

ماهیت و کارکرد گواهی شراکت تامین مالی جمعی فرابورس با تاکید بر تمایز آن از اوراق بهادار مشابه

علی اسدیان فریور

دکتری حقوق خصوصی، دانشکده حقوق، دانشکدگان فارابی، دانشگاه تهران، قم، ایران.

ali.farivar@ut.ac.ir

چکیده

قرارداد تامین مالی جمعی مبتنی بر جذب نقدینگی از سوی عموم مردم و از طریق وبگاه یک واسطه حرفه ای (عامل) است و به دلیل دغدغه دولت ها برای کمک به کسب و کارهای کوچک و متوسط برای دسترسی عادلانه و دموکراتیک به این شیوه تامین مالی و نیز حفظ نظم عمومی اقتصادی، در ایران، اتحادیه اروپا و آمریکا مقررات تنظیم گری مفصلی از سوی نهادهای تنظیم گر حاکمیتی مورد تصویب قرار گرفته است. در دو نوع تجاری تامین مالی جمعی یعنی مدل وام و نیز سهام، اوراق قرضه و سهام صادر می شود. در ایران به دلیل منع شرعی و قانونی در خصوص اخذ ربا، صدور اوراق قرضه ممکن نیست و نسبت به امکان تامین مالی جمعی مبتنی بر سهام نیز، مقررات نهاد تنظیم گر ایران، عملاً آن را مجاز ندانسته و صرفاً تامین مالی جمعی در قالب مشارکت در سود و زیان را ممکن دانسته است. در مقررات نهاد تنظیم گر ایرانی، از الزام به صدور اوراقی به نام اوراق گواهی شراکت تامین مالی جمع سخن به میان آمده که در خصوص ماهیت آن تفسیرهای ناصوابی صورت گرفته است چرا که اصرار بر توصیف آن با نهادهای سنتی شده و پذیرش قرارداد تامین مالی جمعی به عنوان یک عقد مستحدث و به تبع آن تحلیل ماهیت واقعی این اوراق به حاشیه رفته است. علیرغم اینکه گواهی شراکت تامین مالی جمعی جزو اوراق بهادار است ولی قابل انطباق با اوراق بهادار سرمایه ای و بدهی و نیز اوراق بهادار اسلامی (صکوک) نیست و ماهیت و آثار خاص خودش را دارد.

کلید واژه ها: گواهی شراکت، تامین مالی جمعی، فرابورس، ورقه بهادار، صکوک

مقدمه

تامین مالی ارزان، در دسترس و با تشریفات حداقلی، دغدغه همیشگی شرکت های تجاری به ویژه شرکت های نوظهور، کوچک و دانش بنیان است. اما شیوه های سنتی تامین مالی مانند سیستم بانکی، فرشتگان سرمایه گذاری و سرمایه گذاری پرخطر، شیوه هایی گران، غیر دموکراتیک و حتی غیرشفاف هستند که ممکن است در مواردی کنترل شرکت سرمایه پذیر هم در اختیار تامین کننده قرار بگیرد و عملاً ناهماهنگی در اداره شرکت را موجب خواهد شد، ضمن اینکه شرکت های نوظهور و کوچک به دلیل رتبه اعتباری پایین و پر ریسک بودن سرمایه گذاری در آن ها، مورد توجه و مطلوب بیشتر سرمایه گذاران نهادی (مانند بانک) نخواهند بود. این پیشینه و نیز بحران مالی سال ۲۰۰۸ موجب شد تامین مالی تجاری و سرمایه گذاری، از سوی عموم مردم و از طریق اینترنت و با تشریفات و هزینه های کمتر، مورد توجه قرار بگیرد. تنظیم گری این شیوه تامین مالی، از کشور آمریکا و با تصویب قانون جابز و نیز متعاقباً تصویب مقررات مفصلی از سوی کمیسیون بورس اوراق بهادار این کشور آغاز و مورد اقتباس سایر کشورها قرار گرفت. مقرر مفصلی هم در سال ۲۰۲۰ در سطح اتحادیه اروپا به تصویب رسید. در ایران از سال ۱۳۹۷، دستورالعمل تامین مالی جمعی از سوی شورای عالی بورس و اوراق بهادار تصویب و ابلاغیه های متعددی هم از سوی کارگروه ارزیابی فرابورس منتشر گردید و تاکنون نزدیک به ۸۰ سکوی تامین مالی (عامل) با مجوز از شرکت فرابورس ایران، در حال فعالیت هستند.

گواهی شراکت تامین مالی جمعی حسب بند ۱۰ ماده ۱ دستورالعمل تامین مالی جمعی، ورقه بهاداری می باشد که به شکل الکترونیکی منتشر شده و از ثبت نزد سازمان بورس معاف خواهد بود. مطابق بند ۲۴ ماده ۱ قانون بازار اوراق بهادار مصوب ۱۳۸۴، ورقه بهادار هر نوع ورقه یا مستندی است دربردارنده حقوق مالی قابل نقل و انتقال برای مالک عین و یا منفعت آن باشد. گفته شده منظور از مستند، اوراقی است که درمقابل ورقه کاغذی قرار داشته و جنبه الکترونیکی دارد (باقری و شوشی نسب، ۱۳۹۴، ص ۸۳) ولی این تفکیک چندان قاطع نیست و ورقه اعم از ورقه فیزیکی یا الکترونیکی است.

ماده ۸ دستورالعمل هم در مورد انتقال گواهی شراکت مقرر داشته انتقال این گواهی، بر اساس رویه ای است که پس به پیشنهاد فرابورس، و با تصویب سازمان بورس خواهد بود. دستورالعمل اجرایی نحوه انتقال گواهی شراکت در تأمین مالی جمعی در تاریخ ۱۳۹۸/۰۱/۲۸ به تصویب هیئت مدیره سازمان بورس و اوراق بهادار رسید و مطابق ماده ۳ آن پس از آنکه نهاد مالی کفایت مبالغ جمع آوری شده را تایید نمود و تمام یا قسمتی از مبلغ به سرمایه پذیر پرداخت شد به میزان مشارکت هر سرمایه گذار، گواهی شراکت صادر شد، این گواهی از طریق سامانه جامع تامین مالی جمعی فرابورس قابلیت معامله خواهد داشت. ولی علیرغم سپری شدن چند سال از تصویب این دستورالعمل و گسترش روزافزون تعداد سکوهای تامین مالی در کشور، تاکنون بازار ثانویه جهت امکان فروش و انتقال گواهی شراکت فراهم نشده و این عدم امکان نقدشوندگی تا پایان زمان طرح سرمایه گذاری، عاملی منفی در جذب سرمایه گذار خواهد بود. قابلیت نقل و انتقال از خصوصیات اصلی ورقه بهادار است (سلطانی، ۱۳۹۳، ص. ۶۴) و همانطور که گفته شده به اوراق بهادار، حقوق چرخنده^۱ اطلاق شده چرا که مال عینی نبوده و اموالی هستند که ایجادشان به منظور جریان آن ها در بازارهای نقدشونده است (باقری و شوشی نسب، ۱۳۹۴، ص. ۲۲۳) و این عدم قابلیت نقل و

¹ - Circulating Rights

انتقال و بالتبع عدم نقدشوندگی گواهی شراکت به عنوان یک ورقه بهادار، برخلاف یکی از فلسفه های ایجاد آن است.

صدور گواهی شراکت برای هر طرح الزامی بوده ولی در خصوص ماهیت آن ابهام های جدی مطرح است و در صورت راه اندازی بازار ثانویه، این ابهام ها بیشتر هم خواهد شد. حقوقدانان در توصیف ماهیت و کارکرد این گواهی با نگاه به اوراق مالی مشابه که انطباقی با این گواهی ندارند، تفسیرهای ناصواب و به دور از کارکرد این گواهی ابراز نموده اند که در خصوص نسبت این گواهی با اوراق مالی مشابه مقایسه می نمائیم با این هدف که نشان دهیم این گواهی یک ورقه بهادار خاص و جدید است که ماهیت و بالتبع آثار متفاوتی هم دارد.

۱-مقایسه با اوراق بهادار سرمایه ای و بدهی

هرچند اوراق بهادار تحت دو دسته کلی اوراق بهادار بدهی^۲ و اوراق بهادار سرمایه ای (سهام)^۳ تقسیم شده اند و در اوراق سرمایه ای، سرمایه گذاران مالکیت دارایی پایه را به دست می آورند که سهام، مصداق بارز این اوراق است ولی در اوراق بدهی، ناشر اوراق، بازپرداخت اصل مبلغ اوراق و سودهای متعلقه را تعهد میکند و رابطه پایه میان طرفین، رابطه طلبکار و بدهکار است از طرفی هم، رایج ترین اوراق بهادار بدهی هم اوراق قرضه^۴ است (سلطانی و ذالفقاری، ۱۳۹۷، ص. ۷۹؛ شوشی نسب، ۱۳۹۴، ص. ۱۳۴). اوراق بهادار بدهی این مزیت را دارد که دارنده ورقه، در مالکیت و اداره شرکت نقشی ندارد مگر در خصوص اوراق قرضه قابل تبدیل به سهام^۵، که در آن طلبکار شرکت، تبدیل به سهامدار می شود (Guttermann, 2024, p.20).

بنابراین اوراق بهادار بدهی، حاکی از وجود یک رابطه دینی با شرط پرداخت اضافه است و اوراق بهادار سرمایه ای نشانگر وجود سهم در یک شرکت است و تعبیر مالکیت سهامدار با تسامح است چرا که سهامدار هیچ مالکیتی نسبت به اموال شرکت ندارد و صرفا دارای یک حق احتمالی در دریافت سود قابل تقسیم است.

تامین مالی جمعی با توجه به هدف از جذب سرمایه، تحت دو عنوان کلی تامین مالی غیرمالی^۶ (شامل تامین مالی جمعی مبتنی بر اهدا و یا پاداش) و سرمایه گذاری و مالی^۷ (شامل تامین مالی جمعی مبتنی بر بدهی و یا سهام) قابل تقسیم می باشد (Kleiner, 2021, pp. 52-53)، که در دو مدل وام و سهام، بررسی اوراق صادره از حیث بدهی و سرمایه ای برای تطبیق با گواهی شراکت تامین مالی جمعی فرابورس، ضرورت دارد.

در تامین مالی جمعی وام، اوراقی که صادر می گردد حاکی از رابطه طلب است و به عنوان یک روش غیر مستقیم سرمایه گذاری، ماهیتی جز وام^۸ با دریافت مبلغی پول به عنوان بهره^۹ ندارد (Kleiner, 2021, pp. 62-63; Cattelan and Neumann, 2022, p. 27; Brinkmann and Rasmussen, 2022, p.60; Wang, 2023, p. 261) و حتی ماده ۲ مقرر شماره ۱۵۰۳ سال ۲۰۲۰ اتحادیه اروپا در خصوص این نوع تامین مالی جمعی، اشاره به یک تعهد بی قید و

² -Debt Securities (Debt Instruments)

³ -Equity Securities

⁴ -Bonds

⁵ - Convertible debt securities

⁶ -Non-financial crowdfunding

⁷ - Financial crowdfunding

⁸ -Loan

⁹ - Interest; Fixed returns to investors

شرط^{۱۰} برای پرداخت بهره نموده است. در آمریکا، نوع خاصی از تامین مالی جمعی وام^{۱۱} وجود دارد که در آن متناسب با درآمد شرکت سرمایه پذیر از فعالیتش، درصدی از درآمد سرمایه گذار تعلق می گیرد و برخلاف مدل مرسوم تامین مالی وام^{۱۲} مبلغ ثابتی مورد توافق قرار نمی گیرد (Wang, 2023, pp. 261-265)، ولی به لحاظ ماهوی متفاوت از قرارداد تامین مالی جمعی در ایران است چراکه رابطه طرفین، مشارکت در سود و زیان نبوده و مشارکت در درآمد شرکت سرمایه پذیر است.

این تقسیم بندی، در خصوص گواهی شراکت تامین مالی جمعی مصداق ندارد چرا که در مقررات فعلی ایران، تامین مالی خرید سهام ممنوع بوده و صرفا در قالب تامین مالی مشارکتی غیرمستقیم ممکن می باشد و از سویی هم، رابطه سرمایه گذار با سرمایه پذیر در تامین مالی جمعی مورد نظر دستورالعمل تامین مالی جمعی و الزامات بعدی فرابورس، رابطه طلبکار و بدهکار نیست. به دلیل مقررات شرعی در ایران نسبت به منع ربا، نمی توان سرمایه گذار را طلبکار با حق دریافت زیادتی از اصل پول دانست. ممنوعیت بهره در اسلام، به دلیل آن است که مانعی برای دست یافتن به آنچه که اسلام آن را مشخصه اساسی یک نظام عادلانه مالی می داند و آن هم قاعده «الغنم بالغرم»^{۱۳} است که یکی از سنگ بناهای اصلی برای رسیدن هدف نهایی اسلام یعنی عدالت اجتماعی^{۱۴}، است (Rafi and Mirakhor, 2018, p. 73). در ربا با افزایش سرمایه بدون انجام فعالیت اقتصادی و تحمل ریسک مواجهیم و ممنوعیت ربا باعث خواهد شد تا افراد به جای روی آوردن به بهره تضمینی، در فعالیت اقتصادی شرکت کرده و در نفع و ضرر سهیم شوند (شیروی، ۱۳۹۹، ص. ۱۴۲). اساسا برخلاف نظر برخی اقتصاددانان، در اسلام تفاوت ماهوی بین ربا و بهره وجود ندارد و ربا شامل هم بهره ثابت است و هم متغیر چرا که طبق روایات صحیح و معتبر، قرض دهنده صرفا حق دارد تا استرداد اصل مالش را شرط کند و اشتراط هر نوع زیاده (اعم از ثابت یا متغیر)، ربا می باشد (موسویان، ۱۴۰۲، صص. ۱۵۹-۱۵۸).

تامین مالی مبتنی بر خرید سهام، نوعی سرمایه گذاری مستقیم^{۱۵} است که در آن سرمایه پذیر، با خرید سهام شرکت سرمایه پذیر از طریق عامل، به سهامدار تبدیل شده و با داشتن درصدی از مالکیت سهام و حق رای و سایر حقوق ناشی از سهامداری، در اداره و کنترل شرکت سرمایه پذیر دخالت خواهد داشت. تفاوت مهم این شکل از خرید سهام با بازار سهام این است که بدون حضور کارگزار بورس یا بورس اوراق بهادار و به خصوص بی نیاز از طی تشریفات پیچیده و هزینه بر و طولانی برای عرضه اولیه سهام^{۱۶}، صرفا از طریق درگاه اینترنتی عامل، خرید سهام شرکت سرمایه پذیر انجام می شود ضمن اینکه تعهد افشاء^{۱۷} کمتری نسبت به خرید و فروش در بورس اوراق بهادار دارد (رز، ۱۴۰۱، صص. ۳۲-۳۳).

¹⁰ - Unconditional Obligation to repay

¹¹ - Revenue Sharing Note (RSN)

¹² - Term Note

^{۱۳} - در متن کتاب، این قاعده به این شکل آورده شده:

al-ghunm-bi-al-ghurm (skin-in-the-game/no gain without risk)

¹⁴ - Social Justice

¹⁵ - Direct Investment

¹⁶ - Initial Public Offering

¹⁷ - Disclosure obligation

عرضه سهام در قالب تامین مالی جمعی در آمریکا، از ثبت طبق مقررات کمیسیون بورس و اوراق بهادار آمریکا^{۱۸} معاف شده و طبق مقررات کمیسیون مذکور در خصوص تامین مالی جمعی^{۱۹}، تامین مالی دو نوع سهام عادی و ممتاز مجاز می باشد که در سهام عادی، حق دریافت سود و حق رای و تصمیم گیری در خصوص انتخاب مدیران شرکت سرمایه پذیر، معاملات و نیز فروش اموال مهم وجود دارد ولی در صورت واگذاری سهام ممتاز، امتیازاتی مانند حق اخذ سود زودتر از سهامدار عادی، تقدم در دریافت اموال شرکت بعد از عملیات تصفیه شرکت سرمایه پذیر وجود دارد البته سرمایه گذاران غیر حرفه ای^{۲۰} به دلیل نداشتن تخصص برای مذاکره در خصوص برخی شروط کلیدی مانند رقیق نشدن سهام^{۲۱}، امتیازهای زمان تصفیه، حق کسب اطلاع و... ترجیح می دهند تا از سهام عادی استفاده کنند (Wang, 2023, pp. 257-261).

ریسک های مهمی مانند خطر کلاهبرداری، رقیق شدن سهام، رفتار گله ای سرمایه گذار^{۲۲}، ورشکستگی سرمایه پذیر و ریسک عدم نقدشوندگی سهام^{۲۳} در خصوص تامین مالی سهام وجود دارد که همگی ناشی از عدم توازن اطلاعات بوده و از همین رو نهادهای حاکمیتی که وظیفه تنظیم گری بازار تامین مالی جمعی را دارند مقررات مختلفی در این خصوص وضع کرده اند (Lee, 2019, pp. 288-293). شاید همین ریسک های مهم مدل سهام و احتمال زیان های جبران ناپذیر سرمایه گذاران غیر حرفه ای، باعث شد تا این از شکل تامین مالی جمعی در ایران، مورد تنظیم گری قرار نگیرد.

مطابق دستورالعمل تامین مالی جمعی، قرارداد تامین مالی جمعی در عین حال که مشارکت در سود و زیان طرح سرمایه گذاری می باشد، ولی نه مالکیتی برای سرمایه گذار نسبت به سهام شرکت سرمایه پذیر ایجاد می کند و نه نرخ ثابتی پول به عنوان بهره اصل پولی که به عنوان اصل سرمایه جمع آوری شده است. از سویی در هر فرضی که موضوع طرح سرمایه گذاری خرید و یا تولید محصولی مانند ماشین آلات، لوازم خانگی و... باشد هم سرمایه گذاران هیچ مالکیتی نسبت به اجناس تولیدی و یا خریداری شده ندارند.

علیرغم این که ماهیت این گواهی قابل انطباق با اوراق بهادار سرمایه ای و یا بدهی نیست برخی به استناد ماده ۲ دستورالعمل که سرمایه گذار، نقش مشارکت کننده در طرح را دارد، گواهی شراکت را از انواع اوراق مشارکت سرمایه ای (سهام) تلقی کرده اند و معتقدند همین مشارکت در ریسک نشان می دهد که این گواهی، ماهیت بدهی ندارد و حتی به صراحت گفته اند که هرچند مفهوم سهام تنها در شرکتهای سهامی عام موضوعیت دارد، ولی پروژه های موضوع تامین مالی جمعی، عمدتاً خارج از قالب شرکتهای سهامی عام هستند ولی سهام در شرکت سهامی خاص هم مصداق دارد (شهیدی و کیوانی، ۱۴۰۱، ص. ۱۰۰). چنین نظراتی به دور از ماهیت و کارکرد این گواهی است به ویژه که اساساً هیچ مالکیتی برای سرمایه گذار نسبت به درصدی از سهام شرکت سرمایه پذیر و یا مالکیت کالاهای مورد خریداری و یا تولید شده وجود ندارد و به این موضوع توجهی نشده که تقسیم بندی اوراق به بدهی و سرمایه ای

¹⁸ -Securities and Exchange Commission (SEC)

¹⁹ -Regulation Crowdfunding (CF)

²⁰ -Unsophisticated Investors

²¹ - Anti Dilution

²² -Risk of Herding

²³ - Risk of Illiquidity

صرفاً یک تقسیم بندی و برای سهولت در بررسی و مطالعه است و نمی توان این تقسیم را یک قاعده مطلق و ابدی دانست و جامع تمام اوراق بهادار که الزاماً داخل در یکی از این دو دسته قرار بگیرند. ضمن اینکه باید توجه کرد که اصولاً اوراق بهادار سرمایه ای، اوراقی بدون تاریخ پرداخت هستند و ممکن است اصل مبلغ سرمایه گذاری هم از بین برود (Guttermann, 2024, p.3)، ولی در گواهی شراکت تامین مالی جمعی با زمانی به طور معمول یکساله مواجهیم و در عین حال مطابق ماده ۸ ابلاغیه شماره ۶ کارگروه ارزیابی، تضمین اصل سرمایه مجاز اعلام شده ولی تضمین سود پیش بینی شده، ممنوع است^{۲۴} که این موضوع هم نشان می دهد گواهی شراکت تامین مالی جمعی، نسبتی با سهم ندارد چرا که در سهم اساساً تضمین اصل مبلغ سهم، بی معناست.

ضمن اینکه اشاره به وجود سهم در شرکت سهامی خاص هم کمکی به تقویت استدلال این نظر نمی کند به ویژه که به این مهم توجهی نشده که در شرکت سهامی خاص، سهام قابلیت عرضه به عموم را ندارد مگر اینکه تبدیل به شرکت سهامی عام شود که در همین راستا ماده ۲۱ لایحه قانونی اصلاح قسمتی از قانون تجارت مصوب ۱۳۴۷ مقرر داشته: «شرکتهای سهامی خاص نمی توانند سهام خود را برای پذیره نویسی یا فروش در بورس اوراق بهادار یا توسط بانکها عرضه نمایند و یا به انتشار آگهی و اطلاعیه و یا هر نوع اقدام تبلیغاتی برای فروش سهام خود مبادرت کنند مگر اینکه از مقررات مربوط به شرکتهای سهامی عام بنحوی که در این قانون مذکور است تبعیت نمایند.» حتی با توجه به مفهوم مخالف ماده ۴۱ و نیز رای وحدت رویه شماره ۸۵۶ مورخ ۱۴۰۳/۱۰/۴^{۲۵} نقل و انتقال سهام شرکت سهامی خاص با محدودیت های بیشتری هم ممکن است مواجه شود.

اساساً تلقی این گواهی به عنوان یک ورقه بهادار سرمایه ای (سهم) موجب شده تا برخی در ادامه تحلیل خود، به ماهیت سهم در شرکت سهامی بپردازند و نتیجه گرفته اند که ماهیت سهم، طلب نیست و نوعی مالکیت مشاع نسبت به بنگاه اقتصادی بدانند (شهیدی و کیوانی، ۱۴۰۱، ص. ۱۰۲) که این نتیجه گیری بی ارتباط به ماهیت سهم ناشی از این است که اساساً سهامدار یک شرکت سهامی نسبت به اموال شرکت، حق دینی و نیز حق عینی ندارد بلکه

^{۲۴} - ماده ۸: تضمین و تعیین سود به هر شکلی از جمله اشاره به درصد معینی از سود یا به کار بردن عبارتی که عرفاً یا ضمناً تداعی کننده تعیین، تضمین یا قطعیت سود باشد، ممنوع است. تبصره ۱: در صورت اعلام نرخ سود در طرح، ذکر عبارت «پیش بینی» الزامی است و استفاده از عبارت «نرخ سود مؤثر» مجاز نمی باشد. تبصره ۲: تضمین یا ضمانت طرح (در صورت وجود) مربوط به اصل مبلغ سرمایه گذاری است و نسبت دادن یا اطلاق آن به سود طرح ممنوع می باشد.

^{۲۵} - ماده ۴۱: در شرکتهای سهامی عام نقل و انتقال سهام نمی تواند مشروط به موافقت مدیران شرکت یا مجامع عمومی صاحبان سهام بشود.

رای وحدت رویه شماره ۸۵۶ - ۱۴۰۳/۱۰/۴ هیأت عمومی دیوان عالی کشور:

«نظر به اینکه اساسنامه مهمترین رکن شرکت سهامی خاص است که در آن روابط بین شرکا و حدود اختیارات هیأت مدیره و سهامداران معین شده است، لذا چنانچه طبق این سند، انتقال سهام منوط به موافقت هیأت مدیره شده باشد و دارنده سهم بدون رعایت حق تقدم سایر سهامداران و موافقت هیأت مذکور، مبادرت به انتقال سهام خود به شخص ثالث نماید، انتقال صورت گرفته غیرنافذ و با عدم تنفیذ هیأت مدیره محکوم به بطلان است. بنابراین، مقررات ماده ۴۱ لایحه قانونی اصلاح قسمتی از قانون تجارت، صرفاً ناظر به شرکت سهامی عام بوده و تسری به شرکت سهامی خاص ندارد. بنا به مراتب، رأی شعبه ششم دادگاه تجدید نظر استان یزد تا حدی که با این نظر انطباق دارد، با اکثریت آراء اعضای هیأت عمومی صحیح و قانونی تشخیص داده می شود. این رأی طبق ماده ۴۷۱ قانون آیین دادرسی کیفری مصوب ۱۳۹۲، با اصلاحات و الحاقات بعدی در موارد مشابه برای شعب دیوان عالی کشور، دادگاه ها و سایر مراجع اعم از قضایی و غیر آن لازم الاتباع است.»

دارنده سهام گذشته از اینکه دارای حقوق مالی و غیرمالی (مانند حق دریافت سود قابل تقسیم، حق رای، حق کسب اطلاع) است، در نهایت دارای یک «حق احتمالی» است به این معنا که در زمان حیات شرکت، در صورت وجود سود قابل تقسیم، سود سهام را دریافت می کند و هیچ حق عینی (مشاع یا مفروز) نسبت به اموال شرکت ندارد حتی اگر مثلاً آورده سهامدار مال مشخصی باشد، چرا که شرکت دارای شخصیت حقوقی و مالک همه اموال شرکت است و در صورت انحلال شرکت هم پس از خاتمه تصفیه و پرداخت دیون شرکت، چنانچه مالی باقی بماند، به نسبت بین سهامداران تقسیم خواهد شد. این تفسیر مبتنی بر مجموع مقررات حاکم بر شرکت سهامی است.

حتی برخی به سرمایه گذار در قرارداد تامین مالی جمعی، از سهامدار تعبیر می کنند (حبیب الهی، ۱۴۰۱، ص. ۴۴۳) و نیز بدون بررسی ماهیت و کارکرد این گواهی گفته شده آنچه در ایران در خصوص قرارداد تامین مالی جمعی جریان دارد مشارکت در یک طرح است و سرمایه گذار، «سهامدار و مالک شرکت سرمایه پذیر» نمی شود بلکه «سهامدار یک طرح مشخص» می گردد و از طرف شرکت سرمایه پذیر به سرمایه گذار «گواهی مشارکت در طرح» داده می شود (حبیب الهی، ۱۴۰۱، ص. ۴۵۳-۴۵۲) ولی این تحلیل از گواهی مشارکت هم نه صحیح است و نه دقیق، چرا که همیشه قرارداد تامین مالی جمعی در عمل مشارکت در یک طرح خاص نیست و بسیاری طرح ها با عنوان تامین سرمایه در گردش می باشد و حتی اگر طرح مشخصی هم باشد، هیچ سرمایه گذاری، سهامدارش نیست مگر این تعبیر را مسامحه مشارکت در سود و زیان طرح بدانیم و نیز گواهی شراکت، توسط شرکت سرمایه پذیر صادر نمی شود.

۲- مقایسه با اوراق صکوک (اوراق بهادار اسلامی)

در مورد اوراق صکوک گفته شده یکی از نوآوری های دهه اخیر در عرصه بحث های مالی اسلامی، انتشار انواع اوراق بهادار اسلامی به نام صکوک است که عمدتاً برای تامین مالی دولت، سازمان های وابسته به دولت و بنگاه های اقتصادی منتشر می شوند و براساس عقود اسلامی طراحی شده و جایگزینی مناسب به جای اوراق بهادار ربوی به ویژه اوراق قرضه شمرده می شوند. اوراق بهادار اسلامی گرچه از جهت شیوة عملیاتی، شباهت هایی با اوراق بهادار ربوی دارند اما از جهت محتوا و ماهیت حقوقی تفاوت های اساسی دارند، اوراق بهادار ربوی به طور معمول براساس قرارداد قرض با بهره طراحی شده اند، صاحبان اوراق در مالکیت دارایی های حقیقی و فعالیت های اقتصادی و بازدهی آنها هیچ مشارکتی ندارند و در سر رسیدهای مقرر بهره ثابت و احياناً متغیر دریافت میکنند، در حالی که در اوراق بهادار اسلامی، صاحبان اوراق در مالکیت دارایی های حقیقی و فعالیت های اقتصادی مشارکت دارند و بازدهی طرحها، پروژهها و فعالیت ها روی درآمد صاحبان اوراق اثر می گذارد و سود اوراق متأثر از بخش واقعی اقتصاد است (تسخیری، ۱۳۸۶، ص. ۷).

هر چند نظر داده شده که اوراق صکوک، اوراقی هستند که ویژگیهای سهام و اوراق قرضه را با هم دارند و مانند سهام، بیانگر نوعی مشارکت هستند ولی صکوک برخلاف سهام، و مانند اوراق قرضه سرسید دارد، و از همین رو اوراقی دوجبهی تلقی می شوند (سلطانی و ذوالفقاری، ۱۳۹۷، ص. ۷۷)، ولی این تعریف یا تقسیم چندان دقیق و جامع نیست و به دلیل فراوانی مصادیق اوراق صکوک، باید به صورت موردی در خصوص ماهیت هر کدام نظر داد و همان

طور که گفته شده صکوک به سه گروه تقسیم می شوند: ۱- ابزارهای مالی غیرانتفاعی که بر اساس قرارداد قرض الحسنه طراحی شده اند. ۲- ابزارهای مالی انتفاعی با نرخ سود معین که مبتنی بر قراردادهای مبادله ای مانند مرابحه، اجاره، منفعت و استصناع ارائه شده اند. ۳- ابزارهای مالی انتفاعی با نرخهای سود انتظاری که با توجه به قراردادهای مشارکتی مانند مشارکت، مضاربه، مزارعه و مساقات عرضه شده اند (موسویان، ۱۴۰۲، صص. ۲۳۶-۳۴۵).

گروه اول به دلیل نداشتن جنبه تجاری و سرمایه گذاری و عدم امکان اخذ سود و مازاد، و نیز گروه دوم به دلیل داشتن نرخ سود معین، بی ارتباط با گواهی شراکت تامین مالی جمعی، هستند و بدیهی است که تعیین نرخ سود معین در قرارداد تامین مالی جمعی عملاً ربا خواهد بود. در خصوص گروه سوم که بر اساس عقود اسلامی مشارکتی است ماهیت حقوقی این اوراق این است که صاحبان اوراق بهادار به صورت مشاع در جایگاه صاحبان سرمایه در احداث پروژه یا انجام يك فعاليت اقتصادي مشارکت می کنند و به تبع آن در سود حاصله سهیم می شوند و اگر چنانکه پروژه با زیان روبه رو شود به تناسب بین صاحبان سرمایه تقسیم می شود و خرید و فروش این نوع دارایی نیز به نظر فقیهان شیعه و اهل سنت مشکلی ندارد چون خرید و فروش این نوع اوراق در واقع خرید و فروش دارایی های فیزیکی شمرده می شود که این اوراق سند آنهاست و به تبع انتقال مالکیت آن دارایی ها، سود انتظاری حاصل از آنها نیز به مالک جدید منتقل می شود (تسخیری، ۱۳۸۶، صص. ۱۴-۱۵).

از اوراق گروه سوم، اوراق مضاربه و اوراق مشارکت، قابل مقایسه با گواهی شراکت تامین مالی جمعی هستند و اوراق مزارعه و مساقات موضوعاً خارج از بحث می باشند.

۱-۲- اوراق مضاربه

مضاربه یا قراض، عقدی است که در آن مالک، مالی جهت تجارت به دیگری (عامل) می دهد تا سود حاصل بین آن ها تقسیم شود (طوسی، ۱۳۸۷ ق، ص ۱۶۷؛ نجفی، ۱۲۶۶ ق، ج ۲۶، ص ۳۳۶) که ماده ۵۴۶ قانون مدنی ایران در تعریف این عقد، در همین راستا تنظیم شده است. طبق مواد ۵۵۰ و ۵۵۲ ق.م. مضاربه عقدی جایز بوده و تعیین مدت هم موجب لزوم آن نمی شود و نیز طبق ماده ۵۵۸، مضارب، ممنوع از تضمین اصل سرمایه است. گذشته از اینکه قرارداد تامین مالی جمعی در هیچ فرضی نمی تواند عقد جایز باشد تا در اثر فوت، حجر و یا جنون یکی از طرفین منفسخ شود (در فرض شخص حقیقی بودن سرمایه گذار) و یا توسط یکی از طرفین، بی دلیل فسخ گردد اساساً نهاد تامین مالی جمعی به مفهوم رایج امروزی از دل بحران مالی سال ۲۰۰۸ و صعوبت دسترسی به منابع مالی بانکی برای تولید کنندگان و شرکت های کوچک و متوسط و نیز نیاز به تامین مالی از عموم مردم به دلیل سهولت آن شکل گرفت (wang, 2023, p.240; Aydemir and Faruk Aysan, 2023, p.5) برخی با تحلیل دو عقد مشارکتی رایج در نظام مالی کشور (عقد مضاربه و عقد مشارکت) این دو عقد را مناسب تامین مالی شرکت ها و پروژه ها یا ارائه وام به افراد و مؤسسات برای کسب و کارهای تجاری، نمی دانند چراکه نیازهای اقتصاد امروز (از جمله لزوم توازن اطلاعات بین طرفین)، با این عقود سنتی، مرتفع نمی شود (باقری و بستانی، ۱۳۹۳، ص ۱۳۳) و نیز «حقوق عرفی،

نوع جدیدی از مضاربه را تأسیس کرده که مثلاً ضمانت مضارب از سرمایه و لزوم عقد را در آن داخل کرده...» (باقری و بستانی، ۱۳۹۳، ص ۱۰۶) لذا عقد مضاربه در مفهوم سنتی نمی تواند قالب مناسبی برای قرارداد تأمین مالی جمعی باشد. البته برخی استادان به درستی گفته اند: « دخالت شارع در معاملات، در حد حفظ منافع جامعه و جلوگیری از اکل مال به باطل است...» (محقق داماد، ۱۳۸۵، ص ۱۹۸) پس شکل و قالب یک عقد، اهمیتی ندارد و اموری همچون منع اکل مال به باطل (از جمله عدم اخذ ربا) موضوعیت دارد.

اوراق مضاربه، به عنوان اوراق بهادار بر اساس قرارداد مضاربه طراحی شده و ناشر اوراق مضاربه، با واگذاری این اوراق، وجوه متقاضیان را جمع آوری و در فعالیت های اقتصادی سودآور به کار گرفته و در پایان هر دوره مالی سود به دست آمده بر اساس نسبت هایی که روی اوراق درج شده، بین ناشر و متقاضی تقسیم می گردد و دارنده اوراق مضاربه، نقش «مالک» و ناشر هم نقش «عامل» قرارداد مضاربه را دارند. به اعتقاد مشهور فقهای شیعه، مضاربه مختص امور تجاری و بازرگانی است و سایر فعالیت های اقتصادی مانند زراعت، باغداری، صنعت را شامل نمی شود ولی برخی فقهای آن را شامل همه بخش های اقتصادی می دانند از جمله به نظر آیت الله مکارم شیرازی «...شرط نیست سرمایه گذاری حتماً برای امور تجاری باشد، بلکه سرمایه گذاری در امور تولید (صنعتی، کشاورزی، دامداری و مانند اینها) را شامل می شود، بنابراین خرید سهام کارخانه ها و استفاده از منافع آنها نیز صحیح است.» (توضیح المسائل مراجع تقلید، ج ۲، ص ۳۷۴) و برخی هم به صراحت معتقدند که اوراق مضاربه در ایران صرفاً می تواند شامل امور تجاری و بازرگانی باشد و در خصوص سایر بخش های اقتصادی به جای اوراق مضاربه، می بایست از اوراق مشارکت استفاده کرد (موسویان، ۱۴۰۲، صص. ۴۴۳-۴۴۴) و برخی فقها هم، ضمن تصریح به اختصاص عقد مضاربه به تجارت از طریق خرید و فروش، استفاده از سرمایه را به عنوان مضاربه در زمینه های تولید و توزیع و خدمات و مانند آن صحیح ندانسته و در عین حال استفاده از عقود شرعی دیگری مانند جعاله و صلح و غیره را پیشنهاد می دهند. (توضیح المسائل مراجع تقلید، ج ۲، ص ۳۷۴).

قانون مدنی هم به پیروی از قول مشهور در ماده ۵۴۶ مقرر داشته: «مضاربه عقدی است که بموجب آن آخذ متعاملین سرمایه می دهد با قید اینکه طرف دیگر با آن تجارت کرده و در سود آن شریک باشند صاحب سرمایه مالک و عامل مضارب نامیده میشود» این قید انحصاری تجارت در مواد ۵۵۲، ۵۵۳، ۵۵۵ و ۵۵۷ هم تکرار شده است. اوراق مضاربه که بیانگر قرارداد مضاربه هستند با اشکالات مواد ۵۵۰، ۵۵۱ و ۵۵۲ مواجه است که مضاربه را عقدی جایز دانسته و آثار جواز عقد از جمله انفساخ در اثر فوت و حجر را شامل می گردد و در خصوص امکان اسقاط حق فسخ از سوی طرفین، اختلاف نظر وجود دارد و برخی به ملاک ماده ۶۷۹ ق.م.ا استناد نموده و حتی اسقاط حق فسخ ضمن عقد جایز را هم موثر می دانند (کاتوزیان، ۱۳۹۶، ص ۱۹۲؛ کاتوزیان، ۱۳۹۷، ص ۴۱؛ صفایی، ۱۳۸۲، ص ۲۶). مطابق ماده ۵۵۸^{۲۶}، شرط تضمین اصل سرمایه از سوی مضارب (عامل) شرطی باطل و مبطل عقد هم می باشد. گروهی از فقها شرط ضمان عامل را مخالف اطلاق عقد می دانند و آن را جایز دانسته اما مشهور این شرط را مخالف مقتضای [ذات] عقد دانسته اند که بخشی از آن ها شرط ضمان را از جهت مخالفت با قاعده استیمان (عدم ضمان

^{۲۶} - «اگر شرط شود که مضارب، ضامن سرمایه خواهد بود یا خسارات حاصله از تجارت، متوجه مالک نخواهد شد عقد باطل است مگر این که به طور لزوم شرط شده باشد که مضارب از مال خود به مقدار خسارت یا تلف، مجاناً به مالک تملیک کند.»

امین) مخالف مقتضای عقد می‌دانند و دسته دیگر این شرط را باعث تبدیل ماهیت قرارداد به قرض ربوی می‌دانند و از این جهت باطل می‌دانند (علوی رضوی، ۱۳۸۸، ص. ۱۷۶). برخی فقهای معاصر در خصوص شرط ضمان عامل نسبت به اصل سرمایه، آن را صحیح دانسته چرا که معتقدند خلاف مقتضای ذات عقد نیست و در واقع مقتضای اطلاق عقد اقتضا دارد که خسارت بر مالک (سرمایه گذار) وارد شود و عامل هم ضامن نباشد مگر در صورت تعدی یا تفریط (هاشمی شاهرودی، ۱۴۳۲ق، ج ۱، ص. ۱۵۱).^{۲۷} در توصیف مقتضای ذات عقد در مقابل مقتضای اطلاق گفته شده اثری که سلب آن از عقد مساوی با نفی و ابطال آن عقد است (نائینی، ۱۳۷۳ق، ج ۲، ص. ۱۱).^{۲۸} در خصوص توجیه منقلب شدن عقد مضاربه به قرض به دلیل شرط ضمان گفت شده وقتی ربح بین هر دو باشد مضاربه است و اگر تمام خسارت بر شخص گیرنده (عامل) باشد قرض است (مشایخی، ۱۳۹۳، ص. ۱۱۶). اما اشکال این نظریه، عدم قصد طرفین به این منقلب شدن است به ویژه که در قرض، موضوع سرمایه گذاری و تجارت مطرح نیست و در مضاربه موضوع حصول سود ناشی از تجارت است و نیز در مضاربه، مال به عامل منتقل نمی‌شود ولی در قرض، مال به عامل منتقل می‌شود و قرض گیرنده متعهد به استرداد مثل مال است ولی در مضاربه چنین نیست.

ذکر این مطلب هم ضروری است که مقصود عرفی از شرط تضمین سرمایه، تعهد مجانی جبران خسارت از سوی سرمایه پذیر است و نه به معنای عدم ورود خسارت به سرمایه گذار و وارد شدن آن به سرمایه پذیر.^{۲۹} و یا درج شرط تضمین سرمایه به مفهوم ضمان ناشی از قاعده علی البید یعنی ضمان مطلق عین سرمایه (باریکلو، ۱۴۰۱، ۶۲-۵۷) و برای استفاده از جواز بخش دوم ماده ۵۵۸، می‌باید همانگونه که برخی فقها گفته اند با توجه به مواد ۵۵۶ و ۵۵۸ قانون مدنی، تنها راه حل مشروع، درج شرط پرداخت خسارت به نحو شرط فعل است (محقق داماد، ۱۳۸۸، صص. ۵۱۱-۵۱۰) و درج شرط نتیجه برخلاف جواز ماده ۵۵۸ می‌باشد و موجب می‌شود که شرطی مغایر روح مشارکت در قرارداد جریان یابد.

مطابق مصوبه شورای عالی بورس و اوراق بهادار در ۱۳۹۴/۳/۱۱: «شورا براساس بند (۲۴) ماده (۱) و بند ۴ ماده ۴ قانون بازار اوراق بهادار **اوراق مضاربه** را به‌عنوان ابزار مالی قانون بازار اوراق بهادار شناسایی و تصویب نمود. دستورالعمل انتشار این نوع اوراق بهادار به تصویب هیأت مدیره سازمان بورس و اوراق بهادار خواهد رسید». دستورالعمل انتشار اوراق مضاربه در ۱۳۹۷/۱۲/۱۵ تصویب شده و تا سال ۱۴۰۳ هم چندین مرتبه اصلاح گردید که مطابق بند الف از ماده ۱: «اوراق مضاربه: اوراق بهادار با نام قابل نقل و انتقالی است که نشان دهنده مالکیت مشاع دارنده آن در دارایی موضوع عملیات بازرگانی (خرید و فروش کالا) است که براساس قرارداد مضاربه در مدت معین

^{۲۷} - إذا اشترط المالك على العامل أن يكون الخسارة عليهما كالربح أو اشترط ضمانه لرأس المال، ففي صحته وجهان: أفواهما الأول؛ لأنه ليس شرطاً منافياً لمقتضى العقد كما قد يتخيل، بل إنما هو مناف لإطلاقه إذ مقتضاه كون الخسارة على المالك و عدم ضمان العامل إلا مع التعدي أو التفریط.

^{۲۸} - «اعلم أن مقتضيات العقد تارة ما يقتضيه بذاته بمعنى أن سلب ذلك المقتضى عنه يكون مساوفاً لنفيه و إبطاله و أخرى ما يقتضيه بإطلاقه سواء كان من آثاره المترتبة عليه عرفاً مثل اقتضائه للتسليم و التسلم و كون الثمن نقداً و كونه نقد البلد و ما يشبه ذلك أو من الأحكام الثابتة له شرعاً مثل ثبوت خيار الحيوان للمشتري و خيار المجلس للمتعاقدین ...»

^{۲۹} - «اگر شرط شود خسارات حاصله از تجارت، متوجه مالک نخواهد شد عقد باطل است...»

حاصل شده است.» در این تعریف هم به روشنی از قول مشهور فقهای امامیه تبعیت شده و صرفاً امور تجاری شامل خرید و فروش را موضوع مضاربه می داند که در تأمین مالی جمعی چنین انحصاری وجود ندارد، ضمن اینکه سرمایه گذار در تأمین مالی جمعی، هیچ مالکیت مشاعی در دارایی موضوع سرمایه گذاری ندارد.

گواهی شراکت تأمین مالی جمعی هیچ انطباقی با اوراق مضاربه ندارد چراکه این گواهی بیانگر قرارداد تأمین مالی جمعی است که قراردادی لازم بوده و در آن فوت و حجر موجب انفساخ نیست و حتی شرط تضمین اصل سرمایه طبق ماده ۸ از ابلاغیه شماره ۶ کارگروه ارزیابی فرابورس شرط صحیحی است. همینطور قید انحصاری برای انجام امور تجاری در قرارداد تأمین مالی جمعی مطرح نیست.

هر چند مطابق مقررات مورد اشاره، تضمین اصل سرمایه، در قرارداد تأمین مالی جمعی حسب اعلام نهاد تنظیم گر مجاز اعلام شده ولی اعلام جواز یک نهاد اداری و تنظیم گر، نمی تواند مانع طرح ادعاهایی مانند مغایرت شرط با مقتضای ذات عقد باشد و بنابراین برای احتیاط بیشتر بهتر است در متن قرارداد به طور صریح قید شود که در صورت ورود زیان به اصل سرمایه، عامل متعهد به جبران آن از دارایی خود است تا شرط ضمان، به صورت شرط فعل منعقد گردد.

۲-۲- اوراق مشارکت

یکی از ابزارهای مالی برای شرکت های بخش خصوصی، استفاده از اوراق قرضه بود که پس از انقلاب اسلامی و تصویب قانون عملیات بانکی بدون ربا در سال ۱۳۶۲، به دلیل ربوی بودن عملاً ممنوع گردید. در سال ۱۳۷۶ قانون نحوه انتشار اوراق مشارکت با هدف پر کردن خلا استفاده از اوراق قرضه به تصویب رسید (موسویان، ۱۴۰۲، صص. ۴۱۰-۴۱۱) که طبق ماده ۱ برای مشارکت عموم در اجرای طرحهای عمرانی انتفاعی دولت مندرج در قوانین بودجه سالانه کل کشور و طرح های سودآور تولیدی و ساختمانی و خدماتی، به دولت و شرکتهای دولتی و شهرداری ها و مؤسسات و نهادهای عمومی غیردولتی و مؤسسات عام المنفعه و شرکتهای وابسته به دستگاههای مذکور و همچنین شرکتهای سهامی عام و خاص و شرکتهای تعاونی تولیدی اجازه داده می شود قسمتی از منابع مالی مورد نیاز برای اجرای طرحهای مذکور را از طریق عرضه عمومی اوراق مشارکت تأمین کنند. براساس همین ماده گفته شد فقط انتشار اوراق مشارکت در بخشهای ساختمانی، تولیدی و خدماتی مجاز است و برای دیگر طرحها مانند طرح های تجاری، این اوراق قابل استفاده نیست. (قلی زاده منقوطةای، ۱۳۹۷، ص. ۷۱۹).

در ماده ۲ هم در تعریف این اوراق گفته شده اوراق مشارکت، اوراق بهاداری است که به قیمت اسمی مشخص برای مدت معین منتشر می شود و دارندگان این اوراق به نسبت قیمت اسمی و مدت زمان مشارکت، در سود حاصل از اجرای طرح مربوط شریک خواهند بود و انتقال این اوراق مستقیماً و یا از طریق بورس اوراق بهادار مجاز می باشد.

در مواد ۳ و ۵ هم به تضمین اصل سرمایه، سود علی الحساب و سود تحقق یافته اشاره شده که دو تفسیر در این خصوص وجود دارد:

۱- مقصود از تضمین سود، تضمین مبلغ معین و نرخ های معین نیست و صرفاً مقصود تضمین اصل عملیات و بازپرداخت سرمایه، سود علی الحساب و سود تحقق یافته در فرض وجود است که این تفسیر با مقتضای عقد شرکت منافاتی ندارد.

۲- منظور همان تعیین مبلغ و نرخ های اعلام شده به عنوان سرمایه، سود علی الحساب و سود تحقق یافته است که این تضمین با ماهیت عقد شرکت که مشارکت در سود و زیان است منافات دارد و اوراق مشارکت را به اوراق قرضه تبدیل نزدیک می نماید. (موسویان، ۱۴۰۲، ص. ۴۱۸؛ هادوی تهرانی، ۱۳۷۹، صص. ۴۸-۴۹).

تفسیر دوم در عمل اتفاق افتاده و در واقع اوراق مشارکت عملاً مطابقتی با عقد شرکت موضوع قانون مدنی هم ندارد و صرفاً اسمی از مشارکت را با خود دارد.

در هر حال اگر تضمین سود و اصل سرمایه به معنای تضمین آن تحت هر شرایطی باشد چه طرح واقعاً سودی در پی داشته باشد و چه چنین نباشد این امر با مقتضای مشارکت منافات دارد و در واقع از قبیل «حیله در ربا» یا خود «ربا» خواهد بود و تنها در صورت اضطرار یا تراحم قابل قبول می باشد (هادوی تهرانی، ۱۳۷۹، ص. ۵۰).

در خصوص مشارکت گفته شده: «در قرارداد مشارکت چند سرمایه ی افزاز شده که دارای مالکان مستقلی می باشند، به یک سرمایه ی مشاع تبدیل می شود که هر کس مالکیت سهمی از مال معادل نسبت سرمایه ی اولیه ی خود به کل سرمایه می باشد. به تعبیر، دیگر عقد شرکت یا مشارکت قراردادی است که در آن هر کس مال خود را در ازای تملک سهم مشاعی از کل مساوی نسبت مال او به مجموع اموال - به دیگران تملیک می کند...» (هادوی تهرانی، ۱۳۷۹، ص. ۴۷).

ماده ۵۷۰ ق.م. در تعریف شرکت مقرر داشته: «شرکت عبارت است از اجتماع حقوق مالکین متعدد در شیئی واحد به نحو اشاعه» و ماده ۵۷۶ هم طرز اداره مال مشترک را تابع توافق طرفین دانسته که با توجه به این مواد در خصوص عقد شرکت، دو شکل شرکت متصور است یکی نوع مشهور آن در فقه (امتزاج دو مال به عنوان پایه شرکت) و شرکت عقدی که برای اداره و تصرف در مال مشترک است (کاتوزیان، ۱۳۸۲، ص ۲۹۷)، ولی عقد شرکت مدنی موضوع قانون مدنی هم اساساً قالب مناسبی برای قرارداد تامین مالی جمعی نمی تواند باشد چراکه موضوع تامین مالی جمعی ایجاد و یا اداره یک مال مشترک نیست و کارکرد و ماهیت این دو عقد کاملاً متفاوت است و همین طور قرارداد تامین مالی جمعی، عقدی لازم است ولی عقد شرکت، جایز و حتی تعیین مدت در ضمن عقد شرکت موجب لزوم نیست مگر اینکه ضمن عقد لازمی شرط شود که تا زمان بقای عقد لازم، وفای به شرط واجب است. (موسویان، ۱۴۰۲، ص. ۲۳۵).

به نظر می رسد صرف انعقاد قرارداد تامین مالی جمعی تحت همین عنوان با سرمایه پذیر و مشارکت داشتن طرفین در سود و زیان احتمالی و رعایت مقررات فرابورس و ملاحظات فقهی به ویژه عدم اخذ ربا و اکل مال به باطل کافی باشد و همانگونه که ذکر شد دخالت شارع در معاملات از جهت حفظ منافع جامعه و جلوگیری از اکل مال به باطل است و نه صرف رعایت شکل و نام گذاری تحت عنوان عقود سنتی شرعی بدون رعایت اصول مهم فقهی ذکر شده و ویژگی اصلی شریعت اسلام در مقوله معاملات آن است که قرآن و سنت در کنار تحریم ربا انواع معاملات مورد نیاز اقتصادی را با اهداف و انگیزه های متفاوت مجاز می شمارند که برای اهداف خیرخواهانه قراردادهایی مانند هبه،

صدقه، وقف و قرض الحسنه و برای فعالیتهای سودآور نسبت به افراد ریسک گریز، قراردادهایی مانند مرابحه، اجاره، جعاله و استصناع و برای اهداف انتفاعی افراد ریسک پذیر جامعه نیز انواع مشارکتها مانند شرکت، مضاربه، مزارعه و مساقات را مجاز می شمارند. ضمن اینکه بر اساس اصل صحت قراردادهای عقلانی، زمینه را برای نوآوری در عرصه قراردادهای باز گذاشته و فرصت طراحی قراردادهای جدید را می دهند (موسویان و میسمی، ۱۳۹۳، ص. ۲۸۰) و برخلاف ظاهر ماده ۲۱ دستورالعمل تامین مالی جمعی که اشاره به یک « قرارداد رسمی » دارد، این قید رسمی نمی تواند به لزوم تنظیم سند رسمی در دفتر اسناد رسمی باشد چرا که معقول نیست سرمایه پذیر و عامل درگیر تشریفات و هزینه های تنظیم سند رسمی شوند که مشخص هم نیست پس از آن، فرابورس اجازه انتشار طرح را بدهد و یا اساسا مبلغ هدف در دوره زمانی جمع آوری وجوه، حاصل گردد و از آنجا که قرارداد مذکور که در عمل هم از سوی سکوها و با امضای نهاد مالی می باشد، در وبگاه عامل بارگزاری و در دسترس همه سرمایه گذران است لذا نگرانی های موجود در خصوص تزلزل اسناد عادی، در اینجا چندان مطرح نمی شود به ویژه که سرمایه گذار به صورت الکترونیکی، به قرارداد ملحق می شود و با توجه به مواد ۶ تا ۸ قانون تجارت الکترونیک، قرارداد سرمایه گذار هم معتبر می باشد.

مطابق بند ۲۰ ابلاغیه شماره ۲ کارگروه ارزیابی فرابورس، رعایت ملاحظات حقوقی و فقهی از سوی عامل الزامی بوده و عامل می تواند از نظرات کمیته فقهی سازمان بورس و اوراق بهادار استفاده نماید که در همین راستا کمیته فقهی در جلسات شماره ۲۸۲ و ۲۸۳ در تاریخ های ۱۴۰۲/۱۰/۲۰ و ۱۴۰۲/۱۱/۱۴ در پاسخ به پرسشی در خصوص اینکه ماهیت گواهی شراکت چه ساختار یا ساختارهای فقهی می تواند داشته باشد؟ اعلام نموده که:

«کمیته تخصصی فقهی بعد از استماع نظرات کارشناسان و بحث های به عمل آمده چنین جمع بندی کرد: ۱. صدور گواهی شراکت در قالب های فقهی زیر و در صورت رعایت ملاحظات فقهی مربوط به هر کدام صحیح است:

- در قالب مشارکت تامین کنندگان با یکدیگر: بدین صورت که تامین کنندگان جهت تامین مالی متقاضی در هر طرح با یکدیگر مشارکت نموده و حسب مورد به نسبت سهم الشرکه در سود یا زیان شریکند؛
- در قالب عقد مشارکت بین تامین کنندگان و متقاضی: بدین صورت که تامین کنندگان با متقاضی مشارکت می کنند تا طرحی را که متقاضی معرفی کرده است تامین مالی نمایند لذا بخشی از منابع توسط متقاضی تامین می شود و بخشی توسط تامین کنندگان و در نهایت سود و زیان حاصله به نسبت درصد مورد توافق تقسیم می شود؛ در صورت عدم توافق درصد، نسبت سهم الشرکه مبنا خواهد بود...»^{۳۰}

این نظر کاملاً مبتنی بر دیدگاه های فقهی در خصوص عقد مشارکت است و در دستورالعمل تامین مالی جمعی هم از حیث مشارکت سرمایه گذار و سرمایه پذیر در سود و زیان این چارچوب دیده می شود ولی اساساً این شباهت به معنای انطباق قرارداد تامین مالی جمعی با عقد شرکت در مفهوم فقهی نیست و اشکالات این همانند پنداشتن دو نهاد متفاوت را بررسی کردیم.

کمیته فقهی در آخرین مصوبه خود که در ۱۴۰۵/۳/۹ منتشر شده^{۳۱} قرارداد تامین مالی جمعی را عقدی مستحدث ندانسته و اصرار بر استفاده از قالب عقود سنتی مانند عقد شرکت دارد. اما در عین حال که این نظر کمیته فقهی،

^{۳۰} - rdis.seo.ir/fa/committee/committee-pub-detail/78/

^{۳۱} - <https://rdis.seo.ir/fa/common/news-detail/187/>

ضمانت اجرای وضعی ندارد و الزام آور نیست با این ایراد مواجه است که حسب نظریه عدم توقیفیت در فقه امامیه که مورد قبول بسیاری از فقها قرار گرفته، معاملات جنبه امضایی دارند و شارع در مورد آن ها اختراعی نداشته و به اقتضای مصالح و مفاسد، قیودی به عقود رایج عرفی افزوده مانند نهی از ربا و نفی غرر و واژه العقود در آیه اوفوا بالعقود سوره مائده، جمع محلی به الف و لام و از الفاظ عموم می باشد و هر آنچه عرفا مصداق عقد باشد مشمول آیه خواهد بود و شامل هر عقد موثق عقلایی می گردد (خطیبی، ۱۴۰۳، ص. ۲۹؛ محقق داماد، ۱۳۸۵، ص. ۵۱؛

حال با قاطعیت می توان به تفاوت های ماهوی اوراق مشارکت با گواهی شراکت تامین مالی جمعی پی برد که شامل :

- ۱- امکان تضمین سود علی الحساب و سود تحقق یافته در اوراق مشارکت و عدم امکان تضمین سود در گواهی شراکت تامین مالی جمعی-۲- لزوم مشارکت سرمایه گذار گواهی شراکت تامین مالی جمعی در طرح سرمایه گذاری-۳- عدم امکان سرمایه گذاری در اوراق مشارکت برای طرح های تجاری-۴- امکان استفاده ساده و گسترده شرکت های خصوصی و دانش بنیان به عنوان سرمایه پذیر در گواهی شراکت تامین مالی جمعی و عدم امکان عملی آن در خصوص اوراق مشارکت.

گواهی شراکت تامین مالی جمعی، قابل انطباق با اوراق بهادار اسلامی (صکوک) نیست چرا که نه مبین مالکیتی نسبت به سهام شرکت سرمایه پذیر و نه نسبت به کالاهای تولیدی و یا خریداری شده و همین طور سرمایه گذار هیچ حق دینی و طلبی هم نسبت به سرمایه پذیر ندارد و ممکن تمام اصل سرمایه هم از بین برود در صورت حصول سود در طرح سرمایه گذاری تامین مالی جمعی، نسبت به سود حاصل شده، سرمایه گذار حق دینی پیدا می کند که امکان مطالبه آن را خواهد داشت که با توجه به ده ها و حتی صدها سرمایه گذار تامین مالی جمعی که هیچ شبکه ارتباطی بین آن ها وجود ندارد و از آنجایی که افشای هویت سرمایه گذاران طبق بند ۲۲ ابلاغیه شماره ۲ کارگروه ارزیابی فرابورس، جز با اذن قبلی ممنوع است و در عمل هم اسامی سرمایه گذاران به ندرت در سکوی عامل افشا می شود، لذا عملاً و با توجه به شرط نمایندگی عامل از سرمایه گذاران که در قراردادهای سکوهای تامین مالی جمعی ایران وجود دارد، مطالبه این سود را عامل انجام می دهد.

نتیجه گیری

تامین مالی جمعی مالی و سرمایه گذاری در اتحادیه اروپا و آمریکا مبتنی بر تامین مالی جمعی وام و نیز سهام است که در مدل وام، اوراق صادره حاکی از وجود یک طلب پولی به همراه پرداخت بدون قید و شرط اضافه (بهره) است که در نظام حقوقی ایران به دلیل ممنوعیت شرعی و قانونی اخذ ربا، اجرا نمی شود. مدل سهام هم مبتنی بر خرید سهام شرکت سرمایه پذیر بدون تشریفات ثبت در بورس و تشریفات آن صورت می گیرد و سرمایه گذار تبدیل به سهامدار می شود که این مدل هم در دستورالعمل تامین مالی جمعی ایران تجویز نشده است. سرمایه گذار در تامین مالی جمعی در مدل مورد نظر نهاد تنظیم گر ایرانی، نه مالکیتی نسبت به سهام شرکت سرمایه پذیر پیدا می کند و نه حق دینی تا قبل از حصول سود دارد و گواهی شراکت تامین مالی جمعی، صرفا بیانگر سرمایه گذاری برای یک دوره زمانی مشخص در یک طرح سرمایه گذاری بدون تضمین سود است و حق سرمایه گذار نسبت به سود، یک حق احتمالی است چرا که ممکن است اساسا سرمایه گذاری منجر به حصول سود نشود و در صورت حصول سود، می توان حق سرمایه گذار نسبت به سود حاصل شده را حق دینی بدانیم. تقسیم بندی اوراق بهادار به سرمایه ای و بدهی، چیزی بیش از یک تقسیم بندی برای سهولت مطالعه نیست و جامع همه مصادیق اوراق بهادار از جمله گواهی شراکت تامین مالی جمعی نمی باشد.

گواهی شراکت تامین مالی جمعی، قابل انطباق با اوراق بهادار اسلامی مشابه (اوراق مضاربه و اوراق مشارکت) هم نمی باشد و با وجود برخی شباهت ها، ماهیت و کارکردهای متفاوتی بین آن ها وجود دارد چرا که در مضاربه با عقدی جایز و مختص امور تجاری، که شرط تضمین اصل سرمایه در آن ممنوع است و نیز در شرکت هم با عقدی جایز برای ایجاد یا اداره یک مال مشترک مواجهیم .

قرارداد تامین مالی جمعی از عقود مستحدثه و نوظهور است و تلاش برای انطباق یک عقد جدید در حوزه تامین مالی که خاستگاه خارجی دارد با عقود سنتی، موجب نقض غرض و تکلف است به ویژه که عقود، بر مبنای نیازهای عرفی شکل می گیرند و کافی است تا اصول بنیادی مانند منع ربا، نفی غرر رعایت شود که نظریه عدم توقیفیت بیانگر همین مطلب است ولی کمیته فقهی بورس در خصوص قرارداد تامین مالی جمعی، صرفا حسب عقود سنتی تحلیل ارائه نموده است که عملا ماهیت و کارکرد گواهی تامین مالی جمعی را در حد یک سند مثبت عقد مشارکت و یا مضاربه کاسته است.

در عین حال با توجه به مواد ۲ و ۸ دستورالعمل تامین مالی جمعی، و نیز مواد ۳ و ۷ دستورالعمل اجرایی نحوه انتقال گواهی شراکت، این گواهی به عنوان یک ورقه بهادار دارای قابلیت معامله و انتقال است که البته تا کنون بازار ثانویه آن ایجاد نشده و این موضوع عامل منفی در جذب سرمایه گذار است چرا که عملا تا پایان دوره سرمایه گذاری، امکان نقدشوندگی سرمایه خود را نخواهد داشت.

فهرست منابع

- باریکلو، علیرضا. (۱۴۰۱). عقود معین ۱. چ ۳، تهران، نشر میزان.
- باقری، محمود و بستانی، مصطفی. (۱۳۹۳). تحلیل اقتصادی عقود مضاربه و مشارکت در چارچوب بانکداری اسلامی نابرابری اطلاعاتی و کاهش کارایی. فصلنامه تحقیقات حقوقی، شماره ۶۷.
- باقری، محمود و شوشی نسب، نفیسه. (۱۳۹۴). تحلیل حقوقی اوراق بهادار به مثابه ارزش. فصلنامه علمی راهبرد، شماره ۷۶، سال ۲۴.
- رز، ناتان. (۱۴۰۱). تامین مالی جمعی سهام. ترجمه علی اصغر سعدآبادی و زهره رحیمی راد، چ اول، تهران، انتشارات دانشگاه امام صادق (ع).
- شیروی، عبدالحسین. (۱۳۹۹). حقوق اقتصادی. چاپ اول، تهران، نشر سمت.
- علوی رضوی، سیدیحیی. (۱۳۸۸). شرط ضمان عامل در قرارداد مضاربه. اقتصاد اسلامی، ۹ (۳۳).
- کاتوزیان، ناصر. (۱۳۸۲). درس هایی از عقود معین. ج ۱، تهران، گنج دانش.
- کاتوزیان، ناصر. (۱۳۹۶). عقود معین. ج ۴، چ ۱، تهران، گنج دانش.
- کاتوزیان، ناصر. (۱۳۹۷). قواعد عمومی قراردادها. ج ۱، چ ۲، تهران، گنج دانش.
- محقق داماد، سید مصطفی (۱۳۸۸). نظریه عمومی شروط و التزامات در حقوق اسلامی. چ ۴، تهران، مرکز نشر علوم اسلامی.
- محقق داماد، سید مصطفی. (۱۳۸۵). قواعد فقه. چاپ هفتم، تهران، نشر سمت.
- مشایخی، قدرت الله (۱۳۹۳). قاعده های فقهی. چ ۵، تهران، نشر سمت.
- موسویان، سید عباس (۱۴۰۲). ابزارهای مالی اسلامی. چاپ چهاردهم، تهران، پژوهشگاه فرهنگ و اندیشه اسلامی.
- موسویان، سید عباس و میسمی، حسین. (۱۳۹۴). نقد و بررسی دیدگاه های جدید پیرامون ربا و بهره بانکی. تحقیقات مالی اسلامی، سال سوم، شماره دوم (پیاپی ۶).
- هاشمی شاهرودی، محمود. (۱۴۳۲ ق). کتاب المضاربة. ج ۱، قم، مرکز اهل البيت (ع) للفقہ و المعارف الاسلامیة.
- هادوی تهرانی، مهدی. (۱۳۷۹). مجموعه مقالات دهمین همایش بانکداری اسلامی. چ ۱، تهران، موسسه بانکداری ایران.
- النجفی الجواهری، الشیخ محمد حسن. (۱۴۳۲ ق). جواهر الکلام. ج ۲۶، قم، دار إحياء التراث العربی.
- تسخیری، محمدعلی. (۱۳۸۶). مبانی شرعی اوراق بهادار اسلامی (صکوک). اقتصاد اسلامی، ۷ (۲۷).
- توضیح المسائل مراجع. (۱۳۹۵). گردآورنده: محمد حسن بنی هاشمی خمینی. ج ۲، چ ۴، قم، دفتر انتشارات اسلامی.
- حبیب الهی، محمد هادی. (۱۴۰۱). ارزیابی فقهی تامین مالی جمعی مبتنی بر سهام. نشریه تحقیقات مالی اسلامی، ش ۲۲.
- سلطانی، محمد و ذوالفقاری، پگاه. (۱۳۹۷). صکوک، مصداقی از اوراق بهادار دوجبهی. فصلنامه دیدگاه های حقوق قضایی، دوره ۴۲، شماره ۴۲.
- سلطانی، محمد. (۱۳۹۳). حقوق بانکی. چ ۲، تهران، نشر میزان.
- شهیدی، مرتضی و کیوانی، نوید رضا. (۱۴۰۱). ماهیت قرارداد تأمین مالی جمعی در آینه نظام حقوقی ایران. فصلنامه بورس اوراق بهادار، سال پانزدهم، شماره ۵۷.

- صفایی، حسین. (۱۳۸۲). قواعد عمومی قراردادها. ج ۲، چ ۱، تهران، نشر میزان.
- طوسی محمد بن حسن. (۱۳۸۷ ق). المبسوط في فقه الإمامية. المجلد الثالث، الطبعة الثالثة، طهران، مكتبة المرتضوية.
- موسویان، سید عباس. (۱۴۰۲). ابزارهای مالی اسلامی. چاپ چهاردهم، تهران، پژوهشگاه فرهنگ و اندیشه اسلامی.
- نایینی، محمدحسین. (۱۳۷۳ ق). منية الطالب في حاشية المكاسب. ج ۲، تهران، المكتبة المحمدية.
- خطیسی، مهدی. (۱۴۰۳). عقود مستحدثه از منظر فقه امامیه. فقه، ۳۱ (۱۱۹).

- Brinkmann, Soren, & Rasmussen, Mads Ebert. (2022). The new EU crowdfunding regulation explanations & perspectives. *Nordic Journal of Commercial Law*, 54-72.
- Gutterman, Alan S., *Financing the Business: A Guide for Sustainable Entrepreneurs* (September 06, 2024). Available at SSRN: <https://ssrn.com/abstract=4948889> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.4948889>.
- Kleiner, Caroline. (2021). *Legal Aspects of Crowdfunding*, Springer International Publishing, Switzerland.
- Micheler, Eva, *The Legal Nature of Securities - Inspirations from Comparative Law* (October 1, 2009). Available at SSRN: <https://ssrn.com/abstract=1481427> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.1481427>.
- Rafi, Umar., Mirakhor, Abbas (2018). *Antifragility of Islamic Finance*. Peter Lang.
- Wang, Chen, *The Way to Revive Crowdfunding in China: Based on the Rules and Practices in the U.S.* (January 8, 2021). *UC Davis Business Law Journal*, Volume 23, Issue 2 (2023), 240-305, Available at SSRN: <https://ssrn.com/abstract=4297448> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.4297448>.
- Murat Aydemir & Ahmet Faruk Aysan. (2023). Regulating the Unregulated: The Advent of Fintech Regulations and Their Impacts on Equity-Based Crowdfunding, *10 BRICS L.J.* 4. pp 4-18.
- Lee, Emily. (2019). Equity crowdfunding in Hong Kong: potential, challenges and investor protection. *Journal of Corporate Law Studies*, 19(2), 277-302.