- ماهیت اوراق مشارکت:

از استفاده از لفظ مشارکت در رابطه با این اوراق ظاهراً چنین برمی‌آید که خریدار این اوراق با خرید آن‌ها قصد انعقاد عقد شرکت با ناشر را دارد، اما آیا واقعا ما در برابر یک عقد شرکت قرار داریم؟ برای پاسخ دادن به این سوال باید به متون قانونی و آیین نامه های وضع شده در ارتباط با اوراق رجوع کنیم.

#### ۱-۲-۱- اوراق مشارکت و وکالت:

براساس ماده ۳ آیین نامه اجرایی، با فروش اوراق مشارکت، میان ناشر و خریدار او رابطه وکیل و موکل برقرار می‌شود. شاید از ماده مزبور چنین استنباط شود که اوراق مشارکت بر پایه عقد وکالت بنا شده است؛ بدین معنا که دارنده اوراق به ناشر وکالت می‌دهد تا به حساب او نسبت به فعالیت اقتصادی اقدام کرده، در موعدهای معین، حساب مدت فعالیت را به موکل ارائه کند؛ ولی تفاوت‌های میان وکالت و

قرارداد مشارکت، درستی این دیدگاه را زیر سوال می‌برد: نخستین تفاوت میان قرارداد مشارکت و وکالت این است که وکالت عقدی جایز است؛ ولی قرارداد فروش اوراق مشارکت، لازم است و در صورت امکان بازخرید اوراق قبل از سررسید، این پیمان نسبت به ناشر، لازم و نسبت به دارنده، جایز خواهد بود. نکته قابل تأمل این است هرچند می‌توان وکالت را به صورت قراردادی لازم درآورد؛ ولی در هر صورت، وکالت با فوت یا جنون یکی از طرفین، از بین می‌رود؛ اما در اوراق مشارکت، رابطه نمایندگی میان دارنده و ناشر همواره باقی بوده، انتقال ارادی و یا قهری اوراق مشارکت به اشخاص ثالث، به این رابطه خللی وارد نخواهد ساخت. (شیروی: ۱۳۸۱، ص ۸۸) تفاوت دیگر اینکه وکالت یکی از عقود استنباه است و مقتضای ذات آن اعطای نیابت است<sup>۶</sup> (عاملی شهید ثانی: ۱۴۱۳ ه.ق، ج ۵ ص ۲۳۷) و همه آثار اعمال وکیل در حدود اذن، متوجه موکل خواهد بود؛ ولی اگر چه در اوراق مشارکت، «ناشر» به وکالت از سوی خریداران اوراق می‌تواند نسبت به مصرف وجوه حاصل از فروش اوراق، اقدام کند؛ ولی هیچ‌یک از فعالیت‌های او متوجه دارنده ورقه نمی‌شود و همه مسئولیت‌ها بر عهده ناشر است. با توجه به مطالب پیش گفته باید گفت منظور قانونگذار از رابطه وکالت میان ناشر و خریدار اوراق، رابطه ابتدایی میان این دو است، نه ماهیت ذاتی پیمان موجود در اوراق مشارکت.

### ۱-۲-۲- اوراق مشارکت و قرض:

قانونگذار ایران در تدوین مقررات حاکم بر اوراق مشارکت، از مقررات اوراق قرضه موضوع ماده ۵۱ به بعد لایحه قانونی اصلاح قسمتی از قانون تجارت ۱۳۴۷ اقتباس فراوان کرده است. از جهات متعددی نیز اوراق مشارکت با اوراق قرضه سابق دارای وجوه مشترکند. در واقع، مانند ورقه قرضه، ورقه مشارکت دارای مبلغ اسمی معین و قابل معامله است (بدون تشریفات)، دارنده ورقه مشارکت در اراده مؤسسه و یا شرکت ناشر حق دخالت ندارد، و ورقه مشارکت می‌تواند قابل تعویض با سهام یا قابل تبدیل به سهام باشد. مانند انتشار اوراق قرضه سابق (ماده ۶۵ لایحه قانونی) شرکتی که مبادرت به انتشار اوراق مشارکت می‌کند نمی‌تواند اوراق مشارکت قابل

تعویض یا تبدیل جدید منتشر کند یا سرمایه خود را مستهلک سازد یا از طریق بازخرید سهام کاهش دهد یا اقدام به تقسیم اندوخته کند یا در نحوه تقسیم منافع تغییراتی بدهد (ماده ۳۵ آیین‌نامه اجرایی قانون نحوه انتشار اوراق مشارکت). همچنین مانند انتشار اوراق قرضه سابق (ماده ۶۶ لایحه قانونی ۱۳۴۷)، تا سررسید نهایی اوراق مشارکت یا زمان تحقق افزایش سرمایه موضوع اوراق مشارکت، صدور سهام جدید در نتیجه انتقال اندوخته به سرمایه و به طور کلی، دادن سهم یا تخصیص یا پرداخت وجه به سهامداران تحت عناوینی از قبیل جایزه یا منافع انتشار سهام ممنوع خواهد بود، مگر آن که حقوق دارندگان اوراق مشارکت که متعاقبا خود را به سهام شرکت تبدیل می‌کنند، نسبت به سهامی که در نتیجه تبدیل مالک می‌شوند حفظ شود (ماده ۳۵ آیین‌نامه اجرایی قانون نحوه انتشار اوراق مشارکت). اما با وجود این همه وجه اشتراک، ورقه مشارکت را نمی‌توان از جنس ورقه قرضه، یعنی نماینده مبلغی وام تلقی کرد، در واقع:

اولا برای ورقه مشارکت، بهره معین وجود ندارد و آنچه برای صاحب ورقه حاصل می‌شود سود ناشی از اجرای طرح موضوع مشارکت است که بخشی از آن در زمان اجرای طرح به صورت علی الحساب و بخشی از آن در پایان طرح به طور قطعی پرداخت می‌شود. ثانيا برخلاف صاحب ورقه قرضه، صاحب ورقه مشارکت، مال خود-معادل مبلغ اسمی هر ورقه-را به ناشر تملیک نمی‌کند، بلکه آورده او با آورده ناشر، در طرح موضوع مشارکت ممزوج می‌شود و در مالکیت طرفین، حالت اشاعه ایجاد می‌شود. برای آن که هیچ‌گونه شبهه‌ای در ارتباط با قرض بودن و ربوی بودن اوراق مشارکت ایجاد نشود قانون‌گذار در ماده ۸ آیین‌نامه اجرایی قانون نحوه انتشار اوراق مشارکت، ضرورت جمع سرمایه آورده شده توسط صاحبان اوراق مشارکت و سرمایه مؤسسه یا شرکت را پیش‌بینی کرده است.

### ۱-۲-۳- اوراق مشارکت و مضاربه:

بعضی مؤلفان، رابطه ناشی از ورقه مشارکت را به عقد مضاربه نزدیک دانسته و برای توجیه شرعی بودن پرداخت سود تضمین شده به صاحب ورقه به مقررات قانون



مدنی راجع به مضاربه متوسل شده‌اند، از این باب که قانون مدنی به مضارب(عامل) اجازه داده تا با تملیک بخشی از مال خود، زیان مالک را بپوشاند و یا سودی را منظور دارد. دکتر پاسبان در این باره می‌فرمایند: در اوراق مشارکت نقش و مشارکت سرمایه گذار عنصر بنیادین این عمل حقوقی که معمولاً به مضاربه نزدیکی بیشتر دارد، به شمار می‌رود.(پاسبان: ۱۳۸۶، ص ۲۹۵) این مقایسه اگر به ظاهر عقد مضاربه بنگریم قابل قبول به نظر می‌رسد: صاحب ورقه کاری نمی‌کند جز این‌که مبلغی پول در اختیار ناشر(مؤسسه یا شرکت) قرار دهد تا ناشر با آن طرحی را انجام دهد که در سود طرح، صاحب ورقه را سهام کند. در عقد مضاربه نیز مالک پولی در اختیار مضارب قرار می‌دهد که مضارب در تجارتي به کار اندازد و طرفین در سود حاصل از تجارت شریک باشند(ماده ۵۴۶ ق.م). علاوه بر این، مانند عقد مضاربه، در رابطه ناشی از ورقه مشارکت، طرح به نام ناشر و توسط او انجام می‌شود.

اما مشابهت رابطه ناشی از ورقه مشارکت با عقد مضاربه در همین جا ختم می‌شود. در واقع، تدقیق در ماهیت حقوقی عقد مضاربه تفاوت‌های این عقد را با مشارکت ناشی از انتشار ورقه مشارکت آشکار می‌کند: اولاً در عقد مضاربه، یکی از طرفین، سرمایه می‌آورد و دیگری (عامل) خدمات و کارایی خود را به میان می‌نهد(کاتوزیان: ۱۳۷۳، ج ۲ ص ۱۰۵) در حالی که در رابطه ناشی از ورقه مشارکت، مؤسسه یا شرکت ناشر باید خود نیز بخشی از سرمایه لازم برای اجرای طرح موضوع مشارکت را فراهم کند. ماده ۸ آیین‌نامه اجرایی قانون نحوه انتشار اوراق مشارکت این نکته را به طور صریح بیان کرده است. به موجب این ماده: «حداقل سهم الشرکه ناشر در هر طرح(اعم از آورده نقدی و غیرنقدی) و میزان(سقف فردی) اوراق مشارکت قابل انتشار... با رعایت وضعیت مالی و اعتباری ناشر توسط بانک مرکزی تعیین می‌شود». این ماده به خوبی می‌رساند که طرح اجرایی ناشر باید الزاماً با سرمایه جمعی ناشر و صاحبان اوراق مشارکت انجام بشود، نه این‌که مانند عقد مضاربه، ناشر بتواند تنها با سرمایه صاحبان ورقه، طرح را اجرا کند. از این ماده، یک تفاوت عمده دیگر عقد مضاربه با مشارکت ناشی از انتشار اوراق مشارکت آشکار می‌شود و آن این است که در مضاربه، سرمایه باید وجه نقد باشد(ماده ۵۴۷ ق.م) بنابراین هرگاه پول غیر رایج یا

کالائی را بخواهند در عقد مضاربه به سرمایه قرار دهند باید آن را فروخته و تبدیل به وجه نقد نموده و سپس آن را سرمایه در عقد مضاربه قرارداد ( امامی: بی تا، ج ۲ ص ۹۹) درحالی که همان طور که ماده بیان می کند سهم الشرکه ناشر در طرح می تواند نقدی یا غیرنقدی، یعنی کالا باشد. اختلاف دیگر میان دو نهاد بالا در این است که در مضاربه، عامل باید با سرمایه‌ای که در اختیارش گذارده می شود تجارت کند (ماده ۵۴۶ ق.م.) لفظ «تجارت» در حقوق موضوعه، به معنی این است که موضوع طرح باید امری باشد که در ماده ۲ از قانون تجارت ایران به عنوان عمل تجارتي شناخته می شود، درحالی که موضوع طرح مشارکت می تواند عملی غیرتجارتی باشد، چنان که بسیاری از عملیات عمرانی که می توانند موضوع طرح مشارکت قرار گیرند، خصیصه تجاری ندارند. اگر رابطه میان صاحب ورقه مشارکت و ناشر تنها در قالب عقد مضاربه قابل توجیه باشد، در فرضی که موضوع طرح امری غیرتجارتی است، باید به بطلان رابطه میان طرفین عقیده داشت و حال آن که قانون و آیین نامه اجرایی راجع به انتشار اوراق مشارکت چنین روابطی را نیز صحیح می داند.

#### ۱-۲-۴- اوراق مشارکت و شرکت:

عقد شرکت بیشترین شباهت را با اوراق مشارکت دارد؛ به عنوان مثال، عقد شرکت عقدی است معوض، تملیکی، مستمر و اختلاطی از یک مبادله که سبب اشاعه در ملکیت می شود و اعطای نیابت در تصرف و اداره کردن اموال مشترک از راه عقد وکالت صورت می گیرد (کاتوزیان: ۱۳۷۳، ج ۲ ص ۲۱-۲۲). این عناصر، کما بیش در اوراق مشارکت وجود دارد و به دنبال فروش اوراق، رابطه وکالت میان ناشر و خریدار به منظور مصرف وجوه حاصل از فروش اوراق، ایجاد می شود. توضیح مطلب آن که بین ناشر و صاحبان اوراق مشارکت، مالکیت مشاع ایجاد می شود و طرفین در سود حاصل از طرح شریک می شوند. زیرا اولاً ماده یک قانون نحوه انتشار اوراق مشارکت برای اجرای طرح موضوع مشارکت به ناشر فقط اجازه داده است که "قسمتی از منابع مورد نیاز" خود را از طریق انتشار و عرضه اوراق مشارکت تأمین کند. قید کلمه "قسمتی" در این ماده به معنای آن است که قسمت دیگر از منابع مورد نیاز

(سرمایه طرح) را هر مقدار که باشد، باید خود ناشر تأمین کند. ثانیا ماده ۳ آیین نامه اجرایی قانون مقرر می کند که: "هر ورقه مشارکت نشان دهنده قدر السهم دارنده آن در مشارکت است." از این ماده نیز به خوبی معلوم می شود که صاحب ورقه، به نسبت مبلغ اسمی هر ورقه در سرمایه طرح مالکیت پیدا می کند؛ چیزی که به مالکیت مشاع صاحب ورقه و ناشر در اموال طرح منتهی می شود. همین مالکیت مشاع موجب شده تا ماده ۳ آیین نامه مقرر کند: "با فروش اوراق مشارکت، رابطه وکیل و موکل بین ناشر و خریدار اوراق محقق می شود" و اضافه می کند که "ناشر به وکالت از طرف خریداران اوراق می تواند نسبت به مصرف وجوه حاصل از فروش اوراق جهت اجرای طرح و خرید و فروش هرگونه کالا، خدمت و دارایی مربوط به طرح اقدام نماید". از آن جا که هیچ یک از مالکین مال مشاع نمی تواند بدون اذن دیگران در مال مشاع تصرف کند (ماده ۱۸۵ ق.م) ناشر نمی تواند بدون اذن صاحبان اوراق در اداره اموال مشاع سمتی داشته باشد. این است که آیین نامه اجرایی در راستای قواعد عام حاکم بر شرکت، جواز حق تصرف ناشر را در قالب عقد وکالت اعلام و اجازه ناشر در اداره اموال را مفروض دانسته و به عبارتی، یک نوع وکالت قانونی را برقرار کرده است. بنابراین، به نظر می رسد، انتشار اوراق مشارکت توسط ناشر و خرید این اوراق توسط اشخاص، صاحبان ورقه و ناشر در اموال جمع شده برای اجرای طرح مالکیت مشاع پیدا می کنند که یکی از شرایط وجود عقد شرکت است. افزون بر این هرچند برخی از مواد قانونی درباره اوراق مشارکت مبهم است و درباره ماهیت این اوراق نیز چیزی گفته نشده است؛ ولی در جدیدترین قانونگذاری درباره اوراق مزبور، بند(ه) ماده ۱ آیین نامه اجرایی جزء (ب) بند ۳ ماده واحده قانون بودجه سال ۱۳۸۹ کل کشور، به روشنی اعلام کرده است که اوراق مشارکت ارزی براساس عقد شرکت منتشر می شود. بدیهی است که آیین نامه مزبور براساس قانون نحوه انتشار اوراق مشارکت تدوین شده است؛ بنابراین مفاد بند(ه) ماده ۱ کاشف از این حقیقت است که اوراق مشارکت در قانون سال ۱۳۷۶ و آیین نامه های پس از آن، براساس عقد شرکت پایه ریزی شده است. تنها مسئله ای که باقی می ماند این است که مطالعه متون قانونی راجع به اوراق مشارکت نشان می دهد که در آن ها بر این نکته تاکید شده است که

"خریداران این اوراق به نسبت قیمت اسمی و به نسبت مدت مشارکت در سود حاصل از اجرای طرح مربوطه شریک خواهند بود.<sup>۷</sup> و " هر ورقه مشارکت نشان دهنده میزان قدر السهم آن در مشارکت است.<sup>۸</sup> " هیچ یک از این متون اشاره ای به این که خریداران در زیان مشارکت سهیم خواهند بود، نمی‌کند. همین عدم ذکر سهیم شدن در زیان این سوال را در ذهن ایجاد می‌کند که آیا می‌توان رابطه ایجاد شده بین ناشر و خریدار برگه مشارکت عقد شرکت تلقی کرد یا خیر؟ در پاسخ باید گفت که آن چه مسلم است این است که اگر در عقدی که متضمن مزج و اختلاط اموال (در این جا امتزاج وجوه نقد) است سهیم شدن در زیان مقصود طرفین نباشد، عقد شرکت وجود ندارد. مولفین حقوق مدنی ایران در تعریف قرارداد شرکت به این نکته تاکید می‌کنند که شرکا به تناسب سهم خود در مال مشاع در زیان شرکت می‌کنند. (کاتوزیان: ۱۳۷۳، ص). این معنا از ماده ۵۷۵ قانون مدنی نیز به وضوح استنتاج می‌شود. بنابراین لازمه عقد شرکت، شرکت در زیان است هر چند میزان این زیان برای شرکا می‌تواند به گونه ای توافقی معین شود. لیکن برای آن که عقد شرکت باشد لازم نیست که شرکا حتما در آن ذکر کنند که در زیان وارده نیز سهیم خواهند بود؛ زیرا این امر نتیجه طبیعی عقد شرکت است. پس اگر در تعریف اوراق مشارکت اشاره ای به زیان نشده است، این بدان معنی نیست که مشارکت بین ناشر و صاحب ورقه از مصادیق عقد شرکت نیست. اما همان طور که می‌دانیم در عمل، خریداران اوراق مشارکت انتظار ندارند که در زیان شرکت کنند. قانون گذار نیز برای آن که عدم پیش‌بینی تحمل زیان به وسیله دارندگان اوراق مشارکت این شبهه را ایجاد نکند که مشارکتی در کار نیست، مکانیسمی پیش‌بینی کرده است که جبران احتمالی زیان وارده در اثر طرح بر ای صاحب ورقه میسر شود و اطمینان یابد که اگر طرح زیان بدهد، زیان او جبران خواهد شد. این مکانیسم چیزی جز تضمین سرمایه گذاری خریدار اوراق مشارکت نیست. مثلا تبصره ۸۵ قانون برنامه پنج ساله دوم اقتصادی در مورد اوراق مشارکتی که وزارتخانه مسکن برای تجهیز سرمایه در بخش مسکن از طریق بانک مسکن انتشار داده است، پیش‌بینی کرده است که " وزارت امور اقتصاد و دارایی به نمایندگی از جانب دولت باز خرید اوراق مزبور و سود متعلقه را تضمین خواهد کرد." این اقدام به سرمایه گذار امکان می‌دهد که سهمی

را که در اثر زیان در پروژه ممکن است حاصل شود، تحمل نکند. این اقدامات، به این معنی نیست که خریداران اوراق مشارکت در زیان سهم نخواهند بود؛ زیرا اگر چنین باشد مشارکتی وجود نخواهد داشت. این اقدامات به این معنی است که تضمین کننده اصل و سود سرمایه گذار "حسن انجام مشارکت را" تعهد می کند و این امر مانع از این نیست که مشارکتی که میان خریدار ورقه مشارکت و ناشر در اثر خرید ورقه حاصل می شود، عقد شرکت تلقی نشود.

### ۱-۳- ماهیت اوراق قرضه:

ورقه قرضه بر خلاف سهم جزء سرمایه شرکت سهامی نیست. ورقه قرضه همان طوری که از نام آن پیداست قرض است. لذا بر خلاف صاحبان سهام، دارندگان اوراق قرضه در اداره امور شرکت و منافع آن هیچ گونه دخالتی نداشته و فقط بستانکار شرکت محسوب می شوند. بهره ورقه قرضه معین و در سر موعد مبلغ تعیین شده باید پرداخت گردد. با وجود این که کلیه معاملات شرکت سهامی تجارتي محسوب می شود، پذیره نویسی و خرید اوراق قرضه توسط مردم و یا اشخاص حقوقی دیگر عمل تجارتي محسوب نمی شود. در این جا سوالی که مطرح می شود این است که اگر شرکت شکوفایی اقتصادی داشته باشد چرا باید پول قرض کند و اوراق قرضه منتشر نماید؟ در پاسخ به این سوال باید گفت که شرکت ممکن است در مقابل امتیازات سرمایه گذاری خوبی قرار گیرد ولی نقدینگی لازم را نداشته باشد. به عنوان مثال مناطق جنگ زده باید باز سازی و عمران شود و دولت برای اجرای این سیاست ممکن است امتیازات خوبی به سرمایه گذار بدهد. (خزاعی: ۱۳۸۵، صص ۱۶۷-۱۶۸)

### ۱-۴- تفاوت ها و شباهت های اوراق مشارکت و اوراق قرضه:

میان اوراق قرضه و اوراق مشارکت، چند شباهت مهم وجود دارد: نخستین شباهت درباره عدم دخالت دارندگان این اوراق در تصمیمات ناشر است. طبق ماده ۵۳ لایحه اصلاحی قانون تجارت، دارندگان اوراق قرضه در اداره شرکت، هیچ گونه دخالتی ندارند و فقط بستانکار شرکت محسوب می شوند. قانونگذار درباره دخالت

دارندگان اوراق مشارکت در اداره شرکت، ساکت است. با این حال از مجموع مواد قانونی برداشت می‌شود که آنان در مدیریت شرکت، نقشی ندارند. علاوه بر این، مشارکت دارنده اوراق مشارکت بر پروژه، موقت است و این اوراق همانند اوراق قرضه دارای سررسید می‌باشد (موسویان: ۱۳۸۶، ص ۴۱۶)؛ ولی مهم‌ترین شباهتی که از لحاظ ماهوی میان این دو ورقه وجود دارد این است که در اوراق قرضه، پرداخت مبلغی معین به نام بهره که در اوراق مشارکت سود نامیده می‌شود، جزء تکالیف ناشر قرار داده شده، او نمی‌تواند از پرداخت آن خودداری کند. در واقع پرداخت این سود تضمین شده است. این شباهت باعث شده است برخی عنوان کنند مکلف بودن ناشر اوراق مشارکت در پرداخت سود سالانه (سود علی الحساب)، اوراق مشارکت را به سوی اوراق قرضه متمایل می‌سازد (عقیلی کرمانی: ۱۳۷۶، ص ۲۲) و حتی برخی از حقوقدانان اوراق قرضه و مشارکت را دو روی یک سکه قلمداد کرده، بیان داشته‌اند که این اوراق همانند اوراق قرضه از دل عقد قرض بیرون آمده‌اند و به همین دلیل، اوراق مشارکت را اوراق قرضه داخلی و سود آن را نیز بهره یا ربا نام نهاده‌اند (کاشانی: ۱۳۸۲، صص ۲۹ و ۳۱).

با وجود این شباهت‌ها، تفاوت‌های بنیادین میان اوراق قرضه و مشارکت، استدلال‌های یاد شده را مخدوش می‌سازد. نخستین تفاوت در سازوکار انتشار و اهداف اقتصادی این اوراق است. در اوراق مشارکت، وجوه دریافتی حتماً باید در طرح‌های مشخص تولیدی، عمرانی، یا خدمات به کار گرفته شود؛ ولی در اوراق قرضه وام‌گیرنده محدودیت خاصی برای مصرف وجوه ندارد و حتی می‌تواند آنها را صرف باز پرداخت دیون خود کند. افزون بر این، ماهیت سود متعلق به این دو ورقه نیز با یکدیگر متفاوت است. بدین معنا که همه اوراق قرضه، فارغ از مرجع انتشاردهنده آن، ماهیت ربوی دارند و بهره ثابتی که به دارندگان پرداخت می‌شود، از جنس رباست؛ ولی در اوراق مشارکت، فرض بر این است که ناشر از به کارگیری وجوه گردآوری شده در پروژه‌ای تعریف شده سودی به دست می‌آورد و بخشی از آن را براساس قرارداد مشارکت، به عنوان سود علی الحساب به دارندگان پرداخته، ما به التفاوت آن را در پایان طرح و پس از محاسبه سود نهایی به دارندگان می‌پردازد.

تفاوت دیگر میان قرارداد مشارکت و اوراق قرضه این است که طبق قواعد عقد قرض در اوراق قرضه، وجوه جمع‌آوری شده به ملکیت ناشر در می‌آید و او حق دارد این سرمایه را در فعالیت مورد نظر به جریان اندازد. در عوض، ناشر متعهد می‌شود در سررسید معین، اصل مبلغ اوراق به همراه بهره متعلقه را به خریدار اوراق قرضه بپردازد؛ ولی در اوراق مشارکت، وجوه گردآوری شده به ملکیت ناشر در نمی‌آید و طبق ماده ۳ آیین‌نامه اجرایی، ناشر، وکیل صاحبان سرمایه است تا وجوه گردآوری شده را در طرحی که به خاطر آن اوراق مشارکت منتشر شده است، به کار گیرد و پس از اجرای طرح مزبور، اصل مبلغ اوراق به همراه سود به دست آمده را به دارندگان اوراق بپردازد و با آنها تسویه حساب کند. تفاوت مهم دیگر این دو تاسیس حقوقی و دگرگونی ایجاد شده با تصویب قانون نحوه انتشار اوراق مشارکت، گسترش ناشرین به ویژه به شرکتهای سهامی خاص و تعاونی است. در حالی که به تجویز ماده ۵۱ لایحه اصلاحی قانون تجارت ۱۳۴۷ تنها "شرکت سهامی عام می‌تواند تحت شرایط مندرج در این قانون اوراق قرضه منتشر کند"، در بخش دوم ماده ۱ آیین‌نامه اجرایی قانون نحوه انتشار اوراق مشارکت، علاوه بر نهادهای عمومی غیر دولتی و موسسات عام المنفعه و شرکتهای وابسته به آنها، شرکت های سهامی خاص و تعاونی تولید نیز مجاز به انتشار اوراق مشارکت شناخته شده اند. (پاسبان: ۱۳۸۶، ص ۲۹۶)

## ۲- مسئله تضمین سود در اوراق شرکت:

در ماده ۳ قانون نحوه انتشار اوراق مشارکت آمده است: "تضمین باز پرداخت اصل و سود علی الحساب و سود تحقق یافته این اوراق توسط وزارت امور اقتصاد و دارایی از محل اعتبارات ردیف های خاصی که توسط سازمان برنامه و بودجه به همین منظور در قوانین بودجه سالانه کل کشور پیش‌بینی می‌شود، به عمل خواهد آمد." سود اوراق مشارکت چالش برانگیزترین موضوعی است که در مطالعه ماهیت این اوراق با آن مواجه‌ایم. مسئله‌ای که مشروعیت سود اوراق مشارکت را با تردید روبه‌رو می‌سازد، سود علی الحساب تضمین شده است. پرداخت سود حاصل از مشارکت در دو مرحله صورت می‌گیرد: در مرحله اجرای طرح به صورت علی الحساب و پس از پایان طرح و

تعیین سود مشارکت، به طور قطعی. پیش‌بینی پرداخت سود به صورت علی‌الحساب و قطعی به وسیله قانون‌گذار به این معنی نیست که دو نوع سود وجود داشته باشد که یکی می‌تواند از دیگری بیشتر یا کمتر باشد. به صاحب ورقه فقط یک سود داده می‌شود و آن هم سود نهایی حاصل از انجام طرح مشارکت است. آن چه به نام سود قطعی شناخته می‌شود ما به التفاوت بین سود واقعی و نهایی و سودی است که قبلاً به صورت علی‌الحساب به صاحب ورقه پرداخت شده است. در نتیجه اگر با احتساب سود نهایی معلوم شود که ما به التفاوتی برای پرداخت به صاحب ورقه موجود نیست، به او چیزی پرداخت نمی‌شود اما اگر معلوم شود که سهم صاحب ورقه از سود نهایی کمتر از میزانی است که قبلاً در طول انجام طرح به عنوان سود علی‌الحساب به او پرداخت شده، ناشر حق نخواهد داشت که مبالغ اضافه دریافتی را از صاحب ورقه مسترد کند. به عبارت دیگر، سود علی‌الحساب غیر قابل بازگشت است و با توجه به مفاد قرارداد منعقد شده میان ناشر و خریدار با فرض زیان‌دهی سرمایه‌گذاری، ناشر نمی‌تواند علیه پذیرهنویس دعوی استرداد کند (پاسبان: ۱۳۸۶، ص ۳۰۲)

بیان مسئله قابل تأمل بدین شرح است که خریداران اوراق مشارکت انتظار ندارند که در زیان شرکت کنند. قانونگذار نیز برای آن که عدم پیش‌بینی تحمل زیان توسط دارندگان اوراق مشارکت، این شبهه را ایجاد نکند که مشارکتی در کار نیست، راهکاری پیش‌بینی کرده است که جبران احتمالی زیان وارد در اثر طرح برای صاحب ورقه میسر شود و اطمینان یابد اگر طرح زیان بدهد، زیان او جبران خواهد شد. این راهکار چیزی جز تضمین سرمایه‌گذاری خریدار اوراق مشارکت نیست. چنین تضمینی، از آن جا که توسط شخص ثالثی (غیر از ناشر) انجام می‌شود مشکلی ایجاد نمی‌کند. در واقع، هر شخص ثالثی می‌تواند حسن انجام مشارکت توسط یکی از شرکا را تضمین کند و این تضمین، هیچ اثری بر عقد شرکت میان شرکا که در آن به تسهیم سود و زیان در مقابل یکدیگر تعهد کرده‌اند ندارد. اما مشکل زمانی بروز می‌کند که ناشر دولت نیست، بلکه یک شرکت دولتی، یا یک شهرداری و یا مؤسسه یا شرکت غیردولتی موضوع ماده یک قانون نحوه انتشار اوراق مشارکت است که خودش تکلیف دارد برطبق ماده ۵ قانون اخیر الذکر، بازپرداخت اصل و سود متعلق را در



سررسیدهای مقرر در اوراق مذکور تعهد و تضمین کند. لذا سؤال این است که آیا تضمین ناشر (که در واقع یکی از شرکا است) موجب بطلان مشارکت بین او و صاحبان اوراق نمی‌شود؟ طرح این سؤال منطقی است، زیرا نتیجه این تضمین، آن است که صاحب ورقه نه تنها در ضرر شرکت نمی‌کند، بلکه در هر صورت، حتی در فرض زیان‌دهی طرح، سودی هم به دست می‌آورد. در این رابطه به ذکر و نقد سخن پژوهشگران مختلف می‌پردازیم.

## ۲-۱- تناقض دو مفهوم سود علی الحساب و تضمین:

برخی از پژوهشگران گفته‌اند اگر ویژگی «عدم قطعیت» از سود علی الحساب گرفته شود، دوگانگی بهره و سود علی الحساب به یگانگی تبدیل خواهد شد. بر همین اساس، ترکیب «سود علی الحساب تضمین شده» که در جریان فروش اوراق مشارکت در سیستم بانکداری جاری کشور متداول شده، ترکیبی متناقض و ناهمگون است. کمترین سودی که سیستم بانکی پرداخت آن را به دارندگان اوراق مشارکت تضمین کرده است، اگر جنبه «علی الحساب» داشته باشد، نمی‌تواند «تضمین شده» باشد و چنانچه نرخ سود مزبور به وسیله سیستم بانکی «تضمین» شود، قید «علی الحساب» مفهوم واقعی خود را از دست می‌هد و لغو و یا بی‌معنا خواهد شد. به نظر اینان، براساس آمار و تجربه‌های جوامع گوناگون، در واقع چیزی به نام «تضمین اقتصادی» وجود ندارد و در برداشتن مخاطره و احتمال حصول زیان یا سود کمتر از انتظار، جزء جدا نشدنی سرمایه‌گذاری است. (حسین‌زاده بحرینی: ۱۳۷۶، صص ۱۵۵ و ۱۵۷) اما این سخن به دلایل زیر قابل خدشه است؛ یعنی تحقق یا عدم تحقق سود علی الحساب پس از تثبیت عقد، مشخص می‌شود و این استدلال که «اگر سپرده‌گذار از پرداخت سود علی الحساب به گونه‌ای مطمئن شود، سود پرداختی ربا خواهد بود»، فاقد مبنای فقهی و حقوقی است. افزون بر این، برخی از فقها درباره مضاربه بیان داشته‌اند که بانک به دلیل واسطه‌بودن میان عامل و صاحب سرمایه، طرف سوم قرارداد محسوب می‌شود و می‌تواند به صورت تبرعی، ضمانت اموال سپرده‌گذاران را بر عهده گیرد (صدر: ۱۳۸۸، ص ۴۱)

## ۲-۲- تضمین به شرط ایجاد سود:

گروهی دیگر از محققان بیان داشته‌اند اگر تضمین سود اصل سرمایه به معنای تضمین آن در هر صورت باشد-چه طرح واقعا سودی به دنبال داشته باشد و چه نداشته باشد-این مسئله با مقتضای مشارکت منافات دارد و در واقع مانند «ربا» یا «حیله در ربا» خواهد بود (هادوی تهرانی: ۱۳۷۸، ص ۱۵۰). البته به عقیده این دسته از پژوهشگران، منظور قانونگذار از تضمین، تضمین اصل عملیات است؛ بدین معنا که اگر از فعالیت اقتصادی، سودی به ثمر نشست، ناشر سهم متعلق به سرمایه‌گذار را بپردازد و چنانچه از انجام این کار خودداری کند، بانک عامل پرداخت سود مزبور را به عهده می‌گیرد. به همین دلیل است که برخی از محققان که اوراق مشارکت را از ابزارهای مالی اسلامی می‌دانند، چگونگی محاسبه سود قطعی اوراق مشارکت را دارای ابهام دانسته، بیان داشته‌اند که در اغلب موارد، فروش اوراق مشارکت با تبلیغات گسترده‌ای به وسیله رسانه‌ها صورت می‌پذیرد، ولی پس از فروش، هیچ گزارش رسمی از پیشرفت، موفقیت، میزان سوددهی، ارزش افزوده و سود واقعی صاحبان اوراق منتشر نمی‌شود. بانک‌های عامل بدون ارائه هیچ اطلاعاتی در سررسیدهای مقرر، سود علی الحساب و اصل سرمایه را به صاحبان اوراق برمی‌گردانند. این مسئله باعث شده است تا سرمایه‌گذاری در اوراق مشارکت از جهت شرعی و اقتصادی محل تردید باشد (موسویان: ۱۳۸۶، ص ۴۳۱). با این حال، پذیرش این نظر که منظور از تضمین، تضمین اصل عملیات است، قابل پذیرش نیست بلکه باز پس‌گیری سود علی الحساب پرداختی به هیچ وجه امکان ندارد خواه سودی از فعالیت اقتصادی به ثمر بنشیند و خواه فعالیت اقتصادی زیان ده باشد. در این باره، ماده ۱۵ آیین‌نامه اجرایی جزء (ب) بند ۳ ماده واحده قانون بودجه سال ۱۳۸۹ کل کشور بیان می‌دارد: چنانچه پروژه کمتر از سود علی الحساب پیش‌بینی شده عملکرد داشت، ناشر موظف است تفاوت حاصل شده را به دارندگان اوراق مشارکت ارزی هبه نماید.

## ۲-۳- حذف تضمین سود از اوراق مشارکت:

برخی از محققان برای حل شبهه شرعی اوراق مشارکت، پیشنهاد کرده‌اند که دولت اوراق مشارکتی منتشر کند که در آن هیچ‌گونه ضمانتی به وسیله ناشر، نه برای اصل سرمایه و نه برای بازده آن منظور نشود و خریداران در سود و زیان پروژه شریک شوند (علوی: ۱۳۸۸، ص ۱۵۰). هرچند چنین اوراقی به زعم این دسته فاقد مشکل شرعی است؛ ولی اشکال عمده‌اش آن است که نمی‌تواند نقدینگی اشخاص ریسک‌گریز را در نرخ متعارف سود در سرمایه‌گذاری‌های مشابه جذب کند؛ بنابراین کارکرد مؤثری نخواهد داشت. علاوه بر این اشکال طبق فتوای فقها، تضمین اصل سرمایه به وسیله یک شریک، فاقد اشکال است و به همین دلیل این پیشنهاد بسیار سخت‌گیرانه و غیر عملیاتی است. با وجود این، اگر سازوکار عرضه اوراق مشارکت در بازار اوراق بهادار فراهم شود، اوراق مشارکت فاقد تضمین می‌تواند با استقبال مردم روبه‌رو شود؛ زیرا معمولاً سود واقعی اوراق مشارکت از نرخ سود بانکی و سود سالانه سهام بالاتر است و به دلیل توجیحات فنی اقتصادی درباره پروژه‌هایی که این اوراق برای آنها منتشر می‌شود، احتمال سودآوری آنها نیز بالا خواهد بود.

## ۲-۴- نظریه مختار، فاقد اشکال بودن تضمین سود در اوراق مشارکت:

برخی از پژوهشگران معتقدند اگر تضمین به معنای تعهد شخص ناشر در مقابل صاحب ورقه مشارکت باشد شک نباید کرد که قرارداد طرفین، یک قرارداد قرض است در قالب قرارداد صوری شرکت، و به عبارت دیگر، قراردادی است غیر از قرارداد شرکت، زیرا در قرارداد شرکت، طرفین عقد در نفع و ضرر سهیمند، هرچند می‌توان در سهم هر یک از آنها در این رابطه تعدیل ایجاد کرد. اما آیا تضمین سرمایه‌گذاری صاحب اوراق مشارکت توسط ناشر انجام می‌شود؟ تدقیق در مقررات حاکم بر انتشار اوراق مشارکت نشان می‌دهد که پاسخ این سؤال منفی است. در واقع، آن‌که تضمین اصل و سود سرمایه صاحبان در قرارداد را به عهده می‌گیرد، شخص ناشر نیست، بلکه بانکی است که به عنوان عامل معرفی شده و عهده‌دار وظایفی چند، از جمله تضمین سرمایه‌گذاری صاحبان اوراق در طرحی است که قرار است ناشر با

مشارکت آنان اجرا کند. توضیح مطلب این است که ماده ۵ قانون نحوه انتشار اوراق مشارکت که مقرر می‌کند: شرکت‌های دولتی، شهرداری‌ها و مؤسسات غیردولتی (ناشران) «مکلفند بازپرداخت اصل و سود متعلق را در سررسیدهای مقرر در اوراق مذکور تعهد و تضمین نمایند» قید نکرده است که راهکار این تضمین چگونه خواهد بود. اما راهکار این تضمین را ماده ۵۱ آیین‌نامه اجرایی معین کرده است. به موجب این ماده: «ناشر موظف است بازپرداخت اصل و سود متعلق را در سررسیدهای مقرر در اوراق، تعهد کند و وثایق لازم را برای تضمین بازپرداخت اصل و سود متعلق به اوراق توسط عامل، در اختیار عامل قرار دهد». همان طور که می‌بینیم تضمین بازپرداخت اصل و سود متعلق را بانک عامل به عهده دارد که شخصی غیر از ناشر است و خودش در طرح شریک است. آنچه در عمل اتفاق می‌افتد این است که بین ناشر و بانک عامل، قراردادی مبنی بر تضمین سرمایه‌گذاری صاحبان اوراق توسط بانک عامل منعقد می‌شود و بابت تضمین این قرارداد، ناشر وثایقی در اختیار عامل قرار می‌دهد. به واقع، عامل در مقابل صاحبان اوراق مشارکت تضمین می‌کند که سرمایه‌گذاری آن‌ها بازدهی خواهد داشت و به عبارتی در مقابل صاحبان اوراق، حسن انجام قرارداد مشارکت در طرح میان ناشر و صاحبان اوراق را تضمین می‌کند. این تضمین هیچ مخالفتی با مقررات حاکم بر عقد شرکت ندارد تا وجودش را دلیل این امر تلقی کنیم که رابطه میان ناشر و صاحبان اوراق مشارکت از نوع عقد شرکت نیست. تضمین بازپرداخت اصل و سود سرمایه‌گذاری به صاحبان اوراق -یکی از شرکای طرح- ماهیتی نظیر بیمه مسؤلیت بیمه‌گذار توسط بیمه‌گر دارد. همان طور که شریک در یک شرکت می‌تواند مشارکت خود در یک امر سرمایه‌گذاری را بیمه کند، که مفهومی آن است که ضرر احتمالی او در مشارکت را بیمه‌گر خواهد پرداخت، بانک عامل هم تعهد می‌کند که در صورت ضرردهی طرح، صاحب ورقه در ضرر شرکت نخواهد کرد و سودی را هم که به صورت علی الحساب در سررسیدهای خاص قرار بوده است به او پرداخت شود دریافت خواهد کرد. (اسکینی: ۱۳۸۸، صص ۱۵-۱۶)

## نتیجه گیری

با بررسی و تبیین مفهوم و ماهیت اوراق مشارکت و تمیز آن از اوراق قرضه و همچنین تفاوت آن با عقد وکالت و مضاربه و نیز بررسی نظرات مختلف پیرامون تضمین سود روشن گردید که مقررات حاکم بر انتشار اوراق مشارکت نشان می‌دهد که در واقع، آن‌که تضمین اصل و سود سرمایه صاحبان در قرارداد را به عهده می‌گیرد، شخص ناشر نیست، بلکه بانکی است که به عنوان عامل معرفی شده و عهده‌دار وظایفی چند، از جمله تضمین سرمایه‌گذاری صاحبان اوراق در طرحی است که قرار است ناشر با مشارکت آنان اجرا کند. بنابراین این تضمین هیچ مخالفتی با مقررات حاکم بر عقد شرکت ندارد تا وجودش را دلیل این امر تلقی کنیم که رابطه میان ناشر و صاحبان اوراق مشارکت از نوع عقد شرکت نیست.

### یادداشت:

۱. تبصره ماده ۳۹ قانون بودجه سال ۱۳۷۵ کل کشور
۲. بنده تبصره ۱۶ قانون بودجه سال ۱۳۷۶ کل کشور
۳. روزنامه رسمی، ج.ا.ا، شماره ۱۴۵۱۵-۱۰/۸/۱۳۷۳
۴. روزنامه رسمی، شماره ۱۷۰۶۷-۸۲/۷/۹
۵. روزنامه رسمی، شماره ۱۷۲۹۴-۱۳۸۳/۴/۲۴
۶. الوكالة- بفتح الواو و کسرهما- استنابه فی التصرف. فالاستنابه بمنزله الجنس يشمل الأمانات المالکيّه كالوديعة والعارية والقراض وغيرها. و خرج بقيد التصرف الوديعة، فإنها استنابه في الحفظ خاصة. و الوصيّة إحداث ولاية لا استنابه، فهي خارجة من أول الأمر...و كأنه أراد الاستنابه في التصرف بالذات فتخرج هذه، لأن الاستنابه فيها ضمنيّة أو التزاميّة، و المقصود بالذات غيرها. و لو صرح بالقيّد كان حسنا.
۷. تبصره ۸۵ قانون برنامه دوم توسعه اقتصادی مصوب ۱۳۷۳؛ ماده ۲ قانون نحوه انتشار اوراق مشارکت مصوب ۱۳۷۶؛ ماده ۲ از آیین نامه اجرایی قانون نحوه انتشار اوراق مشارکت مصوب ۱۳۷۷؛ ماده ۵ از آیین نامه اجرایی ماده ۱۷ قانون تنظیم بخشی از مقررات تسهیل نوسازی صنایع و اصلاح ماده ۱۱۳ قانون برنامه سوم توسعه اقتصادی، اجتماعی و فرهنگی جمهوری اسلامی ایران.
۸. ماده ۳ از آیین نامه اجرایی قانون نحوه انتشار اوراق مشارکت ۱۳۷۷.

### کتابنامه

۱. اسکینی، ربیعا ۱۳۸۹، شرکت های تجاری، ج ۲، چاپ سیزدهم، انتشارات سمت
۲. اسکینی، ربیعا ۱۳۸۸، تأملاتی در خصوص ساختار و ماهیت حقوقی اوراق مشارکت مؤسسات و شرکت های دولتی و خصوصی، فصلنامه مدرس علوم انسانی-پژوهش های حقوقی تطبیقی، ش ۴، تهران، دانشگاه تربیت مدرس
۳. افتخاری، جواد ۱۳۸۰، شرکت های تجاری، چاپ اول، انتشارات ققنوس
۴. امامی، سید حسن، حقوق مدنی (امامی)، جلد ۶، انتشارات اسلامی، تهران - ایران، هق

۵. پاسبان، محمد رضا ۱۳۸۶، حقوق شرکتهای تجارتي، چاپ دوم، انتشارات وزارت فرهنگ و ارشاد اسلامي
۶. حسين زاده بحريني، محمد حسين ۱۳۷۶، بررسی فقهی و اقتصادی سود تضمین شده، فصلنامه اندیشه حوزه، ش ۸، مشهد، دانشگاه علوم اسلامی رضوی
۷. خزاعی، حسین ۱۳۸۵، شرکت های تجارتي، جلد دوم، چاپ اول، نشر قانون
۸. ستوده تهراني، حسن ۱۳۸۴، حقوق تجارت با اضافات و اصلاحات سيد علی سيد احمدی سجادی، جلد دوم، چاپ ششم، نشر دادگستر
۹. شیروی، عبدالحسین ۱۳۸۱، اوراق مشارکت؛ برداشتی نو از مفهوم سنتی مشارکت، مجله دانشکده ادبیات و علوم انسانی دانشگاه تبریز؛ ش ۸، تبریز: دانشکده ادبیات و علوم انسانی دانشگاه تبریز،
۱۰. صدر، سيد محمد باقر ۱۳۸۸، بانک بدون ربا در اسلام، ترجمه سيد يحيی علوی، چ ۱، تهران، دانشگاه امام صادق علیه السلام
۱۱. عاملی، شهيد ثانی، زين الدين بن علی، مسالك الأفهام إلى تنقيح شرائع الإسلام، ۱۵ جلد، مؤسسه المعارف الإسلاميه، قم - ایران، اول، ۱۴۱۳ هـ ق ج ۵
۱۲. عرفانی، محمود ۱۳۸۸، شرکت های تجاری، ج ۲، انتشارات جنگل، چاپ اول
۱۳. عقيلي کرمانی، پرويز ۱۳۷۶، بررسی انواع اوراق مشارکت و نقش آن در بازارهای پول و سرمایه، مجموعه سخنرانیها و مقالات هشتمین سمینار بانکداری اسلامی؛ تهران: مؤسسه عالی بانکداری ایران
۱۴. علوی، سيد يحيی ۱۳۸۸، بانکداری بدون ربا (چالشها و راهکارها)، چ ۱، تهران، دانشگاه امام صادق علیه السلام
۱۵. کاتوزیان، ناصر ۱۳۷۳، حقوق مدنی، مشارکتها و صلح، ج ۲، تهران، گنج دانش
۱۶. کاشانی، سيد محمود ۱۳۸۲، نگاهی گذرا به لایحه قانونی بودجه، مجله کانون وکلای دادگستری مرکز، ش ۱۸۲، دوره جدید: ش ۱۳، تهران: کانون وکلای دادگستری مرکز
۱۷. موسویان، سيد عباس ۱۳۸۶؛ بررسی فقهی-اقتصادی ابزارهای جایگزین اوراق قرضه، ابزارهای مالی اسلامی (صکوک)؛ ج ۱، تهران: سازمان انتشارات پژوهشگاه فرهنگ و اندیشه اسلامی
۱۸. هادوی تهراني، مهدی ۱۳۷۸، مبانی فقهی اوراق مشارکت، مجموعه مقالات دهمین همایش بانکداری اسلامی، چ ۱، تهران، مؤسسه عالی بانکداری ایران



پژوهشگاه علوم انسانی و مطالعات فرهنگی  
پرتال جامع علوم انسانی