فصلنامه علمی _ترویجی اقتصاد و بانکداری اسلامی، شماره بیست و چهارم، پاییز ۱۳۹۷ - صفحات ۱۶۷-۱۴۹

چالش‌های کارکردی و فقهی انتشار اوراق مشارکت ریالی در ایران[۱]

محمد مهدی عسگری[۲]
محسن محمدزاده*[۳]

تاریخ دریافت:۱۳۹۶/۱۱/۲۴ **تاریخ پذیرش:۱۳۹۶/۰۶/۲۱**

چکیده

صکوک مشارکت، یکی از ابزارهای تامین مالی طرح‌های بخش دولتی و خصوصی است که انتشار آن در کشورهای مختلفی رواج دارد. بنا به نظر برخی محققان، ایران اولین کشوری بود که از صکوک برای تامین مالی پروژه‌ها و طرح‌ها استفاده کرد و اوراق مشارکت شهرداری تهران در سال ۱۳۷۳، اولین صکوکی بود که در سیستم مالی و اقتصادی جهان انتشار یافت. از ابتدای انتشار این اوراق تا به امروز، ساخت و ماهیت فقهی اوراق مشارکت از سویی و کارکردهای اقتصادی این اوراق از سوی دیگر، همواره مورد مناقشه صاحب نظران و اقتصاددانان بوده است. در پژوهش حاضر، سعی شده است تا با توجه به قوانین و آمارهای موجود، مهم‌ترین چالش‌های فقهی و اقتصادی اوراق استخراج و ارائه گردد و در پایان، سیاست‌هایی برای بهبود کارایی این اوراق پیشنهاد شود.

واژگان‌کلیدی: اوراق مشارکت، عقد شرکت، پایه پولی، نقدینگی
طبقه‌بندی JEL: G32, G28

۱.مقاله پیش‌رو، مستخرج از رساله کارشناسی ارشد نویسنده دوم در دانشگاه امام صادق علیه السلام است.

۲. دانشیار دانشکده معارف اسلامی و اقتصاد دانشگاه امام صادق(ع) M.mahdi.askari@gmail.com
۳. فارغ التحصیل کارشناسی‌ارشداقتصاد دانشگاه امام صادق(ع) Mohammadzadeh.mohsen66@gmail.com

[Downloaded from mieaoi.ir on 2026-11-04]

۱-مقدمه

انباشت سرمایه و سرمایه‌گذاری چه از لحاظ تاریخی و چه از لحاظ فنی، یکی از مهم‌ترین عوامل فرایند توسعه صنعتی است. رقابت واقعی در دنیای امروز، رقابت بر سر جذب سرمایه است. جذب سرمایه و در پی آن سرمایه‌گذاری است که به مفاهیمی چون اشتغال، تولید، صادرات، رشد اقتصادی، و.. معنا می‌دهد. در این میان، یکی از مهم‌ترین بخش‌هایی که ذیل مفهوم سرمایه، تجلی می‌یابد، منابع مالی است. در ساختار اقتصادی یک کشور، سیستم مالی، وظیفه‌ی تامین مالی فعالیت‌های اقتصادی را برعهده دارد. در یک سیستم مالی، صاحبان وجوه مازاد از طریق موسسات مالی و یا بازارهای پول و سرمایه، منابع خود را در اختیار متقاضیان قرار می‌دهند. بر همین اساس، دولت نیز یکی از متقاضیان عمده وجوه مازاد می‌باشد (میشکین[1]، ۲۰۱۲).

برای بررسی روش‌های تامین مالی دولت در ساختار اقتصاد ایران، باید تفاوتی میان سال‌های قبل از انقلاب و سال‌های پس از آن قائل شویم. پیش از انقلاب اسلامی ایران، دولت با انتشار اوراق قرضه و اسناد خزانه از طریق بانک‌ها، اقدام به استقراض عمومی برای انجام طرح‌های خود می‌نمود. اما با وقوع انقلاب اسلامی ایران، تحولاتی در ساختار اداره کشور، ایجاد گردید. در همین راستا، با تصویب قانون عملیات بانکداری بدون ربا در سال ۱۳۶۲، سیستم بانکی کشور دچار تغییراتی شد. با حذف اوراق بهادار ربوی مانند اوراق قرضه و اسناد خزانه از سیستم اقتصادی و آغاز بازسازی کشور در سال‌های پس از جنگ، لزوم طراحی مکانیزمی غیرربوی برای تامین مالی طرح‌های دولت و نهادهای عمومی از طریق استقراض عمومی، احساس گردید و در همین راستا، اولین اوراق مشارکت در سال ۱۳۷۳ توسط شهرداری تهران منتشر شد که انتشار این نوع اوراق، تا به امروز نیز ادامه دارد. اما آن‌چه بیش از پیش ضروری به نظر می‌رسد، آسیب‌شناسی عملکرد این اوراق است. تحقق این امر، راهنمایی مناسب برای ارتقای کارکرد این اوراق و دیگر اوراق مشابه در ساخت مالی و اقتصادی کشور ارائه خواهد داد. در پژوهش پیش‌رو، تلاش شده است تا با تکیه بر سابقه‌ی انتشار اوراق قرضه و اسناد خزانه در کشور و بستر قانونی انتشار اوراق مشارکت، چالش‌های فقهی و اقتصادی اوراق مشارکت استخراج و ارائه گردد تا از این رهگذر، بتوان به راهکارهایی برای ارتقای سطح کارایی این اوراق در سیستم اقتصادی کشور، دست یافت.

۲- ادبیات موضوع

در این بخش، سابقه انتشار قرضه در ایران به عنوان بستری اقتصادی برای انتشار اوراق مشارکت، به اختصار بیان می‌گردد.

1.Mishkin

[Downloaded from mieaoi.ir on 2026-11-04]

۲-۱- بررسی سابقه‌ی انتشار اوراق قرضه و اسناد خزانه در سال‌های پیش از انقلاب

۲-۱-۱- اسناد خزانه سال ۱۳۲۰

برای اولین بار در ایران، اوراق قرضه و اسناد خزانه به موجب ماده ۲ اصلاح قانون بودجه‌ی سال ۱۳۲۰ کل کشور انتشار یافت. براساس این ماده، وزارت دارایی وقت مجاز شد که ۴۰۰ میلیون ریال اسناد خزانه با سررسیدهای چهار ماهه منتشر نماید. این اوراق با اقبال عمومی مواجه نگردید و سرانجام سازمان‌های دولتی مجبور به خرید این اوراق شدند(ذوقی، ۱۳۷۶).

۲-۱-۲ اسناد خزانه سال ۱۳۲۲

تجربه دوم انتشار اوراق قرضه و خزانه در ایران، به سال ۱۳۲۲ برمی‌گردد. در ۲۷ شهریورماه سال مذکور، وزارت دارایی مجاز گردید که تنها برای پرداخت مطالبات بانک ملی از دولت، تا سقف ۲۰۰ میلیون ریال اسناد خزانه منتشر نماید (رحیمی‌فر، ۱۳۸۲).

۲-۱-۳- اوراق قرضه ملی

در سال ۱۳۳۰ با تصویب لایحه ای در مجلس شورای ملی، دولت مجوز انتشار اوراق قرضه به میزان ۲ میلیارد ریال را کسب نمود. هدف از انتشار این اوراق، تامین مالی امور مربوط به ملی شدن صنعت نفت بود و نرخ بهره این اوراق نیز شش درصد تعیین گردید. دولت توانست در این مقطع، حدود ۵۰ میلیون ریال از اوراق منتشره را به فروش رساند که در مقایسه با تجربه‌های قبلی، نوعی موفقیت عنوان شد.(ذوقی، ۱۳۷۶)

۲-۱-۴- لایحه انتشار سه میلیارد ریال اسناد خزانه در سال ۱۳۴۱

با توجه به فضای سیاسی حاکم در نیمه دوم دهه ۱۳۳۰ و اوایل دهه ۴۰، حرکت خاصی در زمینه انتشار اوراق خزانه و قرضه صورت نگرفت. اما در ۹ آبان ۱۳۴۱، دولت وقت اجازه انتشار سه میلیارد ریال اسناد خزانه را به وزارت دارایی داد. در راستای اجرای این مصوبه، در تیرماه سال ۱۳۴۲ اسناد خزانه با مدت‌های سه ماه، شش ماه و یک سال در قطعات ده هزار ریالی با بهره ۶ در صد برای فروش عرضه گردید. با توجه به تفاوت نرخ بهره‌ی این اوراق و سپردهای ثابت، نزدیک به ۲,۴ میلیارد ریال از این اوراق در ۹ ماه آخر سال ۱۳۴۲ به فروش رسید که نشانگر استقبال مناسب صاحبان سرمایه از این اوراق است. نرخ بهره‌ی سپردهای ثابت سه ماهه، شش ماهه و یک ساله در آن ایام، ۳,۵ و ۴,۵ درصد بود که تفاوت قابل توجهی با نرخ بهره اوراق خزانه داشت.(ذوقی، ۱۳۷۶)

۲-۱-۵- اوراق قرضه دفاعی

براساس قانون بودجه سال ۱۳۴۶ و با هدف تقویت بنیه دفاعی و اجرای برنامه‌های عمرانی کشور، وزارت دارایی اجازه یافت که تا سقف ۱۰ میلیارد ریال اوراق قرضه منتشر نماید. مدتی بعد، طی

[Downloaded from mieaoi.ir on 2026-11-04]

مصوباتی، انتشار این اوراق در خارج کشور نیز میسر گشت و بانک مرکزی نیز مجاز به خرید این اوراق شد(رحیمی‌فر، ۱۳۸۲).

۲-۱-۶- اوراق قرضه بانک کشاورزی

در ۱۵ تیرماه سال ۱۳۴۶ بانک کشاورزی اجازه یافت که برای تامین اعتبار مورد نیاز جهت امور کشاورزی و عمرانی کشور اوراق بهاداری به نام اوراق قرضه بانک کشاورزی به میزان حداکثر سه میلیارد ریال و با بهره ۶٫۵ درصد به مدت سه سال و ۷ درصد به مدت ۵ سال منتشر نماید. به علت عدم استقبال عمومی حدود ۹۹ درصد از کل اوراق مزبور به موسسات دولتی و بانک‌ها فروخته شد و انتشار مابقی متوقف گردید(ذوقی، ۱۳۷۶).

۲-۱-۷- تصویب قانون انتشار اسناد خزانه و اوراق قرضه

در مهرماه ۱۳۴۸ قانون انتشار اسناد خزانه و اوراق قرضه از تصویب مجلس گذشت. تمرکز و به کارگیری سرمایه‌های کوچک مردم و جبران کمبود درآمدهای دولت از جمله اهداف قانون مزبور بود. با تصویب این قانون، قانون انتشار اسناد خزانه مصوب سال ۱۳۴۳ و همچنین قانون انتشار اوراق قرضه دفاعی سال ۱۳۴۶ ملغی گردید(رحیمی‌فر، ۱۳۸۲). از آن تاریخ به بعد، مجوز انتشار اوراق دیگری نظیر اوراق عباس‌آباد ، گسترش مالکیت واحدهای تولیدی و ... به تصویب رسید، لیکن قانون انتشار اسناد خزانه و اوراق قرضه مصوب سال ۱۳۴۸ و اصلاحیه آن در سال ۱۳۵۰ به قوت خود باقی بود و پس از آن قانونی تدوین نگردید. براساس این قانون، میزان اسناد خزانه در گردش هیچ وقت نباید از یک دهم هزینه‌های مصوب در بودجه کشور و میزان اوراق قرضه در گردش نباید از جمع درآمدهای عمومی و برنامه که در سال مالی قبل وصول شده، تجاوز نمایند.

۲-۲- بررسی سابقه‌ی انتشار اوراق قرضه در سال‌های پس از انقلاب

پس از انقلاب اسلامی ایران، ربوی بودن اوراق قرضه و اسناد خزانه، بسیار مورد توجه قرار گرفت. شورای انقلاب در آذر ۱۳۵۸، به دولت اجازه داد که مبلغ ۳۵۰ میلیارد ریال اوراق قرضه بدون جایزه منتشر نماید تا از این طریق، بخشی از مطالبات بانک مرکزی که به تضمین سازمان برنامه و بودجه بود را پرداخت نماید (ذوقی،۱۳۷۶:ص ۴۲ و رحیمی‌فر،۱۳۸۲، ص: ۸۸).

پس از تصویب قانون عملیات بانکی بدون ربا در شهریور ماه ۱۳۶۲ که از ابتدای سال ۱۳۶۳ اجرائی گردید و مطرح شدن مسائلی نظیر غیرشرعی بودن پرداخت بهره اوراق قرضه به بخش خصوصی(به صورت درصدی معین و از پیش تعیین شده) و عدم پرداخت اصل مبلغ برخی اوراق منتشر شده در سال‌های پیش از انقلاب، کم‌کم اوراق قرضه جایگاه خود را سیستم مالی کشور از دست داد. این‌گونه مسائل در کنار تصویب قانون عملیات بانکداری بدون ربا، ساختار اقتصادی کشور

[Downloaded from mieaoi.ir on 2026-11-04]

را به سوی انتشار اولین اوراق بهادار اسلامی سوق داد که در بخش‌های بعدی، توضیحات بیشتری در این زمینه ارائه می‌گردد.

۳- پیشینه ی پژوهش

با توجه به سابقه بیست ساله انتشار اوراق مشارکت در ایران، این مساله سبب شده است که مقالات و پژوهش‌های زیادی در این زمینه انجام شود. در این بخش به گزیده‌ای از مهم‌ترین پژوهش‌ها در این زمینه اشاره می‌کنیم. ذوقی (۱۳۷۶) در کتاب خود سعی نموده است به برخی چالش‌های قانونی انتشار اوراق مشارکت بپردازد. مومن (۱۳۷۸)، در گفتاری تلاش نموده است که به برخی ابهامات فقهی انتشار اوراق مشارکت پاسخ دهد. هادوی تهرانی (۱۳۷۸) در مقاله خود، با بررسی مفهوم ربا، تفاوت‌های اروراق قرضه و مشارکت را بیان کرده و در پایان، نگاهی به چالش‌های فقهی اوراق مشارکت داشته است. شیروی (۱۳۸۱)، در مقاله‌ی خود، ضمن بررسی برخی چالش‌های فقهی انتشار اوراق مشارکت، چنین استدلال می‌نماید که اوراق مشارکت یک تاسیس حقوقی و فقهی نوین است. رحیمی‌فر(۱۳۸۲)، ضمن بررسی کلی عملکرد انتشار اوراق مشارکت، به برخی از چالش‌های فقهی و اقتصادی آن اشاره کرده است و در پایان، روشی برای برآورد حجم مطلوب انتشار اوراق مشارکت طرح‌های عمرانی، ارائه کرده است. موسویان (۱۳۹۰)، در مقاله‌ی خود، ضمن بررسی ماهیت فقهی اوراق، برخی چالش‌های فقهی و اقتصادی اوراق مشارکت را تشریح کرده است و با ارائه‌ی یک مدلAHP ، مهم‌ترین آسیب‌های موجود را رتبه‌بندی نموده است.

۴- بررسی جایگاه قانونی انتشار اوراق مشارکت در ایران با نگاهی به سوابق آن

در این بخش برآن هستیم تا با تحلیل و بررسی بستر قانونی انتشار اوراق مشارکت در ایران، به تصویری از پیکره قانونی و حقوقی انتشار اوراق مشارکت دست یابیم. این روش بررسی، ما را در شناخت هر چه بیشتر چالش‌های فقهی و اقتصادی انتشار اوراق مشارکت یاری خواهد نمود.

۴-۱-بررسی جایگاه اوراق مشارکت در برنامه‌های پنج‌ساله توسعه اقتصادی

در برنامه اول توسعه اقتصادی(۱۳۷۲-۱۳۶۸) پیش‌بینی قابل تأملی در مورد استقراض عمومی ذکر نگردید و با توجه به تبصره‌ای ۱ و ۲ این قانون، بخش عمده‌ای از کسر بودجه دولت با تکیه بر استقراض از سیستم بانکی و بانک مرکزی تأمین گردید. نقطه عطف آغاز بهره‌گیری از اوراق مشارکت در ساختار مالی کشور، به سال‌های تدوین برنامه دوم توسعه (۱۳۷۸-۱۳۷۴) برمی‌گردد. در این برنامه، براساس بندهای ۲-۱-۱و ۲-۲-۱ سیاست‌های کلی آن، انتشار اوراق مشارکت، اوراق سرمایه‌گذاری و اوراق مشارکت کوتاه‌مدت به عنوان یکی از روش‌های کارآمد

[Downloaded from mieaoi.ir on 2026-11-04]

سیاست‌های پولی و مالی ذکر گردید. در این قانون، ذیل تبصره‌ی ۸۵ آن، به وزارت مسکن و سازمان ملی مسکن اجازه داده شد که با هدف تجهیز سرمایه در بخش مسکن از طریق بانک مسکن، به انتشار و فروش اوراق مشارکت اقدام نماید. اجازه انتشار اوراق مشارکت به بانک مرکزی، ماده‌ای بود که در برنامه‌های سوم و چهارم توسعه، به آن اشاره شد. در قانون برنامه پنجم توسعه(۹۴-۹۰) با قید ماده ۷۴ در این قانون، بانک مرکزی اجازه یافت که به منظور تأمین مالی پروژه‌های زیربنایی توسعه‌ای، نسبت به صدور اوراق مشارکت ارزی اقدام نماید.

۴-۲- بررسی‌روند تدوین قانون انتشار اوراق مشارکت

در سال ۱۳۷۳، شهردار وقت تهران به دنبال راهی برای تامین مالی بزرگراه نواب بود. در همین راستا، شهرداری تهران، پیشنهاد پیش‌فروش واحدهای ساختمانی طرح را مطرح کرد که با مخالفت‌هایی روبرو شد. سپس بانک مرکزی، پیشنهاد انتشار اوراق مشارکت را مطرح نمود که مورد قبول شهرداری تهران واقع گردید. لذا برای تحقق این هدف، مقررات ناظر بر انتشار اوراق مشارکت در تاریخ ۱۳۷۳/۴/۴ در شورای پول و اعتبار به تصویب رسید که منجر به انتشار اولین اوراق مشارکت در مهرماه ۱۳۷۳ گردید (کرباسچی، مصاحبه شخصی، ۱۳۹۲).

وجود مشکلاتی نظیر اعطای اختیاراتی خارج از وظیفه به بانک مرکزی و عدم هماهنگی قوانین ومقررات مذکور با سایر قوانین بالادستی، باعث شد که لایحه انتشار اوراق مشارکت در سال ۱۳۷۴ توسط دولت تهیه و به مجلس شورای اسلامی تقدیم گردد. پس از مطالعات و بررسی کمیسیون‌های مختلف مجلس، سرانجام در شهریور ماه سال ۱۳۷۶ قانون نحوه انتشار اوراق مشارکت از تصویب مجلس شورای اسلامی گذشت.آیین‌نامه اجرایی این قانون در مرداد ماه سال ۱۳۷۷ به تصویب هیات وزیران رسید و بدین‌ترتیب قانون جامعی فراهم گردید. البته این قانون و آیین‌نامه اجرایی آن نیز در سال‌های پس از تصویب خود دچار تغییرات و اصلاحاتی گردید. اما قانون مزبور، همچنان تنها قانون مرجع در زمینه انتشار اوراق مشارکت است.

۴-۳- ارائه‌ی تغییرات صورت گرفته در قانون و آیین‌نامه‌ی اجرایی انتشار اوراق مشارکت پس از تصویب آن‌ها

قانون انتشار اوراق مشارکت در سال ۱۳۷۶ با سیزده ماده به تصویب رسید. اما در ۱۳۷۹/۱۲/۷، ماده (۱۲) به این قانون اضافه گردید و شماره مواد (۱۲) و (۱۳) به (۱۳) و (۱۴) تغییر پیدا کرد. (روزنامه رسمی، ۱۳۸۰/۱/۲) در مورخ ۹۰/۱۲/۱۰ نیز هیات وزیران با اصلاح ماده ۱۱ آیین‌نامه اجرایی انتشار اوراق مشارکت، این اجازه را به ناشر داد تا در صورت عدم‌فروش صددرصد اوراق مشارکت، وجوه گردآوری شده را با مجوز بانک مرکزی برداشت کند.

[Downloaded from mieaoi.ir on 2026-11-04]

۴- ۴- بررسی جایگاه سیاست‌های پولی در ساختار انتشار اوراق مشارکت در ایران

با نگاهی به قوانین برنامه، قانون انتشار اوراق مشارکت و آیین‌نامه اجرایی آن، می‌توان گفت که شورای پول و اعتبار در قالب سیاست‌های پولی، قواعد و ضوابطی را برای انتشار اوراق مشارکت تعیین می‌کند. در این بخش، سیاست‌های پولی را از این زاویه مورد بررسی قرار می‌دهیم. با نگاهی به این سیاست‌ها، می‌توان موارد زیر را از جمله کارکردهای این سیاست‌ها در ساختار انتشار اوراق مشارکت در ایران برشمرد:

۴-۴-۱-تعیین سقف انتشار و سود علی‌الحساب اوراق مشارکت بانک مرکزی

با توجه به سیاست‌های پولی می‌توان این نکته را دریافت که تا پیش از سال ۸۸، سقف اوراق مشارکت بانک مرکزی در قالب سیاست‌های پولی ابلاغ می‌گردید. نرخ سود علی‌الحساب نیز تا پیش از سال ۹۰، در قالب سیاست‌های پولی تعیین می‌شد. این اختیارات از آن تاریخ به بعد، مقید به صلاحدید رئیس کل بانک مرکزی گردید.

۴-۴-۲- تعیین سقف انتشار اوراق مشارکت ذیل تبصره ۲ ماده ۴ قانون انتشار اوراق مشارکت

با نگاهی به سیاست‌های پولی می‌توان دریافت که تا پیش از سال ۸۵، شورای پول و اعتبار اقدام به تعیین سقف برای این اوراق می‌نمود. اما از سال ۸۵ تا سال ۸۸، هیچ عبارتی که مستقیم یا غیرمستقیم به این مسأله اشاره کند، وجود ندارد. اما در سال ۸۹ و ۹۰ با توجه به قانون بورس اوراق بهادار و مواد ۲۶ و ۲۷ این قانون، بانک مرکزی با ذکر عبارات ذیل اقدام به تعیین سقف برای انتشار اوراق مشارکت نمود (قانون بازار اوراق بهادار جمهوری اسلامی ایران، ۱۳۸۴)

الف- "سقف قابل انتشار اوراق مشارکت(موضوع بانک‌ها، شهرداری‌ها و دولتی‌ها) دارای مجوز بانک مرکزی"

ب-" سقف انتشار اوراق مشارکت موضوع تبصره ذیل ماده ۴ قانون نحوه انتشار اوراق مشارکت برای اوراق منتشره با مجوز سازمان بورس اوراق بهادار".

۴-۵- سایر قوانین موجود در زمینه اوراق مشارکت

در کنار قوانین مذکور در بندهای پیشین می‌توان گفت که قوانین زیر نیز در تعیین پیکره حقوقی اوراق مشارکت موثر هستند:

- قوانین بودجه سالانه
- مادۀ (۱۷) قانون تنظیم بخشی از مقررات تسهیل نوسازی صنایع کشور
- آیین‌نامه اجرایی ماده ۱۷ قانون تنظیم بخشی از مقررات تسهیل نوسازی صنایع کشور و اصلاح ماده (۱۱۳) قانون برنامه سوم توسعه

[Downloaded from mieaoi.ir on 2026-11-04]

- قانون بازار اوراق بهادار جمهوری اسلامی ایران

۵- چالش‌های فقهی انتشار اوراق مشارکت ریالی در ایران

قانون انتشار اوراق مشارکت در شهریور ماه ۱۳۷۶ به تصویب مجلس رسید و پس از آن، تایید شورای نگهبان را به دنبال داشت. با نگاهی به قانون انتشار اوراق مشارکت و آیین‌نامه اجرایی آن، خواهیم دید که در این دو متن قانونی، مبنای حقوقی و فقهی انتشار اوراق مشارکت بیان نشده است. بیشتر صاحب‌نظران در حوزه صکوک و اوراق بهادار بر این باورند که اوراق مشارکت با ارکان عقد شرکت مطابقت دارد؛ بنابراین، ماهیت قرارداد مشارکت، عقد شرکت است (موسویان،۱۳۸۶؛ هادوی تهرانی، ۱۳۷۸؛ عاقلی کهنه‌شهری،۱۳۸۴؛ مومن، ۱۳۷۸) البته گروهی نیز آن را به مضاربه تشبیه می‌کنند(پاسبان،۱۳۸۶). شیروی(۱۳۸۱) نیز معتقد است که فروش اوراق مشارکت عقدی نوظهور و از مصادیق ماده ۱۰ قانون مدنی می‌باشد.

مقصود نگارنده از این مقدمه این است که با توجه به مطالب پیشین، تحلیل اوراق مشارکت در این بخش، مبتنی برفقه امامیه و با پذیرفتن عقد شرکت، به عنوان عقدی مستقل، ارائه خواهد شد. لاجرم تحلیل اوراق مشارکت مبتنی برقانون مدنی، سایر تفاسیر از شرکت و اوراق مشارکت، خود موضوعات دیگری است که با وجود آثاری اندک در این زمینه، نیازمند تفسیر و تحلیلی عمیق‌تر می‌باشد.

۵-۱- تحلیل فقهی مفاد قانون انتشار اوراق مشارکت و آیین‌نامه اجرایی آن

با نگاهی به قانون و آیین‌نامه اجرایی انتشار اوراق مشارکت می‌توان چند مساله مهم و چالش برانگیز فقهی ذیل را مورد بررسی قرار داد:

۵-۱- عرضه اوراق در بازار اولیه

۵-۲- خرید و فروش اوراق در بازار ثانویه

۵-۳- قیمت اسمی اوراق و سهم دارندگان اوراق از سود کل

۵-۴- تضمین اصل سرمایه یکی از شرکاء توسط دیگر شرکاء

۵-۵- تضمین پرداخت سود حتی در صورت عدم تحقق سود

۵-۶- بررسی اذن وکالت خریداران اوراق مشارکت به ناشر

۵-۷- مبهم بودن سهم هر یک از شرکاء از کل سود

در ادامه هر یک از مسائل فوق به اختصار مورد طرح و بررسی قرار می‌گیرد.

۵-۱- عرضه اوراق در بازار اولیه

قانونگذار در صدر ماده ۲ قانون انتشار اوراق مشارکت، اعطای اوراق به متقاضیان را به "واگذاری اوراق" تعبیر نموده است و در ذیل ماده، از عبارت "خرید و فروش" اوراق استفاده نموده

[Downloaded from mieaoi.ir on 2026-11-04]

است. تعبیر صدر ماده را می‌توان به اعطای اوراق در بازار اولیه تعبیر نمود و عبارت ذیل ماده، به خرید و فروش در بازار ثانویه، اطلاق دارد. این مساله در حالی است که در مواد مختلفی از آیین‌نامه اجرایی این قانون، (مانند مواد ۱،۳،۱۷) از تعبیر "فروش" برای واگذاری اوراق در بازار اولیه استفاده نموده است. موسویان (۱۳۹۰) معتقد است که استفاده از لفظ "فروش" برای واگذاری اوراق در بازار اولیه مناسب نیست.

۵-۲- خرید و فروش اوراق در بازار ثانویه

ذیل این بحث، چند مساله قابل بررسی است. اول این‌که استفاده از لفظ خرید و فروش برای معامله اوراق در بازار ثانویه، خالی از اشکال و تردید است (موسویان ،۱۳۹۰). اما بنا بر نظر برخی از صاحب‌نظران و فقها، اگر قیمت این اوراق از مقایسه سود این اوراق با بهره بازار پول، متأثر گردد، کاملا ربوی محسوب می‌گردد(هادوی تهرانی، ۱۳۷۴).

۵-۳- قیمت اسمی اوراق و سهم دارندگان اوراق از سود کل

در ماده (۲) قانون انتشار اوراق مشارکت، قانونگذار، دارندگان اوراق را به نسبت قیمت اسمی و مدت زمان مشارکت، در سود حاصل از اجرای طرح شریک می‌داند. این عبارت، دارای چند نکته فقهی است. اول این‌که به نظر برخی صاحب نظران، اگر مفهوم این عبارت، تعلق سود به نسبت قیمت اسمی و فارغ از سهم آن از کل سرمایه باشد، شبهه ربا پیدا می‌کند (هادوی تهرانی،۱۳۷۴). از سوی دیگر، با توجه به عبارت سهیم بودن در سود حاصل از اجرای طرح، می‌توان این ابهام را طرح نمود که قانون‌گذار، صاحبان اوراق را تنها در سود حاصل از اجرای طرح شریک می‌داند و نه کل دارایی آن. البته با استناد به ماده یک قانون انتشار اوراق مشارکت، می‌توان این چالش را حل نمود.[۱]

۵-۴- تضمین اصل سرمایه یکی از شرکاء توسط دیگر شرکاء

این مساله از آن‌جایی ناشی می‌شود که براساس مواد ۳ تا ۵ قانون انتشار اوراق مشارکت، می‌توان گفت که یکی از شرکاء، بازپرداخت اصل و سود سرمایه را تضمین می‌کند. این مسأله، یکی از چالش برانگیزترین مسائل اوراق مشارکت از ابتدای انتشار تاکنون بوده است و صاحب‌نظران و فقها در این زمینه اختلاف نظر دارند.گروهی از فقیهان به تبعیت از شیخ طوسی این شرط را باطل دانسته‌اند (الماسی،بی‌تا: ص ۱۶؛ نظرپور و صادقی، ۱۳۸۹). حضرت امام (ره) شرط مذکور (مصون ماندن یکی از شرکاء از زیان) را صحیح دانسته و در نتیجه هم شرط و هم قرارداد از نظر

۱. در ماده ۱ آمده است که دولت و نهادهای موضوع ماده ۱، "قسمتی" از منابع مالی خود را از دارندگان اوراق تامین می‌کنند. فلذا از مفهوم این عبارت می‌توان این‌گونه استنباط کرد که قسمت دیگر به عهده ناشر است و دو طرف در طرح شریکند نه تنها در سود.

[Downloaded from mieaoi.ir on 2026-11-04]

ایشان خالی از اشکال است (خمینی، ۱۳۷۲). آیت الله صافی گلپایگانی شرط مذکور را باطل دانسته است اما اصل شرکت را صحیح می‌داند(صافی گلپایگانی، ۱۴۱۴ ق).

(هاودی تهرانی،۱۳۷۸) تضمین اصل سرمایه و سود را در صورتی صحیح می‌داند که اصل سرمایه و سود واقعا وجود داشته باشد. وی معتقد است که اگر در پی‌عقد مشارکت زیانی وارد شود، زیان به نسبت سهم شرکاء، بین آنان تقسیم می‌شود. برخی دیگر از صاحب‌نظران حقوقی، متکی به اصل آزادی قراردادها و حاکم بودن تراضی طرفین در قرارداد، این مساله را بدون اشکال می‌دانند (شیروی،۱۳۸۱؛ الماسی،۱۳۹۱).

از سوی دیگر، برخی دیگر از صاحب‌نظران نیز معتقدند که قانونگذار در مواد ۳، ۴ و ۵ قانون انتشار اوراق مشارکت با هویت بخشیدن به شخص ثالث، این مساله را حل کرده است. ماده ۳ این قانون، وزارت امور اقتصاد و دارایی را مکلف به تضمین اوراق مشارکت دستگاه‌های دولتی می‌نماید و ماده ۴ و ۵ این قانون، سایر نهادهای انتشاردهنده (شرکت‌های دولتی، شهرداری‌ها و مؤسسه‌ها و شرکت‌های غیردولتی) را مکلف به ارائه وثایق و تضمین‌های لازم نزد عامل می‌نماید. در مواد ۱۲ و ۱۵ آیین‌نامه اجرایی قانون نیز، متن همین مواد با تفصیل بیشتر، بیان گردیده است (اسکینی، ۱۳۸۸).

البته در این‌جا باید گفت که از لحاظ حقوقی و بودجه‌ای، دستگاه‌های دولتی و وزارت امور اقتصاد و دارایی متعلق به یک هویت حقوقی هستند که این مسأله، می‌تواند استدلال وی در مورد تضمین وزارت امور اقتصادی و دارایی را دچار خدشه نماید.

از سوی دیگر، با نگاهی به آراء برخی فقهای وقت شورای نگهبان، به این نکته دست می‌یابیم که فرض شورای نگهبان در آن زمان این بوده است که این طرح‌ها، زیانی به دنبال ندارد و تضمین اصل و بازده اوراق، صرفا برای اطمینان بخشی به خریداران است (مومن، ۱۳۷۸).

۵-۵- تضمین پرداخت سود حتی در صورت عدم تحقق سود

در ماده ۱۵ آیین‌نامه قانون انتشار اوراق مشارکت با تصریح قید" در صورت عدم پرداخت سود در سررسیدهای مقرر"، سود علی‌الحساب را حتی در صورت عدم تحقق سود تضمین می‌نماید که فراتر از تضمین اصل سرمایه است. این مساله نیز یکی از چالش‌های انتشار اوراق مشارکت است.[1]

---

۱. ناشر موظف است بازپرداخت اصل و سود متعلق را در سررسیدهای مقرر در اوراق، تعهد کند و وثایق لازم را برای تضمین بازپرداخت اصل و سود متعلق به اوراق توسط عامل، دراختیار عامل قرار دهد. در صورت عدم ایفای تعهدات در سررسیدهای مقرر، عامل مکلف است ازمحل تضمین مذکور راسا اقدام نماید. مهلت پرداخت مابه التفاوت سودهای قطعی و سودهای‌علی الحساب پرداخت شده برحسب انواع اوراق حداکثر شش ماه پس از سررسید نهایی اوراق، خواهد بود.

[Downloaded from mieaoi.ir on 2026-11-04]

برخی فقهای شورای نگهبان که در جریان متن تصویب این قانون بوده‌اند، سود علی‌الحساب را به مثابه قرض قلمداد نموده‌اند که در پایان، با سود قطعی، تعدیل می‌شود (مومن، ۱۳۷۸). مفهوم مخالف این عبارت این است که در صورت عدم تحقق سود، مبالغ قرض‌الحسنه به ناشر استرداد می‌شود. این بیان از سود اوراق، در متون قانونی موجود در زمینه انتشار اوراق مشارکت وجود ندارد. تضمین پرداخت سود علی‌الحساب در هر شرایطی، باعث شده است که برخی حقوقدانان، بیان کرده‌اند که این اوراق همانند اوراق قرضه از دل عقد قرض بیرون آمده‌اند. فلذا اوراق مشارکت را اوراق قرضه داخلی و سود آن را نیز بهره یا ربا نامیده‌اند(کاشانی،۱۳۸۲)

مشکل اصلی این‌جاست که سود علی‌الحساب به وسیله ناشر اوراق تضمین شده است و در فرضی که پروژه سود کمتری داشته باشد یا اساسا با زیان روبرو شود، بازپس‌گیری سود علی‌الحساب، دست کم از حیث عملی ناممکن است. همان‌طور که در بخش قبل توضیح داده شد، می‌توان از بیان برخی فقهای وقت شورای نگهبان به این نکته رسید که منظور آن‌ها، تضمین عملیات پرداخت سود علی‌الحساب است و ارائه تضمین از سوی ناشر صرفا اطمینان بخشی به خریدار است. فرض آن‌ها در زمان تصویب این بوده است که طرح‌های مدنظر، ضرری به دنبال نخواهند داشت (مومن، ۱۳۷۸). البته این نظر که منظور از تضمین، تضمین عملیات است، قابل پذیرش نیست. چرا که از محتوای ماده ۱۵ آیین‌نامه اجرایی و جزء (ب) بند ۳ ماده واحده قانون بودجه ۱۳۸۹ می‌توان دریافت که دولت ناشر را موظف کرده است که در صورت أخذ بازدهی کمتر از سود علی‌الحساب، تفاوت حاصل شده را به دارندگان اوراق هبه نماید.

۵-۶- بررسی اذن وکالت خریداران اوراق مشارکت به ناشر

براساس ماده ۳ آیین‌نامه اجرایی قانون انتشار اوراق مشارکت، ناشر به وکالت از طرف خریداران، در مدیریت اموال مشاع حاصل از انتشار اوراق مشارکت، مأذون است و براساس این ماده قانونی، این إذن با انتقال اوراق از بین نمی‌رود. از سوی دیگر، همان‌گونه که می‌دانیم وکالت عقدی جائز است از هر دو طرف (طوسی،۱۴۰۰ ق). اما آن‌چه از این قانون مشهود است صورتی از وکالت است که با این مسأله تا حدودی متناقض است.

۵-۷- مبهم بودن سهم هر یک از شرکاء از کل سود

همان‌گونه که می‌دانیم، در شرکت، دارندگان اوراق به نسبت سهم خود از مال مشاع، در سود و زیان شریکند. در ظاهر نیز، سود اوراق به نسبت اصل سرمایه هر یک از شرکاء به آنان تعلق می‌گیرد. اما آن‌چه در این میان مبهم است، نسبت سود هر یک از شرکاء از کل سود پروژه یا طرح است. به بیان دیگر، می‌توان گفت به دلیل مبهم بودن آورده‌ی ناشر و حجم سود کل، نسبت سود هر یک از شرکاء از کل سود نامشخص است.

[Downloaded from mieaoi.ir on 2026-11-04]

۶-چالش‌های اقتصادی انتشار اوراق مشارکت ریالی در ایران

اوراق مشارکت منتشر شده از ابتدای تصویب قانون انتشار اوراق مشارکت تاکنون را می‌توان در قالب پنج‌گونه زیر، دسته‌بندی نمود:

- الف- اوراق مشارکت منتشر شده توسط وزارتخانه‌ها
- ب- اوراق مشارکت منتشر شده توسط شرکت‌های دولتی
- ج- اوراق مشارکت شهرداری‌ها
- د- اوراق مشارکت شرکت‌های سهامی عام، خاص و تعاونی
- ه- اوراق مشارکت بانک مرکزی

در ادامه، برخی از مهم‌ترین چالش‌های اقتصادی انتشار اوراق مشارکت ریالی ارائه می‌شود.

۶-۱- تاثیر نرخ سود علی‌الحساب در حجم واگذاری اوراق مشارکت

نرخ سود علی‌الحساب اوراق مشارکت، مهم‌ترین عاملی است که متقاضیان اوراق مشارکت را به سوی خرید آن سوق می‌دهد. در کشور ما نرخ‌های سود بازارهای موازی اوراق مشارکت، تاثیر فراوانی برجذابیت و یا عدم جذابیت خرید اوراق مشارکت دارند. در این بخش، با استفاده از گزارش‌های آماری سال‌های مختلف، متوسط نرخ سود علی‌الحساب اوراق مشارکت سال‌های مورد بررسی (۱۳۸۹-۱۳۷۵) را با نرخ سود بازارهای غیر رسمی مقایسه کرده ایم تا از این رهگذر، به نتایج ارزشمندی در زمینه چرایی نوسانات موجود در حجم فروش اوراق مشارکت، دست یابیم.

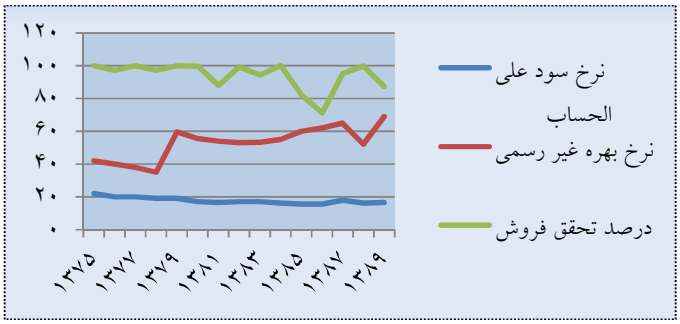
[Downloaded from mieaoi.ir on 2026-11-04]

جدول ۱- مقایسه میان متوسط سود اوراق مشارکت و بهره غیر رسمی(بر حسب درصد)

سال انتشار	متوسط سود اوراق مشارکت	بهره غیررسمی[1]	درصد تحقق فروش[2]
۱۳۷۵	۲۲	۴۲	۱۰۰
۱۳۷۶	۲۰	۴۰	۹۷
۱۳۷۷	۲۰	۳۸	۱۰۰
۱۳۷۸	۱۹	۳۵	۹۷
۱۳۷۹	۱۹	۵۹,۷	۱۰۰
۱۳۸۰	۱۷	۵۵,۵	۹۹,۸
۱۳۸۱	۱۶,۵	۵۴	۸۸,۱۴
۱۳۸۲	۱۷	۵۳	۹۹,۲
۱۳۸۳	۱۷	۵۳,۱	۹۴,۳
۱۳۸۴	۱۶	۵۵	۱۰۰
۱۳۸۵	۱۵,۵	۶۰	۸۲,۱۶
۱۳۸۶	۱۵,۵	۶۲	۷۱,۱
۱۳۸۷	۱۸	۶۵	۹۵,۱۶
۱۳۸۸	۱۶	۵۲	۹۹,۹
۱۳۸۹	۱۶,۵	۶۹	۸۷,۳

منبع: گزارش‌های سالانه بانک مرکزی جمهوری اسلامی ایران و محاسبات پژوهشگر

نمودار ۱- مقایسه نرخ سود علی‌الحساب اوراق مشارکت و نرخ بهره غیر رسمی و ارائه درصد تحقق فروش در سال‌های ۱۳۷۵ تا ۱۳۸۹



منبع: گزارشهای سالانه بانک مرکزی جمهوری اسلامی ایران

۱. رخ بهره غیررسمی از برخی مقالات موجود و در سال‌های آخر با تخمین و ارزیابی شرایط بازار بدست آمده است.

۲. تا پیش از سال ۸۸، بانک مرکزی، مبلغ مصوب اوراق مشارکت در بودجه‌های سالانه را به تفکیک منتشر می‌کرد. اما از سال ۱۳۸۸ به بعد، بانک مرکزی، این داده آماری را از گزارش‌های سالانه خود حذف نمود. لذا عنوان درصد تحقق فروش در سال‌های ۱۳۸۸ و ۱۳۸۹، بیانگر سهم مبلغ اوراق مشارکت فروش رفته به منتشر شده، می‌باشد.

[Downloaded from mieaoi.ir on 2026-11-04]

با نگاهی به نمودارهای فوق، می‌توان نتایج زیر را از مشاهده این سه روند، استخراج نمود:

۱. رخ سود علی‌الحساب در طی سال‌های مختلف انتشار اوراق مشارکت، تغییر قابل ملاحظه‌ای نداشته است. این مسأله در حالی است که نرخ بهره غیررسمی با نوسانات زیادی مواجه بوده است.

۲. در سال‌های ابتدایی انتشار اوراق، فاصله بین نرخ سود علی‌الحساب و بهره بازار غیررسمی، تقریبا با ثبات بوده است. این ثبات باعث شده است که درصد تحقق فروش اوراق نیز نوسان قابل توجهی نداشته باشد.

۳. در سال۱۳۷۹ با وجود این‌که نرخ بهره بازار غیر رسمی از افزایش قابل توجهی برخوردار بوده است، اما درصد تحقق فروش اوراق ثبات پیش از خود را حفظ نموده است. می‌توان این مسأله را این‌گونه توجیه کرد که در آن مقطع به دلیل گسترده نبودن بازارهای رقیب همانند بورس و.. و فاصله اندک نرخ سود سپرده‌های بلندمدت از نرخ سود علی‌الحساب، تغییر قابل ملاحظه‌ای در درصد تحقق فروش اوراق مشاهده نشده است.

۴. از سال ۱۳۸۷ به بعد که بازارهای رقیب اوراق مشارکت گسترش پیدا کرد و گواهی سپرده عام نیز با استقبال مردم مواجه گردید، درصد تحقق فروش اوراق مشارکت با تغییر جذابیت سود اوراق در قیاس با بهره غیر بانکی نوسان داشته است که این امر نکته بسیار قابل توجهی است.

۵. در پایان این قسمت لازم است این نکته را متذکر شویم که طبیعتا بررسی آماری نواقصی به همراه دارد. اما می‌توان نتایج جالب توجهی از آن به دست آورد.

۶-۳- ارزیابی اثربخشی انتشار اوراق مشارکت بانک مرکزی

اوراق مشارکت در قالب‌های مختلفی تاکنون منتشر شده است. این اوراق را به طور کلی می‌توان در قالب‌های زیر دسته‌بندی نمود:

۱. اوراق مشاکت بودجه ای[۱]

۲. اوراق مشارکت غیر بودجه ای[۲]

۳. اوراق مشارکت بانک مرکزی

براساس ماده ۹۱ قانون برنامه سوم توسعه، بند "ح" ماده ده قانون برنامه چهارم توسعه و بند الف ماده ۸۳ قانون برنامه پنجم توسعه، بانک مرکزی مجوز یافت تا با هدف اعمال سیاست پولی، به

۱. اوراقی که بازپرداخت اصل و سود آن‌ها در بودجه‌های سالانه پیش‌بینی می‌شود.

۲. اوراقی که بازپرداخت اصل و سود آن‌ها از منابع داخلی شرکت‌ها تأمین می‌شود.

[Downloaded from mieaoi.ir on 2026-11-04]

انتشار اوراق مشارکت، مبادرت ورزد. در همین راستا، براساس آمارهای موجود، این نهاد از سال ۱۳۸۰(آغاز برنامه سوم توسعه) تا سال ۱۳۹۴، ۹ مرتبه، اوراق مشارکت منتشر کرده است.

جدول ۲- مقایسه مبلغ منتشر شده و فروش رفته اوراق مشارکت(ارقام به میلیارد ریال)

سال	مبلغ منتشر شده	مبلغ فروش رفته	درصد فروش رفته به منتشر شده	پایه پولی	سهم از پایه پولی
۱۳۸۰	۱۰۰۰۰	۹۴۴۳,۶	۹۴,۴۳	۹۷۱۸۴,۸	۹,۷
۱۳۸۱	۷۶۰۰	۷۶۰۰۰	۱۰۰	۱۱۹۶۱۵,۹	۶,۳
۱۳۸۲	۱۷۴۰۴,۲	۱۶۶۴۷,۶	۹۵,۶۵	۱۳۳۴۲۴,۳	۱۲,۵
۱۳۸۳	۲۱۶۴۹,۶	۲۰۲۳۷,۹	۹۳,۴۷	۱۵۱۲۰۰	۱۳,۳
۱۳۸۴	۱۶۸۰۰	۱۰۷۶۸	۶۴,۰۹	۲۲۰۵۴۱,۴	۴,۹
۱۳۸۵	۲۶۵۰۰	۲۲۱۸۷	۸۳,۷۲	۲۸۰۰۰۰	۷,۹
۱۳۸۶	۴۰۷۵۰	۲۲۷۶۳,۳	۵۵,۸۶	۳۶۵۴۰۰	۶,۲
۱۳۹۱	۱۰۰۰۰۰	۴۶۸۶۶,۶	۴۶,۸۶	۹۷۸۰۴۰,۱۴	۴,۷
۱۳۹۲	۳۰۰۰۰	۲۱۹۳۵	۷۳,۱۱	۱۱۵۲۱۳۱,۲۹	۱,۹

منبع: گزارش‌های سالانه بانک مرکزی جمهوری اسلامی ایران(خلاصه تحولات سالانه)

همان‌گونه که از آمارهای فوق مشهود است، به دلیل نسبت پایین حجم انتشار اوراق مشارکت در قیاس با حجم پایه پولی، این ابزار، به عنوان ابزاری برای اعمال سیاست پولی، هیچ‌گاه موثر نبوده است.

۶-۳-تحلیل مانده بدهی‌های تسویه نشده در طی سال‌های مختلف انتشار اوراق مشارکت

در ذیل این قسمت با توجه به حجم اوراق مشارکت فروش‌رفته در طی سال‌های ۱۳۹۴-۱۳۸۹، حجم اوراق سررسید نشده را مورد محاسبه قرار داده‌ایم. این اوراق، اوراق بخش عمومی (دولت، شهرداری‌ها، شرکت‌های دولتی و بانک‌ها) می‌باشند که بازپرداخت آن‌ها در طی سال‌های آتی، تکلیفی برروی دوش بخش عمومی محسوب می‌گردد:

جدول ۳- حجم اوراق سررسید نشده از سال ۱۳۸۹ تا انتهای ۱۳۹۴

(ارقام به میلیارد ریال)

سال	فروش رفته	سررسید نشده
۱۳۸۹	۱۵۹۱۳۷,۱	۱۰۹۳۳۸
۱۳۹۰	۴۴۸۶۱	۴۴۸۶۱
۱۳۹۱	۱۲۳۵۹۸	۷۶۷۳۲
۱۳۹۲	۱۵۹۱۳۷,۱	۲۸۱۸۷۲,۸
۱۳۹۳	۷۱۳۱	۱۸۷۰۲۰,۹
۱۳۹۴	۴۹۶۳۹,۴	۱۴۹۶۷۵,۵

منبع: گزارش‌های سالانه بانک مرکزی جمهوری اسلامی ایران(خلاصه تحولات سالانه)

[Downloaded from mieaoi.ir on 2026-11-04]

همان‌گونه که از جدول فوق مشخص است، تا انتهای سال ۱۳۹۴، جمع اوراق تسویه نشده بخش عمومی به مرز ۱۴۹۶۷۵٫۵ میلیارد ریال رسیده است که رقم قابل توجهی است.این عدد، به طور تقریبی معادل ۱۸ درصد درآمدهای مالیاتی در سال ۱۳۹۴ می‌باشد.[۱] در ادامه با استفاده از آمارهای بانک توسعه آسیایی[۲]، نگاهی به سهم ایران در اوراق تسویه نشده در کنار برخی کشورهای منتخب پرداخته‌ایم:

جدول ۴- مانده تسویه نشده اوراق قرضه در برخی کشورهای منتخب (ارقام به میلیارد دلار)، انتهای ۲۰۱۶

کشور	مبلغ تسویه نشده
ژاپن	۹۶۳۷
فیلیپین	۹۸
سنگاپور	۲۳۰
کره جنوبی	۱۷۱۴
اندونزی	۱۶۳
ویتنام	۴۴
تایلند	۳۰۳
مالزی	۲۶۰
هنگ کنگ	۲۳۶
چین	۷۱۲۹
هند	۱۲۸۶
ایران(تا انتهای سال ۱۳۹۴)*	۴,۹۸۹

منبع: Asian Development Bank,Asian Bond Monitor, march 2017

نتیجه‌گیری

در این مقاله، با نگاهی با بررسی ساختار قانونی اوراق مشارکت، چالش‌های فقهی و اقتصادی این اوراق را ارائه کردیم. برای رفع برخی ازچالش‌های فقهی موجود در انتشار اوراق مشارکت، می‌توان با ارائه لایحه‌ای به مجلس و تغییر برخی واژه‌های حقوقی در قانون، این مشکلات را حل نمود. دو چالش مهم در این میان، تضمین پرداخت اصل سرمایه و سود علی‌الحساب است. براساس آن‌چه بیان شد، فرض شورای نگهبان در زمان تصویب قانون انتشار اوراق این بوده است که طرح‌ها دارای زیان نیستند و سود اوراق مشارکت، به مثابه قرض‌الحسنه است که در پایان دوره مشارکت باید

۱. طبق گزارشات سالانه بانک مرکزی، درآمدهای مالیاتی ایران در سال ۱۳۹۴ معادل ۷۹۱,۹ هزار میلیارد ریال بوده است

2. Asian Development Bank

[Downloaded from mieaoi.ir on 2026-11-04]

تعدیل شود. این نکته، خود بیانگر این مساله است که باید قانون انتشار اوراق مشارکت با توجه به احتمال زیان ده بودن برخی پروژها، اصلاح و بازبینی شود. از سوی دیگر، تضمین پرداخت اصل سرمایه (که می‌توان آن را معادل مصون ماندن یکی از شرکاء از زیان است)، را می‌توان با استناد به فتوای برخی مراجع حل نمود. اما تضمین سود علی‌الحساب مساله ایست که یا باید با هویت بخشی دقیق به شخص ثالث آن را حل نمود و یا این‌که با تغییر مفهوم بطنی و ظاهری سودالحساب، این چالش را برطرف کرد. پایین بودن سود اوراق مشارکت در مقایسه با سود بازارهای موازی و فاصله قابل توجه آن با نرخ تورم در برخی سال‌ها، تاثیر شگرفی در میزان استقبال از اوراق مشارکت داشته است. از سوی دیگر، اوراق مشارکت، با سررسیدهای محتلف، تکالیف قابل توجهی در بودجه‌هایی سالانه ایجاد کرده است که باید با کاهش سهم اوراق مشارکت بودجه‌ای، سهم اوراق مشارکت غیربودجه‌ای را افزایش داد. اما باید گفت که با توجه به بزرگ نبودن حجم بازار سرمایه در کشور، حجم مانده تسویه نشده در قیاس با کشورهای دیگر، اندک است. برای حل این چالشه نیز، باید برای حجم انتشار اوراق بودجه سقف مشخصی همچون قانون انتشار اسناد خزانه و اوراق قرضه سال ۱۳۴۸ در نظر گرفت.

[Downloaded from mieaoi.ir on 2026-11-04]

منابع

۱. اسکینی، ربیعا (۱۳۸۸)، "تأملاتی در خصوص ساختار و ماهیت حقوقی اوراق مشارکت مؤسسات و شرکت‌های دولتی و خصوصی"، مدرس علوم انسانی، ش۶۳: ص۱۸-۱.

۲. الماسی، نجاد علی؛ اخوت، امیر و محسن رجالی (۱۳۹۲)، "بررسی فقهی حقوقی عقد شرکت در نظام بانکداری بدون ربا"، معرفت، شماره ۱۸۲، ص۲۶-۱۳.

۳. بانک مرکزی ایران (۱۳۴۲)، نشریه اقتصاد، توضیح وزیر دارایی وقت.

۴. پاسبان، محمد رضا (۱۳۸۶)، حقوق شرکت‌های تجاری، تهران: سمت، چاپ ۲.

۵. ذوقی، حسن (۱۳۷۶)، تبیین ویژگی و جایگاه اوراق مشارکت در اقتصاد ایران، تهران: موسسه تحقیقات پولی و بانکی.

۶. رحیمی، زهرا (۱۳۸۱)، بررسی آثار اقتصادی انتشار اوراق مشارکت و روش‌های گسترش کاربرد آن در تأمین مالی، تهران: پژوهشکده پولی و مالی.

۷. رحیمی‌فر، مهری (۱۳۸۲)، بررسی عملکرد اقتصادی انتشار اوراق مشارکت در ایران، تهران: معاونت امور اقتصادی وزات امور اقتصادی و دارائی.

۸. شیروانی، علی و محمد مسعود عباسی (۱۳۸۳)، ترجمه و تبیین شرح لمعه، قم: انتشارات دارالعلم، جلد هفتم.

۹. شیروی، عبدالحسین (۱۳۸۱)، "اوراق مشارکت، برداشتی نو از مفهوم سنتی مشارکت"، مجله علوم انسانی دانشگاه تبریز، شماره ۸.

۱۰. صافی گلپایگانی، لطف‌الله (۱۴۱۴ ق)، توضیح المسائل(فارسی)، قم: دارالقرآن الکریم.

۱۱. عاقلی کهنه شهری، لطفعلی (۱۳۸۴)، " انتشار اوراق مشارکت در ایران؛ موانع و راهکارهای اجرایی"، مجموعه مقالات چهارمین همایش دو سالانه اقتصاد اسلامی، دانشگاه تربیت مدرس.

۱۲. علی مدد، مصطفی (۱۳۸۵)، اوراق مشارکت، سوابق مقررات و حسابداری، تهران: سازمان حسابرسی، مرکز تحقیقات تخصصی حسابداری و حسابرسی.

۱۳. کاشانی، سید محمود (۱۳۶۵)، "شرکت مدنی"، نشریه دانشکده حقوق دانشگاه بهشتی، دوره دوم، ش ۲: ص ۲۰.

۱۴. طوسی، محمد بن حسن (۱۴۰۰ ق)، النهایۀ فی مجرد الفقه و الفتاوی، لبنان: دارالکتاب العربی، چاپ ۲.

۱۵. مومن، محمد(۱۳۷۸)، "جایگاه اوراق مشارکت در نظام اقتصادی اسلامی"، مجله معرفت، شماره ۲۸، صص ۱۷-۱۰.

[Downloaded from mieaoi.ir on 2026-11-04]

۱۶. موسوی خمینی، روح الله (۱۳۷۲)، توضیح المسائل، تهران: سازمان چاپ و انتشارات وزارت فرهنگ و ارشاد اسلامی.
۱۷. موسویان، سید عباس (۱۳۸۶)، ابزارهای مالی اسلامی(صکوک)، تهران: سازمان انتشارات پژوهشگاه فرهنگ و اندیشه اسلامی.
۱۸. موسویان، سید عباس و ابوذر سروش (۱۳۹۰)، "آسیب‌شناسی فقهی، اقتصادی و مالی انتشار اوراق مشارکت در ایران"، فصلنامه بورس اوراق بهادار، شماره ۱۴: ۶۰-۲۹.
۱۹. نظر پور، محمد تقی و سید عبدالله صادقی فدکی (۱۳۸۹)،" بررسی فقهی و حقوقی سود علی الحساب اوراق مشارکت"، نشریه حقوق، شماره ۲۵: صص ۱۱۸ -۹۱
۲۰. هادوی تهرانی، مهدی(بی تا)، "بررسی تحلیلی عقد شرکت"، مجموعه مقالات کنگره شیخ مفید، شماره ۹۷.
۲۱. هادوی تهرانی، مهدی (۱۳۷۸)، "مبانی فقهی اوراق مشارکت"، مجموعه مقالات دهمین همایش بانکداری اسلامی.
22. Asia Bond Monitor, March 2017, Asian Development Bank.
23. Mishkin, Frederic S(2004), the economics of Money, Banking, And Financial Markets, New York, Pearson, Seventh edition

[Downloaded from mieaoi.ir on 2026-11-04]

[Downloaded from mieaoi.ir on 2026-11-04]