



سازمان بورس و اوراق بهادار  
Securities & Exchange Organization

# مرکز پژوهش، توسعه و مطالعات اسلامی

## بررسی فقهی اوراق اجاره مبتنی بر سهام

گروه بازارها و ابزارهای مالی

مجتبی کاوند

مرداد ۹۷



سازمان بورس و اوراق بهادار  
مرکز پژوهش، توسعه و مطالعات اسلامی  
گروه بازارها و ابزارهای مالی

عنوان: اوراق اجاره مبتنی بر سهام

تهیه کننده: مجتبی کاوند

کد گزارش: ۹۷-۰۳-۲۰۱۸

تاریخ گزارش: مرداد ۹۷

این اثر در گروه بازارها و ابزارهای مالی مرکز پژوهش، توسعه و مطالعات اسلامی سازمان بورس و اوراق بهادار تهیه گردیده و مباحث و نظرات ارائه شده در آن صرفاً نظرات و بررسی‌های صورت گرفته توسط کارشناسان و پژوهشگران این گروه می‌باشد نه نظرات رسمی سازمان بورس و اوراق بهادار.

## چکیده

یکی از چالش‌های اصلی دولت جمهوری اسلامی در سال‌های اخیر بدهی دولت به پیمانکاران و نظام بانکی است. با توجه به اشکالات روش‌های سنتی تسویه بدهی‌های دولت از جمله استقراض از بانک مرکزی و عدم امکان انتشار اسناد خزانه و اوراق قرضه دولتی به دلیل ممنوعیت ربا در اسلام، متخصصان اسلامی راه کارهای جایگزین مانند اوراق بهادار اسلامی (صکوک) را طراحی و ارائه نموده‌اند.

در حال حاضر دولت سهامدار عمده برخی شرکت‌های بزرگ در بورس اوراق بهادار است بنابراین می‌تواند از ابزارهای مالی اسلامی برای تأمین مالی کند. یکی از این ابزارها اوراق اجاره مبتنی بر سهام است که مبتنی بر سهام شرکت‌های دولتی می‌توان آن را منتشر کرد، از این‌رو، دولت‌ها برای تأمین کسری بودجه و یا تسویه دیون خود می‌توانند با انتشار اوراق اجاره سهام و کسب نقدینگی، کسری بودجه خود را تأمین و دیون خود را تسویه نمایند.

**واژگان کلیدی:** بدهی دولت، تسویه دیون، سهام شرکت‌های دولتی، اوراق اجاره، اوراق اجاره سهام.

## مقدمه

دولت‌ها با انتشار اوراق بدهی دولتی و تعیین نرخ سود در این اوراق به ناشران اوراق بدهی، معیاری برای تعیین سود بدون ریسک می‌دهند و در نتیجه، نقش محوری در بازار اوراق بدهی داخلی ایفا می‌کنند (DEBT MANAGEMENT REPORT, 2011, P. 2). در اکثر اقتصادهای نوظهور، دولت‌ها و بانک‌های مرکزی در بازار اوراق بدهی دولتی فعال هستند. دولت‌ها برای تأمین کسری بودجه، اوراق بدهی با سررسیدهای مختلف منتشر می‌کنند. در نتیجه، دولت به‌طور مستقیم بر ترکیب اوراق بهادار بلندمدت و کوتاه‌مدتی که اشخاص حقیقی و حقوقی در آن سرمایه‌گذاری می‌کنند، اثرگذار است. استقراض دولت به‌عنوان جایگزین مالیات، به دولت اجازه می‌دهد تا هزینه‌های خود در بودجه را بدون تأثیر فوری بر نرخ مالیات افزایش دهد (The International Bank for Reconstruction & IMF, 2001, P. 5).

با توجه به حجم سنگین بدهی‌های دولت و انباشته شدن آن طی سال‌های گذشته دولت باید برنامه دقیق و مدونی برای پرداخت آن تدوین کند. زمانی ضرورت تسویه بدهی‌های دولت بیشتر احساس می‌شود که دولت قصد دارد با اجرای بسته‌های ضد رکود، اقتصاد را برای همیشه از رکودی که گرفتار آن است، رها سازد. آمارها نشان می‌دهند که نسبت بدهی دولت به تولید ناخالص داخلی کمتر از ۵۰ درصد است، اما موضوع مهم شناسایی و به جریان انداختن این میزان بدهی، براساس یک ابزار مالی است. در سال‌های گذشته به دلیل نبود بازار متشکل برای تسویه بدهی‌های دولت، اکثر بدهی‌های دولت به‌صورت زنجیره‌ای به نظام بانکی و در ادامه به بانک مرکزی منتقل می‌شد. این روند دو پدیده در اقتصاد به همراه داشت؛ قفل شدن منابع بانکی به دلیل انجام نشدن تعهدات دولت، و رشد پایه پولی به دلیل استقراض دولت از بانک مرکزی. بنابراین به اعتقاد کارشناسان، تشکیل بازار بدهی در ایران می‌تواند زمینه خروج غیرنورمی از رکود را فراهم آورد.

در این گزارش، با توجه به تبصره‌های ۳۶ و ۳۷ اصلاح قانون بودجه سال ۱۳۹۵ کشور که دولت می‌تواند جهت تأمین مالی، اوراق بهادار اسلامی منتشر نماید و نیز با توجه به محدودیت‌های دولت در انتقال دارایی‌های خود جهت انتشار اوراق اجاره، امکان استفاده از این نوع تأمین مالی برای دولت با موانعی روبرو است بنابراین پیشنهاد انتشار اوراق اجاره مبتنی بر سهام شرکت‌های دولتی مطرح گردید. بر اساس این پیشنهاد دولت یا بخش خصوصی می‌تواند جهت تأمین مالی طرح‌ها، پروژه‌ها و بودجه‌های سنواتی خود از جمله پرداخت‌های بدهی، از این اوراق استفاده نماید.

## مالیت

بر اساس نظر مشهور فقهای امامیه، مورد معامله باید مالیت داشته باشد. به نظر می‌رسد مالیت، مفهومی انتزاعی و یک ویژگی در شیء است که از قابلیت آن برای داد و ستد در بازار انتزاع می‌گردد. وقتی یک دارایی از نظر عرف به عنوان عوض یا معوض در عقد معاوضی قرار گیرد (قابلیت مبادله و تقویم به پول)، آن را دارای مالیت قلمداد می‌کنند. بدین ترتیب، مهم‌ترین عنصر مقوم مالیت، مطلوب بودن شیء در بازار داد و ستد است و دلیل این مطلوبیت، برآورده ساختن نیازی مادی یا معنوی است؛ ولی این گونه نیست که هر چیز که نیازی از نیازهای بشر را برطرف کند و به اصطلاح دارای منفعت عقلایی

باشد، دارای مالیت قلمداد گردد، چه بسا موردی همچون هوا در شرایط عادی، نیازی هر چند مهم را برآورده می‌سازد، ولی به دلیل فراوانی، کسی در بازار به دنبال آن نمی‌گردد (محقق داماد و دیگران، ۱۳۸۹، ج ۲، صص ۳۸۱-۳۸۰). بنابراین مالیت از دیدگاه فقهای شیعه با شرایطی محقق می‌شود؛ یکی این که قابل انتفاع بوده و نزد عقلا دارای منفعت قابل توجهی باشد. دیگر این که شارع آن منفعت را حلال شمرده باشد و ارزش مبادلاتی داشته باشد، «بیذل بأذائه مال» (موسویان و بهاری قراملکی، ۱۳۹۱، ص ۲۲۷).

بر اساس ماده ۲۱۵ قانون مدنی نیز مورد معامله باید مالیت داشته باشد؛ دکتر کاتوزیان بر این عقیده است که مال دارای دو شرط اساسی است: اول مفید است و نیازی را برآورده می‌سازد، خواه آن نیاز مادی باشد یا معنوی؛ دوم این که قابل اختصاص یافتن به شخص یا ملت معین است. اشیایی مانند دریاها، آزاد و هوا و خورشید، از ضروری‌ترین وسایل زندگی است. ولی چون هیچ کس نمی‌تواند نسبت به آن ادعای مالکیت انحصاری کند، مال محسوب نمی‌شود. ایشان در خصوص قلمرو و شمول مال معتقد است که در گذشته واژه «مال» ویژه کالای مادی بود ولی پیشرفت‌های زندگی کنونی، به تدریج آن را از این معنی محدود و ابتدایی خارج ساخته است؛ چندان که امروز، به تمام عناصر گوناگون دارایی مانند زمین، اموال منقول، مطالبات و حقوق مالی و حتی حق تألیف، اختراع و سرقتی نیز مال گفته می‌شود (تفرشی و نسیمی سکوتی، ۱۳۸۳، ص ۳۹).

### اقسام مال در فقه امامیه

مال را از جهات مختلف می‌توان تقسیم‌بندی کرد؛ از جمله تقسیم مال به اعتبار وجود آن در خارج. مال به این اعتبار عبارتند از: عین، منفعت و حق که در ادامه هر یک به اختصار توضیح داده شده است.

**عین:** به مالی گفته می‌شود که وجود خارجی دارد و با حواس ظاهری قابل حس باشد. اما با توجه به این که گاهی مشخص و معین و گاهی نیز به صورت کلی بوده و وجود معین و مشخص ندارد از این رو فقیهان عین را به دو نوع تقسیم کرده‌اند:

الف) **عین شخصی:** مالی که در خارج وجود عینی و مشخص داشته و قابل انطباق بر بیش از یک فرد نباشد.

ب) **عین کلی:** مالی که وجود ذهنی داشته و قابل انطباق بر بیش از یک فرد است و از این جهت که مصادیق آن در خارج موجودند (بالفعل یا بالقوه) به آن نیز عین گفته می‌شود.

فقیهان، عین کلی را به سه گونه تقسیم نموده‌اند که عبارتند از:

۱. **کلی در معین:** یک تن از ده تن برنج موجود در انبار؛

۲. **کلی در ذمه:** که ممکن است استقرار آن بر ذمه، قبل از قرارداد باشد مثل بیع دین که دین در این قرارداد قبل از بیع، بر ذمه ثابت است (چنان که کسی یکصد کیلو گندمی که از دیگری طلب دارد، بفروشد) و کلی در ذمه‌ای که به واسطه همان قرارداد بر ذمه مستقر شود مثل قرارداد سلف.

۳. **کلی در مشاع که در باب شرکت کاربرد دارد:** یک چهارم از ساختمان مسکونی (مال مشاع)، ربع هر قسمت از خانه را شامل می‌شود (از این رو قابل صدق بر کثیرین است) (موسوی و بهاری قراملکی، ۱۳۹۱، صص ۲۲۹-۲۲۸).

**منفعت:** فایده و بهره‌ای است که از عین و شیء مادی به دست می‌آید و به دو صورت است: گاه اجزا و آفات منفعت متراکم شده، به صورت عین در می‌آید (همانند میوه درخت) و گاه به دست آوردن هر جزء منوط به معدوم شدن جزء قبلی آن است؛ یعنی آفات منفعت به طور تدریجی حاصل و معدوم گردند (همانند منفعت خانه، اتومبیل و...). مال بودن منفعت علاوه بر منفعت عین، شامل عمل و کار افراد هم می‌شود؛ زیرا عمل و کار نیز ارزش اقتصادی دارد و به ازای آن ثمنی پرداخت و مال محسوب می‌شود (محقق داماد و دیگران، ۱۳۷۹، ج ۱، ص ۵۳).

**حق:** فقیهان در تعریف «حق»، فرق میان آن و «حکم» و نیز مصادیق آن‌ها، اختلاف نظر دارند. برخی آن را به «سلطنت بر شیء» تعبیر کرده و آن را مرتبه ضعیفی از ملکیت برشمرده‌اند. برخی دیگر از ایشان، حق را نوعی «ملک» پنداشته‌اند و گروه دیگر بر این باورند که «حق» مستقلاً از جانب شارع وضع شده و عبارت است از سلطنت بر غیر. حق را از جوانب مختلفی می‌توان تقسیم کرد، اما آن‌چه در این بحث مهم است، تقسیم «حق» به لحاظ عوض واقع شدن آن در قرارداد و به تعبیر دیگر «قابل انتقال» و «غیر قابل انتقال» بودن آن است. مرحوم شیخ انصاری حق را به سه قسم تقسیم می‌کند که عبارتند از:

حقی که نه قابل اسقاط است و نه انتقال و معاوضه (چه با عوض چه مجاناً)؛ مثل حق ولایت و حق حضانت.  
حقی که قابل اسقاط است چه با عوض و چه مجاناً، اما تملیک آن به دیگری ممکن نیست؛ مثل حق خیار و حق شفعه.  
حقی که قابل انتقال به غیر است مثل حق تحجیر.

قسم سوم با این که قابل انتقال به غیر و اخذ عوض در قبال آن است اما انتقال آن از راه قرارداد بیع از این جهت که صدق «مال» بر این حقوق درست نیست، مورد تردید برخی از فقیهان واقع شده و آن را نپذیرفته‌اند. در مقابل گروهی از اندیشمندان فقه بر این باورند که این حقوق نیز از مصادیق «مال» بوده و می‌توان آن‌ها را در قرارداد بیع نیز معاوضه کرد و شاهد بر این مطلب این که عرف و عقلا، بسیاری از حقوق را خرید و فروش می‌کنند مثل حق سرقفلی و حق تحجیر (موسویان و بهاری قراملکی، ۱۳۹۱، صص ۲۳۳-۲۳۱).

## بررسی ماهیت سهام

### تعریف سهام عادی

بر اساس ماده ۲۴ لایحه قانون اصلاح قسمتی از قانون تجارت (۱۳۴۷)، سهم قسمتی است از سرمایه شرکت سهامی که مشخص‌کننده میزان مشارکت و تعهدات و منافع صاحب آن در شرکت سهامی می‌باشد. ورقه سهم سند قابل معامله‌ای است که نماینده تعداد سهامی است که صاحب آن در شرکت سهامی دارد. همچنین می‌توان گفت سهام عادی یک ابزار مالی است. این ابزار مالی، از نوع مالکیتی بوده و صاحبان سهام عادی به نسبت تعداد سهامی که در اختیار دارند، مالک

شرکت سهامی عام هستند و به همان نسبت در شرکت سهامی عام شریک می‌باشند و این مالکیت و شراکت منجر به ایجاد یک سری حقوق مالی و غیرمالی خواهد شد. در ادامه به حقوق سهامداران عادی اشاره می‌شود:

### حقوق سهامداران عادی

جهت شناخت بهتر سهام عادی، باید حقوق دارنده این ابزار مالی را بررسی نمود؛ حقوق غیرمالی و مالی سهامداران عادی عبارتند از (موسویان و حسن‌زاده، ۱۳۹۳، صص ۱۵-۱۱):

### حقوق غیرمالی

#### ۱. حق داشتن گواهینامه نقل و انتقال، و سپرده عادی؛

هر سهامدار حق دارد پس از خرید سهام عادی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس تهران، تقاضای دریافت گواهینامه نقل و انتقال و سپرده سهام کند. این گواهی‌نامه یک روز کاری پس از انجام معامله، در محل کارگزاری آماده تحویل به خریداران سهام است. فروش سهام خریداری شده نیز از هنگام دریافت گواهینامه نقل و انتقال و سپرده سهام امکان‌پذیر است.

#### ۲. حق حضور در مجامع عمومی شرکت؛

در بعضی از مقررات لایحه قانونی اصلاح قسمتی از قانون تجارت، مانند مواد ۳۷، ۳۸ و ۴۹ به این موضوع تحت عنوان حق حضور سهامداران به‌عنوان یک امتیاز اشاره شده است. بدیهی است از آنجایی که رأی دادن در مجامع عمومی یکی از حقوق دارنده سهام عادی شرکت است، بنابراین لازمه اجرای این حق، حضور در جلسات مجامع عمومی است.

#### ۳. حق رأی سهامداران؛

در موارد مختلفی از لایحه قانونی اصلاح قسمتی از قانون تجارت از جمله مواد ۳۸، ۷۵، ۷۷، ۸۴، ۱۲۹، ۲۵۷، ۲۷۹، ۲۹۴ و غیره به این حق اشاره شده است و صاحب سهم حق دارد با دادن رأی در مجامع عمومی در اداره شرکت دخالت کند. بر اساس این حق، سهامداران عادی، هیئت مدیره و بازرسان را انتخاب می‌کنند و هیئت مدیره، مدیریت شرکت را برمی‌گزیند و از منظر تصمیم‌گیری، تصمیم‌های مدیریت و هیئت مدیره در چارچوب اختیاراتی است که مجمع عمومی اعطا می‌کند؛ از این رو از دیدگاه نظری، سهامداران عادی به طور غیرمستقیم بر عملیات شرکت نظارت می‌کنند.

#### ۴. حق کسب اطلاع؛

از آنجایی که سهامداران به نسبت سهام خود در مالکیت شرکت سهیم بوده و ضرر شرکت باعث کاهش منافع یا ورود ضرر به صاحبان سهام خواهد بود، بنابراین طبیعی است که حق کسب اطلاع از وضعیت شرکت را به طور کلی داشته باشد. برخی حق اطلاع سهامداران از وضعیت شرکت را وسیله‌ای برای اجرای درست حق رأی دانسته‌اند. در

حالی که حق اطلاع مذکور می‌تواند مزایای دیگری نیز برای سهامدار در پی داشته باشد. به عنوان مثال، اگر سهامداران بخواهند از حق اقامه دعوی علیه مدیران به خاطر اقدامات غیرقانونی آنان استفاده کنند، لازم است بدو با استفاده از حق کسب اطلاع، اطلاعات و مدارک لازم را جمع‌آوری نموده و سپس اقامه دعوی نمایند. ماده ۱۳۹ ل. ا. ق. ت. مقرر داشته که هر صاحب سهم می‌تواند از پانزده روز قبل از انعقاد مجمع عمومی در مرکز شرکت به صورت حساب‌ها مراجعه کرده و از ترازنامه و حساب سود و زیان و گزارش عملیات مدیران و گزارش بازرسان رونوشت بگیرد؛ در مدت تصفیه شرکت سهامی نیز حق کسب اطلاع برای سهامداران طبق ماده ۲۲۰ همان لایحه به رسمیت شناخته شده است. البته بر اساس دستورالعمل اجرایی افشای اطلاعات، شرکت‌های پذیرفته شده در بورس تهران مکلفند تا در زمان‌های مشخص اطلاعات مختلفی را از طرق گوناگون در اختیار عموم قرار دهند. همچنین، بر اساس ماده ۱۴ دستورالعمل انضباطی ناشران بورس تهران، رئیس مجمع باید جلسه را به نحوی اداره نماید که در چارچوب دستور جلسه، امکان طرح سئوالات و نظرات سهامداران و نماینده سازمان فراهم شود.

## حقوق مالی

### ۱. دریافت سود سهام؛

هر شرکت سود خالص و سود هر سهم<sup>۱</sup> را در پایان سال مالی اعلام می‌کند. شرکت می‌تواند از سود خالص (پس از کسر ذخیره قانونی)، مقداری را به سود انباشته اختصاص داده و بقیه را میان سهامداران تقسیم کند. میزان سود انباشته و سود تقسیمی بستگی به سیاست تقسیم سود شرکت دارد و به پیشنهاد هیئت مدیره و با تصویب مجمع عمومی شرکت تعیین می‌شود. سود هر سهم به سهامداری تعلق می‌گیرد که در تاریخ برگزاری مجمع سالیانه شرکت، مالک آن سهم باشد و البته طبق ماده ۹۰ اصلاحیه قانون تجارت، حداقل سود تقسیمی ۱۰ درصد سود خالص سال باشد.

### ۲. حقوق ناشی از افزایش سرمایه در افزایش سرمایه از محل اندوخته‌ها و سود انباشته؛

با توجه به تعداد سهام هر سهامدار و درصد افزایش سرمایه، تعداد مشخصی سهام جایزه به سهامدار داده می‌شود. شرکت‌ها به دلایل و انگیزه‌های متنوعی اقدام به انتشار سهام جایزه می‌کنند. در این مورد آن‌چه که در مورد سهام جایزه مهم است این است که در این نوع افزایش سرمایه، در مجموع حقوق صاحبان سهام و در نتیجه در مجموع دارایی‌های شرکت، افزایش صورت نمی‌گیرد. افزایش سرمایه از محل اندوخته‌ها و سود انباشته در واقع تنها نوعی جابجایی و تغییر در ترکیب حقوق صاحبان سهام است که طی آن بخشی از حقوق صاحبان سهام از محل اندوخته‌ها و سود انباشته به حساب سرمایه منتقل می‌شود.

---

<sup>۱</sup>EPS



### ۳. افزایش سرمایه

افزایش سرمایه از محل آورده نقدی و مطالبات، افزایش سرمایه‌ای است که از محل دریافت قیمت اسمی سهام به ازای هر سهم از سهامدار (به صورت نقدی از محل مطالبات سود سهام سال‌های قبل) صورت می‌گیرد. در افزایش سرمایه از محل آورده نقدی، به سهامداران فعلی، با توجه به تعداد سهامشان و درصد افزایش سرمایه، حق تقدم اعطا شده؛ سهامدار مختار است تا قیمت حق تقدم را پرداخت نماید (۱۰۰ تومان به ازای هر سهم جدید) تا صاحب سهام مورد نظر گردد. همچنین دارنده حق تقدم می‌تواند آن را در بازار بفروشد و چنانچه هیچ کاری در مورد حق تقدم خود انجام ندهد، شرکت اقدام به فروش حق تقدم در بازار نموده و مبلغ آن را به حساب سهامدار واریز می‌کند.

در روش افزایش سرمایه از محل صرف سهام، با سلب حق تقدم سهامداران، سهام جدید ناشی از افزایش سرمایه به قیمت بازار برای کلیه متقاضیان پذیرهنویسی می‌شود؛ در این صورت این اضافه ارزش حاصل شده (مازاد قیمت بازار به قیمت اسمی) در ترازنامه ذیل حسابی تحت عنوان صرف سهام ثبت می‌شود. بنابراین صرف سهام از محل افزایش سرمایه و انتشار سهام جدید به قیمتی بیش از قیمت اسمی حاصل می‌شود و از دیدگاه شرکت، جزء منابع تأمین مالی محسوب می‌شود. در ماده ۱۶۰ قانون تجارت آمده است: شرکت می‌تواند سهام جدید را برابر مبلغ اسمی بفروشد یا این که مبلغی علاوه بر مبلغ اسمی سهم به عنوان اضافه ارزش سهم از خریدار دریافت کند. شرکت می‌تواند عواید حاصل از اضافه ارزش سهم از خریدار دریافت کند. شرکت می‌تواند عواید حاصل از اضافه ارزش سهام فروخته شده را به اندوخته منتقل سازد یا نقداً بین صاحبان سهام سابق تقسیم کند یا در ازای آن سهام جدید به صاحبان سهام سابق بدهد.

حق انتقال سهام در برخی از مواد لایحه قانونی اصلاح قسمتی از قانون تجارت، از جمله مواد ۳۹، ۴۰ و ۴۱ به حق واگذاری و انتقال سهام تصریح شده است. از آنجایی که سهامدار مالک سهم شناخته می‌شود و حقوقی نیز به تبع مالکیت سهام دارد، می‌تواند سهام خود را به شخصی دیگر اعم از حقیقی یا حقوقی انتقال دهد (تفرشی و شعاریان، ص ۳۳).

بر اساس ماده ۷ اساسنامه نمونه شرکت‌های سهامی عام پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، نقل و انتقال سهام شرکت، تا زمانی که از شرکت بورس اوراق بهادار تهران حذف نشده باشد، منحصراً از طریق شرکت بورس اوراق بهادار تهران امکانپذیر است و تشریفات مربوط به ثبت نقل و انتقال سهام شرکت و ثبت و تغییر نشانی انتقال گیرنده که از معاملات در شرکت بورس اوراق بهادار تهران ناشی می‌شود تابع مقررات شرکت بورس اوراق بهادار تهران خواهد بود.

حق تملک سرمایه شرکت پس از انحلال و تصفیه شرکت، به هر دلیلی و پس از پرداخت دیون و حقوق صاحبان سهام ممتاز، برای سهامداران عادی بوده و شرکا به نسبت سهم خود از دارایی شرکت سهم خواهند برد. مواد ۲۲۴ به بعد لایحه قانونی اصلاح قسمتی از قانون تجارت، ترتیب تقسیم دارایی شرکت را معین کرده است (همان، ص ۴۲).

## ماهیت سهام

در مورد ماهیت سهام عادی دیدگاه‌های مختلفی وجود دارد که عبارتند از:

### سهام عادی سند طلب

مرحوم کاتوزیان، ضمن تفکیک میان سهام بی‌نام و سهام بانام و پذیرش صحت رهن سهام بی‌نام، می‌نویسد: برعکس، در مورد سهام با نام چون در نظر عرف بین سند و موضوع آن یگانگی وجود ندارد، این‌گونه اسناد در حکم سند طلب است، ارزش محتوای آن در زمره اموال غیرمادی است و رهن آن‌ها با توجه به لزوم عین بودن وثیقه درست به نظر نمی‌رسد. اسکینی نیز سهم را طلب شریک از شرکت دانسته و چون مطابق ماده ۲۰ قانون مدنی، طلب طلبکار از مدیون منقول محسوب می‌شود؛ لذا سهام شرکت را جزء اموال منقول قرار داده است. الماسی با اشاره به نقش و ماهیت حقوقی سهام، در تعیین قانون حاکم بر آن‌ها، در قلمرو حقوق بین‌الملل خصوصی و تعارض قوانین، سهام با نام شرکت‌ها را جز دیون (اموال غیرمادی) دانسته و قانون حاکم بر آن‌ها را، قانون اقامتگاه مدیون (شرکت) معرفی کرده‌اند (تفرشی، سکوتی نسیمی، ۱۳۸۳، ص ۴۸).

### سهام بیانگر حقوق و امتیازات مختلف

این دیدگاه سهم را بیان‌گر تمام حقوق مالی و غیرمالی دانسته و در نتیجه کامل شده دیدگاه قبلی است. در این دیدگاه، سهامداران، مالک یا مالکان بنگاه تجاری نیستند. واژه سهم در واقع یک اسم بی‌مسمی و حاکی از یک نامگذاری غلط است؛ زیرا با تأسیس شرکت و تولد شخص حقوقی، مالکیت آورده‌ها به شخص حقوقی انتقال می‌یابد و سهامداران دیگر سهمی از مال مشترک ندارند بلکه حداکثر توصیف حقوقی رابطه آن‌ها با شرکت این است که آن‌ها در حقوق غیرمالی و مالی اشاره شده، سهمیم هستند. بنابراین سهم، بیانگر حق یا امتیاز خاصی برای سهامدار است که در ادبیات حقوقی «حق سهامدار» نامیده می‌شود؛ حقی که خود، در بردارنده امتیازهای گوناگون است. این حقوق و امتیازها که در مجموع از آن‌ها به عنوان «حق دارنده سهام» تعبیر می‌شود، هر چه هست، از دیدگاه حقوقدانان رومی-ژرمنی و حتی کامن لایی، حق عینی توصیف نمی‌شود. در دیدگاه کلاسیک، حق دینی (به تعبیر رومی-ژرمنی) به عنوان حقی که یک شخص نسبت به شخص دیگر دارد، توصیف شده است. البته این توصیف با این انتقاد و ایراد روبرو بوده که سهامدار، طلبکار شرکت نیست و حق مطالبه آورده خود را ندارد. اما این ایراد قابل رد است، با این توضیح که حق دینی اختصاص به دین و طلب به مفهوم خاص خود ندارد و شامل همه حقوقی است که یک شخص نسبت به شخص دیگر دارد و سهامدار نیز، اگر چه بستانکار شرکت نیست- از این جهت که نمی‌تواند آورده یا ارزش سهام خود را از شرکت مطالبه کند- اما دارای حقوق و امتیازاتی بر عهده شرکت به عنوان یک شخص حقوقی است و در صورت نادیده گرفته شدن این حقوق و امتیازات، سهامدار می‌تواند مدیریت شرکت را از طریق مراجع قضایی به رعایت آن‌ها الزام کند (عبدی‌پور فرد، ۱۳۹۱، صص ۱۳۹-۱۳۸).

## سهام عادی بیانگر مالکیت مشاع شرکت

سهام عادی بیانگر مالکیت مشاع شرکت اما نه مالکیت دارایی و اموال شرکت که متعلق به شرکت به عنوان یک شخصیت حقوقی مجزا و مستقل است. بر اساس این دیدگاه، رابطه سهامدار با شرکت، نوعی ملکیت است که موضوع آن خود شرکت و بنگاه است و نه اموال و دارایی آن. شرکت یا بنگاه تجاری در حالی که از یک سو شخصیت حقوقی داشته و خود مالک اموال و دارایی خویش و دارنده حق است، از سوی دیگر خود موضوع حق و مملوک سهامداران است. ولی در رابطه دوم، موضوع مالکیت، مال عینی و ملموس نیست، بلکه به عنوان یک مفهوم ذهنی و اعتباری موضوع مالکیت قرار می‌گیرد و هر یک از اعضا یا سهامداران شرکت به نسبت میزان سهام خود در این مالکیت سهیم و شریک هستند. بدین ترتیب نوعی مالکیت مشاع تحقق می‌یابد که موضوع آن نه یک عین مادی خارجی، بلکه یک مال اعتباری است. مالی که وجود آن در عالم اعتبار فرض می‌شود و مالکیت بر اساس «ارزش تجارت در جریان آن» تقویم و محاسبه می‌شود و ارزش معاملاتی هر سهم نیز به عنوان جزیی از ارزش این کل، در بازار سهام تعیین می‌گردد و آن گاه که دارنده سهام، سهام خود را منتقل و واگذار می‌کند، در واقع، مالکیت خود بر شرکت را با اوصاف یاد شده بعضاً یا کلاً به دیگری انتقال می‌دهد. در این تحلیل، قرارداد واگذاری سهام یک قرارداد تملیکی است و موضوع آن انتقال مالکیت است اگرچه موضوع مالکیت انتقال یافته مال و شیء خارجی نیست، بلکه یک مال اعتباری است. بنابراین اگر مطابق این تحلیل، سهم را بیانگر نوعی رابطه مالکانه تلقی کنیم، خود نوعی حق عینی در مفهوم مدرن است. بدین معنا که معلق این حق عینی، هیچ شیء مادی و خارجی نیست، بلکه سهامدار نسبت به کل شرکت و بنگاه به عنوان یک مفهوم ذهنی و یک مال اعتباری، حق عینی و رابطه مالکیت دارد (همان، ص ۱۳۷).

## برگه سهم یا گواهی نقل و انتقال و سپرده سهام یک مال عینی است

یکی از حقوقدانان ایرانی، با وجود اعتراف به دین بودن حق سهامدار، معتقد است ایجاد برگ سهام، حق با سندی که سهم نامیده می‌شود، توأم و همراه شده و مالکیت سهم عملاً به یک حق عینی بر روی سهم تبدیل شده است و مالیت سهم و مالک بودن سهامدار، یک اصطلاح رایج و عادی حقوق تجارت شده است (ستوده، ۱۳۷۵، ص ۱۰۷، به نقل از باریکلو، ۱۳۸۵، ص ۲۴). با تأمل در بیان بالا معلوم می‌شود که این صاحب نظر، ورقه سهام را در گروه اعیان می‌داند و مانند هر عین دیگر، سهامدار را که مالک سهم می‌شود، دارای یک حق عینی نسبت به آن می‌داند که در واقع، منظور ایشان از حق عینی همان حق مالکیت است (تفرشی و نسیمی سکوتی، ۱۳۸۳، ص ۴۷). غمامی و ابراهیمی نیز در تأیید این دیدگاه می‌نویسند: حقوق ناشی از سهام را باید در دو مرحله طبقه‌بندی کرد: ۱- در مقابل ناشر آن یعنی شرکت سهامی عام و ۲- در مقابل اشخاص ثالث و انتقال‌گیرندگان آن. بر اساس این دیدگاه، سهم که زائیده حقوق قراردادهاست در ابتدا یک حق ناشی از قرارداد و تعهد تلقی شده و پس از ایجاد با انعکاس حقوق آن در ورقه بهادار به یک دارایی عینی تبدیل می‌شود. رواج توثیق سهام بانام در بازار سرمایه بر اساس «دستورالعمل توقیق اوراق بهادار» مصوب ۱۳۸۹ سازمان بورس و اوراق بهادار، به منظور تأمین مالی از جمله اخذ وام از بانک‌ها در حالی است که بسیاری

از حقوق دانان توثیق سهام با نام را صحیح نمی‌دانند. امکان توثیق سهام بانام و عدم وجود هرگونه تردید در این خصوص در بین فعالان بازار، نشان می‌دهد که از منظر آن‌ها میان سند و موضوع آن یگانگی کامل وجود دارد و طرز تلقی حقوق‌دانان با عرف حاکم بر بازار متفاوت است.

همچنین اقتضائات بازار سرمایه که با ورود فناوری و تحولات فرآیند معاملات همراه بوده است نیز به گونه‌ای است که خلاف تصور حقوق‌دانان در خصوص سهام با نام، که معتقد هستند که عرف بین سند و حق مبنایی آن یگانگی قائل نیست، را ثابت می‌کند (غمامی و ابراهیمی، ۱۳۹۱، صص ۱۴۱-۱۳۸).

### سهام یک مال عینی

در بازار سهم و عرف تجارت، سهم به عنوان یک مال تجاری عینی مورد داد و ستد قرار می‌گیرد و وجود بورس سهام در اکثر کشورها، گواه بر این مطلب است. مقایسه سهام با حق ناشی از آن خلط مبحث است، زیرا حق ناشی از سهم بعد از سهامدار شدن است و این حقوق به سهامدار تعلق می‌گیرد. در نتیجه، با توجه به این که در عرف بازار، مال بودن سهم مسلم است و آن در بازار خاص خود، مورد داد و ستد قرار می‌گیرد؛ موضوع معامله سهم، حق سهامدار در شرکت یا آورده سهامدار به شرکت نیست، بلکه طرفین معامله، بدون توجه به حقوق ناشی از سهم و آورده سهامدار به شرکت، با توجه به ارزش و قیمت خود سهام که در بورس اوراق بهادار، عوامل تعیین کننده دارد، سهم را داد و ستد می‌کنند. در مورد عین بودن ماهیت سهم، اگر عین به مال محسوس و مادی حمل گردد، در این صورت نیز سهم عین تلقی نمی‌گردد؛ زیرا سهم وجود مادی ندارد و ورقه سهم، معرف سهم است، مضاف بر اینکه در عرف تجارت، سهم بدون ورقه سهم نیز به وجود آمده است. لکن حمل عین بر مال محسوس، ناشی از کثرت استعمال و غلبه مال محسوس بر مال غیرمادی در عرف سنتی تقسیم اموال است، ولی امروزه، که اموال غیرمادی مانند اطلاعات، دانش فنی، سهام و... به صورت گسترده و زیادی رایج شده است، نباید با توجه به این انس سنتی، عین را تعریف کرد. با این بیان، هر چیزی که خود آن مورد معامله قرار گیرد، عین تلقی می‌گردد. اصولاً کلمه «عین» یک لفظ عربی است که معادل فارسی آن «خود یا اصل» است که نقطه مقابل آن منفعت است؛ بنابراین به نظر می‌رسد که امروزه، در عرف تجارت، سهم به عنوان یک مال عینی پذیرفته شده و مورد داد و ستد قرار می‌گیرد. از دیدگاه عرف، سهم مال عینی است که صرف نظر از آورده سهامدار یا حقوق ناشی از آن، داد و ستد می‌شود، با وجودی که منشأ وجود سهام، آورده سهامدار است و حقوق سهامدار در شرکت، مؤثر در ارزیابی و قیمت آن می‌باشد (باریکلو، ۱۳۸۵، صص ۲۶-۲۵).

### سهم بیانگر مالکیت مشاع در سرمایه یا دارایی‌های شرکت

سهامداران به نسبت سهم خود در سرمایه یا دارایی‌های شرکت، شریک هستند و سهام سند این شراکت محسوب می‌شود. به نظر می‌رسد که این دیدگاه ناشی از تعریف شرکت‌های سهامی عام مبتنی بر تعریف شرکت عقدی در کتب فقهی یا شرکت در حقوق مدنی است. شرکت عقدی، قراردادی است بین دو یا چند نفر تا با مال مشترک آن‌ها معامله و داد

و ستد انجام شود. ثمره چنین قراردادی آن است که طبق قرارداد، تصرف در مال مشترک و کار با آن به هدف کسب سود جایز می‌شود و سود و زیان حاصل به تناسب سرمایه بین شرکا تقسیم می‌گردد. شرکت عقدی به چهار صورت مطرح است که به اعتقاد مشهور فقهای شیعه، تنها صورت اول که به آن «شرکه العنان» یا شرکت در اموال می‌گویند، صحیح است (موسویان، ۱۳۹۰، ص ۲۳۲). همچنین بر اساس ماده ۵۷۱ قانون مدنی شرکت عبارت است از «اجتماع حقوق مالکین متعدد در شیء واحد به نحو اشاعه». طبق این دیدگاه مال مشترک یا شیء واحد، سرمایه یا دارایی‌های شرکت هستند.

اما باید توجه کرد که شرکت‌های سهامی عام با ویژگی‌های خاص خود پدیده جدیدی هستند و سابقه دیرینه ندارند و با شرکت عقدی که در کتب فقهی بحث می‌شود، تفاوت‌های زیادی دارند. شخصیت حقوقی شرکت، مسئولیت محدود شرکا، عدم قابلیت تقسیم شرکت به تقاضای برخی سهامداران و ورود و خروج شرکا تنها از طریق خرید و فروش سهام، اداره شرکت توسط هیئت مدیره و بر اساس رأی اکثریت، عدم توقف فعالیت شرکت با فوت یا جنون برخی از سهامداران و مهم‌تر از همه این‌ها، لزوم رعایت برخی قوانین و مقررات حاکم بر شرکت‌های سهامی که توسط دولت‌ها و مجامع رسمی قانون‌گذاری ابلاغ می‌شود و شرکت‌ها موظف هستند، اساسنامه خود را بر اساس آن‌ها تنظیم کنند و در چهارچوب آن قوانین و مقررات فعالیت کنند، همه این تفاوت‌ها موجب می‌شود شرکت سهامی عام از نظر ماهوی متفاوت از شرکت عقدی مطرح در کتب فقهی باشد (موسویان، ۱۳۹۱، ص ۳۹۲).

آورده شرکا و سهامداران در شرکت‌های سهامی عام، تغییر ماهیت می‌دهد؛ بدین معنا که در این گونه شرکت‌ها به محض تشکیل شرکت، آورده شرکا و صاحبان سهام از دارایی آن‌ها جدا شده و در دارایی شخص حقوقی داخل می‌شود و تا زمانی که تصفیه صورت نگرفته است وثیقه تعهدات شرکت (شخص حقوقی) تلقی می‌گردد. در حالی که در شرکت‌های مدنی، سهم‌الشرکه هر شریک در مالکیت وی باقی می‌ماند و اصالت حقوقی خود را از دست نمی‌دهد. در نتیجه، همان حقوقی که مالک در مالکیت مفروض دارد در مالکیت مشاع نیز دارا خواهد بود. مثلاً اگر غاصبی سهم‌الشرکه شریک را غصب نماید وی به عنوان مالک مال مشاع و به خاطر حق عینی که دارد می‌تواند از طریق مراجعه به دادگاه و طرح دعوی رفع تصرف و رفع مزاحمت، احقاق حق نماید. البته حق عینی مالکیت شریک به واسطه مشاع بودنش حالت انحصاری بودن خود را از دست می‌دهد و باعث می‌گردد که تصرف مادی هر شریک در مال مشاع منوط به اذن دیگر شرکا باشد زیرا شریک مالک جزیی از دارایی شرکت است و این گونه تصرفات و با تصرف در سهم دیگر شرکا ملازمه دارد (احمدی سجادی، ۱۳۸۷، صص ۱۵۱-۱۵۰).

بنابراین در شرکت مدنی (شرکت عقدی) حق شریک در جزء جزء اموال، یا اموال موضوع شرکت شیوع و اشاعه دارد و یک حق عینی است که از آن به مالکیت مشاع تعبیر میشود و بر مبنای آن هرگونه تصرف مادی در اموال موضوع شرکت منوط به اذن و رضایت همه شرکاست و همه تصمیم‌ها در مورد شرکت، باید به اتفاق آرا انجام گیرد. شرکت مدنی شخصیت حقوقی مستقل از شرکا ندارد و صرفاً بیانگر یک نوع رژیم مالکیت است.

اما جوهره و اساس شرکت سهامی عام داشتن شخصیت حقوقی مستقل و متمایز از اشخاصی است که آن را به وجود آورده‌اند. این بدان معناست که حتی اگر شرکا یا مدیران شرکت‌های سهامی عام پیوسته تغییر کنند، شرکت هویت خود

را حفظ می‌کند و لازم نیست فعالیت تجاری آن هرچند گاه با تغییر شرکا، متوقف و از سر گرفته شود. شرکت سهامی عام، یک مؤسسه یا سازمان دارای شخصیت حقوقی است و مالکیت شرکا، به شرکت انتقال می‌یابد و رد طول حیات شرکت، دارایی شرکت مستقل و مجزا از دارایی شخصی شرکاست (عبدی‌پور فرد، ۱۳۹۱، ص ۱۳۴). صرف نظر از نقد وارده در صورتی که سهم بیانگر مالکیت مشاع در سرمایه یا دارایی‌های شرکت باشد بر اساس دیدگاه کمیته تخصصی فقهی سازمان بورس و اوراق بهادار با لحاظ شرایط ذیل می‌تواند اجاره داده شود:

۱- با توجه به اینکه مشهور فقهاء، سهام را نشان‌دهنده مالکیت مشاع دارنده آن از دارایی شرکت می‌دانند، اجاره سهام از نظر فقهی صحیح است. احکام و روابط حقوقی بین ارکان آن، طبق ضوابط مصوب کمیته تخصصی فقهی در موضوع اوراق اجاره<sup>۱</sup> می‌باشد.

۲- دارایی موضوع انتشار اوراق اجاره (شامل دارایی‌های فیزیکی و سهام) باید عرفاً و قانوناً قابلیت اجاره داشته باشند.

۳- شرایط اساسی قرارداد بیع و اجاره باید در متن قراردادهای یاد شده به تفصیل و با صراحت بیان شود که از جمله شامل موارد زیر خواهد بود:

الف) تعیین سهم مشاع دولت از سهام شرکت مورد معامله که در تاریخ معین به صاحبان اوراق منتقل و تملیک می‌شود.

ب) پیش‌بینی شرایط فسخ در قرارداد اجاره به شرط تملیک در موارد عدم ایفای تعهدات دولت که منجر به فسخ قرارداد اجاره شده و می‌توان سهام موضوع اجاره را فروخته و وجوه آن را به صاحبان اوراق داد.

ج) تعیین تکلیف حقوق و منافع سهام در دوره اجاره به شرط تملیک در قرارداد اجاره که می‌تواند تمام یا بخشی از آن به صورت شرط ضمن عقد، متعلق به دولت باشد.

استفاده از اوراق اجاره مبتنی بر سهام در این مصوبه، اختصاصی به دولت نداشته و شرکت‌های غیر دولتی نیز می‌توانند از آن استفاده نمایند (مصوبه کمیته فقهی، ۱۳۹۵/۰۷/۰۷ و ۱۳۹۵/۰۸/۰۵ و ۱۳۹۵/۰۹/۰۳).

۴- تأییدیه صادره در خصوص اجاره دادن سهام از نظر ابعاد فقهی، ناظر به شرایط فعلی شرکت بنا به آخرین صورت‌های مالی حسابرسی شده آنها می‌باشد و از این روی لازم است که شرکتی که تقاضای انتشار اوراق اجاره بر مبنای سهام را دارد، حداکثر تا شش ماه اقدامات لازم جهت انتشار اوراق را انجام دهد (مصوبه کمیته فقهی، ۱۳۹۷/۰۲/۱۹ و ۱۳۹۷/۰۳/۲۳).

۵- ارزش اوراق اجاره درخواست شده نباید از مقدار دارایی‌های فیزیکی قابل اجاره شرکت بیشتر باشد. همچنین باید سازوکاری در نظر گرفته شود که شرکتی که بخشی از دارایی‌های خود را مبنای انتشار اوراق اجاره قرار می‌دهد بدون اذن دارندگان اوراق قادر به فروش آن دارایی‌ها نباشد (همان).

<sup>۱</sup> - جلسات ۴، ۵ و ۶ کمیته تخصصی فقهی در مورخ ۱۳۸۶/۰۳/۲۳، ۱۳۸۶/۰۴/۰۶ و ۱۳۸۶/۰۴/۲۰

## تعریف اوراق اجاره

اوراق اجاره، اوراق بهادار با نام قابل نقل و انتقالی است که نشان دهنده مالکیت مشاع دارنده آن در دارایی مبنای انتشار اوراق اجاره است.

## انواع اوراق اجاره

اوراق اجاره را می‌توان بر اساس معیارهای مختلف طبقه‌بندی کرد. به عنوان نمونه بر اساس انواع قراردادهای اجاره مورد قبول در انتشار اوراق اجاره، انواع آن شامل اجاره به شرط تملیک و اجاره با اختیار فروش دارایی در سررسید اجاره با قیمت معین می‌باشد. هر یک از این انواع اوراق اجاره را می‌توان بر اساس دارایی‌های مختلف منتشر کرد. انواع مختلف دارایی‌های قابل قبول مبنای انتشار اوراق اجاره عبارت است از: زمین، ساختمان و تأسیسات، ماشین‌آلات و تجهیزات، وسایل حمل و نقل و سهام شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران یا فرابورس ایران "مورد تأیید کمیته تخصصی فقهی سازمان بورس و اوراق بهادار (دستورالعمل انتشار اوراق اجاره، ۱۳۹۰/۰۸/۲۳)؛

## ضوابط انتشار اوراق اجاره سهام

۱. در صورتی که تمام یا بخشی از دارایی مبنای انتشار اوراق اجاره، سهام باشد، اتحاد شخصیت حقوقی فروشنده و بانی الزامی است (تبصره ۱ به ماده ۴ دستورالعمل انتشار اوراق اجاره).
۲. ارزش سهام مبنای انتشار اوراق اجاره بر اساس حداقل قیمت پایانی سهام در سه ماهه اخیر تعیین می‌گردد. سهام مذکور نباید در سه ماهه منتهی به ارائه درخواست بیش از ده روز متوقف بوده باشد. در این حالت، سهام مبنای انتشار اوراق اجاره به کد مالکیت نهاد واسط منتقل و وجه آن به حساب بانی منظور می‌گردد. همچنین پس از تسویه نهایی اوراق، سهام مزبور به کد مالکیت بانی منتقل می‌شود (تبصره ۵ به ماده ۱۰ دستورالعمل انتشار اوراق اجاره).
۳. سهام/ سهام مبنای انتشار اوراق که به کد مالکیت نهاد واسط منتقل می‌شود، تا زمان ایفای کامل تعهدات مالی بانی، ممنوع معامله بوده و هرگونه تغییر وضعیت سهام با مجوز سازمان امکان‌پذیر است (تبصره ۶ همان).
۴. در صورتی که سهام، مبنای انتشار اوراق اجاره باشد، بانی به موجب قرارداد اجاره مبنای انتشار اوراق متعهد می‌گردد به هزینه خود و به وکالت از نهاد واسط نسبت به اعمال حق تقدم در پذیرهنویسی سهام جدید جهت افزایش سرمایه اقدام نماید. سهام حاصل از این طریق و نیز هرگونه سهام جدید دیگری که از ابتدای دوره قرارداد اجاره تا تسویه نهایی اوراق، به عنوان جایزه یا از طریق تبدیل مطالبات یا انتقال سود تقسیم نشده یا اندوخته یا عواید حاصل از اضافه ارزش سهام جدید به سرمایه شرکت، حاصل گردد، متعلق به نهاد واسط بوده و در چارچوب قرارداد اجاره مبنای انتشار اوراق، بدون تغییر در مبالغ قرارداد، در اختیار بانی قرار خواهد گرفت (ماده ۱۳ مکرر دستورالعمل انتشار اوراق اجاره).

<sup>۱</sup> این دستورالعمل به موجب مصوبه های مورخ ۱۳۹۴/۰۳/۱۱ و ۱۳۹۴/۰۹/۱۷ شورای عالی بورس و اوراق بهادار و مصوبه های مورخ ۱۳۹۵/۰۸/۱۸ و ۱۳۹۶/۱۰/۲۰ هیئت مدیره سازمان بورس و اوراق بهادار اصلاح گردیده است.

۵. در صورت عدم مشارکت بانی در پذیره‌نویسی سهام ناشی از افزایش سرمایه، وجوه حاصل از فروش حق تقدم استفاده نشده، متعلق به نهاد واسط بوده و پس از تسویه نهایی اوراق، مبلغی معادل وجوه مذکور به بانی پرداخت می‌گردد. نهاد واسط مکلف است تا زمان تسویه نهایی اوراق، وجوه مذکور را اداره نموده و در صورت ایفای کامل تعهدات مالی بانی، عواید حاصل از آن را در سررسید اوراق به وی پرداخت می‌نماید. در صورت عدم ایفای کامل تعهدات توسط بانی وجوه مذکور به دارندگان اوراق تعلق می‌گیرد (تبصره ۱، همان).

۶. به شرط ایفای کامل تعهدات بانی در چارچوب قرارداد اجاره تا مقطع زمانی مربوط، حق دریافت سود، عواید و مطالبات نقدی و همچنین حق حضور در مجامع و حق رأی مربوط به سهام موضوع قرارداد اجاره، به بانی تعلق خواهد گرفت (تبصره ۲، همان).

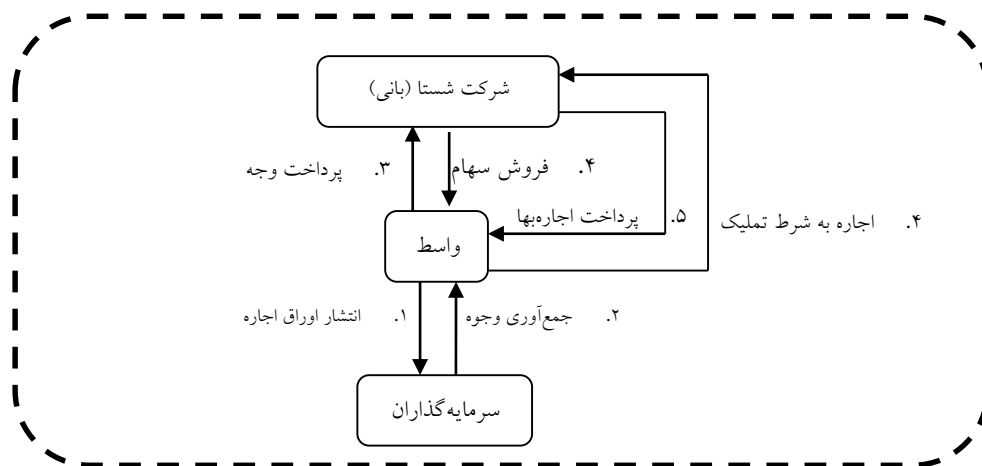
### اوراق اجاره سهام

بر اساس سیاست‌های کلی اصل ۴۴ قانون اساسی دولت می‌تواند برخی دارایی‌های خود مانند سهام شرکت‌های بزرگ را واگذار نماید در نتیجه در صورتی که بتوان این نوع دارایی یعنی سهام را مبنای انتشار اوراق اجاره قرار داد، دولت می‌تواند از آن برای تأمین مالی تسویه بدهی‌های خود استفاده نماید.

بر این اساس، انتشار اوراق اجاره روی سهام دولت در شرکت‌های گروه دوم ماده (۲) قانون اجرای سیاست‌های کلی اصل ۴۴ قانون اساسی پیشنهاد شده است؛ طبق این پیشنهاد، دولت دارایی‌های خود (مثلاً دارایی‌های دولت نزد شرکت مخابرات) که به صورت سهام هستند را فروخته و سپس اجاره به شرط تملیک می‌کند، به این صورت که نهاد واسط با انتشار اوراق اجاره، وجوه سرمایه‌گذاران را جمع‌آوری و قیمت سهام را به دولت پرداخته و آن‌ها را خریداری می‌نماید. سپس دولت با اجاره‌بهای معین دارایی‌های مزبور (سهام شرکت مخابرات ایران) را اجاره به شرط تملیک می‌کند. در نتیجه، سهام دولت به مالکیت صاحبان اوراق درآمده و به نهاد واسط به عنوان وکیل صاحبان اوراق تحویل داده می‌شود و مبلغ اجاره‌بها از جانب دولت و از طریق بودجه سنواتی در اقساط معین به سرمایه‌گذاران پرداخت می‌شود و در نهایت دارایی به ملکیت دولت بر می‌گردد. البته انتشار اوراق اجاره اختصاص به دولت ندارد و بخش خصوصی نیز می‌تواند از آن استفاده نماید.

نمودار ۱، مدل عملیاتی انتشار اوراق اجاره سهام را نشان می‌دهد:





نمودار ۱- مدل عملیاتی انتشار اوراق اجاره سهام

## تجربه انتشار اوراق اجاره سهام

دولت با استناد به رأی کمیته تخصصی فقهی و موافقت سازمان بورس و اوراق بهادار، مجوز انتشار اوراق اجاره تأمین نقدینگی تا سقف ۵۰ هزار میلیارد ریال توسط سازمان تأمین اجتماعی را صادر کرد که با تضمین و تسویه اصل و سود توسط دولت که در بودجه سنوات بعد نیز پیش‌بینی می‌شود، بدهی دولت با سازمان تأمین اجتماعی تسویه شود. پس از بررسی راهکارها و پتانسیل‌های موجود، انتشار اوراق اجاره سهام توسط شرکت سرمایه‌گذاری تأمین اجتماعی به پشتوانه سهام شرکت سرمایه‌گذاری نفت و گاز و پتروشیمی تأمین (تاپیکو) پیشنهاد شد. این اوراق اجاره که توسط شرکت واسط مالی مرداد یکم به ارزش یک هزار میلیارد تومان منتشر و مدت پذیرهنویسی آن از تاریخ ۲۲ تا ۲۳ اسفندماه ۹۶ تعیین شده بود، در نخستین روز پذیرهنویسی به فروش رفت. این اوراق نخستین اوراق اجاره سهام بازار سرمایه بود که شرکت سرمایه‌گذاری تأمین اجتماعی (شستا) برای تأمین نقدینگی خود، با هدف تسویه مطالبات سازمان تأمین اجتماعی اقدام به انتشار آن کرد. سود این اوراق ۲۰ درصد و مدت پرداخت آن هر ۶ ماه یکبار است. ضامن این اوراق بانک رفاه کارگران و با توجه به مذاکرات صورت گرفته، ضمانت اوراق قابل انتقال به دولت است؛ یعنی در سال ۱۳۹۷ این امکان وجود دارد که تضمین بانک با تضمین دولت تعویض شود و در صورت تغییر ضامن مراتب از طریق فرابورس ایران به اطلاع سرمایه‌گذاران خواهد رسید. از دیگر اطلاعات مربوط به اوراق اجاره سهام شرکت واسط مالی مرداد یکم می‌توان به وجود رکن متعهد پذیرهنویسی و بازارگردان آن اشاره کرد که بر این اساس شرکت تأمین سرمایه امین متعهد پذیرهنویس و بازارگردان این اوراق است (سنا، ۱۳۹۶/۱۲/۲۳). در جداول زیر اطلاعات مربوط به این اوراق به صورت خلاصه اشاره شده است:

جدول ۱- مشخصات اوراق اجاره تأمین ۹۷

نام و نوع اوراق: اوراق اجاره سهام شرکت سرمایه‌گذاری تأمین اجتماعی	نماد اوراق: تأمین ۹۷
---	----------------------

مبلغ اسمی هر ورقه: ۱۰۰۰۰۰۰۰ ریال	دوره اجاره: ۱۲ ماه
نرخ اجاره بها: ۲۰ درصد	مواعد پرداخت اجاره: هر شش ماه یک بار از تاریخ انتشار
تعداد کل اوراق: ۱۰۰۰۰۰۰۰۰ ورقه	مبلغ کل اوراق: ۱۰۰۰۰۰ میلیارد ریال
تعداد اوراق پذیرش شده: ۱۰۰۰۰۰۰۰۰ ورقه	مبلغ پذیرش شده: ۱۰۰۰۰۰ میلیارد ریال
تاریخ پذیرش: ۱۳۹۶/۱۲/۲۱	تاریخ سررسید: ۱۳۹۷/۱۲/۲۱
موضوع انتشار اوراق: تسویه مطالبات سازمان تأمین اجتماعی	
مشخصات دارایی: تعداد ۷۰۸۹۸۰۸۹۴۰۱۵۵ سهم شرکت سرمایه‌گذاری نفت و گاز پتروشیمی تأمین اجتماعی (تاپیکو) با قیمت ۱۰۲۶۶ ریال	

## جدول ۲- ارکان اوراق اجاره تأمین ۹۷

نام ناشر: شرکت واسطه مالی مرداد یکم (با مسئولیت محدود)	ارکان اوراق
موضوع فعالیت ناشر: خرید، فروش، اجاره، ساخت و ایجاد دارایی جهت انتشار اوراق بهادار برای تأمین مالی طرح‌های مبتنی بر معاملات موضوع عقود اسلامی، مدیریت وجوه حاصل از انتشار اوراق بهادار و انعقاد قراردادهای مربوطه ضروری در راستای انتشار اوراق بهادار	
نام بانی: شرکت سرمایه‌گذاری تأمین اجتماعی (سهامی عام)	
متعهد پذیرهنویس: شرکت تأمین سرمایه امین (سهامی خاص)	
ضامن: بانک رفاه کارگران (سهامی عام)	
بازارگردان: شرکت تأمین سرمایه امین (سهامی خاص)	
حسابرس: سازمان حسابرسی	
عامل فروش: شرکت کارگزاری صبا تأمین (سهامی خاص)	
عامل پرداخت: شرکت سپرده‌گذاری مرکزی اوراق بهادار و تسویه وجوه (سهامی خاص)	

مراحل بعدی انتشار اوراق اجاره سهام در بیست و ششم اسفند ماه ۱۳۹۶ توسط شرکت سرمایه‌گذاری تأمین اجتماعی در نمادهای «شستا۹۹۱» به تعداد ۷ میلیون ورقه، «شستا۹۹۲» به تعداد ۵ میلیون ورقه، «شستا۹۹۳» و «شستا ۹۹۴» به ترتیب به تعداد ۵ و ۳ میلیون ورقه منتشر شد. این اوراق در نخستین روز از مهلت سه روز پذیرهنویسی توسط سرمایه‌گذاران خریداری شدند. در جداول زیر مشخصات و ارکان این اوراق به صورت خلاصه بیان شده است.

## جدول ۳- مشخصات اوراق اجاره شستا ۹۹۱، ۹۹۲، ۹۹۳ و ۹۹۴

نام و نوع اوراق: اوراق اجاره سهام شرکت سرمایه‌گذاری تأمین اجتماعی	نماد اوراق: شستا ۹۹۱، ۹۹۲، ۹۹۳ و ۹۹۴
مبلغ اسمی هر ورقه: ۱۰۰۰۰۰۰۰ ریال	دوره اجاره: ۳۶ ماه
نرخ اجاره بها: ۲۰ درصد	مواعد پرداخت اجاره: هر شش ماه یک بار از تاریخ انتشار
تعداد کل اوراق: ۲۰۰۰۰۰۰۰۰ ورقه	مبلغ کل اوراق: ۲۰۰۰۰۰ میلیارد ریال
تعداد اوراق پذیرش شده: ۲۰۰۰۰۰۰۰۰ ورقه	مبلغ پذیرش شده: ۲۰۰۰۰۰ میلیارد ریال
تاریخ انتشار: ۱۳۹۶/۱۲/۲۶	تاریخ سررسید: ۱۳۹۹/۱۲/۲۶
موضوع انتشار اوراق: تسویه مطالبات سازمان تأمین اجتماعی	
تعداد ۱۵۰۱۸۶۰۰۲۸۰۸۵۴ سهم شرکت سرمایه‌گذاری نفت و گاز پتروشیمی تأمین اجتماعی (تاپیکو) با قیمت ۱۰۳۱۷ ریال	

جدول ۴- ارکان اوراق اجاره شستا ۹۹۱، ۹۹۲، ۹۹۳ و ۹۹۴

ارکان اوراق	نام ناشر: شرکت واسط مالی مرداد یکم (با مسئولیت محدود)
	موضوع فعالیت ناشر: خرید، فروش، اجاره، ساخت و ایجاد دارایی جهت انتشار اوراق بهادار برای تأمین مالی طرح‌های مبتنی بر معاملات موضوع عقود اسلامی، مدیریت وجوه حاصل از انتشار اوراق بهادار و انعقاد قراردادهای مربوطه ضروری در راستای انتشار اوراق بهادار
	نام بانی: شرکت سرمایه‌گذاری تأمین اجتماعی (سهامی عام)
	متعهد پذیره‌نویس: شرکت تأمین سرمایه امین (سهامی خاص)
	ضامن: بانک رفاه کارگران (سهامی عام) بانک توسعه تعاون و سهام وثیقه
	بازارگردان: شرکت تأمین سرمایه امین (سهامی خاص)، شرکت تأمین سرمایه کاردان (سهامی خاص)، شرکت تأمین سرمایه سپهر (سهامی خاص)، شرکت تأمین سرمایه نوین (سهامی خاص)
	حسابرس: سازمان حسابرسی
	عامل فروش: شرکت کارگزاری صبا تأمین (سهامی خاص)
	عامل پرداخت: شرکت سپرده‌گذاری مرکزی اوراق بهادار و تسویه وجوه (سهامی خاص)

## نتیجه‌گیری

انتشار اوراق اجاره سهام یکی از دستاوردهای بزرگ بازار سرمایه در سال‌های اخیر بوده و تحول بنیادینی در نظام تأمین مالی از طریق بازار سرمایه ایجاد کرده است. اینک بعد از گذشت تقریباً یک دهه از انتشار این ابزار در بازار سرمایه بر اساس دارایی‌های فیزیکی، به دلیل ایجاد چالش‌هایی برای ناشران به ویژه دولت در جهت استفاده از این ابزار مالی، انتشار اوراق اجاره مبتنی بر دارایی‌های مالی از قبیل سهام مطرح شده و با شروطی به تصویب کمیته تخصصی فقهی رسیده است. همچنین، بر اساس این شروط دستورالعمل انتشار اوراق اجاره اصلاح گردیده و تاکنون ۲ بار شرکت‌ها با استفاده از سهام اقدام به انتشار اوراق اجاره نموده‌اند. ابزار مالی جدید یعنی اوراق اجاره سهام در واقع نسل دوم اوراق اجاره و مبتنی بر دارایی‌های مالی است.

## منابع و مأخذ

۱. باریکلو، علیرضا (۱۳۸۵)، «ماهیت سهم و بازخرید آن توسط صادرکننده»، پژوهشنامه حقوق و علوم سیاسی، شماره ۱.
۲. تفرشی، محمد عیسی و رضا سکونی نسیمی (۱۳۸۳)، «بیع سهام شرکت‌های سهامی»، علوم اجتماعی و انسانی دانشگاه شیراز، دوره ۲۱، شماره ۲.
۳. سازمان بورس و اوراق بهادار، انتشار اوراق اجاره و منفعت مبتنی بر سهام، مصوبه کمیته تخصصی فقهی، ۱۳۹۵/۰۹/۰۳.
۴. سازمان بورس و اوراق بهادار، دستورالعمل انتشار اوراق اجاره سهام، ۱۳۹۰/۰۸/۲۳.
۵. سازمان بورس و اوراق بهادار، مصوبه کمیته تخصصی فقهی، اوراق اجاره سهام، ۱۳۹۵/۰۹/۰۳.
۶. سید احمدی سجادی، سید علی (۱۳۷۸)، «مقایسه شرکت مدنی و شرکت تجاری در حقوق ایران»، مجتمع آموزش عالی قم، شماره ۴.
۷. عبدی‌پور فرد، حسن (۱۳۹۱)، مباحث تحلیلی از حقوق تجارت، قم: پژوهشگاه حوزه و دانشگاه، چاپ اول.
۸. غمامی، مجید و مریم ابراهیمی (۱۳۹۱)، «ماهیت حقوقی سهام پذیرفته شده در بورس»، مطالعات حقوق تطبیقی، دوره ۳، شماره ۲.
۹. محقق داماد، سید مصطفی و دیگران (۱۳۸۹)، حقوق قراردادهای در فقه امامیه، قم: پژوهشگاه حوزه و دانشگاه، چاپ اول، جلد دوم.
۱۰. موسویان، سید عباس و حسن بهاری قراملکی (۱۳۹۱)، مبانی فقهی بازار پول و سرمایه، تهران: دانشگاه امام صادق (ع)، چاپ اول.
۱۱. موسویان، سید عباس و حسین حسن‌زاده (۱۳۹۳)، تحلیل سهام عادی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران در جایگاه مبیع در عقد بیع، تحقیقات مالی اسلامی، سال چهارم، شماره اول (پیاپی ۷)، پاییز و زمستان ۱۳۹۳.

۱۲. International Monetary Fund, World Bank, Developing Government Bond Markets: A Handbook, September 21, 2001.

۱۳. National Treasury Department, Debt Management Report, Republic of South Africa, Desember, 2011.