

مطالعات حقوق تطبیقی،  
دوره ۴، شماره ۲،  
پاییز و زمستان ۱۳۹۲،  
صفحات ۸۱ تا ۹۶

## مالکیت مستقیم و غیر مستقیم اوراق بهادار

۱. محمود باقری

دانشیار دانشکده حقوق و علوم سیاسی دانشگاه تهران

۲. نفیسه شوشی نسب\*

دانشجوی دکتری حقوق خصوصی دانشکده حقوق و علوم سیاسی دانشگاه تهران  
تاریخ دریافت: ۹۲/۴/۲۹ - تاریخ پذیرش: ۹۲/۷/۱

### چکیده

تحولات دنیای مدرن در بازارهای سرمایه نیز ظهور یافته و الکترونیکی شدن اوراق بهادار را به دنبال داشته است. در پی این تحول، مالکیت این اوراق از مستقیم به غیرمستقیم تغییر شکل یافت. نامرسوم بودن استفاده از مالکیت غیرمستقیم در کشورهایی با سیستم حقوقی رومی-ژرمنی از یکسو و مشکلات کاربردی مالکیت مستقیم از سوی دیگر، مطالعه و تبیین ماهیت انواع مالکیت اوراق بهادار را می‌طلبد. در اینجا مالکیت مستقیم را رابطه بی‌واسطه بین شرکت‌ها و سرمایه‌گذاران تعریف کرده‌ایم. مالکیت غیرمستقیم نیز رابطه بی‌واسطه میان شرکت‌ها و واسطه‌ها از یکسو و رابطه باواسطه شرکت‌ها با سرمایه‌گذاران از سوی دیگر است. سیستم فعلی حاکم بر مالکیت اوراق بهادار در ایران، سیستم مالکیت مستقیم است. با توجه به سیطره معاملات اوراق بهادار اسلامی (صکوک) در سال‌های اخیر، تحلیل مالکیت این اوراق ضروری است. به نظر می‌رسد مالکیت غیرمستقیم اوراق بهادار بهتر از دیگر انواع مالکیت پاسخگوی نیازهای بازار سرمایه است.

### واژگان کلیدی:

اوراق بهادار، سپرده‌گذاری مرکزی، صکوک، مالکیت غیرمستقیم، مالکیت مستقیم، ماهیت، واسطه.

### مقدمه

برخلاف آنچه تصور شده است، حقوق مالکیت به روابط بین اشخاص و اشیا مربوط نیست، بلکه مربوط به روابط دارای ضمانت اجرا در میان اشخاص است که منشأ این روابط «اشیا» بوده، با کاربرد آن‌ها ملازمه دارد. حقوق مالکیت، هنجارها و بایدهوینبایدهایی را تعیین می‌کند که اشخاص ملزم‌اند درباره اشیا و در مقابل دیگران رعایت کنند؛ در غیر این صورت باید هزینه بی‌توجهی خود را بپردازند (Furubotn & Pejovich, 1972, p. 1139). در این مجال، ما درصدد تبیین این هنجارها و ضمانت اجراها نیستیم، بلکه به مالکیت به مفهوم مجموعه‌ای از روابط اقتصادی و اجتماعی که موقعیت هر شخص را در استفاده از منابع کمیاب تعیین می‌کند، می‌پردازیم. البته درست است که منشأ این روابط «اشیا»

است، اما باید دانست که با توجه به تحول مفهوم و مصادیق اموال و ارزش یافتن اموال غیرمادی، کلمه شیء در اینجا با مسامحه به کار رفته است و بهتر بود از عبارت اموال که اعم از شیء مادی خارجی و اموال غیرملموس است استفاده می‌شد. بنابراین اموالی از قبیل اوراق بهادار الکترونیکی که جنبه مرئی و خارجی ندارند- حتی اگر مرئی بودن را از ویژگی‌های ذاتی شیء بدانیم- نیز در زمره اموال دارای ارزش به‌شمار می‌آیند و تابع احکام حقوقی حاکم بر «اموال» هستند.

از سوی دیگر، تعریف مالکیت و تبیین دقیق این مفهوم، به‌ویژه برای دارندگان سرمایه، به ایجاد اطمینان در سرمایه‌گذاران و جلب سرمایه‌های ایشان و در پی آن به رونق اقتصادی می‌انجامد. هرگاه تعریف رسمی از مالکیت صورت نگرفته و به عبارت دیگر مالکیت مخدوش باشد، دارایی تنها وضعیت فیزیکی و «سخت» به خود گرفته، قابل تقسیم، ترکیب یا تجهیز نبوده و به‌این ترتیب جریان مبادلات دارایی که لازمه پویایی اقتصاد هر کشور است با دشواری مواجه خواهد شد. بدون شک این نماد مالکیت رسمی است که دارایی را از وضعیت مادی آن جدا کرده معاوضه‌پذیر می‌کند. بنابراین اگر وضعیت مالکیت افراد در حقوق یک کشور تبیین شود، افراد و معامله‌گران می‌توانند نماد مالکیت خود را به بازار ببرند و نه کالای خود را (صمدی و همکاران، ۱۳۸۹، ص. ۱۸۷). این مسئله امنیت و سرعت مبادلات تجاری را با خود به‌همراه خواهد داشت. نظیر این موضوع در تأمین مالی شرکت‌های بزرگ و کوچک از سوی سرمایه‌گذارانی که دارایی‌های خود را تبدیل به اوراق بهادار نموده، از طریق نماد مالکیت خود به دادوستد این اوراق می‌پردازند، رخ می‌دهد و مستلزم تبیین مفهوم مالکیت و انواع آن برای سرمایه‌گذاران است. امری که خلاص آن به‌شدت در حوزه مالکیت اوراق بهادار احساس می‌شود و ما را بر آن داشته است تا در این مقاله به تبیین ویژگی‌ها و انواع مالکیت اوراق بهادار بپردازیم.

### ۱. تبیین مفاهیم

برای درک صحیح مفهوم انواع مالکیت، پیش از هر چیز تبیین مفاهیمی از قبیل «اوراق بهادار» و «واسطه» ضروری به‌نظر می‌رسد.

#### ۱.۱. تعریف اوراق بهادار

گفته شده است که اوراق بهادار، اسناد مثلی هستند که به‌وسیله شرکت‌ها، دولت‌ها، سازمان‌های خصوصی و عمومی و بین‌المللی به منظور تأمین مالی برای اجرایی شدن پروژه‌ها و یا تجارت منتشر می‌شوند. این اوراق به کاهش هزینه تأمین مالی ناشران<sup>۱</sup> کمک می‌کند (Micheler, 2009), p.13. بند ۲۴ ماده یک قانون بازار اوراق بهادار مصوب سال ۱۳۸۴ ش، اوراق بهادار را این‌گونه تعریف می‌کند: «هر نوع ورقه یا مستندی است

۱. مطابق بند ۱۲ ماده یک قانون بازار اوراق بهادار مصوب دوم آذر ۱۳۸۴، ناشر شخص حقوقی است که اوراق بهادار را به نام خود منتشر می‌کند.

که متضمن حقوق مالی قابل نقل و انتقال برای مالک عین و یا منفعت آن باشد. «شورا»<sup>۲</sup> اوراق بهادار قابل معامله را تعیین و اعلام خواهد کرد. مفهوم ابزار مالی<sup>۳</sup> و اوراق بهادار در متن این قانون، معادل هم در نظر گرفته شده است. ملاحظه می‌شود که این قانون اوراق بهادار را اعم از «ورقه» یا «مستند» دانسته است؛ منظور قانون‌گذار از مستند، اوراقی است که در مقابل ورقه کاغذی (Physical Certificate) قرار داشته و جنبه غیر کاغذی و الکترونیکی اوراق بهادار مدنظر بوده است. اوراق بهادار اعم است از سهام شرکت‌ها و اوراقی که برای تأمین مالی آن‌ها منتشر می‌شود. تا پیش از این از اوراق مشارکت برای تأمین مالی شرکت‌ها استفاده می‌شد، اما در سال‌های اخیر نوع جدیدی از اوراق بهادار اسلامی برای تأمین مالی شرکت‌ها پیش‌بینی شده است که با عنوان «صکوک» شناخته می‌شود. استاندارد شرعی شماره ۱۷ سازمان حسابداری و حسابرسی نهادهای مالی اسلامی، صکوک را این‌گونه تعریف کرده است: «گواهی‌هایی با ارزش اسمی یکسان که پس از اتمام عملیات پذیرهنویسی، بیانگر پرداخت مبلغ اسمی مندرج در آن توسط خریدار به ناشر است و دارنده آن مالک یک یا مجموعه‌ای از دارایی‌ها، منافع حاصل از دارایی و یا ذی‌نفع یک پروژه یا یک فعالیت سرمایه‌گذاری خاص می‌شود». اوراق صکوک ممکن است به صورت بانام یا بی‌نام باشد. با توجه به مطالب پیش‌گفته و در ارائه تعریفی از اوراق بهادار می‌توان گفت که «اوراق بهادار اعم از اسناد کاغذی یا غیر کاغذی هستند که دارای ارزش مالی و نماینده سرمایه شرکت بوده یا برای تأمین مالی شرکت‌ها منتشر می‌شوند. این اوراق ممکن است ناشی از رابطه قراردادی ناشر با سرمایه‌گذار باشد و این رابطه قراردادی تا زمان حیات آن‌ها موجود باشد یا صرفاً منشأ آن‌ها قرارداد بوده و بعد از جدا شدن از منشأ خود مستقلاً مال محسوب شوند». بنابراین اصطلاح اوراق بهادار محدود به سهام شرکت‌های بورسی نیست و کلیه اوراقی که دارای ارزش مالی باشند، اوراق بهادار هستند. این مسئله را از عنوان این اوراق که «دارای بها» و ارزش هستند می‌توان دریافت.

## ۲.۱. مفهوم واسطه

از نظر سنتی، واسطه‌های اوراق بهادار (Intermediary) اشخاصی حقوقی هستند که موظف به نگهداری اوراق بهادار متعلق به سرمایه‌گذاران در سیستم‌های الکترونیکی خود بوده، گاه مالک این اوراق می‌شوند. بنابراین واسطه اعم است از شرکت‌های سپرده‌گذاری مرکزی، کارگزاران و کارگزار-معامله‌گران<sup>۴</sup>. در سیستم‌های سنتی،

۲. منظور از «شورا» شورای بورس و اوراق بهادار است که عالی‌ترین رکن بازار سرمایه ایران به‌شمار می‌آید و برخی از اعضای آن مطابق ماده سه قانون بازار اوراق بهادار عبارت‌اند از: وزیر امور اقتصادی و دارایی، رئیس سازمان بورس و اوراق بهادار، دادستان کل کشور یا معاون وی.
۳. منظور از ابزارهای مالی، مطابق قانون توسعه ابزارها و نهادهای مالی جدید به منظور تسهیل اجرای سیاست‌های کلی اصل چهل و چهارم قانون اساسی، قراردادهای آپشن و فیوچرز و ... است.
۴. مطابق بند ۱۳ ماده یک قانون بازار اوراق بهادار، «کارگزار شخص حقوقی است که اوراق بهادار را برای دیگران و به حساب آن‌ها معامله می‌کند» و مطابق بند ۱۴ ماده یک این قانون، «کارگزار/معامله‌گر شخص حقوقی است که اوراق بهادار را برای دیگران و به حساب آن‌ها و یا به نام و حساب خود معامله می‌کند»

واسطه‌ها فقط نگهدارندگان اوراق یا عامل فروش آن‌ها هستند و خود این اوراق را تملک نمی‌کنند. این در حالی است که در بازارهای سرمایه مدرن، لایه‌های مختلفی از سیستم واسطه‌ها (Multi-tiered Intermediaries) وجود دارد. لایه فوقانی واسطه‌ها متشکل از سپرده‌گذاری مرکزی اوراق بهادار داخلی و بین‌المللی است. لایه‌های بعدی متشکل از مؤسسات مالی، کارگزاران، سپرده‌گذاران و دیگر سرمایه‌گذاران حرفه‌ای است که با سپرده‌گذاری مرکزی اوراق بهادار و دیگر کسانی که حقوق مالکیت مربوط به اوراق بهادار خود را در حساب الکترونیکی در سپرده‌گذاری مرکزی نگهداری می‌کنند، رابطه قراردادی مستقیم دارند (Potok, 2002, p.150)؛ به این معنا که شرکت سپرده‌گذاری اوراق بهادار را از ناشران خریداری کرده، به نام خود تملک می‌کند. در مرحله بعد این شرکت حقوق ناشی از اوراق - نه خود اوراق را - به کارگزاران که در لایه بعدی قرار دارند به فروش می‌رساند. در مرحله سوم نیز کارگزاران حقوق ناشی از این اوراق را به سرمایه‌گذاران و مشتریان می‌فروشند. به عبارت دیگر، شرکت سپرده‌گذاری مرکزی اوراق را به صورت مستقیم (Directly Holding) تملک و نگهداری می‌کند و دیگر واسطه‌ها و کارگزاران و نیز مشتریان، نگهدارنده غیرمستقیم اوراق بهادار و دارندگان «حقوق ناشی از اوراق بهادار» به شمار می‌آیند (Hakes, 2002, p.685). در آمریکا سهام منتشر شده از سوی همه شرکت‌ها ابتدا به مالکیت شرکت «سیداندکو» (Cede & Co.) به عنوان مالک اسمی سهم (Nominee) درمی‌آید. شرکت «دی‌تی‌سی» (DTC (Depository Trust Company)) یا سپرده‌گذاری مرکزی که مادر شرکت اخیر به شمار می‌آید، در رأس هرم قرار داشته، اقدام به افتتاح حساب‌های جداگانه برای مشتریان اوراق بهادار می‌کند. سپس امتیاز استفاده از حق مالکیت اوراق بهادار را برای هر مشتری به میزان سهام خریداری شده به حساب او اختصاص می‌دهد. باید توجه داشت که حتی در زمان اختصاص این امتیاز به هر مشتری، اوراق از مالکیت شرکت «سیداندکو» خارج نشده و صرفاً «امتیاز استفاده» از این اوراق به مشتریان اختصاص می‌یابد. در حقیقت «سیداندکو» و دیگر نهادهای واسطه، مالک قانونی اوراق بوده، به نوعی آن‌ها را «حبس» می‌کنند و هیچ‌کس نمی‌تواند این اوراق را از مالکیت آن‌ها خارج کند. اما آثار مالکیت این اوراق از جمله حق رأی سهام‌دار و حق دریافت سود سهام به سرمایه‌گذاران اختصاص می‌یابد<sup>۵</sup> (Thévenoz, 2010, p.847). این واسطه‌ها گاه ارگان‌های فراملیتی هستند. برای مثال اوراق بهاداری

۵. گفتنی است که این مسئله در خصوص اوراق بهادار بی‌نام مصداق نداشته و صرفاً در خصوص اوراق بهادار بانام امکان‌پذیر است، چراکه اوراق بهادار بی‌نام با قبض و اقباض منتقل می‌شوند. بر اساس بند سه ماده ۵ دستورالعمل پذیرش اوراق بهادار در بورس اوراق بهادار تهران، سهام عادی برای پذیرش در هریک از بازارها باید بانام و دارای حق رأی باشد. بنابراین مالکیت مستقیم اوراق بهادار هم درمورد اوراق بانام مصداق دارد و هم در خصوص اوراق بی‌نام، ولی مالکیت غیرمستقیم فقط در خصوص اوراق بانام مصداق پیدا می‌کند.

که از طریق یوروکلی‌یر<sup>۶</sup> به اشخاص حقیقی در کشورهای مختلف تحویل می‌شوند، توسط سپرده‌گذاری‌های هر کشور (Local Depositories) که خود اعضای شبکه سپرده‌گذاری بین‌المللی یوروکلی‌یر هستند، نگهداری می‌شوند.<sup>۷</sup>

در ایران مطابق بند ۷ ماده ۱ قانون بازار اوراق بهادار مصوب دوم آذر ۱۳۸۴، «شرکت سپرده‌گذاری مرکزی اوراق بهادار و تسویه وجوه شرکتی است که امور مربوط به ثبت، نگهداری، انتقال مالکیت اوراق بهادار و تسویه وجوه را انجام می‌دهد». ملاحظه می‌شود مطابق این تعریف، شرکت سپرده‌گذاری صرفاً نقش امین و نگهدارنده اوراق را ایفا می‌کند. اما معلوم نیست در این ماده به چه دلیل سخن از «انتقال مالکیت» از سوی شرکت سپرده‌گذاری رانده شده است؛ درحالی‌که این شرکت در هیچ زمانی این اوراق را تملک نمی‌کند تا بتواند مالکیت آن‌ها را انتقال دهد. احتمالاً منظور قانون‌گذار از انتقال مالکیت، تسویه معاملات اوراق بهادار است که براساس مقررات از طریق سیستم‌های موجود در شرکت سپرده‌گذاری صورت می‌گیرد و درحقیقت پس از تسویه، مالکیت منتقل می‌شود. از سوی دیگر طبق تعریف بند (د) ماده ۱ قانون توسعه ابزارها و نهادهای مالی جدید، نهاد واسطه‌چنین تعریف شده است: «یکی از نهادهای مالی موضوع قانون بازار اوراق بهادار جمهوری اسلامی ایران است که می‌تواند با انجام معاملات موضوع عقود اسلامی نسبت به تأمین مالی از طریق انتشار اوراق بهادار اقدام نماید». باید گفت که در فرآیند انتشار اوراق بهادار اسلامی نیز مانند سیستم بازارهای سرمایه مدرن، واسطه مالک اوراق بهادار می‌شود؛ با این تفاوت که پس از انتشار صکوک و فروش آن به سرمایه‌گذاران، مالکیت دارایی پایه در قالب اوراق صکوک به سرمایه‌گذار منتقل می‌گردد. این درحالی است که ماهیت و آثار آن با سیستم بازارهای مدرن تفاوتی ندارد؛ به این معنا که فقط نماد مالکیت منتقل می‌شود بدون اینکه سرمایه‌گذار حق تصرف یا درخواست افراز در مال (دارایی پایه) یعنی مهم‌ترین ویژگی‌های مالکیت را دارا باشد. بنابراین فقط صدور اسناد کاغذی در بازار اوراق بهادار اسلامی فرآیند اضافه‌تری نسبت به بازارهای مدرن در کشورهای غیراسلامی محسوب می‌شود؛ موضوعی که خطر ایجاد بحران کاغذی<sup>۸</sup> را در پی خواهد داشت. تا سال ۱۹۶۰م در بورس آمریکا به‌طور میانگین روزانه سه میلیون سهم دادوستد می‌شد. در همین سال این معاملات

۶. Euroclear) یوروکلی‌یر بزرگ‌ترین سیستم واسطه اوراق بهادار در دنیا در زمینه اوراق بهاداری است که در سطح بین‌الملل معامله می‌شوند.

۷. یکی از معایب معاملات اوراق بهادار در سطح بین‌الملل و از طریق واسطه‌های کشورهای مختلف، این است که ممکن است به تعارض قوانین کشورها در مورد بروز اختلاف منجر گردد. برای مطالعه بیشتر در این زمینه رک.

Schwarz, Steven L., Intermediary Risk In A Global Economy, Duke Law Journal, Volume 50, April 2001, Number 6.

۸. Paper-Crunch or Paper Blizzard برای مطالعه‌ی بیشتر در این زمینه رک.  
Donald, David C., Heart of Darkness: The Problem at the Core of the US Proxy System and Its Solution, October 20, 2010, p.6-7.

به مبادله ۱۳ میلیون سهم کاغذی در روز افزایش یافت و به اشتباهات زیادی در بازار سرمایه منجر شد؛ به طوری که در سال ۱۹۶۹م کارگزاران عضو بورس نیویورک در حدود ۴ میلیون دلار در محاسبات خود دچار اشتباه شده و قادر به پرداخت این مبلغ به سرمایه‌گذاران نبودند. از این واقعه با عنوان بحران کاغذی در آمریکا یاد می‌شود.

### ۱. انواع مالکیت اوراق بهادار

در تعریف مالکیت گفته شده که مالکیت عبارت است از رابطه‌ای بین شخص و شیء که به وی حق همه‌گونه تصرف و انتفاع را می‌دهد. مالکیت مهم‌ترین حق عینی است. (صفائی، ۱۳۵۰، ص. ۲۵۰). حال باید دید مالکیت اموالی نظیر سهام شرکت‌ها که نه عین هستند و نه دین، چگونه است. در ابتدا باید گفت مفهوم مالکیت در سیستم‌های دارای حقوق نوشته با سیستم کامن‌لا متفاوت است. به طور کلی دو نوع دسته‌بندی از مالکیت وجود دارد. گروهی مالکیت را به قانونی، حقیقی<sup>۱</sup> و واقعی، و دسته‌ای دیگر به مستقیم و غیرمستقیم تقسیم کرده‌اند. در خصوص تقسیم‌بندی نخست، به طور خلاصه باید گفت که منظور از مالکیت قانونی (Legal Owner-ship)، به‌ویژه در کشورهای پیرو سیستم کامن‌لا، مالکیتی است که از سوی قانون مقرر شده، اما لزوماً دارای همه آثار مالکیت در زمان اجرای این حق نیست. در حقیقت مالک قانونی اموال لزوماً دارای حق نسبت به آن اموال نیست و ممکن است فقط یک عنوان قانونی صرف باشد.<sup>۲</sup> منظور از مالکیت حقیقی نیز مالکیتی است که آثار مالکیت را داراست و دارنده آن نسبت به اجرای حق مالکیت محق شناخته می‌شود، اما عنوان قانونی را دارا نبوده، در حقوق کامن‌لا با عنوان «مالکیت مبتنی بر انصاف» (Equitable Ownership) شناخته می‌شود. شاخه سوم از این تقسیم‌بندی، مالکیت واقعی (Settlor) است؛ به این معنا که این نوع مالکیت از یک سو مانند مالکیت قانونی، عنوان قانونی داشته و از سوی دیگر مانند مالکیت حقیقی، حق استفاده از آثار مالکیت و به معنای دقیق‌تر، حق اجرای حقوق ناشی از مالکیت برای دارنده آن به رسمیت شناخته شده است. این تقسیم‌بندی از مالکیت به روشنی در «تراست» قابل مشاهده است. برخی معتقدند تقسیم‌بندی مالکیت به این صورت در سیستم‌های حقوقی کشورهای دارای حقوق نوشته پذیرفته نیست؛ چراکه این سیستم حقوقی، مالکیت هم‌زمان (Co-ownership) دو شخص را بر

۹. Beneficial Ownership به نظر نگارندگان استفاده از عبارت «مالکیت حقیقی» به جای «مالکیت ذی‌نفعی» که در میان حقوق‌دانان متداول شده و ترجمه تحت‌اللفظی از حقوق خارجی است مناسب‌تر است؛ چراکه اطلاق عنوان مالک و اجرای آثار مالکیت «حقیقتاً» در مورد اشخاصی مصداق دارد که از آثار آن منتفع شده، «ذی‌نفع» محسوب می‌شوند.

۱۰. برای مطالعه بیشتر در این خصوص رک.

Matthews, Paul, From Obligation to Property, and Back Again? The Future Of The Non-Charitable Purpose Trust, 2002; Tarrant, John, Equitable ownership after the Judicature Act, 2007, 15 Australian Property Law Journal.



کل دارایی نمی‌پذیرد<sup>۱۱</sup> حتی اگر یکی از طرفین مالکیت قانونی و دیگری مالکیت حقیقی اموال را دارا باشد. بنابراین سیستم حقوق نوشته به هیچ وجه نقض این قاعده را نمی‌پذیرد که فقط یک نفر می‌تواند در یک لحظه خاص مالک یک دارایی باشد (Matthews, 2002, p.8). اما باید گفت اختلاف موجود بین این دو سیستم حقوقی بیشتر ناشی از تعاریف متفاوتی است که هر یک از این دو سیستم از «مالکیت» دارند. در حقیقت این تقسیم‌بندی در سیستم حقوق نوشته و از جمله حقوق ایران تاحدی قابل مشاهده بوده و نمونه بارز آن عقد وقف است<sup>۱۲</sup>. شاید به کارگیری واژه «مالکیت» در سیستم حقوقی کامن‌لا برای تعیین حدود اختیارات شخصی که صرفاً وظیفه اداره اموال را داراست، باعث ایجاد این ابهام شده است که پذیرش چنین مالکیتی در سیستم حقوقی رومی-ژرمنی امکان‌پذیر نیست<sup>۱۳</sup>. اما باید توجه داشت که دنیای حقوق، دنیای اعتبارات، مفاهیم و منظور است، نه الفاظ و مظهر. در واقع، مالکیت رابطه شخص با ارزش است و هر جا چنین رابطه‌ای مشاهده نشود، اطلاق عنوان مالکیت صحیح نیست. نظیر این امر در ساختار مالکیت اوراق بهادار اسلامی نیز قابل مشاهده است. برای مثال در خصوص صکوک اجاره، با اینکه اوراق صکوک نماینده مالکیت مشاع شخص در دارایی پایه است، دارندگان اوراق حق تصرف یا درخواست افزایش دارایی تحت مالکیت خود، یعنی مهم‌ترین آثار مالکیت، را ندارند. ماده ۱۵ دستورالعمل انتشار اوراق اجاره مقرر می‌دارد: «دارندگان اوراق اجاره نمی‌توانند تقاضای تقسیم دارایی مبنای انتشار اوراق اجاره را نمایند». باید توجه داشت که عبارت «تقسیم» با مسامحه به کار رفته و منظور از آن «افراز» مال مشاع است. بنابراین نمی‌توان عنوان «مالک واقعی» را بر دارنده اوراق صکوک گذاشت، چراکه یکی از ویژگی‌های مالکیت علاوه بر «دائمی بودن» و «انحصاری بودن» این است که «مطلق» باشد؛ به این معنا که مالک می‌تواند در

۱۱. باید توجه داشت که «مالکیت هم‌زمان» با «مالکیت مشاع» و «مالکیت مشترک» متفاوت است. منظور از مالکیت هم‌زمان این است که هر یک از مالکین مالک صددرصد مال بوده و افراز مال امکان ندارد؛ چراکه همه مالکین مالک کل مال هستند. این در حالی است که در مالکیت مشاع صرفاً تا قبل از افراز مالکیت هر یک از مالکین بر جزء جزء مال پذیرفته است و پس از افراز، هر یک از آن‌ها، به نسبت سهم خود مالک مال خواهد شد. در مالکیت مشترک نیز همان‌طور که از نام آن پیداست، هر یک از مالکین، مالک بخشی از مال بوده، با دیگران، به صورت مشترک و به نسبت سهم خود مالک است.

۱۲. برای مطالعه بیشتر در این خصوص رک. عیسی تفرشی، محمد، تجزیه و تحلیل «تراست» در حقوق انگلیس و مقایسه آن با نهاد وقف در حقوق ایران، پژوهش حقوق و سیاست، ۱۳۸۳، شماره ۱۳؛ اسلامی، داوود، مطالعه تطبیقی وقف در حقوق ایران و تراست در حقوق انگلیس، قابل دسترسی در سایت: <http://lawtoday.ir/artical/1252>

۱۳. این در حالی است که بسیاری معتقدند نهاد تراست در اصل متعلق به سیستم رومیژرمنی بوده و از آنجا وارد کامن‌لا شده است. برای مطالعه بیشتر در این زمینه رک.

Maurizio, Lupoi, The Civil Law Trust, Academic journal article from Vanderbilt Journal of Transnational Law, Vol. 32, No. 4.; Tuleaşcă, Luminița, The Concept Of The Trust In Romanian Law, Romanian Economic and Business Review – Vol. 6, No. 2.

مال خود به هر نحو که بخواهد تصرف کند (کاتوزیان، ۱۳۸۶، ص ۱۰۱). به هر حال آنچه در اینجا به طور اخص قابل مطالعه است، تقسیم‌بندی دیگری از مالکیت است که عبارتست از تقسیم‌بندی مالکیت به مستقیم و غیرمستقیم.

### ۱.۲. مالکیت مستقیم اوراق بهادار

در گذار تاریخ، سه برهه از تغییر روند نگهداری اوراق بهادار به چشم می‌خورد. نخستین برهه عبارت است از نگهداری اوراق کاغذی به وسیله خود سرمایه‌گذار. در این برهه، اوراق بهادار به شکل کاغذی از سوی ناشران منتشر شده، به همان صورت نیز در دست سهام‌داران نگهداری می‌شد (Donald, 2007, p.2). بنابراین مالکیت اوراق بهادار به صورت مستقیم از ناشر به سرمایه‌گذار منتقل می‌شد. به این سیستم، سیستم مالکیت مستقیم اطلاق می‌شود. در چنین سیستم‌هایی سرمایه‌گذاران ابزارهای مالی با ناشر ارتباط مستقیم دارند؛ به این معنا که اوراق آن‌ها در سیستم ناشر ثبت شده و شخصاً یا توسط امین خود، متصرف گواهی‌نامه‌های کاغذی هستند که نماینده تعداد اوراق بهادار تحت تملک آن‌ها می‌باشد. در این سیستم منشأ حقوق ایجادشده، ناشر ورقه بهادار است (Hicks, 2012, p.2).

دومین برهه عبارتست از: نگهداری اوراق بهادار کاغذی توسط واسطه‌ها و نه اشخاص. این مرحله به مرحله عدم قابلیت نقل و انتقال اوراق بهادار توسط اشخاص (Immobilization) شهرت دارد. در این برهه، اوراق بهادار همچنان به شکل کاغذی از سوی ناشران منتشر می‌شد، اما برای حفظ امنیت و تسهیل نگهداری، این اوراق در دست واسطه‌ها و به عنوان نوعی امانت نگهداری می‌شد. ایران در حال حاضر در این برهه به سر می‌برد. سومین مرحله نیز عبارت است از غیرکاغذی کردن اوراق بهادار (Dematerialization). در این مرحله، اوراق بهادار از شکل کاغذی بیرون آمده، به شکل اوراق بهادار الکترونیکی از سوی ناشران منتشر و به همان شکل غیرکاغذی توسط واسطه‌ها تملک و نگهداری می‌شود، سپس «حقوق ناشی از این اوراق» به سرمایه‌گذاران منتقل می‌گردد. از این فرآیند با عنوان غیرکاغذی کردن اوراق بهادار یاد می‌شود (Donald, op.cit, p.2). مالکیت غیرمستقیم اوراق بهادار در مرحله سوم ظهور یافت.

در سیستم مالکیت مستقیم، سپردن اوراق بهادار به واسطه تأثیری بر حقوق شرکت‌ها ندارد<sup>۱۴</sup>. سرمایه‌گذار همچنان قانوناً مالک اوراق بهادار بوده، حق اقامه دعوی علیه ناشر را دارد. کشورهای عضو اتحادیه اروپا، چین، برزیل و ژاپن از جمله کشورهای دارای سیستم مالکیت مستقیم هستند (Hubert de Vauplane, 2010, p.4). در نهایت در ارائه تعریفی از مالکیت مستقیم می‌توان گفت «مالکیت مستقیم اوراق بهادار عبارت است از رابطه قراردادی بین ناشر و سرمایه‌گذار که مبتنی بر صدور گواهی‌نامه‌های کاغذی اوراق

۱۴. تفاوت حقوق شرکت‌ها (Company Law) با حقوق اوراق بهادار (Securities Law) مختصراً در این است که حقوق شرکت‌ها یک حقوق صرفاً قراردادی بوده، لذا بر مبنای حقوق قراردادها مورد مطالعه قرار می‌گیرد؛ در حالی که حقوق اوراق بهادار، سیستمی مابین حقوق اموال و حقوق قراردادهاست.



بهادار بوده و ممکن است واسطه‌هایی نظیر شرکت سپرده‌گذاری مرکزی، نقش تسویه معاملات را برعهده داشته و آن‌ها را به عنوان امین نگهداری کنند. در این سیستم مالکیت سهام‌دار در دفتر ناشر به ثبت رسیده و درخصوص اوراق بهادار بی‌نام، این اوراق به قبض سهام‌دار داده می‌شود».

#### ۱.۱.۲. مزایای سیستم مالکیت مستقیم

یکی از ویژگی‌های سیستم سنتی مالکیت مستقیم اوراق بهادار که می‌توان از آن به‌عنوان یکی از مزایای این نوع مالکیت یاد کرد، این است که اوراق بهادار منتشرشده به سرمایه‌گذاران حقیقی اختصاص یافته و آنان نیز بدون هیچ محدودیتی و با امکان انتخاب آزادانه هر کارگزاری، حق انتقال این اوراق را به دیگر سرمایه‌گذاران دارند (Schwarcz, 2002, p.310). در این سیستم، سرمایه‌گذار حق قانونی مستقیم نسبت به اوراق بهادار داشته و به تبع آن دارای حقوق و دعاوی نسبت به ناشر شناخته می‌شود؛ چراکه در این روش سرمایه‌گذار، خود دارای رابطه مستقیم با ناشر است. همچنین در این سیستم، سرمایه‌گذاران دارای حقوقی از جمله حق حبس این اوراق یا وقف آن‌ها هستند؛ زیرا در کنار مالکیت حقوق ناشی از این اوراق، مالکیت اصل آن‌ها نیز متعلق به سرمایه‌گذار است. این رویه‌ای است که در اسپانیا وجود دارد (Garcimartin, 2006, p.3). از دیگر مزایای مالکیت این اوراق، رابطه واضح و روشن بین سرمایه‌گذار و ناشر است که به تبع آن امکان کشف هویت و در پی آن تخلفات ناشرین و سرمایه‌گذاران برای هر یک از آن‌ها آسان‌تر بوده، سرمایه‌گذاران با تشریفات کم‌تری می‌توانند علیه ناشرین اقامه دعوی کنند.

#### ۲.۱.۲. معایب سیستم مالکیت مستقیم

براساس سیستم سنتی مالکیت مستقیم، تحویل اوراق بهادار به شکل کاغذی آن از نظر زمان و صرف منابع، بسیار سخت، پیچیده و پرهزینه است. چنین عملیاتی در بردارنده ریسک‌های حقوقی جدی نیز است؛ زیرا اوراق بهادار کاغذی قابلیت نقل و انتقال و جابه‌جایی داشته، ممکن است سرقت یا مفقود یا جعل شود (Tsibanoulis, 2006, p.1). ایجاد بحران کاغذی از دیگر معایب این نوع سیستم مالکیت است.

#### ۲.۲. مالکیت غیرمستقیم اوراق بهادار

با پیشرفت بازارهای سرمایه و افزایش تعداد اوراق بهادار که به‌صورت سنتی در شکل کاغذی بودند، دیگر این اوراق از سوی سرمایه‌گذاران اعم از سهام‌داران یا دارندگان اوراق بهادار قابل نگهداری نبود و امکان جابه‌جایی و دادوستد آن‌ها در معاملات با حجم بالا و با سرعت زیاد، بسیار دشوار بود. پس از این بحران کاغذی که به ایجاد وقفه در عملکرد بازارهای اوراق بهادار منجر شد، سیستم اوراق بهادار الکترونیکی به شکل یک سیستم ثبت سراسری که در آن توقیف و تسویه اوراق بهادار از طریق زنجیره واسطه‌ها و به‌طور غیرمستقیم صورت می‌گیرد، ظاهر شد (Johansson, 2009, p.139). به همین دلیل در سیستم حقوقی برخی کشورها نوع جدیدی از مالکیت اوراق بهادار شناخته شد که نهادی بین مالکیت این اوراق و اختیار

نگهداری و اداره آن‌هاست. در این سیستم، دیگر رابطه مستقیم بین ناشر و سرمایه‌گذاران وجود ندارد، بلکه ماهیت آن عبارتست از: رابطه مستقیم سرمایه‌گذار با شرکت سپرده‌گذاری یا کارگزاران و رابطه غیرمستقیم سرمایه‌گذار با ناشر. در این سیستم، نهاد واسطه مالک اسمی اوراق بهادار شده، اوراق از تملک او خارج نمی‌شود. بنابراین نوع جدیدی از مالکیت در حوزه اوراق بهادار پایه‌گذاری شده است که در آن سرمایه‌گذار اوراق را در تصرف نداشته و صرفاً مالک حقوق ناشی از آن‌ها از جمله حق رأی و حق سود است. سوئیس و آمریکا از جمله کشورهای هستند که این نوع مالکیت جدید را به رسمیت شناخته‌اند (Garcimartín, op.cit, p.3 & 4). از این مالکیت جدید با عنوان مالکیت غیرمستقیم اوراق بهادار یاد می‌شود. در سیستم مالکیت غیرمستقیم، واسطه و از جمله شرکت‌های سپرده‌گذاری نقشی فراتر از امین ایفا کرده، علاوه بر تصرف مادی اوراق بهادار و نگهداری آن‌ها، خود نیز نوعی مالکیت نسبت به این اوراق پیدا می‌کنند. البته در این نوع مالکیت که مبنای آن تملک و نگهداری اوراق بهادار از سوی واسطه‌هاست، مالکیت واسطه در معنای حقیقی خود مصداق ندارد و منظور از «مالکیت واسطه»، عدم قابلیت نقل و انتقال مادی آن‌ها توسط سهام‌داران است. در این سیستم به جای «مالکیت» از واژه «نگهداری» (Holding) استفاده می‌شود، اما مفهوم آن فراتر از امانت بوده، به نوعی حق مالکیت واسطه نزدیک می‌شود؛<sup>۱۵</sup> چراکه مورد امانت باید به مودع بازگردانده شود، اما در این مورد اوراق الکترونیکی برای همیشه در حساب واسطه «حبس» شده، به ثالث تحویل داده نمی‌شود و سهام‌دار تنها می‌تواند از مزایای آن از قبیل حق دریافت سود استفاده کند.

### ۱.۲.۲. انواع روش‌های نگهداری اوراق بهادار به وسیله واسطه‌ها

بررسی روش‌های نگهداری از این جهت اهمیت دارد که یکی از ویژگی‌های اصلی مالکیت غیرمستقیم همانا «نگهداری» اوراق بهادار به وسیله واسطه است و ماهیت این نوع مالکیت، نگهداری اوراق و حبس آن‌ها در دست واسطه است؛ بدون اینکه واسطه دارای نفعی نسبت به آن‌ها باشد.

### ۱.۲.۲.۱. انواع روش‌های نگهداری براساس نفع واسطه

در برخی کشورها از جمله آمریکا انواع نگهداری اوراق بهادار به وسیله واسطه‌ها به دو

۱۵. تفاوت هلدینگ (Holding) با مالکیت (Ownership) این است که در هلدینگ، نگهدارنده و متصرف مال، مالک تمام‌عیار آن نمی‌شود، ولی بسیاری از آثار مالکیت را دارد. طیف هلدینگ شامل تصرف، تسویه و برخی عملیات مربوط به مالکیت است و صرفاً نوعی «اثر مالکیت» را برای دارنده آن ایجاد می‌کند، نه مالکیت کامل را؛ در حالی که مالکیت، طیف وسیع‌تری داشته و مالک واقعی، حق انتقال عین، هبه، ازدست دادن، از بین بردن و ... اموال متعلق به خود را داراست. بنابراین از آنجا که در هلدینگ غیرمستقیم (Holding Indirect) دارنده حق، چنین اختیاراتی را ندارد و در حقیقت، در عین داشتن برخی از اختیارات مالک واقعی، اختیاراتش محدودتر از مالک واقعی است. در اینجا ما از هلدینگ غیرمستقیم به مسامحه با عنوان «مالکیت غیرمستقیم» یاد کرده‌ایم. برای درک بهتر مطلب رک.

Hubert de Vauplane, Directeur Juridique et Conformité, Company law and the Geneva Convention: Point of Contention, Group General Counsel, Crédit Agricole, 2010. P.4.

صورت است: نخست اینکه واسطه نگه‌دارنده اوراق بهادار، خود نیز مالک حقیقی اوراق بهادار است. مالکیت غیرمستقیم در این مورد مصداق ندارد، چراکه مالک اوراق بهادار، مالک حقوق ناشی از آن نیز می‌باشد.

دوم اینکه واسطه نسبت به این اوراق حقی ندارد و صرفاً نقش حبس‌کننده و نگه‌دارنده را ایفا می‌کند. در حالت اخیر، در کامن‌لا نقش واسطه ذیل عنوان عقودی چون تراست (Trust) و سپردن وثیقه (Bail) می‌گنجد. در حقوق رومی - ژرمنی این نوع نگهداری اوراق بهادار ذیل عنوان حق‌العمل‌کاری (کمیسیون) (Commission) قابل طرح است (KonSik Kim, 2002, p.335-339). در خصوص اوراق بهادار اسلامی و مقایسه آن با نهاد تراست باید گفت آثار و ماهیت واقعی مالکیت در هر دو سیستم یکی است، ولی با پوسته و ظاهر متفاوت. درحقیقت نهاد واسطه همان کارکردهای امین را در تراست دارد و به عنوان واسطه بین سرمایه‌گذاران (تأمین‌کنندگان مالی) و بانی (نهاد ناشر) عمل می‌کند. امری که ماهیت مالکیت غیرمستقیم را شکل می‌دهد؛ یعنی یک رابطه باواسطه بین ناشر و سرمایه‌گذار. سیستم اوراق صکوک فقط یک گام از مالکیت غیرمستقیم عقب‌تر است و آن اینکه اوراق کاغذی را به تصرف سرمایه‌گذاران داده و حق‌العمل‌کار (واسطه) به عنوان «نگه‌دارنده» اوراق عمل نمی‌کند؛ موضوعی که در آینده‌ای نه چندان دور به ایجاد بحران کاغذی خواهد انجامید و ممکن است اشتباهات بسیاری در تخصیص حقوق متعلق به افراد رخ دهد. همچنین همانطور که در کشورهای نظیر آمریکا شرکت سپرده‌گذاری (دی‌تی‌سی) که در رأس هرم واسطه‌ها قرار دارد، در درون خود دارای شخصیتی حقوقی به نام «سیداندکو» است، در کشورهای اسلامی و از جمله ایران نیز در خصوص دیگر اوراق بهادار از جمله سهام شرکت‌های بورسی می‌توان از چنین رویکردی استفاده کرد؛ به این معنا که شرکت‌های سپرده‌گذاری در این کشورها به عنوان شرکت مادر، نهادی وابسته به خود را که دارای شخصیت حقوقی نیز باشد ایجاد کند تا این نهاد بتواند اوراق بهادار ناشران را به صورت الکترونیکی تملک و نگهداری کرده، سپس حقوق ناشی از آن‌ها را به سرمایه‌گذاران به فروش برساند. در این صورت ایراد درباره ممنوعیت خرید و فروش حق نیز از نظر شرعی قابل طرح نیست، چراکه می‌توان فرض کرد که اوراق بهادار الکترونیکی ابتدا از سوی شرکت سپرده‌گذاری به عنوان حق‌العمل‌کار خریداری شده، پس از فروش به سهام‌داران به وسیله همین شرکت نگهداری می‌شود. درحقیقت مالکیت اسمی اوراق الکترونیکی - نه فقط حقوق ناشی از آن‌ها - به سهام‌دار منتقل شود؛ امری که صرفاً جنبه نظری دارد. بنابراین، این شیوه «نگهداری» همان اثری را خواهد داشت که مالکیت سپرده‌گذاری در کشورهای دارای سیستم مالکیت غیرمستقیم داراست؛ چراکه در هر دو مورد سرمایه‌گذاران صرفاً از مالکیت اوراق منتفع می‌شوند ولی آن‌ها را در تصرف ندارند، لذا بحران کاغذی و سایر ایرادات مربوط به مالکیت مستقیم از جمله ریسک جعل، مفقود شدن و سرقت اوراق کاغذی از بین می‌رود. بنابراین شاید سیستم مالکیت غیرمستقیم در ایران و سیستم کشورهای رومی - ژرمنی بیش از وقف بر مبنای حق‌العمل‌کاری قابل توجیه باشد.

### ۲.۱.۲.۲. انواع روش‌های نگهداری براساس نحوه تشکیل حساب مشتریان

در یک تقسیم‌بندی دیگر از انواع شیوه‌های نگهداری اوراق بهادار به‌وسیله واسطه‌ها باید گفت به‌طور کلی در بسیاری از کشورها از جمله انگلستان، دو شیوه نگهداری وجود دارد: نخست اینکه واسطه، اوراق بهادار متعلق به همه مشتریان را در یک حساب مشترک نگهداری<sup>۱۶</sup> می‌کند. در سیستم حقوقی رومی-ژرمنی در نبود قانون‌گذاری مشخص، وضعیت حقوقی این مسئله بیشتر ابهام‌برانگیز است. این درحالی است که حقوق دانان انگلیسی به این مسئله پرداخته و این بحث را مطرح کرده‌اند که آیا سرمایه‌گذارانی که مالکیت اوراق بهادار به آن‌ها تخصیص نیافته (Unallocated Securities) و اوراق به‌وسیله واسطه‌ها نگهداری می‌شوند، از حقوق مالکیت اوراق برخوردار می‌گردند یا خیر. حقوق انگلستان مالکیت غیرمستقیم اوراق بهادار را از دیدگاه حقوق تراست تحلیل می‌کند. اما مشکل جایی ظاهر می‌شود که تعیین دقیق اوراق بهادار متعلق به هر مشتری در این سیستم ممکن نیست؛ درحالی که یکی از شرایط صحت تراست این است که موضوع آن باید معین باشد (Micheler, op.cit., p.3). اکنون باید دید در سیستم مالکیت غیرمستقیم که بر اساس تراست تحلیل می‌شود، چگونه می‌توان مشکل مربوط به موضوع نامعین را به‌ویژه درجایی که اوراق متعلق به همه مشتریان در یک حساب مشترک نگهداری می‌شود، حل کرد. در این زمینه در انگلستان، رویه قضایی در یک دعوی مشهور به نام هانتز علیه موس (Hunter v. Moss)، شرط مربوط به تعیین موضوع قرارداد را در خصوص اوراق بهادار تخصیص نیافته نادیده گرفته و سعی در اصلاح مقررات سنتی در این زمینه داشته است (سایت اینترنتی نتلینک، ص ۱۰). در خصوص اوراق بهادار تخصیص نیافته و واسطه، تعیین موضوع فقط از نظر رعایت سنت‌های متداول حقوقی لازم است. این در حالی است که حتی در مورد یک حساب تخصیص داده شده نیز نمی‌توان ادعا کرد که اوراق بهادار در حساب موجود هستند. به‌این ترتیب، سعی در جلوگیری از جایگزینی یا مخلوط شدن اوراق بهادار الکترونیکی که در حساب مشترک واسطه وجود دارد بیهوده است؛ چراکه اوراق بهاداری که در حساب‌ها به ثبت رسیده، دائم در حال تغییر و تحول است (Johansson, op.cit., p.176). در آمریکا وضعیت حقوقی مالکیت این سرمایه‌گذاران ذیل ماده ۸ قانون تجارت متحدالشکل (یوسی سی) (UCC (Uniform Commercial Code)) بررسی می‌شود؛ به این معنا که اگر موضوع مالکیت مشتری مشخص نبود و اوراق متعلق به او با اوراق متعلق به سایر سرمایه‌گذاران در یک حساب مشترک و تخصیص نیافته نگهداری شود، حقوق قراردادهای اعمال نشده و حقوق اموال از سرمایه‌گذار حمایت می‌کند (Micheler, 2007, p.35). دوم، موردی است که حساب‌های مشتریان کاملاً از یکدیگر مجزا باشد و چنین حساب مشترکی تشکیل نگردد. راه‌حل تخصیص حساب-گرچه بسیار عملی است-

۱۶. Commingling در لغت به معنی «مخلوط کردن» است. در اصطلاح حقوقی به این معناست که امین تمامی دارایی‌های متعلق به خود را با دارایی‌های متعلق به مشتریان که در دست او به امانت سپرده شده است، با یکدیگر مخلوط کرده، در یک حساب مشترک نگهداری کند. به‌این ترتیب تفکیک دارایی‌های مشتریان از یکدیگر یا تفکیک دارایی‌های امین از دارایی‌های مشتریان دشوار می‌گردد. این مسئله نقض تعهدات امین در عقد تراست به‌شمار می‌آید.

صرفاً یک ساختار حقوقی و اعتباری بوده و به این معنا نیست که اوراق بهادار به معنای دقیق کلمه وارد حساب مشتری شده است (Johansson, op.cit., p.176). به علاوه در موارد شایع اثری نیز بر این تفکیک بار نیست. برای مثال از آنجا که اوراق بهادار در ماهیتاً و ذاتاً مال مثلی به شمار می آیند، اگر این دارایی‌ها از همان نوع و به همان مقداری باشند که طلب طلبکار بوده است، برای او اهمیتی ندارد که چه دارایی‌هایی را به دست آورد. در نهایت در ارائه تعریفی از مالکیت غیرمستقیم می توان گفت «مالکیت غیرمستقیم اوراق بهادار عبارت است از: رابطه غیرمستقیم و غیرقراردادی بین ناشر و سرمایه‌گذار که در آن واسطه‌هایی نظیر شرکت سپرده‌گذاری مرکزی، علاوه بر اینکه نقش تسویه معاملات را برعهده دارند و آن‌ها را به عنوان امین نگهداری می کنند، مالک این اوراق شده، آن‌ها را به نام خود «حبس» می کنند. در این سیستم مالکیت سهام‌دار در دفتر ناشر به ثبت نرسیده و درخصوص اوراق بهادار بی نام موضوعیت ندارد».

#### ۲.۲.۲. مزایای سیستم مالکیت غیرمستقیم

از مزایای سیستم مالکیت غیرمستقیم می توان به مواردی نظیر کاهش هزینه‌های کلی معاملات اوراق بهادار و نیز از بین بردن پیچیدگی‌های مربوط به ثبت اوراق بهادار در دفاتر ناشران یاد کرد. همچنین این سیستم ریسک مفقود شدن اوراق بهادار کاغذی را در زمان نقل و انتقال از بین می برد. از دیگر مزایای این نوع مالکیت می توان به تسویه آسان تر معاملات اوراق بهادار از طریق سیستم‌های سپرده‌گذاری اشاره کرد. این سیستم معاملات فرامرزی اوراق بهادار را تسهیل کرده، موجب رونق این معاملات در سطح جهانی می شوند. مزایای این نوع مالکیت برای کارگزاران و واسطه‌ها عبارتست از: نخست، کسب کارمزد بیشتر برای واسطه‌ها. دوم، کسب اطلاعات از مشتریان از طریق واسطه‌ها و فروش آن به ناشران. سوم، اقدام به فروش استقراضی اوراق بهادار از طریق واسطه‌ها.<sup>۱۷</sup> پرکردن شکاف بین ناشران و سرمایه‌گذاران برای تشکیل مجامع عمومی و تقسیم سود بین آن‌ها، پرداخت این سود به سرمایه‌گذاران و اعمال حق رأی سهام‌داران از جمله خدماتی است که واسطه‌ها برای ارائه آن‌ها کارمزد دریافت می کنند و از دیگر مزایای مالکیت غیرمستقیم اوراق بهادار برای آن‌ها است (Donald, 2010, p.38 & 39).

#### ۳.۲.۲. معایب سیستم مالکیت غیرمستقیم

یکی از تبعات و در حقیقت یکی از معایب توسعه ساختارهای مالکیت غیرمستقیم این است که تعیین موضوع قرارداد را در مواردی که موضوع قرارداد اوراق بهادار، باشد دشوار

۱۷. Short selling منظور از فروش استقراضی، فروش اوراق بهاداری است که فروشنده مالک واقعی آن نیست و به عنوان امانت یا قرض پیش او نگهداری می شود. فروشنده استقراضی با این باور اوراق بهادار را به فروش می رساند که در آینده همان سهام را با قیمت پایین تری خریداری کند. برای مطالعه بیشتر در این زمینه رک. Kern, Steffen, Short selling, Deutsche Bank Research, March 17, 2010; Final Report on Regulation of Short Selling, Technical Committee of The International Organization of Securities Commissions, June 2009.

می‌سازد. به‌علاوه، سیستم مالکیت غیرمستقیم شفافیت موضوع معامله را پس از انجام معاملات (Post-trading Transparency) نیز با دشواری مواجه می‌کند (Koure-tas, 2012, p. 1). در خصوص اوراق بهادار اسلامی چنین مشکلی مصداق ندارد، چراکه فروشنده ورقه صکوک در حقیقت بخشی مشاع از دارایی پایه- نظیر بخشی مشاع از هواپیمای اجاره داده شده در صکوک اجاره- و نه یک دارایی متلی نظیر ورقه بهادار که در سیستم مالکیت غیرمستقیم، فی‌نفسه یک بسته حقوق مالکیت به‌شمار آمده و دارای ارزشی مستقل است را واگذار می‌کند. بنابراین در این موارد مشکل مربوط به تعیین موضوع قرارداد بروز نمی‌کند، زیرا صکوک به لحاظ تئوریک بیشتر شبیه به سند مالکیت است تا ورقه بهادار که یک مال متلی شمرده می‌شود. بحث اثبات مسئولیت مدنی واسطه از دیگر معایب سیستم مالکیت غیرمستقیم بوده و تفصیل آن از حوصله بحث خارج است. صرفاً به ذکر این نکته اکتفا می‌شود که واسطه باید نسبت به هر نوع زیان و تاحدی که اوراق بهادار از همان نوع را داراست، مسئول باشد؛ به این معنا که صرف‌نظر از اینکه آیا مقصر ورود زیان هست یا خیر و صرف‌نظر از اینکه آیا اوراق بهادار در حساب مشترک قرار دارد یا در حساب‌های جداگانه، صرفاً واسطه مسئول است. در صورتی که سرمایه‌گذار تنها سبب خسارت باشد، مسئولیت آن فقط باید بر عهده وی باشد، نه واسطه (Johansson, op.cit, p. 178).

### نتیجه

به‌طور کلی در خصوص مالکیت اوراق بهادار در کشورهای مختلف دو نوع سیستم مالکیت حاکم است: سیستم سنتی مالکیت مستقیم اوراق بهادار در کشورهای تابع حقوق رومی- ژرمنی نظیر اسپانیا، و سیستم مالکیت غیرمستقیم در کشورهای تابع سیستم حقوقی کامن‌لا نظیر آمریکا. در سیستم مالکیت غیرمستقیم یا چندلایه، واسطه صرفاً نگهدارنده اوراق نیست، بلکه مال در ملکیت او حبس می‌شود و سرمایه‌گذاران که خریداران بعدی اوراق بهادار هستند، صرفاً حقوق ناشی از مالکیت را دارا می‌شوند؛ در حالی که در سیستم‌های مالکیت مستقیم اوراق بهادار، واسطه صرفاً نگهدارنده اوراق بهادار محسوب شده و هیچ نوع حق مالکیتی را نسبت به این اوراق ندارد. در ایران سیستم مالکیت مستقیم اوراق بهادار حاکم است و اصولاً چنین تقسیم‌بندی از مالکیت مشاهده نمی‌شود؛ به این معنا که شرکت‌ها ابتدا سهام خود را نزد شرکت سپرده‌گذاری می‌گذارند و آنگاه این اوراق، با واسطه سپرده‌گذاری و کارگزاران به سرمایه‌گذاران فروخته می‌شود. شرکت سپرده‌گذاری مالک این اوراق نمی‌شود و رابطه مستقیم بین ناشر و سرمایه‌گذار همچنان محفوظ می‌ماند. بنابراین نقش شرکت سپرده‌گذاری به‌عنوان امین به‌نگهداری و تسویه معاملات این اوراق محدود می‌شود. اما در فرآیند انتشار اوراق صکوک مؤسسه‌ای به‌عنوان امین برای تملک دارایی‌ها تأسیس شده، دارندگان اوراق فقط دارای سود مشاع در دارایی‌های امین هستند. در حقیقت آثار و ماهیت واقعی مالکیت در سیستم انتشار اوراق بهادار اسلامی غیراسلامی یکی است، ولی با پوسته و ظاهر متفاوت. اما باید توجه داشت که دنیای



حقوق دنیای مقصودات حقیقی است نه مظهرات. تنها تفاوت این دو سیستم از نظر شیوه مالکیت اوراق بهادار در یک مورد خلاصه می‌شود و آن عبارت است از اینکه دارندگان اوراق بهادار در سیستم کشورهای غیراسلامی حق تصرف در اوراق بهادار را نداشته، صرفاً مالک حقیقی منافع اوراق بهادار و از جمله حق دریافت سود دارند و نهاد واسط نگهدارنده اوراق به صورت الکترونیکی است؛ در حالی که دارندگان اوراق صکوک این اوراق کاغذی را در تصرف داشته، اما حق تصرف در دارایی پایه یا افزاز آن را ندارند. دقیقاً همین جاست که کشورهای منتشرکننده اوراق بهادار غیراسلامی ضرورت پیش‌بینی سیستم مالکیت غیرمستقیم را احساس کرده‌اند، چراکه تصرف مادی اوراق کاغذی صکوک در آینده‌ای نه چندان دور و باتوجه به اقبال عموم به انجام معاملات اوراق بهادار اسلامی، در بسیاری از کشورهای دنیا به ایجاد بحران کاغذی خواهد انجامید. بنابراین پیشنهاد می‌شود که این اوراق به صورت کاغذی به تصرف دارندگان آن درنیاید و صرفاً از طریق سیستم‌های الکترونیکی دقیق که در اختیار نهاد واسط یا دیگر واسطه‌های اوراق بهادار از قبیل شرکت سپرده‌گذاری مرکزی به عنوان حق‌العمل کار قرار گیرد تا به صورت الکترونیکی توسط آن‌ها نگهداری، و دارندگان صکوک صرفاً از منافع حاصل از آن‌ها بهره‌مند شوند. استفاده از سیستم مالکیت غیرمستقیم علاوه بر تسهیل خرید و فروش و تسویه اوراق بهادار در مقابل مالکان نهایی آن، به رونق سرمایه‌گذاری در خارج از مرزهای یک کشور نیز کمک می‌کند. با توجه به معایب سیستم سنتی مالکیت مستقیم، لزوم پیش‌بینی قوانین و راهکارهای جدید از سوی مجلس شورای اسلامی و سازمان بورس و اوراق بهادار برای پذیرش مالکیت غیرمستقیم اوراق بهادار به شدت احساس می‌شود.

## منابع

۱. آیین‌نامه معاملات در شرکت بورس اوراق بهادار تهران مصوب کمیسیون فرعی شورای عالی بورس و اوراق بهادار، ۱۳۸۵/۱۱/۲.
۲. دستورالعمل انتشار اوراق اجاره مصوب ۱۳۸۹/۵/۱۱، اصلاحیه مصوب ۱۳۹۰/۸/۲۳ شورای عالی بورس
۳. دستورالعمل پذیرش اوراق بهادار در بورس اوراق بهادار تهران مصوب آذرماه ۱۳۸۴.
۴. دستورالعمل ثبت، سپرده‌گذاری، تسویه و پایاپای، مصوب ۱۳۸۸/۰۵/۱۳.
۵. دستورالعمل فعالیت نهادهای واسط مصوب ۸۹/۰۵/۱۱.
۶. صفائی، سید حسین، (۱۳۵۰). حقوق مدنی (اشخاص، اموال)، چاپ سوم، انتشارات مؤسسه‌ی عالی و حسابداری.
۷. صمدی، علی حسین، رنالی، محسن، دلالی اصفهانی، رحیم، (۱۳۸۹). مفهوم و آثار اقتصادی حقوق مالکیت: رویکرد نهادگرایی، فصلنامه‌ی حقوق دانشکده‌ی حقوق و علوم سیاسی، دوره‌ی ۴۰، شماره‌ی ۱۰۱.
۸. قانون بازار اوراق بهادار مصوب ۱۳۸۴/۰۹/۰۲.
۹. قانون توسعه ابزارها و نهادهای مالی جدید، مصوب ۱۳۸۸/۱۰/۲۰ مجلس شورای اسلامی.
۱۰. کاتوزیان، ناصر، (۱۳۸۶). دوره‌ی مقدماتی حقوق مدنی: اموال و مالکیت، چاپ نوزدهم، نشر میزان.
11. Donald, David C., (2010). Heart of Darkness: The Problem at the Core of the US Proxy System and Its Solution.

12. \_\_\_\_\_, (2007). The Rise and Effects of the Indirect Holding System: How Corporate America Ceded Its Shareholders To Intermediaries, Institute for Law and Finance.
13. Francisco J. GarcimartínAlfárez, The UNIDROIT Project on Intermediated Securities: Direct and Indirect Holding Systems, Universidad Rey Juan Carlos of Madrid.
14. Furubotn, Eirik G., SvetozarPejovich, (1972). Property Rights and Economic Theory: A Survey of Recent Literature, Journal of Economic Literature, Vol. 10, No. 4.
15. Georgios P. Kouretas, (2012). Shareholding in EU: Is “indirect holding” approach appropriate in achieving financial integration?, Department of Business Administration Athens University of Economics and Business GR-10434 Athens, Greece and Christina I. Tarnanidou Department of Business Administration Athens University of Economics and Business GR-10434 Athens, Greece.
16. Hicks, E. Perry, (2012). Transfer Restrictions in the Indirect Holding System: Is Alienability in the Form of Holding?.
17. [http://pntodd.users.netlink.co.uk/cases/cases\\_h/hunter\\_m.htm](http://pntodd.users.netlink.co.uk/cases/cases_h/hunter_m.htm)
18. Hubert de Vauplane, Directeur Juridique et Conformité, (2010). Company law and the Geneva Convention: point of contention, Group General Counsel, Crédit Agricole.
19. Johansson, Erica, (2009). Property Rights in Investment Securities and the Doctrine of Specificity.
20. KonSik Kim, (2002). A Civil Law Jurist’s Perspective On Intermediary Risk In The Indirect Holding System For Securities: A Comment On Schwarcz & Benjamin.
21. Matthews, Paul, (2002). From Obligation To Property, And Back Again? The Future Of The Non-Charitable Purpose Trust.
22. Micheler, Eva, (2009). Legal Nature of Securities Inspirations from Comparative Law.
23. Micheler, Eva, (2007). Property in securities, Cambridge university press.
24. R. Potok, (2002). Cross Border Collateral: Legal Risks and the Conflict of Laws, London.
25. Russell A. Hakes, (2002). UCC Article 8: Will the Indirect Holding of Securities Survive the Light of Day, Loyola of Los Angeles Law Review.
26. Schwarcz, Steven L. with Contributions By Joanna Benjamin, (2002). Intermediary Risk in The Indirect Holding System for Securities.
27. Thévenoz, Luc, (2010). Who Holds (Intermediated) Securities? Shareholders, account holders, and nominees, Uniform Law Review.
28. Tsibanoulis, Dimitris, (2006). Legal Certainty Project, Brussels.