

# تحلیل حقوقی اوراق بهادار

## به مثابه ارزش

محمود باقری\*

نفیسه شوشی نسب\*\*

### چکیده

این مقاله با نگاهی بنیادین و تطبیقی به تحلیل مالکیت اوراق بهادار در نظام حقوقی ایران و کامن لا می‌پردازد. خلق اوراق بهادار، دارایی‌های فاقد خصیصه نقدشوندگی سریع را به نمادهایی دارای ارزش بدل می‌نماید. در حقیقت «ارزش» است که در اقتصاد مبادله می‌شود. با استفاده از مفهوم ارزش، سرعت معاملات اوراق بهادار و به تبع آن سرعت گردش پول در اقتصاد افزایش یافته و انرژی موجود در آنها به صورت راکد درنیامده بلکه با تحلیل آنها در قالب اعیانی در نوع خاص خود، این انرژی آزاد شده و به سرعت در اقتصاد مورد نقل و انتقال قرار می‌گیرد. همچنین پذیرش مفهوم عرفی و اعتباری مالکیت اوراق بهادار و تلقی آنها به عنوان شبه اسناد تجاری، منتج به کاهش هزینه‌های مبادله می‌شود؛ امری که مستلزم حمایت از خریدار با حسن نیت است.

### واژگان کلیدی

اوراق بهادار، تحلیل حقوقی و اقتصادی، کامن لا، مالکیت.

Email: mahbagheri@ut.ac.ir

Email: nshooshinasab@ut.ac.ir

تاریخ پذیرش: ۱۳۹۴/۶/۲۰

\* دانشیار دانشکده حقوق و علوم سیاسی دانشگاه تهران

\*\* دکترای حقوق خصوصی (نویسنده مسئول)

تاریخ دریافت: ۱۳۹۴/۲/۱۰

فصلنامه راهبرد / سال بیست و چهارم / شماره ۷۶ / پاییز ۱۳۹۴ / صص ۲۳۲-۲۱۵

## جستارگشایی

مالکیت، مبنا و نقطه آغازین تحلیل اقتصادی حقوق است. در تحلیل اقتصادی حقوق آثار اقتصادی نهادهای حقوقی بررسی می‌شود (Salzberger, 2010: 2). به همین دلیل بررسی مفهوم و فلسفه مالکیت در تحلیل اقتصادی ضروری است تا به تبع آن دریابیم که آثار مالکیت نوع خاصی از اموال کدام است. در حقیقت در نگرش اقتصادی، حقوق، قواعد و «نهادهای حقوقی» بر مبنای «کارایی اقتصادی» مورد ارزیابی قرار می‌گیرد (بادینی، ۱۳۸۲: ۱۰۲). در مقالات گوناگون در زمینه اوراق بهادار، همیشه این مسئله مطرح بوده است که آیا اوراق بهادار قابل توثیق هستند یا خیر. بحث مربوط به عین یا دین بودن این اوراق نیز از دیگر مباحث چالش برانگیز در میان حقوقدانان بوده است؛ اما هیچ‌گاه از منظر کارایی اقتصادی و فواید عملی عین یا دین بودن اوراق بهادار و رابطه نحوه مالکیت این اوراق با توسعه اقتصادی به این اوراق توجه نشده است. همچنین اساساً علی‌رغم اهمیت مباحث مالکیت و حقوق اموال، فلسفه و قلمرو این دو مبحث گویی بدیهی دانسته شده و کمتر مقاله و کتابی در زمینه مفهوم مالکیت و فلسفه آن، به‌ویژه در حوزه اوراق بهادار به رشته تحریر درآمده است؛ امری که مبنای مقاله حاضر بوده و پاسخ به آن منجر به حل بسیاری از مشکلات موجود در زمینه امکان ترهین و گردش اوراق بهادار می‌شود. این مقاله در ابتدا با نگاهی بنیادین به تحلیل مالکیت به‌عنوان مفهومی اعتباری و عرفی پرداخته و سپس با همان نگاه بنیادین، آثار نحوه مالکیت اوراق بهادار را بر کارایی اقتصادی مورد مطالعه قرار خواهد داد. در این راستا تبیین دقیق مرزهای میان اقتصاد مالی و اقتصاد واقعی ضروری به نظر می‌رسد.

به‌طور کلی در مباحث متعارف علم اقتصاد، اقتصاد هر کشور به دو بخش واقعی<sup>۱</sup> و مالی<sup>۲</sup> تقسیم می‌شود. بخش واقعی اقتصاد بیانگر جریان کالاها و خدمات از سوی تولیدکنندگان به مصرف‌کنندگان است. بخش مالی اقتصاد نیز شامل جریان وجوه، اعتبارات و سرمایه از ناحیه دارندگان و عرضه‌کنندگان (پس‌انداز کنندگان)، مؤسسات اعتباری و مالی و صاحبان سرمایه به‌سوی تقاضاکنندگان وجوه و اعتبارات یعنی تولیدکنندگان کالاها، خدمات یا دولت است. هدف غایی اقتصاد مالی رونق بخشیدن به اقتصاد واقعی است (Zeti, 2012: 1). آنچه در علم اقتصاد مطلوب نهایی محسوب می‌شود رونق اقتصاد واقعی است و اقتصاد مالی نیز در راستای رونق اقتصاد واقعی به وجود آمده است؛ بنابراین اقتصاد مالی به‌خودی‌خود مطلوبیتی برای افراد جامعه به دنبال نخواهد داشت و مطلوبیت این بخش از اقتصاد برای کل جامعه صرفاً در صورتی

- 
1. Real Sector Economy
  2. Financial Sector Economy

خواهد بود که منجر به شکوفایی اقتصادی واقعی و افزایش رفاه اجتماعی شود (Dietmar & Heribert, 2011: 1).

### ۱. استفاده از «ارزش» به مثابه یک مال در گردش

در دهه ۱۹۹۰، استقبال از بازارهای مالی تا حدی بود که اقتصاددانان در این دهه از عبارت «کارسازی از طریق تأمین مالی»<sup>۳</sup> استفاده کردند؛ بدین معنا که بخش عمده درآمد شرکت‌ها و نیز درآمد اشخاص، ناشی از معاملات در بخش اقتصاد مالی بود و نه ناشی از رشد اقتصاد واقعی از طریق افزایش تولید و استخدام نیروی کار (Dietmar & Heribert, 2011: 1). برای مثال در امریکا، رونق اقتصادی بازار سهام و افزایش سرمایه شرکت‌ها ناشی از جریان مقادیر عمده‌ای پول به سوی این بازار بوده است. حال اگر این پول از کاهش پول مصرفی در بخش هزینه‌های مصرفی افراد در جامعه ناشی شده باشد که در حقیقت به معنی کاهش مصرف در بخش واقعی اقتصاد است تأثیر منفی بر تولید ناخالص داخلی<sup>۴</sup> خواهد داشت، چراکه رونق تولید ناخالص داخلی، تابعی از مصرف کالاهای مصرفی<sup>۵</sup> توسط افراد است. اگر این پول از طریق اعطای وام‌های جدید به این بازار سرازیر شده باشد بدون اینکه از پول مصرفی در بخش اقتصاد واقعی و کالاهای مصرفی کاسته شود، این امر بر تولید ناخالص داخلی اثری ندارد و اگر ما به دنبال رونق اقتصاد واقعی هستیم، این شیوه نیز اثری بر کارایی اقتصادی نخواهد داشت. از سوی دیگر، اگر مردم تصمیم بگیرند که برخی از دارایی‌های پایدار<sup>(۱)</sup> از قبیل زمین و سهام را بفروشند تا از محل پول این دارایی‌ها، هزینه‌های کالاهای مصرفی را تأمین کنند، درست است که تولید ناخالص داخلی افزایش می‌یابد اما در مقابل، ارزش دارایی‌های پایدار<sup>۶</sup> در جامعه به دلیل افزایش عرضه، کاهش پیدا می‌کند؛ اما اگر مردم تصمیم بگیرند که از «ارزش» این دارایی‌های پایدار به‌عنوان پشتوانه‌ای برای تأمین مالی هزینه‌های خود استفاده کنند، این امر تولید ناخالص داخلی را افزایش داده و در عین حال، ارزش این دارایی‌ها کاسته نشده و به قوت خود باقی می‌ماند و این حالت در نقطه بهینه پارتو<sup>۷</sup> قرار دارد (Kutyn, 2005: 85).

اما نکته مهم اینجاست که چگونه می‌توان از «ارزش» سرمایه و از جمله اوراق بهادار برای رونق بخشیدن به بخش اقتصاد واقعی استفاده کرد. پاسخ اولیه به این سؤال به چگونگی ساختارهای مالکیت در هر جامعه بازمی‌گردد. یک دریاچه کوهستانی را در نظر بگیرید،

3. Financialization

4. Gross Domestic Product (GDP)

5. Expenditure

6. Value of Assets

7. Pareto optimal

درحالی که فرآیند تبدیل انرژی بالقوه آب به برق خوب شناخته شده است، فرآیندی که به دارایی شکل لازم برای به حرکت درآوردن تولید بیشتر را می‌دهد هنوز شناخته نشده است. درست همان طور که یک دریاچه به نیروگاه برق آبی نیاز دارد تا انرژی قابل استفاده تولید کند، دارایی‌ها نیز به نظام مالکیت رسمی<sup>(۲)</sup> احتیاج دارند تا ارزش مازاد چشمگیری تولید کنند. یک دریاچه کوهستانی را در نظر بگیرید، می‌توان در مورد این دریاچه و بافت فیزیکی آماده آن فکر کرد و برخی موارد استفاده اولیه مانند قایقرانی و ماهیگیری را برای آن در نظر گرفت؛ اما اگر در مورد همین دریاچه مانند یک مهندس فکر کنیم و ظرفیت آن را برای تولید انرژی به عنوان ارزشی فراتر از وضعیت طبیعی دریاچه به شکل ذخیره آب در نظر بگیریم، بلافاصله قدرت بالقوه‌ای که به خاطر موقعیت مرتفع دریاچه ایجاد شده، پدیدار می‌شود. درحالی که فرآیند تبدیل انرژی بالقوه آب به برق خوب شناخته شده است، فرآیندی که به دارایی شکل لازم برای به حرکت درآوردن تولید بیشتر را می‌دهد هنوز شناخته نشده است. سرمایه هم مانند برق تولید نخواهد شد مگر تسهیلات اساسی واحدی که آن را تولید و تعیین می‌کند، وجود داشته باشد. درست همان طور که یک دریاچه به نیروگاه برق آبی نیاز دارد تا انرژی قابل استفاده تولید کند، دارایی‌ها نیز به نظام مالکیت رسمی<sup>(۳)</sup> و تعریف شده احتیاج دارند تا ارزش مازاد چشمگیری تولید کنند. بدون مالکیت رسمی برای استخراج قدرت بالقوه اقتصادی و تبدیل آنها به شکلی که به آسانی قابل حمل و کنترل باشد، دارایی‌های کشورهای در حال توسعه مانند آب دریاچه‌ای است که به صورت ذخیره دست‌نخورده انرژی بالقوه قرار دارند. سرمایه با بازنمایی به شکل یک نوشتار زاده می‌شود؛ در یک مدرک، یک ورقه بهادار، یک قرارداد و اسناد مشابه دیگر. «نمادها» دارایی‌ها را تقسیم می‌کنند بدون آنکه به آنها دست بزنند. درحالی که یک دارایی از قبیل کارخانه یک واحد غیرقابل تقسیم در دنیای واقعی است، اما در جهان نظری، نماد مالکیت رسمی آن می‌تواند به هر تعداد تقسیم شود؛ بنابراین، شهروندان کشورهای پیشرفته می‌توانند اکثر دارایی‌های خود را به سهامی تقسیم کنند که در تملک اشخاص مختلف با حقوق متفاوت و برای اجرای وظایف مختلف باشد (تفضلی، ۱۳۸۶: ۷۴-۷۶ و ۸۴)؛ بنابراین، باید دید این «نمادها» چه ماهیتی باید داشته باشند تا بتوان علی‌رغم نگهداری و عدم عرضه شکل فیزیکی آنها در بازار، از «ارزش» آنها برای تأمین مالی هزینه‌های مصرفی در بخش اقتصاد واقعی استفاده کرد. برای مثال در نظر بگیریم که بانک‌ها، سهام را به عنوان وثیقه از افراد نزد خود نگهداری کرده و در مقابل، بانک به اعتبار ارزش این دارایی‌ها، اقدام به اعطای اعتبار به افراد، برای مصرف در بخش کالاهای مصرفی و اقتصاد واقعی نمایند. زمانی که بانک‌ها بتوانند به اسنادی واضح متکی باشند که «نماد» مالکیت اشخاص معین است، تمایل به پرداخت وام پیدا

کرده و اسناد را به‌عنوان وثیقه نگه می‌دارند (موریس، ۱۳۹۰: ۱۴)؛ بنابراین، پیش از هر چیز و با نگاهی فلسفی، باید بدانیم که مفهوم ارزش چیست.

## ۲. مفهوم «ارزش»

این سؤال که ارزش چیست در علم فلسفه و علم ارزش‌شناسی<sup>۱</sup> مطرح‌شده و پاسخ‌ها آن قدر متنوع، گوناگون و بعضاً متناقض است که دست یافتن به رویه‌ای واحد در خصوص تعریف ارزش تقریباً غیرممکن می‌نماید. برخی معتقدند که ارزش، یک مفهوم مجرد، انتزاعی و غیرقابل تعریف است که لزوماً ارتباطی با جهان مادیات ندارد درحالی‌که برخی دیگر بر این باورند که ارزش آن چیزی است که برای فرد محسوس بوده و دست‌سومی چنین می‌گویند که ارزش را نمی‌توان از واقعیت تفکیک کرد (Sheldon, 1914: 1). درهرصورت، چنانچه ارزش اصولاً واقعیتی داشته باشد، یک واقعیت اجتماعی خواهد بود و حاملان ارزش آن را فقط در این چارچوب به دست می‌آورند (جی آرتور، ۱۳۹۲: ۲۶۴). این به آن معناست که ارزش مفهومی اعتباری بوده و قائم به اشخاص است که گاه در قالب اشیاء ملموس و مادی و گاه در قالب اموال غیرملموس به منصفه ظهور می‌رسد. در اقتصاد به‌جای مال از اصطلاح «ارزش» استفاده می‌شود (Decorps, 1995: 5). ممکن است گفته شود که «وجود ارزش» متضمن و به معنای «وجود مطلوبیت» برای اشخاص است؛ اما باید گفت که ارزش نباید با مطلوبیت یکسان تلقی شود. ارزش شکل ریاضی شده مطلوبیت است. این عبارت زمانی دقیق‌تر درک می‌شود که ما در نظر بگیریم که محاسبه مطلوبیت یک محصول خاص از یک مزرعه تا چه حد دشوار اما محاسبه کمیت و قیمت (ارزش) آن تا چه اندازه آسان است<sup>(۴)</sup> (Smart, 1931: 13).

از مطالب فوق می‌توان نتیجه گرفت که اوراق بهادار، «ارزش شکلی‌شده» و نمود خارجی بسته‌های حقوق مالکیت از قبیل حق رأی و حق دریافت سود هستند؛ حقوقی که اگر در قالب نماد و ورقه بهادار دارای «ارزش» نشوند، مفاهیمی توخالی و غیرقابل استفاده خواهند بود؛ بنابراین همان رابطه اعتباری مالکیت که میان شخص و حق رأی او وجود دارد، حال میان شخص و ورقه بهادار برقرار شده است. علاوه بر این، عرف نیز ورقه بهادار را ذاتاً دارای ارزش دانسته و آن را منفک از حقوق و دارایی‌های پشتوانه آنها تلقی می‌کند.<sup>(۵)</sup>

## ۳. مالکیت به‌عنوان مفهومی اعتباری و عرفی

برای تبیین درک انسان از مفاهیم اعتباری و به‌تبع مفهوم مالکیت به‌عنوان مفهومی از این دست، باید بین ادراکات اعتباری و ادراکات حقیقی انسان قائل به تفکیک شد. ادراکات اعتباری در

مقابل ادراکات حقیقی است. ادراکات حقیقی، انکشافات و انعکاسات ذهنی واقع و نفس الامر است؛ اما ادراکات اعتباری فرض‌هایی است که ذهن به‌منظور رفع احتیاجات حیاتی آنها را ساخته و جنبه وضعی، قراردادی، فرضی و اعتباری دارد و با واقع و نفس الامر سروکاری ندارد (طباطبایی، بی تا: ۳۳۳). مالکیت در قسم دوم جای گرفته و همین اعتباری بودن مفهوم مالکیت است که باعث شده تا گفته شود که هیچ مفهوم واحدی از مالکیت در کشورهای مختلف جهان وجود ندارد (Gore, 2008: 1). اینکه مالکیت مفهومی اعتباری است زمانی اثبات می‌شود که برای مثال دارایی نظیر یک خانه دست‌به‌دست بگردد؛ در این حالت ممکن است هیچ چیز فیزیکی مبادله نشود. <sup>۹</sup>اونوره مالکیت لیبرالی را حاوی یازده عنصر می‌داند که عبارت‌اند از: نخست؛ حق در تصرف داشتن که عبارت است از کنترل فیزیکی مستمر و انحصاری بر یک مال. دوم؛ حق استفاده که عبارت است از استفاده و بهره‌مندی شخص مالک از مال و منافعی. سوم؛ حق مدیریت و اداره کردن که عبارت است از قدرت مالک برای تعیین اینکه چه کسی و چگونه از مالش استفاده کند. چهارم؛ حق نسبت به عواید مال که عبارت است از حق مالک در بهره‌مندی از فواید و ثمرات مالش مثل سود پول. پنجم؛ حق اخراج از مالکیت که عبارت است از حق مالک در انتقال مال به دیگران و امکان مصرف کردن و نظایر آنها که همگی در ویژگی خروج از کیسه دارایی مالک مشترک‌اند. ششم؛ حق امنیت که عبارت است از مصونیت مالک نسبت به سلب مالکیت از او به‌صورت دلبخواهی و نامشروع. هفتم؛ قابلیت انتقال پس از فوت. هشتم؛ دوام داشتن. نهم؛ تکلیف عدم اضرار به غیر. دهم؛ مسئولیت اجرا یا تکلیف مالک به انجام تعهدات مالیش در مقابل دیگران. یازدهم؛ وصف بقاء، منظور این است در تمام مواردی که مالک مالی را به دیگران جهت استفاده می‌دهد ولی منتقل نمی‌کند، مال دوباره به مالک برگردد (پیلوار، ۱۳۹۱: ۹۶)؛ بنابراین، درحالی‌که خانه‌ها در کشورهای پیشرفته نظیر آمریکا و انگلستان به‌عنوان مسکن یا محل کار عمل می‌کنند، نمادهای مالکیت آنها با داشتن یک زندگی موازی، تعدادی وظایف اضافی دیگر را اجرا می‌کنند تا منافع همگان تأمین شود. برای مثال در غرب، اکثر مالکیت‌های رسمی به‌آسانی به‌عنوان وثیقه برای دریافت وام، به‌عنوان دارایی برای مبادله و سرمایه‌گذاری، به‌عنوان یک نشانی برای جمع‌آوری دیون و ... مصرف می‌شود؛ بنابراین مالکیت قانونی ابزار لازم را به غرب داد تا بتواند روی دارایی‌های فیزیکی، ارزش اضافی به‌میزانی بالاتر از ارزش آن دارایی‌ها تولید کند (تفضلی، ۱۳۸۶: ۷۸-۷۶).

بنابراین، مالکیت امری انتزاعی و اعتباری است و وجود خارجی ندارد و معادل لفظ ارزش در اقتصاد است. انتزاع مالکیت نیز صرفاً از عین خارجی صورت نمی‌گیرد و هیچ قیدی از این

لحاظ نیست (صادقی نشاط، ۱۳۸۹: ۳۵). اگر کالاها به صورت «فیزیکی» بین افراد مورد نقل و انتقال قرار گیرد، معاوضه<sup>۱۰</sup> رخ داده است؛ اما با رویکرد نهادگرایی در اقتصاد، معاوضه عبارت است از انتقال «قانونی» مالکیت کالا یا «معامله»<sup>۱۱</sup> بنابراین حق مالکیت، چیزی نیست که هر شخص مستقل از رابطه اش با سایر افراد جامعه بتواند آن را داشته باشد و در حقیقت، «نقل و انتقال» متقابل، عنصر اصلی و شاکله حق مالکیت است. همین مسئله مالکیت را به عنوان یک «نهاد» در اقتصاد معرفی می کند و حقوق مالکیت را مجموعه مقرراتی می داند که حاکم بر روابط متقابل و ناگزیر افراد در نقل و انتقال اموال در جامعه است. نتیجه هر معامله، تبادل حقوق مالکیت است که در چارچوب مقررات مربوط به هر معامله خاص رخ می دهد (Ollila, 2009: 13-14). در خصوص اوراق بهادار باید گفت که این اوراق چه به صورت فیزیکی و چه به صورت الکترونیکی باشند، معرف نوعی حق مالکیت هستند. در حقیقت عین فیزیکی فقط نماد «حقوق مالکانه» است و احتمال دارد که عینیت شیء به صورت فیزیکی نباشد. آنچه اهمیت دارد وضع و جعل حقوق مالکانه و اعتبار این حقوق از طرف حاکمیت و جامعه است؛ بنابراین، ظهور فیزیکی یا الکترونیکی امری است تبعی؛ بنابراین، مالکیت اوراق بهادار نیز مفهومی است اعتباری نه حقیقی و از آنجاکه مالکیت یک جعل و اعتبار است، حدود آن توسط قانون قابل توسیع و تضییق است. بدین ترتیب، می توان پذیرفت که «بسته حقوق مالکیت اوراق بهادار» ممکن است شامل حق رأی و حق دریافت سود یا شرکت در مجامع بوده و فی نفسه دارای ارزش تعریف شده و به تبع قابل ترهین است.

پس از تلاش جهت اثبات مالکیت به عنوان مفهومی اعتباری و عرفی و نیز پذیرش گردش «اعتبار» و «ارزش»- و نه لزوماً اموال مادی و ملموس- در اقتصاد، باید دید تأثیر اعتباری بودن مالکیت و نیز تلقی اوراق بهادار به عنوان ارزش بر توسعه اقتصادی چیست.

#### ۴. رابطه حقوق مالکیت با توسعه اقتصادی

مرز بین فقر و غنا مالکیت است (O'Driscoll, 2003: 2). برخلاف عقیده مارکسیسم که حقوق را تابعی از اقتصاد می داند، اقتصاد گاه ممکن است به دنبال حقوق شکل پذیر بوده و تابعی از آن محسوب شود (خامنه‌ای، ۱۳۷۰: ۳۷) و رابطه این دو تأثیر و تأثر متقابل است. در بحث رابطه بین حقوق مالکیت و توسعه اقتصادی، سؤال مطرح این است که سازوکارهایی که از طریق آن حقوق مالکیت بر توسعه اقتصادی تأثیر می گذارد؛ کدامند؟ در پاسخ باید گفت حقوق مالکیت از چهار جنبه بر اقتصاد اثرگذار است. نخست ریسک مصادره اموال است. یکی از تبعات حقوق

10. Exchange

11. Transaction

مالکیت تضمین شده این است که ممکن است اشخاص نسبت به ثمره سرمایه‌گذاری‌های خود مطمئن نباشند. دوم اینکه حقوق مالکیت تضمین شده منجر به هزینه‌هایی می‌شود که افراد برای حفاظت از حقوق مالکیت خود ملزم به تحمل آنها هستند که از نقطه‌نظر اقتصادی، این امر کارایی فعالیت‌های اقتصادی را کاهش می‌دهد. سوم، تأثیر حقوق مالکیت بر توسعه اقتصادی از طریق استفاده از دارایی در جهت تضمین دیگر معاملات است. اقتصادهای مدرن، به وثیقه در جهت تضمین انواع معاملات بازارهای مالی می‌نگرند و توسعه حقوق مالکیت از طریق افزایش چنین فرصت‌هایی، کارآمدی و تولید را افزایش می‌دهد. چهارم اینکه حقوق مالکیت در هر جامعه باید به گونه‌ای باشد که بتوان از «ارزش» دارایی برای جریان آن در اقتصاد و کسب سود حداکثر استفاده را کرد. در یک اقتصاد مولد، دارایی‌ها به صورت هرچه کارآمدتر مورد استفاده قرار گرفته و حقوق مالکیت این امر را تسهیل می‌کند. به عبارت دیگر، قابلیت نقل و انتقال و گردش دارایی به عنوان یکی از عوامل تولید و حداکثر سازی کارایی شمرده می‌شود (Rodrik & Rosenzweig, 2010: 4529).

بنابراین، تعریف، تضمین و حفاظت از حقوق مالکیت برای کارآمدی نظام اقتصادی از اهمیت به سزایی برخوردار است؛ اما اجرای این امور هزینه‌بر هستند و از نگاه اقتصادی مقوله هزینه از اهمیت خاصی برخوردار است (دادگر، ۱۳۸۹: ۱۸۲)؛ بنابراین باید دید چگونه می‌توان هزینه‌های معاملاتی مربوط به یک دارایی خاص از جمله اوراق بهادار را کاهش داد به گونه‌ای که از ارزش آنها حداکثر استفاده را به عمل آورده و سرمایه را در اقتصاد جریان انداخت. در این راستا، برخی از انواع اوراق بهادار از جمله اوراق مشارکت یا اوراق صکوک، اسناد استاندارد شده‌ای هستند که در ابتدای خلق، نماینده ارزش دارایی‌های پشتوانه آنها هستند. استانداردسازی اوراق بهادار گامی است در جهت کاهش هزینه‌های معاملاتی دارایی‌ها. تبدیل دارایی‌ها به نمادهای متحدالشکل، موجب تجزیه مالکیت آن در دست افراد گوناگون شده و هر فرد با اطمینان به اینکه به آسانی می‌تواند دارایی‌اش را به فروش برساند، اقدام به خرید این اوراق می‌کند. این امر باعث افزایش معاملات دارایی‌های غیرنقدشونده و افزایش سرعت گردش پول می‌شود. افزایش سرعت گردش پول نیز به نوبه خود مانع رکود بوده و با کارایی اقتصادی همبستگی مثبت دارد. در حقیقت تمامی اسناد و مدارک مالکیت رسمی استاندارد طوری ساخته می‌شوند که اندازه‌گیری آسان ویژگی‌های یک دارایی را تسهیل کنند. اگر دارایی‌ها استاندارد نباشند، هر فرد که بخواهد یک دارایی را خریداری یا اجاره کند یا در قبال آن اعتباری بدهد، باید منابع بی‌شماری برای مقایسه و ارزیابی آن در مقابل سایر دارایی‌ها - که آنها نیز استاندارد نیستند - صرف کند. نظام‌های مالکیت رسمی غربی و از جمله امریکا، از طریق فراهم کردن استانداردها،



هزینه‌های معاملاتی تجهیز و استفاده از دارایی‌ها را به‌طور قابل‌توجهی کاهش داده‌اند. غربی‌ها دارایی‌های خود را با هرگونه شرایط اقتصادی به‌منظور تولید مداوم ترکیب‌هایی با ارزش بالاتر تطبیق می‌دهند درحالی‌که همتایان جهان‌سومی آنها در جهان فیزیکی اشکال سخت و غیر مثلی به دام افتاده‌اند (تفضلی، ۱۳۸۶: ۸۴). البته بحث در خصوص سهام شرکت‌ها تا حدی متفاوت است. سهام شرکت‌ها در ابتدای خلق، دارای ارزش اسمی مشخص و استاندارد می‌باشند اما در طول زمان و بسته به فعالیت‌های سود ده یا زیان‌آور ناشر،<sup>(۶)</sup> ارزش بازاری آنها متغیر بوده و ممکن است کم یا زیاد شود. این وضعیت از این جهت که به دارایی ناشر در ابتدای خلق این اوراق، شکل استاندارد شده‌ای داده و گردش سرمایه را در اقتصاد تسهیل می‌کند، کارآمدتر از وضعیتی است که دارایی شرکت‌ها تفکیک، تجهیز و تبدیل به سهام نشود اما حتی در این زمینه نیز به دلیل نیاز به بررسی وضعیت دارایی و به‌تبع سهام شرکت‌ها و کسب اطلاعات در خصوص آنها توسط خریداران، ریسک معاملات فضولی این اوراق و در نتیجه صرف هزینه برای خرید و گردش این اوراق، هزینه‌های معاملاتی متصور است. با توجه به مطالب فوق، باید دید چگونه می‌توان ریسک‌های مذکور و به‌تبع هزینه‌های معاملاتی اوراق بهادار را به حداقل ممکن کاهش داد. استفاده از مفهوم عرفی و اعتباری مالکیت و تبیین ماهیت اوراق بهادار به حل پرسش مذکور کمک می‌کند؛ بنابراین، اگرچه در این مقاله درصدد تبیین ماهیت اوراق بهادار نیستیم و تبیین ماهیت آنها مجال دیگری را می‌طلبد، اما در این مسیر ناگزیر از طرح بحثی اجمالی در خصوص ماهیت این اوراق هستیم.

## ۵. اوراق بهادار به‌عنوان حقوق چرخنده

در حقوق انگلیس بحث‌های زیادی در رابطه با ماهیت اوراق بهادار<sup>(۷)</sup> و بررسی آنها ذیل عنوان حقوق اموال یا قراردادهای مطرح شده است. برخی معتقدند که این اسناد نه عین هستند و نه دین. در نظریه‌های ارائه شده در حقوق انگلیس و آلمان در قرون ۱۹ و ۱۸، این مسئله مطرح شد که اوراق بهادار اموالی در نوع خاص خودشان هستند. در اتریش نیز طبقه‌بندی از این اوراق ارائه شده است که به‌موجب آن اسناد اخیر دارایی‌هایی در نوع خاص خود هستند که متفاوت از اموال عینی (ملموس)<sup>۱۲</sup> و دینی (غیرملموس)<sup>۱۳</sup> می‌باشند. به این اوراق حقوق چرخنده<sup>۱۴</sup> اطلاق می‌شود. این اوراق «عین» نبوده بلکه «اموالی»<sup>۱۵</sup> هستند که توسط مشارکت‌کنندگان بازار ایجاد شده‌اند تا در بازارهای نقدشونده جریان یابند (Micheler, 2009: 1). به‌علاوه، این اوراق حق

12. Tangibles

13. Intangibles

14. Circulating Rights

15. Fungibles

دینی نیز نیستند؛ چرا که اگر ما این اوراق را حق دینی تلقی کنیم، توجیه نقل و انتقال آنها باید بر اساس «عقد حواله» صورت پذیرد که این تحلیل با معایب چندی همراه است؛ از جمله اینکه در عقد حواله هر سه طرف عقد باید مشخص بوده و رضایت هر سه نفر لازم است؛ امری که در ماده ۷۲۴ قانون مدنی ایران نیز قید شده است. دقیقاً به دلیل همین معایب است که گونر<sup>۱۶</sup> اوراق بهادار را به عنوان حق دینی طبقه بندی نمی کند. او با طبقه بندی اوراق بهادار به عنوان یک دسته جدید و مستقل که مقررات خاص خود را می طلبد، چنین توضیح می دهد که مقررات حاکم بر حواله قابل اعمال بر این اوراق نمی تواند باشد و باید به طور خاص مقرراتی برای این ابزارها پیش بینی شود که هدف آنها تسهیل نقل و انتقال اوراق بهادار باشد (Micheler, 2009: 13). راه حل مربوط به تلقی اسناد تجاری به عنوان دسته سوم در دکترین آلمان و اتریش نیز مطرح شده و اولین بار توسط فردریش کارل فون ساوینی (Friedrich Carl von Savigny) ارائه گردید. ساوینی پیشنهاد کرد که با پذیرش اینکه عرف، حقوق جدیدی را ایجاد کرده است، می توان از اعمال مقررات حاکم بر حواله صرف نظر کرد. بنابراین عرف تجاری راهکار قانونی جدیدی را برای انتقال تعهدات اقتضاء می کند (Micheler, 2009: 11). در حقیقت بسیاری معتقدند صرف نظر از طبقه بندی حقوق راجع به اموال به حق عینی و دینی، دسته سومی از حقوق نیز نسبت به اموال متصور است و از آنها با عنوان «حقوق چرخنده» یاد کرده و حق شخص نسبت به اوراق بهادار را در دسته حقوق چرخنده قرار می دهند. دشواری تقسیم بندی این اوراق به دسته سوم در حقوق ایران در این نکته خلاصه می شود که باید رژیم خاص این دسته سوم نیز پیش بینی شود. هنر حقوقدان این است که در چارچوب قواعد، مقررات و عرف موجود درصدد تحلیل ماهیت نهادهای حقوقی یا اموال برآید. به نظر می رسد راهکار مناسب تر این باشد که این اسناد در عین اینکه دسته سومی از اموال تلقی می شوند، در چارچوب دسته بندی سنتی اموال به عین و دین توجیه شوند؛ به این معنا که با مراجعه به اصل و با توجه به ماهیت آنها، در مرحله صدور تابع مقررات حاکم بر حق دینی و در مرحله نقل و انتقال، تابع مقررات حاکم بر حق عینی بوده و هر جا عرف تجاری یا ضرورت های تجارت امروز اقتضاء داشت، مقررات این دسته سوم به صورت خاص برای آنها وضع شده و از اعمال مقررات حاکم بر اموال عینی یا دینی بر آنها احتراز شود. برای مثال بر اساس فقه<sup>(۸)</sup> و قانون مدنی، به رهن نهادن مال مستلزم عین بودن آن است حال آنکه در عرف تجاری و دستورالعمل های موجود در این بازار<sup>(۹)</sup>، شرط مربوط به عین بودن در خصوص سهام شرکت ها نادیده گرفته شده و این اسناد قابل توثیق هستند. در بسیاری از کشورها از جمله

انگلستان اوراق بهادار به عنوان شبه اسناد تجاری شناخته شده‌اند. می‌توان گفت که اوراق بهادار، شبه اسناد تجاری هستند که در عین اینکه در مرحله گردش در بازار، اعیانی در نوع خاص خود هستند، وصف تجریدی را نیز به صورت ناقص<sup>(۱۰)</sup> در درون خود دارا می‌باشند. تلقی اوراق بهادار به عنوان شبه اسناد تجاری و پذیرش وصف تجریدی برای این اسناد و نیز تلقی آنها به عنوان اعیانی در نوع خاص خود در مرحله چرخش آنها در بازار، کارایی اقتصادی بیشتری نسبت به تلقی آنها به عنوان حق دینی در مفهوم معمول آن دارد.

## ۶. چطور ماهیت خاص اوراق بهادار منجر به کارایی اقتصادی می‌شود؟

حال باید دید چطور قائل شدن به ماهیت خاص برای اوراق بهادار، با خود کارایی اقتصادی به همراه دارد. مقصود از کارایی، وجود حداقل هزینه‌های معاملاتی در نقل و انتقالات اوراق بهادار است. هزینه‌های معامله<sup>(۱۱)</sup> در مفهوم وسیع عبارت است از هرگونه هزینه‌ای که طرفین در زمان انجام معاملات در بازار متحمل می‌شوند از قبیل هزینه‌های مربوط به چانه‌زنی، نقل و انتقال، حمایت و حفاظت از حقوق مالکیت، هزینه‌های مربوط به تعیین موضوع قرارداد<sup>(۱۲)</sup> و هزینه‌های مربوط به کسب اطلاعات. باید توجه داشت که وجود اطلاعات ناقص یکی از دلایل شکست بازار است (Hobbs & Kerr, 2009: 5). از سوی دیگر برای به دست آوردن حقوق مالکیت کامل، هزینه کسب این اطلاعات باید صفر انگاشته شود تا افراد قبل از کسب دارایی مطمئن باشند که اطلاعات راجع به دارایی را بدون هزینه به دست می‌آورند. اگر هزینه‌های معامله مثبت باشد (جهان واقعی)، حقوق مالکیت کامل نمی‌تواند وجود داشته باشد. دلیل این مسئله این است که اندازه‌گیری ارزش ویژگی‌های مختلف دارایی هزینه‌بر است و دیگران و حتی مالک مال ممکن است از ارزش ویژگی‌های آن آگاه نباشند؛ بنابراین، انتقال مال همراه با هزینه‌های مبادله در خصوص تعیین ارزش ویژگی‌های مال و چانه‌زنی‌های طرفین خواهد بود (Barzel, op.cit., 4). حال اگر قرار باشد این اوراق را بر اساس حقوق قراردادها و نقل و انتقال آنها بر اساس عقد حواله بررسی کنیم، هزینه‌های مبادله افزایش خواهند یافت زیرا خریدار باید هزینه مربوط به کسب اطلاعات در خصوص وضعیت محال‌علیه (ناشر) و نیز دین واقعی او به محیل را بررسی کرده و در چانه‌زنی‌های خود با مالک ورقه بهادار آن را لحاظ کند. با توجه به اینکه هزینه‌های مبادله ناشی از مجموعه هزینه‌های مربوط به انتقال حق مالکیت از یک طرف به طرف دیگر است، بالا بودن هزینه مبادله می‌تواند باعث کاهش اصل مبادله شود. در نتیجه یافتن راه‌های حقوقی برای کاهش هزینه مبادله به کارایی اقتصادی می‌افزاید (دادگر، ۱۳۸۹: ۲۳-۲۲). از سوی دیگر، در وضعیتی که نظام حقوقی، مالکیت را به گونه‌ای تعریف کرده باشد که افراد خود ملزم به صرف هزینه برای حمایت از آن باشند، سرمایه‌ای که باید در اقتصاد جریان داشته باشد، برای حمایت

از حق مالکیت توسط افراد انباشته شده و راکد نگاه داشته خواهد شد (Barzel, op.cit., 4)؛ بنابراین، اگر اوراق بهادار عین یا شبه سند تجاری تلقی شده، صرف نظر از منشأ اولیه آنها و با حمایت قانون از خریدار با حسن نیت مورد نقل و انتقال قرار گیرد، هزینه‌های مبادله کاهش می‌یابد، چرا که اگر این اوراق در قالب حق دینی و با توجه به منشأ اولیه آنها مورد نقل و انتقال واقع شوند، هر مالک باید ایادی قبلی خود را شناخته و مطمئن شود که ورقه به طریق صحیح قانونی به او منتقل شده و معاملات قبلی صحیح بوده‌اند؛ امری که بر هزینه‌های معامله می‌افزاید؛ بنابراین، یا باید از خریدار با حسن نیت به هزینه مالک اصلی حمایت شود که خود مستلزم تعریف متفاوت از ساختار مالکیت اوراق بهادار و تعریف آنها به عنوان اسنادی است که دارای وصف تجریدی هستند و یا از مالک اصلی به هزینه بالا رفتن هزینه‌های کلی تأمین مالی شرکت‌ها (حمایت از مالک به بهای کاهش انگیزه خریداران با حسن نیت برای صرف منابع جهت خرید اوراق بهادار) که خود عدم کارایی اقتصادی را به دنبال دارد.

از نظر اقتصادی، حسن نیت ابزار افزایش منافع اقتصادی طرفین بوده و احترام به اصل حسن نیت موجب صرفه‌جویی در هزینه‌های معاملاتی می‌شود. مطابق مواد ۱۷۰ تا ۱۷۳ قانون مدنی آلمان، در معاملاتی که به نمایندگی صورت می‌گیرد، شریک معامله نسبت به ظاهری که وکیل مبنی بر داشتن حق نمایندگی ایجاد کرده، مورد حمایت قرار گرفته است. مبنای حمایت از حسن نیت بررسی شرایطی برای ایجاد انگیزه‌های مادی برای فراهم‌سازی اطلاعات اجتماعی ثمربخش با کمترین هزینه است. (انصاری، ۱۳۹۰: ۴۷۲) بدین ترتیب در انتخاب وصف تجریدی برای اوراق بهادار باید انتخاب کنیم که «حق ضرر زدن» با کیست و هزینه کدام بیشتر است؟ (Coase, 1960: 1). اگر از مالک اصلی حمایت شود، به او حق داده‌ایم که به خریدار با حسن نیت ضرر بزند و اگر از خریدار با حسن نیت حمایت کنیم در حقیقت به او حق داده‌ایم که به مالک اصلی ضرر بزند. در این زمینه گفته شده است که چنانچه اجرای حق قانونی فردی بر طبق قواعد مالکیت انجام شود، اشخاص ثالث تنها با رضایت دارنده حق و طبق شرایط و قیمت توافق شده با وی، حق استفاده از موضوع حق را دارند. در مقابل، چنانچه اجرای حق قانونی فردی طبق قواعد مسئولیت صورت گیرد، اشخاص ثالث می‌توانند بدون رضایت و توافق قبلی با دارنده حق و تنها با پرداخت مبلغ و گرامتی که از سوی مقام صالح دولتی یا قضایی تعیین می‌شود، از مال موضوع حق استفاده کنند (صاحب، ۱۳۸۸: ۲۴۱). در این راستا، اگر خریدار با حسن نیت ریسک معاملات فضولی را بر عهده داشته باشد، قطعاً این ریسک را در هزینه‌های مربوط به خرید ورقه بهادار محاسبه خواهد کرد. برای مثال اگر در نظر بگیریم که ارزش ورقه سهم ۱۰۰ تومان است، در صورتی که از خریدار با حسن نیت حمایت نشود، (قواعد

مالکیت) او این ریسک را محاسبه کرده و حاضر به پرداخت ۸۰ تومان بابت ورقه سهم است تا با ۲۰ تومان دیگر از حقوق خود دفاع کند. در حالی که با اعمال قواعد مسئولیت، اگر از خریدار با حسن نیت حمایت شود، او حاضر به پرداخت مبلغ ۱۰۰ تومان برای ورقه سهم است؛ بنابراین، با استفاده از قواعد مسئولیت باید از خریدار با حسن نیت در مقابل معامله‌گر فضولی حمایت به عمل آمده و این حمایت در قالب صحت معامله و مالک شناختن خریدار با حسن نیت در صورتی است که برای مثال نماینده از اختیارات خود تجاوز کرده یا معلوم شود که اصولاً نماینده نبوده است. ممکن است تصور شود که با حمایت از خریدار با حسن نیت صرفاً قواعد مسئولیت را اعمال کرده‌ایم اما باید به این نکته توجه داشت که با اعمال وصف تجریدی به صورت ناقص، خریدار با حسن نیت مالک ورقه بهادار نمی‌شود اما می‌تواند جبران خسارت خود را بدون نیاز به اثبات ضرر و به صرف اثبات وقوع معامله فضولی، از ناشر بخواهد حتی اگر شخص اخیر مرتکب تقصیری نشده یا در معامله نقشی نداشته باشد. دلیل مسئولیت ناشر، ایجاد ظاهر اطمینان‌بخش ورقه بهادار توسط او برای اشخاص ثالث است. بدین ترتیب، قواعد مالکیت نیز نادیده انگاشته نشده و مالک اصلی می‌تواند مال متعلق به خود را بازیابد. در حقیقت پذیرش وصف تجریدی به صورت ناقص، به معنای پذیرش حد وسطی از اعمال قواعد مسئولیت و مالکیت به صورت توأمان است؛ بنابراین، اعمال هریک از قواعد مسئولیت و مالکیت بسته به اینکه کدام یک و در کدام شرایط هزینه‌های معاملاتی را کاهش می‌دهد، منجر به کارایی اقتصادی و گردش سرمایه بیشتری در اقتصاد خواهد شد. در نهایت باید توجه داشت که تضمینات حقوقی به سان قیمت‌ها هستند و هرچه تضامین حقوقی کاراتری برای مالکیت خریداران با حسن نیت در نظر گرفته شود، تقاضا برای سرمایه‌گذاری در بخش اقتصاد مالی افزایش یافته و این بخش از اقتصاد رونق بیشتری خواهد گرفت (انصاری، ۱۳۹۰: ۹).

## فرجام

تبدیل دارایی‌ها به نماد و ورقه بهادار باعث تبدیل بسیاری از دارایی‌های با نقد شوندگی پایین از قبیل زمین به دارایی‌هایی با نقد شوندگی بالا می‌شود که به آسانی قابل نقل و انتقال هستند. همچنین تبدیل دارایی‌ها به نمادهای متحدالشکل، موجب تجزیه مالکیت آن در دست افراد گوناگون شده و هر فرد با اطمینان به اینکه به آسانی می‌تواند دارایی‌اش را به فروش برساند، اقدام به خرید این اوراق می‌کند. این امر باعث افزایش معاملات دارایی‌های غیرنقدشونده و افزایش سرعت گردش پول می‌شود. افزایش سرعت گردش پول نیز به نوبه خود مانع رکود بوده و با کارایی اقتصادی همبستگی مثبت دارد. تحلیل اقتصادی مالکیت اوراق بهادار به معنای بررسی آثار اقتصادی مالکیت این اوراق است. بدین ترتیب در این نوع از تحلیل، بررسی می‌شود

که چه نوع خاصی از مالکیت اوراق بهادار، افزایش سرعت گردش پول و در حقیقت بیشترین کارایی اقتصادی را در بردارد. حق عینی و دینی دو نمونه بارز از حقوق مالی هستند. انتخاب هریک از این دو نوع مالکیت یا نوع سومی از آن، کارایی اقتصادی متفاوتی را برای اوراق بهادار در پی خواهد داشت. بر این اساس، تلقی اوراق بهادار به عنوان حق دینی باعث توجیه نقل و انتقال آنها بر اساس «عقد حواله» خواهد شد که این تحلیل با معایب چندی همراه است؛ از جمله اینکه در عقد حواله هر سه طرف عقد باید مشخص بوده و رضایت هر سه نفر لازم است؛ امری که هزینه‌های معاملاتی را افزایش می‌دهد. ضمن اینکه این شیوه مالکیت از خریدار با حسن نیت این اوراق حمایت نمی‌کند. همچنین مطابق قواعد شریعت، حق دینی قابل ترهین نیست و این امر باعث راکد ماندن سرمایه و عدم امکان استفاده از انرژی موجود در اوراق بهادار به عنوان اموالی قابل رهن جهت استفاده از ارزش آنها در سایر پروژه‌ها خواهد شد. از سوی دیگر، این اوراق عین به معنای دقیق نیز نیستند زیرا قابل تعیین به معنای دقیق نبوده و اموال مثلی تلقی می‌شوند. بدین ترتیب، با پذیرش نوع سومی از مالکیت که در میانه حق دینی و عینی قرار داشته و به آن «حقوق چرخنده» اطلاق می‌شود، می‌توان از معایب این دو نوع مالکیت احتراز کرد، ضمن آنکه از مزایای هر دو نوع آنها بهره‌مند شد؛ به این معنا که تلقی اوراق بهادار به عنوان اعیانی در نوع خاص خود که به عنوان «ارزش در گردش» هستند، به تسهیل معاملات این اوراق در قالب عقد رهن کمک کرده و مانع از رکود سرمایه‌ها می‌گردد. این امر باعث می‌شود تا کارایی اقتصادی این اوراق به حداکثر رسیده و امکان استفاده از «ارزش» آنها در اقتصاد فراهم شود. ضمن آنکه عرف نیز این اوراق را در مرحله گردش آنها در بازار اعیانی در نوع خاص خود تلقی کرده، آنها را قابل وثیقه گذاری دانسته و نیز وصف تجریدی را در خصوص سهام شرکت‌ها پذیرفته است؛ بنابراین، با تحلیل اوراق بهادار در قالب شبه اسناد تجاری و نیز پذیرش وصف تجریدی به صورت ناقص برای این اوراق، خریدار با حسن نیت ریسک مربوط به معاملات فضولی این اوراق را در معاملات خود لحاظ نمی‌کند و همین امر باعث کاهش هزینه‌های مبادله و افزایش سهولت در تأمین مالی شرکت‌ها می‌شود؛ تحلیلی که امروزه در کشورهای پیرو سیستم کامن‌لا نیز مورد پذیرش قرار گرفته است.

### پانوشت‌ها:

- (۱) Asset واژه دارایی در اینجا به مفهوم دارایی پایدار و در مقابل کالاهای مصرفی که برای مصرف نهایی تولید شده‌اند، به کاررفته است.
- (۲) منظور از نظام مالکیت رسمی نظام مالکیتی است که توسط حکومت و در قالب قوانین مصوب به رسمیت شناخته شده و مورد حمایت قرار می‌گیرد.
- (۳) منظور از نظام مالکیت رسمی، نظام مالکیتی است که توسط حکومت و در قالب قوانین مصوب به رسمیت

شناخته شده و مورد حمایت قرار می‌گیرد.

(۴) در معنای اصطلاحی و غالب، ارزش به معنی دقیق کلمه مفهومی مجرد است که جدا از پیوند بین اجناس تولید شده با فعالیت‌های انسانی، دارای هیچ‌گونه حیاتی از آن خود نیست. برای اینکه «چیزی» بیش از یک مفهوم توخالی باشد، باید به چیزی واقعی و ملموس تبدیل شود؛ شیئی منفرد و تک مثل پول. در مقابل گفته شده است که پول یا ورقه بهادار را باید از ارزش تفکیک کرد (Ireland, 2004: 4)؛ اما هگل ضرورت دستیابی روابط ارزش به شکل عینی را درک کرده است. او از همانندی ذات (ارزش) و شیء (ورقه بهادار) سخن می‌گوید. هگل معتقد است برای تبدیل کارها و خدمات مجرد افراد به «شیئی قابل استفاده» برای جامعه، به «شکل ارزش» نیاز است. به همین دلیل است که مارکس می‌گوید پول، خدمت و کار (مال غیرملموس و ارزش) را به شکل کالا درآورده است (Ferguson, 2008: 17)؛ هر کاری همچون موجودیتی اجتماعی از ارزش تلقی می‌شود؛ اما ارتباط مفهومی میان کار و تولید اجناس چگونه تحقق می‌یابد؟ آنها «واقعاً» چگونه باهم پیوند می‌یابند؟ استدلال هگل این است که پول یا اوراق بهادار چنین ارتباطی را ایجاد می‌کنند. بر خلاف مارکس که ارزش را به‌عنوان کیفیتی ذاتی در پیکر کالا تلقی می‌کند، هگل مرتکب «خطای بت‌وارگی کالا» نمی‌شود. نزد هگل، رابطه بین ماده و شکل تنها یک رابطه بیرونی است. اشیاء از این رو که در ذات خود حاوی ارزش‌اند، سنجش‌پذیر نیستند. برعکس، هنگامی دارای ارزش می‌شوند که همچون هم‌ارزهای یکدیگر، در شکل ارزش وضع شوند (جی آرتور، ۱۳۹۲: ۲۶۴، ۲۶۷ و ۲۸۳).

(۵) شایان ذکر است که مقصود از اوراق بهادار در معنای اخص «اسناد کاغذی یا غیر کاغذی هستند که توسط بانک جهت تأمین مالی شرکت‌ها منتشر شده یا تحت نظارت سازمان بورس و اوراق بهادار و بر اساس ضوابط و مقررات وضع شده توسط این سازمان، در بازار بورس و فرابورس قابلیت نقل و انتقال داشته و مصادیق آن توسط شورای بورس و اوراق بهادار تعیین می‌شود.» برای دیدن ضوابط و شرایط تعریف اوراق بهادار به صورت تفصیلی: (نقیسه شوشی‌نسب، ماهیت حقوقی اوراق بهادار، چاپ اول، نشر میزان، تابستان ۱۳۹۴: ۱۳۰-۱۱۸).  
(۶) مطابق بند ۱۲ ماده یک قانون بازار اوراق بهادار مصوب ۱۳۸۴/۰۹/۰۲، ناشر شخص حقوقی است که اوراق بهادار را به نام خود منتشر می‌کند.

(۷) در حال حاضر مصادیق این اوراق بهادار به معنای اخص عبارت‌اند از سهام شرکت‌های بورسی، اوراق مشارکت و صکوک. از سوی دیگر، صکوک ماهیتاً نوعی ورقه مشارکت به شمار می‌آیند؛ برای مثال افراد با سرمایه‌گذاری در جهت خرید اوراق اجاره یا مرابحه، در حقیقت اقدام به «مشارکت» در تأمین مالی شرکت‌هایی کرده‌اند که نیازمند سرمایه هستند.

(۸) «... رهن دین قبل از قبض آن بنا بر احتیاط صحیح نیست اگرچه وجهی برای صحت آن موجود است ... و صحیح نیست رهن منفعت ...»؛ (امام خمینی، ۱۴۲۸: ۵) «... رهن منفعت صحیح نیست چون نمی‌تواند آن را به دست طلبکار دارد و اقباض حاصل نمی‌شود ...». (علامه حلی، ۱۴۱۱: ۷۶)

(۹) از آن جمله است دستورالعمل توثیق اوراق بهادار مصوب ۱۳۸۹/۰۹/۲۳ هیئت‌مدیره سازمان بورس و اوراق بهادار.

(۱۰) نقص وصف تجریدی برای این اوراق از این جهت است که اعمال وصف تجریدی در خصوص اوراق بهادار بانام به صورت کامل امکان‌پذیر نیست هر چند این وصف در خصوص اوراق بهادار بی‌نام به صورت کامل قابل اعمال است. تحلیل معاملات اوراق بهادار بانام در مرحله صدور، در اکثر نظام‌های حقوقی بر اساس عقد حواله و در مرحله جریان، در نظام حقوقی کامن‌لا بر اساس استایل و در نظام حقوقی رومی-ژرمنی و حقوق ایران با استفاده از «قاعده منع انکار بعد از اقرار» و «فرض قانونی» صورت می‌گیرد؛ به این معنا که وصف تجریدی بودن در خصوص این اوراق به صورت ناقص اعمال می‌شود و دارنده‌ای که در اثر یک معامله فضولی سهام را

خریداری کرده است، در صورت اقامه دعوا توسط مالک اصلی، مالک سهم نمی‌شود اما می‌تواند جبران خسارت خود را از شرکت به دلیل اینکه با انتشار سهم ظاهر قابل اعتمادی را به وجود آورده است، بخواهد. برای مطالعه بیشتر:

Eva Micheler (2002), "Farewell quasi-negotiability? Legal Title and Transfer of Shares in a Paperless World", London School of Economics.

(۱۱) همچنین گفته شده که هزینه‌های معامله عبارت است از هزینه‌های مربوط به انتقال، تصرف و حفاظت از حقوق مالکیت (Barzel, 1997: 4) و هزینه‌های کلی یک کالا از نظر اقتصادی شامل هزینه‌های تولید و هزینه‌های معامله است (Ollila, op. cit.: 2). همچنین برخی معتقدند هزینه‌های معامله عبارت است از هزینه‌های خلق و حمایت از حقوق مالکیت (Doughlas, 1995:2).

(۱۲) البته به‌طور خاص در خصوص اوراق بهادار باید گفت هزینه‌های معاملاتی در صورت نامعلوم بودن مال موضوع قرارداد به شدت افزایش پیدا می‌کند چرا که طرفین باید در این خصوص به چانه‌زنی پرداخته و منابعی را صرف کنند تا موضوع قرارداد را دقیقاً مشخص نمایند. این در حالی است که اگر اوراق بهادار را اعیانی در نوع خاص خود تلقی کنیم، چنین امری در خصوص آنها مصداق ندارد و عدم تعیین دقیق آنها نیز تأثیر در افزایش هزینه‌های معاملاتی ندارد چراکه این اوراق اموال مثلی بوده و ارزش هر یک از آنها به میزان ارزش سایر اوراق مربوط به همان دسته است.

## منابع فارسی

- انصاری، مهدی (۱۳۹۰)، *تحلیل اقتصادی حقوق قراردادها*، تهران: جاودانه، جنگل، چاپ اول.
- پیلوار، رحیم (۱۳۹۱)، *فلسفه حق مالکیت*، تهران: شرکت سهامی انتشار، چاپ اول.
- جعفری تبار، حسن (۱۳۸۵)، "شرح حق پایان ندارد همچو حق: گفتاری در سیر تاریخی تقلیل مفهوم حق از عدالت به مالکیت"، *مجله دانشکده حقوق و علوم سیاسی*، شماره ۷۲.
- جی آر تور، کریستوفر (۱۳۹۲)، *دیالکتیک جدید و سرمایه*، ترجمه فروغ اسدیپور، تهران: پژواک، چاپ نخست.
- حلی، حسن بن یوسف (۱۴۱۱)، *شرح تبصره‌المتعلمین*، کتاب رهن، ج ۲، تهران: وزارت فرهنگ و ارشاد اسلامی.
- خامنه‌ای، سید محمد (۱۳۷۰)، *مالکیت عمومی*، تهران: تک.
- دادگر، یداله (۱۳۸۹)، *مؤلفه‌ها و ابعاد اساسی حقوق و اقتصاد*، تهران: انتشارات پژوهشکده اقتصاد دانشگاه تربیت مدرس و نور علم، چاپ اول.
- دوسوتو، هرناندو (۱۳۸۶)، *راز سرمایه: چرا سرمایه‌داری در غرب موفق می‌شود و در جاهای دیگر شکست می‌خورد؟* ترجمه فریدون تفضلی، تهران: نی، چاپ سوم.
- صاحب، طیبه (۱۳۸۸)، "مبانی حقوق مالکیت فکری از دیدگاه اقتصادی"، *پایان‌نامه دکترای حقوق خصوصی*، دانشکده حقوق و علوم سیاسی دانشگاه تهران.
- صادقی نشاط، امیر (۱۳۸۹)، *حقوق پدیدآورندگان نرم‌افزارهای کامپیوتری*، تهران: میزان، چاپ اول.
- طباطبایی، محمدحسین (بی تا)، *اصول فلسفه و روش رئالیسم* (مقاله ششم: ادراکات اعتباری)، قم: دفتر انتشارات اسلامی.



قانون بازار اوراق بهادار مصوب ۱۳۸۴/۰۹/۰۲.

موریس، آندور پی.ام. (۱۳۹۰)، *مقدمه‌ای بر اقتصاد مالکیت*، ترجمه دفتر مطالعات محیط کسب و کار مرکز پژوهش‌های مجلس شورای اسلامی، تهران: مرکز پژوهش‌های مجلس شورای اسلامی. الموسوی الخمينی، روح‌الله (۱۴۲۸)، *تحریر الوسیله*، ج ۳، قم: نشر مشعر، چاپ سی و چهارم.

### منابع لاتین

- Barzel, Yoram (1997), *Economic Analysis of Property Rights*, Second Edition, United Kingdom: Cambridge University Press, Cambridge CB2 1RP.
- Coase, Ronald (1960), "The Problem of Social Cost", *The Journal of Law and Economics*. Vol.3, 1-44.
- Decorps, Jean-Paul (1995), *Le Droit de Propriété: évolutions et Adaptations*, Professeur associé à l'Université d'Aix Marseille III.
- Dietmar, Peetz, Genreith Heribert (2011), "The Financial Sector and the Real Economy", *Real-World Economics Review*, Issue No. 57, Institute for Applied Risk Management, Germany.
- Doughlas, W. Allen (1995), "Order in Church: A Property Rights Approach", Department of Economics, Simon Fraser University, Canada, Vol. 27.
- Ferguson, Niall (2008), *The Ascent of Money*, New York: The Penguin Press.
- Gore, Marie (2008), *L'évolution et la Diversification du Droit de Propriété*, Professeur à l'Université Panthéon-Assas (Paris II).
- Hobbs, Jill E. William A. Kerr (2009), *Public and Private Goods: The Canadian National Livestock and Poultry Traceability Program*, May T. Yeung.
- Ireland, Peter N. (2004), *Money, Banking, and Financial Markets*, Department of Economics, Boston College.
- Menger, Carl (1982), "On the Origins of Money", *Economic Journal*, Vol 2.
- Merges, Robert P (2005), *A Transactional View of Property Rights*.
- O'Driscoll, Gerald P. Lee Hoskins (2003), *Property Rights: The Key to Economic Developments*.
- Ollila, Petri (2009), *Principles of Institutional Economics-with Applications to Cooperative Enterprises*, University of Helsinki, Faculty of Agriculture & Forestry, Department of Economics and Management.
- Rodrik, Dani, Mark Rosenzweig (2010), *Handbook of Development Economics*, Vol. 5, The Netherlands: North-Holland.
- Salzberger, Eli M (2010), *The Law and Economics Analysis of Intellectual Property:*

- Paradigmatic Shift From Incentives to Traditional Property*, University of Haifa, Faculty of Law.
- Sheldon, W.H. (1914), "An Empirical Definition of Value", *The Journal of Philosophy, Psychology and Scientific Methods*, Vol. 11, No. 5.
- Smart, William (1931), *An Introduction to the Theory of Value*, London: Macmillan Company.
- Tcherneva, Pavlina (2005), "The Nature, Origins, and Role of Money: Broad and Specific Propositions and Their Implications for Policy", *Working Paper No. 46*.
- ZetiAkhtar Aziz (2012), "Finance and the Real Economy– Fostering Sustainability", Jakarta, 19 December 2012.