

## تحلیل حقوقی اوراق مشارکت: اوراق مشارکت؛ اوراقی غیربازاری

### احد قلی زاده منقوٹای\*

دانشیار گروه حقوق دانشکده علوم اداری و اقتصادی دانشگاه اصفهان

(تاریخ دریافت: ۱۳۹۶/۱۰/۴ - تاریخ تصویب: ۱۳۹۷/۴/۲۰)

#### چکیده

همواره این سؤال در ذهن صاحب نظران وجود داشته است که آیا اوراق مشارکت توانسته‌اند جایگزین شایسته‌ای در بازار برای اوراق قرضه باشند؟ تحلیل حقوقی حاضر نشان می‌دهد که اوراق مشارکت به عنوان جایگزینی برای اوراق قرضه مورد نیاز بازاریانند. با این حال، با وجود تفاوت‌های اساسی میان اوراق سهام و اوراق قرضه، اوراق مشارکت ترکیبی از اوراق سهام و اوراق قرضه‌اند. به عبارتی هم مزایای اوراق قرضه و هم مزایای اوراق سهام را دارا هستند، بدون اینکه از معایب هر یک از آنها سهمی برده باشند. ضمن اینکه مسائل حقوقی مربوط به مدیریت طرح موضوع این اوراق همچنین مسئولیت ناشی از این اوراق برای دارنده آن مورد توجه قانونگذار قرار نگرفته است. راهکار در نظر گرفته شده برای اوراق مشارکت اگرچه از نظر فقهی پذیرفته شده، از نظر حقوقی اقتصادی دچار خطاست، بنابراین این اوراق از نظر عملی و در بازار (در میان بخش خصوصی) قابل پذیرش نبوده و مورد پذیرش و استفاده قرار نگرفته‌اند. در نتیجه، اوراق مشارکت نتوانسته‌اند جایگزین مناسبی برای اوراق قرضه باشند.

#### واژگان کلیدی

اوراق مشارکت، اوراق سهام، اوراق قرضه.

## ۱. مقدمه

در دو دهه گذشته، ناشران بخش خصوصی در بازار با وجود نظر کلی بعضی (علیمرادی و سید نورایی ۱۳۹۵: ۱۲۲؛ ذوالفقاری و همکاران: ۱۳۹۳: ۱۰۰؛ حسن‌زاده سروسرستانی و یارسرشار، ۱۳۹۱: ۹۵)، آن‌گونه که دیگران (تنانی و حسین‌پور، ۱۳۹۴: ۱۵۹؛ سلیمی، ۱۳۹۱: ۲۹۹؛ نوربخش، ۱۳۹۱: ۳۷) هم ابراز کرده‌اند، به‌هیچ‌وجه از اوراق مشارکت استقبال نکرده‌اند و استقبال نمی‌کنند. در عمل نیز آن‌گونه که دیگران (شعبانی و قلیچ، ۱۳۹۰: ۱۳۷) هم ابراز کرده‌اند، ایرادات این اوراق بسیار است تا جایی که به قولی (سلیمی، ۱۳۹۱: ۳۰) قسمت‌های زیادی از اوراق منتشره دولت نیز فروش نرفته است. مطابق بعضی تحقیقات (میثمی و ندری، ۱۳۹۴: ۱۴۹) این اوراق برای برخی کاربردهای بخش دولتی نیز مناسب ندارند.

به‌جز یک مورد که در آن شهرداری تهران اوراق مشارکت منتشر کرده، در بقیه موارد ناشر این اوراق خود دولت، معمولاً وزارت نیرو، بوده است و آن‌گونه که دیگران (بازمحمدی، ۱۳۸۹: ۸۹ و سلیمی، ۱۳۹۱: ۳۰۰) هم تلویحاً بیان کرده‌اند، در هیچ‌یک از این موارد سود تحقق‌یافته به دارندگان پرداخته نشده است. البته این طرح‌ها همیشه هم زیاد سودآور نبوده‌اند. در سال ۱۳۷۳ شهرداری تهران آن‌گونه که دیگران (Al-Amine & Al-Bashir, 2001: 13) هم ابراز کرده‌اند، برای اجرای طرح توسعه بزرگراه و مرکز خرید نواب اقدام به انتشار اوراق مشارکت چهارساله با سود علی‌الحساب ۲۰ درصد کرد. اگرچه به‌نظر می‌رسد در این مورد امکان بیشتر بودن سود تحقق‌یافته از سود علی‌الحساب وجود داشته، ولی در بعضی مواردی که اوراق توسط دولت منتشر شده، طرح با شکست مواجه شده و در واقع ناشر با تکیه بر منابع دولتی موفق شده اصل و فرع اوراق منتشره را بپردازد. جالب اینکه معمولاً در این طرح‌ها ناشر اوراق به‌طور سالیانه یا حتی ماهیانه از تاریخ جمع‌آوری مبالغ از دارندگان اوراق اقدام به پرداخت سود علی‌الحساب می‌کند، درحالی‌که آن‌گونه که دیگران (موسویان و سروش، ۱۳۹۰: ۵۲) هم ابراز کرده‌اند، در آن زمان عملیات اجرایی طرح چه‌بسا هنوز شروع هم نشده یا اگر شروع هم شده باشد، به بهره‌برداری نرسیده است.

تردید در ضرورت وجود اوراق مشارکت نیست، ولی تفاوت‌های اساسی اوراق سهام با اوراق قرضه و تفاوت‌های اساسی اوراق مشارکت با اوراق قرضه نشان می‌دهد که ترکیب اوراق سهام با اوراق قرضه در قالب اوراق مشارکت امری ناممکن است، ضمن اینکه نحوه مدیریت طرح (پروژه) موضوع اوراق مشارکت و بار مسئولیت ناشی از آن نیز مزید بر علت می‌شود.

## ۲. ضرورت وجود اوراق مشارکت

بنگاه‌های تجاری منابع مالی مورد نیاز خود را از دو طریق به دست می‌آورند: سرمایه‌گذاری یا وام. سرمایه‌گذار در بنگاه اقتصادی شریک (سهامدار)، ولی وام‌دهنده فقط طلبکار می‌گردد. برای گرفتن وام می‌توان به بانک‌ها یا سایر مؤسسات مالی یا مستقیماً به جامعه مراجعه کرد. در روش اول، بانک یا مؤسسات مشابه واسطه رسیدن منابع مالی از دارندگان واقعی منابع به بنگاه‌ها می‌شوند، ولی در روش دوم، این روند معمولاً بدون واسطه انجام می‌گیرد. البته، در روش دوم بانک‌ها و مؤسسات مشابه هم می‌توانند منابع مالی در اختیارشان را به این امر اختصاص دهند. روش اخیر روش قرض گرفتن از مردم یا روش صدور اوراق قرضه است که به دلیل بلاواسطه بودن هزینه‌های کمتری برای وام‌دهنده و وام‌گیرنده دارد، پس از این نظر هر دو طرف بیشتر از آن استقبال می‌کنند. وام‌گیرندگان اگر شناخته شده و قدرتمند باشند و برای اجرای طرح‌های زودبازده با خطرپذیری اندک وام بخواهند، واسطه کردن بانک‌ها و مؤسسات مالی لازم نمی‌شود.

گاهی منابع حتی چند بانک با هم برای نیاز مالی کافی نیست، مثل نیاز مالی دولت یا شهرداری برای اجرای طرحی کشوری، استانی یا شهری. پس آن‌گونه که دیگران (اسکینی، ۱۳۸۸: ۲؛ نظربور و صادقی فدکی، ۱۳۸۹: ۹۲) هم ابراز کرده‌اند، جامعه از نظر اقتصادی محتاج ورقه قرضه است. دولت‌ها در وقت نیاز مالی معمولاً به جای روش نادرستکارانه کاهش ارزش پول، آن‌گونه که بعضی (شعبانی و قلیچ، ۱۳۹۰: ۱۳۷) نیز ابراز کرده‌اند، روش درستکارانه انتشار اوراق قرضه را برمی‌گزینند و به جای ایجاد اختلال در بنیادهای اقتصادی کشور و دست کردن غیرمجاز در جیب مردم، از آنان قرض گرفته و برخلاف روش اول، اصل و فرع آن را به مردم باز می‌گردانند.

ورقه سهام نقش ورقه قرضه را ایفا نمی‌کند و ورقه قرضه با وجود نظر بعضی (Qadri, 2008: 4) جزء به جزء از نظر مشخصات با ورقه مشارکت منطبق نیست، پس اوراق مشارکت با وجود انتظار اولیه به دلایلی که ذکر می‌شوند، آنچنان که دیگران هم ابراز کرده‌اند (تانی و حسین‌پور، ۱۳۹۴: ۱۵۴)، چندان در جایگزینی اوراق قرضه موفق نبوده‌اند.

## ۳. تفاوت‌های اساسی اوراق سهام با اوراق قرضه

اگرچه اوراق سهام با اوراق قرضه تشابهاتی دارند، یعنی هر دو به عنوان ورقه بهادار به صورت متحدالشکل، چاپی، دارای دو امضا و نمره ترتیب هستند، به صورت بانام یا بی‌نام منتشر شده و قابل نقل و انتقال هستند، ولی تفاوت‌های مهمی با هم دارند. اوراق سهام مبتنی بر

سرمایه‌گذاری<sup>۱</sup> بوده و به عبارتی سرمایه سهامی<sup>۲</sup> شرکت را تشکیل می‌دهند، ولی اوراق قرضه مبتنی بر پرداخت وام<sup>۳</sup> بوده و به طور موقت وارد دارایی‌های شرکت می‌شوند، پس به آنها سرمایه وامی<sup>۴</sup> اطلاق می‌شود. این تفاوت‌ها سرمنشأ تفاوت‌های دیگری میان آنهاست.

### ۳.۱. چگونگی رابطه دارندگان اوراق سهام یا اوراق قرضه با ناشران آنها

اوراق سهام حالت دائمی ولی اوراق قرضه حالت موقتی دارند. اصولاً شرکا (سهامداران) حق ندارند تا وقتی شرکت منحل و اموال آن تصفیه نشده ارزش سهام شرکت (سهام) خود را از شرکت مسترد کنند و از آن خارج شوند و شرکت هم نمی‌تواند اصولاً ارزش سهام (سهام شرکت) آنان را به آنها مسترد کرده و آنها را از شرکت اخراج کند. ولی اوراق قرضه مدت معینی دارند و چون متضمن سود (بهره) هستند (Black, 1983: 92)، لاجرم باید آن مدت دقیقاً مشخص باشد، زیرا هرچه مدت قرضه طولانی‌تر باشد، سود سالیانه متعلق به آن بیشتر خواهد بود. با پایان یافتن آن مدت وام‌گیرنده موظف به بازگرداندن اصل مبلغ وام مزبور خواهد بود، مگر اینکه میان وام‌دهنده و وام‌گیرنده توافق جدیدی واقع شود. بدیهی است تأخیر در بازگرداندن آن مبلغ به تعلق خسارت تأخیر تأدیه به وام‌دهندگان منجر می‌شود.

سرمایه‌گذاری متضمن خطرپذیری (ریسک) است، پس دارندگان اوراق سهام (سهام شرکت) ممکن است در اثر ضرر شرکت کل آورده خود به آن را از دست بدهند. علاوه بر آن، ممکن است آنان شریک ضامن (اعم از مطلق یا نسبی) شرکت باشند و با انحلال شرکت مجبور شوند از محل سایر دارایی‌های خود نیز برای پرداخت بدهی‌های پرداخت نشده شرکت خرج کنند. از این نظر، آن‌گونه که بعضی (Agha, 2009, 132) نیز ابراز کرده‌اند، از اوراق سهام (سهام شرکت) کمتر از اوراق قرضه استقبال می‌شود. پس از انحلال شرکت نیز شرکا (سهامداران) در صورتی سهمی از دارایی شرکت وصول می‌کنند که همه طلبکاران کل طلبشان را دریافت کرده باشند. ولی بازگشت مبلغ وام دارنده ورقه قرضه تعهد و تضمین می‌شود و او به طور مستقیم در معرض خطر عدم سوددهی شرکت یا بنگاه ناشر ورقه قرضه نیست و از نظر میزان مطالبات از ضرر کردن شرکت متأثر نمی‌شود. البته، با انحلال شرکت، طلب دارنده ورقه قرضه طلب ممتاز نخواهد بود و او در ردیف سایر طلبکاران برای وصول طلب خود قرار می‌گیرد. با توجه به دخالت حقوق شخص ثالث، توافق ناشر ورقه قرضه و دریافت‌کننده آن جهت ممتاز

1. Investment
2. Equity capital
3. Loan
4. Loan capital

تلقی شدن طلب چنین طلبکاری نیز در مقابل اشخاص ثالث (سایر طلبکاران) بلااثر خواهد بود.

### ۳.۲. چگونگی سهم دارندگان اوراق سهام یا اوراق قرضه در سود ناشر اوراق

برخلاف سود (بهره) ورقه قرضه، سود سرمایه‌گذاری تعهد و تضمین شده نیست. شاید فعالیت شرکت سود بدهد یا ندهد و سود کم یا هنگفتی داشته باشد. در این زمینه، لزوماً همه سود میان شرکا یا سهامداران تقسیم نمی‌شود، ولی این امر مهم نیست، زیرا اگر فعالیت شرکت سودآور بوده باشد، به ارزش سهام یا سهم‌الشرکه شرکای آن افزوده می‌شود. در طرف دیگر، دارنده ورقه قرضه در سود شرکت سهیم نمی‌شود و با اضافه شدن سود شرکت (ناشر) به مطالبات او افزوده نمی‌شود و اگر فعالیت شرکت سودآور نباشد یا کم سود بدهد، مطالبات او از شرکت کاهش نمی‌یابد. حتی اگر شرکت ضرر کند و تمام یا قسمتی از سرمایه خود را از دست بدهد، این امر تأثیری در میزان مطالبات دارنده ورقه قرضه نخواهد داشت. منظور این نیست که با ضرر کردن شرکت و حتی ورشکسته شدن آن دریافت طلب دارنده ورقه قرضه تحت تأثیر قرار نمی‌گیرد، بلکه منظور آن است که در هر حال با توجه به وضعیت شرکت میزان مطالبات دارنده ورقه قرضه از شرکت دچار تغییر نخواهد شد.

سودی که دارنده ورقه سهام یا دارنده سهم‌الشرکه از شرکت می‌برد، نرخ ثابتی ندارد و این سود بسته به میزان موفقیت یا عدم موفقیت شرکت در سال مالی گذشته متغیر خواهد بود. اما سودی که دارنده ورقه قرضه از ناشر آن می‌برد، مقداری ثابت است.

### ۴. تفاوت‌های اساسی اوراق مشارکت با اوراق قرضه

اوراق مشارکت با اوراق قرضه تشابهاتی دارند. در هر دو بازگشت اصل پول پرداختی دارنده با وجود نظر بعضی (اسکینی، ۱۳۸۸: ۱۷) توسط ناشر تعهد و توسط ضامنی که او معرفی می‌کند، تضمین می‌شود. هر دو آن‌گونه که دیگران (Rad & Eslami, 2012: 9) هم ابراز کرده‌اند، از مقوله سپردن منابع مالی برای مدت محدودند و برای مدت معین صادر می‌شوند و هیچ‌کدام آن‌گونه که بعضی (اسکینی، ۱۳۸۸: ۱۲) نیز مطرح کرده‌اند، از ضرر کردن، سود نبردن یا کم سود بردن شرکت ناشر تأثیر نمی‌پذیرند. در هر دو پرداخت سود با نرخ ثابت برای مدت معین تعهد و تضمین می‌شود و نرخ سود مزبور با در نظر گرفتن مدتی که پول قرار است در اختیار ناشر بماند، تعیین می‌گردد. هر دو ممکن است قابل تبدیل به سهام یا قابل تعویض با سهام باشند. همچنین، هر دو اعم از اینکه بانام یا بی‌نام باشند، بدون نیاز به کسب اجازه از ناشر اوراق قابل نقل و انتقال هستند. اما تفاوت‌های مهمی میان آن دو وجود دارد.

#### ۴.۱. درباره استرداد مبالغ پرداختی قبل از سررسید

با وجود سکوت قانون، بسیاری کسانانی که (شعبانی و قلیچ، ۱۳۹۰: ۱۳۶؛ نوربخش، ۱۳۹۱: ۳۷) معتقدند مبالغ پرداخت شده دارنده اوراق در اوراق مشارکت برخلاف اوراق قرضه قبل از سررسید قابل مطالبه از ناشرند. به نظر می‌رسد این نظر از جایز بودن ماهیت عقد شرکت یا عقد مضاربه که این اوراق مبتنی بر آنها هستند، نشأت می‌گیرد. با تدقیقی که بعضی (اسکینی، ۱۳۸۸: ۱۰) به عمل آورده‌اند، اگر نه همه، لاقلاً بعضی از اوراق مشارکت مبتنی بر عقد مضاربه خواهند بود. بدیهی است اینکه بعضی (نظرپور و صادقی فدکی، ۱۳۸۹: ۹۷) بدون دلیل این اوراق را از سوی ناشر لازم و از سوی دارنده جایز دانسته‌اند، قابل قبول نیست. همچنین، علی‌رغم نظری که بعضی (نظرپور و صادقی فدکی، ۱۳۸۹: ۹۸) مطرح و در نهایت با آن مخالفت کرده‌اند، الفاظ عقود محمول است بر معانی عرفیه و نمی‌شود که اسم عقد مشارکت باشد، ولی طرفین از آن قسمتی قصد مشارکت و قسمتی قصد صلح و نظایر آن یا قصد توافق براساس ماده ۱۰ قانون مدنی کنند.

واقعیت آن است که وقتی مطابق قانون مانند اوراق قرضه سود علی‌الحساب این‌گونه اوراق با توجه به مدتی که قرار است مبالغ پرداخته شده در اختیار ناشر باقی بماند تعیین می‌شود، پس قاعدتاً نباید اجازه داد دارنده قبل از سررسید بتواند وجوه پرداختی را استرداد کند.

بدیهی است اگر چنین استردادی نیز اتفاق بیفتد، آن‌گونه که دیگران (نظرپور و صادقی فدکی، ۱۳۸۹: ۱۰۲) هم ابراز کرده‌اند، سود علی‌الحساب سالیانه و سود علی‌الحساب مجموع باید با توجه به مدتی که وجوه مزبور در اختیار ناشر بوده است، تعدیل شود. البته، نه تنها محاسبه سود علی‌الحساب سالیانه، بلکه محاسبه سود قطعی نیز با مشکلاتی همراه خواهد بود. ضمن اینکه آن‌گونه که بعضی (موسویان و سروش، ۱۳۹۰: ۵۱) نیز در این زمینه ابراز کرده‌اند، چنین وضعیتی سبب می‌شود ناشر نتواند به در اختیار داشتن آن وجوه تا آخر اجرای طرح اطمینان داشته و به‌طور قاطع به‌نبال اجرای طرح باشد. آن‌گونه که بعضی (نظرپور و صادقی فدکی، ۱۳۸۹: ۹۷) نیز مطرح کرده‌اند جایز بودن رابطه میان ناشر و دارنده مشکلات دیگری را هم مطرح می‌کند، به این صورت که با فوت یا حجر هر یک از آنها چنین رابطه‌ای از هم گسسته خواهد شد.

#### ۴.۲. چگونگی سود بردن در اوراق قرضه و اوراق مشارکت

دارندگان اوراق قرضه از زیاد سود بردن ناشر نفع نمی‌برند، یعنی اگر سود ورقه قرضه ۱۷ درصد تعیین شده باشد ولی سود ناشر از محل سبد وامی آن اوراق از این مقدار فراتر برود، چیزی از آن اضافه نصیب دارنده ورقه قرضه نخواهد شد. ولی در مورد اوراق مشارکت این‌طور نیست؛ یعنی در صورت زیاد سود بردن ناشر به‌نحو مذکور، دارنده ورقه مشارکت در آن اضافه سهم خواهد بود. مثلاً اگر نرخ سود ثابت تعیین شده برای ورقه مشارکت او ۱۷

درصد بوده آن گونه که دیگران (Black, 1983:583) هم نظر داده‌اند، در صورتی که سبد مربوطه ۲۰ درصد سود بدهد، او ۳ درصد دیگر هم سود خواهد برد.

از نظر قانون فعالیت مدیریتی ناشر اوراق مشارکت جزئی از سرمایه لازم برای انجام طرح قلمداد می‌شود. در نتیجه، رابطه دارندگان اوراق مشارکت و متشرکننده آن به صورت رابطه سرمایه و کار درمی‌آید، به نحوی که در آن با وجود نظر بعضی (اسکینی، ۱۳۸۸: ۹) معمولاً سرمایه را دارندگان اوراق مشارکت می‌دهند و کار و تحصیل سود بر عهده ناشران است. البته ایرادی ندارد که این رابطه به شکل سرمایه با سرمایه و کار در نظر گرفته شود، یعنی ناشران علاوه بر آورده مدیریتی، آورده پولی یا فناورانه<sup>۱</sup> هم به طرح داشته باشند. بنابراین اگر ۶۰ درصد از سرمایه لازم برای اجرای طرح را از دارندگان اوراق مشارکت گرفته باشند و ۴۰ درصد بقیه توسط ناشر، آن گونه که دیگران (حسن‌زاده سروستانی و یارشرار، ۱۳۹۱: ۸۴) هم ابراز کرده‌اند، به صورت آورده مدیریتی یا پولی یا فناورانه تأمین شده باشد، در صورتی که طرح ۲۰ درصد سود بدهد، دارندگان اوراق مشارکت علاوه بر اینکه بابت ۶۰ درصد آورده خود ۱۷ درصد سود علی‌الحساب می‌گیرند، بلکه بابت همان ۶۰ درصد به عنوان سود تحقق یافته هم ۳ درصد می‌گیرند، اما بابت ۴۰ درصد آورده ناشران، تمام ۲۰ درصد سود مربوط به آن ۴۰ درصد متعلق به ناشران اوراق خواهد بود.

در اروپای قرن شانزدهم هم (McCall, 2009: 25) برای اجتناب از ربا اوراق قرضه را با توجیهات مشابه یعنی در نظر گرفتن مبنای سرمایه‌گذاری و تعهد و تضمین سود تحت عنوان قرارداد سه‌گانه<sup>۲</sup> در نظر گرفته‌اند، ولی آنها به تعهد و تضمین سود علی‌الحساب بسنده کرده و از آن فراتر نرفته‌اند. البته همیشه نمی‌توان گفت که دارنده ورقه مشارکت مانند سهامداران (شرکا) سود می‌برد، زیرا سود سهامداران نسبتی از مجموع سود ناشی از سرمایه سهامی و سرمایه وامی شرکت (به‌غیر از سود متعلق به دارندگان اوراق مشارکت) است، ولی سود دارندگان اوراق مشارکت فقط عبارت از سود ناشی از سرمایه (وامی) اوراق مشارکت آن هم به نسبت مبلغ پرداختی آنها خواهد بود. بدین ترتیب، سود سهامداران (شرکای) شرکت ممکن است بسته به نحوه سوددهی هر یک از سرمایه‌های وامی و سرمایه سهامی یا غیرسهامی شرکت کمتر یا بیشتر از سود قطعی مورد استحصال دارنده ورقه مشارکت باشد. این خاصیت سبب شده که بعضی (Marston, Shabsigh & Sundararajan, 1998: 91) از این اوراق به اوراق مشارکت مضاربه<sup>۳</sup> مضیق<sup>۳</sup> تعبیر کرده‌اند، در حالی که بعضی دیگر (Al-Amine & Al-Bashir, 2001:

1. Technological
2. The triple contract (*contractus trinitas*)
3. Restricted *mudarabah* participation papers

13) از اوراق مشارکت<sup>۱</sup> به گواهی‌های مشارکت<sup>۲</sup> یا بعضی (Zaheer, 2013: 35) به برگه‌های مشارکت تعبیر کرده‌اند.

با توجه به آنچه گفته شد، سود تحقق‌یافته منابع مالی در اختیار گذاشته شده نیز متعلق به دارندگان اوراق مشارکت است، ولی قانون معلوم نکرده که نحوه محاسبه این سود چگونه خواهد بود. در واقع، بسته به اینکه این سود به‌طور سالیانه محاسبه شده یا به‌طور کلی برای تمام مدت دوره در اختیار گذاشته شدن منابع باشد، نتیجه متفاوت خواهد بود. برای مثال، اگر سود علی‌الحساب اوراق مشارکت ۱۷ درصد در سال برای دوره سه‌ساله باشد و به ترتیب انتشاردهنده در سال اول ۱۵ درصد، در سال دوم ۱۴ درصد و در سال سوم ۲۰ درصد سود برده باشد، در روش اول باید ۳ درصد از سود سال آخر را به‌عنوان سود تحقق‌یافته به دارندگان اوراق مشارکت بپردازد، ولی در روش دوم چنین تکلیفی نخواهد داشت. با توجه به اطلاق کلمه سود در عبارت «سود تحقق‌یافته» به نظر می‌رسد آن‌گونه که دیگران (حسن‌زاده سروستانی و یارسرشار، ۱۳۹۱: ۸۵) هم نظر داده‌اند، روش دوم روش صحیح باشد. حتی لحظه محاسبه این سود نیز مهم است و اصولاً لحظه پایان دوره اوراق را باید لحظه محاسبه این سود در نظر گرفت. البته، در صورت تأخیر در بازگرداندن منابع به صاحبان اوراق مشارکت، خسارت تأخیر تأدیه به نرخ عادی محاسبه می‌شود، مگر اینکه با استصحاب مبنای مشارکتی، ثابت شود سود حاصل از این منابع بیشتر از آن مقدار بوده است.

در محاسبه سود تحقق‌یافته به‌طور کلی هزینه‌ها هم در نظر گرفته می‌شوند. هر هزینه‌ای به جایی تحمیل می‌شود. گمان نکنیم که وقتی ناشر اوراق موظف است بازگشت اصل سپرده دارنده اوراق مشارکت، سود علی‌الحساب و سود تحقق‌یافته آن را تعهد کند و این تعهد انجام می‌گیرد فشاری که به ناشر اوراق وارد شده توسط او جذب می‌شود و هیچ اتفاق خاصی نمی‌افتد. نه، ناشر هم به سهم خود برای مقابله با این فشار دنبال راه چاره می‌گردد و یکی از در دسترس‌ترین روش‌ها آن است که سهم مدیریت طرح یعنی سهم خود در طرح را افزایش دهد. مثلاً او سهم خود را با اینکه آورده پولی اصلاً نداشته یا آورده ناچیزی داشته باشد، به بالای ۵۰ درصد می‌رساند و اگر طرح خیلی پرمخاطره باشد، این سهم را خیلی بالاتر هم می‌برد.

ناشر موظف است یک ضامن معتبر اعم از وزارت اقتصاد، بانک‌ها یا دیگران را هم برای ضمانت بازگشت اصل و فرع منابع دریافتی معرفی کند. هزینه دریافت ضمانت از ضامنان معتبر هم خواه‌ناخواه به هزینه‌های این فعالیت اضافه می‌شود. بی‌تردید، هزینه‌های طرح آن‌گونه

1. Partnership securities
2. Partnership certificates



که دیگران (حسن‌زاده سروسرستانی و یارسرشار، ۱۳۹۱: ۸۴) هم ابراز کرده‌اند، در ابتدا در کنار استهلاک‌ها، ذخیره‌ها، اندوخته‌ها، مالیات و ضررهای سال‌های قبل، از درآمدهای آن کسر می‌شود. بنابراین به‌عنوان روشی دیگر جهت تحمل این موارد، باید نرخ سود علی‌الحساب نسبتاً پایین‌تر در نظر گرفته شود. کاملاً منطقی است که نرخ سود اوراقی که بازگشت اصل و پرداخت سود آنها تعهد و تضمین می‌شود، به‌مراتب کمتر از سود سهام (سهام‌الشرکه) باشد. ولی در شرایط کنونی رویه بانک‌ها به‌خصوص رویه بانک‌های دولتی که حتی با وجود ضررده بودن فعالیتشان برای جذب نقدینگی از جامعه سود خوبی به سپرده‌ها می‌دهند و شرکت‌های خودروسازی که در این زمینه سعی می‌کنند گوی سبقت را از آنها برابند، این روش‌ها هم قابل استفاده نخواهند بود.

#### ۳.۴. مشخص بودن یا نبودن سبد هر یک از اوراق

شرکت ممکن است سبدهای مختلف سرمایه‌ی اوراق مشارکت داشته باشد. مثلاً در یک سال برای انجام یک طرح راهسازی اوراق مشارکت منتشر کرده و هزار میلیارد جمع‌آوری کرده و دو سال بعد برای یک طرح سدسازی اوراق مشارکت منتشر نموده و پنج هزار میلیارد جمع‌آوری کرده باشد. در این صورت، برخلاف آنچه در مورد اوراق قرضه معمول بود، مصرف منابع ناشی از اوراق مشارکت آن‌گونه که بعضی (علیمردی و سیدنورایی، ۱۳۹۵: ۱۳۱؛ تنانی و حسین‌پور، ۱۳۹۴: ۱۶۴؛ شعبانی و قلیچ، ۱۳۹۰: ۱۳۷؛ سلیمی، ۱۳۹۱: ۳۰۰) نیز ابراز کرده‌اند، انعطاف‌پذیری کمتری خواهد داشت، زیرا براساس قانون طرح هر یک از آن سبدها از قبل باید برای مشارکت‌کنندگان آن مشخص بوده، سبد وامی هر یک از این طرح‌ها فقط باید برای همان طرح مصرف شود و نباید با سبد وامی سایر طرح‌ها یا با سبد سرمایه‌ی سهامی یا غیرسهامی شرکت مخلوط شود. این بدان دلیل است که در راهکار اوراق مشارکت آن‌گونه که بعضی (El-Hawary, 2007: 787) ابراز کرده‌اند، ناشر اوراق به‌عنوان نماینده دارندگان اوراق مشارکت مبالغ جمع‌آوری‌شده را مصرف می‌کند. به همین دلیل اصولاً سود تحقق‌یافته یعنی سود تحقق‌یافته سبد معینی از اوراق مشارکت که دارنده ورقه آن را در اختیار دارد. در صورت مخلوط شدن مبالغ سبدهای گفته‌شده، سهم هر یک از سبدها در سودی که از سبد مخلوط به‌دست آمده است، باید با محاسبات کارشناسی مشخص شود.

تغییرات مذکور ممکن است در ابتدا چندان مهم به‌نظر نرسند، ولی تحلیل مبنای اوراق مشارکت را دچار اختلال اساسی کرده‌اند. الآن معلوم نیست که مبنای اوراق مشارکت مثل مبنای اوراق قرضه وام است یا مثل مبنای اوراق سهام (سهام‌الشرکه) سرمایه‌گذاری است. اگر وام است، چرا علاوه‌بر سود ثابت به آن از درآمد شرکت هم سهم می‌دهیم و اگر سرمایه‌گذاری

است، آن گونه که بعضی (اسکینی، ۱۳۸۸: ۱۵) نیز متذکر شده‌اند، چرا بازگشت اصل و سود ثابت (علی‌الحساب) تعهد و تضمین می‌شود. بنابراین وضعیتی ایجاد شده که اوراق مشارکت در عمل هم اوراق قرضه‌اند هم اوراق سهام، در همان حال نه اوراق قرضه‌اند نه اوراق سهام. با این استدلال که چنین راهکاری به جای اینکه به مشارکت در خطر<sup>۱</sup> منجر شود، به عبارت بعضی (Benhayoun, *et al.*, 2014: 30) به انتقال خطر<sup>۲</sup> منجر می‌شود در خارج از ایران آن گونه که بعضی (Abdul A.B. & Hassan, 2014: 10) ابراز کرده‌اند، چنین تعهدات و تضمیناتی پذیرفته نمی‌شوند. در ایران هم این طرز تلقی طرفدارانی (نظریور و ملاکریمی، ۱۳۹۴: ۱۴۴) دارد. به عبارت دیگر (Zouari & Nabi, 2013: 14) مثال‌های متعدد از کشورهای مختلف نشان می‌دهد که به جز در ایران با وجود نظر بعضی (باریکلو، ۱۳۸۷: ۱۰۹) تأمین منابع مالی به صورت اسلامی از مشارکت در ضرر جدایی پذیر نیست. از این دیدگاه (Haiying & Yao, 2014: 115) تأمین منابع مالی به صورت اسلامی مؤکداً مبتنی است بر مشارکت در سود، ضرر و به طور کلی در مخاطره. در روش اسلامی آن گونه که بعضی ابراز کرده‌اند (Beck, Demirguc-Kunt & Merrouche, 2013: 433) تأمین منابع مالی به صورت مشارکت سهامی یا سهم‌الشرکه‌ای<sup>۳</sup> است تا جایی که به عبارت بعضی (Singh & Yadav, 2013: 65) فعالیت اصلی بانک‌های اسلامی تجارت مشارکتی است و آن گونه که دیگران (El Qorchi, 2005: 46; سلیمی، ۱۳۹۱: ۲۹۸; نظریور و صادقی فدکی، ۱۳۸۹: ۱۱۳) هم ابراز کرده‌اند، اوراق اسلامی مبتنی بر مشارکت یا اصول مشارکتی‌اند. پس اگر آن گونه که بعضی (Elsiefy, 2014: 56) ابراز کرده‌اند، دارندگان اوراق مشارکت مالکان منحصر طرح باشند و ناشران بدون مشارکت در سبد مالی اوراق مشارکت فقط با دریافت مزد طرح را مدیریت کنند، آن گونه که بعضی (Muhammad & Gulani, 2013: 34) نظر داده‌اند، هر ضرری که به آن سبد وارد می‌شود، باید به طور کامل توسط دارندگان اوراق تحمل شود. در واقع از میان ابزارهای مالی سه‌گانه پذیرفته شده در بانکداری اسلامی یعنی ابزارهای مبتنی بر فروش، ابزارهای مبتنی بر اجاره و ابزارهای مبتنی بر مشارکت (Al-Muharrami & Hardley, 2013: 12)، اوراق مشارکت از ابزارهای مبتنی بر مشارکت‌اند. بدیهی است آن گونه که دیگران (Rowntree, 1987: 5) هم ابراز کرده‌اند، در شرایط تورمی، مشارکت به قرض دادن ترجیح داده می‌شود.

#### ۴.۴. ناشران اوراق قرضه یا اوراق مشارکت و طرح‌های موضوع انتشار اوراق

ورقه قرضه مطابق قانون تجارت فقط توسط شرکت‌های سهامی عام قابل انتشار بود، البته در آن زمان هم عبارت «اوراق قرضه دولتی» نام ناآشنایی نبود. درحالی که ورقه مشارکت علاوه بر

1. Risk sharing
2. Risk shifting
3. Equity participation

شرکت‌های سهامی عام توسط شرکت‌های سهامی خاص و شرکت‌های تعاونی تولیدی هم قابل انتشار خواهد بود. علاوه بر آنها، دولت، مؤسسات عمومی غیردولتی و مؤسسات عام‌المنفعه هم می‌توانند اقدام به صدور اوراق مشارکت کنند. شرکت‌های آنها یعنی شرکت‌های دولتی، شرکت‌های مؤسسات عمومی غیردولتی و شرکت‌های مؤسسات عام‌المنفعه هم همین‌طور. چون شرکت‌های اخیر ممکن است هر یک از اقسام ده‌گانه شرکت‌های تجارتي باشند، بنابراین در این قالب، شرکت‌های با مسئولیت محدود، تضامنی، نسبی، مختلط سهامی، مختلط غیرسهامی، تعاونی توزیعی و تعاونی چندمنظوره‌ای نیز می‌توانند اوراق مشارکت صادر کنند. البته، آن‌گونه که بعضی (قلی‌زاده، ۱۳۹۳: ۴۴۱) نیز ابراز کرده‌اند با توجه به همکاری‌محور بودن شرکت‌های تعاونی و سرمایه‌محور نبودن آنها بعید است که این‌گونه شرکت‌ها از این امکان استفاده کنند.

همان‌گونه که گفته شد، مهم نبود اوراق قرضه برای انجام چه امری منتشر می‌شوند، ولی اوراق مشارکت باید از هنگام انتشار مشخص باشند که برای انجام کدام طرح منتشر می‌شوند و فقط برای انجام همان طرح به کار روند. در ضمن، قانون فقط انتشار اوراق مشارکت برای دو دسته طرح را مجاز شمرده است؛ یکی طرح‌های سودآور عمرانی دولتی و دیگری طرح‌های سودآور در بخش‌های ساختمانی، تولیدی و خدماتی. در این زمینه دولت فقط می‌تواند برای اجرای طرح‌های سودآور عمرانی دولتی اوراق مشارکت صادر کند، ولی انتشار آن اوراق برای این طرح‌ها فقط به دولت اختصاص داده نشده و سایر اشخاص مجاز نیز می‌توانند برای اجرای این‌گونه طرح‌ها اوراق مشارکت منتشر کنند. بنابراین سایر ناشران می‌توانند علاوه بر انتشار اوراق مشارکت برای اجرای طرح‌های سودآور عمرانی دولتی، برای اجرای طرح‌های سودآور در بخش‌های ساختمانی، تولیدی یا خدماتی نیز اوراق مشارکت صادر کنند. شمارش انحصاری طرح‌های مجاز حاکی است که با وجود نظر بعضی (S. Zaman, 1990: 69) برای طرح‌های دیگر مثلاً طرح‌های تجاری، نمی‌توان اوراق مشارکت منتشر کرد.

##### ۵. ترکیب ناممکن اوراق سهام با اوراق قرضه در قالب اوراق مشارکت

آنچه درباره مبنای اوراق مشارکت گفته شد، وضعیت ناممکنی را فراهم آورده است. اوراق مشارکت آن‌گونه که بعضی (Zaman & Movassaghi, 2001: 31) نیز ابراز کرده‌اند، در همان حال که نماینده وام هستند، آنچنان که از نامشان پیداست، نماینده سرمایه‌گذاری هستند و در همان حال که نماینده سرمایه‌گذاری هستند، نماینده وام می‌باشند. دارنده اوراق مشارکت در همان حال که از قبیل اوراق قرضه و قبیل اوراق سهام دور می‌ماند، هم از حسن اوراق قرضه و هم از حسن اوراق سهام برخوردار می‌شود. دارنده سودی که می‌برد، به مقدار ثابت مورد توافق

محدود نمی‌شود و ترسی ندارد از اینکه بازگشت اصل و فرع مبلغ پرداختی‌اش به خطر بیفتد. از سوی دیگر بدون اینکه ریسکی را تحمل کند، هم اصل پولش را در موعد مقرر دریافت می‌کند هم به‌طور سالیانه سود علی‌الحسابش را دریافت می‌دارد و هم در صورت وجود سودی بیشتر از مبلغ سود علی‌الحساب از سبد اوراق مشارکت متبوعش برای شرکت، در آن سهم می‌شود. همان‌گونه که ملاحظه می‌کنید آن‌گونه که دیگران (Al-Muharrami & Hardley, 2013: 11) هم ابراز کرده‌اند، اوراق مشارکت از نظر نوع سبدي که در آن مشارکت دارند نیز از اوراق سهام یا سهم‌الشرکه متفاوت‌اند.

اما خداوند جهان را اصولاً به‌صورت برد برد نیافریده است، به‌نحوی که خوشبختی یکی معمولاً به بهای بدبختی دیگری یا دیگران است. شرکت به نمایندگی از سهامداران آن از سر ناچاری به وام گرفتن مبادرت می‌ورزد و امید دارد که با تحمل ریسک فعالیت‌هایش به مقداری سود به‌دست بیاورد که موفق شود اصل و فرع وام دریافتی را بپردازد و در ازای این همه خطری که پذیرفته و نگرانی مداومی که تحمل کرده است، سودی هم برای خودش بماند. ولی با توضیحی که داده شد، شرکتی که اوراق مشارکت منتشر می‌کند، باید علاوه بر سود علی‌الحساب، سود تحقق‌یافته را نیز به نسبت مبلغی که از دارندگان اوراق مشارکت گرفته است، میان آنها تقسیم کند، یعنی حتی یک ریال از سود حاصل از سبد اوراق مشارکت که از دارندگان آن اوراق گردآوری شده از نظر قانونی متعلق به او نیست. وقتی سودی وجود ندارد یا سودی که وجود دارد کمتر از مقدار مورد تعهد است (سود علی‌الحساب)، او باید سود علی‌الحساب را پرداخت کند، ولی وقتی سود تحقق‌یافته بیشتر از مقدار علی‌الحساب است، باید تمام سود متعلق به آن سبد را به دارندگان اوراق مشارکت بدهد. بدین ترتیب عدم تعادل آشکاری در این ساختار دیده می‌شود. به عبارت بعضی (Qadri, 2008: 2) در این ساختار توازن در توزیع درآمد وجود ندارد. سود مورد نظر ممکن است واقعی بوده یا به‌دلیل تقلیل ارزش پول و نظایر آن، ظاهری باشد. مثلاً ممکن است جمع‌آوری سبد اوراق مشارکت برای ساختن یک مجتمع تجاری باشد و بعد از ساخت به‌دلیل استقبالی که از آن مجتمع می‌شود، واحدهای آن به قیمت بالاتر از مقدار پیش‌بینی اولیه فروخته شود، این زیادی سود واقعی خواهد بود، ولی اگر در مدت اجرای طرح ارزش پول ملی افت کند و به این دلیل ظاهراً قیمت مجتمع تجاری افزایش یابد، این افزایش ظاهری خواهد بود. همان‌گونه که ملاحظه می‌شود، علی‌رغم نظر بعضی (Zaheer, 2013: 35) سود داشتن یا نداشتن سبد جمع‌آوری‌شده از آورده‌چنین اوراقی همیشه به کارکرد بازار سهام حتی به کارکرد سهام یا سهم‌الشرکه شرکت ناشر این اوراق ربط ندارد.

پرداخت سود علی‌الحساب اوراق مشارکت را آن‌گونه که دیگران (تنانی و حسین‌پور، ۱۳۹۴: ۱۶۴؛ شعبانی و قلیچ، ۱۳۹۰: ۱۳۷) هم مطرح کرده‌اند، شبیه به اوراق قرضه و ربوی جلوه‌گر می‌کرد، چون به عبارت بعضی (Arjomandi, 2011: 23؛ جمالی و نایی، ۱۳۹۴: ۱۹۵) عدم مشارکت در ضرر مورد پسند بانکداری معمول اسلامی نیست و به قولی (Muhammad & Gulani, 2013: 23؛ ذوالفقاری و همکاران، ۱۳۹۳: ۱۰۰) عایدات بدون تحمل ضرر مشخصه هویتی بانکداری غیراسلامی است تا جایی که نامزدهای انتخابات ریاست جمهوری سال ۱۳۹۶ که بعضی از آنها از فقها و اعضای مجلس خبرگان بودند، بدون هیچ شک و تردیدی برای نام بردن از چنین سودی از کلمه «بهره» استفاده می‌کردند. بدین ترتیب، اگر آن‌گونه که دیگران (نظرپور و صادقی فدکی، ۱۳۸۹: ۱۱۳) هم ابراز کرده‌اند پرداخت سود علی‌الحساب پرداخت بهره باشد، باید پرداخت سود تحقق‌یافته را پرداخت فوق بهره حساب کنیم. به همین دلیل بعضی این اوراق را اوراق قرضه تغییر چهره داده شده<sup>۱</sup> (Agha, 2009: 131; Prentice 2008: 611) تلقی کرده و بعضی دیگر (Karafarin, 2010: 75) آنها را در ترجمه اوراق قرضه مشارکت<sup>۲</sup> تلقی کرده‌اند.

به‌طور خلاصه، ترکیب دو مبنای سرمایه‌گذاری و وام از دیدگاه بانکداری تجاری با وجود نظر بعضی (Hassan, 2006: 64; Karim, 2001: 182) فاقد کارایی است و کارکرد بازاری ندارد و از نظر بعضی (Porter 1952: 323; Elsiefy, 2014: 61)، این مدل مدلی برای تأمین منابع مالی محسوب نمی‌شود. به همین دلیل، هیچ شرکت خصوصی به تعبیر بعضی (قلی‌زاده، ۱۳۹۳: ۴۴۱) اعم از تعاونی یا غیرتعاونی، حاضر نشده در دو دهه گذشته چنین اوراقی را صادر کند.

## ۶. نحوه مدیریت طرح (پروژه) موضوع اوراق مشارکت و چگونگی مسئولیت دارندگان آن اوراق

قانونگذار آن‌گونه که بعضی (موسویان و سروش، ۱۳۹۰: ۴۷) نیز ابراز کرده‌اند، پاسخ خیلی از مسائل مربوط از جمله نحوه مدیریت طرح (پروژه) موضوع اوراق مشارکت و نحوه مسئولیت دارندگان آن اوراق را مشخص نکرده است.

### ۶.۱. چگونگی مدیریت طرح موضوع اوراق مشارکت

در قانون معلوم نیست که دارندگان اوراق مشارکت نقشی در مدیریت طرح خواهند داشت یا خیر. اگر اوراق مشارکت نوعی اوراق قرضه و مبتنی بر وام بودند، بی‌شک دارندگان آنها نمی‌توانستند نقشی در مدیریت طرح آن داشته باشند، ولی اگر آن‌گونه که قانون با در نظر

1. Disguised bonds  
2. Participation bonds

گرفتن سود تحقق یافته در نظر گرفته و آن گونه که ابراز شده است (نظریور و خوشاخلاق، ۱۳۹۲: ۱۱۶)، این دارندگان شریک طرح (پروژه) باشند و مالکیت وجوه پرداخته شده توسط دارندگان اوراق همچنان آن گونه که دیگران (اسکینی، ۱۳۸۸: ۸؛ نظریور و صادقی فدکی، ۱۳۸۹: ۹۶) هم ابراز کرده اند با خود آنان باشد، وضع فرق می کند. در این صورت، اصولاً دارندگان این اوراق حق خواهند داشت در مدیریت طرح مداخله کنند و در تصمیم گیری حق رأی داشته باشند.

اگر ناشر اوراق شرکت باشد، مدیریت طرح (پروژه) جدای از مدیریت شرکت است. به عبارتی اگرچه مدیریت طرح جزئی از مدیریت شرکت خواهد بود، ولی مدیریت شرکت جزئی از مدیریت طرح نخواهد بود. جالب اینکه، تجربه نشان می دهد تا به حال ناشران این اوراق چون خودآگاه یا ناخودآگاه آنها را نوعی اوراق قرضه تلقی می کرده اند، هیچ گاه به دارندگان آنها اجازه دخالت در مدیریت طرح را نداده اند. البته، دارندگان آن اوراق هم با همین پیش فرض هرگز خود را محق در مداخله در مدیریت طرح ندانسته اند. به عبارت دیگر، در حال حاضر دارندگان اوراق مشارکت دانسته یا ندانسته مانند دارندگان اوراق قرضه آن گونه که بعضی (Abedifar, Molyneux & Tarazi, 2013: 2037؛ موسویان و سروش، ۱۳۹۰: ۳۷؛ نظریور و صادقی فدکی، ۱۳۸۹: ۹۵؛ اسکینی، ۱۳۸۸: ۸) ابراز کرده اند، این خطر را قبول می کنند که در مدیریت طرح هیچ نقشی نداشته باشند و مشارکتشان در قالب شریک خاموش<sup>۱</sup> باشد.

#### ۲.۶. بار مسئولیت ناشی از داشتن اوراق مشارکت

حق مسئولیت ایجاد می کند و عدم استیفای حق دلیل نمی شود که دارنده حق از مسئولیت مربوط هم بری شده باشد. ممکن است اجرای طرح به مسئولیت منجر شود، مثلاً سدی که به عنوان طرح موضوع انتشار اوراق مشارکت ساخته می شود، سبب شود که آب شور شده و وارد مزارع مردم شود و صاحبان مزارع مزبور ادعای خسارت کنند. اگر تأمین مالی طرح توسط اوراق قرضه بود، امکان مراجعه خسارت دیدگان به دارندگان اوراق مزبور مسلماً وجود نداشت، ولی در مورد اوراق مشارکت نمی توان این طور نظر داد. دارندگان آن اوراق علی رغم نظر بدون دلیل بعضی (نظریور و صادقی فدکی، ۱۳۸۹: ۹۷) اصولاً در این مورد مسئول اند و اصولاً مسئولیتشان به طور نسبی خواهد بود. به نظر می رسد دارندگان اوراق مشارکت حق نخواهند داشت بابت آنچه به این ترتیب پرداخت می کنند، به ناشران آن اوراق مراجعه کنند. ناشران موظف اند اصل و سود (علی الحساب و تحقق یافته) مبالغ آورده شده توسط دارندگان آن اوراق را پردازند و فراتر از آن مسئولیتی ندارند.

1. Silent partner

نکته‌ای وجود دارد که مسئولیت دارندگان را تحت تأثیر قرار می‌دهد و آن اینکه متأسفانه قانونگذار ایران حافظه خوبی ندارد و اتفاقاً در قوانین بعدی نکاتی را مطرح می‌کند که در قوانین قبلی خلاف آن را گفته است. در اینجا، قانونگذار به‌طور مطلق اجازه داده که دو طرف برای انجام یک طرح با هم به‌صراحت قانون «مشارکت» داشته باشند. اگر این مشارکت برای عملیات غیرتجاری باشد، مشکلی ایجاد نمی‌شود، ولی اگر برای انجام یک عمل تجاری باشد، از موارد منع‌شده در ماده ۲۲۰ قانون تجارت خواهد بود. طرح‌های عمرانی دولتی و عمومی چون معمولاً مربوط به توسعه زیرساخت‌ها و درباره اموال غیرمنقول مانند ساخت سد، پل، جاده و نظایر آنها هستند، با آن مقرر در تضاد قرار نمی‌گیرند. ولی اگر ناشران بخواهند علاوه بر بخش ساختمانی در بخش‌های تولیدی، آن‌گونه که در قانون نحوه انتشار اوراق مشارکت مقرر است، اقدام به انتشار آن اوراق کنند، نه تنها اقدام ناشران و دارندگان به مشارکت بدون اینکه برای این مشارکت در قالب شرکت تجاری قرار بگیرند، غیرمجاز خواهد بود و از ادامه عملیاتشان جلوگیری به‌عمل می‌آید، بلکه بابت آنچه انجام داده‌اند، علی‌رغم نظر بعضی (اسکینی، ۱۳۸۸: ۱۱) مسئولیتشان تضامنی خواهد بود. اگرچه خدمات معمولاً در مورد امور غیرتجاری هستند، ولی کم نیستند مواردی که از خدمات بوده و تجاری هم محسوب می‌شوند، مانند بانکداری و بیمه. بنابراین، در مورد انتشار اوراق مشارکت برای انجام خدمات تجاری نیز مشکل پیش‌گفته مطرح خواهد شد.

علاوه بر مورد گفته‌شده، ممکن است افرادی بابت خدماتی که به طرح ارائه می‌دهند، طلبکار شوند. این طلبکاران حق خواهند داشت حتی پیش از منحل شدن مشارکت و قادر نبودن سبد مربوطه به پرداخت طلب آنها، بابت طلبشان به نسبت سهم دارندگان در طرح به آنها مراجعه کنند. در این مورد دارندگان نمی‌توانند به چگونگی روابطشان با ناشر اوراق استناد کنند و آن طلبکاران را به سراغ ناشر بفرستند. چون با توجه به اصل نسبی بودن قراردادهای روابط میان دارندگان با ناشر اصولاً تأثیری بر روابط طلبکاران و صاحبان طرح مشترک نخواهد داشت. آن‌گونه که دیگران (Rowntree, 1987: 30) هم ابراز کرده‌اند، این امر مختص ایران نیست و مشارکت اقتضا می‌کند که طلبکاران بتوانند به همه شرکا مراجعه کنند.

ممکن است طرح شکست بخورد، ناشر هم از عهده بدهی‌های حاصل‌شده برنیاید و ورشکسته شود و ضامن طرح هم نتواند از عهده طلب دارندگان اوراق مشارکت برآید یا طلب آنها را پرداخت نکند، در این صورت طلبکاران طرح در وصول طلبشان از محل دارایی طرح بر دارندگان اوراق مشارکت اولی خواهند بود. حتی در مراجعه به سایر اموال ناشر اگرچه اصولاً تفاوتی میان سایر طلبکاران و دارندگان اوراق مشارکت نخواهد بود، ولی سایر طلبکاران

می‌توانند سهم دارندگان اوراق در سایر اموال ناشر را از بابت اینکه به‌طور نسبی یا تضامنی حق رجوع به ایشان دارند، توقیف و در نهایت تصاحب کنند. برای اجتناب از مشکلاتی که در این مبحث گفته شد، در سایر نظام‌های حقوقی مانند سیستم‌های کشورهای کانادا و آفریقای جنوبی (8: 2004 Aron & Muellbauer) ساختارهای مشابه<sup>۱</sup> را به‌جای اینکه بر مشارکت مبتنی کنند آن‌گونه که بعضی (Rowntree, 1987: 31) نیز ابراز کرده‌اند بر پایه وام بنا می‌کنند.

### ۷. نتیجه

هدف این مقاله ارزیابی مبانی فقهی اوراق مشارکت نیست، بلکه این تحلیل تحقیقی از دیدگاه حقوق تجارت به مبنا و نحوه کارکرد آن اوراق پرداخته و درصدد پاسخ به این پرسش بوده که آیا اوراق مشارکت توانسته‌اند جایگزین شایسته‌ای در بازار برای اوراق قرضه باشند؟ با وجود نیاز مبرم جامعه در دو دهه گذشته، ناشران بخش خصوصی به‌هیچ‌وجه از این اوراق استقبال نکرده‌اند و حتی قسمت‌های زیادی از اوراق منتشره دولت نیز فروش نرفته است.

اوراق سهام و اوراق قرضه تفاوت‌های اساسی دارند؛ اولی مبتنی بر سرمایه‌گذاری و دائمی ولی دومی مبتنی بر پرداخت وام و موقتی است. سرمایه‌گذاری خطرپذیر است و سود سهام (سهم‌شکره) نرخ ثابتی ندارد، ولی بازگشت مبلغ وام دارنده ورقه قرضه تعهد و تضمین می‌شود و او در سود نبردن ناشر سهیم نیست، اگرچه با انحلال ناشر هم طلبکار ممتاز شناخته نمی‌شود.

با وجود تشابهات زیاد اوراق مشارکت با اوراق قرضه، از جمله عدم امکان استرداد وجوه پرداختی قبل از سررسید، آنها تفاوت‌هایی هم دارند. دارندگان اوراق قرضه از زیاد سود بردن ناشر نفع نمی‌برند، ولی دارندگان اوراق مشارکت علاوه بر سود علی‌الحساب، سود تحقق‌یافته نیز می‌گیرند و به‌نظر می‌رسد مقدار این سود نه به‌طور سالیانه، بلکه به‌طور کلی برای تمام مدت دوره مشارکت محاسبه می‌شود و باید لحظه پایان این دوره را لحظه محاسبه این سود در نظر گرفت. البته، در صورت تأخیر در تأدیه، خسارت به نرخ عادی محاسبه می‌شود، مگر اینکه با استصحاب مبنای مشارکتی، ثابت شود سود برده‌شده از این منابع بیشتر از آن مقدار بوده است.

اوراق مشارکت در عمل هم اوراق قرضه‌اند هم اوراق سهام؛ در همان حال، نه اوراق قرضه‌اند نه اوراق سهام، زیرا سرمایه‌گذاری و وام هر یک برای خود مبانی و کارکردهایی دارند

---

1. Participation mortgage



و هر یک نیازهای تجاری خاصی را برآورده می‌کنند. ترکیب این دو مبنا از دیدگاه بانکداری تجاری فاقد کارایی بازاری است و مدلی برای تأمین منابع مالی محسوب نمی‌شود. برخلاف آنچه در مورد اوراق قرضه معمول بود، مصرف منابع ناشی از اوراق مشارکت انعطاف‌پذیری کمتری دارد و براساس قانون سبد وامی هر یک از طرح‌ها فقط برای همان طرح باید مصرف شود. ضمن اینکه برخلاف ورقه قرضه، ورقه مشارکت علاوه بر شرکت‌های سهامی عام توسط شرکت‌های سهامی خاص و تعاونی تولیدی هم قابل انتشار است. دولت، مؤسسات عمومی غیردولتی و مؤسسات عام‌المنفعه هم می‌توانند آن را صادر کنند؛ شرکت‌های آنها (در هر قالبی باشند) هم همین‌طور. در ضمن، قانون فقط انتشار اوراق مشارکت برای طرح‌های سودآور عمرانی دولتی و طرح‌های سودآور در بخش‌های ساختمانی، تولیدی و خدماتی را مجاز شمرده است و برای سایر طرح‌ها مثلاً طرح‌های تجاری، نمی‌توان اوراق مشارکت منتشر کرد.

قانون پاسخ خیلی از مسائل مربوط را نداده است. در عمل، علی‌رغم آنچه از نظر حقوقی استنباط می‌شود، کسانی که تا به حال اوراق مشارکت منتشر کرده‌اند، چون خودآگاه یا ناخودآگاه آنها را نوعی اوراق قرضه تلقی می‌کرده‌اند، هیچ‌گاه به دارندگان آنها اجازه دخالت در مدیریت طرح را نداده‌اند. ولی حق حتی اگر استیفا نشود هم مسئولیت ایجاد می‌کند. پس اگر اجرای طرح به خسارات یا بدهکاری منجر شود، دارندگان آن اوراق هم اصولاً به‌طور نسبی مسئول آن خواهند بود و آنچه را پرداخت می‌کنند، نمی‌توانند از ناشران مطالبه کنند. همچنین، انتشار اوراق مشارکت در بخش‌های تولیدی یا خدمات تجاری نه تنها مشارکت بدون قرار گرفتن در قالب شرکت تجاری تلقی و غیرمجاز خواهد بود و از ادامه عملیات آن جلوگیری می‌شود، بلکه ناشران و دارندگان بابت آنچه انجام داده‌اند، متضامناً مسئول خواهند بود.

فرض کنیم که راهکار مورد نظر در اوراق مشارکت مناسب و مورد پسند بازار باشد، در این صورت هیچ جاذبه‌ای برای مشارکت واقعی و خرید سهام (سهام‌الشرکه) شرکت‌ها یعنی برای سرمایه‌گذاری واقعی باقی نمی‌ماند. حاکم شدن چنین روندی اقتصاد را حداقل به حالت شبه‌ربوبی درآورده، آن را تخریب کرده و تولید و اشتغال را مختل می‌کند. با توجه به یکسان بودن راهکار مورد بحث و راهکار پایه سپرده‌گذاری در بانک‌ها، می‌توان نظر داد حداقل یکی از علل بیکاری دائم‌التزاید و عدم تولید کافی در جامعه اعمال همین راهکار است. این راهکار آنچنان اغواکننده است که حتی در هیاهوی ضررده بودن بانک‌ها، ایرانیان مقیم خارج و خارجی‌ان را وامی‌دارد دارایی‌های خود را برای نفع بردن از این خوان گسترده به ایران منتقل کنند.

راهکار مورد بحث اگرچه می‌تواند تا حدی سرمایه‌گذاران را راضی کند، ولی تولیدکنندگان و توزیع‌کنندگان نیازمند سرمایه آن را نمی‌پسندند. بنابراین، پاسخ پرسش اصلی این تحلیل تحقیقی منفی است و اوراق مشارکت نتوانسته‌اند در بازار جایگزین شایسته‌ای برای اوراق قرضه باشند.

## منابع

### الف) فارسی

۱. اسکینی، ربیعا (۱۳۸۸). «تأملاتی در خصوص ساختار و ماهیت حقوقی اوراق مشارکت مؤسسات و شرکت‌های دولتی و خصوصی»، فصلنامه مدرس علوم انسانی، ۴، ش ۶۳، ص ۱۸-۱.
۲. باریکلو، علیرضا (۱۳۸۷). «وضعیت شرط تضمین سود»، فصلنامه مطالعات حقوق خصوصی، ۳۸، ش ۴، ص ۱۱۰-۸۹.
۳. بازمحمدی، حسین (۱۳۸۹). «نقدی بر آیین‌نامه اجرایی انتشار اوراق مشارکت ارزی»، فصلنامه تازه‌های اقتصاد، ۸، ش ۱۲۹، ص ۹۲-۸۸.
۴. تنانی، محسن؛ امیر حسین حسین‌پور (۱۳۹۴). «اوراق مشارکت؛ مباحث، مشکلات، ابهامات، نارسایی‌ها و پیشنهاداتی در جهت حل آنها»، فصلنامه پژوهش حسابداری، ۴، ش ۴، ص ۱۶۸-۱۴۹.
۵. جمالی، جعفر، و سهیلا نایی (۱۳۹۴). «بطلان سود بدون عهده در بازارهای مالی اسلامی»، فصلنامه راهبرد، ۲۴، ش ۷۶، ص ۲۱۳-۱۹۵.
۶. حسن‌زاده سروستانی، حسین؛ مهدی یارسرشار (۱۳۹۱). «مطالعه تطبیقی اوراق مشارکت منتشره در ایران و صکوک مشارکت»، تحقیقات مالی اسلامی، ۱، ش ۳، ص ۹۸-۶۹.
۷. ذوالفقاری، مهدی؛ بهرام سبحانی؛ علیرضا سارنج؛ نادر مهرگان (۱۳۹۳). «اوراق مشارکت ارزی قابل تبدیل به سهام»، اقتصاد اسلامی، ۱۴، ش ۵۳، ص ۱۲۵-۹۹.
۸. سلیمی، علیرضا (۱۳۹۱). «ضرورت توسعه اوراق بهادار اسلامی»، فصلنامه راهبرد، ۲۱، ش ۶۵، ص ۳۱۸-۲۹۱.
۹. شعبانی، احمد؛ وهاب قلیچ (۱۳۹۰). «قابلیت اوراق بهادار اسلامی در مهار تورم به‌عنوان ابزار سیاستی (مطالعه موردی: اوراق مشارکت، اجاره، مرابحه، و استصناع)»، اقتصاد اسلامی، ۱۱، ش ۴۳، ص ۱۵۸-۱۲۷.
۱۰. علیمردی، محمد؛ محمدرضا سید نورایی (۱۳۹۵). «بررسی و مقایسه رخدادهای پدیده «فعل شدن در بدهی‌ها (debt overhang)» در اوراق مشارکت و اوراق قرضه»، مجله اقتصاد و بانکداری اسلامی، ۵، ش ۱۶، ص ۱۳۳-۱۲۱.
۱۱. قلی‌زاده، احد (۱۳۹۳). «تحلیلی بر حقوق بخش تعاونی: بخش تعاونی؛ خیال، نه واقعیت»، فصلنامه مطالعات حقوق خصوصی، ۴۴، ش ۳، ص ۴۶۰-۴۴۱.
۱۲. موسویان، سید عباس؛ سروش، ابوذر (۱۳۹۰). «آسیب‌شناسی فقهی، اقتصادی و مالی انتشار اوراق مشارکت در ایران»، فصلنامه بورس اوراق بهادار، ش ۱۵، ص ۶۰-۲۹.
۱۳. میثمی، حسین؛ کامران ندری (۱۳۹۴). «عملیات بازار باز با اوراق بهادار دولت و بانک مرکزی»، تحقیقات مالی اسلامی، ۵، ش ۹، ص ۱۵۴-۱۱۹.
۱۴. نظریور، محمدتقی؛ فرشته ملاکریمی (۱۳۹۴). «بررسی قرارداد مشارکت مدنی بانک مرکزی از دید قواعد فقهی»، فصلنامه اقتصاد اسلامی، ۱۵، ش ۵۷، ص ۱۶۶-۱۳۷.
۱۵. نظریور، محمدتقی؛ مهدی خوش‌اخلاق (۱۳۹۲). «بررسی فقهی تضمین سرمایه در اوراق مشارکت»، اقتصاد اسلامی، ۱۳، ش ۵۰، ص ۱۳۰-۱۱۱.
۱۶. نظریور، محمدتقی؛ سید عبدالله صادقی فدکی (۱۳۸۹). «بررسی ماهیت فقهی و حقوقی و سود علی‌الحساب اوراق مشارکت»، حقوق اسلامی، ص ۱۱۹-۹۱.
۱۷. نوربخش، ایمان (۱۳۹۱). «پیشنهادهایی برای کارآمدی بیشتر اوراق مشارکت»، تازه‌های اقتصاد، ش ۱۳۶، ص ۳۸-۳۶.

## ب) خارجی

18. Abdul A.B., Shafi'I, and Rusni B. Hassan. (2014). "Saving and Current Account in the Context of Shari'ah Contract", *Arabian Journal of Business and Management Review (Nigerian Chapter)* 1, No. 12, pp 8-17.
19. Abedifar, Pejman, Philip Molyneux and Amine Tarazi (2013). "Risk in Islamic Banking", *Review of Finance* 17, No. 6, pp 2035-2096.
20. Agha, Oliver (2009) "Islamic finance: Principle before Profit." *Berkely Journal of Middle eastern & Islamic Law* 2, no. 1, pp 125-135.
21. Al-Amine, Muhammad, and Muhammad Al-Bashir. (2001). "The Islamic Bonds market: Possibilities and challenges." *International Journal of Islamic financial Services* 3, No. 1, pp 1-18.
22. Al-Muharrami, Saeed, and Daniel C. Hardley (2013). *Cooperatives and Islamic Banks: What Can They Learn from Each Other?* International Monetary Fund.
23. Arjomandi, Amir (2011). *Efficiency and Productivity in Iran's Financial Institutions*. Thesis, Wollongong: University of Wollongong.
24. Aron, Janine, and John Muellbauer (2014). *Revised Estimates of Personal Sector Wealth for South Africa*. Research, Oxford: University of Oxford.
25. Beck, Thorsten, Asli Demirguc-Kunt, and Ouarda Merrouche (2013). "Islamic vs. Conventional Banking: Business Model, Efficiency and Stability", *Journal of Banking & Finance* 37, No. 2, pp 433-447.
26. Benhayoun, Nesrin, Ikram Chairi, Amina El Gonnouni, and Abdelouahid Lyhyaoui. (2014). "Islamic Banking Challenges Lie in the Growth of Islamic Economy Despite of the free Interest Loans Policy: Evidences from Support Vector Machine Approach", *ACRN Journal of Finance and risk Perspectives* 3, No. 1, pp 19-31.
27. Black, Henry C. (1983). *Black's Law Dictionary*. Minnesota: West Publishing Co.
28. El Qorchi, Mohammed. (2005). "Islamic Finance Gears Up", *Finance and development* 42, No. 4, pp 46-52.
29. El-Hawary, Dahlia, Wafik Graiss, and Zamir Iqbal (2007). "Diversity in the regulation of Islamic Financial Institutions", *The Quarterly Review of Economics and Finance* 46, No. 5, pp 778-800.
30. Elsiefy, Elsayed. (2014). "Fundamental Requirements for Building an Islamic Venture Capital Model", *Accounting and Finance Research*, pp 55-66.
31. Haiying, Ma, and Yike Yao (2014). "The Analysis on the Introduction of Islamic Financial Model in ethnic Region in Gansu, China." *International Journal of Financial Research* 5, no. 1, pp 114-118.
32. Hassan, M. Kabir. (2006). "The X-Efficiency in Islamic Banks", *Islamic Economic Studies* 13, No. 2, pp 49-78.
33. Karafarin, Bank. (2010). *Annual Report and Financial Statements*, Annual, Tehran: Karafarin Bank.
34. Karim, Rifaat A.A. (2001). "International Accounting Harmonization, Banking regulation, and Islamic Banks", *The International Journal of Accounting* 36, no. 2, pp 169-193.
35. Marston, David, Ghith Shabsigh, and Vasudevan Sundararajan. (1998). "Monetary Operations and Government debt Management under Islamic Banking", *International Monetary Fund*, pp 86-117.
36. McCall, Brian M. (2009). "It's Just Secured Credit: The Natural Law Case in Defence of Some Forms of Secured Credit", *Indiana Law Review* 43, No. 1, pp 7-45.
37. Muhammad, A.U., and M.G. Gulani. (2013) "Challenges Facing the Acceptability of Islamic Banking in Nigeria." *International Journal of Economic Development Research and Investment* 4, No. 3, 30-41.
38. Porter, Paul A. (1952). "Defence Without Inflation, by Robert G. Hart". *Indiana Law Journal* 27, no. 2, pp 319-325.
39. Prentice, Robert A. (2008). "Stoneridge, Securities Fraud Litigation, and the Supreme Court", *American Business Law Journal* 44, No. 45, pp 611-683.
40. Qadri, Shahzad Q. (2008). "Islamic Banking." *Business Law Today* 17, No. 6, pp 1-5.
41. Rad, Abbas A., and Mohammad R. Eslami (2012). "Long run and short Run Effects of Monetary and Exchange Variables on Stock Prices in Iran", *International Journal of Economics and Finance Studies* 4, No. 1, 1-10.

42. Rowntree, Lenore Ruth (1987). *Innovations in the Law of Lending: A Study of the Participation Mortgage and a Proposal for Reform of the Law of Commercial Mortgages*. Thesis, British Columbia: The University of British Columbia.
43. Singh, Jeet, and Preeti Yadav. (2013). "Islamic Banking in India – Growth and Potential", *International Journal of Marketing, Financial Services & Management Research* 2, No. 4, pp 59-77.
44. Zaheer, S. (2013). *Financial Intermediation and Monetary Transmission through Conventional and Islamic Channels*. Thesis, Amsterdam: University of Amsterdam.
45. Zaman, M. Raquibuz, and Hormoz Movassaghi (2001). "Islamic Banking: A Performance Analysis", *Journal of Global Business* 12, no. 22, pp 31-38.
46. Zaman, S.M. Hassan (1990). "Mudarabah in Non-Trade Operations", *JKAU: Islamic Econ.* 2, pp 69-87.
47. Zouari, Zeineb and Mahmoud Sami Nabi (2013). *Enhancing the Enforceability of Islamic Microfinance Contracts in OIC Countries*. Munich: MPRA.