

# عدم تقارن اطلاعاتی در سرمایه‌گذاری خطرپذیر: تأملی در چارچوب عقد شرکت و مضاربه\*

تاریخ تأیید: ۱۳۹۴/۰۵/۲۲

تاریخ دریافت: ۱۳۹۴/۲/۱

مهرناز حیدری سورشجانی\*\*  
پرستو محمدی\*\*\*

## چکیده

یکی از مهم‌ترین چالش‌ها در فرایند سرمایه‌گذاری خطرپذیر، انعقاد قرارداد میان سرمایه‌گذار خطرپذیر و شرکت کارآفرین است. علت این امر نیز در ماهیت غیرقابل پیش‌بینی بودن آینده همکاری و غیرملموس بودن دارایی‌های کارآفرین و عدم تقارن اطلاعاتی نزد طرفین می‌باشد و باعث شده است راهکارهای پیش‌گیرانه، انگیزشی و کنترلی گوناگونی در تدوین مفاد قرارداد به کار گرفته شود تا چالش‌های آتی به حداقل رسانده شود. از میان عقود اسلامی، دو عقد شرکت و مضاربه بیشترین شباهت را با تعامل سرمایه‌گذار خطرپذیر و کارآفرین دارند. انعقاد قرارداد سرمایه‌گذاری خطرپذیر اسلامی با توجه به نوع عقدی که پایه و اساس آن قرار می‌گیرد، آثار گوناگونی بر تعامل‌های کارآفرین و سرمایه‌گذار دارد. بررسی آثار پیش‌گفته به منظور تعیین نوع قرارداد اسلامی و بررسی راهکارهای یادشده از دید این دو عقد، هدف مقاله پیش رو است. مطالعه پیش رو نشان می‌دهد انعقاد قرارداد سرمایه‌گذاری خطرپذیر اسلامی بصورت عقد شرکت از بُعد امکان فسخ قرارداد، ضمانت مال شرکت در صورت زیان‌دهی و مدت‌دار بودن قرارداد، بهتر می‌تواند با بروز مسئله کارگزاری مقابله کند.

**واژگان کلیدی:** سرمایه‌گذاری خطرپذیر، عقد شرکت، عقد مضاربه، عدم تقارن اطلاعاتی، کارگزاری.

**طبقه‌بندی JEL:** D86, D82, G24

\*. از زحمت‌های آقای دکتر محمدباقر پارساپور عضو هیئت علمی گروه حقوق خصوصی دانشکده حقوق

دانشگاه تربیت مدرس در بازخوانی و ویرایش نخست مقاله سپاسگزاری می‌شود.

\*\* دانشجوی دکترای مهندسی صنایع دانشگاه تربیت مدرس.

Email: mehrnaz.heidari@modares.ac.ir

\*\*\* استادیار دانشکده مهندسی صنایع و سیستم‌ها، دانشگاه تربیت مدرس (نویسنده مسئول).

Email: p.mohammadi@modares.ac.ir.

## مقدمه

سرمایه‌گذاری خطرپذیر (VC) (Venture Capital) شیوه تأمین مالی شرکت‌های نوپاست و در آن سرمایه‌ای به‌همراه کمک‌های مدیریتی، در اختیار شرکت‌های جوان، کوچک، به‌سرعت در حال رشد و دارای آتیه اقتصادی قرار می‌گیرد. در حقیقت VC واسطه مالی میان موسسه‌های سرمایه‌گذار اصلی (صندوق‌های دارای امکان سرمایه‌گذاری مانند صندوق‌های بازنشستگی، بانک‌ها، موسسه‌های بیمه و ...) و شرکت‌های به‌سرعت در حال رشد نوآوری-محور است. به‌طور عموم صندوق‌ها در جایگاه شریک با مسئولیت محدود (Limited Partner) (LP) عمل می‌کنند و VC نقش شریک مدیریتی (General Partner) (GP) را ایفا می‌کند و مسئولیت فعالیت‌هایی که به‌وسیله منابع مالی صندوق LP انجام می‌شود را عهده‌دار است (Cumming & Johan, 2014, pp.3-4).

سرمایه‌گذاران خطرپذیر به‌طور عمده شرکت‌های تازه تأسیس و در حال رشد را تأمین مالی می‌کنند، شیوه تأمین مالی آنها از راه دارایی است؛ یعنی سهام شرکت را می‌خرند و در آن شریک می‌شوند. به توسعه محصولات و خدمات جدید کمک می‌کنند و با مشارکت فعال در شرکت، ارزش پدید می‌آورند. در حقیقت VCها با انتظار سود بیشتر، ریسک بالاتری را متحمل می‌شوند و گرایش بازگشت سرمایه در بلندمدت دارند (IHS Global Insight, 2011, p.8).

ماهیت VC متعارف\* هم جهت با مشارکت سودوزیان است؛ زیرا در این شیوه از تأمین مالی، VC پس از ارزیابی‌های گوناگون، سرمایه‌ای را در اختیار کارآفرین قرار می‌دهد تا از راه فعالیت‌های نوآورانه و دانش فنی وی به سوددهی برسد. از آنجا که کارآفرینان به‌طور عمده در بحث‌های مدیریتی و مالی توان چندانی ندارند، VCها با تجربه و مهارت خود، همچنین با استفاده از رابطه‌های بالقوه در بازاریابی، شناسایی مشتریان مناسب، تأمین مواد اولیه یا نیروی انسانی متخصص و مدیریت مناسب شرکت نوپا، همکاری می‌کنند.

---

\* منظور از سرمایه‌گذاری خطرپذیر متعارف، سازوکاری است که VC در آن واسطه منابع مالی میان LP و کارآفرینان است و ابزارهای گوناگونی در ارزیابی و انعقاد قرارداد به‌کار می‌گیرد ولی الزاماً رویکرد اسلامی و استفاده از ابزارهای تأمین مالی اسلامی همچنین توجه به موازین اسلامی در آن وجود ندارد.

در کنار مفهوم‌های یادشده از VC متعارف، هدف سرمایه‌گذاری خطرپذیر اسلامی نیز مانند هدف سرمایه‌گذاری خطرپذیر متعارف است با این تفاوت که VC اسلامی بر بستر فقه اسلامی است و از مبانی مالیه اسلامی تبعیت می‌کند؛ البته VC اسلامی، فقط قراردادی ساده نیست که مفاد آن سرچشمه‌گرفته از فقه اسلامی باشد؛ بلکه بر مبنای تسهیم واقعی سودویان عمل می‌کند (Jouaber & Mehri, 2012, p.2).

یکی از مسائل مهم در تقابل میان سرمایه‌گذاران خطرپذیر و کارآفرین، بروز مسئله کارگزاری (Agency Problem) - چالش‌های ناشی از عدم تقارن اطلاعاتی و عدم هم‌سویی منافع میان کارفرما و کارگزار - است. راهکارهای گوناگونی برای جلوگیری از بروز این چالش‌ها یا کاهش اثر آنها در تجربه‌ها عملی VCها و ادبیات سرمایه‌گذاری خطرپذیر تبیین شده‌اند که به‌طور عمده از راه تنظیم مفادی به هنگام انعقاد قرارداد به کار گرفته می‌شوند.

قرارداد به مفهوم تعیین فعالیت‌های هر یک از طرفین است که بناست کاری را به‌صورت تابعی از شرایط منعقدشده، در زمان معین انجام دهند (Shavell, 2004, p.291). مطابق نظریه قراردادهای، قراردادی بهینه (Optimal) است که در برابر اقتضاهای گوناگون، مفاد مناسبی داشته باشد (Kim, 2009, p.4). یکی از نشانه‌های بهینه‌بودن قراردادهای، عدم وجود مذاکره دوباره (Renegotiation) بر سر مفاد قرارداد پس از انعقاد آن و بازبینی دوباره قرارداد است. عوامل گوناگون بیرونی - اعم از ساختار بازار، پایداری اقتصاد و ساختار نهادی و قوانین کشورها - بر بودن قراردادهای اثرگذار هستند؛ اما عامل درونی اثرگذار، طراحی قراردادهاست (Iossa et al., 2007, p.5). طراحی قرارداد، به‌ویژه تعیین سازوکار پرداخت و تخصیص ریسک است: «اگر تسهیم صحیح ریسک و آورده‌ها میان طرفین به خوبی انجام نگرفته باشد، به مذاکره دوباره خواهد انجامید. همچنین تبیین دقیق بسیاری ویژگی‌ها، وظیفه‌ها و پیش‌بینی‌ها در قراردادهای ضروری است» (Ibid, p.7).

در سرمایه‌گذاری خطرپذیر نیز توجه به انعقاد قراردادهایی که بتواند مسئله کارگزاری و پیرو آن، مذاکره‌های دوباره قرارداد را کاهش دهد، ضروری است.

در گزارش سالانه انجمن بین‌المللی مدیریت قرارداد و بازرگانی (International Association of Contract and Commercial Management (IACCM)، مفادی از قراردادهای که بیشترین میزان چانه‌زنی و ادعاهای (Claims) آتی را دارند، رتبه‌بندی می‌شوند.

عمده این مفاد، مربوط به مسائل مالی (قیمت و شیوه پرداخت و سود) و تخصیص ریسک (مسئولیت، جبران خسارت، حفظ امنیت اطلاعات، ضمانت‌ها و اختتام یا فسخ قرارداد) است.

با توجه به اینکه در سرمایه‌گذاری خطرپذیر اسلامی، چارچوب قراردادهای منعقد باید متناسب با موازین اسلامی باشد، کسب شناخت عقدهای متناسب با سرمایه‌گذاری خطرپذیر و اثرهای انعقاد قرارداد میان VC و کارآفرین به صورت این عقدهای اسلامی از جهت‌های گوناگون، ضروری است و شناخت این آثار می‌تواند بر مسئله کارگزاری نیز اثرگذار باشد.

در مقاله پیش رو ابتدا مفهوم عدم تقارن اطلاعاتی و رویکردهای قراردادی که باعث کاهش مسئله کارگزاری شده، بیان می‌شود؛ سپس به انتخاب عقد شرکت یا مضاربه به عنوان پایه و اساس قرارداد سرمایه‌گذاری خطرپذیر در مطالعه‌های پیشین پرداخته می‌شود. سرانجام آثار انعقاد قرارداد به صورت عقد شرکت و مضاربه با تأکید بر عدم تقارن اطلاعاتی بررسی می‌شود. در پایان نیز به ارائه نتیجه‌های به دست آمده پرداخته می‌شود.

## مبانی نظری و پیشینه تحقیق

### مفهوم عدم تقارن اطلاعاتی

طرح‌های نوآورانه در مرحله‌های گوناگونی ممکن است نیاز به تأمین مالی داشته باشند. این مرحله‌ها عبارت هستند از مرحله راه‌اندازی (Start-Up)، مرحله توسعه (Development)، مرحله گسترش (Expansion) و مرحله رشد (Growth). از مهم‌ترین مسائل درباره سرمایه‌گذاری خطرپذیر، تعیین زمان سرمایه‌گذاری، زمان خروج و تصمیم‌گیری برای ادامه یا عدم ادامه سرمایه‌گذاری در طرح است. لازم است سرمایه‌گذار نسبت به شرکت نوآور اطلاعات کافی داشته باشد تا بتواند در مرحله‌های گوناگون، پیش و بعد از سرمایه‌گذاری و در چرخه عمر شرکت، به درستی تصمیم‌گیری کند. از آنجا که سوددهی و دست‌یابی به نتیجه‌های مشهود (Tangible) فعالیت‌های شرکت‌های دانش‌بنیان در مرحله‌های اولیه اتفاق نمی‌افتد، سرمایه‌گذار قادر نیست از وضعیت عملکرد شرکت،

اطلاعات کاملی به دست آورد و عدم تقارن اطلاعاتی (Information Asymmetry) اتفاق می‌افتد.

منظور از عدم تقارن اطلاعاتی در قرارداد سرمایه‌گذار و شرکت نوپا، این است که هر دو به یک میزان به اطلاعات، دسترسی کامل و بی‌هزینه ندارند. در حقیقت اگر اطلاعات کامل و بدون هزینه در دسترس باشد، سرمایه‌گذار می‌تواند با استفاده از این اطلاعات، به‌طور کامل فعالیت‌های شرکت نوآور را ارزیابی کند و در برابر، شیوه‌های جبران خدمت (Compensation Scheme) را به‌طور دقیقی تعیین کند؛ بنابراین شرکت نوآور نیز در جهت هدف‌های سرمایه‌گذار عمل خواهد کرد و مسئله کارگزاری (Agency Problem) نیز بروز نمی‌کند؛ اما چنانکه یاد شد، در حقیقت، برای سرمایه‌گذار خطرپذیر (کارفرما) (Principal) سخت و هزینه‌بر است که بتواند فعالیت‌های شرکت را به‌طور دقیق مشاهده کند و در عمل اطلاعات درباره پیشرفت فعالیت‌ها و امکان کامیابی آنها در دست شرکت نوآور (کارگزار) (Agent) است، همچنین با توجه به نوآورانه بودن فعالیت شرکت‌ها، به‌طور عموم انتشار اطلاعات و بهینه‌کاوی درباره آنها وجود ندارد.

از سوی دیگر، در تعامل میان سرمایه‌گذار خطرپذیر و شرکت نوپا، احتمال عدم هم‌سویی منافع وجود دارد. بروز عدم تقارن اطلاعاتی و عدم هم‌سویی منافع در ارتباط میان سرمایه‌گذار خطرپذیر و شرکت نوپا باعث مسائلی مانند مسئله مسئولیت‌گریزی (Moral Hazard)، مسئله انتخاب معکوس (Adverse Selection) و مسئله ممانعت (Hold-Up) می‌شود (Bouvard, 2012, PP.3-5).

### چالش‌های عدم تقارن اطلاعاتی و عدم هم‌سویی منافع

علل بروز مسئله کارگزاری که به جهت عدم تقارن اطلاعاتی و هم‌سویی منافع رخ می‌دهد در سه گروه قابل دسته‌بندی است (Bender, 2011, pp.78-87):

۱. اطلاعات مخفی (Hidden Information): که پیش از انعقاد قرارداد اتفاق می‌افتد و VC به جهت عدم وجود اطلاعات کافی یا هزینه‌بر بودن گردآوری اطلاعات برای تصمیم‌گیری صحیح، نسبت به کیفیت عملکرد شرکت نوپا آگاهی کافی ندارد. همچنین ممکن است مدیر شرکت نوپا بکوشد درباره مزیت‌ها و امکان‌پذیری کسب‌وکار برای

دست‌یابی به منابع مالی بیشتر اغراق کرده یا ادعای دانش بیش از واقعیت کند. این مسئله باعث می‌شود کارآفرینی که شایستگی و شرایط کافی انجام فعالیت مورد نظر کارفرما (VC) را ندارد، به کار گماشته شود که خود بیانگر نوعی منفعت‌طلبی کارگزار است.

## ۲. فعالیت‌های مخفی (Hidden Action): بعد از عقد قرارداد اتفاق می‌افتد و باعث

بروز مسئله مسئولیت‌گریزی می‌شود، به این ترتیب که چون VC نمی‌تواند به‌خوبی فعالیت‌های شرکت را مشاهده، ارزیابی و بررسی کند؛ بنابراین تضمینی بر اینکه شرکت هم‌جهت با هدف‌های VC از عقد قرارداد عمل می‌کند یا خیر وجود ندارد و ممکن است شرکت سیاست‌هایی را پیش گیرد که از دیدگاه VC بهینه یا ضروری نیست؛ مانند بیش از حد سرمایه‌گذاری کردن (Overinvestment)، همچنین مسئله ظاهرسازی (Window Dressing) و وجود ضعف در عملکرد شرکت نوپا (leisure).

## ۳. نیت مخفی (Hidden Intention): این چالش پس از عقد قرارداد اتفاق می‌افتد و به

این معناست که شرکت سوءاستفاده یا فرصت‌طلبی‌هایی انجام می‌دهد که در قرارداد دیده نشده‌اند. مسئله ممانعت در این حالت بروز می‌کند یک نمونه اینکه مدیر شرکت نوپا، VC را تهدید به خروج می‌کند. همچنین ممکن است VC در صورتی که نرخ سود مورد انتظارش را از شرکت به‌دست نیاورده باشد، ادعای ورشکستگی کند تا به این ترتیب امکان مذاکره دوباره با مدیر شرکت نوپا را داشته باشد و شرایط را به‌نفع خود تغییر دهد.

بنابراین طرفین باید به‌صورتی عدم تقارن اطلاعاتی را کاهش دهند تا بتوانند تصمیم‌های درستی انتخاب کنند. باید اطلاعات پیش از تصمیم‌گیری برای سرمایه‌گذاری جمع‌آوری شود تا انتخاب صحیح صورت گیرد و همچنین جمع‌آوری اطلاعات بعد از تصمیم‌گیری و در حین اجرای پروژه نیز انجام شود (Kaplan & Stromberg, 2001, p.1).

## شیوه مقابله با مسئله کارگزاری در قراردادهای سرمایه‌گذاری خطرپذیر

از راه انتخاب رویکردهایی در انعقاد قرارداد می‌توان با مسئله کارگزاری مقابله کرد. در مطالعه‌های محققان گوناگون درباره این رویکردها، نتیجه‌های متنوعی به‌دست آمده است. برای پیش‌گیری از بروز مسئله عدم هم‌سویی منافع و عدم تقارن اطلاعاتی، دو سازوکار

عمده قابل بررسی است (Bender, 2011, pp.72-74): الف) رویکرد پایشی (Monitoring) ب) رویکرد تعهدی (Bonding). در حقیقت پایش، ابزار VC است تا فعالیت‌های کارآفرین را کنترل کند و تعهد شیوه‌ای است که شرکت نوپا انتخاب می‌کند تا VC را قانع سازد که ریسک فعالیت‌ها را به خوبی کنترل می‌کند.

از جمله مهم‌ترین ابزارهای رویکرد تعهدی، ابزارهای نظریه علامت‌دهی (Signaling Theory) است. شرکت نوپا برای نشان‌دادن توانمندی‌های واقعی خود به سرمایه‌گذاران بالقوه، ویژگی‌هایی را بروز می‌دهد تا نشان دهد ریسک انجام کار در کنترل است. نظیر این ویژگی‌ها شامل میزان دارایی‌های تقسیم‌نشده شرکت نوپا، شهرت پذیرهنویسی و قیمت کمتر از ارزش (Under pricing) در IPO است (Cai et al., 2007, pp.1-2). این راهکارها به کاهش مسئله انتخاب معکوس برای VC کمک می‌کند.

کارآفرینان با اعطای بخشی از سهام شرکت خود به VC، یا تشکیل شرکتی مشترک (مانند عقد شرکت)، می‌توانند از مزیت‌های همکاری VC در مدیریت شرکت بهره‌مند شوند؛ اما گاهی اوقات کارآفرینان نسبت به از دست‌دادن مالکیت شرکت خود حساس هستند و در صورتی که شراکت را بپذیرند، انگیزه فعالیت را از دست می‌دهند.\* به‌منظور تشویق کارآفرین به سودآوری شرکت، شیوه جبران خدمت به مدیران باید افزون بر پرداخت حق مدیریت (Management Fee) به آنان، درصدی از سود هر مرحله سرمایه‌گذاری نیز باشد. تا زمانی که شرکت سودده نشده است، اعطای سهام عادی یا اختیار خرید سهام اجرایی (Executive Stock Option)، نوعی راهکار انگیزشی است تا فعالیت‌های مدیر در جهت کامیابی طرح بیشتر شود. این اختیار خرید تا زمان سوددهی غیرقابل نقد شدن است (Sahlman, 1990, p.491 / Baker & Gompers, 1999, p.12). به این ترتیب، منافع کارآفرین و سرمایه‌گذار هم‌سو شده و مسئله کارگزاری کاهش می‌یابد.

\*. جذابیت و حس مالکیت ابده اولیه برای کارآفرینان به‌حدی است که گاهی اوقات از پذیرش شراکت با سرمایه‌گذاران خودداری می‌کنند.

در میان رویکردهای پایشی نیز، نزدیک بودن VC به محل سرمایه‌گذاری، مرحله‌بندی سرمایه‌گذاری (Stage Financing) و اعطای حق فسخ قرارداد به VC و به‌کارگیری ابزار سرمایه‌گذاری با توجه به دستاوردهای شرکت نوپا از جمله مهم‌ترین ابزارها هستند. هر چه VC به محل سرمایه‌گذاری نزدیک‌تر باشد، پایش‌های بیشتری با هزینه کمتر دارد و احتمال خروج‌های کامیاب (از راه IPO یا فروش) بیشتر است و احتمال ورشکستگی شرکت کمتر خواهد بود (Giot & Schwienbacher, 2007, p.682). به این ترتیب نزدیکی محل باعث می‌شود VC نسبت به شیوه هزینه‌کرد سرمایه‌اش به‌وسیله کارآفرین، پایش دقیق‌تری داشته باشد.

همچنین لازم است حق فسخ قرارداد به VC داده شود، به این منظور باید در قرارداد، اعطای منابع مالی در چند مرحله تصریح شده باشد. چون به‌طور عموم کارآفرین از هزینه‌کردن برای طرح خود در صورتی که شخص دیگری این هزینه را متقبل شده، دست برنمی‌دارد؛ البته حق شفعه (First Refusal) و حق پیش‌دستی (Pre-Emptive) هم به VC کمک می‌کند در صورت لزوم فروش سهم کارآفرین به‌وسیله وی، مانع از بین‌رفتن سرمایه‌گذاری‌اش یا انتقال آن به غیر شود (Sahlman, 1990, p.507).

عدم تقارن اطلاعاتی بر ابزار سرمایه‌گذاری VC‌ها نیز اثر می‌گذارد. هر چه عدم تقارن اطلاعاتی بیشتر باشد، تأمین مالی بر مبنای وام سخت‌تر است و شیوه مناسب‌تر، استفاده از قراردادهای سهام ممتاز است. در سرمایه‌گذاری در مرحله‌های اولیه، استفاده از سهام ممتاز بهتر است؛ زیرا در مرحله‌های اولیه، ارزیابی فعالیت‌های غیرملموس انجام شده فقط برای خود شرکت نوپا ممکن است اما در مرحله‌های بعدی، مشاهده و ارزیابی‌ها ممکن می‌شود. زمانی که عدم تقارن اطلاعاتی به‌علت وجود پایش‌ها کم باشد و سیکل سرمایه‌گذاری در دوره‌های پایانی تبدیل ایده به محصول باشد، ابزارهای تأمین مالی مبتنی بر بدهی یا سهام عادی نیز مناسب است (Trester, 1998, pp.34-35).

همان‌گونه که ملاحظه می‌شود، طراحی قراردادها به‌طور کامل بر کاهش مسئله کارگزاری اثرگذار است. همچنین به‌هنگام طراحی قرارداد سرمایه‌گذاری خطرپذیر باید به چارچوب عقد نیز توجه کرد؛ زیرا مبنای قرارداد هر عقد، ویژگی‌ها، محدودیت‌ها و آثاری به‌دنبال دارد که بر تعامل VC و کارآفرین و مسئله کارگزاری، اثرگذار است؛ بنابراین در



ادامه به مطالعه‌هایی که قرارداد سرمایه‌گذاری خطرپذیر اسلامی را بررسی کرده‌اند، پرداخته می‌شود.

### بررسی سرمایه‌گذاری خطرپذیر اسلامی در مطالعه‌های پیشین

برخی از مطالعه‌های انجام‌شده، سرمایه‌گذاری خطرپذیر را عقد مضاربه\* می‌دانند و برخی دیگر آن را عقد شرکت\*\* معرفی می‌کنند. جوهر و مهری (Jouaber & Mehri, 2012, p.4)، سرمایه‌گذاری خطرپذیر اسلامی را معادل عقد مضاربه می‌داند و با در نظر گرفتن بانک اسلامی به عنوان سرمایه‌گذار خطرپذیر (صاحب سرمایه) که وظیفه تأمین سرمایه، تحمل ریسک و تسهیم سود با نرخ از پیش تعیین شده با کارآفرین (عامل) را دارد، مسئله انتخاب معکوس را درباره بانک‌های اسلامی بررسی می‌کند.

از دیدگاه آنان، مهم‌ترین تفاوت سرمایه‌گذاری خطرپذیر اسلامی و متعارف در شیوه تسهیم سود است. در VC متعارف، سود انتقالی - سود پرداختی به شریکان ضامن - (Carried Interest) در نظر گرفته می‌شود؛ اما در VC اسلامی، نرخ سهم‌الشرکه طرفین از پیش تعیین‌شده است و در ادامه ممکن است مورد چانه‌زنی میان VC و کارآفرین قرار گیرد. تفاوت دیگر اینکه VC متعارف، مشاور است و در مدیریت شرکت/ پروژه همکاری می‌کند؛ اما VC اسلامی از دخالت در امر اجرای پروژه می‌پرهیزد (Ibid, p.22).

در مقاله آنها، مسئله کارگزاری در سرمایه‌گذاری خطرپذیر اسلامی بیشتر و جدی‌تر از VC متعارف و شراکت است؛ زیرا مطابق استاندارد AAOIFI، کارآفرین (مضارب) در سرمایه‌گذاری در مال دخیل نیست؛ هم‌زمان مالک نیز از دخالت در اجرای پروژه منع شده

---

\*. در اصطلاح قانون مدنی، مضاربه عقدی است که به سبب آن یکی از طرفین قرارداد، سرمایه می‌دهد با قید اینکه طرف دیگر با آن تجارت کرده و در سود آن شریک باشند. صاحب سرمایه مالک و عامل، مضارب نامیده می‌شود (ماده ۵۴۶). در مضاربه سرمایه باید وجه نقد باشد (ماده ۵۴۷). حصه هر یک از مالک و مضارب در منافع باید جزء کل مشاع از کل مانند ربع و ثلث و ... باشد (ماده ۵۴۸).

\*\* در اصطلاح قانون مدنی، شرکت چنین تعریف شده است: «اجتماع حقوق مالکان متعدد در شیئی واحد و به صورت اشاعه». هر یک از شریکان به نسبت سهم خود در نفع و ضرر سهم هستند مگر آنکه برای یک یا چند نفر از آنها در برابر عملی، سهم فراوان‌تری منظور شده باشد (ماده ۵۷۵).

است؛ در حالی که تمام زیان‌های شکست پروژه را تحمل می‌کند (استاندارد سازمان حسابداری و حسابرسی نهادهای مالی اسلامی بحرین (AAOIFI)، ۲۰۰۳) (Shari'a Standards, Accounting and Auditing Organization for Islamic Financial Institutions). به این ترتیب پایش کارآفرین و کنترل وی ممکن نیست و می‌تواند به گونه‌ای رفتار کند که به نفع شخصی برسد. در مقاله پیش‌گفته، تعیین نرخ تسهیم سود (Profit Sharing Ratio) بالا، به عنوان عاملی غربال‌کننده و نشانگر کارآفرین خوب است؛ هر چند ممکن است به همین جهت، سرمایه‌گذار خطرپذیر اسلامی و کارآفرین خوب در چانه‌زنی تأمین مالی برای پروژه‌ای خوب، به نتیجه نرسند و فرصت از دست برود؛ بنابراین تعیین نرخ تقسیم سود بهینه، هدف اصلی مقاله آنهاست که به کمک نظریه مطلوبیت و میزان ریسک‌گریزی طرفین، چنین پاسخ داده شده است: «هر قدر میزان ریسک‌گریزی کارآفرین افزایش یابد و ریسک‌گریزی سرمایه‌گذار خطرپذیر اسلامی کاهش یابد، نرخ تسهیم سود بهینه بیشتر می‌شود (Jouaber & Mehri, 2012, p.12).

در مقاله السویلیم (Al-Suwailem, 1998) اشاره شده است که سرمایه‌گذاری خطرپذیر قابل تفسیر به صورت عقد شرکت است، هر چند در عمده قسمت‌های مقاله فقط به بُعدهای گوناگون سرمایه‌گذاری خطرپذیر و اثرگذاری آن بر وضعیت اقتصادی جامعه پرداخته شده و توضیحی درباره ماهیت شراکت اسلامی سرمایه‌گذاری خطرپذیر ارائه نشده است.

یوسفی (Yousfi, 2013, p.13) نیز ادعا کرده است عقد مضاربه بیشترین هم‌خوانی را با قرارداد سرمایه‌گذاری خطرپذیر متعارف دارد و در آن سرمایه در اختیار بنگاه‌های کوچک و متوسط (Small and Medium Enterprises (SMEs)) و شرکت‌های نوپا قرار می‌گیرد. کارآفرین دچار مشکل کمبود منابع مالی است؛ اما مهارت و دانش فنی اجرای پروژه را وارد می‌کند. وی نیز تأکید دارد که برخلاف سرمایه‌گذاری خطرپذیر متعارف، در مضاربه، سرمایه‌گذار حق کنترلی نداشته و نمی‌تواند در اجرای پروژه، مشارکت فعال داشته باشد. در صورت کامیابی طرح، سود بر اساس نسبت تقسیم سود از پیش مشخص شده، تقسیم می‌شود. در غیر این صورت زیان سرمایه فقط متوجه سرمایه‌گذار است و زیان کارآفرین در این امر است که زمان و کوشش خود را از دست می‌دهد.

طبق مطالعه بینت‌حسن (BintHasan et al., 2011, p.2387)، ماهیت اصلی VC قابل تفسیر به صورت مضاربه است. هر چند قراردادهای مشارکتی (Participatory Contracts) به صورت عقد شرکت و عقد مضاربه منعقد شده‌اند؛ اما این دو عقد در ماهیت مجزا هستند. برخی عالمان اهل تسنن مانند ابن‌قدامه (IbnQuddamah)، مضاربه را نوعی شرکت می‌دانند. عالمان سنی دیگر مانند ابن‌تیمیه (IbnTaymiyyah) و ابن‌قیم (IbnQayyim)، عقد شرکت را عقدی گسترده شامل مضاربه، مزارعه و مساقات می‌دانند و شیوه تقسیم سود آنها را یکسان (معادل بخشی از سود حاصل شده، میوه‌های به عمل آمده) می‌دانند.

طبق تعریف AAOIFI، عقد شرکت به معنای توافق میان دو یا چند شریک به منظور ادغام دارایی‌ها، کوشش و تعهدهای با هدف پدید ساختن سود است؛ بنابراین عقد شرکت می‌تواند در سرمایه‌گذاری خطرپذیر اسلامی مورد استفاده قرار گیرد. مضاربه، مساقات و مزارعه نیز از دیدگاه کسانی که آن را نوعی عقد شرکت می‌دانند نیز می‌تواند مبنای قراردادهای VC قرار گیرد (BintHasan et al., 2011, p.2387).

بعضی از فقیهان مضاربه را ترکیبی از سه عقد امانت، وکالت و شراکت می‌دانند. به این معنا که اگر مضارب پیش از خرید کالا فوت کند مانند آن است که سرمایه نزد وی امانت بوده و به صاحب سرمایه تعلق دارد. اگر مضارب بعد از خرید کالا و پیش از فروش آن فوت کرده باشد خرید کالا مانند وکالت در خرید بوده است و باید به صاحب سرمایه برگردانده شود. سرانجام اگر پس از خرید و فروش کالا اما پیش از تقسیم سود فوت کند مضارب مانند شریک بوده و در سود تقسیم‌نشده شریک است و باید سهم سود وی به وراثت پرداخت شود (توتونچیان، ۱۳۷۹، ص ۴۰۳).

بنابراین بررسی تحقیق‌هایی در حوزه سرمایه‌گذاری خطرپذیر اسلامی نشان می‌دهد که محققان درباره ماهیت عقد مربوطه به سرمایه‌گذاری خطرپذیر، اتفاق نظر ندارند. برخی آن را مضاربه و بعضی آن را عقد شرکت می‌نامند. اهمیت تمایز بین این دو در سرمایه‌گذاری خطرپذیر به اختیارها و محدودیت‌های طرفین و اثر آن بر نتیجه تعامل طرفین دیده می‌شود؛ بنابراین پذیرفتن سرمایه‌گذاری خطرپذیر به عنوان عقد شرکت یا عقد مضاربه می‌تواند تبعات متفاوتی از نظر شیوه تعامل و حتی نتیجه مشارکت پدید آورد؛ از این رو تأمل در ماهیت این دو عقد و درک شباهت‌ها و تفاوت‌های آنها می‌تواند ما را در بررسی

تبعات ناشی از پذیرفتن فعالیت سرمایه‌گذاری خطرپذیر در چارچوب هر یک از عقودهای شرکت و مضاربه یاری کند.

## اثرهای انعقاد قرارداد به صورت عقد شرکت و عقد مضاربه

برخی از مراجع و منابع، عقد مضاربه را نوعی عقد شرکت می‌دانند؛ اما این دو عقد از جهت‌های گوناگون، رویکرد متفاوتی به قرارداد داشته و نتیجه‌ها و اثرهای متفاوتی را سبب می‌شوند. گرچه کاربرد عقد مضاربه در نظر فقیهان به طور عمد در باره تجارت و خرید و فروش عنوان شده است (وحیدخراسانی، ۱۳۸۸، مسئله ۲۲۷۳)؛ اما نکته‌هایی درباره امکان استفاده از عقد مضاربه در سرمایه‌گذاری خطرپذیر قابل ذکر است:

الف) در تعامل VC و کارآفرین، VC مالک سرمایه است و کارآفرین دانش و مهارت فناورانه دارد که می‌تواند با استفاده از سرمایه VC، کالاها و خدمات فناورانه و نوآورانه تولید کند. چنین تعاملی شباهت فراوانی به مضاربه دارد که در آن رب‌المال، پول و سرمایه خود را در اختیار عامل قرار می‌دهد تا با استفاده از آن تجارت و کسب سود کند.

ب) هدف از تعامل سرمایه‌گذار خطرپذیر و کارآفرین آن است که از این کسب‌وکار منفعتی کسب کنند و این منفعت می‌تواند بین طرفین قرارداد تقسیم شود. در مضاربه نیز فعالیت انجام‌شده به منظور تحصیل سود حاصل از انجام کار به وسیله عامل با سرمایه رب‌المال است.

ج) چنانکه ملاحظه شد در مطالعه‌های صورت‌گرفته پیشین نیز اختلاف نظر میان محققان بر سر مضاربه و شرکت بوده است که نشان می‌دهد یکی از عقود اسلامی که می‌تواند مبنای قرارداد سرمایه‌گذاری خطرپذیر باشد، مضاربه است.

با این توضیحات در ادامه شش بُعد اصلی که انعقاد عقد شرکت و مضاربه می‌تواند رویکرد متفاوتی به قرارداد بدهد، همچنین آثار این انتخاب بر مسئله کارگزاری، تبیین می‌شود. به این منظور افزون بر بررسی هر یک از این بُعدها در کتاب‌های شرح لمعه دمشقیه شهید ثانی و شرایع الاسلام محقق حلی، رساله توضیح المسائل منطبق بر فتاوی علمای عظام آیت‌الله خمینی علیه السلام، آیت‌الله سیستانی، آیت‌الله وحید خراسانی، آیت‌الله نوری همدانی، آیت‌الله مظاهری، آیت‌الله مکارم شیرازی و آیت‌الله بهجت علیه السلام نیز بررسی شده است

و در هر مورد با رویکرد VC های متعارف مقایسه شده‌اند. سرانجام اثر انعقاد قرارداد VC به صورت مضاربه یا شرکت از هر بُعد بر کاهش مسئله کارگزاری بررسی شده است:

## ۱. حق تصرف در مال

شراکت عقدی متضمن تصرف در مال است و در عقد شرکت، حق تصرف در مال فقط در نوع عقدی آن اذن داده شده است؛ بنابراین هر یک از طرفین می‌توانند در حوزه اختیارهایی که دارند، عمل کنند (شهادت ثانی، ۱۳۸۸، ج ۳، ص ۱۶). اگر در عقد شرکت شرط کنند که هر دو با هم خرید و فروش کنند، یا هر کدام به تنهایی معامله کنند یا فقط یکی از آنان معامله کند یا شخص سومی برای معامله کردن اجازه شود باید به قرارداد عمل کنند و اگر این مطلب را معین نکنند هیچ‌کدام بدون اجازه دیگری نمی‌تواند با آن سرمایه معامله کند (موسوی خمینی، ۱۳۸۸، مسئله ۲۱۴۹-۲۱۵۰).

۱۶۵

در عقد مضاربه عامل باید عملی را انجام دهد که مالک به وی اذن داده است؛ مانند نوع تجارت، محل تجارت، زمان تجارت، کسی که کالا از وی خریده و کسی که کالا به وی فروخته می‌شود. اگر عامل خلاف تعیین شده رفتار کند، ضامن مال و سرمایه است؛ اما اگر سودی به دست آورد بر اساس شرطی که کرده‌اند میان مالک و عامل تقسیم می‌شود (شهادت ثانی، ۱۳۸۸، ج ۳، ص ۳۰).

در مضاربه چنانکه خرید کالای خاصی شرط شده باشد عامل نباید بر خلاف شرط عمل کند و در صورت مخالفت، ضامن سرمایه و خسارت وارده است؛ مگر آنکه مالک اجازه بدهد که در صورت اجازه، سود حاصله مطابق قرارداد خواهد بود و خسارت احتمالی بر عهده مالک است (بهجت، ۱۳۸۸، مسئله ۱۷۰۲).

در سرمایه‌گذاری خطرپذیر متعارف، به‌طور عمده حق تصرف در مال برای کارآفرین که به‌طور معمول مدیر عامل و مجری است، فقط در مواردی است که اجازه آن تصریح شده باشد در غیر این صورت باید کارآفرین در تمام موارد با صلاح دید VC عمل کند. این شیوه، پایش لحظه‌به‌لحظه VC در امور اجرایی کارآفرین را تأمین می‌کند که باعث کاهش مسئولیت‌گریزی کارآفرین است، همچنین منافاتی با ماهیت عقد شرکت و عقد مضاربه

ندارد؛ زیرا در عقد شرکت نیز، طرز اداره کردن اموال مشترک، تابع شرایط مقررہ بین شریکان خواهد بود (قانون مدنی، ماده ۵۷۶).

بنابراین انتخاب عقد مضاربه یا عقد شرکت به عنوان چارچوب اصلی قرارداد VC، از بُعد حق تصرف در مال تفاوتی پدید نمی آورد.

## ۲. فسخ قرارداد

در عقد شرکت هر یک از شریکان می توانند تقسیم مال مشترک را درخواست کند (شهید ثانی، ۱۳۸۸، ج ۳، ص ۱۶). تقسیم مال مشترک یکی از راه های انحلال شرکت است (محقق حلی، ۱۳۷۴، ج ۱، ص ۲۵۷)؛ البته این حق را می توانند از خود سلب کنند. از سوی دیگر، شراکت مانند اسبی است که افسار آن در دست دو نفر سوارکار است؛ بنابراین بدون همکاری طرف دیگر، امکان فسخ قرارداد وجود نخواهد داشت.

در میان نظرهای فقیهان معاصر، اختلاف نظری درباره جایز بودن عقد شرکت وجود دارد؛ به طور مثال، در رساله امام خمینی علیه السلام (موسوی خمینی، ۱۳۸۸، مسئله ۲۱۵۵) و آیت الله بهجت علیه السلام (بهجت، ۱۳۸۸، مسئله ۱۶۹۲) آمده است:

اگر تمام شریکها از اجازه ای که به تصرف مال در یکدیگر داده اند برگردند، هیچ کدام نمی توانند در مال شرکت، تصرف کنند و اگر یکی از آنان از اجازه خود برگردد شریکهای دیگر حق تصرف ندارند؛ اما کسی که از اجازه خود برگشته می تواند در مال شرکت تصرف کند.

همچنین در رساله امام خمینی علیه السلام (موسوی خمینی، ۱۳۸۸، مسئله ۲۱۶۵)، آیت الله سیستانی (سیستانی، ۱۳۸۷، مسئله ۲۱۶۶) و آیت الله وحید خراسانی (وحید خراسانی، ۱۳۸۸، مسئله ۲۱۸۴) آمده است:

در شرکت اذنی هر وقت یکی از شریکها تقاضا کند که سرمایه شرکت را قسمت کنند، اگر چه شرکت مدت داشته باشد، باید دیگران قبول کنند؛ مگر آنکه قسمت رد یعنی قسمت کردن نیاز به مبلغی از طرف بعضی از شریکان داشته باشد یا ضرر معتنابهی بر شریکان داشته باشد.

در حالی که در رساله آیت الله نوری همدانی (نوری همدانی، ۱۳۸۸، مسئله ۲۱۵۰)، آیت الله مظاهری (مظاهری، ۱۳۸۹، مسئله ۱۷۰۸) و آیت الله بهجت علیه السلام (بهجت، ۱۳۸۸، مسئله

(۱۶۹۳) به صراحت از موضوع قسمت رد، صحبتی نشده است. همچنین آیت‌الله مظاهری (مظاهری، ۱۳۸۹، مسئله ۱۷۰۷)، به صراحت عقد شرکت را عقدی جایز می‌داند؛ در حالی که آیت‌الله مکارم شیرازی (مکارم شیرازی، ۱۳۸۹، مسئله ۱۸۳۶)، آن را عقدی لازم دانسته‌اند؛ مگر آنکه حق فسخ قرارداد برای طرفین پیش‌بینی شده باشد.

از آنجا که عقد مضاربه، عقدی جایز است هر یک از طرفین می‌توانند آن را فسخ کنند؛ هر چند که سرمایه دست نخورده باشد یا تبدیل به مال دیگری شده باشد. در این صورت برخی فقیهان گفته‌اند اگر مالک فسخ کند باید اجرتی به عامل بدهد؛ اما اگر سودی حاصل شود، دیگر نیازی به اجرت نیست.

موضوع مهم دیگر در فسخ این است که اگر هنگام فسخ، اموال مالک به صورت نقدی نباشد؛ بلکه کالا باشد که متضمن سود باشد، در این حالت اختلاف نظر است. عامل می‌تواند بدون اجازه مالک آن را بفروشد - اما چون شریک هستند و بدون اذن شریک نمی‌توان فروخت، شبهه وجود دارد - اما اگر آن کالا متضمن سودی نباشد، عامل نمی‌تواند بدون اذن مالک آن را بفروشد - در کتاب **شرایع الاسلام** گفته شده که اگر احتمال فروش سوددهی از کالا وجود داشته باشد، فروش جایز است؛ زیرا عامل نسبت به آن حق دارد (محقق حلی، ۱۳۷۴، ج ۱، ص ۲۶۸).

در رساله‌های فقیهان معاصر، هم‌سانی نظرها درباره عقد مضاربه وجود دارد؛ به این معنا که همگی آنان مضاربه را عقدی جایز دانسته و هر یک از طرفین را مجاز به فسخ قرارداد می‌دانند (سیستانی، ۱۳۸۷، مسئله ۲۲۳۰).

در قرارداد سرمایه‌گذاری خطرپذیر متعارف، به‌طور عمده VC حق فسخ قرارداد را از کارآفرین سلب می‌کند تا جلوی مسئولیت‌گریزی احتمالی کارآفرین (خروج ناگهانی وی از کار به جهت پدیدآمدن منفعت شخصی برای کارآفرین در کار یا موقعیتی دیگر) را بگیرد. همچنین از آنجا که به‌طور عمده VC دارای تجربه مدیریتی بالایی در شرکت است، یگانه علت فسخ زودهنگام قرارداد از طرف وی، تشخیص زیان‌ده بودن ادامه فعالیت شرکت با توجه به شم اقتصادی خود و شناخت بازار است؛ بنابراین در اختیار داشتن حق فسخ قرارداد به نفع فعالیت شرکت به نظر می‌رسد که با ماهیت عقد شرکت نیز در صورتی که این شرط در قرارداد قید شود، منافاتی ندارد.

این امکان که VC حق فسخ قرارداد را از کارآفرین سلب کند، در چارچوب عقد شرکت امکان‌پذیر است؛ در حالیکه در مضاربه هر یک از طرفین به فسخ قرارداد قادر هستند. داشتن چنین مجوزی برای کارآفرین ممکن است باعث عدم هم‌سویی منافع شده و باعث افزایش مسئله کارگزاری و چالش‌های بعدی شود؛ بنابراین درباره حق فسخ قرارداد، انعقاد قرارداد سرمایه‌گذاری خطرپذیر بر مبنای عقد شرکت، بهتر می‌تواند به کاهش مسئله کارگزاری کمک کند.

### ۳. تقسیم سود (بازپرداخت و جبران خدمت)

در عقد شرکت، تسهیم سود به‌طور متناسب با سهم‌الشرکه جایز است و شرط ضمن عقدی که در آن قید شود تسهیم سود بیشتر جایز نیست. چنین شرطی عقد را نیز باطل می‌کند؛ اما اگر یکی از شریکان عامل باشد، اشکالی ندارد سود اضافی برای وی در نظر گرفته شود (شهید ثانی، ۱۳۸۸، ص ۱۴).

اگر طرفین در صورت تساوی سرمایه شرط کنند که سود به‌صورت متفاوت پرداخت شود یا اگر سرمایه متفاوت باشد اما شرط کنند که مساوی پرداخت شود، شرط باطل است؛ بنابراین عقد شرکت یعنی اذن در تصرف نیز باطل است؛ یعنی چنین شرط ضمن عقدی باطل است؛ زیرا مبنایی برای تقسیم سود بر اساس سرمایه وجود ندارد و هر شریکی باید بر اساس سودی که از مالش به‌دست آمده، سود ببرد. علت بطلان این است که زیاده سودی که برای یکی از شریکان حاصل می‌شود، عوضی در برابر آن قرار ندارد؛ مگر اینکه شریک دیگر این سود اضافی را هبه کرده باشد (محقق حلی، ۱۳۷۴، ص ۲۵۷)\*.

در میان نظرهای فقیهان معاصر نیز در این‌باره اختلاف نظر وجود دارد؛ اما شیوه تقسیم سود و زیان به تراضی طرفین بستگی دارد و این امکان وجود دارد که کسی که کار می‌کند یا بیشتر کار می‌کند یا ارزش کارش بیشتر است، سود بیشتری نیز ببرد.

\*. اگر در عقد شرکت شرط کنند کسی که کار می‌کند یا بیشتر از شریک دیگر کار می‌کند یا کارش مهم‌تر از کار دیگری است بیشتر منفعت ببرد، باید آنچه را شرط کرده‌اند به وی بدهند. همچنین اگر شرط کنند کسی که کار نمی‌کند یا بیشتر کار نمی‌کند یا کارش مهم‌تر از کار دیگری نیست، بیشتر منفعت ببرد، باز هم شرط صحیح است و باید آنچه شرط کرده‌اند به وی بدهند (حسینی سیستانی، ۱۳۸۷، مسئله ۲۱۵۶).



در مضاربه، سود به همان شکلی که توافق کرده‌اند، میان مالک و عامل تقسیم می‌شود. در سرمایه‌گذاری خطرپذیر متعارف، به‌طور عمده VC سهم بیشتری نسبت به آورده خود طلب می‌کند. در صورتی که عقد میان VC و کارآفرین را شرکت بدانیم، VC فقط در صورتی می‌تواند طلب درصدی بیشتر از سهم‌الشرکه خود کند که این مقدار بیشتر، مابه‌ازای عمل بیشتر مانند کمک مدیریتی یا مشاوره تخصصی یا بازاریابی باشد. حال آنکه کارآفرین نیز افزون بر دانش فنی خود - و احیاناً نمونه اولیه محصول یا مواد اولیه یا برخی تجهیزات - که آورده وی شمرده می‌شود، نقش اجرایی (عامل) را نیز در کار ایفا می‌کند و باید بخشی از سود و اموال فعالیت نیز به این جهت به وی تعلق گیرد؛ بنابراین تعیین سهم‌الشرکه طرفین در صورتی که عقد شرکت منعقد شده باشد به‌طور کامل به تراضی و چانه‌زنی میان طرفین و قدرت اقتصادی آنان وابسته می‌شود.

۱۶۹

به همین ترتیب اگر عقد میان طرفین را مضاربه بدانیم، تعیین سهم طرفین از سود فعالیت تجاری به‌طور کامل به تراضی طرفین در ابتدای انعقاد قرارداد بستگی خواهد داشت. تعیین میزان نسبت تقسیم سود طرفین در قرارداد، نوعی ابزار سنجش توان کارآفرین و پیش‌گیری از انتخاب معکوس است؛ زیرا قدرت اقتصادی و توان اجرایی کارآفرین هنگام چانه‌زنی مشخص می‌شود؛ اما من حیث‌المجموع، از بُعد تقسیم سود نیز میان عقد شرکت و عقد مضاربه و اثر آن بر مسئله کارگزاری تفاوتی وجود ندارد.

#### ۴. مدت‌دار بودن قرارداد

در عقد شرکت، قیدی مبنی بر زمان وجود ندارد؛ بنابراین قرارداد مدت‌زمان برای مشارکت آن را باطل نمی‌کند. در عقد مضاربه می‌توان زمانی برای آن قرار داد. وفای به چنین شرطی واجب نیست و عقد مضاربه با آوردن چنین شرطی تبدیل به عقد لازم نمی‌شود؛ اما می‌توان شرط کرد که عامل پس از یک سال، حق اقدام ندارد؛ مانند اینکه می‌توان شرط کرد در موضوع خاصی تجارت بشود یا نشود. هر مالک می‌تواند چگونگی تصرف در مالش را مشخص کند. قرارداد شرط مدت بر مضاربه این اثر را دارد که عامل را بعد از مدت معلوم‌شده، ممنوع از تصرف می‌سازد مگر اینکه اذن جدیدی داده شود

(محقق حلی، ۱۳۷۴، ص ۲۶۲)\*. همین موضوع در فتوای آیت‌الله بهجت رحمته‌الله نیز دیده می‌شود:

مضاربه عقد جایز است؛ یعنی طرفین هر وقت بخواهند می‌توانند عقد را به هم بزنند و حتی اگر در متن عقد مدت معینی را شرط کنند، مضاربه تبدیل به عقد لازم نمی‌شود و اقرب صحت عقد و شرط است و لازمه آن این است که بعد از سپری شدن مدت، تصرف عامل به اجازه مالک منوط است. (بهجت، ۱۳۸۸، مسئله ۱۶۹۸)

در سرمایه‌گذاری خطرپذیر متعارف به‌طور عمده مدت‌زمانی برای خاتمه سرمایه‌گذاری در نظر گرفته می‌شود؛ اما شیوه خروج از سرمایه‌گذاری (عرضه عمومی اولیه سهام شرکت، فروش شرکت به شرکت‌های بزرگتر، فروش سهام VC به کارآفرین و ...) از پیش مشخص نیست و به شرایط آینده سرمایه‌گذاری منوط است. در صورتی که قرارداد سرمایه‌گذاری خطرپذیر اسلامی بر مبنای عقد شرکت باشد، می‌توان قید زمان برای آن قائل شد و این قید، وضعیت احتمالی و آینده نامعلوم شرکت را حداقل از بُعد زمانی تا حدی برای طرفین روشن می‌سازد. همچنین اگر قرارداد مضاربه باشد می‌توان قید زمان برای آن قائل شد؛ اما درباره رویکرد پس از اتمام مدت قرارداد، اتفاق نظر وجود ندارد؛ بنابراین از این جهت عقد مضاربه ممکن است برای مدت‌دار کردن قرارداد مناسب نباشد و نتواند جلوی بروز مسئله کارگزاری را بگیرد؛ بنابراین به‌نظر می‌رسد از بُعد مدت‌دار بودن قرارداد، عقد شرکت بهتر می‌تواند به کاهش عدم تقارن اطلاعاتی کمک کند.

## ۵. ضمانت مال (جبران خسارت)

در عقد شرکت، در صورت زیان‌دادن، طرفین در زیان مانند سود شریک هستند. شریکی که به وی اذن تصرف داده شده باشد، امین است و حق ندارد تعدی کند یا در حفظ آن کوتاهی کند (شهید ثانی، ۱۳۸۸، ص ۱۸)؛ اما ضامن نیست و سوگند امین درباره اتلاف مال

---

\*. اما اگر شرط کنند که آن را تا زمان معینی فسخ نکنند شرط صحیح است و عمل به آن واجب، در عین حال اگر یکی از آنها فسخ کند فسخ می‌شود، گر چه وی به علت مخالفت با تعهد خود گناه کرده است (حسینی سیستانی، ۱۳۸۷، مسئله ۲۲۳۰).

بدون دلیل ظاهری مانند سوختن و ... هم پذیرفته می‌شود.\* همچنین در نظرهای فقیهان معاصر نیز نظر هم‌سانی درباره ضمانت مال وجود دارد:

شریکی که اختیار سرمایه شرکت با وی است باید به قرارداد شرکت عمل کند؛ به‌طور مثال، اگر با وی قرار گذاشته‌اند که نسبه بخرد یا نقد بفروشد یا جنس را از محل مخصوصی بخرد باید به همان قرارداد رفتار کند و اگر با وی قرار نگذاشته باشند، باید دادوستدی کند که برای شرکت ضرر نداشته باشد (موسوی خمینی، ۱۳۸۸، مسئله ۲۱۵۱).

در جای دیگر آمده است:

شریکی که با سرمایه شرکت معامله می‌کند، اگر بر خلاف قراردادی که با وی کرده‌اند خرید و فروش کند و خسارتی برای شرکت پیش آید، ضامن است؛ اگر بعد به قراردادی که شده معامله کند، صحیح است و نیز اگر با وی قراردادی نکرده باشند و بر خلاف معمول معامله کند ضامن است (موسوی خمینی، ۱۳۸۸، مسئله ۲۱۵۲).

در عقد مضاربه هم، مضارب در برابر مال، امین بوده و ضامن نیست مگر اینکه در تصرفات مال مورد مضاربه تفریط یا تعدی کرده باشد (محقق حلی، ۱۳۷۴، ص ۲۶۷).

درباره ضمانت مال در عقد مضاربه در میان نظرهای فقیهان معاصر هم‌سانی وجود ندارد؛ البته مضارب امین است؛ اما اگر در حفظ مال کوتاهی کند، ضامن خواهد بود و در فرض خسارت، ضامن نخواهد بود. آیت‌الله مظاهری می‌نویسد:

«اگر مال تلف شد و شرط ضمان کند معامله صحیح است و شرط، ضمان آور نیست گرچه آن شرط در ضمن عقد دیگری باشد؛ بنابراین اگر مال تلف شد از مال مالک رفته است و ضمانی بر عامل نیست» (مظاهری، ۱۳۸۹، مسئله ۱۷۶۰).

در حالی که طبق نظر آیت‌الله بهجت رحمته‌الله علیه «چنانکه شرط کنند که عامل تمام خسارت یا مقداری از آن را به عهده گیرد، اظهر صحت شرط است» (بهجت، ۱۳۸۸، مسئله ۱۷۰۰) آیت‌الله سیستانی می‌نویسد: «اینکه شرط شود عامل در صورت خسارت سرمایه همه آن یا

\*. در توضیح المسائل آیت‌الله سیستانی آمده است: «اگر معامله زیان‌آور باشد یا قسمتی از مال شرکت تلف شود، شریکی که بر خلاف قرارداد یا بر خلاف معمول رفتار کرده، ضامن است» (حسینی سیستانی، ۱۳۸۷، مسئله ۲۱۶۲).

مقداری از آن را که معین می‌کند از مال خود جبران کند و به وی بدهد. این شرط صحیح است و عامل به عمل به آن ملزم است» (حسینی سیستانی، ۱۳۸۷، مسئله ۲۲۲۹). بنابراین فقیهان معاصر در صورت تعدی ضامن، وی را مستحق دریافت سهم خود می‌دانند؛ اما درباره کسر خسارت از سود وی اختلاف نظر وجود دارد.

در سرمایه‌گذاری خطرپذیر متعارف، به‌طور عمده کارآفرین، ضامن حُسن انجام کار و به نتیجه رسیدن کار است؛ یعنی کارآفرین در برابر کم‌کاری خود مسئول است و دریافت وجه‌الضمان یا جریمه وی، به نوعی راهکاری برای پیش‌گیری از عملکرد ضعیف کارآفرین و کاهش مسئله کارگزاری است. در هر دو عقد شرکت و مضاربه، در صورتی که تعدی عامل اثبات شود، ضامن است با این تفاوت که در مضاربه، با وجود تعدی در صورت سوددهی باید درصد سود تعیین شده به وی تعلق گیرد؛ بنابراین از بُعد جبران خسارت، عقد شرکت می‌تواند موجبات کاهش مسئله کارگزاری را بهتر از عقد مضاربه مهیا سازد.

## ۶. عین بودن مال

در عقد شرکت قیدی مبنی بر عین بودن مال وجود ندارد؛ اما در مضاربه باید سرمایه عین و پول رایج (ارزی یا ریالی) باشد (شهید ثانی، ۱۳۸۸، ج ۳، ص ۳۸ / محقق حلی، ۱۳۷۴، ج ۱، ص ۲۶۴). آیت‌الله وحید خراسانی (وحید خراسانی، ۱۳۸۸، مسئله ۲۲۶۷) و آیت‌الله بهجت رحمته‌الله علیه (بهجت، ۱۳۸۸، مسئله ۱۶۹۹) مضاربه را به عین و اسکناس جایز می‌دانند؛ اما به دین یا اجناس و منافع، اشکال وارد کرده‌اند. لیکن آیت‌الله مظاهری مضاربه را به جنس یا دین یا اسکناس جایز می‌داند (مظاهری، ۱۳۸۹، مسئله ۱۷۶۲)؛ بنابراین نوع آورده طرفین در مضاربه نیز محل اجماع نیست.

در سرمایه‌گذاری خطرپذیر متعارف، به‌طور عمده آورده VC، سرمایه نقدی است؛ اما آورده کارآفرین، دانش فنی و نامشهود است و در موارد اندکی ممکن است تجهیزات و آورده نقدی نیز باشد. در عقد شرکت می‌توان گفت شراکت زمانی معنا دارد که آورده هر دو طرف متجانس باشد؛ بنابراین انعقاد قرارداد سرمایه‌گذاری خطرپذیر به صورت شراکت زمانی به واقعیت نزدیک‌تر است که دانش فنی کارآفرین، به عین تبدیل شده باشد.

در صورتی که در عقد مضاربه می‌توان دانش فنی کارآفرین را به‌مثابه توانایی وی برای انجام کار در نظر گرفته و اجرت‌المثلی برای آن قرار داد، بنابراین از بُعد عین‌بودن مال، انعقاد قرارداد بر پایه شرکت یا مضاربه، اثری بر بروز مسئله کارگزاری و عدم تقارن اطلاعاتی در سرمایه‌گذاری خطرپذیر ندارد؛ اما زمانی که آورده کارآفرین، نامشهود است با ماهیت مضاربه هم‌خوانی بیشتری دارد و هنگامی که با پیشرفت پروژه، آورده کارآفرین به دارایی‌های مشهود تبدیل شود، با ماهیت عقد شرکت متجانس‌تر است.

### جمع‌بندی و نتیجه‌گیری

بررسی اثرهای انعقاد قرارداد سرمایه‌گذاری خطرپذیر به‌صورت عقد مضاربه یا عقد شرکت از بُعدهای شش‌گانه حق تصرف در مال، فسخ قرارداد، تقسیم سود، مدت‌داربودن قرارداد، ضمانت از بین رفتن سرمایه و عین‌بودن اموال می‌تواند تعیین‌کننده نوع عقد باشد؛ زیرا تجویز کتاب‌های فقهی درباره هر یک از شرایط پیش‌گفته از یک‌سو و اثر آن عقد بر مسائل ناشی از عدم تقارن اطلاعاتی و عدم هم‌سویی منافع طرفین از سوی دیگر در برخی موارد متفاوت است.

مطابق آنچه گفته شد از دو بُعد حق تصرف در مال و تقسیم سود تفاوتی میان عقد شرکت و عقد مضاربه به جهت اثری که بر بروز یا کاهش مسئله کارگزاری دارند، وجود ندارد؛ اما از سه بُعد فسخ قرارداد، مدت‌داربودن و ضمانت مال شرکت در صورت زیان‌دهی، به‌نظر می‌رسد عقد شرکت بهتر می‌تواند باعث کاهش بروز مسئله کارگزاری شود.

نکته قابل توجه دیگر آن است که تعیین ماهیت قرارداد از سوی دیگر به آورده کارآفرین بستگی دارد، افزون‌براین پیشرفت کار و افزایش توانایی مدیریتی کارآفرین در مسیر رشد بر نوع قرارداد اثر می‌گذارد. در مرحله‌های اولیه رشد شرکت نوپا، شرکت هنوز در حال تکوین ایده یا تولید آزمایشی است و هنوز در نظام بازار، نقش تعیین‌کننده ندارد؛ بنابراین قدرت اقتصادی کارآفرین کمتر از VC است. همچنین عمده دارایی‌های وی به‌صورت نامشهود است، توانایی‌های کارآفرین هنوز رشد نکرده است و قدرت چانه‌زنی وی پایین است. با توجه به اینکه در عقد مضاربه، دارایی باید عین باشد، فقط می‌توان

مابه‌ازای دانش فنی کارآفرین، مبلغ اجرت وی را به صورت حق رویالتی دانش فنی؛ افزایش داد. بنابراین در مرحله‌های اولیه رشد شرکت دانش‌بنیان، عقد متناسب، مضاربه است. در مرحله‌های توسعه و بلوغ شرکت که گردش مالی و حتی سوددهی فعالیت‌ها دیده می‌شود، جریان نقدینگی مثبت بوده و هدف، توسعه بازار هدف و محصول است، عقد متناسب، عقد شرکت می‌باشد زیرا دارایی‌ها تبدیل به سود شده است، کارآفرین از بُعد اقتصادی و مدیریتی توانمندتر شده؛ در نتیجه قدرت چانه‌زنی وی افزایش یافته است؛ بنابراین قرارگرفتن وی در کنار سرمایه‌گذار و به عنوان شریک در تصمیم‌گیری، تصرف در مال و فسخ قرارداد با رعایت شرایط تسهیم سود عادلانه در قالب عقد شرکت محتمل‌تر است.

### پیشنهادها

از آنجا که شیوه مورد استفاده در مطالعه پیش رو، توصیفی و تحلیلی بوده است، پیشنهاد می‌شود مطالعه انجام‌شده به وسیله مطالعه نمونه‌های عملی قراردادهای سرمایه‌گذاری خطرپذیر اسلامی و بررسی اثرهای انعقاد قرارداد آنها به صورت مضاربه یا شرکت بر تحلیل‌های یادشده صحت‌گذاری شود. همچنین می‌توان بررسی فقهی قراردادهای پیش‌گفته را از کتاب‌های دیگر شیعه و سنی نیز استنتاج کرد تا محل بحث بیشتری فراهم شود.

### منابع و مأخذ

۱. بهجت، محمدتقی؛ رساله توضیح المسائل؛ قم: نشر دفتر آیت‌الله بهجت علیه السلام، ۱۳۸۸.
۲. توتونچیان، ایرج؛ پول و بانکداری اسلامی و مقایسه آن با نظام سرمایه‌داری؛ چ ۲، تهران: نشر توانگران، ۱۳۷۹.
۳. حسینی سیستانی، سیدعلی؛ رساله توضیح المسائل؛ تهران: نشر پیام عدالت، ۱۳۸۷.
۴. شهید ثانی، عاملی جبعی، زین‌الدین بن علی بن احمد؛ شرح لمعه دمشقیه؛ ج ۳، ترجمه عباس زراعت؛ تهران: نشر مؤسسه فرهنگی هنری دانش‌پذیر، ۱۳۸۸.

۵. محقق حلی، ابوالقاسم جعفر بن شیخ حسن حلی؛ **شرایع الاسلام**؛ ج ۱، ترجمه ابوالقاسم بن احمد یزدی؛ به کوشش محمد تقی دانش‌پژوه؛ تهران: مؤسسه انتشارات و چاپ دانشگاه تهران، ۱۳۷۴.
۶. مظاهری، حسین؛ **رساله توضیح المسائل**؛ تهران: مؤسسه فرهنگی مطالعاتی الزهراء علیها السلام، ۱۳۸۹.
۷. مکارم شیرازی، ناصر؛ **رساله توضیح المسائل**؛ مشهد: نشر عروج اندیشه، ۱۳۸۹.
۸. موسوی خمینی، سید روح‌الله؛ **رساله توضیح المسائل**؛ تهران: نشر پیام عدالت، ۱۳۸۸.
۹. نوری همدانی، حسین؛ **رساله توضیح المسائل**؛ مشهد: نشر هاتف، ۱۳۸۸.
۱۰. وحید خراسانی، حسین؛ **رساله توضیح المسائل**؛ قم: نشر مدرسه باقر العلوم علیه السلام، ۱۳۸۸.
11. Abdul-Mutalib, A. L.; “Islamic Private Equity and Venture Capital”; Sector Report, **Islamic Finance News**, 2011.
12. Abdul-Mutalib, A. L.; “Islamic Venture Capital and Private Equity: Legal Issues and Challenges”; 2000.
13. Al-Suwailem, S.; “Venture Capital: A Potential Model of Musharakah”; **Journal of King Abdolaziz University: Islamic Economics**, Vol. 10, 1998.
14. Baker, M.P. & P.A. Gompers; **Executive Ownership and Control in Newly Public Firms: The Role of Venture Capitalists**; in Working Paper, Harvard Business School. 1999.
15. Bender, M.; “Spatial Proximity in Venture Capital Financing: A Theoretical and Empirical Analysis of Germany”; 1st ed, **Gabler Research: Entrepreneurial and Financial Studies**, Germany: Springer Fachmedien Wiesbaden. 2011

16. BintHasan, R., Mikail, S. A., Arifin, M; “Historical Development Of Islamic Venture Capital: An Appraisal”, **Journal of Applied Sciences Research**, 7(13), 2011.
17. Bouvard, M.; “Real Option Financing Under Asymmetric Information”; **Review of Financial Studies**, 2012.
18. Cai, C.X., D. Duxbury, and K. Keasey; “A New Test of Signaling Theory”; **Finance Letters**, 5(2), 2007.
19. Cumming, D.J., Johan, S.A.; “Venture Capital and Private Equity Contracting, An International Perspective”; **Academic Press Elsevier**, 2nd Edition. 2014.
20. Giot, P. and A. Schwienbacher; “IPOs, trade sales and liquidations: Modelling venture capital exits using survival analysis”; **Journal of Banking & Finance**. 31(3), 2007.
21. IHS-Global Insight; “Venture Impact: The economic importance of venture capital-backed companies for the U.S economy”; **National Venture Capital Association**, 2011.
22. Iossa, E., Spagnolo, G., Vellez, M.; **Contract Design in Public Private Partnership**; World Bank. 2007.
23. Jouaber-Snoussi, K. & Mehri, M.; “Agency Problems in Venture Capital Contracts: Islamic Profit Sharing Ratio as a Screening Device”; **series Economics Papers from University Paris Dauphine**, 2012.
24. Kaplan, S.N. & P. Stromberg; “Venture Capitalists As Principals: Contracting, Screening, and Monitoring”; **National Bureau of Economic Research Working Paper Series**, No. 8202, 2001.
25. KIM, J.; **Contract Theory**; Department of Economic, Yonesi University, 2009.



26. Sahlman, W.A.; “The structure and governance of venture-capital organizations”; **Journal of Financial Economics**, 27(2), 1990.
27. Shavell S.; **Foundations of Economic Analysis of Law**; Harvard University Press, 2004.
28. Trester, J.J.; “Venture capital contracting under asymmetric information”; **Journal of Banking and Finance**, 22(6–8), 1998.
29. Yousfi, O.; “Does Profit Loss Sharing solve asymmetric information problems?”; **Journal of Islamic Economics, Banking and Finance**, 9(3), 2013.