

بہ نام خدا



سازمان بورس و اوراق بهادار  
SECURITIES & EXCHANGE ORGANIZATION

مرکز پژوهش، توسعه و مطالعات اسلامی

بررسی فقہی اوراق مباحہ مبتنی بر سهام  
برای تأمین مالی شرکت های زیرمجموعہ هلدینگ

رضا میرزاخانی

بسم الله الرحمن الرحيم

بررسی فقهی اوراق مرابحه مبتنی بر سهام برای تامین مالی شرکت های هلدینگ

## چکیده

یکی از ابزارهای مالی که برای تنوع و پویایی بازار سرمایه باید بیشتر مورد تأمل قرار گیرد، اوراق مرابحه مبتنی بر سهام جهت تأمین مالی شرکت های زیرمجموعه شرکت هلدینگ است. هلدینگ، شرکت مادری است که بقیه شرکت ها را زیر پوشش خود قرار داده و با قبضه کردن سهام شرکت ها و سازمان های دیگر به صورت مرضی الطرفین یا به جبر تشکیل می شوند و از نظر حقوقی تمامی اختیارات شرکت های عضو را به عهده می گیرد. اوراق مرابحه مبتنی بر سهام، اوراق بهاداری هستند که بانی برای تأمین مالی کل یا بخشی از ثمن جهت خرید مقدار مشخصی از سهام یک شرکت سهامی منتشر می نماید. اگر چه شرکت هلدینگ دارای شرکت های متعدد و متنوعی است ولی وابستگی خاص آن باعث می شود که مدیریت تمامی این شرکت ها در اختیار یک مجموعه واحد قرار گیرد و از نظر مالکیت یک مالکیت واحد داشته باشند. در صورتی که شرکت های زیرمجموعه هلدینگ را از نظر مالکیت، متحد با خود هلدینگ بدانیم، در اینجا شبهه بیع العینه وجود داشته و مشروعیت چنین ابزاری با مشکل روبه رو خواهد نمود.

**کلید واژه ها :** اوراق مرابحه، سهام، هلدینگ، بیع العینه

## مقدمه

امروزه شاهد آن هستیم که نظام مالی اسلامی در دنیا با سرعت شگرفی در حال رشد و توسعه است و نه تنها کشورهای اسلامی بر ضرورت به کارگیری ابزارهای اسلامی در بازارهای مالی تأکید دارند، بلکه در دیگر کشورهای دنیا هم این روند کاملاً مشهود است. بازار سرمایه و محصولات مالی بدون بهره، بخش جدایی ناپذیر نظام مالی اسلامی هستند. در این راستا متفکران مسلمان توانستند با رعایت ضوابط و مقررات شرعی و متناسب با نیازهای واقعی جوامع اسلامی، انواعی از ابزارهای مالی را طراحی نمایند.

شایان توجه است که از آنجا که شروع این ابزارهای مالی، از کشورهای غربی بوده است، به طور معمول بر اساس مبانی ارزشی و حقوقی آنان می‌باشند که در مواردی با مبانی ارزشی و حقوقی اسلام سازگار نیستند، بر این اساس ضرورت دارد پژوهشگران مالی اسلامی به روش اجتهادی این ابزارها را بررسی کرده، دیدگاه اسلام بر جواز یا عدم جواز استفاده از آنها را اعلام کنند.

بورس اوراق بهادار به عنوان مهم‌ترین نماد متشکل بازار سرمایه هر کشور، پس‌اندازهای ریز و درشت، کوتاه مدت و بلند مدت جامعه را جذب کرده، به سمت طرح‌های مفید و مولد اقتصادی هدایت می‌کند. بدیهی است هرچه ابزارهای مالی مورد استفاده در این بازار تنوع بیشتری داشته باشند که بتوانند به هدف‌ها، سلیقه‌ها، و روحیات متنوع صاحبان پس‌انداز و متقاضیان وجوه پاسخ مثبت دهند، زمینه مشارکت افراد بیشتری را فراهم کرده و موجب رونق بیشتر اقتصاد خواهند شد. بر این اساس طراحان و شرکت‌کنندگان در بازارهای مالی می‌کوشند با نوآوری‌های خود به تنوع ابزارهای مالی بیفزایند، به طوری که امروزه صدها ابزار و شیوه برای تجهیز و تخصیص منابع مالی وجود دارد.

اوراق بهادار که از آن به ابزارهای مالی، دارایی مالی و دارایی نامشهود نیز تعبیر می‌شود، ورقه با ارزش و قابل مبادله است که به دلیل اعتبار دولت یا سندیت از یک دارایی مشهود (فیزیکی)، ارزش مبادلی پیدا کرده است و مشهورترین اوراق بهادار، پول رایج کشورها، چک‌های مسافرتی، چک‌های بانکی، اعتبارنامه‌ها، سفته، برات، اوراق سهام، اوراق قرضه و اسناد خزانه است.

مهم‌ترین کارکرد یک نظام مالی، تسهیل جریان مالی و سوق دادن آن در جهت کاراترین نوع سرمایه‌گذاری است. ابزار مالی به عنوان تسهیل‌کننده جریان مالی، به تولیدکنندگان فرصت می‌دهد تا منابع اقتصادی را با اتکا به منابع پولی و مالی با سرعت و دقت بیشتری مورد جا به جایی قرار دهند. بدیهی است هرچه شرایط رقابتی بیشتر فراهم و ابزار مالی متنوع و متناسب وجود داشته باشد، این عمل، به تخصیص کارای منابع بیشتر کمک خواهد کرد.

در نظام مالی اسلامی نیز وجود ابزارهای مالی مناسب سبب افزایش کارایی سرمایه و تخصص بهینه منابع خواهد شد. در این میان اوراق بهادار اسلامی نوعی از ابزارهای مالی محسوب می‌شوند که می‌توانند این امر را محقق نمایند. انتشار اوراق بهادار اسلامی (صکوک) بر اساس احکام مقدس شریعت اسلامی یکی از مهمترین اهداف مالیه اسلامی و از جمله برجسته‌ترین ابزار توسعه اقتصاد اسلامی در جامعه است، مشروط به این‌که در ساز و کار آن، تمام اصول بنیادی که اقتصاد اسلامی را از دیگر اقتصادها متمایز می‌سازد، رعایت شود.

یکی از انواع اوراق بهادار، اوراق مرابحه است روز به روز با طراحی‌های متنوع، انواع آن برای نهادینه شدن در بازار سرمایه پیشنهاد می‌شود که این تنوع در راستای شکوفایی و پویایی بازار بسیار مفید است. یکی از انواع آن، اوراق مرابحه مبتنی بر سهام است که جهت تأمین مالی شرکت‌های زیرمجموعه شرکت هلدینگ، می‌توان آن را مورد بررسی قرار داد.

در این راستا، ابتدا به بررسی اوراق مرابحه و اوراق مرابحه مبتنی بر سهام پرداخته و سپس به استفاده از اوراق مرابحه مبتنی بر سهام جهت تأمین مالی شرکت‌های زیرمجموعه هلدینگ را مورد تحلیل فقهی قرار خواهیم داد.

پژوهش، توسعه و مطالعات اسلامی  
www.rdis.ir

## ۱- اوراق مرابحه

اوراق مرابحه مبتنی بر بیع مرابحه است. یکی از انواع قرارداد فروش، بیع مرابحه است که از زمان‌های قدیم بین مردم رایج بوده است و مقصود از آن، بیعی است که فروشنده قیمت تمام شده کالا اعم از قیمت خرید، هزینه‌های حمل و نقل، نگهداری و سایر هزینه‌های مرتبط را به اطلاع مشتری، می‌رساند، سپس تقاضای مبلغ یا درصدی اضافی به عنوان سود می‌کند (نجفی، ۱۹۸۱ ج ۲۳، ص ۳۰۳). برای مثال، اعلام می‌کند که این کالا را به هزار تومان خریده و حاضر است که به هزار و صد تومان یا با ده درصد سود به مشتری بفروشد. چنانچه فروشنده در بیع مرابحه در بیان قیمت خرید یا هزینه‌های

مربوطه دروغ بگوید، مشتری خیار فسخ پیدا می‌کند (همان، ص ۳۱۷). بیع مباحه می‌تواند به صورت نقد یا نسبه منعقد شود و در صورتی که نسبه باشد، به طور معمول، نرخ سود آن بیشتر است.

## ۱-۱) تعریف اوراق مباحه

از آنجا که اوراق مباحه انواع مختلف دارد، نمی‌توان تعریف جامع و دقیقی از این اوراق ارائه کرد؛ اما در نگاه عام می‌توان گفت: اوراق مباحه، اوراق بهاداری هستند که دارندگان آنها به صورت مشاع مالک دارایی مالی (دینی) هستند که بر اساس قرارداد مباحه حاصل شده است. این اوراق بازدهی ثابت داشته و قابل فروش در بازار ثانوی می‌باشند.

## ۱-۲) ارکان اوراق مباحه

در انتشار اوراق مباحه عناصر حقیقی و حقوقی متعددی حضور دارند. مهمترین عناصر آن عبارت‌اند از :

۱. **بانی:** شخص حقوقی است که نهاد واسط برای تأمین مالی وی در قالب عقود اسلامی، اقدام به انتشار اوراق مباحه می‌نماید.

۲. **دارایی:** مال منقول یا غیرمنقول با مشخصات تعیین شده در این دستورالعمل است که می‌تواند مبنای انتشار اوراق مباحه واقع شود.

۳. **ناشر ( نهاد واسط):** هر شخص حقوقی است که اوراق بهادار را منتشر می‌کند و واسط یک مؤسسه مالی است که توسط بانی برای انجام یک پروژه خاص انتخاب یا تأسیس می‌شود.

۴. **سرمایه‌گذاران (دارندگان اوراق):** اشخاص حقوقی یا حقیقی هستند که با خرید اوراق بهادار، بانی را تأمین مالی می‌کنند.

۵. **ضامن:** شخص حقوقی است که اقساط بهای دارایی و سایر وجوهی را که بانی ملزم به پرداخت آن به نهاد واسط می‌باشد در سررسید یا سررسیدهای معین تعهد و تضمین می‌نماید.

۶. **عامل فروش:** شخص حقوقی است که نسبت به عرضه و فروش اوراق مباحه از طرف نهاد واسط اقدام می‌نماید.

۷. **فروشنده:** شخص حقوقی یا حقیقی معتبر است که اقدام به فروش دارایی به نهاد واسط می‌نماید.

### ۳-۱) اوراق مرابحه تأمین مالی

یکی از انواع اوراق مرابحه، اوراق مرابحه تأمین مالی است. در این نوع، بانی برای تأمین مالی خود، اقدام به انتخاب یا تأسیس مؤسسه مالی به منظور خاص با عنوان واسط می‌کند. واسط با انتشار اوراق مرابحه از طریق شرکت تأمین سرمایه، وجوه سرمایه گذاران مالی (مردم) را جمع‌آوری کرده و به وکالت از طرف آنان کالای مورد نیاز بانی را از تولیدکننده (فروشنده) به صورت نقد خریداری و به صورت بیع مرابحه‌نسیه به قیمت بالاتر به بانی می‌فروشد. بانی متعهد می‌شود که در سررسید مشخص، قیمت نسیه کالا را از طریق شرکت تأمین سرمایه به دارندگان اوراق برساند. دارندگان اوراق می‌توانند تا سررسید منتظر بمانند و از سود مرابحه استفاده کنند و یا قبل از سررسید اوراق خود را در بازار ثانوی به فروش برسانند.

برای مثال، فرض کنید که دولت برای ارتقای سطح حمل و نقل عمومی، نیاز به خرید ۱۰۰۰ واحد اتوبوس به ارزش ۱۰۰۰ میلیارد ریال دارد و به جهت محدودیت بودجه نمی‌تواند قیمت آن‌ها را نقد بپردازد، اما می‌تواند به صورت نسیه یک ساله به ۱۲۰۰ میلیارد ریال خریداری کند؛ در این فرض، اقدام به تأسیس یک مؤسسه واسط می‌کند. واسط اوراق مرابحه‌ای به ارزش اسمی ۱۲۰۰ میلیارد ریال (برای مثال، یک میلیون ورق یک میلیون و دویست هزار ریالی منتشر کرده و در مقابل، ۱۰۲۰ میلیارد ریال (هر ورق یک میلیون و دویست هزار ریالی را به یک میلیون و بیست هزار ریال) از طریق شرکت تأمین سرمایه به مردم واگذار می‌کند، سپس ۲۰ میلیارد ریال آن را به عنوان هزینه عملیات استفاده می‌کند و با ۱۰۰۰ میلیارد ریال، ۱۰۰۰ واحد اتوبوس خریداری کرده و به قیمت ۱۲۰۰ میلیارد ریال به دولت می‌فروشد.

خریداران اوراق که هر ورق را به یک میلیون و بیست هزار ریال خریده‌اند، می‌توانند صبر کنند و در سررسید یک میلیون و دویست هزار ریال دریافت کنند، همچنین می‌توانند قبل از سررسید بفروشند، به صورت طبیعی، هر چه به زمان سررسید نزدیک شویم، قیمت اوراق به قیمت اسمی یک میلیون و دویست هزار ریال نزدیک می‌شود.

### ۴-۱) بررسی فقهی اوراق مرابحه تأمین مالی

بازار اولیه این اوراق مبتنی بر خرید و فروش نقد و نسیه دارایی خاص است که از نظر فقهی مشکلی ندارد؛ اما بازار ثانوی آنها بر اساس جواز خرید و فروش دین است که محل بحث و گفتگو است.

توضیح بیشتر این که بیع مرابحه از معاملات مجاز و مشروع نزد همه مسلمانان (شیعه و اهل سنت) است و هیچ اختلافی در آن وجود ندارد؛ اما اوراق مرابحه دارای معاملات دیگری غیر از بیع مرابحه می باشد که وقتی همه آنها را در نظر می گیریم، از نظر فقهی به تأمل نیاز دارد.

بازار اولیه و ثانویه اوراق مرابحه تأمین مالی، ترکیبی از قراردادهای وکالت، بیع نقد، بیع نسبه و بیع دین (تنزیل) است؛ به این صورت که واسطه به وکالت از طرف صاحبان اوراق، کالای مورد نیاز متقاضی را به صورت نقد می خرد، سپس آن را به صورت نسبه مدت دار به متقاضی می فروشد. بعد از این صاحبان اوراق، مالکان مشاع قرض های حاصل از بیع نسبه هستند، آنان می توانند صبر کنند و در سررسید مبلغ اسمی ورق دین را دریافت کنند، همچنین می توانند آن اوراق را در بازار ثانوی بفروشند (تنزیل کنند). عملیات فروش ورق ممکن است که در بازار ثانوی چندین بار تکرار شود. قراردادهای بیع نقد و نسبه وکالتی هیچ مشکلی ندارد؛ اما قرارداد فروش اوراق در بازار ثانوی که مصداق خرید و فروش دین می باشد، محل بحث و اختلاف است.

گرچه بیع دین از دیدگاه برخی از فقهای شیعه و غالب فقهای اهل سنت اشکال دارد؛ ولی مشهور فقهای گذشته و معاصر، چون سید یزدی، بروجردی، خویی، امام خمینی (طبق قول اولشان) سیستانی، مکارم شیرازی، تبریزی، وحید خراسانی و زنجانی، معتقداند که بیع دین مطلقاً صحیح است و خریدار اسماک می شود که مدیون بدهکار است. (موسویان، ۱۳۹۱، ص ۲۲۷)

## ۲- اوراق مرابحه مبتنی بر سهام

هدف از انتشار اوراق مرابحه مبتنی بر سهام، تأمین مالی جهت خرید سهام یک شرکت سهامی می باشد. اوراق مرابحه مبتنی بر سهام، اوراق بهاداری هستند که بانی برای تأمین مالی کل یا بخشی از ثمن جهت خرید مقدار مشخصی از سهام یک شرکت سهامی منتشر می نماید. این اوراق در واقع اوراق مرابحه ای است که دارایی پایه آن را سهام یک شرکت تشکیل می دهد.

پس از انتشار اوراق مرابحه توسط نهاد واسط، این نهاد به وکالت از دارندگان اوراق، وجوه حاصل از عرضه اوراق را صرف خرید نقدی سهام شرکت مورد نظر از شخص ثالث نموده و سپس اوراق سهام را در قالب قرارداد مرابحه به بانی واگذار می‌نماید. بانی در سررسیدهای معین نسبت به تسویه ثمن سهام خریداری شده اقدام می‌نماید. دارندگان اوراق مالکان مشاع مطالباتی هستند که بر اساس قرارداد مرابحه حاصل شده است. این اوراق دارای بازدهی ثابت و قابل خرید و فروش می‌باشد.

### ۱-۲) بررسی فقهی اوراق مرابحه مبتنی بر سهام

با توجه به این که اوراق مرابحه مبتنی بر سهام، همان اوراق مرابحه‌ای است که دارایی پایه آن، «سهام» می‌باشد. لذا با توجه به تصویب کلیات اوراق مرابحه از نظر شرعی، اشکال فقهی بر این نوع از اوراق مرابحه وجود ندارد.

شایان ذکر است که چنانچه خریدار سهام (بانی) با فروشنده سهام از نظر مالکیت متحد باشد، انتشار این اوراق مرابحه با مشکل بیع‌العینه مواجه می‌شود؛ زیرا در این صورت شرکت واسط با استفاده از وجوه سرمایه‌گذاران، سهام را از شرکت فروشنده که تحت مالکیت خریدار (بانی) است، به صورت نقد خریده و به صورت نسبه به خریدار (بانی) می‌فروشد و این همان بیع‌العینه است که از نظر شرعی باطل می‌باشد.

### ۳- اوراق مرابحه مبتنی بر سهام جهت تأمین مالی شرکت‌های هلدینگ

یکی از کاربردهای اوراق مرابحه مبتنی بر سهام، جهت تأمین مالی شرکت‌های زیر مجموعه شرکت‌های هلدینگ یا مادر می‌باشد. نحوه تأمین مالی این شرکت‌ها به این شکل است که ناشر با انتشار اوراق، وجوه مورد نیاز برای خرید سهام را جمع‌آوری می‌کند. سپس ناشر با وجوه جمع‌آوری شده سهام شرکت «ب» را به صورت نقد خریداری کرده و تأمین مالی برای شرکت مذکور صورت می‌گیرد. در مرحله بعد، ناشر سهام خریداری شده را در قالب مرابحه به شرکت «الف» که نقش هلدینگ را برای شرکت «ب» دارد، می‌فروشد و شرکت «الف» نیز اقساط مرابحه را در سررسید به سرمایه‌گذاران پرداخت خواهد نمود. پیش از بررسی فقهی این نوع از اوراق مرابحه، شایسته است که در ماهیت شرکت‌های هلدینگ روشن شود.



### ۱-۳) شرکت‌های هلدینگ

اثرگذاری شرکت‌های هلدینگ در بخش‌های مختلف اقتصادی بسیار با اهمیت است و بسیاری از کشورها را به اسم هلدینگ‌هایشان شناخته می‌شوند به همین علت اثربخشی فعالیت‌ها در اقتصاد نوین جهانی به اثربخشی راهبردهای شرکت‌های هلدینگ بستگی دارد. از این رو سازمان‌های توانا تمایل زیادی برای فعالیت در قالب هلدینگ و بهره‌گیری از توانایی‌های یکدیگر دارند تا بدین وسیله ضمن فائق آمدن بر مسائل و مشکلات خود به رقابت در سطح بالاتر و رقابت در عرصه جهانی بپردازند. بسیاری از مدیران ساختار هلدینگ را فرمول معجزه آسایی یافتند که هر مشکل سازمانی مانند پیچیدگی و روابط اقتصادی، اقتصادی نبودن فعالیت‌ها و موانع رشد را مرتفع می‌کند. (گولد و همکاران، ۱۳۸۹). شرکت‌های هلدینگ با ابعاد مختلف، در قبل و بعد از جنگ جهانی دوم در بعضی از کشورهای اروپایی ایجاد شدند. سپس موج تشکیل این شرکت‌ها در دهه‌های ۶۰ و ۷۰ وارد آسیا و آفریقا شد. نوع پیشرفته‌تری از این نوع شرکت‌ها در مقیاس گسترده در سال‌های ۱۹۸۸ تا ۱۹۹۱ در الجزایر و مصر به وجود آمد که توانستند اثر گسترده‌ای بر ساختارهای سازمانی و فعالیت‌های کاری داشته باشند (دستمالچی و همکاران، ۱۳۹۰).

هلدینگ در زبان انگلیسی مترادف با "CORPORATE" و "PARENT" آورده شده است و در زبان فارسی شاید بتوان آن را مترادف با «فراگیر» و یا «مادر» قرار داد. به طور کلی، سازمان‌های هلدینگ را می‌توان چنین تعریف کرد، گروهی از شرکت‌ها که در آنها یک شرکت، مالکیت و اداره و یا فقط اداره کلیه شرکت‌ها را برعهده داشته باشد، تحت عنوان هلدینگ قلمداد می‌شوند. (اتابکی، شماره ۱۳۹)

هلدینگ، شرکت مادری است که بقیه شرکت‌ها را زیر پوشش خود قرار می‌دهد. هلدینگ‌ها سازمان‌های بزرگ مالی هستند که با قبضه کردن سهام شرکت‌ها و سازمان‌های دیگر به صورت مرضی‌الطرفین یا به جبر تشکیل می‌شوند و از نظر حقوقی تمامی اختیارات شرکت‌های عضو را به عهده می‌گیرد. (غرابی، ۱۳۸۹، ص ۵۰)

شرکت هلدینگ، یک شرکت سرمایه‌گذاری است، با این تفاوت که شرکت سرمایه‌گذاری با خرید سهام شرکت‌های دیگر از سود سهام و همچنین از افزایش قیمت سهام، بدون آنکه دخالتی در امور اداره این شرکت‌ها داشته باشد، بهره‌مند می‌شود در حالی که هلدینگ‌ها با خرید سهام شرکت‌های دیگر و یا اعطای وام به آن‌ها در امورشان مشارکت داشته و بر آن تصدی می‌کنند (شرکت‌کنندگان در میزگرد ماهنامه تدبیر، ۱۳۸۳)

بر اساس قوانین بورس ایران شرکت مادر(هلدینگ) شرکتی است که با سرمایه‌گذاری در شرکت سرمایه پذیر جهت کسب انتفاع، آن قدر حق رأی کسب می‌کند که برای کنترل عملیات شرکت، هیئت مدیره را انتخاب کند و یا در انتخاب اعضای هیئت مدیره مؤثر باشد.

می‌توان گفت هلدینگ، شرکتی است که یک یا چند شرکت دیگر را کنترل می‌کند. بنابراین شرکتی که سهام شرکت دیگر را با هدف نفوذ در مدیریت شرکت خریداری کند، هلدینگ محسوب می‌شود و برای همین هلدینگ‌ها ناچارند نسبت به خرید سهام مدیریتی اقدام کنند و بخشی از دارایی‌های خود را به این منظور اختصاص دهند. (غرابتی، ۱۳۸۹، ص ۵۱)

در ماده ۱ از فصل اول قانون بازار اوراق بهادار مصوب ۱۳۸۴/۹/۱ مجلس شورای اسلامی در تعریف شرکت مادر(هلدینگ) آماده است که: شرکتی که با سرمایه‌گذاری در شرکت سرمایه‌پذیر جهت کسب انتفاع، آنقدر حق رأی کسب می‌کند که برای کنترل عملیات شرکت، هیئت مدیره را انتخاب کند و یا در انتخاب اعضای هیئت مدیره مؤثر باشد.

در قاعده کلی روش شرکت‌های سرمایه‌گذاری و هلدینگ خرید بیشتر از نیمی از سهام (معمولاً ۵۱ تا ۵۵ درصد) یک شرکت به منظور اعمال شیوه‌های مدیریت استراتژیک جهت تحصیل سود مورد انتظار می‌باشد. شرکت مالک، سهام شرکت‌های تولیدی را فقط در حدی خریداری می‌کند که بتواند برای آن‌ها تصمیم‌گیری کند. هرچند شرکت‌هایی که سهام آن‌ها مورد معامله قرار گرفته، استقلال حقوقی خود را حفظ می‌کنند، اما استقلال مالی آن‌ها به کلی از بین می‌رود. مضافاً امر سیاست‌گذاری در شرکت‌ها غالباً به شرکت‌های مالک انتقال می‌یابد. (ساجدی‌نیا، ۱۳۹۲، ص ۲۹)

بنا بر طبقه‌بندی گروه مشاور سازمان گسترش و توسعه صنایع ایران، می‌توان هلدینگ‌ها را از لحاظ ساختاری به سه گروه زیر طبقه‌بندی نمود:

- شرکت هلدینگ شامل شرکت‌هایی است که در یک رشته کاری خاص و منسجم مشغول به فعالیت می‌باشند. نمونه عینی این نوع هلدینگ‌ها، شرکت‌های خودروسازی در ایران است.
- هلدینگ‌های غیرهمسان زنجیره‌ای که در این نوع هلدینگ‌ها، شرکت‌های تابعه‌ای وجود دارد که در چندین رشته کاری مختلف و متفاوت به فعالیت مشغولند و ویژگی عمده این نوع هلدینگ‌ها، وجود چندین شرکت تابعه در کنارهم است که در کنار هم یک زنجیره ارزش می‌آفرینند در این مورد می‌توان از سازمان صنایع ملی نام برد که فعالیت این هلدینگ شامل زمینه‌های مختلف تولیدی و تجاری می‌باشد.

• در ایران شرکت‌هایی با ساختارهای ترکیبی نیز مشغول به فعالیت می‌باشند که می‌توان به گروه ملی فولاد ایران اشاره داشت (شفیعی نیک آبادی، ۱۳۸۸)

شرکت‌های هلدینگ نوعاً اکثریت سهام شرکت‌های تابعه را دارا است ولی گاه به دلیل پراکنده بودن سهامداران، با مالکیت اقلیت سهام نیز، کنترل شرکت‌های تابعه امکان‌پذیر است. به این ترتیب مشخص است که شرکت هلدینگ، مستقیماً، محصول (کالا یا خدمت) عرضه نمی‌کند و دارایی‌های شرکت هلدینگ، سهام شرکت‌های تابعه است. در حقیقت شرکت هلدینگ ستاد فرماندهی شرکت‌های تابعه است. بنابراین باید دارای بینشی وسیع از کسب و کار شرکت‌های تابعه باشد تا بتواند شرکت‌های تحت فرمان خود را در مسیر ارزش آفرینی و هم‌افزایی به طور کارآمد هدایت و رهبری کند. (ساجدی‌نیا، ۱۳۹۲، ص ۵)

انواع شرکت‌های هلدینگ :

در مجموع چهار نوع شرکت هلدینگ وجود دارد :

هلدینگ‌هایی که از یک شرکت بزرگ ایجاد شده‌اند مانند هلدینگ ایران خودرو  
هلدینگ‌های محصولی؛ یعنی همه شرکت‌های آن یک نوع محصول تولید می‌کنند  
هلدینگ‌های زنجیره تامین؛ یعنی همه شرکت‌های آن در راستای نیل به یک هدف مشترک فعالیت‌های گوناگون دارند  
مانند هلدینگ‌های نفتی از عملیات اکتشاف تا پخش

هلدینگ مختلط؛ یعنی از شرکت‌هایی با فعالیت‌های مختلف ایجاد شده است. (ساجدی‌نیا، ۱۳۹۲، ص ۲۰)

## ۲-۳) بررسی فقهی اوراق مرابحه مبتنی بر سهام جهت تأمین مالی شرکت‌های هلدینگ

استفاده از اوراق مرابحه مبتنی بر سهام، برای تأمین مالی شرکت‌های زیرمجموعه هلدینگ، از سوی برخی مطرح و به دنبال سازوکاری برای اجرایی شدن آن می‌باشند. مدل ساده این طرح به این شکل است که نهاد واسط با جمع‌آوری وجوه سرمایه‌گذاران، اقدام به خرید نقد سهام شرکت زیرمجموعه هلدینگ نموده و سپس آن سهام را به صورت مرابحه‌ای به خود هلدینگ منتقل می‌نماید.

در این مدل از تأمین مالی، در صورتی که شرکت‌های زیرمجموعه هلدینگ را از نظر مالکیت، متحد با خود هلدینگ بدانیم، در اینجا شبهه بیع‌العینه وجود دارد؛ توضیح بیشتر این که با توجه به این که مشخصه اصلی شرکت‌های هلدینگ، همبستگی

و وابستگی آنها است، اگر چه شرکت هلدینگ دارای شرکت‌های متعدد و متنوعی است ولی وابستگی خاص آن باعث می‌شود که مدیریت تمامی این شرکت‌ها در اختیار یک مجموعه واحد قرار گیرد و از نظر مالکیت یک مالکیت واحد داشته باشند. در این حالت، خرید نقد سهام از شرکت زیرمجموعه و فروش مباحه‌ای آن به شرکت هلدینگ، در واقع خرید نقد و فروش مباحه‌ای از یک شخصیت تلقی خواهد شد و در نتیجه با شبهه بیع‌العینه و صوری بودن خرید و فروش، مواجه خواهیم بود.

### ۱-۲-۳) بیع‌العینه در فقه امامیه

بیع عینه که بسیار شبیه شیوه‌های قراردادی مسیحیان است (میرمعزی، ۱۳۸۵، ص ۱۱۶) عبارت است از خرید کالا به صورت نسیه و فروش نقدی آن به بهای کمتر. (جوهری، ۱۴۰۵، ق، ص ۷۸)

لفظ «عینه» از عین به معنای مال موجود گرفته شده است. (مکارم‌شیرازی، ۱۴۲۵، ق، ص ۳۳۶) این نوع معامله از دیر زمان - برای فرار از ربا در قرض ربوی یا وصول طلب از بدهکار - به دو صورت انجام می‌گرفته است :

۱. شخص نیازمند به نقدینگی برای فرار از ربا، با صاحب مال معامله‌ای به این صورت انجام می‌دهد که از او به صورت نسیه کالایی گران‌تر از قیمت نقد (مثلاً ده هزار تومان) می‌خرد؛ سپس در همان جلسه آن را به قیمت کمتر (مثلاً هفت هزار تومان) به صورت نقد به فروشنده می‌فروشد. نتیجه این معامله، دستیابی خریدار اول - که از او به طالب یا صاحب عینه تعبیر می‌شود - به هفت هزار تومان نقد و دستیابی فروشنده اول به سه هزار تومان سود کالای فروخته شده به نسیه است که در سررسید، تحویل بهای کالا قابل وصول می‌باشد. (بحرانی، ۱۴۰۵، ج ۲، ص ۹۳)

۲. طلبکار برای وصول طلب خود از فردی که توان پرداخت بدهی خویش را ندارد، کالایی معین را نسیه به او می‌فروشد؛ سپس همان کالا را به بهایی کمتر نقد از او می‌خرد تا بدهکار بتواند با پول دریافتی از طلبکار طلب پیشین او را بپردازد. (حلی، ۱۴۱۹، ق، ج ۲، ص ۵۳۱)

بیع عینه در صورتی که معامله نخست مشروط به انجام دادن معامله دوم نشود، جایز و مشروع است و نسبت به معامله دوم، الزامی بر دو طرف نیست و اگر مشروط گردد، به گونه‌ای که خریدار ملزم به فروختن و فروشنده ملزم به خریدن باشد معامله صحیح نیست. (نجفی، ۱۴۰۴، ق، ج ۲۳، ص ۱۱۰)

مشهور فقهاء قول خود را مبنی بر بطلان بیع‌العینه در صورت شرط شدن آن، مستدل به ادله ای می‌نمایند از جمله :

۱. اگر قائل به صحت آن بشویم، اشکال دور پیش می‌آید. (حلی، ۱۴۱۴ق، ج ۱۱، ص ۲۵۳) دور به این شکل تحقق می‌یابد که انتقال مبیع به ملک مشتری در بیع اول، موقوف است به حاصل شدن شرط که همانا خریدن مجدد مبیع از جانب فروشنده است.

نقد: آن چیزی که متوقف بر حصول شرط است، با چیزی که حصول شرط متوقف بر آن است، متفاوت می‌باشد. توضیح بیشتر این که آنچه متوقف بر حصول شرط است، لزوم بیع می‌باشد، نه اصل انتقال مبیع به ملک مشتری (نجفی، ۱۴۱۴ق، ج ۲۳، ص ۱۱۰)

۲. بیع اول باطل است زیرا اشتراط بیع دوم، با قصد بایع در نقل مبیع به مشتری منافات دارد و شبیه اجتماع ضدین است. (مازندرانی، ۱۴۳۰ق، ص ۲۷۱)

نقد: با توجه به این که اراده بایع بر خریدن مبیع، در طول قصد وی مبنی بر انتقال مبیع به مشتری است، قصد باطنی بایع و اراده خرید مجدد مبیع، با قصد نقل آن منافات ندارد. (کرکی، ۱۴۱۴ق، ج ۴، ص ۲۰۴)

با توجه به اشکالات و نقدهایی که به دلائل قائلین به بطلان وجود دارد، دلیل قول مشهور، منحصر در نصوص و روایات می‌شود. (نجفی، ۱۴۱۴ق، ج ۲۳، ص ۱۱۰) (مدیریت پژوهش، توسعه و انتشارات اسلامی)

در حرمت بیع العینه سه احتمال وجود دارد که بر اساس هر یک از آن احتمالات نتایج متفاوت بدست می‌آید:

**الف.** حرمت بیع العینه از باب تعبد باشد در این صورت تنها به مواردی که در روایات به عنوان بیع العینه یاد شده بسنده می‌شود و سایر موارد از شمول حکم حرمت خارج خواهند بود، بر اساس این احتمال هیچ یک از موارد اوراق اجاره مشمول بیع العینه نخواهد بود، چون در این موارد قرارداد دوم قرارداد اجاره است، در حالی که در روایات بیع العینه قرارداد دوم قرارداد بیع است.

**ب.** حرمت بیع العینه به جهت توقف معامله دوم بر معامله اول باشد، بنابر این احتمال در تمام مواردی که دو معامله متوقف بر هم می‌باشند، مشمول بیع العینه خواهند بود، اعم از این که معامله دوم نیز بیع باشد یا معامله دیگر، بر این اساس در مواردی که قرارداد اجاره به صورت شرط در قرارداد بیع مطرح می‌شود، مشمول بیع العینه خواهند بود.

ج. حرمت بیع‌العینه به جهت تحریم حیل‌های ربا باشد در این صورت باید موارد به صورت خاص بررسی گردند هر موردی که هدف از انجام معامله به صورت فردی یا نوعی حیل ربا باشد حرام خواهد بود و هر موردی که به عنوان معامله مستقل با اهداف و انگیزه‌های مشروع و عقلانی صورت بگیرد حلال خواهد بود.

با تامل در مفاد روایات بیع‌العینه به این جمع‌بندی می‌رسیم که از میان احتمالات سه‌گانه، احتمال سوم صحیح است و بیع‌العینه از باب تحریم حیل ربا تحریم شده است.

بنابراین چنانچه بیع‌العینه، بیع حقیقی و جدی از طرفین معامله باشد، صحیح است و اگر فقط عقدی صوری به منزله فرار از ربا باشد، صحیح نیست. (مکارم‌شیرازی، ۱۴۲۵ق، ص ۳۳۷) حقوق‌دانان در تعریف معامله صوری گفته‌اند: معامله صوری را معامله‌ای گویند که طرفین قصد جدی برای به وجود آوردن آثار حقوقی آن معامله نداشته باشند» (جعفری لنگرودی، ۱۳۷۸، ۹۸۰). بنابراین معامله صوری، معامله‌ای است که بدون قصد انشاء و به ظاهر منعقد می‌شود یعنی طرفین چنین وانمود می‌کنند که عقدی را منعقد ساخته‌اند و حال آنکه محتوای آن را قصد نکرده‌اند و قصد آن‌ها بر خلاف صورت ظاهر عقد است. در این صورت، عمل حقوقی که از جمله اعمال ارادی و انشائی است، به وجود نمی‌آید؛ زیرا در قرارداد صوری تلفظ وجود دارد اما این قصد، جدیت و قطعیت ندارد و بنابراین انشاء محقق نمی‌شود.

لازم به ذکر است که آنچه برای تحقق و صحت معامله ضروری است، همان قصد انشاء معامله است که به وسیله متعاقدين آشکار شده باشد و نه ظواهر و الفاظ (ابن قیم، ۱۴۱۰ق، ۱۱۹) زیرا الفاظ در هیچ مورد ذاتاً مقصود نیستند؛ در حالی که مقاصد و هدف‌های عقود، مقصود بالذات می‌باشند. حال اگر ما مقاصد و هدف‌ها را لغو و بی‌اثر دانسته و الفاظ را معتبر بدانیم، در واقع آنچه را که اعتبار آن ضروری بوده الغاء کرده‌ایم و چیزی را که الغاء آن ممکن بوده معتبر شمرده‌ایم (همان، ۹۴)

این چنین معامله‌ای در فقه به موجب قاعده «العقود تابعه للمقصود» و در حقوق به موجب مواد ۴۶۳، ۱۹۶، ۱۹۱ و ۱۱۴۹ قانون مدنی به خاطر فقدان قصد انشاء واقعی و درونی، باطل است. امام خمینی (ره) می‌فرماید که اگر برای تخلص از ربا این حیل را بنماید، مطلقاً (چه شرط کرده باشد و چه شرط نکرده باشد) جایز نیست. (خمینی، بی‌تا، ج ۱، ص ۵۳۶)

حیله، به کار بستن راه‌هایی است که گرچه ظواهر قانون در آن رعایت شده ولی چه بسا با روح قانون مخالف است. (مکارم‌شیرازی، بی‌تا، ص ۱۴) در نتیجه حیل‌های شرعی ربا آن است که شخص برای فرار از حرمت ربا، می‌کوشد از طریق بعضی از عقود و معاملات که ظاهری شرعی دارند به هدف اصلی خود که دریافت سود است، برسد چون این

شخص، راه‌های شرعی را پیموده، در ظاهر مخالفتی با شرع نکرده است ولی ممکن است با روح و فلسفه تحریم ربا مخالفت کرده باشد.

## ۲-۲-۳) بیع‌العینه در فقه اهل سنت

این نوع معامله که به آن بیع آجال نیز گفته می‌شود (ابن‌رشد، ۱۴۲۵ق، ج ۲، ص ۱۵۴)، به عنوان یکی از مشهورترین انواع حيله ربا در فقه اهل سنت مطرح می‌باشد.

در بیع عینه، در مواردی که قصد طرفین رسیدن به قرض ربوی است، غیر از شافعی، فقیهان اهل تسنن آن را جایز ندانسته‌اند. شافعی بر این باور است که کالای خریداری شده را همان گونه که به غیر فروشنده می‌توان فروخت، به خود فروشنده هم می‌توان فروخت. (ابن‌قدامه، ۲۰۰۹م، ج ۴، ص ۴۵ و ۲۵۶) فقیهان شافعی در پی هم آمدن دو معامله را دلیل کافی نمی‌دانند برای این که حکم شود دو طرف قصد ربا داشته‌اند. (یونس‌المصری، ۲۰۰۹م، ص ۱۷۲)

## نتیجه‌گیری

با توجه به این که شرکت‌های زیر مجموعه شرکت هلدینگ، با خود شرکت هلدینگ اتحاد مالکیت دارند، اوراق مباحه مبتنی بر سهام جهت تأمین مالی شرکت‌های زیرمجموعه شرکت هلدینگ، با شبهه بیع‌العینه مواجه است. صوری بودن معامله و فرار از ربا، مسأله‌ای است که معاملات مبتنی بر بیع‌العینه با آن مواجه است و از این جهت فقهاء چنین معاملاتی را جایز نمی‌دانند. بنابراین برای تأمین مالی شرکت‌های زیر مجموعه هلدینگ به وسیله اوراق مباحه مبتنی بر سهام، باید سازوکار بهتری را طراحی نمود که شبهه بیع‌العینه را در پی نداشته باشد.

## منابع :

۱. ابن رشد الحفید، (۱۴۲۵ق)، **بدایه‌المجتهد و نهایه‌المقتصد**، دارالحديث، القاهرة،
۲. ابن قیم الجوزیه، شمس‌الدین (۱۴۱۰ق)، **اعلام‌الموقعین عن رب العالمین**، دارالجیل
۳. ابن‌قدامه، موفق‌الدین، (۲۰۰۹م)، **المغنی و الشرح‌الکبیر**،

۴. اتابکی، محسن (۲۰۰۳م)، "مدل‌های سازماندهی در سازمان‌های هلدینگ"، ماهنامه تدبیر، سال چهاردهم، شماره ۱۳۹
۵. بابایی، م.ع.، (۱۳۸۳)، "مطالعه خصوصیات و عملکرد شرکت‌های هلدینگ در ایران"، دومین کنفرانس بین‌المللی مدیریت
۶. بحرانی، آل عصفور، یوسف بن احمد بن ابراهیم، **الحدائق الناضرة فی أحكام العترة الطاهرة**، ۲۵ جلد، دفتر انتشارات اسلامی وابسته به جامعه مدرسین حوزه علمیه قم، قم - ایران، اول، ۱۴۰۵ ه ق،
۷. جعفری لنگرودی، محمدجعفر (۱۳۷۸)، **مبسوط در ترمینولوژی حقوق**، گنج دانش
۸. جواهری، حسن محمد تقی، **الربا فقهیا و اقتصادیا**، در یک جلد، مؤلف محترم، قم - ایران، اول، ۱۴۰۵ ه ق
۹. حلّی، علامه، حسن بن یوسف بن مطهر اسدی، **تذکره الفقهاء**، ۱۴ جلد، مؤسسه آل‌البيت عليهم السلام، قم - ایران، اول، ۱۴۱۴ ه ق
۱۰. حلّی، علامه، حسن بن یوسف بن مطهر اسدی، **نهاية الأحكام فی معرفة الأحكام**، ۲ جلد، مؤسسه آل‌البيت عليهم السلام، قم - ایران، اول، ۱۴۱۹ ه ق،
۱۱. خمینی، سید روح‌الله موسوی، **تحریر الوسيلة**، ۲ جلد، مؤسسه مطبوعات دارالعلم، قم - ایران، اول، بی تا،
۱۲. دستمالچی، س.، وزوائی، س.، قلیزاده، ر. و زارع، م.، (۱۳۹۰)، "تأخذ استراتژی مناسب در افزایش مدیریت هم‌افزایی در سازمان‌های هلدینگ هم‌افزایی و تعامل سنتاد و شرکت‌های زیرمجموعه در شرکت‌های هلدینگ"، اولین کنفرانس سازمان‌های هلدینگ.
۱۳. شرکت‌کنندگان در میزگرد ماهنامه تدبیر، (۱۳۸۳)، "میزگرد شرکت‌های مادر (هلدینگ) الزام یا اختیار"، تدبیر، شماره ۱۴۷.
۱۴. شفیع‌نیک آبادی، م.، (۱۳۸۸)، "انواع، سبک‌ها و ساختارهای هلدینگ‌ها، روش‌ها"، سال ۱۸ شماره ۱۱۶
۱۵. شیرازی، ناصر مکارم، **أنوار الفقاهة - کتاب‌البيع (لمکارم)**، در یک جلد، انتشارات مدرسه الإمام علی بن‌أبی طالب علیه السلام، قم - ایران، اول، ۱۴۲۵ ه ق
۱۶. کرکی، محقق ثانی، علی بن حسین، **جامع المقاصد فی شرح القواعد**، ۱۳ جلد، مؤسسه آل‌البيت عليهم السلام، قم - ایران، دوم، ۱۴۱۴ ه ق
۱۷. گولد، م.، کمپیل، ا.، و الکساندر، م.، (۱۳۸۹)، "استراتژی بنگاه مادر در ارزش‌آفرینی در شرکت‌های چندکسب و کاره"، (ترجمه اسماعیل صادقی، ناهیدصفایی)، نشر آریانا قلم.



۱۸. مازندرانی، علی اکبر سیفی، **دلیل تحریر الوسیله - فقه الربا**، در یک جلد، مؤسسه تنظیم و نشر آثار امام خمینی <sup>قدس سره</sup>، تهران - ایران، اول، ۱۴۳۰ ه ق
۱۹. مجتبی غرابی- **ماهنامه بازار بین الملل** - سال دوم - شماره پنجم- خرداد۸۹
۲۰. محسن اتابکی- **مدل‌های سازماندهی در سازمان‌های هلدینگ**- ماهنامه تدبیر، سال چهاردهم، شماره ۱۳۹
۲۱. محسن ساجدی نیا - (۱۳۹۲) **استراتژی‌های ارزش آفرین در شرکت‌های هلدینگ**، انتشارات ترمه-
۲۲. مکارم شیرازی، ناصر، **بررسی طرق فرار از ربا**، در یک جلد، قم - ایران، اول، بی تا،
۲۳. موسویان، **بازار سرمایه اسلامی**(۱)، (۱۳۹۱) سازمان پژوهشگاه فرهنگ و اندیشه اسلامی، تهران
۲۴. نجفی، صاحب الجواهر، محمد حسن، **جواهر الکلام فی شرح شرائع الإسلام**، ۴۳ جلد، دار إحياء التراث العربی، بیروت - لبنان، هفتم، ۱۴۰۴ ه ق،
۲۵. یونس المصری، رفیق، (۲۰۰۱)، **الجامع فی اصول الربا**،



سازمان بورس و اوراق بهادار  
مدیریت پژوهش، توسعه و مطالعات اسلامی  
www.rdis.ir