

# تأملاتی در خصوص ساختار و ماهیت حقوقی اوراق مشارکت مؤسسات و شرکتهای دولتی و خصوصی

ربیعا اسکینی\*

دانشیار پژوهشگاه علوم و فنون هسته‌ای، تهران، ایران

پذیرش: ۸۸/۷/۱

دریافت: ۸۷/۱۲/۱۸

## چکیده

پس از انقلاب اسلامی، شبهه ربوی بودن اوراق قرضه-وسیله سنتی تأمین مالی مؤسسات و شرکتهای - قانونگذار ایران را بر آن داشت که اوراق مشارکت را جایگزین اوراق قرضه کند. از زمان تصویب قانون نحوه انتشار اوراق مشارکت در سال ۱۳۷۶ و سپس آیین‌نامه اجرایی آن در سال ۱۳۷۷ ساختار ماهیت این اوراق از جهت اقتصادی و حقوقی مورد بحث بوده است. از دید حقوقی، مسأله این است که آیا اوراق مشارکت همان اوراق قرضه سابقند با عنوانی متفاوت، یا ماهیتی دیگر دارند؟ رابطه میان صاحب ورقه و ناشر منطبق با عقد مضاربه است یا عقد شرکت یا ماهیتی خاص دارد؟ موضوع این مقاله، تدقیق در ساختار این اوراق و تأمل در ماهیت حقوقی رابطه ناشر و صاحب ورقه مشارکت است که در دو بخش به آن پرداخته خواهد شد.

**کلیدواژه‌ها:** اوراق قرضه، اوراق مشارکت، عقد قرض، عقد مضاربه، شرکت تضامنی، شرکت مدنی.

## ۱- مقدمه

یکی از وسایل تأمین نیازهای مالی مؤسسات و شرکتهای تجاری، مراجعه به پس‌انداز عموم است. در گذشته، وسیله حقوقی مراجعه به این پس‌انداز، صدور و انتشار اوراق قرضه بود. از



آنجا که اوراق قرضه متضمن پرداخت مبلغی بهره در موعد یا مواعد معین بود،<sup>۱</sup> فقهای شورای نگهبان به مناسبت‌های مختلف آن را غیر شرعی اعلام کردند؛ اما حذف اوراق قرضه از قانونگذاری ایران، نیاز مؤسسات و شرکت‌ها را به رجوع به قرض و وام گرفتن از عموم بر طرف نمی‌کند، زیرا مراجعه به این پسرانداز، برای جذب نقدینگی، ضرورتی است که شرکت‌ها و مؤسسات نمی‌توانند از آن چشم‌پوشی کنند. این امر بخصوص در موارد و مقاطعی که عموم مردم از بازار بورس گریزان هستند می‌تواند برای مؤسسات و شرکت‌ها مقرون به صرفه باشد. قانون نحوه انتشار اوراق مشارکت، مصوب ۱۳۷۶/۶/۳۰<sup>۲</sup> و آیین‌نامه اجرایی آن مصوب ۱۳۷۷/۵/۱۸<sup>۳</sup> در راستای پاسخگویی به همین نیاز به تصویب رسیده‌اند. یک نگاه گذرا به قانون و آیین‌نامه مزبور نشان می‌دهد که تدوین‌کنندگان این متون، در تهیه آن‌ها نیم‌نگاهی نیز به اوراق قرضه داشته‌اند. از این نظر است که در این متون، صحبت از اوراق قابل تبدیل یا تعویض با سهام می‌شود. عبارات «قابل تبدیل به سهام» و «قابل تعویض با سهام» عباراتی است که در لایحه قانونی ۱۳۴۷ راجع به اوراق قرضه شرکت‌های سهامی استعمال شده است و هر کدام مفهوم خاص دارد.

موضوع مقاله حاضر، بررسی کلیه جوانب اوراق مشارکت موضوع قانون نحوه انتشار اوراق مشارکت و قوانین و آیین‌نامه مربوط نیست، بلکه اختصاص دارد به بررسی ساختار این اوراق که در قالب معرفی این اوراق به آن پرداخته خواهد شد (بخش اول) و این‌که ماهیت حقوقی رابطه بین ناشر و صاحب ورقه مشارکت در قیاس با تأسیسات حقوقی مشابه چیست (بخش دوم).

## ۲- معرفی اوراق مشارکت

لازمه معرفی اوراق مشارکت این است که اول آن‌ها را تعریف و سپس انواعشان را بیان کنیم.

۱. ماده ۵۲ لایحه قانونی اصلاح قسمتی از قانون تجارت مصوب ۱۳۴۷ در تعریف ورقه قرضه چنین مقرر کرده بود: «ورقه قرضه ورقه قابل معامله‌ای است که معرف مبلغی وام است با بهره معین که تمامی آن یا اجزای آن در موعد یا مواعد معین باید مسترد شود».

۲. روزنامه رسمی، شماره ۱۵۲۲۸، مورخ ۱۳۶۷/۷/۲۰.

۳. روزنامه رسمی، شماره ۱۵۵۹۵، مورخ ۱۳۷۷/۶/۲۱.

## ۲-۱- تعریف اوراق مشارکت

اولین تعریف قانونی از اوراق مشارکت در تبصره ۸۵ قانون برنامه دوم توسعه مصوب ۱۳۷۳/۹/۲۰ آورده شده است.<sup>۱</sup> به موجب این تبصره، وزارت مسکن و شهرسازی (سازمان ملی زمین و مسکن) اجازه یافت مبادرت به صدور اوراق مشارکت کند. قسمت «ب» تبصره فوق مقرر می‌کند: «اوراق مشارکت، اوراق بهاداری است که به قیمت اسمی مشخص منتشر می‌شود و به سرمایه‌گذاری 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 طرح(های) مزبور شریک خواهند شد».

قانون نحوه انتشار اوراق مشارکت، مصوب ۱۳۷۶/۶/۳۰ 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: «اوراق مزبور می‌توانند با نام یا بی‌نام باشند و برای مدت معینی منتشر می‌شوند». همین معنا در ماده ۱ و ۲ آیین‌نامه اجرایی قانون نحوه انتشار اوراق مشارکت مصوب ۱۳۷۷/۵/۱۸ تکرار شده است.

بر خلاف قانون برنامه دوم توسعه که انتشار اوراق مشارکت را تنها برای وزارت مسکن در نظر گرفته بود، قانون نحوه انتشار اوراق مشارکت مصوب ۱۳۷۶/۶/۳۰ و آیین‌نامه اجرایی آن، شرکت‌های سهامی را نیز مجاز به انتشار این اوراق کرد؛ اما در عمل، شرکت‌های سهامی فرصت انتشار این اوراق را پیدا نکردند، ضمن این‌که ماده ۱۷ 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 ۱۳۸۲/۵/۲۶<sup>۲</sup> انتشار اوراق مشارکت را محدود به شرکت‌های پذیرفته شده در بورس و با مجوز بورس اوراق بهادار کرد. آیین‌نامه اجرایی ماده ۱۷ قانون اخیرالذکر<sup>۳</sup>، به رغم تعریف این اوراق در قانون عام نحوه انتشار اوراق 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 تأمین بخشی از

۱. روزنامه رسمی، شماره ۱۴۵۱۵، مورخ ۱۳۷۳/۱۰/۸.

۲. روزنامه رسمی، شماره ۱۷۰۶۷، مورخ ۱۳۸۲/۷/۹.

۳. روزنامه رسمی، شماره ۱۷۲۹۴، مورخ ۱۳۸۲/۴/۲۴.



منابع مالی مورد نیاز طرح‌های نوسازی و توسعه شرکت‌های پذیرفته در بورس منتشر می‌شود» (بند «د» از ماده ۱ آیین‌نامه). «دارندگان اوراق مشارکت به نسبت قیمت اسمی و در طی مدت زمان مشارکت در مجموعه منافع حاصل از اجرای طرح‌های مربوط سهمیم خواهند بود» (ماده ۵ آیین‌نامه).

از مجموع متون قانونی و آیین‌نامه‌های فوق با وجود اختصار در معرفی اوراق مشارکت می‌توان عناصر تشکیل‌دهنده تعریف این اوراق را به شرح زیر مشخص کرد:

۱. اوراق مشارکت از مصادیق اوراق بهادارند. ذکر این نکته ضروری است، زیرا هر جا در قانونی-مثل قانون بازار اوراق بهادار مصوب ۱۳۸۴-از اوراق بهادار صحبت شده باشد، اوراق مشارکت را نیز شامل می‌شود.

۲. اوراق مشارکت می‌توانند با نام یا بی‌نام باشند.

۳. اوراق مشارکت با مبلغ اسمی معین و یکسان انتشار می‌یابند.

۴. اوراق مشارکت متضمن حق صاحب ورقه به قسمتی از سود است که از پروژه اجرایی ناشر (دولت یا شرکت سهامی) حاصل می‌شود.

با این ترتیب می‌توان گفت: اوراق مشارکت به اوراق بهادار با نام یا بی‌نامی گفته می‌شود که دارای ارزش اسمی معین و متضمن قسمتی از سود کلی هستند که از پروژه اجرایی ناشر (دولت یا شرکت سهامی) حاصل می‌شود. تعریف اوراق مشارکت با معرفی انواع آن بیشتر روشن می‌شود.

## ۲-۲- انواع اوراق مشارکت

قانونگذار ما با اقتباس آشکار از مقررات لایحه قانونی اصلاح قسمتی از قانون تجارت ۱۳۴۷ و در قیاس با اوراق قرضه سابق، اوراق مشارکت را به دو دسته ساده و مرکب تقسیم کرده است [۱، ص ۹۲] معرفی انواع این اوراق، موضوعی است که در این گفتار به آن می‌پردازیم:

۲-۲-۱- **اوراق مشارکت ساده:** اوراق مشارکت ساده، اوراقی است که پس از انتشار، تغییر صورت نمی‌دهند و در نهایت منجر به استرداد اصل سرمایه و سود حاصل از به‌کارگیری در پروژه به صاحب ورقه می‌شوند. در این فرض، صاحب ورقه مشارکت با شرکت یا مؤسسه

ناشر اوراق در یک پروژه خاص شریک است و پس از اجرای پروژه، رابطه‌اش با ناشر اوراق قطع می‌گردد. این نوع ورقه مشارکت، شایع‌ترین ورقه مشارکت است و به دلیل راهکارهای حقوقی خاصی که مقررات متفرقه حاکم بر این اوراق پیش‌بینی کرده‌اند (از جمله تضمین بازپرداخت اصل و سود ورقه) در عمل مشکلی ایجاد نمی‌کنند و وسیله خوبی برای شرکت عموم در سرمایه‌گذاری‌های کوتاه مدت هستند؛ زیرا صاحب ورقه می‌تواند آن‌ها را منتقل کند و یا حتی به ناشر مسترد دارد.

۲-۲-۲- اوراق مشارکت مرکب: این نوع اوراق که تنها توسط شرکت‌های سهامی عام قابل انتشارند (ماده ۶ قانون نحوه انتشار اوراق مشارکت) عبارتند از: اوراق مشارکت قابل تبدیل به سهام، و اوراق مشارکت قابل تعویض با سهام.

۲-۲-۱- اوراق مشارکت قابل تبدیل به سهام: پیش‌بینی این نوع ورقه مشارکت، نتیجه اقتباس کامل از مقررات سابق اوراق قرضه قابل تبدیل به سهام توسط قانونگذار بعد از انقلاب است، زیرا ورقه مشارکت قابل تبدیل، ورقه‌ای است که قابل تبدیل به سهم شرکت ناشر است (ماده ۱ آیین‌نامه اجرایی قانون نحوه انتشار اوراق مشارکت). تفاوتی که این نوع ورقه با ورقه مشارکت ساده دارد در این است که صاحب ورقه، در صورتی که وضع شرکت ناشر از جهت اقتصادی و سوددهی بهتر از زمان انتشار اولیه ورقه مشارکت باشد می‌تواند با تبدیل ورقه مشارکت خود به سهم شرکت از بهبود وضع اقتصادی شرکت بهره ببرد.

مانند وضعیتی که لایحه قانونی اصلاح قسمتی از قانون تجارت ۱۳۴۷ برای اوراق قرضه قابل تبدیل به سهم پیش‌بینی کرده بود، لازمه انتشار اوراق مشارکت قابل تبدیل این است که شرکت ناشر، سرمایه خود را افزایش دهد. همچنین مانند مورد اوراق قرضه سابق، برای انتشار اوراق مشارکت، شرکت الزامی ندارد که همزمان با تصمیم مجمع عمومی فوق‌العاده‌اش به انتشار این اوراق، سرمایه خود را در حدود مبلغ این اوراق افزایش دهد. در واقع، افزایش سرمایه، که اجازه آن توسط مجمع عمومی به هیأت مدیره داده می‌شود، زمانی محقق می‌شود که مهلتی که طی آن دارندگان این‌گونه اوراق می‌توانند اوراق خود را به سهام شرکت تبدیل کنند، منقضی شده باشد. در این صورت، معادل مبلغ بازپرداخت نشده اوراقی که جهت تبدیل به



سهام شرکت عرضه شده است سرمایه شرکت افزایش می‌یابد و پس از ثبت این افزایش نزد مرجع ثبت شرکت‌ها، سهام جدید صادر می‌گردد و به دارندگان اوراق مشارکت، معادل مبلغ بازپرداخت نشده اوراقی که به شرکت تسلیم شده‌اند سهم داده خواهد شد (ماده ۳۰ و ۳۳ آیین‌نامه اجرایی قانون نحوه انتشار اوراق مشارکت).

سهامداران شرکت، در خرید سهام جدید شرکت حق تقدم ندارند. ماده ۳۱ آیین‌نامه اجرایی قانون نحوه انتشار اوراق مشارکت این نکته را به‌صراحت بیان کرده است: «حق تقدم سهامداران شرکت در خرید سهام قابل تبدیل با اوراق مشارکت با تصویب مجمع عمومی فوق‌العاده شرکت منتفی خواهد بود». مفهوم ماده اخیر این نیست که مجمع عمومی مجاز است حق تقدم سهامداران را منتفی نکند، بلکه این است که با تصویب انتشار اوراق و افزایش سرمایه، سهام جدید باید به صاحبان اوراق مشارکت داده شود و سهامداران حقی نسبت به آن‌ها ندارند. این قاعده را قانونگذار فعلی از ماده ۶۳ لایحه قانونی اصلاح قسمتی از قانون تجارت ۱۳۴۷ اقتباس کرده است.

۲-۲-۲-۲ اوراق مشارکت قابل تعویض با سهام: برخلاف آنچه در مورد اوراق مشارکت قابل تبدیل به سهام گفته شد، قانونگذار با وجود اقتباس از مقررات لایحه قانونی ۱۳۴۷ در ایجاد اوراق مشارکت قابل تعویض با سهام، نظام حقوقی این اوراق را از اوراق قرضه قابل تعویض با سهام جدا کرده و دست به ابداعی زده که به سبب خلاف منطق بودن، موجب عدم رغبت ناشرین به انتشار این‌گونه اوراق مشارکت و عدم رجوع عموم برای خرید آن‌ها شده است. توضیح مطلب این است که در لایحه قانونی اصلاح قسمتی از قانون تجارت ۱۳۴۷، تعویض اوراق قرضه، در صورت تمایل صاحب ورقه، موجب سهامدار شدن او در شرکت می‌شد، همان‌طور که در تبدیل اوراق قرضه به سهام مصداق داشت و فعلاً در مورد تبدیل اوراق مشارکت به سهام مصداق دارد. قانونگذار فعلی راه‌حل عجیبی پیش‌بینی کرده که معلوم نیست چگونه قابل اعمال است. در واقع، به موجب ماده ۲۹ آیین‌نامه اجرایی قانون نحوه انتشار اوراق مشارکت که در اجرای ماده ۶ قانون اخیرالذکر وضع شده است: «اوراق مشارکت ممکن است قابل تعویض با سهام سایر شرکت‌های پذیرفته شده در سازمان بورس اوراق بهادار باشد. در این صورت، ناشر موظف است حداقل به میزان اوراق مشارکت قابل تعویض، موجودی سهام شرکت‌های مذکور را تا سر رسید نهایی اوراق مشارکت نگهداری کند». مفهوم این ماده این

است که برای تحقق امر تعویض اوراق مشارکت با سهام، شرکت ناشر الزامی به افزایش سرمایه خود و نیز صدور سهام جدید برای تعویض با اوراق مشارکت متقاضیان تعویض ندارد. کافی است که شرکت ناشر، سهامی در دیگر شرکت‌های حاضر در بورس داشته باشد. هرگاه صاحب ورقه اراده کرد شرکت ناشر سهام خود را در شرکت‌های حاضر در بورس در مقابل اوراق مشارکت به صاحبان این اوراق منتقل می‌کند. با این کیفیت، صاحب ورقه مشارکت در شرکت ناشر شریک نمی‌شود، بلکه در شرکت‌های دیگری شریک می‌شود که شرکت ناشر در آن صاحب سهم است. مقصود قانونگذار از وضع چنین اوراقی معلوم نیست. اگر در گذشته، اوراق قرضه قابل تعویض با سهام، در کنار اوراق قرضه قابل تبدیل به سهام وجود داشت به سبب آن بود که در فرض اوراق قابل تعویض، شرکت ناشر اطمینان داشت که با انتشار این اوراق، سرمایه‌اش حتماً افزایش پیدا خواهد کرد، زیرا مؤسسه‌ای مالی، به حکم ماده ۶۲ لایحه قانونی اصلاح قسمتی از قانون تجارت ۱۳۴۷، افزایش سرمایه را پذیره‌نویسی می‌کرد، یعنی تضمین می‌کرد که اگر اوراق قرضه منتشرشده توسط عموم خریداری نشوند، او این اوراق را از شرکت ناشر خریداری خواهد کرد و به سهامدار شرکت تبدیل خواهند شد، درحالی‌که معلوم نیست علت وجودی اوراق مشارکت قابل تعویض واقعاً چیست!

### ۳- ماهیت حقوقی رابطه ناشی از انتشار اوراق مشارکت

با انتشار اوراق مشارکت توسط ناشر و خرید این اوراق توسط متقاضیان خرید، بین ناشر و خریدار رابطه‌ای ایجاد می‌شود که ماهیت حقوقی آن مورد مناقشه است. هدف از این بخش، قیاس این رابطه با عقود و قراردادهای مشابه است تا از این طریق ماهیت حقوقی این رابطه روشن شود.

۳-۱- مقایسه رابطه موضوع ورقه مشارکت با عقد قرض: همان‌طور که گفته شد، 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 اداره 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 آن‌که حقوق دارندگان اوراق مشارکت که متعاقباً اوراق 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:

اولاً 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 علی‌الحساب و بخشی از آن در پایان طرح به طور قطعی پرداخت می‌شود. ثانیاً برخلاف صاحب ورقه قرضه،<sup>۱</sup> 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 آن‌که 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 ناشر را پیش‌بینی کرده است که بعداً به آن خواهیم پرداخت.

۱. از آن‌جا که ورقه قرضه در قبال قرضی که صاحب آن به ناشر می‌دهد صادر می‌گردد، مبلغی که صاحب ورقه در قبال دریافت ورقه به ناشر می‌دهد به او تملیک می‌شود، چیزی که با ماده ۶۴۸ قانون مدنی منطبق است.



۲-۳- مقایسه رابطه موضوع ورقه مشارکت با عقد 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 [۲، ص ۲۹۵ و ۳۰۲]. 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 سهیم کند. در عقد مضاربه نیز مالک پولی در اختیار مضارب قرار می‌دهد که مضارب در تجارتی 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 همین‌جا 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 [۳، ش ۵۶]، درحالی‌که 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 سهم‌الشرکه ناشر در هر طرح (اعم از آورده نقدی و غیر نقدی) و میزان (سقف فردی) اوراق مشارکت قابل انتشار... با رعایت وضعیت مالی و اعتباری ناشر توسط بانک مرکزی تعیین می‌شود». این ماده به‌خوبی 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)،<sup>۱</sup> درحالی که همان طور که ماده بیان می کند سهم‌الشرکه 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 تجاری شناخته می شود، درحالی که موضوع طرح مشارکت می تواند عملی غیرتجاری 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 غیرتجاری 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.

**۳-۳- مقایسه رابطه صاحب ورقه مشارکت و ناشر با شرکت:** رابطه ناشی از ورقه مشارکت با دو نوع شرکت قابل مقایسه به نظر می رسد: شرکت تضامنی و شرکت مدنی.

**۳-۳-۱- مقایسه با شرکت تضامنی:** همان طور که گفتیم با خرید ورقه مشارکت توسط سرمایه گذار، آورده او و ناشر با یکدیگر جمع و سرمایه لازم برای انجام طرح موضوع مشارکت فراهم می شود. موضوع مشارکت می تواند عملی مدنی (ساختن سد و راه و امثال آن) یا تجاری (مانند ساخت کارخانه به منظور تولید) باشد. اگر موضوع طرح از عملیات نوع اخیر باشد، مشارکت جنبه تجاری دارد، اما آیا این مشارکت به ایجاد یک شرکت تضامنی نمی انجامد؟ همان طور که می دانیم ماده ۲۲۰ قانون تجارت، هر شرکتی را که موضوع فعالیت آن امور تجاری باشد، لکن خود را به صورت یکی از شرکت های موضوع قانون تجارت در نیارد و طبق مقررات حاکم بر آن عمل نکند شرکت تضامنی تلقی کرده است. درخصوص این که چنین شرکتی دارای شخصیت حقوقی است یا خیر اختلاف نظر وجود دارد. بعضی نویسندگان آن را فاقد شخصیت حقوقی می دانند [۴، ص ۳۹] و بعضی برای آن شخصیت حقوقی می شناسند [۳،

۱. البته در این که ارز خارجی وجه نقد است یا خیر میان نویسندگان حقوقی، اختلاف شده است. بعضی آن را در حکم کالا و بعضی در حکم وجه نقد دانسته اند. رویه قضایی ایران نظر دوم را پذیرفته است [۳، ش ۶۱].

ص ۱۹ و ۵، ص ۱۶۸] که نظر ما نیز همین است؛ ولی نظر هر چه باشد در این‌که شرکای شرکت‌های موضوع ماده ۲۲۰ قانون تجارت در قبال پرداخت بدهی شرکت مسؤلیت تضامنی دارند، با توجه به صراحت ماده اخیر مورد اشاره، نمی‌توان تردید کرد. آنچه باید مورد بحث قرار گیرد این است که آیا شریک صاحب ورقه مشارکت و شریک ناشر، در ارتباط با بدهی‌های ناشی از طرح - بر فرض که این بدهی‌ها از بدهی‌های دیگر ناشر قابل تفکیک باشند - مسؤلیت تضامنی دارند یا هر یک به نسبت سرمایه در تقسیم بدهی‌ها شریکند.

مطالعه قانون نحوه انتشار اوراق مشارکت و آیین‌نامه اجرایی آن نشان می‌دهد که هیچ‌یک از این متون برای شرکای طرح موضوع مشارکت، مسؤلیت تضامنی قرار نداده‌اند. این راه‌حل منطقی است، زیرا درحالی‌که صاحب ورقه سهم هیچ‌گونه دخالتی در امور اجرایی طرح ندارد و فقط در سرمایه آن شریک است، چگونه می‌توان برای او قائل به وجود مسؤلیت تضامنی شد؟ تدقیق در مفاد قانون نحوه انتشار اوراق مشارکت و آیین‌نامه اجرایی آن، ما را بیش‌تر به سمت وجود مشارکت مدنی سوق می‌دهد تا شرکت تضامنی.

۳-۲-۳ - **مقایسه با شرکت مدنی:** همان‌طور که می‌دانیم برای این‌که شرکتی وجود داشته باشد باید مالکین متعدد در شیء واحد (مال‌الشركة) به نحو اشاعه مالک باشند (ماده ۵۷۱ ق.م). از طرفی در عقد شرکت، شرکا به نسبت سهم خود در نفع و ضرر سهیم هستند (ماده ۵۷۵ ق.م). لازمه این‌که رابطه بین ناشر و صاحب ورقه مشارکت، شرکت مدنی تلقی شود این است که بررسی شود آیا در بحث اوراق مشارکت بین ناشر و صاحب ورقه، مالکیت مشاع برقرار می‌شود یا خیر؟ و آیا طرفین ورقه مشارکت در سود و زیان طرح سهیمند یا خیر؟

۳-۲-۱ - **مالکیت مشاع ناشر و صاحب ورقه نسبت به اموال طرح:** گفتیم در عقد شرکت، هر یک از شرکا آورده‌ای در میان می‌گذارد که با جمع آورده‌های شریک یا شرکای دیگر، مال مشاع را تشکیل می‌دهد. پس اگر در رابطه بین صاحبان اوراق مشارکت و ناشر، مالکیت مشاعی وجود نداشته باشد، شرکتی هم وجود ندارد. سؤالی که مطرح می‌شود این است که آیا می‌توان در فرضی که طرح ناشر انحصاراً از حاصل فروش اوراق مشارکت منتشر شده او جمع‌آوری می‌شود، صحبت از اوراق مشارکت کرد؟ آیا ناشر می‌تواند طرحی را بدون

آوردن حصه شخصی از طریق انتشار اوراق مشارکت اجرا کند؟  
به نظر یکی از مؤلفین: «از ظاهر امر به نظر می‌رسد که خریدار اوراق مشارکت در آن واحد اقتصادی شریک شده است و نسبت به سهم خود در سود و زیان حاصله شریک خواهد شد، ولی قانونگذار این تلقی از اوراق مشارکت را منتفی دانسته و خریدار اوراق مشارکت را تنها در سود حاصله شریک محسوب کرده است... در هیچ جای قانون نحوه انتشار اوراق مشارکت و آیین‌نامه اجرایی‌اش بیان نشده است که دارندگان اوراق مشارکت در اموال و دارایی‌های واحد اقتصادی شریک هستند، بلکه به‌صراحت ماده ۲ قانون و ماده ۲ آیین‌نامه اجرایی بیان شده که دارندگان اوراق مشارکت تنها در سود یا نتیجه مالی حاصله مشارکت دارند» [۶، ص ۱ و ۲، ص ۸۰-۸۱].

از عبارت نویسنده چنین استنباط می‌شود که بین ناشر و صاحبان اوراق مشارکت، نه مالکیت مشاع ایجاد می‌شود و نه حتی برای انتشار اوراق مشارکت لازم است مالکیت مشاعی ایجاد گردد. طرفین تنها در سود حاصل از طرح شریکند. به عقیده ما این نظر قابل دفاع نیست. در واقع، 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. ثانیاً ماده ۳ آیین‌نامه اجرایی قانون مقرر می‌کند که: «هر ورقه مشارکت نشان‌دهنده قدرالسهم دارنده آن در مشارکت است». از این ماده نیز به‌خوبی معلوم می‌شود که صاحب ورقه، به نسبت مبلغ اسمی هر ورقه در سرمایه طرح مالکیت پیدا می‌کند؛ چیزی که به مالکیت مشاع صاحب ورقه و ناشر در اموال طرح منتهی می‌شود.

همین مالکیت مشاع موجب شده تا ماده ۳ آیین‌نامه مقرر کند: «با فروش اوراق مشارکت، رابطه وکیل و موکل بین ناشر و خریدار اوراق محقق می‌شود» و اضافه می‌کند که «ناشر به وکالت از طرف خریداران اوراق می‌تواند 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 آنجا که هیچ‌یک از مالکین مال مشاع نمی‌تواند بدون اذن دیگران در مال مشاع تصرف کند (ماده ۵۸۱ ق.م) ناشر نمی‌تواند بدون اذن صاحبان اوراق در اداره اموال مشاع سمتی داشته

باشد. این است که آیین‌نامه 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 ما، با انتشار اوراق مشارکت توسط ناشر و خرید این اوراق توسط اشخاص، صاحبان ورقه و ناشر، در اموال جمع‌شده برای اجرای طرح، مالکیت مشاع پیدا می‌کنند که یکی از شرایط وجود عقد شرکت است. اما آیا وجود مالکیت مشاع برای این‌که رابطه میان طرفین مشارکت، شرکت تلقی شود کافی است یا وجود شرکت موکول به این است که طرفین در سود و زیان شریک باشند؟

۳-۲-۲- شرکت صاحب ورقه در سود و زیان ناشی از اجرای طرح: هم قانون نحوه انتشار اوراق مشارکت و هم آیین‌نامه آن صراحتاً قید کرده‌اند که دارندگان این اوراق به نسبت قیمت اسمی در سود حاصل از اجرای طرح مورد مشارکت سهم خواهند بود (ماده ۲ قانون و ماده ۲ آیین‌نامه اجرایی).<sup>۱</sup> متون قانونی و آیین‌نامه‌های دیگری نیز همین امر را پیش‌بینی کرده‌اند؛<sup>۲</sup> اما هیچ‌یک از این متون به تحمل ضرر به نسبت سرمایه اشاره‌ای ندارند. همین عدم ذکر سهم شدن در زیان این سؤال را در ذهن ایجاد می‌کند که آیا می‌توان رابطه ایجاد شده بین ناشر و خریدار ورقه مشارکت را عقد شرکت تلقی کرد یا خیر؟

در پاسخ به سؤال اخیر باید گفت: مسلم است که اگر در عقدی که متضمن مزج و اختلاط اموال (در این‌جا امتزاج آورده‌های صاحب ورقه و ناشر) است سهم شدن در زیان، مقصود طرفین نباشد عقد شرکت وجود ندارد. در حقوق فرانسه این قاعده در مواد ۱۸۳۲ و ۱۸۴۴-۱ قانون مدنی ذکر شده که قرارداد شرکت، متضمن سهم شدن در زیان است و رویه قضایی نیز این قاعده را اعمال کرده است [۷]. مؤلفان حقوق مدنی ایران نیز در تعریف قرارداد شرکت بر این نکته تأکید می‌کنند که شرکا به تناسب سهم خود در مال مشاع در زیان شرکت می‌کنند [۳، ص ۸]. این معنا از ماده ۵۷۸ قانون مدنی نیز به‌وضوح استنتاج می‌شود. بنابراین،

۱. قانون نحوه انتشار اوراق مشارکت صحبت از سهم شدن در «سود» حاصل از طرح می‌کند، در حالی‌که آیین‌نامه صحبت از سهم شدن در «نتیجه مالی» حاصل از اجرای طرح، که هر دو به یک معنا است.

۲. ماده ۵ آیین‌نامه اجرایی ماده ۱۷ قانون تنظیم بخشی از مقررات تسهیل نوسازی صنایع کشور و اصلاح ماده ۱۱۳ قانون برنامه سوم توسعه.



لازمه عقد شرکت، شرکت در زیان است، هر چند میزان این زیان برای شرکا می‌تواند به گونه‌ای توافق معین شود؛ لکن برای آن‌که عقدی شرکت باشد لازم نیست که شرکا حتماً در آن ذکر کنند که در زیان وارد نیز سهم خواهند بود، زیرا این امر نتیجه طبیعی عقد شرکت است. این است که در عمل در قراردادهای مشارکت یا در اساسنامه‌های شرکت‌های تجاری تقریباً هیچ‌گاه دیده نمی‌شود که شرکت شرکا در زیان ذکر شود. اگر در تعریف اوراق مشارکت اشاره‌ای به زیان نشده است، بدان معنا نیست که مشارکت بین ناشر و صاحب ورقه از مصادیق عقد شرکت نیست.

اما همان‌طور که می‌دانیم در عمل، خریداران اوراق مشارکت انتظار ندارند که در زیان 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. مثلاً تبصره ۸۵ قانون برنامه پنج‌ساله دوم اقتصادی در مورد اوراق مشارکتی که وزارت مسکن مجاز شده بود برای تجهیز سرمایه در بخش مسکن از طریق بانک مسکن انتشار دهد، پیش‌بینی کرده بود که «وزارت امور اقتصادی و دارایی به نمایندگی از جانب دولت بازخرید اوراق مزبور و سود متعلقه را تضمین خواهد کرد». ماده ۳ قانون نحوه انتشار اوراق مشارکت، به طور کلی‌تری تضمین بازپرداخت اصل و سود علی‌الحساب و سود تحقق یافته اوراق مشارکت دولت را توسط وزارت امور اقتصادی پیش‌بینی کرده است. این تضمین، از آن‌جا 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 بر طبق ماده ۵ قانون اخیرالذکر، بازپرداخت اصل و سود متعلق را در سر رسیدهای مقرر در اوراق مذکور تعهد و تضمین کند.

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. 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، هر چند می‌توان در سهم هریک از آن‌ها در این رابطه تعدیل ایجاد کرد.

اما آیا تضمین سرمایه‌گذاری صاحب اوراق مشارکت توسط ناشر انجام می‌شود؟ تلقی بعضی مؤلفان این است که تضمین سود از جانب خود ناشر صورت می‌گیرد [۶، ص ۸۶]. اگر چنین باشد، باید رابطه میان ناشر و صاحب ورقه مشارکت را عقد شرکت ندانیم و این نتیجه‌ای است که همین مؤلفان به آن رسیده‌اند [۶، ص ۹۰]: اما آیا واقعاً چنین است؟

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 سر رسیدهای مقرر در اوراق مذکور تعهد و تضمین نمایند» قید نکرده است که راهکار این تضمین چگونه خواهد بود. اما راهکار این تضمین را ماده ۱۵ آیین‌نامه اجرایی معین کرده است. به موجب این ماده: «ناشر موظف است بازپرداخت اصل و سود متعلق را در سر رسیدهای 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». همان‌طور 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 وثائقی در اختیار عامل قرار می‌دهد. به‌واقع، 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 مسئولیت بیمه‌گذار توسط بیمه‌گر دارد. همان‌طور 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 علی‌الحساب در سررسیدهای خاص قرار بوده است به او پرداخت شود دریافت خواهد کرد. رویه قضایی فرانسه که همواره شرط معافیت یک یا چند شریک را از تحمل زیان محکوم کرده است،<sup>۱</sup> این نکته را پذیرفته که هر شخص ثالث می‌تواند عدم تحمل زیان توسط یکی از شرکا و جبران زیان او را تعهد کند. رویه قضایی این مسأله را در مورد بیمه ضرر و زیان یکی از شرکا، حتی در فرضی پذیرفته که اگرچه قرارداد بیمه بین شریک بیمه شده و شرکت بیمه‌گر منعقد شده، لکن حق بیمه‌های مربوط را شریک دیگر می‌پرداخته است [۸، ص ۶۱].

#### ۴- نتیجه‌گیری

تدقیق در مقررات حاکم بر اوراق مشارکت نشان می‌دهد که رابطه میان ناشر و صاحبان ورقه، ماهیت عقد شرکت را دارد، نه مضاربه و قرض و امثال آن، زیرا اموال ناشر و اموال (وجوه) صاحبان اوراق مشارکت در طرح موضوع مشارکت ممزوج می‌شوند و مالکیت مشاع بر آن‌ها برقرار می‌گردد.

با وجود این، لازمه عقد شرکت تلقی کردن رابطه میان ناشر و صاحبان اوراق مشارکت این است که طرفین در سود و زیان شرکت سهیم باشند. ماده ۵۷۵ قانون مدنی این نکته را به طور

۱. برای ملاحظه آرای متعددی که در این زمینه صادر شده است ر.ک: [۸، ص ۶۱].



صریح بیان کرده است؛ اما از آنجا که مشارکت موضوع اوراق مورد بحث باید به گونه‌ای ترتیب داده شود که صاحبان اوراق نه تنها در معرض خطر از دست دادن سرمایه خود قرار نگیرند، بلکه سودی نیز به دست آورند، قانونگذار راهکاری تحت عنوان «تضمین سرمایه و سود» صاحب ورقه پیش‌بینی کرده است. این تضمین، در مورد اوراقی که توسط سازمان‌های دولتی منتشر می‌گردد توسط وزارت امور اقتصادی و دارایی به عهده گرفته می‌شود، و آنجا که ناشر غیر دولتی است توسط ناشر. در تضمین سرمایه و سود توسط وزارت دارایی اشکالی دیده نشده است، زیرا وزارت دارایی را می‌توان به نسبت ناشر دولتی، شخص ثالثی تلقی کرد که حسن انجام مشارکت موضوع اوراق را به نفع صاحبان این اوراق تعهد می‌کند، اما در صحت تضمین ناشر می‌توان تردید کرد. در واقع، اگر تضمین سرمایه و سود صاحب اوراق را خود ناشر به عهده بگیرد، این امر به منزله شرط عدم زیان، حتی با وجود زیان‌دهی طرح به نفع صاحب ورقه (یکی از شرکا) و توسط شریک دیگر است که با ذات عقد شرکت تعارض دارد؛ اما اگر تضمین را شخص ثالثی به عهده بگیرد، اشکالی بر عقد شرکت میان ناشر و صاحبان اوراق وارد نمی‌آید.

قانونگذار با استفاده از راهکار «تضمین توسط عامل»، چه در قانون نحوه انتشار اوراق مشارکت، البته به نحوی غیر شفاف (ماده ۵) و چه در آیین‌نامه اجرایی آن و به نحوی شفاف (ماده ۱۵) همین ترتیب دوم را پیش‌بینی کرده است. این ترتیب، یعنی تضمین سرمایه‌گذاری صاحب ورقه مشارکت توسط عامل، امری کاملاً مجاز است و به عقد شرکت میان ناشر و صاحب ورقه مشارکت لطمه‌ای نمی‌زند، هرچند که در نهایت، چنانچه به سبب ضرردهی طرح، عامل ناچار به جبران زیان و پرداخت سود (علی‌الحساب) به صاحبان اوراق شده باشد، براساس توافق بین او و ناشر، حق رجوع به شخص اخیر را دارد. بدین ترتیب، قانونگذار ایران که در تأسیس حقوقی اوراق مشارکت و استفاده از آن‌ها به جای اوراق قرضه ابداع به خرج داده، از کار خود موفق بیرون آمده است.

## ۵- منابع

[۱] اسکینی، ربیعا، حقوق تجارت، شرکت‌های تجاری، ج ۲، چ ۱۰، تهران، سمت، ۱۳۸۷.



- [۲] پاسبان، محمد، حقوق شرکت‌های تجاری، چ ۱، تهران، سمت، ۱۳۸۵.
- [۳] کاتوزیان، ناصر، حقوق مدنی، مشارکت‌ها - صلح، چ ۴، تهران، گنج دانش، ۱۳۷۶.
- [۴] عیسی تفرشی، محمد، «مفهوم و قلمرو ماده ۲۲۰ قانون تجارت ۱۳۱۱»، مجله مدرس، بهار ۱۳۷۹، ش ۱.
- [۵] ستوده تهرانی، حسن، حقوق تجارت، ج ۱، چ ۱، تهران، نشر دادگستر، ۱۳۷۴.
- [۶] شیروی، عبدالحسین، «اوراق مشارکت، برداشتی نو از مفهوم سنتی مشارکت»، مجله دانشکده علوم انسانی دانشگاه تبریز، ۱۳۸۱، ش ۱ و ۲.
- [7] hartier, Yves, 'note sous Com. 17 mai 1983', *D.*, 1985.
- [8] Didier, Paul, *Droit commercial*, t.2, ed. PUF, 1993.