



# A Comparative Study of the Governing Law on Intermediated Securities in the Legal Systems of Iran, England, and the United States

**Jaber Esmailzadeh**

Department of Private Law, Zanjan Branch, Islamic Azad University, Zanjan, Iran.  
Email: [jabersmaelzadeh@yahoo.com](mailto:jabersmaelzadeh@yahoo.com)

**Nejadali Almasi\*** (Corresponding Author)

Department of Private Law, Zanjan Branch, Islamic Azad University, Zanjan, Iran.  
Email: [nalmasi@ut.ac.ir](mailto:nalmasi@ut.ac.ir)

**Rabia Eskini**

Department of Private Law, Zanjan Branch, Islamic Azad University, Zanjan, Iran.  
Email: [dreskini@inbox.com](mailto:dreskini@inbox.com)

**Ali-Akbar Izadi-Fard**

Department of Private Law, Zanjan Branch, Islamic Azad University, Zanjan, Iran.  
Email: [ali85akbar@yahoo.com](mailto:ali85akbar@yahoo.com)

Use your device to scan and read the article online



**Citation** Esmailzadeh, J., Almasi, N., Eskini, R., Izadi-Fard, A.A (2025). A Comparative Study of the Governing Law on Intermediated Securities in the Legal Systems of Iran, England, and the United States. [Islamic Law \(A Quarterly Journal of Law\)](#). 22 (87): 205-230.



[10.22034/ilaw.2024.713258](https://doi.org/10.22034/ilaw.2024.713258)

Received: 15 September 2022 , Accepted: 15 January 2024

## Abstract

The increasing development of securities has created new issues in this field. One of these issues is the emergence of intermediary securities. Unlike direct securities, these securities are not directly invested by the investor in the issuer's contract. In this method, the intermediary person buys the securities of the issuer and confiscates it, and transfers the rights arising from these confiscated securities to the investor. Although Iran, unlike countries such as the United States and United Kingdom, has not formally provided for these securities in its laws, but in Iran, according to Islamic law, securities are provided under the title of sukuk securities, which are very similar to intermediary securities. . The increasing development of intermediate securities and the global nature of these securities and risks such as the issuer's bankruptcy, double the need to review the law governing these securities. In the United Kingdom, due to the lack of clear rights arising from intermediate securities and the impossibility of determining the location of the property to determine the law governing securities (including intermediate securities), the law is valid if the said securities are registered in that country. In the United States, the law will be enforced if the parties to the contract govern their contract, but if the parties do not agree, the jurisdiction of the mediator will be competent. The jurisdiction of a securities broker is also the area in which the office of the CEO of a securities broker is located. Unfortunately, there is no specific provision in Iranian law regarding the conflict of laws on securities. Therefore, the Iranian legislature tends to impose its national laws on foreign persons in the field of conflict of securities laws, especially intermediate securities.

## Keywords

Intermediary Securities, Sukuk, Issuer, Indirect Ownership, Law Governing.



## Extended Abstract:

### 1. Introduction

The rapid evolution of financial markets has catalyzed the emergence of complex investment instruments, most notably intermediated securities. Unlike traditional direct holding systems where investors maintain a direct contractual relationship with the issuer, the modern landscape increasingly relies on indirect ownership. In an intermediated system, securities are held through a chain of financial institutions, such as banks, brokers, and central depositories, where the intermediary holds the primary asset and credits the investor's account with the corresponding rights. This systemic shift was largely driven by the "paper crisis," where the physical handling of certificates became untenable for high-volume, high-speed global trading.

The core challenge of this system lies in the conflict of laws. Because these securities are often electronic, fungible, and traded across borders, determining their legal "location" (*lex situs*) to establish the governing law is fraught with difficulty. This determination is critical for managing risks such as issuer bankruptcy, the insolvency of intermediaries, and the enforcement of proprietary rights. This study provides a comparative analysis of how the United States, England, and Iran address the governing law for these instruments, highlighting the legal gaps in the Iranian framework compared to the more established systems in the West.

### 2. Research Methodology

This research utilizes a comparative legal analysis to examine the statutory frameworks, judicial precedents, and international conventions governing intermediated securities in three distinct jurisdictions: the United States, England, and Iran. The study analyzes the Uniform Commercial Code (UCC) in the U.S., common law and post-Brexit regulatory shifts in England, and the Securities Market Law and Civil Code in Iran. Furthermore, it integrates international standards, such as the Hague Securities Convention and the Geneva Securities Convention, to evaluate how national laws align with global trends in private international law. The methodology focuses on identifying the criteria used to determine the governing law, such as party autonomy and the intermediary's location.

### 3. Research Findings

The United States: A Pioneer in Indirect Holding

The U.S. legal system is considered a leader in regulating intermediated se-

curities, primarily through Article 8 of the Uniform Commercial Code (UCC). The U.S. approach is characterized by the principle of party autonomy, allowing parties to explicitly choose the law governing their transactions, provided there is a “reasonable connection” to the chosen jurisdiction.

In the absence of an express agreement, the UCC designates the “intermediary’s jurisdiction” as the default governing law. This jurisdiction is typically defined as the location of the intermediary’s chief executive office. This framework ensures legal certainty by focusing on the entity maintaining the account rather than the elusive physical location of the security itself.

#### England: Complexity and International Convergence

The English legal system initially struggled with the nature of securities, often debating whether they constituted rights in rem (property) or rights in personam (contractual debt). Currently, English courts often categorize securities as “choses in action” or debt-based assets. Regarding the conflict of laws, England traditionally applied various theories, including the law of the owner’s domicile or the law of the place of the legal act.

Following Brexit, England is no longer bound by the EU’s Rome I Regulation, but it continues to engage with the Hague International Conference on Private International Law. The English framework for determining governing law is segmented:

1. Proprietary issues (rights against third parties) are generally governed by the law of the country where the intermediary is located.
2. Insolvency matters involve a combination of the intermediary’s local law and the law of the court’s seat.
3. Contractual relations between the investor and intermediary are governed by the law applicable to the account agreement.

#### Iran: Legislative Gaps and the Role of Sukuk

Iran lacks specific statutory provisions regarding the conflict of laws for intermediated securities. While the Securities Market Law of 2005 defines securities broadly to include electronic documents, it does not explicitly regulate the “intermediated” model found in Western systems. Instead, Iran utilizes Sukuk (Islamic securities), which share similarities with intermediated securities but possess distinct legal characteristics.

In Sukuk, the holder typically owns a fractional share of a tangible underlying asset or its usufruct, making it more akin to a title deed than a fungible electronic credit. Unlike intermediated securities in the U.S. or UK, where the investor only owns the “rights” to the asset held by an intermediary, Sukuk holders

are often considered physical possessors of the rights to the base asset, although they cannot partition it.

In terms of governing law, Iranian courts tend to impose national laws on foreign entities, often relying on Article 968 of the Civil Code,. While some scholars argue this article allows for party autonomy, its literal phrasing often leads to the mandatory application of the law of the place where the contract was concluded (*lex loci contractus*). Furthermore, Article 139 of the Constitution creates significant hurdles for international arbitration involving public or state-owned property, which discourages foreign investment in Iranian intermediated instruments.

#### **4. Conclusion**

The global nature of capital markets necessitates a clear and predictable framework for determining the law applicable to intermediated securities. The United States and England have developed sophisticated systems that prioritize party autonomy and the location of the intermediary to resolve conflicts of law.

In contrast, Iran's legal framework remains domestic-centric and lacks the specific provisions needed to handle the complexities of cross-border intermediated transactions,. While Sukuk serves as a functional equivalent in the Islamic context, the lack of transparency in indirect ownership and the constitutional restrictions on arbitration remain significant barriers,. For Iran to successfully integrate into the global financial market, it is essential to adopt specialized conflict of law rules that align with international conventions, such as the Hague or Geneva standards, thereby moving away from the rigid application of national law toward a system that respects the international character of modern securities.

#### **Funding**

According to the corresponding author, this research received no specific grant from any funding agency.

#### **Authors' Contributions**

All authors contributed to the design, implementation, and writing of the manuscript and approved the final version of the article.

#### **Conflict of Interest**

The authors declare that there is no conflict of interest regarding the authorship or publication of this article.



## بررسی قانون حاکم بر اوراق بهادار واسطه‌ای

### در نظام‌های حقوقی ایران، انگلیس و امریکا

جابر اسماعیل زاده

گروه حقوق خصوصی، واحد زنجان، دانشگاه آزاد اسلامی، زنجان، ایران  
Email: jabersmaelzadeh@yahoo.com  
نجداعلی الماسی\* (نویسنده مسئول)

گروه حقوق خصوصی، واحد زنجان، دانشگاه آزاد اسلامی، زنجان، ایران.  
Email: nalmasi@ut.ac.ir

ربیعا اسکینی

گروه حقوق خصوصی، واحد زنجان، دانشگاه آزاد اسلامی، زنجان، ایران.  
Email: dreskini@inbox.com

علی اکبر ایزدی فرد

گروه حقوق خصوصی، واحد زنجان، دانشگاه آزاد اسلامی، زنجان، ایران.  
Email: ali85akbar@yahoo.com



استناد اسماعیل زاده، جابر؛ الماسی، نجداعلی؛ اسکینی، ربیعا؛ ایزدی فرد، علی اکبر (۱۴۰۴). بررسی قانون حاکم بر اوراق بهادار واسطه‌ای در نظام‌های حقوقی ایران، انگلیس و امریکا. فصلنامه حقوق اسلامی. ۲۲ (۸۷): ۱۹۸-۱۷۳

[10.22034/ilaw.2024.713258](https://doi.org/10.22034/ilaw.2024.713258)

تاریخ دریافت: ۱۴۰۱/۰۶/۲۴، تاریخ پذیرش: ۱۴۰۲/۱۰/۲۵

### چکیده

توسعه روزافزون اوراق بهادار باعث ایجاد مباحث نوینی در این زمینه گردیده است. یکی از این مسائل، ظهور اوراق بهادار واسطه‌ای است. در این نوع از اوراق، برخلاف اوراق بهادار مستقیم، سرمایه‌گذار به نحو مستقیم طرف قرارداد با ناشر قرار نمی‌گیرد. در این روش شخص واسطی اقدام به خرید اوراق بهادار ناشر و حبس کردن آن نموده و حقوق ناشی از این اوراق حبس شده را به سرمایه‌گذار منتقل می‌نماید. هرچند ایران برخلاف کشورهایی همچون امریکا و انگلیس این اوراق را به صورت رسمی در قوانین خود پیش بینی ننموده است، اما در ایران و باتوجه به شریعت اسلام، اوراقی تحت عنوان اوراق صکوک پیش بینی گردیده است که شباهت فراوانی با اوراق بهادار واسطه‌ای دارد. توسعه روزافزون اوراق بهادار واسطه‌ای و ویژگی جهانی بودن این اوراق و ریسک‌هایی همچون ورشکستگی ناشر، ضرورت بررسی قانون حاکم بر این اوراق را دوچندان می‌نماید. در انگلستان نیز به دلیل مشهود نبودن حقوق ناشی از اوراق بهادار واسطه‌ای و عدم امکان تعیین محل وقوع مال برای تعیین قانون حاکم بر اوراق بهادار (از جمله اوراق بهادار واسطه‌ای) قانونی را حاکم می‌دانند که اوراق مذکور در آن کشور ثبت گردیده باشند. در امریکا، در صورتی که طرفین قانونی را بر قرارداد خود حاکم نمایند، قانون مذکور اجرا خواهد شد اما در صورتی که طرفین توافقی در این زمینه ننمایند، حوزه قضایی شخص واسطه صالح خواهد بود. حوزه قضایی شخص واسطه اوراق بهادار نیز حوزه‌ای است که دفتر مدیر عامل واسطه اوراق بهادار، در آن واقع شده است. متأسفانه در زمینه تعارض قوانین در مورد اوراق بهادار به طور مشخص، در قوانین ایران مقررهای وجود ندارد؛ بنابراین قانونگذار



ایرانی تمایل دارد در زمینه تعارض قوانین اوراق بهادار بالأخص اوراق بهادار واسطه‌ای، قوانین ملی خود را به اشخاص خارجی تحمیل نماید.

## واژگان کلیدی

اوراق بهادار واسطه‌ای، صکوک، ناشر، مالکیت غیرمستقیم، قانون حاکم.

## مقدمه

یکی از دستاوردهای دنیای مدرن در عرصه اموال، ظهور و توسعه اوراق بهادار است. با توجه به توسعه روزافزون این اوراق مسائل مختلفی پیرامون این اوراق مطرح می‌شود. یکی از موضوعات قابل بررسی در این زمینه تعیین قانون حاکم بر اوراق بهادار واسطه‌ای است. با این توضیح که اوراق بهادار را در یک دسته بندی کلی می‌توان به اوراق بهادار واسطه‌ای و اوراق مستقیم تقسیم نمود. منظور از اوراق بهادار واسطه‌ای اوراقی است که اعتبار آنها به حساب متعلق به یک واسطه منتقل شده است. ویژگی اصلی این گونه اسناد این است که واسطه صرفاً حق نگه داری و حبس این اسناد را دارد، بدون اینکه واسطه دارای نفعی نسبت به این اوراق باشد. در واقع اوراق بهادار واسطه‌ای زمینه سرمایه‌گذاری را تسهیل نموده است. به عبارت دیگر در حال حاضر، سرمایه‌گذاران از طریق ورودی‌های اعتباری رایانه‌ای، زنجیره‌ای از مؤسسات مالی مانند بانک‌ها، سیستم عامل‌های سرمایه‌گذاری و کارگزاران (واسطه‌ها) صاحب اوراق بهادار می‌شوند. این سیستم اوراق بهادار واسطه باعث شده است که تجارت به‌طور چشمگیری سریعتر، ارزان‌تر و راحت‌تر انجام شود.

گسترش روزافزون تکنولوژی باعث شده است که اوراق واسطه‌ای هر روز با اقبال بیشتری مواجه شود. نکته قابل توجه در زمینه اوراق بهادار واسطه‌ای تبیین ماهیت این اوراق و تعیین قانون حاکم بر این اوراق است. با توجه به اینکه اوراق بهادار واسطه‌ای در نظام حقوقی امریکا پذیرفته شده است و این کشور در این زمینه پیشگام است به همین دلیل در این مقاله به بررسی ماهیت و تبیین قانون حاکم بر اوراق بهادار واسطه‌ای در این کشور خواهیم پرداخت. همچنین

باتوجه به وجود برخی از اسناد در انگلیس در این زمینه، انگلیس و در نهایت حقوق ایران نیز از این منظر مورد بررسی قرار خواهد گرفت.

## ۱. مفهوم اوراق بهادار واسطه‌ای

بر اساس بند ۲۴ ماده ۱ قانون بازار اوراق بهادار جمهوری اسلامی ایران مصوب ۱۳۸۴ اوراق بهادار: «هر نوع ورقه یا مستندی است که متضمن حقوق مالی قابل نقل و انتقال برای مالک عین و یا منفعت آن باشد. شورا، اوراق بهادار قابل معامله را تعیین و اعلام خواهد کرد. مفهوم ابزار مالی و اوراق بهادار در متن این قانون، معادل هم در نظر گرفته شده است» بر اساس این تعریف، اوراق بهادار اعم از «ورقه» یا «مستند» است. «منظور قانونگذار از مستند نیز اوراقی است که در مقابل ورقه کاغذی (Physical Certificate) قرار داشته و جنبه غیرکاغذی و الکترونیکی اوراق بهادار مد نظر بوده است» (باقری و شوشی نسب، ۱۳۹۲، ص ۸۳). «براین اساس اوراق بهادار، اسناد مثلی هستند که به وسیله شرکت‌ها، دولت‌ها، سازمان‌های خصوصی و عمومی بین‌المللی به منظور تأمین مالی برای اجرایی شدن، پروژه‌های خصوصی و عمومی بین‌المللی به منظور تأمین مالی برای اجرایی شدن پروژه‌ها و یا تجارت منتشر می‌شوند. این اوراق به کاهش هزینه مالی ناشران کمک می‌کند» (Micheler, 2009, p.13).

بخش (a) ۲ قانون اوراق بهادار امریکا (Securities Act of 1933) که در سال ۱۹۳۳ میلادی به تصویب رسید در مبحث تعاریف آمده است: «عبارت ورقه بهادار به معنای هرگونه نوشته سهام، سهام خزانه، یا به‌طور کلی هرگونه منفعت یا ابزاری که عموماً به عنوان ورقه بهادار شناخته می‌شود»<sup>۱</sup>. هرچند سابقاً اوراق بهادار مستقیماً توسط سرمایه‌گذار نگهداری می‌شد، اما در حال حاضر بسیاری از اوراق بهادار از طریق واسطه نگهداری می‌شود.

1. [http://www.govinfo.gov/gcomp/sec/securities act of 1933. xml-GovInfo \(1401/11/06\)](http://www.govinfo.gov/gcomp/sec/securities act of 1933. xml-GovInfo (1401/11/06)).

بر همین اساس یکی از اقسام اوراق بهادار که به نحو فزاینده در حال توسعه و پیشرفت می‌باشد، اوراق بهادار واسطه‌ای می‌باشد. در تعریف اوراق بهادار واسطه‌ای می‌توان بیان نمود که «اوراق بهادار واسطه‌ای، اساساً، اوراق بدهی و حقوق صاحبان سهام متعلق به یک سرمایه‌گذار است که از طریق واسطه یا مجموعه‌ای از واسطه‌ها برای آنها نگهداری می‌شود» (Moffatt, 2018, p. 57). براین اساس اوراق بهادار واسطه از طریق زنجیره‌ای از اشخاص ثالث نگهداری می‌شوند، که هر یک از آنها رابطه قانونی متفاوت با دارایی اصلی دارند. در حقیقت با پیشرفت بازارهای سرمایه و افزایش تعداد اوراق بهادار که به صورت 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 (Jo-hansson, 2009, p. 139). به همین دلیل در سیستم حقوقی برخی کشورها نوع جدیدی از مالکیت اوراق بهادار با نام اوراق بهادار واسطه‌ای 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

کشورهایی هستند که این نوع مالکیت جدید را به رسمیت شناخته‌اند (Garcimartin, 2006, pp3-4) از این مالکیت جدید با عنوان مالکیت غیرمستقیم اوراق بهادار یا اوراق بهادار واسطه‌ای نیز یاد می‌شود. در سیستم مالکیت غیرمستقیم، واسطه و ازجمله 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 ازسوی واسطه هاست، 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>۱</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. «ساز و کار اوراق بهادار واسطه‌ای در نظام حقوقی امریکا این گونه است که، سهام منتشر شده ازسوی همه شرکت‌ها تحت مالکیت «سیدانکو»

پژوهشگاه علوم انسانی و مطالعات فرهنگی  
پرتال جامع علوم انسانی

۱. تفاوت هلدینگ (Holding) با مالکیت (Ownership) این است که در هلدینگ، نگهدارنده و متصرف مال، مالک تمام عبار 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؛ درحالیکه مالکیت، طیف وسیع‌تری داشته و مالک واقعی، حق انتقال عین، هبه، ازدست دادن، ازبین 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، ر.ک: Hubert de Vauplane, Directeur Juridique et Conformite, Company law and the Geneva Convention: Point of contention, Group (General Counsel, Credit Agricole, 2010, p.4).

(Cede & Co)<sup>۱</sup> به عنوان مالک اسمی سهم (Nominee) قرار می گیرد. شرکت «دی تی سی» (DTC Depository Trust Company)<sup>۲</sup> به عنوان شرکت مادر، اقدام به افتتاح حساب های جداگانه برای مشتریان نموده و سپس امتیاز استفاده از حق مالکیت اوراق بهادار را برای هر مشتری به میزان سهام خریداری شده اختصاص می دهد» (Thévenoz, 2010, p.847) این اقدام که در نتیجه توسعه و پیشرفت بازارهای مالی و افزایش تعداد اوراق بهادار به صورت سنتی در شکل کاغذی و مشکلات ناشی از حمل و جابجایی اوراق کاغذی، صورت گرفت، منتج به ایجاد نوعی از مالکیت جدید اوراق بهادار گردید. (Johansson, 2009, p.139) نظام حقوقی امریکا این نوع از مالکیت غیرمستقیم (اوراق بهادار واسطه ای) را به رسمیت شناخت. در این کشور نگه داری اوراق بهادار توسط واسطه ها به دو صورت انجام می شود. در روش اول، واسطه، خود مالک سهام می باشد، در حالی که در روش دوم واسطه هیچ حقی نسبت به اوراق ندارد، بلکه صرفاً نگه دارنده است.

«در نظام حقوقی انگلیس نیز در صورتی که شخص، روش سرمایه گذاری غیرمستقیم (اوراق بهادار واسطه ای) را انتخاب نماید (بر خلاف مالکیت مستقیم) سهامدار شرکت تلقی نگردیده و هیچ گونه رابطه مستقیمی با شرکت نخواهد داشت، بلکه از طریق واسطه ای مانند کارگزار اقدام به سرمایه گذاری نموده و بر این اساس سرمایه گذار صرفاً در سودآوری شرکت سهام خواهد بود» (Law Commision, 2020, p.5)، بر این اساس سرمایه گذار حق

۱. Cede and Company «سیدانکو» مخفف گواهی سپرده گذاری، یک مؤسسه مالی تخصصی در ایالات متحده امریکا است که انتقال گواهی سهام را از طرف Depository Trust Company «شرکت سپرده گذاری مرکزی اوراق بهادار» پردازش می کند. این سپرده گذاری مرکزی اوراق بهادار در سیستم بازار مالی ایالات متحده که شامل بورس نیویورک و نزدک است مورد استفاده قرار می گیرد. این مؤسسه از نظر فنی مالک تمام سهام منتشر شده عمومی در ایالات متحده است؛ بنابراین سرمایه گذاران خودشان مالکیت مستقیم در سهام ندارند بلکه حقوق قراردادی دارند که بخشی از زنجیره حقوق قراردادی مربوط به Cede «سیدانکو» است.

۲. Depository Trust Company در سال ۱۹۷۳ میلادی تاسیس شد. یک شرکت نیویورکی است که وظایف یک سپرده گذاری مرکزی اوراق بهادار را به عنوان بخشی از سیستم بازار مالی ایالات متحده انجام می دهد. این شرکت سالانه تراکش هایی به ارزش صدها تریلیون دلار تسویه می کند.

شرکت در جلسات شرکت و یا کسب اطلاعات از شرکت را نخواهد داشت. «در نظام حقوقی ایران یکی از اوراق بهادار قابل معامله‌ای که سابقاً مورد استفاده واقع می‌شد، اوراق قرضه بود. پس از انقلاب مقررات اوراق قرضه طبق نظریه شماره ۱۳۵۸/۲۸/۱۱ مورخه ۸۵/۳۰/۲۰۵۱۸ شورای نگهبان غیر شرعی اعلام شد. با غیر شرعی اعلام شدن اوراق قرضه، اوراق دیگری تحت عنوان اوراق مشارکت<sup>۱</sup> جایگزین این اوراق گردید. با تصویب قانون بازار اوراق بهادار در سال‌های ۱۳۸۴ و ۱۳۸۸، بستر قانونی لازم برای طراحی و انتشار انواع گوناگون اوراق بهادار ایجاد گردید» (موسویان و همکاران، ۱۳۹۰، ص ۱۱۷). «در همین راستا اوراقی تحت عنوان صکوک<sup>۲</sup> مطرح گردیده و مورد استفاده قرار گرفته شده است، که نوعی اوراق بهادار اسلامی محسوب می‌شود» (توحیدی و یارمحمدی، ۱۳۹۸، ص ۴۱) «بر اساس تعدادی از این اوراق بهادار صکوک، از جمله اوراق اجاره، اوراق مضاربه، اوراق مزارعه و اوراق مساقات دارندگان این اوراق در سود پروژه‌های بزرگ و درآمد حاصل از آن سهم می‌باشند، البته در برخی دیگر از صکوک شامل اوراق مرابحه سرمایه‌گذار بدون سهم شدن و شراکت از سود مشخصی بهره مند می‌گردد بر این اساس بر خلاف اوراق قرضه که صرفاً گواهی تعهد بدهی است، صکوک نشان‌دهنده مالکیت یک دارایی مشخص برای دارنده اوراق

۱. برای نخستین بار در بند "ب" تبصره ۸۵ قانون برنامه پنج ساله دوم توسعه اقتصادی، اجتماعی و فرهنگی جمهوری اسلامی ایران در سال ۱۳۷۳، اوراق مشارکت به شرح زیر تعریف گردید:  
«اوراق مشارکت، اوراق بهاداری است که به قیمت اسمی مشخصی منتشر می‌شود و به سرمایه‌گذارانی که قصد مشارکت در اجرای طرح‌های زیر بنایی، تولیدی و ساختمانی را دارند به فروش می‌رسد. خریداران این اوراق به نسبت قیمت اسمی در سود حاصل از اجرای طرح مزبور شریک خواهند شد.»  
قانون نحوه انتشار اوراق مشارکت تلاش نمود تا تعریف کامل تری را به دست دهد. به موجب ماده ۲ آن قانون، اوراق مشارکت چنین تعریف شده است:  
«اوراق مشارکت، اوراق بهادار بانام و بی نام است که به موجب این قانون به قیمت اسمی مشخص برای مدت معین منتشر می‌شود و به سرمایه‌گذارانی که قصد مشارکت در اجرای طرح‌های موضوع ماده ۱ را دارند واگذار میگردد. دارندگان اوراق به نسبت قیمت اسمی و مدت زمان مشارکت در سود حاصل از اجرای طرح مربوط شریک خواهند بود.»
۲. واژه صکوک برای اولین بار در سال ۲۰۰۲ در جلسه فقهی بانک توسعه اسلامی برای اوراق بهادار اسلامی پیشنهاد شد (ر.ک: موسویان، ۱۳۹۱، ج ۱، ص ۴۳۷).

است» (احمدی حاجی آبادی، ۱۳۸۶، ص ۹۸) اوراق صکوک را از منظرهای متفاوتی از جمله بر مبنای قراردادها و عقود که اوراق بر مبنای آن منتشر می شود می توان تقسیم بندی نمود.

استاندارد شرعی شماره ۱۷ سازمان حسابداری و حسابرسی نهادهای مالی اسلامی، صکوک را این گونه تعریف نموده است: «صکوک گواهی هایی با ارزش اسمی یکسان است که پس از اتمام عملیات پذیره نویسی، بیانگر پرداخت مبلغ اسمی مندرج در آن توسط خریدار به ناشر است و دارنده آن مالک یک مجموعه یا مجموعه هایی از دارایی ها، منافع حاصل از دارایی و یا ذینفع در یک پروژه یا یک فعالیت سرمایه گذاری خاص است».

«باید توجه نمود که هرچند در نگاه اول، اوراق بهادار واسطه ای شباهت زیادی با صکوک دارد، اما باید دقت نمود که در اوراق واسطه ای حق تصرف در اوراق را نداشته و صرفا مالک منافع اوراق بهادار (از جمله دریافت سود) قلمداد می گردد و نهاد واسطه نگه دارنده اوراق به صورت الکترونیکی است، اما در اوراق صکوک، دارندگان این اوراق، اوراق مذکور را به صورت فیزیکی در اختیار دارند، هرچند حق تصرف در دارایی پایه و یا افراز آن را ندارند» (باقری و شوشی نسب، ۱۳۹۲، ص ۹۵) از سوی دیگر نگارنده بر این باور است دارایی هایی که در صکوک و در ایران معامله می شوند باید اسلامی باشند و تبعا اگر در مرحله صدور یا انتقال ان تعارض قوانین رخ دهد، دادگاه صلاحیتدار ایرانی جهت حل تعارض می بایست به قواعد عام حل تعارض که در قانون مدنی و قانون تجارت پیش بینی شده است مراجعه نماید، بالعکس در زمینه اوراق بهادار واسطه ای اگر در مرحله صدور یا انتقال ان تعارض قوانین رخ دهد این نوع اوراق تابع کنواسیون حقوق بین الملل خصوصی لاهه (The Hague Conventions on Private

Geneva Securities) و کنوانسیون اوراق بهادار ژنو (International Law Convention) است که تدابیر ویژه‌ای جهت حل مسئله تعارض قوانین در این دو سند بین‌المللی پیش بینی شده است. تفاوت دیگری که بین اوراق بهادار واسطه‌ای با صکوک اسلامی وجود دارد اینست که در اوراق بهادار واسطه‌ای که دارای سیستم مالکیت غیرمستقیم است شفافیت موضوع معامله پس از انجام معاملات با دشواری مواجه می‌شود (Kouretas, 2012, p.1) این در حالیست که در خصوص صکوک 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 مثلی نظیر ورقه بهادار که در سیستم مالکیت غیرمستقیم فی نفسه یک بسته حقوق مالکیت به شمار آمده و دارای ارزشی مستقل است را واگذار می‌کند؛ بنابراین در این مورد 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 مثلی به شمرده می‌شود (Johansson, op.cit, p.178) باید توجه نمود که اوراق بهادار واسطه‌ای با نهاد واسطه‌ای متفاوت می‌باشد و باید بین این دو تفکیک قائل شد. نهاد واسط طبق تعریف بند د ماده ۱ قانون توسعه ابزارها و نهادهای مالی جدید چنین تعریف شده است: «یکی از نهادهای مالی موضوع قانون بازار اوراق بهادار جمهوری اسلامی ایران است

۱. کنفرانس لاهه در مورد حقوق بین‌الملل خصوصی (HCCH) یک سازمان بین دولتی در حوزه حقوق بین‌الملل خصوصی (همچنین به عنوان تعارض قوانین شناخته می‌شود) است که چندین کنوانسیون بین‌المللی، پروتکل‌ها و اسناد حقوقی نرم را مدیریت می‌کند. کنفرانس لاهه برای اولین بار توسط توبیاس آسر در سال ۱۸۹۳ در لاهه تشکیل شد. در سال ۱۹۱۱، آسر جایزه صلح نوبل را به خاطر فعالیت‌هایش در زمینه حقوق بین‌الملل خصوصی دریافت کرد. پس از جنگ جهانی دوم، کنفرانس لاهه به عنوان یک سازمان بین‌المللی تأسیس شد.

۲. کنوانسیون یونی‌دریوت (Unidroit) در مورد اوراق بهادار واسطه‌ای که به عنوان کنوانسیون اوراق بهادار ژنو نیز شناخته می‌شود، در ۹ اکتبر ۲۰۰۹ به تصویب رسید. این کنوانسیون تنها توسط یکی از ۴۰ کشور مذاکره کننده (بنگلادش) امضا شده است، اما لازم‌الاجرا نشده است. تفسیر رسمی در سال ۲۰۱۲ منتشر شد این کنوانسیون که تحت نظارت مؤسسه بین‌المللی یکنواخت سازی حقوق خصوصی (Unidroit) به تصویب رسید مکمل «کنوانسیون اوراق بهادار لاهه» است که در ۱۷ ژانویه ۲۰۰۲ توسط کنفرانس لاهه در مورد حقوق بین‌الملل خصوصی تصویب شد که در سال ۲۰۱۷ لازم‌الاجرا شد.

که می‌تواند با انجام معاملات موضوع عقود اسلامی نسبت به تأمین مالی از طریق انتشار اوراق بهادار اقدام نماید» این تعریف در بردارنده موضوع نهاد واسطه است که در اساسنامه این نهاد بیان گردیده است. نهاد واسطه به عنوان عامل انتشار انواع اوراق بهادار اسلامی یا همان صکوک تنها نهادی است که می‌تواند اوراق بهادار منتشر نماید. شخص بانی که قصد دارد به منظور تأمین مالی خویش اوراق بهادار منتشر نماید بر اساس ماده ۳ دستورالعمل انتشار اوراق اجاره، باید تنها از طریق نهاد واسطه به امر انتشار اوراق اقدام نماید. ماده یک کنوانسیون اوراق بهادار لاهه نیز «واسطه» یا نهاد واسطه را این گونه تعریف نموده است: "واسطه به شخصی اطلاق می‌شود که در جریان یک تجارت یا سایر فعالیت‌های معمولی، حساب‌های اوراق بهادار را برای دیگران، یا هردو، برای دیگران و به حساب خود نگه می‌دارد و در آن سمت عمل می‌کند". ولی اوراق بهادار واسطه‌ای اوراقی است که اعتبار آنها به حساب متعلق به یک واسطه منتقل شده است.

## ۲. تعیین قانون حاکم بر تعارض قوانین در اوراق بهادار واسطه‌ای در حقوق انگلیس

«یکی از ویژگی‌های ذاتی اوراق بهادار واسطه‌ای جهانی بودن این اوراق است. با این توضیح که به ندرت پیش می‌آید که تمام طرفین اوراق بهادار واسطه‌ای در حوزه قضایی یک کشور مستقر باشند» (Moffatt, 2018, p.57). همین ویژگی ذاتی، اهمیت تبیین قواعد ذاتی در این حوزه را دوچندان می‌نماید. کنوانسیون رم ۱۹۸۰ در ماده ی ۳ اصل حاکمیت اراده در انتخاب قانون حاکم بر قرارداد را به رسمیت شناخته است، این اصل در سطح بین‌المللی نیز به رسمیت شناخته شده است. مطابق این اصل متعاقبین می‌توانند قانون حاکم بر قرارداد را به‌طور صریح یا ضمنی انتخاب نمایند. لذا ممکن است منجر به اعمال قانون هر کشوری (حتی اگر آن کشور عضو کنوانسیون

نباشد) بشود. براین اساس و باتوجه به پیشتازبودن نظام حقوقی انگلستان در زمینه قوانین ناظر بر اوراق بهادار واسطه‌ای، در غالب موارد در سطح جهانی، بسیاری از کشورهای اسلامی از قانون انگلستان به‌عنوان قانون حاکم و دادگاه انگلستان به‌عنوان محاکم صالح و مرجع حل اختلاف استفاده می‌نمایند» (فهیمی و همکاران، ۱۳۹۸، ص ۳۰۸) «برای مثال در پرونده مربوط به جنرال الکترونیک کپیتال (GE Capital Sukuk) در سال ۲۰۰۹م، به جز ضمانت نامه که قانون ایالت نیویورک به‌عنوان قانون حاکم تعیین شده بود، قانون انگلیس به‌عنوان قانون حاکم بر معاملات صکوک مذکور تعیین گردید. علاوه بر این در پرونده مشهور گلدمن ساکس، قراردادهای پایه صکوک مذکور به ترتیب بر اساس قانون انگلستان، قانون نیویورک و قانون جزایر کیمن تنظیم شد» (Oseni & Kabir Hassan, 2014, p.14).

باتوجه به اینکه حقوق ناشی از اوراق بهادار واسطه‌ای مشهود نیستند و در نتیجه تعیین محل وقوع مال امکان پذیر نبوده؛ بنابراین قاعده محل وقوع مال در این زمینه راهگشا نخواهد بود. «به همین دلیل در اتحادیه اروپا برای تعیین قانون حاکم بر اوراق بهادار (از جمله اوراق بهادار واسطه‌ای) قانونی را حاکم می‌دانند که اوراق مذکور در آن کشور ثبت گردیده باشند» (Moffatt, 2018, p.60). حال اگر طرفین با توافق یکدیگر قانون حاکم بر قراردادهای آنها جهت تعیین قاعده حل تعارض را تعیین ننموده‌اند راه حل زیر را می‌توان مد نظر قرار داد. در انگلستان و بسیاری از کشورهای اروپایی قاعده واحد و عام الشمول که بر حقوقی که ناظر بر اوراق بهادار واسطه‌ای باشد یا ناشی از آن است، قابل اعمال باشد، وجود ندارد. به هر حال در انگلستان، قواعد حل تعارض، در تفکیک کلاسیک بین امور مالکانه و قراردادی، حقوق عینی و حقوق شخصی (دینی) تثبیت شده‌اند. این بدان معناست که قواعد حل تعارض متفاوتی برای ابعاد مختلف اوراق بهادار واسطه‌ای وجود داشته و این قواعد از طریق استفاده از مفاهیم حقوقی مانند حقوق مالکانه یا تعهدات قراردادی تدوین شده‌اند؛ بنابراین

اولا، در مورد امور مالکانه یعنی قابل انتساب بودن حقوق دارندگان حساب اوراق بهادار واسطه‌ای در مقابل واسطه‌ها و اشخاص ثالث (حقوق عینی) بر مبنای قانون کشوری که واسطه یا نهاد واسطه در آن قرار دارد قاعده حل تعارض تعیین می‌شود. دوم اینکه در مواردی که واسطه یا نهاد واسطه ورشکسته می‌شود یعنی در مواردی که بحث قابل انتساب بودن حقوق در مقابل مدیر تصفیه مطرح می‌گردد جهت تعیین قاعده حل تعارض از ترکیبی از قانون محل واسطه مورد نظر و قانون دولت مقر دادگاه استفاده می‌شود. سوم اینکه، در فرض ارتباطات قراردادی بین واسطه و صاحبان حساب اوراق بهادار تعیین قاعده حل تعارض، تحت شمول قانون قابل اعمال نسبت به قرارداد یا قانون محل اجرای قرارداد حساب قرار می‌گیرد و در نهایت در مسئله روابط بین دارندگان حساب اوراق بهادار واسطه‌ای و شخص حقوقی صادرکننده آن برای تعیین قاعده حل تعارض باید قانون متبوع شرکت یا شخص حقوقی صادرکننده اوراق بهادار واسطه‌ای را صلاحیت‌دار دانست.

به صورت کلی در نظام حقوقی انگلیس در زمینه اموال منقول، پنج نظریه مطرح شده است. این پنج نظریه عبارت‌اند از: قانون اقامتگاه مالک (The Law of the Domicile)، قانون محل عمل حقوقی (The Law of the Place of the Legal Act)، قانون مناسب (Proper Law)، قانون محل وقوع مال (The Law of the Place of the Property)، و نظریه اصیل و مستقل بودن انتقال<sup>۱</sup> که به نظریه جدید معروف است. هریک از این نظریه‌ها

۱. نظریه دیگری در خصوص قانون حاکم بر سهام با نام وجود دارد که مفهومی نوین و یک نهاد ویژه و مستقل (generis sui) است و نظریه جدیدی محسوب می‌شود که نمی‌توان آن را با مفاهیم حقوق مدنی تطبیق داد. بر اساس این نظریه انتقال سهام با نام با رعایت تشریفات قانونی حق نوینی را برای انتقال گیرنده ایجاد می‌کند که به هیچ عنوان قابل خدشه نیست و به نوعی حق مکتبسه برای فرد ایجاد می‌کند، حتی اگر انتقال دهنده مالک حقیقی سهام نباشد. در نهایت اگر انتقال گیرنده سوء نیت داشته باشد، مالک حقیقی می‌تواند علیه او دعوی مسئولیت مدنی اقامه کند. به علاوه طرفداران این نظریه، به منظور تعدیل آن، حق اقامه دعوی مسئولیت مدنی علیه شرکت یا انتقال دهنده را نیز برای مالک حقیقی می‌شناسند. حال اگر قاضی رسیدگی کننده، نظریه اصیل بودن انتقال‌ها را بپذیرد این موضوع در مسئله تعارض قوانین و تعیین قانون حاکم تأثیر می‌گذارد؛ چراکه تشریفات تغییر ثبت نام، اساس آن را تشکیل می‌دهد، منطقی قانون کشوری که دفتر انتقالات شرکت در آن واقع است باید لازم‌الاجرا باشد.

طرفدارانی داشته و آراییی نیز صادر شده است. اما درخصوص اوراق بهادار علاوه بر تعدد نظریات موجود در زمینه اموال منقول، ماهیت دوگانه اوراق بهادار بر پیچیدگی موضوع افزوده است.

به‌صورت کلی در زمینه اوراق بهادار، رویه قضایی انگلیس اوراق بهادار را در زمره اموال دینی قرار داده است؛ برای مثال در حقوق انگلیس قاضی فارول در پرونده بورلندرز تراستی علیه استیل برادرز بیان کرده است: «سهم، منفعت شریک در شرکت است که با مبلغی پول، در درجه اول از لحاظ مسئولیت و در درجه دوم از نظر منفعت ارزیابی می‌شود، بلکه همچنین ترکیبی است از پیمانهای دوطرفه که طبق ماده ۱۶ قانون شرکت‌های تجاری ۱۸۶۲ (ماده ۱۴ قانون شرکت‌های تجاری ۱۹۸۵) بین تمامی شرکا بسته می‌شود. این قرارداد که ضمن اساسنامه آورده می‌شود یکی از اجزای اصلی سهم است. سهم مبلغی پول، آن‌طور که خواهان پیشنهاد کرده، نیست، بلکه منفعتی است که به وسیله پول ارزیابی می‌شود و موجد حقوق گوناگون، از جمله حق نسبت به مبلغی پول به مقدار کمتر یا بیشتر است که ضمن قرارداد مذکور آمده است» (تفرشی، ۱۳۷۸، ص ۱۰۶). «البته در انگلستان نیز آراییی وجود دارد که ماهیت اوراق بهادار را یک حق عینی تحلیل می‌کنند» (Micheler, 2002, p.4).

در حقوق انگلیس در برخی از موارد دادگاه‌ها، اوراق بهادار را در زمره حقوق عمومی دانسته و قوانین سرزمینی خود را اعمال می‌کنند. برای مثال در دعوی اسکیمر علیه پراپرتی لیمیتد (Schemmer v. Property limited "۱۹۷۵" ch ۲۷۳)، قاضی پرونده نظریه عمومی بودن مقررات تنظیمی اوراق بهادار را اتخاذ نموده و اقدام به اعمال قوانین ملی در این پرونده نموده است.

«باتوجه به خروج انگلیس از اتحادیه اروپا در طی همه پرسی ۲۰۱۶، مقرره رم یک را دیگر نمی‌توان در مورد کشور انگلیس حاکم دانست؛ زیرا این کشور

1. Borland's Trustee v. Steel Brothers & Co., Limited [1901] 1 Ch 279 (ChD), at 288.

دیگر از اعضای اتحادیه اروپا قلمداد نمی‌شود و مقرر رم یک نیز در مورد کشورهای عضو اتحادیه اروپا است. علی‌رغم عدم اجرا شدن مقرر رم یک در مورد حقوق انگلیس، به نظر می‌رسد کنفرانس بین‌المللی حقوق خصوصی لاهه در این مورد قابلیت اجرایی دارد» (Ungerer, 2019, p.395).

### ۳. تعیین قانون حاکم بر تعارض قوانین در اوراق بهادار واسطه‌ای در حقوق امریکا

«تعیین قانون حاکم بر اوراق بهادار واسطه‌ای دارای آثار مهمی می‌باشد که نمی‌توان به راحتی از آن چشم‌پوشی نمود. برای مثال در صورتی که نهاد واسطه و رشکست شود، تعیین اینکه کدام قانون بر این نهاد حاکم بوده و تصفیه تعهدات این نهاد چگونه صورت می‌گیرد؟ امری مهم قلمداد می‌شود. برای مثال در فرض ورشکستگی نهاد واسطه در اتحادیه اروپا و ایالات متحده اتفاق نظر وجود دارد که سرمایه‌گذاران دارای منافع انحصاری در اوراق بهادار واسطه هستند» (Moffatt, 2018, p.70). «اهمیت این موضوع زمانی خود را نمایان می‌سازد که متوجه شویم که سرمایه‌گذار توانایی طرح دعوی مستقیم به طرفیت ناشر را مطرح نماید؛ بنابراین سرمایه‌گذار باید به طرفیت واسط خود طرح دعوا نماید و واسط اول نیز در صورتی که به وسیله واسط دیگری با ناشر در ارتباط باشد، صرفاً حق طرح ادعا به طرفیت واسط خود را دارا می‌باشد» (Moffatt, 2018, p.71).

«در حقوق امریکا نیز در صورت عدم تعیین قانون حاکم توسط طرفین، بر خلاف مقرر رم یک، اماره‌ی قانون محل سکونت متعهد اصلی و شاخص (شخصی که اجرای تعهد اساسی را بر عهده دارد) به‌عنوان قانون نزدیکتر و قانون کشوری که دارای مهم‌ترین ارتباط با قرارداد و طرفین می‌باشد، قابل اعمال خواهد بود» (مافی و تقی‌پور، ۱۳۹۴، ص ۱۷۵).

«مهم‌ترین قانون حاکم بر اوراق بهادار در امریکا، قانون تجارت

متحدالشکل امریکا (UCC) می‌باشد» (Mooney, 2010, p.79) در ماده ۸ این قانون که در سال ۱۹۹۴ مورد بازنگری جدی قرار گرفته است، مسائل مربوط به اوراق بهادار واسطه‌ای پیش بینی گردیده است. بر اساس این ماده در صورتی که طرفین قانونی را بر قرارداد خود حاکم نمایند، قانون مذکور اجرا خواهد شد اما در صورتی که طرفین توافقی در این زمینه نمایند، حوزه قضایی شخص واسطه صالح خواهد بود. حوزه قضایی شخص واسطه اوراق بهادار نیز حوزه‌ای است که دفتر مدیر عامل واسطه اوراق بهادار، در آن واقع شده است.

لازم به ذکر است، در قانون تجارت متحدالشکل امریکا مصوب سال ۲۰۰۱ میلادی اصل حاکمیت اراده در انتخاب قانون حاکم بر تعهدات قراردادی به رسمیت شناخته شده بود. بخش ۱-۳۰۱ در پاراگراف b از قانون یادشده که مقرر می‌دارد: «۲) انتخاب قانون یک کشور توسط طرفین در یک معامله بین‌المللی برای حکومت بر حقوق و تعهدات آن‌ها، خواه معامله متضمن ارتباط با کشور منتخب طرفین باشد یا خیر، اثرگذار خواهد بود» و نیز در بخش ۱-۳۰۱ قانون تجارت متحدالشکل جدید امریکا (تجدیدنظر شده در سال ۲۰۰۸م) نیز اصل حاکمیت اراده را پذیرفته است. بخش ۱-۳۰۱ قسمت a قانون فوق مقرر می‌دارد: «در صورتی معامله متضمن ارتباط معقول با یک ایالت یا کشوری باشد طرفین حق انتخاب قانون آن ایالت یا کشور خاص را برای حکومت بر حقوق و تعهداتشان دارند» هرچند در این قانون اصل حاکمیت اراده در تعیین قانون حاکم مورد پذیرش واقع شده است، اما این آزادی با محدودیت‌هایی نیز مواجه گردیده است. «بر اساس بند ۱ ماده‌ی ۱۰۵-۱ قانون تجارت متحدالشکل، قانون انتخابی طرفین باید با قرارداد «ارتباط معقول» داشته باشد؛ بنابراین چنانچه طرفین قرارداد، قانونی را که با قرارداد ارتباط معقول نداشته باشد برگزینند، دادگاه به این انتخاب ترتیب اثر نخواهد داد. این ماده در تمامی ایالت‌های امریکا مورد پذیرش واقع شده است» (Rühl, 2007, p.7).

#### ۴. تعیین قانون حاکم بر تعارض قوانین در اوراق بهادار واسطه‌ای در حقوق ایران

در عصر حاضر، پدیده جهانی شدن در تمام حوزه‌ها تأثیر گذاشته است. بازار سرمایه هم از این قاعده مستثنا نیست. جهانی شدن بازار سرمایه به اندازه‌ای واجد اهمیت می‌باشد که برخی بر این باور هستند که «حفظ بقا، دستیابی به توسعه اقتصادی و رقابت در سطح بین‌المللی، نیازمند تغییر شرایط و همسوس شدن با پدیده جهانی شدن است؛ بنابراین بورس اوراق بهادار کشور ما نیز باید خود را آماده ورود به عرصه جهانی کند» (ابراهیمی سرو علیا، ۱۳۹۰، ص ۳۱).

«در حال حاضر، تحولات دنیای تجارت علی‌الخصوص اوراق بهادار واسطه‌ای، از قوانین حقوقی پیشی گرفته» (Burke & Ostroovskiy, 2007, p.205) و همین پیشی گرفتن این تحولات از قوانین حقوقی از یکسو و جهانی شدن بازار سرمایه باعث گردیده است تا در زمینه تعیین قانون حاکم بر اوراق بهادار واسطه‌ای اختلافاتی مطرح شود.

«متأسفانه در زمینه تعارض قوانین در مورد اوراق بهادار به‌طور مشخص، در قوانین ایران مقررهای وجود ندارد؛ بنابراین در نظام حقوقی کنونی ایران برای تعیین قانون حاکم در زمینه اوراق بهادار باید به قوانین عام و دکترین و رویه قضایی موجود متوسل گردید. بر اساس قوانین ماهوی موجود نیز جهت تعیین قانون حاکم باید ضمن تعیین ماهیت هریک از این اوراق، دسته ارتباط این اسناد مشخص گردد. علاوه بر این باتوجه به اینکه غالباً اوراق بهادار توسط بورس اوراق بهادار تهران صادر می‌شود؛ بنابراین توجه به این بازار امری ضروری می‌باشد. با تصویب قانون اوراق بهادار در سال ۱۳۸۴ شمسی، سازمان بورس اوراق بهادار به‌عنوان نهاد نظارتی بازار سرمایه تشکیل شد. متعاقباً با تشکیل کمیته فقهی و تصویب قانون توسعه ابزارها و نهادهای مالی در سال ۱۳۸۸ زمینه برای انتشار و توسعه اوراق بهادار از جمله صکوک فراهم گردید» (فهیومی و همکاران، ۱۳۹۸، ص ۲۹۹).

«علاوه بر عدم وجود قوانین مصرح در نظام حقوقی ایران، در رویه نیز اوراق بهادار واسطه‌ای بین‌المللی صادر نمی‌شود. به عبارت دیگر پیش زمینه توسعه بازار سرمایه و گسترش ابزارهای مالی واسطه در هر نظام حقوقی مستلزم وجود چارچوب حقوقی مناسب می‌باشد» (khan, 2012, p.197) «البته سابقاً در یک مورد نوعی صکوک بین‌المللی از طریق نظام بانکی کشور به استناد قسمت ج بند ۳ ماده واحده قانون بودجه سال ۱۳۸۹ کل کشور، در قالب اوراق مشارکت با هدف تأمین مالی شرکت نفت و گاز پارس در راستای تکمیل فازهای باقی مانده میدان مشترک گازی پارس جنوبی منتشر شد. هرچند به دلیل تحریم‌های بین‌المللی، صکوک مذکور به نحو موفقیت آمیزی اجرا نشد اما این حرکت را می‌توان اولین اقدام جمهوری اسلامی ایران جهت انتشار اوراق بهادار واسطه‌ای (صکوک) تلقی نمود» (فهیمی و همکاران، ۱۳۹۸، ص ۳۰۰).

«نکته قابل ذکر در مورد اوراق بهادار واسطه‌ای در نظام حقوقی اسلام، محدودیت ذکر شده در اصل ۱۳۹ قانون اساسی جمهوری اسلامی ایران است. بر اساس این اصل تا پیش از بروز اختلاف امکان گرفتن مصوبه از مجلس شورای اسلامی ممکن نخواهد بود» (نبی فیضی چکاب و همکاران، ۱۳۹۴، ص ۱۷۰) تفاسیر صورت گرفته از اصل ۱۳۹ قانون اساسی را می‌توان به دو دسته کلی تقسیم نمود. دسته اول تفاسیر را باید تفاسیری دانست که اصل ۱۳۹ را بر اساس اهلیت تفسیر می‌کنند، و دسته دوم نیز تفاسیری هستند که اصل ۱۳۹ قانون اساسی را بر مبنای موضوع قابل ارجاع به داوری تفسیر می‌کنند. تفاوت اینکه اصل ۱۳۹ بر مبنای اهلیت و یا بر مبنای موضوع قابل ارجاع به داوری تفسیر شود در مقابل، داور، دادگاه ایرانی مقرر داوری و دادگاه ایرانی مقرر اجرای رای داوری قابل توجه است.

بررسی قوانین ماهوی موجود در نظام حقوقی کنونی ایران علی‌الخصوص قانون بورس و اوراق بهادار ایران، حاکی از آن است که قانونگذار ایرانی تمایل دارد

در زمینه تعارض قوانین، قوانین ملی خود را به اشخاص خارجی تحمیل نماید. باتوجه به ماهیت قراردادی اوراق بهادار واسطه‌ای، معیار دیگری که می‌توان از آن برای تعیین قانون حاکم بر اختلافات ناشی از این دسته از اوراق بهادار تعیین کرد معیار اصل حاکمیت اراده است یعنی طرفین، با توافق یکدیگر قانون حاکم بر این موضوع را به صراحت تعیین می‌کنند. «اما برخی از متخصصان حقوق بین‌الملل خصوصی نیز از ظاهر ماده ۹۶۸ قانون مدنی<sup>۱</sup> به این نتیجه رسیده‌اند که اصل حاکمیت اراده در حقوق ایران مورد قبول واقع نشده و قانون حاکم بر تعهدات ناشی از عقد را قانون محلی دانسته‌اند که عقد در آن جا منعقد شده است. به نظر می‌رسد که این ماده که متضمن یکی از قواعد شناخته شده حقوق بین‌الملل است از حقوق بین‌الملل خصوصی فرانسه اقتباس شده است؛ زیرا به موجب یک قاعده قدیمی تعارض قوانین فرانسه قرارداد تابع قانون محل انعقاد است مگر اینکه متعاقدين آن را تابع قانون دیگری قرار داده باشند. در ماده ۹۶۸ قانون مدنی ایران به جای عبارت مندرج در قاعده تعارض قوانین فرانسه عبارات «مگر اینکه متعاقدان اتباع خارجه بوده و آن را صریحا یا ضمنا تابع قانون دیگری قرار داده باشند» گنجانده شده است که در نتیجه این دستکاری ظاهرا ماده مزبور به صورت امری درآمده است» (الماسی، ۱۳۸۸، ص ۳۴۶) «در تبیین دلایل عمومی دانستن مقررات تنظیمی در زمینه اوراق بهادار عرضه شده در بورس می‌توان بیان نمود این امر «ناشی از وظیفه‌ای است که بر عهده آنها (مقام عمومی بازار سرمایه) برای حفظ و مراقبت از اندوخته‌های ملی گذارده شده است. تسلیم ورقه بهادار قابل معامله به بورس ازسوی دارنده آن برای انجام معامله و خرید آن ازسوی دیگری در بورس در حکم پذیرش ضمنی حاکمیت قانون محل بورس ازسوی طرفین معامله است» (سلجوقی، ۱۳۸۷، ص ۲۷۷).

۱. ماده ۹۶۸ قانون مدنی: «تعهدات ناشی از عقد تابع قانون محل عقد است، مگر اینکه متعاقدان اتباع خارجه بوده و آن را صریحا یا ضمنا تابع قانون دیگری قرار داده باشند».

## نتیجه

پیشرفت تکنولوژی باعث بروز تحولاتی در زمینه حقوق اموال و اوراق بهادار گردیده است. یکی از این تحولات ظهور اوراق بهادار واسطه‌ای است. اوراق بهادار واسطه‌ای، اساساً، اوراق بدهی و حقوق صاحبان سهام متعلق به یک سرمایه‌گذار است که از طریق واسطه یا مجموعه‌ای از واسطه‌ها برای آنها نگهداری می‌شود.

در نظام حقوقی ایران اوراق بهادار واسطه‌ای تعریف نشده است. هرچند در نگاه اول، اوراق بهادار واسطه‌ای شباهت زیادی با صکوک دارد، اما باید دقت نمود که در اوراق واسطه‌ای سرمایه‌گذار حق تصرف در اوراق را نداشته و صرفاً مالک منافع اوراق بهادار قلمداد می‌گردد و نهاد واسطه نگه دارنده اوراق به صورت الکترونیکی است، اما در اوراق صکوک، دارندگان این اوراق، اوراق مذکور را به صورت فیزیکی در اختیار دارند، هرچند حق تصرف در دارایی پایه و یا افراز آن را ندارند. براین اساس شاید با کمی اغماض بتوان صکوک را اوراق بهادار واسطه‌ای دانست.

علی‌رغم پذیرش صکوک در نظام حقوقی ایران اما صکوک بیشتر در حقوق داخلی کاربرد داشته و در عرصه بین‌المللی نیز صکوک کاربردی ندارد؛ زیرا به دلیل تحریم‌های موجود استقبال چندانی در زمینه صکوک صورت نگرفته است. علاوه بر عدم استقلال از صکوک بین‌المللی به دلیل تحریم، اصل ۱۳۹ قانون اساسی نیز محدودیت جدی در زمینه داوری اموال عمومی و دولتی به وجود آورده است. محدودیت به وجود آمده تمایل سرمایه‌گذاران خارجی جهت سرمایه‌گذاری در اوراق بهادار واسطه‌ای یا صکوک ایرانی را تحت تأثیر قرار داده است.

در نظام حقوقی آمریکا به‌عنوان نظامی پیشرو در زمینه اوراق بهادار واسطه‌ای مسائل مربوط به این دسته از اوراق پیش‌بینی گردیده است. بر اساس ماده ۸ قانون تجارت متحد الشکل آمریکا، در صورتی که طرفین قانونی

را بر قرارداد خود حاکم نمایند، قانون مذکور اجرا خواهد شد اما در صورتی که طرفین توافقی در این زمینه ننمایند، حوزه قضایی صالح حوزه‌ای است که دفتر مدیر عامل واسط اوراق بهادار، در آن واقع شده است.

در نظام حقوقی انگلیس نیز ضمن پذیرش اصل حاکمیت اراده در نظام تعارض قوانین، در موارد سکوت طرفین، با توجه به عدم مشهود بودن حقوق ناشی از اوراق بهادار، تعیین محل وقوع این دسته از حقوق با چالش‌هایی مواجه است. به صورت کلی رویه قضایی انگلیس، اوراق بهادار واسطه‌ای را در زمره اموال دینی قرارداد و نظام تعارض قوانین این دسته از اموال را بر اوراق بهادار واسطه‌ای حاکم می‌داند. همچنین باید توجه نمود علی‌رغم خروج انگلیس از اتحادیه اروپا، کنفرانس بین‌المللی لاهه کماکان بر این کشور حکم فرما می‌باشد.

متأسفانه در زمینه تعارض قوانین در مورد اوراق بهادار به‌طور مشخص، در قوانین ایران مقررهای وجود ندارد؛ بنابراین در نظام حقوقی کنونی ایران برای تعیین قانون حاکم در زمینه اوراق بهادار باید به قوانین عام و دکترین و رویه قضایی موجود متوسل گردید.

### حامی مالی

بنا به اظهار نویسنده مسئول، این مقاله هیچ‌گونه حامی مالی ندارد..

سهم نویسندگان در پژوهش رتال جامع علوم انسانی  
تمام نویسندگان در طراحی، اجرا و نگارش مقاله مشارکت داشته‌اند و محتوای نهایی مقاله را تأیید می‌کنند.

### تضاد منافع

نویسندگان تصریح می‌کنند که هیچ‌گونه تضاد منفعی در ارتباط با این مقاله وجود ندارد.

## منابع

- ابراهیمی سرو علیا، محمدحسن: «بررسی تحلیلی فرصت‌ها و تهدیدات جهانی شدن بر بورس اوراق بهادار ایران»، چشم‌انداز مدیریت مالی و حسابداری؛ ش ۱، بهار ۱۳۹۰، ص ۱۳۱-۱۵۰.
- احمدی حاجی آبادی، روح‌الله: «بررسی فقهی - نظری اوراق بهادار اسلامی (صکوک)»، مجله راهبرد؛ ش ۱۲، زمستان ۱۳۸۶، ص ۹۵-۱۱۲.
- باقری، محمود و نفیسه شوشی نسب: «مالکیت مستقیم و غیرمستقیم اوراق بهادار»، مطالعات حقوق تطبیقی؛ ش ۲، پاییز و زمستان ۱۳۹۲، ص ۸۱-۹۶.
- تفرشی، عیسی؛ مباحثی تحلیلی از حقوق شرکت‌های تجاری؛ ج ۱، چ ۳، تهران: دانشگاه تربیت مدرس، ۱۴۰۰.
- توحیدی، محمد و رضا یارمحمدی؛ «نوع شناسایی و طبقه‌بندی اوراق بهادار اسلامی (صکوک) از منظر معیارهای گوناگون»، فصلنامه علمی اقتصاد و بانکداری؛ ش ۲۸، پاییز ۱۳۹۸، ص ۴۱-۹۶.
- سلجوقی، محمود؛ حقوق بین‌الملل خصوصی؛ ج ۲، چ ۵، تهران: میزان، ۱۳۸۷.
- فهیمی، عزیزالله و همکاران؛ «بررسی قانون حاکم بر انتشار صکوک بین‌المللی در جهان و الزامات بسترسازی حقوقی در بازار سرمایه ایران»، دوفصلنامه علمی جستارهای اقتصادی ایران؛ ش ۳۱، بهار و تابستان ۱۳۹۸، ص ۲۹۷-۳۲۲.
- الماسی، نجادعلی؛ حقوق بین‌الملل خصوصی؛ چ ۸، تهران: میزان، ۱۳۸۸.
- مافی، همایون و محمدحسین تقی‌پور؛ «قانون قابل اعمال بر تعهدات قراردادی در حقوق اتحادیه اروپا و امریکا»، فصلنامه پژوهش حقوق خصوصی؛ ش ۱۳، زمستان ۱۳۹۴، ص ۱۴۷-۱۷۹.
- موسویان، سیدعباس و همکاران: «اوراق بهادار (صکوک) بانکی؛ تبدیل تسهیلات بانکی به اوراق بهادار در بانکداری بدون ربا»، دوفصلنامه تحقیقات مالی - اسلامی؛ ش ۱، پاییز و زمستان ۱۳۹۰، ص ۱۱۷-۱۵۰.
- موسویان، سیدعباس؛ بازار سرمایه اسلامی ۱؛ تهران: سازمان انتشارات پژوهشگاه فرهنگ و اندیشه اسلامی، ۱۳۹۸.
- نبی فیضی چکاب، غلام و همکاران؛ «بررسی موانع و کاستی‌های تأمین مالی خارجی در حقوق ایران»، پژوهش‌های بازرگانی؛ ش ۱۱، تابستان ۱۳۹۴، ص ۱۴۹-۱۷۸.
- Francisco J. Garcimartin Alferez, *The Unidroit Project on Intermediated Securities: Direct and Indirect Holding Systems*, Universidad Rey Juan Carlos of Madrid.
- Georgios P. Kouretas, *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. , 2012.
- JA Burke. John and Anatoly. Ostrovskiy: “The intermediated securities system: Brussels I breakdown”. *The European Legal Forum*. NO. 5. 2007.
- Johansson. Erica: “*Property Rights in Investment Securities and the Doctrine of Specificity*”. Berlin: Springer, (2009).
- Hubert de Vauplane , *Directeur Juridique et Conformite, Company Law and the Geneva Convention: Point of Contention* , Group General Counsel , Credit Agricole , 2010.
- Khan. Salman Syed Ali: “*The Role of IDB in Islamic Capital Market Development*” In Mohamed Ariff, Munawar Iqbal, Shamsheer Mohamad (Eds. ) *The Islamic Debt Market for Sukuk Securities. The Theory and Practice of Profit Sharing Investment*. Cheltenham: Edward Elgar (Foundations of Islamic Finance) , 2012.
- Law Commission: “*Intermediated securities: who owns your shares?*”, 2020.
- Micheler. Eva: “The Legal Nature of Securities, Inspirations from Comparative Law”, 2009. *Electronic copy* available at: <http://ssrn.com/abstract=1481427>.
- Moffatt. Paula: “*The standardisation of conflicts of laws rules for intermediated securities within the EU: Holy Grail or red herring?*”. Centre for Business and Insolvency Law Nottingham Law School. Nottingham Trent University, 2018.
- Mooney. Charles. W: “THE UNIDROIT GENEVA SECURITIES CONVENTION AND ITS INSOLVENCY ISSUES Core Issues under the UNIDROIT (Geneva) Convention on Intermediated Securities: Views from the United States and Japan. University of Pennsylvania, 2010.
- Oseni. Umar A. Hassan M. Kabir: “Regulating the governing law clauses in Sukuk transactions”. *In J Bank Regul*. Vol. 16. No. 3. 2015. DOI: 10.1057/jbr. 2014.
- Rühl. Giesela: “Party Autonomy in the Private International Law of Contracts: Transatlantic Convergence and Economic Efficiency”. *Law Research Institute Research Paper Series. CLPE Research Paper*. Vol. 03 No. 1. 2007.
- Thévenoz. Luc: “*Who Holds (Intermediated) Securities? Shareholders, account holders, and nominees*”. *Uniform Law Review*. 2010.
- Ungerer. Johannes: “Consequences of Brexit for European Private International Law”. *European Papers* www. europeanpapers. eu ISSN 2499-8249, Vol. 4. No 1. 2019.