

مجله مطالعات حقوق تطبیقی،

دوره ۳، شماره ۲،

پاییز و زمستان ۱۳۹۱،

صفحات ۱۲۷ تا ۱۴۵

ماهیت حقوقی سهام پذیرفته شده در بورس

مجید غمامی*

استادیار گروه حقوق خصوصی دانشکده حقوق و علوم سیاسی دانشگاه تهران

مریم ابراهیمی**

دانشجوی دکترای حقوق خصوصی دانشکده حقوق و علوم سیاسی دانشگاه تهران

تاریخ دریافت: ۹۱/۶/۱۵ - تاریخ پذیرش: ۹۱/۸/۳۰

چکیده

سهام موضوع حقوق اموال است یا تعهدات؟ آیا انتقال آن از مصادیق انتقال اعیان است یا تعهدات؟ حقوقدانان ایرانی پاسخ‌های متفاوتی به این سوالات داده‌اند. مقاله حاضر با بررسی مفهوم ورقه بهادار و مصادیق آن، همچنین مطالعه نظرات حقوقدانان در ایران و تئوری‌های ارائه شده در حقوق آلمان و اثریش در زمینه ماهیت نقل و انتقال سهام به اثبات این امر می‌پردازد که سهام پذیرفته شده در بورس در زمره اعیانند. سهام که زائیده حقوق قراردادهاست و در ابتدا یک حق ناشی از قرارداد و تعهد تلقی می‌شود، پس از ایجاد با انعکاس حقوق آن در ورقه بهادار به یک دارایی عینی تبدیل شود. به عبارتی همانگونه که شرکت پس از تشکیل، دارای شخصیت حقوقی جدای از کسانی می‌شود که آن را به وجود آورده‌اند، سهام نیز مفهوم حقوقی است که به اعتبار مفهوم شرکت ایجاد می‌شود و پس از ایجاد از قرارداد منشاء شکل‌گیری خود متمایز می‌شود.

واژگان کلیدی: سهام، اوراق بهادار، بورس، حق عینی، تعهد.

majid.ghamami@gmail.com

mebraahimi@ut.ac.ir

* نویسنده مسئول فاکس: ۰۲۱-۶۶۷۰۶۱۲۷

**

مقدمه

در حقوق ایران بحث‌های محدودی درباره ماهیت حقوقی سهام مطرح شده است و این بررسی‌ها به مواردی چون منقول یا غیر منقول بودن سهم محدود شده‌اند^۱ این در حالی است که در حقوق کشورهای اروپایی مباحثات متعددی در این زمینه در گرفته است. یک مکتب فکری آن‌ها را به عنوان دارایی و مکتب فکری دیگر آن‌ها را در شمار تعهدات به شمار می‌آورد. این تفکیک دارای آثاری است چرا که برخی مقررات حقوقی نسبت به اموالی اعمال می‌شوند که در گروه دارایی طبقه‌بندی شده‌اند اما نسبت به تعهدات اعمال نمی‌شوند. مطالعه آثار حقوقدانان در ایران مبین ارائه چهار نظر عمده است: عده معدودی سهم را مال محسوب نمی‌کنند، گروهی آن را حق دینی و گروه دیگر حق عینی و برخی نیز آن را حقی خاص تلقی کرده‌اند. حقوقدانانی که در خصوص ماهیت سهام بحث کرده‌اند بین سهام با نام و بی‌نام تفکیک قائل شده‌اند^۲ ولی در تحلیل سهام با نام توجهی به پذیرش آنها در بورس اوراق بهادار نداشته‌اند. تحولات بازارهای مالی موجب شده است تا سهام پذیرفته شده در بورس^۳ ویژگی‌های منحصر به فردی داشته باشند. در ایران تحولات بازار سرمایه به ویژه در سالهای اخیر بسیار سریع بوده است چنانکه حقوق در این مدت نتوانسته است خود را با این تغییرات سازگار کند و یا راه حل‌های متناسب با آن ارائه دهد. از اینرو بسیاری از اعمال حقوقی^۴ که در بورس رایج است با ابهام مواجهند؛ تبیین ماهیت حقوقی سهام بسیاری از این سوالات را پاسخ می‌دهد.

فرضیه اصلی

لباب این مقاله اثبات این فرضیه است که سهام پذیرفته شده در بورس اموالی در نوع خاص خودشان هستند که از یک سو در رابطه با ناشر^۵ تابع حقوق تعهدات (قراردادها) و از سوی دیگر

^۱ حقوق شریکانه ماهیتاً منقول در نظر گرفته شده است (صقری، ۱۳۹۰، ص ۱۳۸)؛ حق اشخاص در اموال شخص حقوقی فقط منقول است اگرچه اموال مزبور از نوع غیرمنقول باشد (کاتبی، ۱۳۷۲، ص ۳۷).

^۲ برخی از اساتید قائل به تفکیک بین ماهیت سهام با نام و بی‌نام هستند: "در مورد سهام و اوراق تجاری با نام، چون در نظر عرف بین سند و موضوع آن یگانگی وجود ندارد، این گونه اسناد در حکم سند طلب است، ارزش محتوای آن در زمره اموال غیر مادی است" (کاتوزیان، ۱۳۸۵، ص ۵۴۱). اظهار نظر ایشان در خصوص سهام بانام صرف‌نظر از پذیرش آن در بورس است. در عرف حاکم بر بازار سرمایه و از منظر فعالان این بازار یگانگی کاملی بین سند و موضوع آن وجود دارد و در این خصوص هیچ تردیدی روا نیست.

^۳ به موجب مواد ۵ و ۶ دستورالعمل پذیرش اوراق بهادار در بورس، صرفاً سهام شرکت‌های سهامی عام در بورس پذیرش می‌شوند و اینگونه سهام برای پذیرش در بورس باید دارای شرایطی باشند، از آن جمله اینکه با نام و دارای حق رای بوده و تمام مبلغ اسمی آن پرداخته شده باشد.

^۴ در این خصوص می‌توان به ماهیت حقوقی توثیق سهام، وقف سهام و ضمانت اجراهای معاملات فضولی سهام در بورس اشاره کرد.

^۵ مطابق بند ۱۲ ماده ۱ قانون بازار "ناشر شخص حقوقی است که اوراق بهادار را به نام خود منتشر می‌کند."

در مقابل اشخاص ثالث تابع حقوق اموال است. به عبارتی سهم از یک دیدگاه حقی دینی و از دیدگاهی دیگر در زمره اموال عینی است؛ البته در عین حال دارای ویژگی‌های منحصر به فردی است که آن را کاملاً با حق عینی و دینی منطبق نمی‌کند. بنابراین هرچند سهام مخلوق قراردادی است که یک یا چند نفر به موجب آن توافق می‌کنند سرمایه و شخصیت حقوقی مستقلی را ایجاد کنند، اما این مخلوق از لحاظ ماهیت از خالق خود متمایز می‌شود و ماهیت مستقلی می‌یابد. اوراق بهادار به طور اعم و سهام به طور اخص اموالی هستند که توسط مشارکت‌کنندگان بازار و در پی پیشرفت چهره‌های نوین تجارت ایجاد شده و تکامل یافته‌اند. سهام‌ناشران را قادر می‌سازد تا از طریق عموم مردم تأمین مالی کنند. مقررات حاکم بر سهام برای تسهیل این هدف طراحی شده‌اند و به دنبال صرفه‌جویی در هزینه‌های گردش آن‌ها هستند. این مسئله منجر به وضع مقرراتی در بورس شده است که در برخی موارد با قواعد عمومی حاکم بر قراردادها در نظام حقوقی ایران همسویی ندارند و بیشتر برگرفته از عرف‌هایی هستند که توسط مشارکت‌کنندگان در بازار اعمال و تثبیت شده‌اند.

خاطر نشان می‌سازد دلیل محدود کردن موضوع مقاله به ماهیت «سهام پذیرفته شده در بورس» این است که بسیاری از دلایل تبیین ماهیت سهم با عنایت به تاثیر بازار سرمایه بر تحولات سهام ارائه شده است،^۱ لذا نویسندگان درصدد برآمدند تا به قدر متیقن‌ها اکتفا کنند و با محدود کردن دایره موضوع^۲ امکان تقویت استدلال‌های ارائه شده را داشته باشند. این رویه به دیگر نویسندگان حقوقی امکان می‌دهد، دامنه موضوع را گسترش داده و سهم را صرف‌نظر از پذیرش یا عدم پذیرش آن در بورس مطالعه کنند. به منظور مطالعه ماهیت سهام بورسی محورهای اصلی این مقاله بدین قرار است: (۱) سهام پذیرفته شده در بورس به عنوان یک ورقه‌بهادار دارای چه ویژگی‌هایی است؟ (۲) انتقال آن تابع حقوق تعهدات است یا اموال؟ (۳) ماهیت آن چیست؟ آیا یک حق دینی است یا در زمره اموال است و عین تلقی می‌شود؟ بدین منظور از مطالعه حقوق کشورهای خارجی نیز غافل نمانده‌ایم.

سهام: یک ورقه‌بهادار

تعریف ورقه‌بهادار یکی از تعاریف دشواری است که محققان و حتی دادگاه‌ها را در بسیاری از موارد به چالش کشیده است. تشخیص این که آیا موضوع مورد بررسی، از مصادیق ورقه‌بهادار است یا

^۱ توجه به این نکته هم حائز اهمیت است که به موجب بند ب ماده ۹۹ قانون برنامه پنجساله پنجم توسعه تمام شرکت‌های سهامی عام به صورت غیر مستقیم ملزم به ورود به بورس یا فرابورس شده‌اند.

^۲ بدین ترتیب سهام شرکت‌های سهامی خاص و سهام بی‌نام از موضوع خارجند. همچنین دلایل ارائه شده در بخش نه این مقاله به دلیل عدم حکومت آنها بر سهام خارج از بورس رد نمی‌شوند.

خیر بحث‌های بسیاری را به میان آورده است.^۱ اهمیت این تشخیص به خاطر قواعد و مقررات خاصی است که بر اوراق بهادار حاکم است. مرسوم است که در تعریف اوراق بهادار گفته می‌شود هر نوع نوشته یا مستند قابل معامله‌ای که دارای ارزش مالی است و تشخیص مصادیق آن به عهده قانون و گاه با عرف خواهد بود. اوراق بهادار به دو نوع اوراق سرمایه‌ای یا مالکیت (Equity Securities)^۲ و اوراق بدهی (Debt Securities)^۳ تقسیم می‌شوند. نظام حقوقی با ممکن ساختن ایجاد بازارهای مالی^۴ و انتشار اسناد قابل انتقال، این امر را میسر می‌سازد تا هزینه‌ی تأمین مالی کاهش یابد. به محض اینکه قواعد حقوقی، تأمین‌کننده مالی (اعتباردهنده) را قادر به انتقال حقوق نشأت گرفته از یک قرارداد تأمین مالی سازد، ایجاد بازار^۵ مربوط به اینگونه حقوق محتمل می‌شود.

از نظر تاریخی، استفاده از ابزارهای تأمین مالی که در حال حاضر به ورقه بهادار مشهور هستند در زمانی اتفاق افتاد که اقتصاد به منابع مالی زیادی نیاز داشت: در انگلستان در ابتدای انقلاب صنعتی و در دوره‌ای که منتهی به «حباب دریای جنوب»^۶ شد و در آلمان و اتریش، در اواخر قرن هجده برای فراهم کردن هزینه‌های جنگ‌های ناپلئون (Micheler, 2007, p.154). تقسیم واحدهای بزرگ سرمایه به واحدهای کوچکتر^۷، به ناشران اجازه می‌داد که نیازهای تأمین مالی خود را برطرف کنند.

^۱ در آمریکا تردید وجود داشت که آیا قراردادهای سوآپ، ورقه بهادار تلقی می‌شوند یا خیر. از اینرو کنگره در سال ۲۰۰۰ با اصلاح قانون اوراق بهادار و افزودن بخش 2A آنها را در زمره اوراق بهادار تلقی نمود. این تردید در خصوص تعیین مصادیق قراردادهای سرمایه‌گذاری نیز وجود دارد (Soderquist, 2007, p.3). دیوان عالی آمریکا برای تفسیر واژه اوراق بهادار از تفسیر لفظی مواد اجتناب کرده و به واقعیت‌های اقتصادی موضوع دعوا توجه می‌کند (Steinberg, 1996, p.18).

^۲ اوراق بهادار سرمایه‌ای یا ابزارهای مالکیت، مربوط به حقوق صاحبان سهام است و نمایندگی مالکیت بخشی از یک سازمان خواهد بود. متداول‌ترین نوع ابزارهای مالکیت، سهام عادی می‌باشد (راعی، ۱۳۸۵، ص ۱۷۲).

^۳ این اوراق نشان‌دهنده وامی هستند که صاحبان یک سازمان از اشخاص می‌گیرند (راعی، ۱۳۸۵، ص ۱۷۲). ابزارهای بدهی به دو نوع کوتاه مدت (ابزارهای بازار پول) و بلند مدت (ابزارهای بازار سرمایه) تقسیم می‌شوند (نصیری، ۱۳۸۹، ص ۸۱).

^۴ بازار مالی بازاری است که در آن اوراق بهادار معامله می‌شود. (نو، ۱۳۸۰، ص ۲۰).

^۵ در اصطلاح مالی این بازارها «بازار ثانویه» نامیده می‌شوند. به موجب بند ۱۰ ماده ۱ قانون بازار اوراق بهادار «بازار ثانویه، بازاری است که اوراق بهادار، پس از عرضه اولیه، در آن مورد دادوستد قرار می‌گیرد».

^۶ در سال ۱۷۲۰ در عوض وام ۷ میلیون پوندی برای تأمین مالی جنگ با فرانسه، مجلس اعیان به شرکت دریای جنوب اجازه انحصاری تجارت با آمریکای جنوبی را داد. سهام این شرکت به سرعت تا ده برابر افزایش قیمت پیدا کرد اما ناگهان حباب ترکید و قیمت سهام افت کرد و اشخاص بسیاری در سراسر کشور دارایی خود را از دست دادند (www.historic-uk.com).

^۷ در دعوی Borland's Trustee v Steel Bros & Co Ltd در سال ۱۹۰۱ قاضی فرول در خصوص سهام چنین نظر داد: "سهام منافع سهامدار در شرکت است که به وسیله مبلغی پول اندازه‌گیری می‌شود. سهام در وهله اول مسئولیت‌های سهامدار و سپس منافع او را تعیین می‌کند و البته شامل توافقات بین سهامداران نیز می‌باشد" (Bourne, 1998, p. 81).

در ایران سابقه انتشار اوراق بهادار به قانون تاسیس بورس اوراق بهادار مصوب ۱۳۴۵ بر می‌گردد. در این قانون به تقلید از قانون اوراق بهادار ۱۹۳۳ آمریکا^۱ به تبیین مصادیق اوراق بهادار اکتفا شد: "اوراق بهادار، عبارت است از سهام شرکت‌های سهامی و اوراق قرضه صادر ... که قابل معامله و نقل و انتقال باشد" (بند ۲ از ماده ۱). این تعریف جامع نبود و بسیاری از اوراق بهاداری که قابلیت معامله در بورس اوراق بهادار را داشتند در بر نمی‌گرفت. به علاوه پس از انقلاب ۵۷ و با اعلام نظر شورای نگهبان مبنی بر ربوی بودن اوراق قرضه، معامله این اوراق نیز غیرشرعی اعلام شد.^۲

قانونگذار در قانون بازار سال ۸۴ از شیوه بیان مصادیق اوراق بهادار صرف‌نظر کرد و به ارائه تعریفی کلی از اوراق بهادار پرداخت "اوراق بهادار، هر نوع ورقه یا مستندی است که متضمن حقوق مالی قابل نقل و انتقال برای مالک عین و یا منفعت آن باشد" (بند ۲۴ ماده ۱). این تلاش قانونگذار نیز بی‌اشکال نبود چرا که این تعریف بسیار کلی است و مانع از ورود بسیاری از اسنادی که در اصطلاح مالی و بین‌المللی ورقه بهادار تلقی نیستند نمی‌گردد. این درحالی است که تعریف ارائه شده باید صرفاً ناظر به بازار سرمایه باشد و حتی اوراق بازار پول^۳ نیز نباید مصداق این تعریف باشند. امروز در عمل برای تشخیص اوراق بهادار موضوع قانون بازار به قسمت اخیر بند ۲۴ ماده یک استناد می‌شود که مقرر می‌دارد "شورا [یعالی بورس و اوراق بهادار]، اوراق بهادار قابل معامله را تعیین و اعلام خواهد کرد". صرف‌نظر از ابهام عبارت این بخش از ماده، استناد به تصمیم شورا جهت تعیین اوراق بهادار خالی از اشکال نیست چه اینکه تصمیم‌گیری درخصوص این امر که حقوق و تکالیف جدیدی برای اشخاص ایجاد می‌کند باید در اختیار قانونگذار باشد و نه شورای که ریاست آن بر عهده یکی از وزیران قوه مجریه^۴ است.

سهام شرکت‌های سهامی عام پذیرفته شده در بورس جزء اوراق در گردش هستند که در همه کشورها از بدیهی‌ترین مصادیق ورقه بهادار تلقی می‌شوند.^۵ در بند ۳ ماده ۱-۲۱۱ قانون پولی و بانکی ۲۰۰۹ فرانسه (code monetaire et financier)، اوراق منتشره توسط شرکت‌های سهامی عام

^۱ در بخش ۲(a) قانون اوراق بهادار ۱۹۳۳ آمریکا در مبحث تعاریف آمده است: "عبارت «ورقه بهادار» به معنای هرگونه نوشته، سهام، سهام خزانه، ... یا به طور کلی هرگونه منفعت یا ابزاری که عموماً به عنوان «ورقه بهادار» شناخته می‌شود،" (www.sec.gov). همچنین ر.ک. ماده (۱۰)(۳) قانون بورس اوراق بهادار آمریکا مصوب ۱۹۳۴.

^۲ نظریه شماره ۲۵۶۰/۷۷/۲۱ مورخ ۲۷/۰۱/۱۰ فقهای شورای نگهبان.

^۳ بازارهای مالی که جریان وجوه را در کوتاه مدت (کمتر از یکسال) تسهیل می‌کنند به عنوان بازار پول و آن بازارهایی که جریان وجوه نقد در بلند مدت را تسهیل می‌کنند (اوراق بهادار با سررسید بیش از یکسال) به عنوان بازار سرمایه شناخته می‌شوند (مادورا، ۱۳۸۹، صص ۵-۶) همچنین ر.ک. (فرجی، ۸۱، صص ۴-۶۳).

^۴ به موجب تبصره ۱ ماده ۳ قانون بازار "ریاست شورا با وزیر امور اقتصادی و دارایی خواهد بود."

^۵ یکی از رایج‌ترین انواع اوراق بهادار قابل معامله در بورس لندن در سایت این بورس سهام معرفی شده است (www.londonstockexchange.com)؛

اوراق بهادار تلقی شده‌اند. قانون معاملات ابزارهای مالی (Act on Trading in Financial Instruments) هلند اولین مصداق ورقه بهادار را سهم معرفی می‌کند (بند ۱ ماده ۳). سهم عادی از مهمترین ابزار حقوق مالکانه در تامین سرمایه مورد نیاز شرکت‌ها است. اوراق بهاداری است که دارندگان آن مالکان اصلی شرکت محسوب می‌شوند و از طریق حق رای در کنترل شرکت نقش ایفا می‌کنند. در اصطلاح مالی به حقوق این نوع از سهامداران در شرکت‌ها «حقوق مزاد» (Residual rights)^۱ گفته می‌شود. سهام، انواع آن^۲ و حقوق سهامداران^۳ موضوع بسیاری از تحقیقات حقوقی بوده است^۴ و نیازی به تکرار آنها در این مقاله نیست.

انتقال سهم: انتقال تعهد

مطالعه بسیاری از نظام‌های حقوقی مبین این است که از منظر تاریخی، انتقال سهم از مصادیق انتقال تعهد تلقی شده است. تعداد قابل توجهی از نویسندگان حقوق آلمان در قرن هجده انتقال اوراق بهادار را با واژه انتقال تعهد (assignment) و برخی با مفهوم تبدیل تعهد تحلیل می‌کردند. در حقوق این کشور انتقال تعهد روشی برای انتقال حقوق دینی است و قواعد مربوط به انتقال تعهد نسبت به اموال عینی اعمال نمی‌شود. طبقه‌بندی اوراق بهادار به عنوان دین و انتقال آنها بر اساس مقررات مربوط به انتقال تعهد، این مزیت را داشت که یک مبنای قانونی برای قابلیت انتقال اوراق بهادار فراهم می‌کرد، هرچند در مقابل معایبی نیز داشت. از جمله معایب آن تحلیل این بود که در آلمان، ایفای تعهد در مقابل شخص ناشناس پذیرفته نیست، به علاوه اینکه سند دین فقط در صورتی که نام طلبکار روی آن نوشته شده باشد معتبر است. در ابتدا این دو موضوع مشکلی ایجاد نمی‌کردند چون سهام توسط ناشر به نام شخص معینی صادر می‌شد و سهم با یک نوشته کتبی منتقل می‌گردید اما بعدها این امر برای بازار دشوار به نظر رسید و به سهام بی نام روی آوردند. صدور اوراق بهادار در وجه حامل، موجب نقض قاعده مبنایی انتقال تعهد بود (Micheler, 2007, p.156).

مشکل دیگری که برخی از نویسندگان آلمانی مطرح کردند این بود که با این تعبیر، از خریدار با حسن نیت دین حمایت نمی‌شد. به عبارتی انتقال دین، خریدار را در مقابل ادعاهای مغایری که از انتقالات غیرمجاز ناشی می‌شد، حمایت نمی‌کرد. مشارکت کنندگان بازار یا مجبور

^۱ حقوق مزاد به این معناست که تمام ذینفعان در شرکت در دریافت حقوق و بهره‌مندی از منافع آن نسبت به سهامداران عادی در اولویت قرار دارند (نصیری، ۱۳۸۹، ص ۱۲۳).

^۲ سهم ممتاز و موسس (عیسائی تفرشی، ۱۳۸۶، ص ۷۴)؛ انواع سهام (اسکینی، ۱۳۸۸، ص ۸۳)، (عرفانی، ۱۳۸۱، ص ۴۴).

^۳ در خصوص حقوق و اختیارات وابسته به سهام شرکت‌های سهامی ر.ک. (عیسائی تفرشی، ۱۳۷۸، صص ۱۴-۱۰۸)؛ حقوق و تعهدات ناشی از مالکیت سهام (اسکینی، ۱۳۷۷، صص ۱۰۸-۹۲)؛ حق شرکا در اداره شرکت (کلویانی، ۱۳۸۶، صص ۷-۲۴۳).

^۴ برای مطالعه بیشتر ر.ک. (پاسبان، ۱۳۸۷، صص ۹۲-۲۶۸)، (عیسائی تفرشی، ۱۳۸۱، صص ۴۴-۲۳).

خواهند بود واقعی بودن حق مالکیت فروشنده را بررسی کنند یا قیمت ریسک^۱ انتقالات غیرمجاز را در هر انتقال محاسبه کنند. مورد اخیر قیمتی را که می‌تواند در بازار ثانویه تحصیل شود، کاهش خواهد داد و در مقابل، منجر به کاهش قیمتی که در ابتدا اوراق بهادار به آن قیمت منتشر می‌شود خواهد شد. به منظور حل این ایرادات سه تئوری ارائه شد: «ماهیت ابزار»، «قرارداد» و «انتقال از طریق تبدیل تعهد» (Micheler, 2007, pp. 157-160).

ماهیت ابزار (Nature of the instrument): برخی از نویسندگان حقوقی در اوایل قرن ۱۹ معتقد بودند این واقعیت که اوراق بهادار می‌توانند برای یک متعهدله ناشناخته منتشر شوند و از خریدار با حسن نیت نیز حمایت می‌شود، به دلیل ماهیت منحصر به فرد این اوراق است. نیکلاس تئودور گونر محقق برجسته آلمانی، معتقد بود اوراق بهادار نهاد حقوقی منحصر به فردی هستند. این اوراق ایجاد شده‌اند تا به فعالان بازار اجازه دهند نوع خاصی از دین را آزادانه به گردش در آورند، به خاطر همین ماهیت قانونی منحصر به فرد اوراق است که نام متعهدله بر روی سند کاغذی دین نوشته نمی‌شود. او توضیح داد که اوراق بهادار مشمول قواعد حاکم بر انتقال تعهد نیستند بلکه قواعد خاصی دارند. این قواعد برای این اوراق و به منظور تسهیل گردش و نقل و انتقال آنها ایجاد شده‌اند.

قرارداد: در قرن ۱۹ برخی محققان اعلام کردند که حقوق قراردادهای قواعد خاص حاکم بر اوراق بهادار را توضیح می‌دهد. اوراق بهادار بر مبنای قرارداد خاصی منتشر می‌شوند. در این قرارداد شرطی وجود دارد که گردش اوراق بین شرکت‌کنندگان در بازار را تسهیل می‌کند و تصریح نام متعهدله ضرورت ندارد. همچنین از خریدار با حسن نیت حمایت می‌شود. البته این نظریه با استقبال چندانی مواجه نشد زیرا منتقدان معتقد بودند هیچ شرط صریحی در این خصوص در قراردادهای وجود ندارد و اگر شرط ضمنی نیز وجود داشته باشد، بین ناشر و اولین خریدار است و خریداران بعدی نمی‌توانند از آن منتفع شوند.

انتقال از طریق تبدیل تعهد (Transfer by novation): تئوری مشهور دیگری که در اوایل قرن ۱۹ ظهور کرد بر مبنای این فرض بود که اوراق بهادار معادل مدرن نوعی از قرارداد هستند که در حقوق روم وجود داشت. این نوع قرارداد به صراحت در قانون مدنی ذکر نشده است لیکن به هر حال وجود دارد چراکه حقوق جدید آن را ممنوع نکرده است و بنابراین ممکن است که دین در مقابل متعهدله ناشناس مانند دارنده سند در وجه حامل موجود باشد.

در دکتترین جدید آلمان و اتریش تئوری دیگری نیز توسعه یافت. این نظر ابتدا به وسیله ساوینی مطرح شد. به اعتقاد او استفاده گسترده از اوراق بهادار و نیاز عملی به قابلیت انتقال ساده آنها، حقوق را به سوی شناسایی این واقعیت سوق داده است که این اوراق و انتقال آنها

^۱ ریسک، عدم قطعیتی است که سرمایه‌گذار در به دست آوردن نرخ بازده مورد انتظار با آن روبه‌رو است (اسلامی، ۱۳۸۶، ص ۱۵).

تحت حاکمیت قواعد خاصی هستند. ساوینی پیشنهاد کرد که با پذیرش این موضوع که عرف، حقوق جدیدی بوجود آورده است، می‌توان از اعمال قواعد مربوط به انتقال تعهد در معاملات اوراق بهادار اجتناب کرد. رویه تجاری موجب شده است حقوق روش‌های قانونی جدیدی را برای انتقال تعهدات شناسایی کند. این روش، اسناد کاغذی صادر شده در وجه حامل را برای انتقال تعهدات خاصی مورد استفاده قرار می‌دهد. توسعه این ایده موجب شد در نظریه‌های جدید، اوراق بهادار اموال مادی تلقی شوند که معرف حقوقی‌اند که در آنها عینیت یافته‌اند (Micheler, 2007, pp.160-161).

انتقال سهم، انتقال عین؟

تئوری‌های جدید ارائه شده در حقوق آلمان و اتریش این ایده را بیان می‌کنند که اوراق بهادار به محض انتشار از اموال دینی به اموال عینی تغییر می‌یابند. این استعاره که حقوق در اسناد کاغذی صورت مادی (عینیت) می‌یابند^۱ توضیح می‌دهد که چرا انتقال اوراق بهادار بر مبنای انتقال تعهد صورت نمی‌گیرد بلکه مانند انتقال اموال مادی، از طریق تسلیم دارایی انجام می‌شود (Micheler, 2009, p.14). مطابق این نظر انتقال سهام بانام با رعایت تشریفات قانونی حق نوینی برای انتقال‌گیرنده ایجاد می‌کند که به هیچ عنوان قابل خدشه نیست، حتی اگر انتقال دهنده مالک حقیقی سهم نباشد. البته در صورت سوءنیت انتقال‌گیرنده، مالک حقیقی می‌تواند علیه او دعوای مسئولیت مدنی اقامه کند (صفایی، ۱۳۷۴، ص ۱۵۷). حقوق انگلیس نیز مانند حقوق آلمان مقررات انتقال را توسعه داده است تا از خریداران اوراق بهادار در مقابل ریسک انتقالات غیرمجاز حمایت کند.

فلسفه توسعه تئوری جدید در هر دو نظام حقوقی، می‌تواند این باشد که مقررات مربوط به انتقال، بر قیمتی که فعالان بازار برای اوراق بهادار می‌پردازند و در نتیجه بر وضعیت بازار سرمایه و اقتصاد کشور تأثیرگذار است. آنها ریسک معامله فضولی (Unauthorized transfers) و صدور ناقص (Defective issues) اوراق بهادار را میان خریدار و فروشنده توزیع می‌کنند. اگر فروشنده مجاز به فروش اوراق بهادار نباشد و اگر مالک واقعی اوراق بهادار حق داشته باشد از خریدار تقاضا کند اوراق بهادار را به او بازگرداند، ریسک معامله فضولی به خریدار اختصاص می‌یابد و در مقابل فروشنده فقط از حق دعوای شخصی (Personal claim) و نه حق طرح دعوای مالکانه (Proprietary claim)^۲ برخوردار خواهد بود. به علاوه، اگر حقوق مالی نشأت گرفته از قراردادی که اوراق بهادار ابتدائاً بر مبنای آن صادر شده‌اند وجود دارد و اگر این حقوق مالی در مقابل خریدار لازم‌الاجرا باشند، خریدار به عنوان کسی که ریسک معاملات فضولی را تحمل می‌کند، در نظر

^۱ The rights "materialize" in the paper document.

^۲ در دعوای مالکانه، محکوم‌له در صورت اعسار یا ورشکستگی محکوم‌علیه، نسبت به اموالی که منتقل شده حق اولویت خواهد داشت و برخلاف دعوای شخصی یک جبران خسارت صرف نیست.

گرفته خواهد شد. از اینرو بازار این ریسک را با کاهش دادن قیمتی که اوراق بهادار به آن قیمت معامله می‌شود، پوشش خواهد داد و این تنزیل، قیمت انتشار اوراق بهادار در عرضه‌های اولیه و نتیجتاً دسترسی شرکت به منابع مالی را کاهش می‌دهد (Micheler, 2007, pp. 165-181).

نظریه مرسوم در حقوق ایران

در حقوق ایران شکی در وجود «حق انتقال سهم» به عنوان یکی از حقوق مالی سهامدار وجود ندارد^۱ لیکن در خصوص اینکه موضوع این انتقال دین است یا عین و نتیجتاً انتقال تابع تبدیل یا انتقال تعهد است یا تابع انتقال اموال، موضع‌گیری صریحی در بین حقوقدانان وجود ندارد. برخی از حقوقدانان با اشاره به مفاد لایحه اصلاحی قانون تجارت مصوب ۱۳۴۷ در خصوص انتقال سهام با نام و بی‌نام صرفاً به ترتیبات لازم برای انتقال اشاره می‌کنند^۲ و در خصوص ماهیت نقل و انتقال عقیده‌ای ابراز نمی‌کنند. برخی دیگر به صورت محدود نظراتی را بیان کرده‌اند که به اهم آنها به شرح زیر اشاره می‌شود:

بعضی معتقدند از آنجا که "حق شریک در شرکت‌های سهامی حق عینی نیست، به عنوان یک نتیجه می‌توان گفت که انتقال سهام به شکل انتقال مالکیت عین امکان‌پذیر نمی‌باشد" (عیسائی تفرشی، ۱۳۸۱، ص ۳۴) و در ادامه معتقدند "عقد صلح می‌تواند گره‌گشا باشد" بدون اینکه مبنای این تحلیل را توضیح دهند. برخی دیگر را عقیده بر این است که حق مالکیت بر سهام حق عینی است که به مال معینی یعنی سهم تعلق می‌گیرد و بنابراین نقل و انتقال سهام را خرید و فروش اموال می‌دانند نه انتقال تعهد (ستوده تهرانی، ۱۳۸۸، صص ۷۱-۷۰). برخی با اذعان به اینکه نباید سهام را در زمره اعیان آورد بیان می‌کنند "با وجود این، قانون تجارت و لایحه اصلاحی ۲۴ اسفند ۱۳۴۷ انتقال سهام را بارها فروش نامیده است" (کاتوزیان، ۱۳۸۴، ص ۳۰۸). یکی از اساتید در بحث از قانون حاکم بر انتقال سهام با نام، ضمن نقل نظریات کلاسیک (انتقال طلب، تبدیل تعهد و تعهد به نفع شخص ثالث) و تئوری‌های نوین در خصوص ماهیت انتقال سهام، عقیده خود را در خصوص ماهیت انتقال سهام در حقوق ایران ارائه نکرده و صرفاً با مفروض قرار دادن هر یک از تئوری‌ها، قانون حاکم را تعیین نموده‌اند (صفایی، ۱۳۷۴، صص ۹-۱۵۶).

نقد نظریه مرسوم

در حقوق ایران، انتقال سهم پذیرفته شده در بورس قطعاً مصداق تبدیل تعهد نیست چراکه تبدیل تعهد از اسباب سقوط تعهد است نه انتقال تعهد و لازمه آن سقوط تعهد پیشین و ایجاد تعهدی جدید است. علاوه بر آن در این تحول مدیون (شرکت) نیز نقش مهمی دارد زیرا او با

^۱ یکی از خصایص بارز سهم این است که قابل انتقال است. (اسکینی، ۱۳۸۸، ص ۱۰۲)؛ یکی از مصادیق حقوق مالی سهم، حق انتقال است (عیسائی تفرشی، ۱۳۷۷، ص ۱۰۸) همچنین ر.ک (ستوده، ۱۳۸۸، ص ۱۳۶).
^۲ برای دیدن نظر این حقوقدانان ر.ک. (اسکینی، ۱۳۸۸، ص ۱۰۲)، (توکلی کرمانی، ۱۳۸۰، صص ۱۸۰-۱۷۹).

طلبکار جدید وارد رابطه تازه‌ای می‌شود، در حالیکه در بورس اوراق بهادار، شرکت پذیرفته شده، هیچ نقشی در نقل و انتقال سهم ندارد. انتقال تعهد نظریه‌ای است که به واقعیت انتقال سهام نزدیک‌تر است. البته می‌دانیم که در انتقال تعهد باید بین انتقال دین و طلب تفکیک قائل شویم، چه انتقال طلب در قالب یکی از قراردادهای با نام یا به تراضی پذیرفته شده است در حالیکه انتقال دین ویژه عقد ضمان و حواله است (کاتوزیان، ۱۳۸۶ (ب)، ص ۲۴۷). اما آیا سهم یک طلب است؟ ظاهراً حقوقدانانی که آن را طلب شناسایی کرده‌اند سهم را طلب سهامدار از شرکت می‌دانند اما این طلب ناظر به چیست؟ قاعدتاً بر اساس این نظریه باید یکی از مفروضات زیر را در نظر بگیریم: تعهد شرکت به پرداخت سود در پایان سال مالی. این تعهد، تعهد احتمالی است چراکه ممکن است سودی در پایان سال مالی شناسایی نشود.

حق سهامداران بر دارایی شرکت و مبلغ اسمی سهام. این حق نیز طلب موجود تلقی نمی‌شود چراکه این حق پس از انحلال شرکت و در مدت تصفیه ایجاد می‌شود و در زمانی که شرکت در حال فعالیت است و مشمول هیچیک از بندهای ماده ۱۹۹ لایحه اصلاحی قرار نگرفته است سبب و مقتضی چنین طلبی ایجاد نشده است و بنابراین قابل انتقال نمی‌باشد.^۱

بنابه مراتب فوق به نظر می‌رسد انتقال سهم مصداق انتقال یا تبدیل تعهد نیست.

سهم: حق عینی یا دینی؟

در خصوص اینکه سهم یک حق مالی^۲ است تردیدی نباید کرد^۳، اما سؤالی که باید به آن پاسخ داد این است که آیا این حق یک حق عینی است یا دینی^۴؟ حق عینی سلطه‌ای است که مالی را به طور کامل یا ناقص در اختیار شخصی قرار می‌دهد و از رابطه مستقیم و قابل استناد در برابر هر شخص دیگر ناشی می‌شود، در حالیکه حق دینی حقی است که شخص بر دیگری پیدا می‌کند و می‌تواند از او انتقال و تسلیم مال یا انجام دادن کاری را بخواهد (کاتوزیان، ۱۳۸۶ (ب)، صص ۵-۲۴).

ماهیت حقوقی اوراق بهادار به ویژه سهم در حقوق آلمان و اتریش موضوع مباحث عمیق بوده است. این بحث با ظهور اوراق بهادار در اوائل نیمه قرن ۱۸ آغاز شد و صد سال بعد در اواخر

^۱ در خصوص انتقال رابطه حقوقی پیش از استقرار طلب یا به عبارتی انتقال طلب معلق قانون مدنی حکم صریحی ندارد. حقوقدانان نیز در این خصوص اختلاف نظر دارند. برای ملاحظه نظر دکتر کاتوزیان ر.ک. (کاتوزیان، ۱۳۸۶ (ب)، صص ۷-۲۵۶).

^۲ "حق مالی امتیازی است که... از ارکان دارایی محسوب می‌شود و در زمره اموال می‌آید" (کاتوزیان، ۱۳۸۶ (الف)، ص ۱۲). قابلیت مبادله حقوق مالی با پول سبب می‌شود که حق مالی اصولاً انتقال پذیر باشد (عیسائی تفرشی، ۱۳۷۸، ص ۱۰۰).

^۳ دکتر جعفری لنگرودی معتقدند "سهم مال نیست چرا که هر چه حاکمی از واقعیتی باشد آن واقعیت مال است نه آن حاکمی." (جعفری لنگرودی، ۱۳۶۸، ص ۴۲).

^۴ ممکن است این سوال مطرح شود که آیا تعهدات نیز در زمره حقوق مالی تلقی می‌شوند؟ نظر نویسندگان همسو با نظر استاد کاتوزیان است: "در حقوق کنونی و به ویژه نظریه عمومی تعهد، آنرا [تعهد] در شمار یکی از عناصر دارایی می‌آورند و به عنوان مال مطالعه می‌کنند" (کاتوزیان (ب)، ۱۳۸۶، ص ۲۲).

قرن ۱۹ با تصویب قانون مدنی آلمان پایان یافت. به موجب نظریه اولیه در این دو کشور هر چند اوراق سهام به صورت اسناد کاغذی صادر می‌شدند اما به عنوان اموال عینی طبقه‌بندی نمی‌گردیدند و در بسیاری از تحقیقات حقوقی به عنوان «دین» یا «تعهد (Obligations)» که غیر عینی هستند، تقسیم‌بندی می‌شدند. از اواسط قرن ۱۹ کلمه «wertpapier» در حقوق آلمان و اتریش رواج پیدا کرد که به سند کاغذی ورقه‌بهدار اشاره می‌کرد که با هدف انتقال، از آن استفاده می‌شد و از آن پس در حقوق جدید، اوراق‌بهدار به عنوان اموال عینی طبقه‌بندی می‌شوند (Micheler, 2007, pp. 150-1).

گونر محقق آلمانی اوراق‌بهدار را به عنوان اموال عینی طبقه‌بندی نکرد و آنها را به عنوان مقوله قانونی جدید و مستقلی که موضوع مقررات خاصی است معرفی نمود. دیدگاه گونر تأثیر قابل ملاحظه‌ای بر نوشته‌های حقوقی زمان خود داشت. در میان محققانی که روش گونر را دنبال کردند، نوشته‌های اسکام (Schumm) اهمیت ویژه‌ای دارند. او این دیدگاه را که اوراق‌بهدار اموال عینی هستند رد کرد و معتقد بود که صرف وجود اسناد کاغذی که برای انتقال اوراق‌بهدار مورد استفاده قرار می‌گیرند، برای توجیه وجود مقررات خاصی که بر انتقال اوراق‌بهدار حاکم باشد، کافی نیست. علاوه بر گونر، این نظریه در حقوق انگلیس، اگرچه دیر هنگام، در ارتباط با برات و سفته نیز ظهور کرد (Micheler, 2009, p. 13). نظریه بنیادین جدید در حقوق آلمان این است که اوراق‌بهدار، اسنادی کاغذی از یک نوع خاص هستند. حقوق مربوط به این اسناد کاغذی در سند منعکس شده است و بنابراین می‌تواند بر طبق مقررات حاکم بر حقوق عینی انتقال داده شود.

نظریه‌های رایج درباره ماهیت حقوقی سهام در ایران

در ایران در هیچ‌یک از قوانین ماهیت سهم مشخص نشده است و صرفاً در ماده ۲۴ لایحه اصلاحی قانون تجارت به تعریف سهم پرداخته شده است: "سهم قسمتی است از سرمایه شرکت سهامی که مشخص میزان مشارکت و تعهدات و منافع صاحب آن در شرکت سهامی می‌باشد. ورقه سهم سند قابل معامله‌ای است که نماینده تعداد سهامی است که صاحب آن در شرکت سهامی دارد."

با استناد به این ماده حقوقدانان در ایران نظرات مختلفی را در خصوص ماهیت سهم ارائه کرده‌اند: برخی سهم را دین تلقی کرده‌اند؛ سهم را طلب شریک از شرکت می‌دانند (عیسائی تفرشی، ۱۳۸۳، ص ۴۸). برخی دیگر نیز رابطه بین شرکت تجاری و شرکا را یک رابطه حقوق دینی می‌دانند (به نقل از عیسائی تفرشی، ۱۳۷۷، ص ۱۰۳). یکی از اساتید به صراحت اسناد با نام از جمله سهام با نام شرکت‌ها را جزء دیون محسوب می‌کنند (الماسی، ۱۳۶۸، صص ۵-۱۹۴).

بسیاری دیگر در خصوص ماهیت سهم نظری نداده‌اند و به اعلام منقول بودن آن اکتفا کرده و معتقدند که سهام را مانند هر مال منقول دیگری می‌توان به رهن گذاشت (عرفانی، ۱۳۶۹، ص ۷۵؛

کاتبی، ۱۳۷۵، ص ۳۷). بنابراین قاعده‌تاً با توجه به صراحت ماده ۷۷۴ قانون مدنی^۱ آن را دین تلقی نکرده‌اند. برخی نیز سهام شرکت‌های تجاری را در زمره اموال منقول غیرمادی دانسته‌اند (اخلاقی، ۱۳۶۸، ص ۱۹).

بعضی از حقوقدانان معتقدند حقوق سهامداران نه کاملاً با حق عینی مطابقت دارد و نه با حق دینی و حقی خاص است. دکتر کاتوزیان در این خصوص حقی که شریکان در شرکت‌های تجاری دارند را با ساختمان هیچ‌یک از حقوق عینی و دینی یکسان نمی‌دانند (کاتوزیان، ۱۳۷۶، ص ۳۰۸). در اثر قرارداد حقوق عینی شرکا بر سرمایه تبدیل به حق خاصی می‌شود که موضوع آن درآمد مربوط به منافع سالانه است (کاتوزیان، ۱۳۸۶(الف)، ص ۶۰). برخی دیگر نیز قائلند که حق شرکا حق خاصی است. لکن این حق منحصر به مطالبه سود و تملک باقیمانده سرمایه پس از انحلال نیست زیرا صاحب سهم حق دیگری نیز دارد: حق فروش سهم (عیسائی تفرشی، ۱۳۷۸، ص ۱۰۸). ایشان در معتقدند برخی از حقوق پیش‌بینی شده برای سهامدار طبیعت خاص و ویژه خود را دارد (عیسائی تفرشی، ۱۳۸۱، صص ۵-۴). در حقوق فعلی ایران، صرفاً در شرکت مدنی حق عینی هریک از شرکا نسبت به آورده خود به یک حق عینی نسبت به کل دارایی شرکت به نحو مشاع تبدیل می‌شود (عیسائی تفرشی، ۱۳۸۶، ص ۱۲).

در یک نظر که نظر نویسندگان این مقاله به آن نزدیک‌تر است، ماهیت سهم عین عنوان شده است. دکتر ستوده تهرانی برای سهام دو معنا قائلند؛ یکی حقوقی که شریک در شرکت دارد و دیگری برگ بهاداری است که نه تنها حق شرکاء را تأیید می‌کند بلکه نماینده و بیانگر حق مذکور می‌باشد. ایشان در تبیین ماهیت حقوق سهامداران با تفکیک سهم و ورقه سهم، معتقدند حقی که به سهام تعلق می‌گیرد با خود سهم ادغام شده و مالکیت سهم به صاحب آن حقوقی را که به سهام تعلق می‌گیرد اعطا می‌کند. در نتیجه حق مالکیت بر سهام دیگر حقی دینی تلقی نشده و حق عینی می‌باشد که به مال معینی یعنی سهم تعلق می‌گیرد (ستوده تهرانی، ۱۳۸۸، ص ۷۱).
نظر برگزیده

هیچ‌یک از نظرات ارائه شده توسط حقوقدانان به طور مطلق قابل رد یا تأیید نیستند. به نظر می‌رسد دیدگاه مناسب‌تر این است که این اوراق یک طبقه‌بندی قانونی خاص درباره حقوق مربوط به خود ایجاد می‌کنند و حقوق ناشی از سهام را باید در دو مرحله طبقه‌بندی کرد: ۱- در مقابل ناشر آن یعنی شرکت سهامی عام و ۲- در مقابل اشخاص ثالث و انتقال‌گیرندگان آن. حقوق عالم اعتبارات است. این قابلیت حقوق و اعتبار دادن به شخصیت حقوقی این امکان را فراهم می‌کند که سهم که زائیده حقوق قراردادهاست و در ابتدا یک حق ناشی از قرارداد و تعهد تلقی می‌شود، پس از ایجاد با انعکاس حقوق آن در ورقه بهادار به یک دارایی عینی

^۱ ماده ۷۷۴ قانون مدنی: "مال مرهون باید عین معین باشد و رهن دین و منفعت باطل است."

تبدیل شود. به عبارتی همانگونه که شرکت پس از ایجاد دارای شخصیت حقوقی جدای از کسانی می‌شود که آن را به وجود آورده‌اند سهم نیز مفهوم حقوقی است که به اعتبار مفهوم شرکت ایجاد می‌شود و پس از ایجاد از قرارداد منشاء شکل‌گیری خود متمایز می‌شود. در دنیای امروز سرعت و اعتماد پایه همه معاملات در بورس است. هدف حقوقدانان در این حوزه باید این باشد تا با همراهی بازار مالی شرایطی فراهم کنند تا معامله مورد نظر سرمایه‌گذاران ساده و سریع انجام شود و سرمایه اشخاص به خطر نیفتد. بسیاری از سرمایه‌گذاران ریسک‌گریزند و سرمایه‌گذاران ریسک‌پذیر نیز تحمل پذیرش ریسک‌های حقوقی بازار سرمایه را ندارند. لازمه این امر پیش‌بینی قالب‌های ساده و قابل اطمینان است. این نیاز موجب شده تا برخی تعهدات چنان با سند آمیخته شوند که عرف داد و ستد در بورس آن را یک واقعیت بداند "سند را انتقال دهد و صورت جای معنی را گیرد و مرحله ثبوت و اثبات را مخلوط کند" (کاتوزیان، ۱۳۸۶ (ب)، ص ۲۷۲).

بنابراین سهم در مقابل شرکت یک حق ناشی از قرارداد بین سهامداران است. اثر این قرارداد وابسته به تراضی طرفین (مفاد اساسنامه) و احکامی است که قانونگذار مقرر می‌دارد. در حوزه شرکت‌ها به دلیل اقتضائات بازارهای مالی و نظم عمومی اقتصادی، کفه ترازو در سمت قانونگذار سنگین‌تر از توافقات قراردادی است. تعهدات ناشی از قانون و قرارداد شرکت را ملزم به ایفای تعهدات خاصی می‌کند همچون تقسیم سود و افشای اطلاعات. لذا الزام به افشای اطلاعات صرفاً ناشی از نظریه‌های مربوط به کارایی بازار نیست بلکه تعهدی است که در وهله اول ناشر در مقابل سهامدار خود به تبع حق دینی موجود بر عهده دارد و سپس این تعهد به دلیل وظایف اجتماعی ناشر در مقابل جامعه و سایر سرمایه‌گذاران اهمیت بیشتری می‌یابد. سهم در مقابل انتقال‌گیرنده و سایر اشخاص یک عین است.

اعتقاد ما بر این است که ماهیت ورقه سهام با نام که با این تعبیر یک ورقه‌بهدار است از نمایندگی سهام فراتر می‌رود. ورقه سهام، ورقه‌ای است که حقوق مربوط به سهام در آن منعکس شده است و بنابراین می‌تواند برطبق مقررات حاکم بر اموال عینی انتقال داده شود. لذا اگر ورقه سهم انتقال داده شود، خریدار نه تنها مالکیت سند را بدست می‌آورد، بلکه نسبت به تمامی حقوق مربوط به سند محق می‌شود. سندی که به ورقه‌بهدار ارتباط دارد، دربردارنده یک حق با ارزش است. حقوق به سند اوراق‌بهدار مربوط می‌شود و با سند ادغام می‌شود و سند را یک دارایی عینی می‌سازد. از اینرو تمام آثار یک حق عینی که کاملترین آن حق مالکیت است به ورقه‌بهدار تعلق می‌گیرد.

البته باید به این نکته توجه داشت که پذیرش سهام در بورس، موجب می‌شود الزامات خاص حاکم بر بورس و نظم عمومی حاکم بر آن همچنین عرف تجاری رایج در این بازار، برخی آثار این حق عینی را محدود کنند. قوانین مختلف، عرف تجاری در بورس و اقتضائات بازار سرمایه امروز نیز این تحلیل را تأیید می‌کنند.

الف- در قوانین مختلف نقل و انتقال اوراق بهادار یا سهام، خرید و فروش تلقی شده است: مطالعه مواد لایحه اصلاحی قانون تجارت ۱۳۴۷ مبین این امر است که در مواد متعددی به فروش سهم اشاره شده است که به برخی^۱ از آنها به صورت نمونه اشاره می‌کنیم: ماده ۳۴ "کسی که تعهد اکتیو سهمی را نموده ...؛ ماده ۳۵ "... شرکت اینگونه سهام را به فروش خواهد رسانید...؛ ماده ۱۶۶ "در خرید سهام جدید...". مفاد مواد ۱۱۴ لغایت ۱۱۷ این قانون در خصوص سهام وثیقه مدیران نیز با عنایت به ماده ۷۷۴ قانون مدنی دلالت بر این دارد که سهم شرکت سهامی در حکم عین است زیرا رهن دین باطل است و بنابراین نمی‌توان سهام را دین نمی‌تواند به شمار آورد چه قانونگذار به امر باطل حکم نمی‌کند.

در قانون بازار اوراق بهادار ۱۳۸۴ بارها به خرید و فروش اوراق بهادار اشاره شده است: بند ۱۶ ماده ۱ "مشاور سرمایه‌گذاری ... درباره خرید و فروش اوراق بهادار به سرمایه‌گذار مشاوره می‌دهد...؛ بند ۲۷ ماده ۱ در تعریف عرضه خصوصی آن را "فروش مستقیم اوراق بهادار توسط ناشر به سرمایه‌گذاران نهادی" تلقی کرده است.^۲ همچنین در مواد ۵۴ و ۵۵ این قانون به مالکیت سهام اشاره شده است که متضمن عینی بودن سهم است.

قانون اجرای سیاست‌های کلی اصل ۴۴ قانون اساسی مصوب ۱۳۸۶ نیز به تملک سهام اشاره کرده است. ماده ۵ این قانون در بحث از نصاب مالکیت سهام در بانک‌های غیردولتی صراحتاً عبارت «سقف مجاز تملک سهام» را به کار برده است.

قانونگذار در قانون توسعه ابزارها و نهادهای مالی جدید مصوب ۱۳۸۸ نیز به خرید و فروش سهم اشاره کرده است. در تعریف سهام شناور آزاد در بورس، آن‌ها بخشی از سهام شرکت معرفی شده‌اند که دارندگان آن همواره آماده عرضه و فروش آن سهام می‌باشند (بند ب ماده ۱).^۳

در تبصره ۱ ماده ۱۴۳ قانون مالیات‌های مستقیم مصوب سال ۱۳۸۱ نیز عبارات «ارزش فروش سهام [در بورس]» و «مبلغ فروش سهام [در بورس]» ملاحظه می‌شوند.

علاوه بر تصریح قانونگذار، بررسی عرف و رویه تجاری حاکم بر بازار سرمایه که در برخی موارد عیناً در مقررات مصوب شورایی بورس و سازمان بورس و اوراق بهادار منعکس شده‌اند نیز، تأیید می‌کنند که فعالان این بازار، عملاً با سهم به عنوان یک عین برخورد می‌کنند و تاکنون رویه قضایی نیز با آن مخالفتی نداشته است.^۴ امکان توثیق سهام شرکت‌های پذیرفته شده در

^۱ همچنین می‌توانید به متن مواد ۲۱، ۳۶، ۳۷، ۳۸، ۴۵، ۴۶، ۱۶۷، ۱۷۱، ۱۷۲، ۱۷۸ و ۱۸۱ لایحه مراجعه نمایید.

^۲ برای مطالعه سایر مواد مرتبط ر.ک: ماده ۱ (بندهای ۲۶، ۲۸ و ۲۹)، تبصره ۲ ماده ۲۳، تبصره ۲ ماده ۴۳.

^۳ همچنین ر.ک. ماده ۷.

^۴ در رای صادره توسط شعبه ۱۹ مجتمع قضایی شهیدبهبشتی در سال ۸۸ در خصوص پرونده شرکت فولاد خوزستان صراحتاً معامله سهام «بیع» عنوان شده است و تمام رویه‌های موجود در خصوص معاملات عمده سهام پذیرفته شده‌اند. به

بورس که از سالهای گذشته در بازار سرمایه رواج داشته و اخیراً به موجب «دستورالعمل توثیق اوراق بهادار» مصوب ۱۳۸۹/۳/۲۹ سازمان بورس نظام‌مند شده است یکی از این موارد است. رواج توثیق سهام با نام در بازار سرمایه به منظور تامین مالی از جمله اخذ وام از بانک‌ها یا انتشار اختیار فروش سهام تبعی^۱ درحالی است که بسیاری از حقوق‌دانان توثیق سهام با نام را صحیح نمی‌دانند. امکان توثیق سهام با نام و عدم وجود هرگونه تردید در این خصوص در بین فعالان بازار، نشان می‌دهد که از منظر آنها بین سند و موضوع آن یگانگی کامل وجود دارد^۲ و طرز تلقی حقوق‌دانان با عرف حاکم بر بازار متفاوت است^۳. امکان فروش استقراضی سهام با نام در بورس‌ها (که البته هنوز در بورس تهران فراهم نشده است) نیز دلیل دیگری بر این موضوع است. Short selling که در اصطلاح متخصصان مالی فروش استقراضی سهام عنوان می‌شود روشی است که در آن ابتدا سرمایه‌گذار اوراق بهادار را از شخص دیگری قرض می‌کند و آن را به فروش می‌رساند و پس از مدتی اوراق بهادار موردنظر را خریداری می‌کند و قرض خود را بازپس می‌دهد (Bris, 2008, p. 1). اقتضات بازار سرمایه که با ورود تکنولوژی و تحولات فرایند معاملات همراه بوده است نیز به گونه‌ای است که خلاف تصور حقوق‌دانان در خصوص سهام با نام، که معتقد هستند عرف بین سند و حق مبنایی آن یگانگی قائل نیست، را ثابت می‌کند. تحولات بازار سرمایه در مقایسه عمر کوتاه بورس در ایران بسیار سریع بوده است چنانکه حقوق در این مدت نتوانسته است خود را با این تغییرات سازگار کند و یا راه‌حل‌های متناسب با آن ارائه دهد. علاوه بر سرعت تغییرات تکنولوژی، از آنجا که اغلب رویه‌ها و مقررات در بازار سرمایه ایران به تقلید از بورس‌های توسعه یافته که عمدتاً دارای نظام حقوقی کامن‌لا هستند شکل گرفته است بعضاً فاصله زیادی بین حقوق ایران و رویه‌ها و مقررات بازار سرمایه ملاحظه می‌شود.

از اینرو در حالی که در بورس پس از جنگ فرایند ثبت معاملات به نام خریدار ۲ تا ۳ ماه به طول می‌انجامد امروز این اتفاق در لحظه صورت می‌گیرد. از سویی عملیات تسویه وجوه (ثمن

علاوه اجرای احکام دادگاه‌ها تاکنون ایرادی به شیوه فروش سهام وثیقه شده نداشته‌اند. ضمناً آرای صادره توسط هیئت داورى موضوع ماده ۳۶ قانون بازار اوراق بهادار نیز که ماهیتاً از مصادیق داوری نیست و نوعی رسیدگی قضایی است این ادعا را تایید می‌کنند. این آرا به صورت دوره‌ای توسط سازمان بورس و اوراق بهادار منتشر می‌شوند.

^۱ ماده ۲ دستورالعمل عرضه اختیار فروش تبعی برای سهام شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران مقرر می‌کند: «عرضه‌کننده درخواست مجوز عرضه اوراق اختیار فروش تبعی را همراه با مدارک و مستندات زیر از طریق کارگزار عرضه‌کننده به بورس ارائه می‌نماید: ۱- اطلاعیه عرضه و ۲- فرم تعهد تسویه در تاریخ اعمال به همراه فرم درخواست توثیق سهام و ...».

^۲ دکتر کاتوزیان صرفاً توثیق سهام بی‌نام را صحیح می‌داند. برای ملاحظه نظر ایشان ر.ک. (کاتوزیان، ۱۳۸۵، صص ۱-۵۴۰).
^۳ از آنجا که ادعای مبنای اسناد در داخل آنها تجلی یافته است به عنوان مال قابل تصرف و مادی محسوب شده و این امکان برای بازار فراهم آمده است تا از آثار قابل تصرف بودن آنها استفاده کند. سه اثر مهم این امر عبارتند از توثیق، قابلیت انتقال و معامله و واگذاری امانی (Benjamin, 2007, p.335).

معامله) بین کارگزاران به صورت مستقیم انجام می‌شد و با توجه به کندی فرایند معاملات و تعداد کم شرکت‌های پذیرفته شده در بورس حجم معاملات در حدود ۲۰۰ تا ۳۰۰ میلیون تومان بود. در بازارهای مالی جدید، اوراق بهادار اغلب به صورت غیر مستقیم (Indirect holding system)^۱ و توسط واسطه‌ها در حساب‌های سرمایه مشترک (Pooled account)^۲ یا حساب آتی (Omnibus account) برای مشتریان نگهداری می‌شوند. در ایران این اقدام برای اوراق بهادار پذیرفته شده در بورس از جمله سهام با نام شرکت‌های سهامی عام پذیرفته شده توسط شرکت سپرده‌گذاری مرکزی^۳ تحت عنوان سپرده‌گذاری^۴ انجام می‌شود و اطلاعات خریداران و فروشندگان در سامانه الکترونیکی^۵ این شرکت ثبت می‌شود. بررسی ماهیت تحولات پیش‌گفته مبین این است که، همه این امور ممکن نیست مگر در فرض اینکه سهام را عین تلقی کنیم.

نتیجه

پررنگ شدن نقش بورس در اقتصاد و وابستگی شرکت‌ها برای تامین مالی در این بازار که در بسیاری از موارد از تامین مالی از بانک و سایر شیوه‌ها کم هزینه‌تر و آسان‌تر می‌باشد نیاز به تحولات حقوق در این حوزه را افزایش می‌دهد زیرا هر نارسایی حقوقی اثرات زیان‌باری برای شرکت‌ها و سرمایه‌گذاران خواهد داشت. به علاوه قانون‌گذار نه تنها با این چالش مواجه است که قوانین موجود اوراق بهادار باید به گونه‌ای تنظیم شوند که پیشرفت‌های بازارهای مالی را ملحوظ دارند بلکه همچنین هرگونه قانونگذاری جدید باید با سیستم سنتی حقوق منطبق گردد. اوراق بهادار و ابزارهای بازار سرمایه نهادهای حقوقی بالنسبه جدیدی در نظام حقوقی ما هستند و تبیین حقوق حاکم بر آنها امری چالش برانگیز است. حقوق این موضوع را پذیرفته است که رویه تجاری اسنادی را بوجود آورده که بدون اینکه موضوع ادعاهای مغایر قرار گیرند، آزادانه به گردش در می‌آیند. سهم با حقوق قراردادهای آغاز شده و با حقوق اموال ادامه می‌یابد. سهم به عنوان دارایی، با ساختار سنتی حقوق اموال منطبق است. این سند که نماینده‌ی حقوق بنیادین در اوراق بهادار است، حقوق را منحصر به دارایی می‌کند و آن را با ساختار حقوق اموال منطبق می‌سازد. این

^۱ برای مطالعه بیشتر در خصوص این موضوع ر.ک (Johansson, 2009) (Trueba, 2007).

^۲ ترکیب دارایی‌های سرمایه‌گذاران متعدد در یک حساب و سرمایه‌گذاری به عنوان یک شخصیت واحد.

^۳ "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." (بند ۷ ماده ۱ قانون بازار اوراق بهادار).

^۴ "سپرده‌گذاری: عملیاتی است که طی آن تمام یا قسمتی از اوراق بهاداری که در پایگاه داده‌ها به ثبت رسیده است، قابلیت معامله در بورس یا فرابورس را خواهند یافت." (بند ج ماده ۱ «دستورالعمل ثبت، سپرده‌گذاری، تسویه و پایایی»).

^۵ "پایگاه داده‌ها: سامانه‌ای است شامل اطلاعات مورد نیاز درخصوص ناشران اوراق بهادار، اعضاء، مالکان اوراق بهادار و هرگونه اطلاعات مربوط به مالکیت اوراق بهادار" (بند ی ماده ۱ دستورالعمل ثبت، سپرده‌گذاری).

ماهیت خاص اینگونه اسناد است که اعمال رژیم خاص حقوق اموال را توجیه می‌کند و نه مادی بودن اسناد کاغذی که برای انتقال این اسناد بکار می‌رود. با اعطای حقوق ناشی از دارایی‌های بنیادین به سند، سهم به‌سادگی قابل نگهداری بوده و مورد معامله واقع می‌شود. همچنین این سند به‌سادگی شناسایی می‌شود. ایجاد سهام به‌عنوان حامل حقوق، به‌نوعی انطباق شرکت‌های با مسئولیت محدود با سیستم حقوق اموال موجود است.

سهم در مقابل شرکت یک حق ناشی از قرارداد بین سهامداران است اما در مقابل سهامداران و اشخاص ثالث در زمره اعیان است. سندی که به ورقه سهم ارتباط دارد، دربردارنده یک حق با ارزش است. حقوق به سند اوراق‌بهدار مربوط می‌شود و با سند ادغام می‌شود و سند را یک دارایی عینی می‌سازد. از اینرو تمام آثار یک حق عینی که کاملترین آن حق مالکیت است به ورقه‌بهدار تعلق می‌گیرد. پذیرش سهام در بورس نیز خصوصیتی به این ورقه‌بهدار اعطا می‌کند که آنرا از تعهدات دورتر کرده و به اعیان نزدیکتر می‌کند. با این تعبیر ورقه سهم بر تعریف ارائه شده در بند ۲۴ ماده ۱ قانون بازار منطبق است چراکه این ورقه، مستندی متضمن حقوق مالی قابل نقل‌وانتقال برای مالک عین آن است؛ همچنین انتقال سهم انتقال عین است نه انتقال تعهد. برخی از نتایج این تحلیل با توجه به امتیازهای حق عینی بر طلب به شرح زیر است:

صاحب حق عینی می‌تواند آنرا به طور مستقیم اعمال کند و به عبارتی وی دارای حق تعقیب است ولی حق دینی این امتیاز را ندارد. بنابراین در معاملات فضولی سهام، مالک می‌تواند علیه متصرف نهایی سهام طرح دعوی بکند.

انتقال حق عینی بدون نیاز به اذن دیگری امکان دارد ولی انتقال دین جز با رضای بدهکار ممکن نیست. بنابراین برای انتقال سهم پذیرفته شده در بورس مالک نیاز به اخذ اذن دیگری ندارد. از آنجا که سهم قابل پذیرش در بورس صرفاً سهام با نام شرکت‌های پذیرفته شده در بورس هستند انتقال سهم هیچگاه نمی‌تواند منوط به اجازه مدیران شرکت یا اکثریتی از سهامداران باشد.^۱ بسیاری از اعمال حقوقی رایج در بازارهای سرمایه همچون فروش استقراضی سهام، وقف سهام و توثیق سهام با نظام حقوقی ما منطبق هستند و فعالان بازار، امکان استفاده از آنها را بدون دغدغه ریسک حقوقی در اختیار دارند.

منابع و مأخذ

الف. فارسی

اخلاقی، بهروز (۱۳۶۸)، "بجشی پیرامون توثیق اسناد تجاری"، مجله دانشکده حقوق و علوم سیاسی، شماره ۲۴، صص ۴۴-۸.

^۱ این امکان در شرکت‌های سهامی خاص با استناد به مفهوم ماده ۴۱ لایحه اصلاحی وجود دارد.

- اسکینی، ربیعا (۱۳۸۸)، *حقوق تجارت: شرکت های تجاری*، جلد دوم، چاپ دوازدهم، تهران: سازمان مطالعه و تدوین کتب علوم انسانی.
- اسلامی بیدگلی، غلامرضا و هبیتی، فرشاد و رهنمای رودپشتی، فریدون (۱۳۸۶)، *تجزیه و تحلیل سرمایه گذاری و مدیریت سبد اوراق بهادار*، چاپ دوم، تهران: پژوهشکده امور اقتصادی.
- الماسی، نجادعلی (۱۳۸۹)، *تعارض قوانین*، چاپ نوزدهم، تهران: مرکز نشر دانشگاهی.
- پاسبان، محمدرضا (۱۳۸۷)، *حقوق شرکت های تجاری*، چاپ سوم، تهران: سمت.
- توکلی کرمانی، سعید (۱۳۸۰)، *انتقال تعهد*، چاپ اول، تهران: انتشارات دانشور.
- راعی، رضا و سعیدی، علی (۱۳۸۵)، *مبانی مهندسی مالی و مدیریت ریسک*، چاپ دوم، تهران: سمت.
- ستوده تهرانی، حسن (۱۳۸۸)، *حقوق تجارت*، جلد دوم، چاپ سیزدهم، تهران: نشر دادگستر.
- شهیدی، مهدی (۱۳۷۰)، *سقوط تعهدات*، چاپ دوم، تهران: مرکز چاپ و انتشارات دانشگاه شهیدبهبشتی.
- صفایی، سید حسن (۱۳۷۴)، *مباحثی از حقوق بین الملل خصوصی*، چاپ اول، تهران: نشر میزان.
- صقری، محمد (۱۳۹۰)، *حقوق بازرگانی شرکت ها*، چاپ اول، تهران: شرکت سهامی انتشار.
- عرفانی، محمود (۱۳۸۱)، *حقوق تجارت*، جلد دوم، چاپ اول، تهران: میزان.
- عیسائی تفرشی، محمد (۱۳۸۶)، *مباحثی تحلیلی از حقوق شرکتهای تجاری*، جلد دوم، چاپ اول، تهران: دفتر نشر آثار علمی دانشگاه تربیت مدرس.
- _____ (۱۳۷۸)، *مباحثی تحلیلی از حقوق شرکت های تجاری*، چاپ اول، تهران: دانشگاه تربیت مدرس.
- _____ و سکوتی نسیمی، رضا (۱۳۸۳)، "بیع سهام شرکت های سهامی"، *مجله علوم اجتماعی و انسانی شیراز*، دوره ۲۱، شماره ۲، صص ۳۵-۵۸.
- _____ و شعاریان ستاری ابراهیم (۱۳۸۱)، "سهام و حقوق ناشی از آن در شرکت های سهامی"، *مجله پژوهش حقوق و سیاست*، شماره ۷، صص ۲۱-۴۷.
- فرجی، یوسف (۱۳۸۱)، *آشنایی با ابزارها و نهادهای پولی و مالی*، چاپ اول، تهران: موسسه عالی بانکداری ایران.
- کاتبی، حسینقلی (۱۳۷۲)، *حقوق تجارت*، چاپ ششم، تهران: گنج دانش.
- کاتوزیان، ناصر (۱۳۸۴)، *عقود معین*، جلد اول، چاپ نهم، تهران: شرکت سهامی انتشار.
- _____ (۱۳۸۵)، *عقود معین*، جلد چهارم، چاپ پنجم، تهران: شرکت سهامی انتشار.
- _____ (الف-۱۳۸۶)، *حقوق مدنی، اموال و مالکیت*، چاپ پانزدهم، تهران: نشر میزان.
- _____ (ب-۱۳۸۶)، *حقوق مدنی، نظریه عمومی تعهدات*، چاپ چهارم، تهران: نشر میزان.
- کاویانی، کوروش (۱۳۸۶)، *حقوق شرکت های تجاری*، چاپ اول، تهران: نشر میزان.
- مادورا، جف (۱۳۸۹)، *نهادهای پولی و مالی*، ترجمه شهرآبادی، ابوالفضل و رحمانی، نیما، چاپ اول، تهران: شرکت اطلاع رسانی و خدمات بورس.
- نصیری، احمد (۱۳۸۹)، *مدیریت سرمایه شرکت ها*، چاپ اول، تهران: دانش پژوهان جوان.

نو، ریموند پی (۱۳۸۰)، *مدیریت مالی*، جلد اول، ترجمه جهانخانی، علی و پارسائیان، علی، چاپ هفتم، تهران: سمت.

دستورالعمل پذیرش اوراق بهادار در بورس اوراق بهادار تهران، مصوب ۱۳۸۹ سازمان بورس و اوراق بهادار.

دستورالعمل توثیق اوراق بهادار در بورس اوراق بهادار تهران، مصوب ۱۳۸۶ سازمان بورس و اوراق بهادار.

دستورالعمل ثبت، سپرده‌گذاری، تسویه و پایاپای، مصوب ۱۳۸۸ سازمان بورس و اوراق بهادار.

قانون انتشار اوراق مشارکت مصوب ۱۳۷۶.

قانون اصلاح موادی از قانون برنامه چهارم توسعه اقتصادی اجتماعی و فرهنگی جمهوری اسلامی ایران و

اجرای سیاست‌های کلی اصل ۴۴ قانون اساسی مصوب ۱۳۸۶.

قانون بازار اوراق بهادار جمهوری اسلامی ایران، مصوب ۱۳۸۴.

قانون برنامه پنج‌ساله پنجم توسعه جمهوری اسلامی ایران، مصوب ۱۳۸۹.

قانون تأسیس بورس اوراق بهادار سال ۴۵.

قانون تجارت (لایحه اصلاحی) مصوب ۱۳۴۷.

قانون توسعه ابزارها و نهادهای مالی جدید در راستای تسهیل اجرای سیاست‌های کلی اصل چهل و

چهارم قانون اساسی مصوب ۱۳۸۸.

قانون مالیات‌های مستقیم مصوب ۱۳۸۱.

قانون مدنی مصوب ۱۳۰۷.

ب. غیر فارسی

Benjamin, J. (2000), **Interests in Securities**, Oxford: Oxford University Press.

Benjamin, Joanna (2007), **Financial Law**, 1st edition, New York: Oxford University Press.

Bourne, Nicholas (1998), **Principles of Company Law**, 3rd edition, London: Cavendish Publishing Limited.

Bris, Arturo; Zhu, Ning & Goetzmann, William, N. (2004), “**Efficiency and the Bear: Short Sales and Market around the world**”, Yale International Center for Finance, pp. 37-69.

Bris, Arturo, “**Short Selling Activity in Financial Stocks and the SEC July 15th Emergency Order**” (2008), European Corporate Governance Institute and Yale International Center for Finance, pp. 2-45.

Johansson, Erica (2009), **Property Rights in Investment Securities and the Doctrine of Specificity**, 1st edition, London: Springer.

Micheler, Eva (2007), **Property in Securities**, 1st edition, New York: Cambridge university press.

Micheler, Eva (2009), “**Legal Nature of Securities, Inspiration from Comparative law**”, <www.ssrn.com>2012/10/25.

Soderquist, Larry D. (2007), **Securities Law**, 3rd edition, New York: Thomson.

Steinberg, Marc I. (1996), **Understanding Securities Law**, 2nd edition, USA: Matthew Bender & Company Incorporated.

Act on Trading in financial Instruments (Poland).

Code Monétaire et Financier 2009 (France).

Securities Act of 1933 (USA).

Securities Exchange Act of 1934 (USA).

Securities Trading Act 1998 (Germany).

<www.historic-uk.com>2012/01/1.

<www.londonstockexchange.com>2013/03/1.

<www.sec.gov>2012/06/25.