

معاملات عمده سهام در بورس اوراق بهادار تهران و فرابورس ایران

محمد سلطانی*

(تاریخ دریافت: ۱۳۹۳/۹/۱ - تاریخ پذیرش ۱۳۹۴/۱/۲۹)

چکیده

معاملات در بازار اوراق بهادار کشورمان به خرد، بلوک و عمده تقسیم می‌شوند. در معاملات بلوک و عمده حجم بیشتر و قابل توجهی از سهام شرکت جابجا می‌شود. قیمت سهام این نوع معاملات عموماً از معاملات خرد بالاتر است و سازوکار انجام معامله و تسویه نیز تفاوت‌هایی با معاملات خرد دارد. معامله عمده بر اساس زمان تسویه ثمن به دو نوع عادی و شرایطی تقسیم می‌شود. فرایندی که طی آن سهام موضوع فروش به خریداران بالقوه عرضه می‌شود و آن سهام در سیستم معاملاتی خریداری می‌شود میان معاملات عمده عادی و عمده شرایطی مشترک می‌باشد، اما نحوه تحقق معاملات عمده شرایطی، روال متفاوتی را طی می‌کند. در معاملات عمده عادی، مبادله عوضین ظرف ۳ روز انجام می‌شود؛ اما در معاملات عمده شرایطی، در حالی که انتقال سهام در زمان قطعیت معامله صورت می‌گیرد، پرداخت بخشی از ثمن، خارج از سازوکار بورس یا فرابورس و به صورت موقت انجام می‌پذیرد. بر همین اساس، این نوشتار به بررسی معاملات عمده سهام در بورس اوراق بهادار تهران و فرابورس ایران تفاوت‌ها و شباهت‌های قواعد حاکم بر معاملات عمده در این دو بازار می‌پردازد.

واژگان کلیدی: معامله عمده، معامله بلوک، سهام، بورس، فرابورس



مقدمه

از خصوصیات اصلی ورقه بهادار، قابلیت نقل و انتقال است و بدین ترتیب با امکان واگذاری و فروش اوراق بهادار، فرایند تأمین مالی به شیوه مطلوب صورت می‌پذیرد. قابلیت نقل و انتقال، معامله ورقه بهادار را در پی دارد و حجم و ارزش معاملات هر بورس نشان‌دهنده اهمیت بورس و نقش آن در اقتصاد هر کشور است. بورس اوراق بهادار تهران نماد اصلی بازار سرمایه است. فرابورس ایران نیز در کنار بورس اوراق بهادار، بازاری متشکل و خود انتظام برای معاملات اوراق بهادار محسوب می‌شود. از لحاظ ماهوی و نوع عملیات، فرابورس ایران تمامی کارکردها و خصایص بورس را دارا می‌باشد. هدف اصلی از ایجاد فرابورس، بازاری با کارکردهای مشابه بورس، اما با شرایطی ساده‌تر بوده تا اوراق بهاداری که دارای ماهیت متفاوت یا میزان کمتری از شفافیت هستند در این بازار معامله شوند^۱.

معامله سهام در شرایط معمول نمی‌تواند از حجم سفارش معینی که محدودیت حجمی نامیده می‌شود تجاوز کند و حسب مورد نیازمند تأیید جداگانه مقام ناظر بازار است، زیرا معاملات بیش از سقف معین می‌تواند تأثیرات قابل توجهی در قیمت سهام و وضعیت سهامداران و بازار داشته باشد. در واقع، این معاملات بیشتر توسط کسانی صورت می‌گیرد که قصد مدیریت شرکت داشته و لذا چنین معامله‌ای ممکن است در وضعیت آتی شرکت و برنامه‌های پیش رو تأثیر قابل ملاحظه‌ای بگذارد. به علاوه، خرید و فروش بلوکی سهام می‌تواند مزیت بیشتری از لحاظ امکان بدست گرفتن مدیریت شرکت برای خریدار فراهم سازد و لذا قیمت آن نیز با قیمت معامله خرد سهام متفاوت خواهد بود (Gizzard, 1997, p41). البته نباید تصور کرد هرگونه معامله بلوکی سهام با پرداخت مبلغ بیشتری به ازای هر سهم همراه خواهد بود؛ اما به هر روی بازار معامله خرد با معامله بلوک متفاوت است، زیرا نحوه قیمت‌گذاری در این بازار تفاوت دارد. بر این اساس، معاملات در بازار متشکل به خرد و بلوک تقسیم می‌شوند (در خصوص جنبه‌های تکنیکی معامله و تسویه ورقه بهادار ر.ک. سایمون، ۱۳۸۹). معامله عمده

۱. وفق بند ۱ صورتجلسه مورخ ۱۳۸۸/۷/۶ شورای عالی بورس و اوراق بهادار، «شرکت فرابورس ایران (سهامی عام) بازاری متشکل و خود انتظام است که اوراق بهادار در آن توسط کارگزاران و یا معامله‌گران طبق مقررات قانون بازار اوراق بهادار مصوب ۱۳۸۴ مورد داد و ستد قرار می‌گیرد، لذا کلیه معاملات اوراق بهادار در فرابورس ایران در حکم معاملات بورس اوراق بهادار بوده و آثار مربوط به معاملات بورس اوراق بهادار (موضوع بند ۳ ماده ۱ قانون بازار)، بر معاملات اوراق بهادار در فرابورس ایران نیز مترتب می‌باشد».

نیز از مصادیق معامله بلوک است که به جهت اهمیت بالاتر حجم و مبلغ معامله و لزوم اعمال کنترل‌های بیشتر، مقررات جداگانه‌ای در خصوص آن وضع شده است.^۱

مطابق بند ۲۸ ماده یک «آیین‌نامه معاملات در شرکت بورس اوراق بهادار تهران»^۲ مصوب سال ۱۳۸۵ شورای عالی بورس و اوراق بهادار، معامله بلوک، معامله‌ای است «که در آن قواعد مربوط به محدودیت حجمی و محدودیت قیمتی رعایت نمی‌شود». مقصود از «محدودیت حجمی»^۳ مطابق ماده یک همین آیین‌نامه، «حداکثر تعداد اوراق بهاداری است که در هر نماد معاملاتی طی هر سفارش در سامانه معاملات وارد می‌شود...»^۴. مقصود از معاملات عمده نیز «معاملاتی است که تعداد سهام مورد معامله از درصد معینی از کل سهام آن شرکت یا حجم معاملات آن طی دوره معین و یا حجم معاملات کل بازار طی مدت معین، بیشتر باشد» (بند ۳۸ ماده یک آیین‌نامه معاملات). معامله عمده نوعی معامله بلوک - به مفهوم اعم - است، زیرا در این معامله نیز محدودیت حجمی و قیمتی رعایت نمی‌شود (ماده ۳۲ دستورالعمل اجرایی نحوه انجام معاملات در بورس اوراق بهادار تهران مصوب ۱۳۸۹/۹/۱۳ هیأت مدیره سازمان بورس^۵)؛ اما معامله بلوک منحصر به معامله عمده نیست و رابطه این دو مفهوم، عموم و خصوص مطلق است. در واقع می‌توان گفت مطابق مقررات موجود، معامله بلوک به مفهوم اعم معامله عمده را

۱. مقررات حاکم بر معاملات بلوک در کشور ما با دیگر کشورها تفاوت اساسی دارد. در حالی که در کشورهای دیگر این معاملات عموماً مبتنی بر مذاکره است و بورس نظارت چندانی بر آنها ندارد، در کشور ما این معاملات مبتنی بر مزایده است. این امر دلایل متعددی دارد، از جمله اینکه معاملات عمده در کشور ما پس از خصوصی‌سازی رونق گرفت و تا پیش از آن حجم چندانی از این معاملات یافت نمی‌شد. در خصوصی‌سازی، اولویت عرضه و فروش به بهترین قیمت وجود دارد و لذا اقبالی به معاملات مبتنی بر مذاکره وجود ندارد. بر همین اساس و به دلایل دیگری که شرح آن در این مجال میسر نیست، حداقل در حال حاضر، مطالعه تطبیقی در خصوص این موضوع چندان وجهی ندارد.

۲. از این پس از این مقرر به اختصار تحت عنوان «آیین‌نامه معاملات» یاد خواهیم کرد.

۳. مطابق ماده ۲۳ دستورالعمل اجرایی نحوه انجام معاملات در بورس اوراق بهادار تهران، محدودیت حجمی با پیشنهاد هیأت مدیره بورس به تأیید هیأت مدیره سازمان خواهد رسید. در فرابورس ایران، مطابق ماده ۱۹ دستورالعمل اجرایی نحوه انجام معاملات در فرابورس ایران، «محدودیت حجمی برای نماد شرکت‌هایی که سرمایه پایه آنها معادل یا بیش از یکصد میلیون عدد است، معادل ۵۰ هزار سهم و برای نماد سایر شرکت‌ها ۱۰ هزار سهم خواهد بود. تغییر محدودیت حجمی با تصویب هیأت مدیره فرابورس و اطلاع‌رسانی آن حداقل یک روز کاری قبل از اعمال امکان‌پذیر می‌باشد».

۴. البته این بدان معنا نیست که معامله سهم به میزانی بیش از محدودیت حجمی صرفاً در قالب بلوک امکان‌پذیر بوده و در بازار عادی که مخصوص معاملات خرد است میسر نمی‌باشد. بطور مثال اگر محدودیت حجمی، اجازه معامله بیش از ۱۰۰ هزار سهم طی هر سفارش را نمی‌دهد، خریدار می‌تواند برای خرید یک میلیون سهم، ۱۰ سفارش ۱۰۰ هزار سهمی وارد نماید.

۵. از این پس از این مقرر به اختصار تحت عنوان «ا.ن.ا.م. بورس» یاد خواهیم کرد.

نیز در بر می گیرد، اما معامله بلوک مفهومی اخص نیز دارد که به معنای معامله درصدی از سهام است که بیش از معامله خرد و کمتر از معامله عمده می باشد.

به منظور شناخت و تفکیک عملی معاملات خرد، بلوک و عمده از یکدیگر بر مبنای تعداد سهام قابل معامله در هر یک از این نوع معاملات، نکات ذیل قابل توجه است. در خصوص فرابورس ایران، مطابق بند ۳۳ ماده ۱ دستورالعمل اجرایی نحوه انجام معاملات اوراق بهادار در فرابورس ایران مصوب ۱۳۸۸/۶/۷ هیات مدیره سازمان بورس^۱، معامله بلوک «معامله ای است که تعداد سهام و حق تقدم قابل معامله در آن برای شرکت هایی که سرمایه پایه آنها بیش از یک میلیارد عدد است^۲ بزرگتر یا مساوی نیم و کمتر از یک درصد سرمایه پایه و برای شرکت هایی که سرمایه پایه آنها کمتر یا مساوی یک میلیارد عدد است بزرگتر یا مساوی یک و کمتر از پنج درصد سرمایه پایه شرکت باشد». به علاوه، معامله عمده «معامله ای است که تعداد سهام یا حق تقدم قابل معامله در آن در شرکت هایی که سرمایه پایه آنها بیش از یک میلیارد عدد است، بزرگتر یا مساوی ۱ درصد سرمایه پایه و در شرکت هایی که سرمایه پایه آنها کمتر یا مساوی یک میلیارد عدد است، بزرگتر یا مساوی ۵ درصد باشد» (بند ۳۴ ماده ۱ د.ا.ن.ا.م. فرابورس)^۳.

به جهت فرض بزرگتر بودن شرکت های بورسی نسبت به شرکت های فرابورسی، در بورس تهران وضعیت متفاوت است و در شرکت هایی که سهام پایه آنها بیش از سه میلیارد عدد است معامله حداقل یک درصد سهام پایه و در شرکت هایی که سهام پایه آنها کمتر یا مساوی سه میلیارد عدد است معامله حداقل پنج درصد سهام پایه، معامله عمده محسوب می شود (بند ۱۹ ماده ۱ د.ا.ن.ا.م. بورس). همچنین معامله بلوک، معامله ای است که تعداد سهام یا حق تقدم سهام قابل معامله در آن بزرگتر از ۵۰ برابر محدودیت حجم هر سفارش در بازار عادی و کوچکتر از نصاب های معامله عمده باشد (بند ۱ ماده ۱ دستورالعمل اجرایی نحوه انجام معاملات بلوک در بورس اوراق بهادار تهران مصوب ۱۳۹۳/۳/۱۷ هیات مدیره سازمان بورس و اوراق بهادار).

۱. از این پس از این مقرر به اختصار تحت عنوان «د.ا.ن.ا.م. فرابورس» یاد خواهیم کرد.

۲. مقصود از سرمایه پایه به عدد، تعداد سهامی است که توسط شرکت منتشر شده است. بطور مثال اگر سرمایه شرکت یک میلیارد ریال و مبلغ اسمی هر سهم هزار ریال است، سرمایه پایه شرکت به عدد، یک میلیون، می باشد.

۳. با توجه به اینکه مبلغ اسمی سهام در بورس و فرابورس ۱۰۰۰ ریال است، بنابراین بطور مثال در شرکت فرابورسی با سرمایه ۲۰۰ میلیارد ریال، معامله ۲ درصد سهام به مبلغ ۴ میلیارد ریال معامله بلوک و معامله ۵ درصد سهام به مبلغ ۱۰ میلیارد ریال معامله عمده محسوب می شود.

معامله عمده که موضوع بحث ما را تشکیل می‌دهد، به دو قسم کلی معامله عمده عادی و شرایطی تقسیم می‌شود. در معاملات عمده عادی، نقل و انتقال ثمن و سهام ظرف ۳ روز کاری^۱ انجام می‌شود؛ اما در معاملات عمده شرایطی، پرداخت بخشی از وجه خارج از سازوکار بورس یا فرابورس و به صورت موجد انجام می‌پذیرد.^۲ بند ۲۰ ماده ۱ د.ا.ن.ا.م. بورس و بند ۳۵ ماده ۱ د.ا.ن.ا.م. فرابورس بیان می‌دارند که تسویه وجوه این معاملات، مطابق شرایط اعلامی در اطلاعیه عرضه عمده و بر اساس مقررات انجام می‌شود. برخی از قواعد حاکم بر معاملات عمده میان معاملات عمده عادی و شرایطی مشترک هستند و برخی دیگر در زمره قواعد اختصاصی معامله عمده شرایطی می‌باشند. بر این اساس ابتدا به بررسی قواعد عمومی معاملات عمده (بخش اول) و سپس به تدقیق در مقررات ویژه معاملات عمده شرایطی (بخش دوم) می‌پردازیم.

بخش اول: قواعد عمومی معاملات عمده

در این بخش به فرایندی که طی آن سهام موضوع فروش به خریداران بالقوه عرضه می‌شود تا زمانی که در سیستم معاملات یک شخص نسبت به خریداری آن سهام اقدام می‌کند می‌پردازیم. این قواعد میان معاملات عمده عادی و عمده شرایطی مشترک هستند. با این وجود، معاملات عمده عادی با تلاقی ایجاب و قبول و تأیید معامله در همان روز محقق می‌شوند، در حالی که این امر در خصوص معاملات عمده شرایطی صادق نیست؛ بگونه‌ای که علاوه بر ایجاب و قبول، سپری شدن یک مهلت حداکثر سی روزه و انجام تشریفات خاص برای پرداخت حصه نقدی و نیز تبادل اسناد به منظور پرداخت حصه غیرنقدی معامله ضرورت دارد. بر این مبنا ابتدا به بررسی فرایند عرضه و ثبت سفارش در سامانه معاملات تا تلاقی ایجاب و قبول (گفتار اول) و سپس انعقاد و تحقق معامله می‌پردازیم (گفتار دوم).

۱. ماده ۱۶ دستورالعمل ثبت، سپرده‌گذاری، تسویه و پایاپای در خصوص «کاری» یا «تقویمی» بودن ۳ روز مهلت تسویه صراحتی ندارد. در فرض اطلاق، فرض بر «تقویمی» بودن است، اما رویه اجرایی این فرض را بدرستی به کنار نهاده است. این مفهوم از ماده ۱۱ آیین‌نامه معاملات نیز بر می‌آید، زیرا از ۳ «جلسه معاملاتی» که فعلاً منطبق با «روز کاری» است صحبت کرده است.

۲. تبصره ۲ ماده ۱۶ دستورالعمل ثبت، سپرده‌گذاری، تسویه و پایاپای، مصوب ۱۳۸۸/۵/۱۳ هیات مدیره سازمان بورس و اوراق بهادار، مقرر می‌دارد «تسویه و پایاپای معاملات عمده، مطابق مقررات مربوطه خواهد بود».

گفتار اول: انتشار اطلاعیه عرضه و ثبت سفارش در سامانه معاملات

برای انجام معامله عمده، ابتدا فروشنده مطابق شرایطی که خواهد آمد مبادرت به انتشار اطلاعیه عرضه نموده (بند اول) و سپس سفارشات خرید و فروش در سامانه معاملات در روز معین شده وارد می‌گردند (بند دوم).

بند اول: انتشار اطلاعیه عرضه

نقطه آغازین انجام معامله عمده، درخواست عرضه است که توسط کارگزار فروشنده و در قالب اطلاعیه عرضه عمده مصوب بورس یا فرابورس ارائه می‌شود. بدین منظور، اطلاعات و مستندات معینی (مطابق ماده ۳۴ د.ا.ن.ا.م. بورس و ماده ۲۳ د.ا.ن.ا.م. فرابورس) توسط فروشنده به کارگزار ارائه و پس از بررسی و تأیید، مستندات اخذ شده توسط کارگزار فروشنده به بورس یا فرابورس تحویل می‌گردد.^۱ در صورتی که شرایط اعلامی توسط عرضه‌کننده، مغایر اصل منصفانه بودن و شفافیت بازار باشد، بورس می‌تواند از انتشار اطلاعیه عرضه عمده خودداری نماید (ماده ۳۷ د.ا.ن.ا.م. بورس). با توجه به ذات شفاف اتاق شیشه‌ای بورس، توانستن در اینجا به معنای اختیار نیست. مقصود این است که بورس حائز این توانایی است که تقاضای عرضه‌کننده را رد نماید، و بنظر می‌رسد در حالت عادی نیز واجد چنین توانایی می‌باشد. در واقع، همین که شرایط عرضه مغایر اصل منصفانه بودن و شفافیت بازار باشد، بورس مکلف است از انتشار اطلاعیه خودداری کند؛ در غیر اینصورت بورس خلاف کارکردهای اولیه و اساسی خود عمل نموده است. معادل این مقرر در دستورالعمل مربوط به معاملات فرابورس ایران وجود ندارد، اما در آنجا نیز علی‌رغم عدم تصریح، همین قاعده که منبعث از اصول کلی است جریان دارد.^۲

۱. در صورتی که میزان سهام یا حق تقدم سهام کمتر از پنج درصد سهام پایه باشد، درخواست انجام معامله باید حداقل تا ساعت ۱۰ صبح روز کاری قبل از عرضه در دبیرخانه بورس ثبت و در صورت تطبیق اطلاعیه عرضه عمده با مقررات به تشخیص مدیرعامل بورس، حداکثر تا پایان ساعت کاری همان روز از طریق سایت رسمی بورس اطلاع‌رسانی می‌شود (ماده ۳۵ د.ا.ن.ا.م. بورس). چنانچه میزان یادشده پنج درصد سهام پایه تا ۵۰ درصد آن باشد حداقل تا ۴ روز کاری قبل از عرضه و چنانچه ۵۰ درصد یا بیش از آن باشد حداقل ۷ روز کاری قبل از عرضه، درخواست کارگزار باید در دبیرخانه بورس ثبت و در صورت مطابقت اطلاعیه عرضه عمده با مقررات به تشخیص مدیرعامل بورس، تا پایان همان روز کاری از طریق سایت رسمی بورس به اطلاع عموم برسد (ماده ۳۶ د.ا.ن.ا.م. بورس). این مقررات در مورد فرابورس نیز به همین نحو اجرا می‌شود (مواد ۲۴ و ۲۵ د.ا.ن.ا.م. فرابورس).

۲. دلیل عدم وجود این ماده در مقررات فرابورس این است که دستورالعمل اجرایی نحوه انجام معاملات در بورس -در

عرضه کننده نمی تواند مفاد اطلاعیه عرضه عمده را پس از انتشار توسط بورس تغییر دهد و هرگونه تغییر به منزله انصراف فروشنده از عرضه تلقی می شود (ماده ۳۸ د.ا.ن.ا.م. بورس و ماده ۲۶ د.ا.ن.ا.م. فرابورس). این بدان معناست که تا پیش از انتشار مفاد اطلاعیه توسط بورس، امکان تغییر اطلاعات اعلامی وجود دارد. در واقع، هنگامی که اطلاعیه عرضه منتشر شده و مفاد آن به عموم اعلام شده، قابل عدول یا تغییر نمی باشد. ضمناً چنانچه آگهی فروش در جراید نیز منتشر شود و با اطلاعات منتشر شده در سایت رسمی بورس مغایرت داشته باشد، اطلاعات اخیر مبنای عمل خواهد بود (ماده ۳۹ د.ا.ن.ا.م. بورس و ماده ۲۷ د.ا.ن.ا.م. فرابورس). این مقررات هرچند به صورت واضح نگارش نیافته اند اما به دنبال بیان این نکته هستند که با «درخواست» تغییر مفاد اطلاعیه عرضه توسط فروشنده پس از انتشار اطلاعیه، بورس یا فرابورس از عرضه خودداری نموده و موضوع را به عنوان انصراف فروشنده تلقی خواهند نمود. بنابراین می توان گفت فروشنده می تواند در هر زمان پیش از شروع جلسه رسمی معاملات خواه در اولین روز، خواه در روزهای بعد به علت عدم مشخص شدن برنده مزایده در پایان رقابت، از انجام معامله منصرف شده و مراتب را کتباً از طریق کارگزار فروشنده در دبیرخانه بورس ثبت نماید که در این صورت عرضه انجام نمی شود. در صورت اعلام انصراف پس از شروع جلسه معاملاتی، به انصراف مذکور در آن جلسه معاملاتی ترتیب اثر داده نخواهد شد و ملاک تصمیم گیری در این خصوص، زمان ثبت انصراف در دبیرخانه بورس خواهد بود (ماده ۵۱ د.ا.ن.ا.م. بورس). اگر عرضه کننده از فروش سهام یا حق تقدم سهامی که اطلاعیه عرضه عمده آن توسط بورس منتشر شده منصرف شود، درخواست مجدد کارگزار فروشنده جهت عرضه سهام مذکور به بورس و طی تشریفات معامله عمده حداقل دو ماه پس از انصراف از انجام معامله میسر خواهد بود (ماده ۵۲ د.ا.ن.ا.م. بورس).

تبصره ماده ۵۲ فوق الذکر مقرر می دارد که «موضوع انصراف فروشنده جهت رسیدگی

۱۳۸۹/۹/۱۳- پس از فرابورس -۱۳۸۸/۶/۷- و در شرایطی نگارش یافت که دعوی شرکت سرمایه گذاری تأمین اجتماعی (شستا) علیه خواندگان متعدد از جمله بورس اوراق بهادار تهران طرح و -در تاریخ ۱۳۸۹/۲/۲۹- منجر به صدور رأی شده بود. اطلاعیه عرضه شستا، قطعی شدن معامله را منوط به ارائه «وثیقه ملکی مورد قبول فروشنده» نموده بود که با توجه به وسیع بودن این مفهوم و امکان سوء استفاده فروشنده از این امر و اختلافات بعدی حاصل از آن، این اختیار برای بورس پیش بینی شد که در چنین مواردی از انتشار اطلاعیه عرضه خودداری نماید که البته همانگونه که گفته شد این اختیار از عمومیت نیز قابل برداشت است. در این زمینه ن.ک ابراهیمی، ۱۳۹۲، ص ۲۳۲-۲۳۱.

بیشتر به مرجع رسیدگی به تخلفات ارجاع خواهد شد». ایراد مقررہ اخیر آن است که مشخص ننموده تحت چه شرایطی انصراف فروشنده تخلف بوده و سبب مسئولیت وی می شود. به علاوه، فروشنده شخصیتی جدا از ناشر اوراق بهادار و کارگزار معامله کننده داشته و لذا رسیدگی به تخلف وی در مرجع موصوف امکان پذیر نمی باشد. دستورالعمل ناظر به فرابورس نیز همین مفاد را تکرار می کند، با این تفاوت که سهام موضوع فروش نیز تا اتخاذ تصمیم مرجع رسیدگی به تخلفات کارگزاران غیر قابل معامله می گردد؛ ضمن اینکه مرجع رسیدگی به تخلف به تصریح مشخص شده است. نکته قابل تأمل آن است که مرجع رسیدگی به تخلفات کارگزاران، فقط به تخلف کارگزار - و نه فروشنده - رسیدگی می کند و مشخص نیست در صورتی که تخلف به کارگزار منتسب است چرا سهام فروشنده مسدود می شود و اگر تخلف به فروشنده منتسب باشد، پس از روشن شدن عدم تخلف کارگزار، برای سهام فروشنده متخلف چه تصمیمی اخذ خواهد شد که طبیعتاً این تصمیم نمی تواند غیرقابل معامله باقی ماندن سهام باشد؛ زیرا موضوع در صلاحیت این مرجع نیست.

نکته دیگری که در این میان باید مورد توجه قرار گیرد این است که آیا با انصراف فروشنده، خریداران بالقوه می توانند نسبت به طرح دعوی مسئولیت علیه وی اقدام نمایند. مطابق قواعد عمومی مسئولیت مدنی در صورتی که شرایط تحقق مسئولیت وجود داشته و به جهت عدم عرضه، خسارتی به خریداران بالقوه وارد شده و رابطه سببیت بین این دو وجود داشته باشد، دعوی مطالبه خسارت به نتیجه خواهد رسید. اما نکته مهم این است که آیا رجوع از ایجاب تقصیر محسوب می شود یا خیر. هنگامی که ایجاب به عموم اعلام می شود، مخاطبان به تأمل و مطالعات مقتضی و همچنین فراهم آوردن امکانات لازم از جمله برای پرداخت وجه تضمین و ثمن معامله مبادرت خواهند ورزید و تلقی عرفی بر این است که موجب به پیشنهاد خود پایبند خواهد بود. در جایی که بصورت صریح یا ضمنی، موجب به ایجاب ملتزم است، رجوع ایجاب دهنده ضمان آور است و وی باید به جهت تقصیر از عهده خسارات وارده به

۱. ماده ۲۶ د.ا.ن.ا.م. فرابورس «شرایط اعلام شده توسط کارگزار فروشنده پس از انتشار اطلاعیه عرضه توسط فرابورس قابل تغییر نیست. در صورت تغییر در شرایط اطلاعیه عرضه یا انصراف فروشنده از فروش سهام یا حق تقدم سهام، معامله عمده انجام نخواهد شد و انجام معامله منوط به درخواست مجدد فروشنده خواهد بود. در این صورت موضوع به مرجع رسیدگی به تخلفات کارگزاران ارجاع و براساس اعلام فرابورس، سهام یا حق تقدم سهام تا زمان صدور رأی قطعی، غیرقابل معامله خواهد شد».

مخاطبان خویش برآید. بنابراین، در مبحث معاملات عمده که عرضه کننده نسبت به عرضه سهام در روز معین وعده می دهد، منطقاً مخاطبان با یک ایجاب ساده که هیچگونه التزامی نسبت به نگهداری آن وجود ندارد مواجه نیستند. بر این اساس، از آنجا که قابل رجوع بودن ایجاب می تواند به حقوق دیگران و نظم بازار سرمایه لطمه زند، لذا با اینکه مطابق قاعده اولیه، ایجاب الزام آور نیست، در اینجا عدول از عرضه سهام تقصیر و مستوجب ضمانت اجرای جبران خسارت خواهد بود. با این وجود، شایسته است این مقررات با صراحت، مسئولیت عرضه کننده در صورت عدم عرضه در موعد مقرر را خاطر نشان شوند تا هرگونه تردید در این خصوص زائل شود.^۱ اگر آگهی عرضه سهام را یک ایجاب ساده بدانیم، عدول از ایجاب، حق موجب بوده و ضمانت آور نیست، مگر اینکه این حق به صورت نامتعارف اجرا گردیده و به بیان دیگر موجب از حق خود در رجوع از ایجاب سوء استفاده نموده باشد که در این حالت به جهت تقصیر خویش مسئول خواهد بود (کاتوزیان، ۱۳۸۰، ص ۳۰۴-۲۹۶).

بند دوم: ثبت سفارش خرید و فروش در سامانه معاملات

معاملات عمده در بازاری مجزا از بازار معاملات خرد در سامانه معاملاتی انجام شده و تابع مقررات خاص خود می باشد. بنابراین، اگر شخصی در بازار عادی سفارش خرید یا فروش گذاشته است، سفارش مربوط به معامله عمده در آن اثری ندارد. این امر برای آن است تا قیمت معامله عمده که عموماً بالاتر از قیمت عادی است خریداران و فروشندگان خرد سهام را گمراه نساخته و در قیمت سایر معاملات تأثیر نگذارد. به علاوه، برای انجام معاملات عمده، نماد سهم در بازار عادی باید باز باشد (ماده ۳۲ د.ا.ن.ا.م. بورس و ماده ۲۱ د.ا.ن.ا.م. فرابورس). در واقع، اگر چه رابطه چندانی میان قیمت سهم در معامله عمده و معامله خرد وجود ندارد، لیکن به هر روی وقتی نماد سهم بسته است و معامله نمی شود تصویر شفافتری از آخرین قیمت سهام وجود ندارد. به علاوه، وقتی نماد سهم باز است، تغییراتی همچون افزایش سرمایه یا توزیع سود که قیمت سهم را تحت تأثیر قرار می دهد اتفاق نمی افتد و لذا حقوق خریدار بهتر حفظ

۱. در زمان تدوین د.ا.ن.ا.م. بورس پیشنهاد شده بود پرداخت خسارت ناشی از رجوع از ایجاب پیش بینی شود، لیکن به منظور حمایت از دولت که بخش اساسی عرضه عمده را از طریق سازمان خصوصی سازی انجام می دهد این موضوع لحاظ نشد (ابراهیمی، ۱۳۹۲، ص ۲۴۷). ضمن درک مقتضیات عملی و اجرایی بازار سرمایه فعلی، نباید فراموش کرد یکی از اصول اساسی حاکم بر بازار، اصل برابری و انصاف است و دولت نباید هیچ برتری بر اشخاص خصوصی داشته باشد.

می‌شود.^۱ در معاملات عمده، برخلاف معاملات خرد، دامنه نوسان روزانه قیمت^۲ و محدودیت حجمی اعمال نمی‌شود، لیکن حداقل تغییر قیمت مجاز هر سفارش در معاملات عمده مانند بازار عادی است. البته مدیرعامل بورس یا فرابورس می‌تواند با اطلاع‌رسانی عمومی قبل از شروع جلسه معاملاتی، حداقل تغییر قیمت مجاز هر سفارش برای یک معامله عمده را تغییر دهد (ماده ۴۱ د.ا.ن.ا.م. بورس و ماده ۲۹ د.ا.ن.ا.م. فرابورس). عرضه سهام در معاملات عمده باید به صورت یکجا و از یک کد معاملاتی باشد، به این معنا که در معامله عمده فروشنده نمی‌تواند چند شخص باشد، مگر اینکه مطابق مقررات کد تجمیعی ایجاد شده باشد (ماده ۳۳ د.ا.ن.ا.م. بورس و ماده ۲۲ د.ا.ن.ا.م. فرابورس).

در بورس، نماد معامله عمده، حداکثر قبل از یک ساعت پایانی جلسه معاملاتی گشایش می‌یابد (ماده ۴۰ د.ا.ن.ا.م. بورس)؛ این در حالی است که در فرابورس، نماد معامله عمده حداکثر تا یک ساعت پس از شروع جلسه معاملاتی گشایش می‌یابد (ماده ۲۸ د.ا.ن.ا.م. فرابورس). این تفاوت فاقد مبناست و باید در اصلاحات و یکسان‌سازی مقررات مد نظر قرار گیرد.

در این معاملات، هر کارگزار خریدار تنها در قالب یک سفارش خرید، امکان رقابت داشته و نمی‌تواند با سفارش‌های مختلف برای چند شخص یا گروه رقابت نماید (ماده ۴۲ د.ا.ن.ا.م. بورس و ماده ۳۰ د.ا.ن.ا.م. فرابورس). زیرا یک کارگزار نمی‌تواند منافع مشتریان متعدد خود که با یکدیگر در رقابت هستند را بصورت یکسان در نظر بگیرد و دچار تضاد منافع خواهد شد. ضمن اینکه کارگزار نمی‌تواند در یک معامله عمده همزمان در دو سمت عرضه و تقاضا فعالیت نماید (ماده ۴۳ د.ا.ن.ا.م. بورس و ماده ۳۱ د.ا.ن.ا.م. فرابورس). زیرا کارگزار به نوعی وکیل خریدار و فروشنده در معامله محسوب شده و در این حالت دچار تعارض منافع خواهد شد (Goforth, 1989, p411). قاعده عمومی در حقوق نیز آن است که وکیل نباید اقدامی کند که

۱. مطابق ماده ۱۵ د.ا.ن.ا.م. بورس و ماده ۱۱ د.ا.ن.ا.م. فرابورس، نماد معاملاتی ورقه بهادار از جمله در موارد زیر توسط بورس یا فرابورس متوقف می‌شود: یک روز کاری قبل از برگزاری مجامع عمومی صاحبان سهام و یک روز کاری قبل از برگزاری جلسه هیات مدیره جهت تصمیم‌گیری در خصوص تغییر سرمایه. توقف نماد سبب می‌شود شناسایی سهامداران ذیحقی در زمان اقداماتی همچون تقسیم سود یا تعلق حق تقدم در خرید سهام جدید امکانپذیر باشد.

۲. دامنه نوسان قیمت، پایین‌ترین تا بالاترین قیمتی است که در آن دامنه، طی یک یا چند جلسه رسمی معاملاتی، قیمت می‌تواند نوسان داشته باشد (ماده ۱ آیین‌نامه معاملات). این دامنه در حال حاضر در بورس اوراق بهادار تهران ۴ درصد است و قیمت سهام نسبت به روز پیشین نمی‌تواند بیشتر یا کمتر از ۴ درصد نوسان داشته باشد.

در معرض تهمت قرار گیرد و باید از موقعیت‌هایی که او را در مقام تضاد منافع قرار می‌دهد پرهیز کند. وکیل نباید از حدود امانت خارج شود و در حالتی که خریدار و فروشنده دو منافع کاملاً متضاد را پیگیری می‌کنند، یک وکیل علی‌الاصول نمی‌تواند در صدد تأمین منافع هر دو به صورت همزمان باشد. رد پای لزوم رعایت مصلحت موکل که از قواعد عمومی و کالت است را در مقررات مختلفی می‌توان دید و سرمنشأ مباحث مربوط به «معامله با خود» نیز همین جهات است (ن.ک. کاتوزیان، ۱۳۷۹، صص ۹۲-۸۰).^۱

از آنجا که معاملات عمده بصورت بلوکی انجام می‌شود، ضمن رعایت حداقلی قیمت پایه، تعداد سهام یا حق تقدم سهام هر سفارش خرید باید برابر تعداد سهام یا حق تقدم سهام اعلام شده در اطلاعیه عرضه عمده باشد (ماده ۴۴ د.ا.ن.ا.م. بورس و ماده ۳۲ د.ا.ن.ا.م. فرابورس). این بدان معناست که مشتری نمی‌تواند تعداد اوراق بهاداری کمتر از آنچه در اطلاعیه عرضه وارد شده را خریداری نماید و به عبارت دیگر قاعده همه یا هیچ برقرار است؛ زیرا خرید به میزان کمتر می‌تواند به زیان فروشنده و البته بسیاری اوقات خریدار باشد. در صورتی که به هر دلیل تمام بلوک سهم، مورد معامله قرار نگیرد، معامله مورد تأیید قرار نخواهد گرفت و در واقع محقق نخواهد شد.

هنگامی که سفارش خرید توسط کارگزار خریدار وارد شد، کاهش قیمت سفارش خرید ثبت شده در سامانه معاملاتی یا ورود سفارش با قیمتی کمتر از بالاترین سفارش خرید ثبت شده در سامانه معاملاتی، مجاز نمی‌باشد و حذف سفارش خرید، صرفاً در صورت ثبت سفارش خرید با قیمت بالاتر در سامانه معاملاتی مجاز است (ماده ۴۵ د.ا.ن.ا.م. بورس و ماده ۳۳ د.ا.ن.ا.م. فرابورس). بنابراین، ایجاب اعلامی توسط کارگزار خریدار غیر قابل عدول است، مگر اینکه سفارشی با قیمت بالاتر ثبت شده باشد. اگر در این شرایط کارگزار خریدار، تقاضای خرید را حذف نماید و تقاضای خریدی با قیمت بالاتر وارد سامانه نشود، کارگزار خریدار باید از عهده خسارات وارده به عرضه‌کننده برآید.

عرضه ورقه بهادار توسط کارگزار فروشنده تنها در صورتی مجاز است که از زمان ثبت بهترین سفارش خرید در سامانه معاملاتی حداقل سه دقیقه گذشته باشد (ماده ۴۶ د.ا.ن.ا.م).

۱. برای مطالعه در خصوص لزوم حفظ منافع آمر توسط حق‌العمل کار ن.ک. کرد زنگنه، مصطفی، حق‌العمل کاری، پایان‌نامه کارشناسی ارشد حقوق خصوصی، دانشکده حقوق دانشگاه شهید بهشتی، ۱۳۹۲، صص ۱۳۳-۱۲۵.

بورس و ماده ۳۴ د.ا.ن.ا.م. فرابورس). این قاعده به منظور حمایت از خریداران و جلوگیری از هرگونه تبانی و وجود یک وضعیت شفاف و منصفانه در خرید است. اگر امکان ورود سفارش بوسیله کارگزار فروشنده بلافاصله پس از ورود سفارش خریدار وجود داشته باشد، این احتمال هست که طرفین با یکدیگر هماهنگ نموده و در کسری از ثانیه معامله را بین خود محقق سازند؛ بنابراین، فرصتی ۳ دقیقه‌ای در این میان پیش‌بینی شده است. از سوی دیگر، در صورتی که از زمان ثبت بهترین سفارش خرید، ۱۵ دقیقه گذشته باشد و سفارش خریدی با قیمت بالاتر طی این مدت ثبت نشده باشد، و قیمت این سفارش مساوی یا بیشتر از قیمت پایه باشد، عرضه به بهترین سفارش خرید، از طریق کارگزار فروشنده یا به صورت خودکار در سامانه معاملاتی انجام خواهد شد. در هر حال بعد از گذشت ۱۵ دقیقه، ادامه رقابت توسط کارگزاران خریدار مجاز نمی‌باشد (ماده ۴۷ د.ا.ن.ا.م. بورس) و دیگر امکان ورود سفارش جدید خرید وجود نخواهد داشت. این مقرر بدنبال آن است تا رقابت به سرعت تعیین تکلیف شود. معادل این مقرر در فرابورس یافت نمی‌شود که شایسته است در آنجا نیز پیش‌بینی شود^۱.

چنانچه در پایان جلسه معاملاتی، زمان ثبت بهترین سفارش خرید ثبت شده، قبل از ده دقیقه پایانی بوده و قیمت این سفارش مساوی یا بیشتر از قیمت پایه باشد عرضه به بهترین سفارش خرید، از طریق کارگزار فروشنده یا به صورت خودکار در سامانه معاملاتی انجام خواهد شد (ماده ۴۸ د.ا.ن.ا.م. بورس و ماده ۳۴ د.ا.ن.ا.م. فرابورس). امکان ثبت سفارش به صورت خودکار ظاهراً بستگی به امکانات فنی و تمایل بورس برای بهره‌گیری از این روش دارد. با استفاده از این روش، با انتشار اطلاعیه عرضه، موجب از پیش، خود را به صورت غیر قابل بازگشت ملتزم ساخته و با اعطای و کالت بلاعزل به بورس به منظور ثبت سفارش به صورت خودکار، اراده خویش را آشکار می‌سازد تا در صورت تحقق شرایط مذکور در فوق معامله منعقد شود. در صورت ثبت سفارش خرید در ده دقیقه پایانی بازار، ادامه رقابت به جلسه معاملاتی بعد موکول شده و کارگزار دارای بهترین سفارش خرید موظف است سفارش خود را با بهترین قیمت روز قبل، در ابتدای جلسه معاملاتی بعد وارد سامانه نماید (ماده ۵۰ د.ا.ن.ا.م. بورس و تبصره ۱ ماده ۳۴ د.ا.ن.ا.م. فرابورس). در واقع، تصور بر این است که ورود سفارش در

۱. البته از آنجا که اکثر معاملات سازمان خصوصی‌سازی در فرابورس انجام می‌شود، عدم وجود این مقرر در دستورالعمل ناظر به فرابورس باعث می‌گردد تا دست سازمان خصوصی‌سازی برای عرضه سهام باز باشد.

ده دقیقه پایانی، فرصت کافی در اختیار سایر خریداران قرار نداده و شرایط رقابتی معامله به نحو صحیح تأمین نخواهد شد.

گفتار دوم: انعقاد و تحقق معامله عمده

در گفتار پیش بیان شد که تحت چه شرایطی عرضه سهام به صورت عمده در بورس و فرابورس صورت می‌گیرد و با ثبت سفارش در سامانه معاملات، ایجاب و قبول به یکدیگر ملحق می‌شوند. حال پرسش این است که آیا با الحاق ایجاب و قبول، عقد منعقد و محقق می‌شود یا اقدامات دیگری نیز مورد نیاز است؟ به عبارت دیگر آیا قرارداد منعقد در بورس یا فرابورس عقدی است رضائی یا تشریفاتی؟ خواهیم دید که در بازار متشکل، بورس و فرابورس نسبت به تأیید معاملات اقدام می‌نمایند و تشریفات انجام معامله در معاملات عمده شرایطی از وسعت بیشتری برخوردار هستند. با توجه به اصل اولیه مبنی بر رضایی بودن عقود، تا قبل از تصویب ماده ۹۹ قانون برنامه پنجم توسعه، بحث در خصوص رضایی یا تشریفاتی بودن معاملات بورسی مفتوح بود (بند اول)؛ لیکن با تصویب بند (ب) ماده ۹۹ قانون برنامه پنجم توسعه، اصل تشریفاتی بودن معاملات بورسی با تردید مواجه نمی‌باشد (بند دوم).

بند اول: اصل رضایی بودن عقود و لزوم تأیید معاملات توسط بورس و فرابورس

مطابق ماده ۲۹ د.ا.ن.ا.م. بورس، «تمامی معاملات اوراق بهادار در بورس، در صورتی قطعیت می‌یابد که به تأیید بورس برسد». استفاده از واژه «تمامی»، تردیدی باقی نمی‌گذارد که معاملات خرد، بلوگ و عمده همگی مشمول این قاعده می‌باشند. مقصود از بورس در این ماده، مدیرعامل بورس است. ماده ۳۰ همین دستورالعمل که عدم تأیید معامله را بر عهده مدیرعامل بورس نهاد، مؤید این امر است. این بدان معناست که خرید و فروش سهام در بورس با صرف ایجاب و قبول اعلامی توسط کارگزاران به سرانجام نمی‌رسد و نیازمند تأیید نهاد اجرایی بازار نیز می‌باشد. در مقابل، مقررات ناظر بر فرابورس (ماده ۲۰ د.ا.ن.ا.م. فرابورس)، با عباراتی دیگر از امکان عدم تأیید معاملات در موارد معین توسط مدیرعامل فرابورس سخن به میان آورده‌اند. اصل بر صحت معاملات و عدم ابطال آنها است، مگر اینکه جهات مندرج در این مقررات (مواد ۳۰ و ۳۱ د.ا.ن.ا.م. بورس و ماده ۲۰ د.ا.ن.ا.م. فرابورس) برای عدم تأیید وجود داشته باشد.

با این مقدمه این پرسش به ذهن می‌آید که آیا معاملات اوراق بهادار در بورس یا فرابورس نیز که باید از مجرای کارگزاران و سیستم معاملاتی بازار صورت پذیرد و پس از انجام معامله، اعلام موافقت و تأیید بورس و فرابورس (عدم مخالفت با محقق شدن معامله) ضرورت دارد از مصادیق عقود تشریفاتی است یا خیر؟ به عبارت دیگر آیا عقد با اعلام اراده کارگزاران طرفین محقق شده یا اینکه عقد تا زمان تأیید معامله توسط بورس و فرابورس محقق نمی‌شود.

عقد تشریفاتی، عقدی است که تحقق و اعتبار آن علاوه بر رضایت و اراده طرفین مستلزم رعایت تشریفات خاصی است (Terré, Simler, Lequette, 2005, p63). اگرچه از عقود تشریفاتی صحبت می‌کنیم اما مثال بارز اعمال حقوقی تشریفاتی را می‌توان در طلاق که از مصادیق ایقاع تشریفاتی است یافت. اگر صیغه طلاق در حضور دو مرد عادل جاری نشود، طلاق علی‌رغم اراده و رضایت زوج واقع نخواهد شد. قانون‌گذار در برخی موارد بنا به دلایلی به ویژه نظام‌مند ساختن دقیق‌تر عمل حقوقی موردنظر، صرف اعلام اراده‌ها را کافی ندانسته و رعایت اعمال دیگری را نیز لازم دانسته است. در واقع، علی‌رغم اینکه اصل بر کفایت توافق اراده‌ها در تشکیل عقد است اما عقود تشریفاتی با وجود پیچیدگی و کندی در انجام معاملات، مزایای قابل توجهی دارند. عقد تشریفاتی توجه طرفین به اهمیت قرارداد را بیشتر جلب می‌کند و عموماً امکان اثبات قرارداد منعقد به شیوه ساده نیز فراهم می‌شود. در حالی که عقود رضایی می‌توانند از دید دیگران محرمانه بمانند، قراردادهای تشریفاتی عموماً قراردادهایی هستند که به عنوان یک واقعه اجتماعی توسط اشخاص ثالث نیز شناخته شده و مورد توجه قرار می‌گیرند. قراردادهای تشریفاتی فرصتی برای تأمل و احتیاط در اخذ تصمیم فراهم می‌سازند (Terré, Simler, Lequette, 2005, p132). این تأمل و تعمق زمانی که قرارداد باید بوسیله اشخاص حرفه‌ای همچون دفاتر اسناد رسمی یا کارگزاران به وقوع بپیوندد به شیوه دقیق‌تری با استفاده از مشورت و تخصص ایشان محقق می‌شود. در نظام حقوق موضوعه ما مصادیق عقد تشریفاتی نادر هستند و جز برخی عقود عینی (همچون بیع صرف، وقف، رهن و هبه) که در آنها علاوه بر ایجاب و قبول، تسلیم مورد عقد نیز لازم است، به سختی می‌توان عقدی را یافت که به جهت عدم رعایت تشریفات خاص باطل باشد (در این زمینه ن. ک. امامی، ۱۳۷۴، ۱۷۴؛ شهیدی، ۱۳۷۷، ص ۸۷). رویه قضایی در رضایی دانستن انتقال املاک ثبت شده، علی‌رغم مفاد ماده ۲۲ قانون ثبت اسناد و املاک تردیدی ندارد و هبه‌نامه، صلح‌نامه و شرکت‌نامه نیز علی‌رغم

صراحت مواد ۴۷ و ۴۸ قانون ثبت در زمره قراردادهای تشریفاتی محسوب نمی‌شوند. با این وجود، می‌توان فروش اموال توقیف شده برای اجرای حکم که باید از طریق مزایده بعمل آید را از مصادیق عقود تشریفاتی دانست (کاتوزیان، ۱۳۸۰، صص ۸۹-۸۸).

با توجه به ماده ۱۹۱ قانون مدنی که صرف توافق اراده‌ها برای انعقاد عقد را کافی می‌داند و اصل رضایی بودن عقود را برقرار داشته است، مقررات مادون قانون نمی‌توانند، در غیاب مجوز قانونی، تشریفات معینی را برای تحقق عقد رضایی ایجاد نمایند. مطابق این ماده «عقد محقق می‌شود به قصد انشا به شرط مقرون بودن به چیزی که دلالت بر قصد کند». از آنجا که قانون‌گذار صرف توافق اراده‌ها را برای تحقق عقد کافی دانسته، اضافه کردن شروط دیگر برای تحقق عقد توسط مقررات مادون را باید خلاف قانون تلقی کرد. تعیین مصادیق عقود تشریفاتی در دایره صلاحیت قانون‌گذار است و دستگاه‌های اجرایی نمی‌توانند در غیاب اختیارات لازم به چنین امری مبادرت ورزند. بنابراین، در حالی که معامله ورقه بهادار را از مصادیق بیع تلقی نمودیم - و یا اینکه بر فرض از مصادیق عقد صلح یا ماده ۱۰ قانون مدنی و تابع اصل آزادی قراردادها باشد - سازمان بورس و اوراق بهادار یا شورای عالی بورس و اوراق بهادار نمی‌توانند با محدود کردن دایره مباحات و آزادی افراد، شرایط دیگری را برای تحقق این معامله پیش‌بینی کرده و بر آن بیفزایند، مگر اینکه قانون این اختیار را به ایشان اعطاء کرده باشد. برای حل این مشکل می‌توان عقد منعقد در بورس را عقدی رضایی و معلق تحلیل نمود که معلق علیه آن تأیید بورس یا فرابورس باشد. با این دیدگاه می‌توان بی‌آنکه به تکلف اثبات تشریفاتی بودن معامله بورسی افتاد نقش مهم بازار متشکل در تأیید معامله را محقق ساخت. این تحلیل در خصوص معاملات عمده شریطی واجد ویژگی‌های خاصی است که در جای خود به آن پرداخته خواهد شد.

با این همه می‌توان چنین استدلال کرد که به جهت تابعیت حقوق بازار اوراق بهادار از قواعد حقوق عمومی، اجازه تشریفاتی نمودن عقد بصورت ضمنی و در قالب صلاحیت تشخیصی در خصوص معاملات در بازارهای متشکل سرمایه داده شده است.^۱ مطالعه قانون بازار

۱. در واقع، می‌توان گفت نهاد ناظر دارای صلاحیت تشخیصی در تصویب مقررات ناظر به معاملات بورسی بوده و اختیار تشریفاتی نمودن قرارداد نیز از نتایج این صلاحیت کلی است که قانون‌گذار برای نهاد ناظر در نظر گرفته است. برای مطالعه در خصوص مفهوم صلاحیت تشخیصی یا صلاحیت اختیاری ن.ک. هداوند، مهدی، حقوق اداری تطبیقی، ج ۱، سمت، ۱۳۸۹، صص ۱۷۰-۱۶۵.

و بیان مفاهیمی همچون کارگزار و این نکته اساسی که معاملات این بازار از ابتدای تشکیل با مفهوم استفاده از کارگزار و رعایت قواعد بازار گره خورده و امکان تصویب مقررات ناظر به بازار توسط سازمان بورس، ما را به این نتیجه رهنمون می‌سازد که تشریفاتی نمودن قراردادهای بورسی امری عقلایی، ضروری و متناسب با اقتضائات بازار بوده و لذا انجام معاملات بدون رعایت تشریفات مقرر، واجد اثر نبوده و معاملات اوراق بهادار در بازار متشکل را باید عقدی تشریفاتی دانست. مقتضای ذات بورس با رعایت تشریفات هم‌مشین است. این تشریفات لازمه شکل‌گیری بورس است و از آنجا که اذن در شی اذن در لوازم آن است رعایت تشریفات نیز ضروری و مورد تأیید قانون‌گذار است.

رعایت این تشریفات شباهت زیادی به لزوم ثبت معاملات سهام شرکت‌ها در دفتر ثبت سهام شرکت دارد. با این وجود، اثر عدم رعایت چنین تشریفاتی عدم تحقق عقد بطور مطلق نیست و فقط معامله در مقابل شرکت غیر قابل استناد است. توضیح آنکه اگرچه بطور سنتی ضمانت اجرای عدم رعایت تشریفات عقود تشریفاتی بطلان مطلق^۱ عقد است، اما گرایش‌های جدید تمایل دارند تا در جایی که موضوع به حمایت از شخص یا اشخاص معین و نه نظم عمومی باز می‌گردد مفهوم بطلان نسبی^۲ و غیر قابل استناد بودن عقد در مقابل ذی‌نفع را مد نظر قرار دهند (Terré, Simler, Lequette, 2005, p146). بر خلاف معاملات سهام موضوع ماده ۴۰ قانون اصلاح قسمتی از قانون تجارت که حمایت از حقوق شرکت را دنبال می‌کند و در نتیجه امکان صدور حکم به نفع خریدار و الزام شرکت به ثبت آن در دفتر ثبت سهام شرکت میسر است^۳، لزوم معامله در بازار بورس نه فقط به منظور حمایت از منافع شرکت است، بلکه عدم رعایت آن به معنای نقض نظم عمومی اقتصادی است. ضمناً باید توجه داشت در صورت تردید

1.Nullité absolue

2.Nullité relative

۳. قابل ذکر است حتی در شرایط فعلی نیز برخی محاکم، معامله ثبت نشده در دفتر ثبت سهام شرکت را باطل می‌دانند. در این زمینه ن.ک. شفیع، ۱۳۸۷، ۲۸-۲۶. بالعکس در مورد شرکت با مسئولیت محدود و در حالی که ماده ۱۰۳ قانون تجارت بر لزوم انتقال سهام بوسیله سند رسمی تأکید دارد، تعداد قابل توجهی از محاکم، تنظیم سند رسمی را نه از تشریفات تحقق معامله بلکه صرفاً وسیله اثبات آن قلمداد می‌کنند. بطور مثال، شعبه اول دادگاه تجدیدنظر تهران طی دادنامه شماره ۴۷۵ مورخ ۱۳۷۷/۴/۳۱، نقل و انتقال سهم‌الشرکه شرکت با مسئولیت محدود با سند عادی را پذیرفته و مرقوم داشته «لزوم ثبت معاملات اینگونه سهام برای اثبات آن در مقام صالحه و محاکم است نه آن که عدم ثبت آن موجب بطلان بیع باشد و خریدار نتواند در اجرای ماده ۱۰۳ استنادی الزام فروشنده را به ثبت معامله و انتقال درخواست کند» (بازگیر، ۱۳۷۸، ص ۱۱۸). همچنین ن.ک. دادنامه شماره ۲۳/۳۹۹ مورخ ۱۳۶۹/۷/۱۰ (بازگیر، ۱۳۷۷، ص ۷۲).

در ضمانت اجرا، از آنجا که در عقود تشریفاتی، رعایت تشریفات علی‌الاصول شرط تحقق معامله است، ضمانت اجرای عدم رعایت این تشریفات بطلان قرارداد است، به نحوی که دادگاه نیز نخواهد توانست این موجود بی‌جان را حیات بخشد. این نکته را نیز بیفزاییم که مزایای برشمرده شده برای عقود تشریفاتی از جمله توجه به قرارداد به عنوان یک واقعه اجتماعی و فراهم آوردن فرصتی برای تأمل و تعمق در هنگام تصمیم‌گیری با کمک کارگزاران در خصوص معامله اوراق بهادار به روشنی صادق است.

در همین راستا رأی مورخ ۱۳۸۸/۸/۲۶ شعبه ۱۹ دادگاه عمومی حقوقی مجتمع قضایی شهید بهشتی که در مقام تقاضای ابطال رأی مورخ ۱۳۸۸/۶/۷ هیات داوری موضوع ماده ۲۰ قانون برنامه سوم توسعه صادر شده است قابل توجه است (دادنامه شماره ۸۸۰۹۹۷۰۲۲۷۹۰۰۷۳۰ مورخ ۱۳۸۸/۸/۲۶ شعبه ۱۹ دادگاه عمومی حقوقی مجتمع قضایی شهید بهشتی). موضوع این پرونده معامله عمده ۳۰/۵ درصد سهام شرکت فولاد خوزستان است که در تاریخ ۱۳۸۷/۲/۱۴ با قیمت پایه ۶۱۱۷ ریال با شرایط ۲۰ درصد نقد و مابقی در اقساط مساوی ۵ ساله توسط سازمان خصوصی‌سازی به نمایندگی از دولت عرضه گردید. سهام عرضه شده توسط خواهان‌ها با قیمت هر سهم ۲۰۴۰۳ ریال خریداری شد. ۲۰ درصد ثمن معامله به میزان ۲۷۲۸ میلیارد ریال باید مطابق شرایط مندرج در اطلاعیه عرضه ظرف سی روز کاری به فروشنده پرداخت می‌گردید که به جای این مبلغ با توافق با فروشنده (سازمان خصوصی‌سازی) صرفاً مبلغ ۱۷۲۸ میلیارد ریال (یعنی حدود ۱۲ درصد ثمن) نقداً پرداخت گردید. متعاقباً به دلیل اختلافات حادث میان طرفین از جمله در مورد حضور در مجمع شرکت فولاد خوزستان و کاهش قیمت سهام شرکت، خریدار با طرح این ادعا، از آنجا که به جای ۲۰ درصد حصه نقدی مبلغ کمتری دریافت شده و شرایط و تشریفات تحقق معامله رعایت نگردیده تقاضای ابطال معامله را نمود. محکمه در مقام حل اختلاف در یکی از استدلال‌ات خود چنین بیان داشت که «... دادگاه از نظر حقوقی رعایت شرایط تشریفات معامله در بورس را از جمله ارکان صحت معاملات در بورس دانسته و الزام آور می‌داند و این تشریفات در معاملات بورس و مزایده‌های دولتی رکنی از ارکان معاملات بوده و فارغ از ارکان چهارگانه معاملات در قانون مدنی رکن مستقلی در چنین معاملات بوده و به عنوان شرط قابل ارزیابی و تلقی نمی‌باشد ... لذا از آنجایی که در مانحن‌فیه رعایت چنین تشریفاتی نگردیده و مادامی که رعایت تشریفات در معاملات بورس به عمل نیاید

معامله قطعی محسوب نمی‌گردد و با سپری شدن زمان معین شده جهت پرداخت حصه نقدی موضوع اعلام خرید کان لم یکن و باطل تلقی می‌گردد...».

بند دوم: اصل تشریفاتی بودن معامله سهام در بورس و فرابورس

با تصویب ماده ۹۹ قانون برنامه پنجم توسعه، تردید در تشریفاتی بودن معاملات اوراق بهادار در بازار متشکل روا نمی‌باشد. بر اساس بند (ب) ماده ۹۹ قانون برنامه پنجم توسعه، «معاملات اوراق بهادار ثبت شده در سازمان فقط در بورس‌ها و بازارهای خارج از بورس دارای مجوز و با رعایت مقررات معاملاتی هر یک از آنها حسب مورد امکان‌پذیر بوده و معامله اوراق بهادار مذکور بدون رعایت ترتیبات فوق فاقد اعتبار است».

اوراق بهادار نزد سازمان بورس ثبت می‌شوند و بدین ترتیب ناشر و اوراق بهادار منتشره تحت نظارت سازمان قرار می‌گیرند. نظارت مناسب بر ورقه بهادار مستلزم نظارت بر معاملات آن نیز می‌باشد و بر همین اساس مقرر گردیده معامله ورقه بهادار نیز در بازار متشکل صورت پذیرد. در حال حاضر دو بازار متشکل بورس اوراق بهادار تهران و فرابورس ایران، سامانه معاملات منسجم اوراق بهادار را شکل داده‌اند. اوراقی که وفق «دستورالعمل پذیرش اوراق بهادار در بورس اوراق بهادار تهران» مصوب ۸۶/۱۰/۱ در بورس پذیرفته شده‌اند در این بازار و اوراقی که مطابق «دستورالعمل پذیرش، عرضه و نقل و انتقال اوراق بهادار در فرابورس ایران» مصوب ۱۳۸۸/۱/۲۵ و اصلاحی ۱۳۹۰/۲/۲۴ در فرابورس پذیرفته شده‌اند در بازار فرابورس معامله می‌شوند.

«پذیرش» اوراق بهادار در بورس یا فرابورس متفاوت از ثبت آن نزد سازمان است و ممکن است ورقه بهاداری نزد سازمان ثبت گردد بی‌آنکه در بورس یا فرابورس پذیرفته شود. پذیرش اوراق بهادار در یکی از بازارهای بورس یا فرابورس مستلزم شرایط معینی است که ممکن است برخی از انواع اوراق بهادار نتوانند آن شرایط را محقق سازند. بر این اساس، آنچه که در بند (ب) ماده ۹۹ اجباری است «معامله» اوراق بهادار ثبت شده نزد سازمان است، بی‌آنکه «پذیرش» آن اوراق در بورس یا فرابورس ضرورت داشته باشد. در راستای اجرای این بند، سازمان بورس و اوراق بهادار در تاریخ ۱۳۹۰/۲/۱۰ «دستورالعمل اجرایی نحوه انجام معاملات اوراق بهادار در بازار پایه فرابورس ایران» را به تصویب رسانید و بازاری تحت عنوان «بازار پایه» جهت انجام

معاملات اوراق بهادار موضوع این بند ایجاد نمود.

در ماده ۹۹ قانون برنامه پنجم، برای معامله اوراق بهادار ثبت شده نزد سازمان در خارج از «بورس» و «بازارهای خارج از بورس» ضمانت اجرای «فقدان اعتبار» پیش‌بینی شده است. عدم اعتبار به معنای بطلان معامله است، زیرا معامله در بازار مربوطه از تشریفات انجام معامله است و در خارج از بازار مربوط محقق نمی‌شود. بازار متشکل بورس و فرابورس برای ایجاد نظم و شفافیت در معاملات و تضمین مبادله اوراق بهادار در یک فضای رقابتی و منصفانه ایجاد شده و اهدافی بیش از حفاظت شرکت در برابر اشخاص ثالث مدعی سهامداری شرکت تعقیب می‌کند؛ لذا در بند (ب) ماده ۹۹، فقدان اعتبار معامله بصورت مطلق^۱ پیش‌بینی شده که با فقدان اعتبار در برابر اشخاص معین متفاوت است (سلطانی، ۱۳۹۱، ۹۶-۹۵).

بنابراین با توجه به وضوح ماده ۹۹ قانون برنامه مبنی بر باطل و بلااثر محسوب نمودن معاملات اوراق بهادار خارج از بورس یا بازار خارج از بورس، امکان اثر بخش نمودن قراردادهای خصوصی در خارج از این چارچوب توسط محاکم را باید مردود دانست.^۲ صدور حکم به نفع خریداران اوراق بهادار که در چارچوب مقررات از طریق بازار متشکل اقدام به معامله نموده‌اند نظم عمومی اقتصادی و اصولی که معامله اوراق بهادار در بازار متشکل ایجاد می‌کند را زیر سؤال می‌برد. استفاده از قواعد مسئولیت مدنی همچون جبران خسارات وارده بر

۱. نهی در اعمال حقوقی به دو صورت است: گاهی بیانگر لزوم رعایت شرطی از شرایط صحت یا ارکان معامله است و گاهی دال بر منفوریت عمل است و شرطیت یا مانعیت چیزی را نمی‌رساند. در صورت اول بی‌تردید نهی موجب بطلان است و در اینجا نیز نهی قانون‌گذار چنین نتیجه‌ای در بر دارد. به علاوه، در جایی که قانون‌گذار صریحاً اثر انتقال را منتفی دانسته جایی برای تردید و متعاقباً استناد به اصول باقی نمی‌ماند. محقق داماد، سید مصطفی، مباحثی از اصول فقه، دفتر اول: اصول الفاظ، مرکز نشر علوم اسلامی، چاپ هفدهم، ۱۳۹۰، ص ۱۰۷-۱۰۶

۲. با این وجود، ممکن است محاکم به جهت ناآگاهی یا به منظور بازگرداندن حق به دامن شخصی که پول را پرداخت کرده اما سهمی دریافت ننموده، حکم به صحت بیع سهام در خارج از بازار متشکل بدهند. برای مثال در پرونده‌ای خواهان و خواندگان اقدام به مبادله سهام پذیرفته شده در بورس در خارج از بازار متشکل نموده و سپس خریدار دادخواست تنفیذ قرارداد و الزام به انتقال سهام علیه خواندگان می‌دهد. در جلسه دادرسی نه تنها خواندگان متعرض قرارداد نمی‌شوند بلکه صحت و اصالت قرارداد و ادعای خواهان را تأیید می‌نمایند و با صدور رأی قطعی و غیر قابل تجدیدنظر، متعاقباً به مجموعه بازار سرمایه دستور انتقال سهام به نام خریدار داده می‌شود. طبیعتاً این اقدام به منظور دور زدن مقررات آمره پیش‌گفته صورت گرفته، زیرا امکان انتقال سهام -علی‌الاصول- در غیر فرایند حراج و بدون رعایت مقررات بازار سرمایه وجود ندارد. اما طرفین با استفاده از حکم دادگاهی که توجهی به ماده ۹۹ قانون برنامه پنجم ندارد، با دور زدن مقررات بازار سرمایه و اصولی که لازمه کارکرد مناسب این بازار است، سهام را بین خویش با قیمت و شرایطی که می‌خواهند مبادله می‌کنند (دادنامه شماره ۹۲۰۹۹۷۰۳۵۲۴۰۰۸۸۵ مورخ ۱۳۹۲/۶/۱۹ شعبه ۲۴ دادگاه عمومی (حقوقی) اصفهان). البته باید پذیرفت که سازمان بورس و اوراق بهادار یا شرکت سپرده‌گذاری مرکزی در اعتراض ثالث به این حکم ذی‌نفع بوده است.

مبنای تسبیب ضمن اینکه نظم معاملات را حفظ می‌کند، نگرانی از بابت تضییع حقوق خریداران را نیز تا حد مناسبی مرتفع می‌سازد. اگر شخصی اوراق بهادار متعلق به خود را در خارج از بازار متشکل به دیگری منتقل نموده و سپس همان اوراق بهادار را در بازار متشکل به دیگری منتقل نماید و با این فرض که مطابق قواعد عمومی معامله اول صحیح بوده و معامله دوم به جهت بلا موضوع بودن باطل تلقی گردد؛ در این صورت اعتبار و امنیتی برای معامله در بازار سرمایه باقی نمی‌ماند. این امر از جمله دلایلی است که قانون‌گذار جهت رفع هرگونه تردید و زدودن آثار نامطلوب اعمال قواعد عمومی قراردادها در معاملات اوراق بهادار در بازار متشکل، لزوم انجام معامله در بورس یا بازار از خارج از بورس را مقرر نموده است.^۱

با این ترتیب، معامله اوراق بهادار در بازار متشکل بورس یا بازار خارج از بورس را باید عقدی تشریفاتی دانست بدین معنا که عدم رعایت این امر به معنای عدم رعایت یکی از شرایط تحقق معامله بوده و عمل حقوقی صورت پذیرفته واجد هیچگونه آثاری نخواهد بود. توجه به این نکته ضرورت دارد که قانون‌گذار معامله در بورس یا فرابورس را در صورتی واجد اثر می‌داند که مطابق شرایط مقرر در آن بازار صورت گرفته باشد. از آنجا که نهاد ناظر بازار سرمایه امکان مقررات‌گذاری در حوزه معاملات را دارد و مجموع این مقررات جزو تشریفات انجام معامله محسوب می‌شوند، لذا عدم رعایت هر یک از آنها، به استثنای مواردی که در مقررات ضمانت اجرای دیگری معین شده، می‌تواند منجر به بطلان عمل شود.^۲ در واقع، بند (ب) ماده ۹۹ تاکید دارد که معامله باید مطابق تشریفات مقرر در بورس یا بازار خارج از بورس صورت گیرد و الا معامله بلا اعتبار خواهد بود. یکی از این تشریفات تأیید معامله است و لذا تا پیش از آن، تشریفات انجام معامله محقق نشده و بر آن اثر بار نیست. بر این مبنای معامله اوراق بهادار در بازار متشکل مادامی که به تأیید بورس یا فرابورس نرسیده باشد فاقد اعتبار است.

۱. این امر از آن جهت اهمیت دارد که نظام حقوقی ما حمایت موثری از حقوق اشخاص ثالث با حسن نیت در مقابل مالک به عمل نمی‌آورد.

۲. معامله در بازار اوراق بهادار بیش از آنکه تابع قواعد حقوق خصوصی باشد، از مقررات حقوق عمومی پیروی می‌کند. ن.ک. باقری، ۱۳۹۰، ص ۱۳۲: «در قواعد حاکم بر اوراق بهادار، قواعد حقوق عمومی و خصوصی و ضمانت‌اجراهای کیفری و مدنی با هم آمیخته شده است ... معاملات اوراق بهادار در مرحله اول موضوع حقوق خصوصی است، اما توزیع نابرابر اطلاعات و ریسک‌پذیری گسترده بازارهای مالی و تلاش برای حمایت از طرف ضعیف‌تر، طرق جبران خسارت حقوق خصوصی را ناکارآمد کرده و به ظهور مقرراتی در زمینه اوراق بهادار [منتهی] شده که اساساً با مقررات حقوق قراردادها از نظر هدف و وسیله متفاوت است.»



بخش دوم: قواعد اختصاصی معاملات عمده شریطی

در معامله عمده شریطی برخلاف معامله عمده عادی، میان ایجاب و قبول و تأیید معامله، فاصله زمانی چند روزه‌ای وجود دارد. بر این اساس، انعقاد معامله عمده شریطی نیازمند رعایت تشریفات بیشتر و متفاوت به منظور تحقق معامله بوده و به جهت همین تفاوت‌ها، کارگزاران نیز نقش متمایزی نسبت به سایر معاملات در ایفای تعهدات بر عهده دارند (گفتار اول). در عین حال، تحقق معامله عمده شریطی همراه با استفاده از تضامین برای اطمینان از قصد واقعی طرفین به منظور انعقاد معامله است (گفتار دوم).

گفتار اول: شرایط تحقق (قطعیت) معامله عمده شریطی و نقش کارگزاران

نحوه تحقق و قطعیت معامله عمده شریطی با معاملات عمده عادی متفاوت است و لذا موضوع نیازمند بررسی جداگانه است (بند اول). در عین حال، به جهت شرایط متمایز قطعیت معامله عمده شریطی، کارگزاران در این قسم معاملات، نقشی متفاوت از معاملات عمده عادی بازی می‌کنند (بند دوم).

بند اول: شرایط تحقق (قطعیت) معامله عمده شریطی

با توجه به مبلغ بالای سهام موضوع معامله، تحقق معامله عمده شریطی نیاز به زمانی بیش از ۱ روز و حداکثر تا ۳۰ روز کاری دارد.^۱ این مهلت برای فراهم ساختن فرصتی به منظور

۱. مهلت ارائه سند تسویه خارج از پایاپای و قطعیت معامله حداکثر ۹ روز کاری پس از مشخص شدن برنده رقابت در بورس یا فرابورس می‌باشد. البته در صورت عرضه سهام جهت انجام معامله عمده از سوی سازمان خصوصی‌سازی به درخواست سازمان و در صورت موافقت رئیس شورای عالی بورس و اوراق بهادار (وزیر امور اقتصادی و دارایی) مهلت تسویه حصه نقدی و ارائه سند تسویه خارج از پایاپای تا ۳۰ روز کاری قابل افزایش است. خاتمه مهلت آخرین ساعت کاری روز نهم یا سی‌ام حسب مورد خواهد بود (ماده ۱۱ مکرر ۱ آیین‌نامه معاملات، ماده ۵۵ د.ا.ن.ا.م. بورس و ماده ۴۰ د.ا.ن.ا.م. فرابورس). در خصوص مهلت ۹ تا حداکثر ۳۰ روزه برای تسویه حصه نقدی و ارائه سند خارج از پایاپای به شرکت سپرده‌گذاری، این دیدگاه در یکی از پرونده‌های مورد رسیدگی در هیات داورى موضوع ماده ۳۶ قانون بازار توسط خواهان (دادنامه شماره ۹۲۱۱۰۰۰۷۲ و ۹۲۱۱۰۰۰۷۲ مورخ ۱۳۹۲/۱۲/۲۶) مطرح شد که برای عرضه‌های سازمان خصوصی‌سازی، مهلت ۹ روزه مذکور در مقررات برای تسویه حصه نقدی و ارائه سند تسویه خارج از پایاپای به ۳۰ روز - و نه تا ۳۰ روز - قابل افزایش است. به اختصار اشاره می‌نماییم تلقی ۹ یا ۳۰ روزه بودن مهلت‌ها - و نه تا ۹ یا ۳۰ روزه بودن - در تنافی آشکار با حکمت در نظر گرفتن این مهلت و عرف چندین ساله حاکم بر بازار می‌باشد. مهلت تسویه همان‌گونه که از نام آن بر می‌آید مهلت است نه سررسید پرداخت دین. در واقع به منظور پاسخگویی به اقتضانات معامله در بازار متشکل و فراهم ساختن مهلتی معقول برای تسویه، این مواعد پیش‌بینی شده است. استناد به تفسیر صرفاً لفظی در حالی که مقام مقررات‌گذار خود چنین

پرداختن بخشی از ثمن معامله تحت عنوان حصه نقدی و ارائه اسناد لازم به منظور تضمین پرداخت مابقی ثمن در آینده می‌باشد. بر این اساس، قطعی شدن معامله عمده شرایطی، منوط به دو امر است: اول تسویه حصه نقدی توسط کارگزار خریدار و دوم ارائه سند تسویه خارج از پایاپای طی مهلت حداکثر ۹ یا حسب مورد ۳۰ روزه توسط کارگزار فروشنده به شرکت بورس یا حسب مورد فرابورس (ماده ۱۱ مکرر ۱ آیین‌نامه معاملات، ماده ۵۵ د.ا.ن.ا.م. بورس و ماده ۴۰ د.ا.ن.ا.م. فرابورس). تسویه حصه نقدی در مهلت‌های مزبور باید از طریق اتاق پایاپای انجام شده (بندهای ۳ و ۴ ماده ۱۱ مکرر ۱ آیین‌نامه معاملات) و سند تسویه خارج از پایاپای در همان مهلت به بورس ارائه شود (بند ۲ ماده ۱۱ مکرر ۱ آیین‌نامه معاملات). با پرداخت حصه نقدی از سوی خریدار و ارائه سند تسویه خارج از پایاپای به شرکت سپرده‌گذاری و قطعیت معامله، ثبت معامله در سیستم معاملاتی حداکثر تا پایان روز کاری بعد انجام خواهد شد (ماده ۵۵ د.ا.ن.ا.م. بورس و ماده ۳۷ د.ا.ن.ا.م. فرابورس). مقررات مزبور در آیین‌نامه معاملات از جمله بندهای ۴ و ۷ ماده ۱۱ مکرر (۱) نشان می‌دهد که این مقررات موضوعیت داشته و طریقت ندارد. به معنای دیگر، پرداخت حصه نقدی خارج از فرایند اتاق پایاپای یا عدم ارائه اسناد امضاء شده تسویه خارج از پایاپای به بورس یا فرابورس موجب عدم تحقق معامله می‌شود، ولو اینکه طرفین

دقتی در بکار بردن الفاظ نداشته و نیز عدم توجه به عرف حاکم و روند اجرای این مقرره در طول سال‌های متمادی توسط ارکان و فعالان بازار، سبب تفسیری ناصحیح خواهد شد. به‌علاوه، مرور مقررات نشان می‌دهد حتی اگر به تفسیر لفظی وفادار باشیم باز چنین نتیجه‌ای بدست نمی‌آید. در واقع شورای بورس مهلتی که برای تسویه معاملات وجود داشته را برای سازمان خصوصی‌سازی افزایش داده است. این مهلت برای معاملات خرد «حداکثر تا ۷۲ ساعت از تاریخ معامله» (ماده ۱۱ آیین‌نامه معاملات) و برای معاملات عمده «حداکثر ۹ روز کاری بعد از مشخص شدن برنده رقابت» می‌باشد (بند ۲ ماده ۱۱ مکرر ۱ آیین‌نامه معاملات). در صورت عرضه سهام از سوی سازمان خصوصی‌سازی، افزایش این مهلت از «۹ روز کاری به ۳۰ کاری» مجاز می‌باشد و بر این مبنا آنچه از ۷۲ ساعت به ۹ روز و از ۹ روز به ۳۰ روز افزایش یافته حداکثر زمان تسویه - و نه روزی صرفاً معین و لایتغیر برای تسویه - بوده است. همچنین گفته شده است «استفاده از حرف ربط «به» و عدم استفاده از حرف «تا» چه با آگاهی تدوین‌کنندگان مصوبه صورت گرفته باشد و چه سهواً این کار انجام شده باشد، مبین این معنی است که امکان تعیین مدت کمتر از سی روز وجود ندارد، هر چند عملاً در بسیاری از معاملات ملاحظه شده است که مدت کمتر از سی روز نیز برای تسویه معامله تعیین شده است» (ابراهیمی، ۱۳۹۲، ص ۲۳۰). همانطور که اشاره شد این استدلال از نظر ما پذیرفتنی نیست و روشن است وقتی دستگاه مقررات‌گذار سهواً واژه‌ای را جا انداخته و این موضوع از قرائن و اوضاع و احوال آشکار است نباید مقررات را بگونه‌ای تفسیر نمود که سبب پافشاری بر اشتباه گردد. تفصیل این موضوع را باید در فلسفه حقوق جست و مجال طرح آن در اینجا نیست، اما به اختصار اشاره می‌نماییم در روش تفسیر باید به دنبال فهم مقصود مقنن باشیم و تکیه بر ظاهر الفاظ نیز بدین دلیل است که اصل بر آن است که ظاهر، مبین مقصود مقنن است. حال وقتی روشن است مقنن مقصودی را که ظاهر عبارت می‌رساند نداشته نباید به ظاهر تکیه کنیم. در این حالت، ظاهر حجیت خود را از دست می‌دهد.

(خریدار و فروشنده)، رضایت خود به پرداخت وجوه از طریق دیگر را اعلام داشته باشند^۱. عدم امکان توافق خارج از این فرایند به ویژه به منظور اطمینان از رعایت شرایط یکسان برای تمامی شرکت کنندگان در رقابت اهمیت دارد و اشخاص نباید بتوانند بعداً نسبت به تغییر شرایط پرداخت وجوه و مبادله اسناد توافق کنند.

گفته شد تا پیش از تصویب ماده ۹۹ قانون برنامه پنجم توسعه، تحلیل معامله عمده شرایطی در قالب عقد معلق نیز میسر بود. در عقد معلق، تعهد ناشی از عقد تا زمان تحقق شرط به وجود نمی‌آید؛ اما از سوی دیگر متعهدله دارای حقی خاص و قابل حمایت به صرف انعقاد عقد معلق می‌باشد (کاتوزیان، ۱۳۸۰، ۶۶-۶۱). مسأله اصلی و مورد اختلاف در عقد معلق آن است که آیا وقوع معلق علیه، کاشف از این است که آثار عقد از تاریخ تراضی ایجاد شده یا اینکه نظریه ناقل بودن شرط جریان دارد و تحقق شرط نسبت به گذشته اثر ندارد. در این میان عموماً نظریه نقل پذیرفته شده است (برای ملاحظه نظرات مختلف ن. ک. کاتوزیان، ۱۳۸۰، ص ۷۱-۶۷). بر این اساس، اگر معامله عمده شرایطی را عقد معلق محسوب کنیم که تسویه حصه نقدی و ارائه سند تسویه خارج از پایاپای، معلق علیه آن باشد، در این صورت تا زمان حصول شرط، منافع سهم متعلق به فروشنده بوده و پس از آن به خریدار تعلق دارد. با این وجود، عمده استدلالاتی که در خصوص ناقل بودن شرط صورت گرفته به قصد طرفین منتسب شده است. در واقع، وقتی طرفین حقوق و تعهدات خود را منوط به وقوع شرط نموده‌اند خواسته‌اند آثار عقد را تا زمان وقوع معلق علیه به تأخیر اندازند. پس زمانی که صریحاً یا ضمناً، طرفین قرارداد معلق خواسته‌اند آثار عقد را به گذشته تسری دهند، کاشف بودن شرط با ممنوعیتی مواجه نیست. لذا در صورتی که طرفین به هنگام انجام معامله و در واقع به هنگام انتشار اطلاعیه عرضه، توافق نمایند که حصول معلق علیه (قطعیت معامله)، کاشف از تحقق عقد و جاری شدن آثار انتقال از زمان انعقاد معامله باشد، در این صورت با قطعی شدن قرارداد، منافع سهم در فاصله میان انعقاد عقد تا حصول معلق علیه نیز به خریدار تعلق خواهد داشت (کاتوزیان، ۱۳۸۰، ص ۷۰). با تصویب ماده ۹۹ قانون برنامه پنجم مبنی بر تشریفات بودن معامله بورسی، دیگر ضرورتی به طرح این دیدگاه

۱. البته فروشنده مجاز است حداکثر تا ۵ درصد از حصه نقدی را خارج از مهلت‌های حسب مورد حداکثر ۹ تا ۳۰ روزه دریافت کند که در این صورت حصه مزبور نیز غیر نقدی تلقی خواهد شد (بند ۷ ماده ۱۱ مکرر ۱ آیین‌نامه معاملات). تسامح و تلورانس ۵ درصدی برای آن است که اگر تمامی شرایط تحقق معامله برقرار بود و تنها قسمت اندکی از ثمن نقدی به هر دلیلی فراهم نبود، در صورت رضایت فروشنده، معامله امکان تحقق داشته باشد.

احساس نمی‌شود.

آنچه در معامله عمده شرایطی رخ داده، به تأخیر انداختن تحقق عقد در یک فاصله تا حداکثر ۳۰ روزه کاری بوده؛ زیرا انجام تشریفات یک معامله عمده و فراهم ساختن اسناد و مدارک لازم، همزمان با تقابل ایجاب و قبول منطقاً امکان‌پذیر نیست. در حالی که عقد معلق با ایجاب و قبول منعقد می‌شود و در زمره عقود رضایی است، معامله عمده با رعایت تشریفات مقرر در مقررات معاملاتی قطعی می‌یابد و تا پیش از آن اثری ندارد. بنابراین، مادامی که ضوابط مقرر در مقررات معاملاتی بورس و فرابورس صورت‌نپذیرفته، معامله واجد آثار قانونی نخواهد بود. با این نگاه، در فاصله میان انعقاد تا قطعی شدن معامله، مالکیت سهم و منافع آن متعلق به فروشنده بوده و پس از قطعی شدن معامله به خریدار منتقل می‌گردد.

با اینکه فروشنده تا پیش از اتمام تشریفات مالک سهام محسوب می‌شود؛ اما وی حق اعمال مطلق تصرفات در دارایی موضوع فروش را ندارد. فروشنده نمی‌تواند تصرفاتی که به ضرر خریدار است در فاصله بین تراضی اولیه و اتمام تشریفات و تحقق معامله به عمل آورد، زیرا تصرفاتی که در ارزش و قیمت موضوع معامله تأثیرگذار است سبب برهم خوردن مبنای تراضی می‌شود. قیمت سهام موضوع فروش بر مبنای وضعیت مالی شرکت در هنگام تراضی مشخص گردیده و تغییرات بعدی نباید به نحوی باشد که مبنای تراضی را برهم زده یا منجر به ایجاد خیاراتی همچون تخلف و صف گردد. طرفین معامله خواسته‌اند در عین اینکه دارایی مشخص با ویژگی‌ها و اوصاف معین را مورد معامله قرار دهند، رعایت تشریفات از شرایط تحقق معامله باشد و ملزم گردیده‌اند تعهدات خویش در اجرای تشریفات را ظرف مهلت مقرر محقق سازند و در غیر این صورت خسارات وارد به طرف دیگر را جبران نمایند. این استدلال مبتنی بر قصد طرفین است که در مقررات صدرالاشاره مذکور افتاده، و الا در حالت معمول طرفین قرارداد تشریفات اصولاً می‌توانند از انجام تشریفات و تحقق معامله بدون پرداخت غرامت سر باز زنند.

بر این اساس، در فاصله توافق اراده تا قطعی شدن معامله، حقوق مربوط به مالکیت تا جایی که در ویژگی‌ها، اوصاف و ارزش موضوع معامله تأثیرگذار نباشد در اختیار مطلق فروشنده می‌باشد. از آنجا که تا زمان قطعی شدن معامله، شرکت، فروشنده را مالک می‌شناسد حقوق مالکانه سهم از جمله حق رأی و حق دریافت سود به فروشنده تعلق می‌گیرد. بنابراین، در این

وضعیت اگر قرار بر تقسیم سود یا تخصیص حق تقدم ناشی از افزایش سرمایه باشد، ناشر یا حسب مورد شرکت سپرده‌گذاری مرکزی، فروشنده را که در زمان تحقق سود یا افزایش سرمایه نامش در دفتر ثبت سهام شرکت یا نزد شرکت سپرده‌گذاری مثبت بوده به عنوان مالک خواهد شناخت. اما فروشنده بطور ضمنی متعهد شده است تصرفاتی در مبيع نماید که با تراضی اولیه و خصایص سهم در آن زمان تعارض داشته باشد و حقوق خریدار را در این بین لحاظ نماید. پس فروشنده نه تنها نمی‌تواند بطور مثال سهام موضوع فروش را در وثیقه شخص ثالث قرار دهد، بلکه حق تقدم و سود حاصله را نیز باید به حساب خریدار نگهداری نماید تا پس از قطعی شدن معامله به وی تخصیص دهد تا تعادل قراردادی پیش‌بینی شده بر هم نخورد.^۱ به عبارت دیگر، با انتشار اطلاعیه عرضه و تراضی اولیه، پیش از تحقق عقد، حفظ مورد عقد در وضعیت زمان انشا اراده تا معلوم شدن سرنوشت نهایی عقد بر عهده فروشنده است. بر همین مبنا، فروشنده سهام نمی‌تواند از جمله در هنگام اخذ تصمیم در هیأت مدیره یا مجمع عمومی تصمیماتی اخذ نماید که منجر به تغییرات عمده و اساسی در وضعیت شرکت - در جهت کاهش ارزش شرکت - شود. در یکی از عرضه‌های موضوع معامله عمده که البته به مرحله قطعیت نرسید، خریدار در جریان رسیدگی در هیأت داورى (دادنامه شماره ۸۹/ه/۹۵ مورخ ۱۳۸۹/۲/۲۹ هیأت داورى موضوع ماده ۳۶ قانون بازار اوراق بهادار) ادعا نمود شرکت فروشنده به علت پشیمانی از فروش سهام خویش، حدود ۴۷۰,۰۰۰,۰۰۰ ریال از دارایی شرکت موضوع فروش را به خود منتقل نموده تا در صورتی که معامله قطعی گردید، دارایی‌های با ارزش شرکت از عداد اموال شرکت موضوع فروش خارج گردد. فارغ از صحت و سقم این ادعا که هیأت داورى لزومی به ورود و بررسی آن ندید، ملاحظه می‌شود احتمال استفاده از این ابزار غیر منصفانه توسط عهد شکنان منتفی نیست و باید ضمانت اجراهای مناسب حقوقی در برخورد با آن به کار رود. دشواری این حکم در آنجاست که فقط شامل سهامدار فروشنده می‌شود و سایر سهامداران شرکت را در بر نمی‌گیرد. در واقع، اگرچه فروشنده نمی‌تواند در مبيع تصرفات منافی عقد داشته باشد، اما شرکت در این زمینه صاحب اختیار است. البته مدیران همواره راجع به تصمیمات نادرست در برابر شرکت و ثالث مسئول هستند؛ ضمن اینکه با

۱. نگرانی از بابت این خطر بزرگ آنجا کاهش می‌یابد که به خاطر می‌آوریم اتخاذ تصمیماتی همچون افزایش سرمایه یا توزیع سود که بطور اساسی بر قیمت سهام تأثیر می‌گذارد، همراه با مواعید معین، اعلانات و آگهی‌های پیشین است و کمتر پیش می‌آید که خریدار از آن‌ها بی‌اطلاع باشد و لذا موضوع در قیمت سهام نیز لحاظ می‌گردد.

کاشف دانستن اثر عقد بر مبنای قصد طرفین، مابه‌ازای حاصل از عملیات شرکت در دوره انتظار -ایجاب و قبول تا قطعیت- که منجر به تغییر مبنای مبادله می‌شود به خریدار تعلق خواهد گرفت. ضمناً در صورت ایجاد تغییرات با اهمیت در وضع شرکت و عدم امکان حفظ حقوق خریدار، احتمال فسخ معامله نیز وجود دارد.

همچنین از باب ذکر مثالی دیگر در باب اهمیت امر، چنانچه کارمزد انجام معامله، که باید توسط کارگزار دریافت شود در فاصله میان انجام معامله و قطعی شدن آن توسط سازمان بورس و اوراق بهادار تغییر کند، معیار محاسبه و دریافت وجه کارمزد، مبلغی است که در زمان قطعی شدن معامله مصوب بوده است.^۱

بند دوم: نقش کارگزاران در ایفای تعهدات ناشی از معامله

مسئله اصلی در معامله عمده شرایطی این است که چه شخصی مسئول ایفای تعهدات ناشی از معامله است، خریدار و فروشنده یا کارگزاران ایشان؟ در معاملات خرید، مسئولیت اجرای تعهدات ناشی از معامله علی‌الاصول بر عهده کارگزار است. مفاد «دستورالعمل ثبت، سپرده‌گذاری، تسویه و پایایی» مصوب ۱۳۸۸/۵/۱۳ هیأت مدیره سازمان بورس و اوراق بهادار، به ویژه در مواد ۱۷ به بعد، به صراحت بر نقش کارگزاران خریدار و فروشنده در تسویه وجه معامله و تحویل اوراق بهادار صحه می‌گذارند. استفاده از کارگزار از ذاتیات بازار متشکل است و سراسر مقررات مربوط به بازار، کارگزار را مسئول ورود سفارش و ایفای تعهدات ناشی از آن دانسته‌اند و بورس و فرابورس نمی‌توانند با مشتریان بصورت مستقیم روبرو شوند.

۱. به عنوان یک مثال عملی، در خلال انجام یک معامله عمده میزان کارمزد انجام معاملات تغییر کرد و این پرسش ایجاد شد که کدام نرخ باید مبنای محاسبه قرار گیرد، نرخي که در زمان انجام معامله مجرا بوده یا نرخي که در زمان قطعی شدن معامله جاری بوده است. در این خصوص اولاً باید توجه داشت که مطابق ماده ۱۴ دستورالعمل ثبت، سپرده‌گذاری، تسویه و پایایی مصوب ۸۸/۵/۱۳ هیأت مدیره سازمان بورس و اوراق بهادار و سایر اشخاص ذی‌نفع مرتبط با معامله، همزمان با انجام معامله مشخص می‌گردد که از جمله تعهدات طرفین معامله، پرداخت کارمزد معاملات است. به‌علاوه، ماده ۲۳ دستورالعمل مزبور نیز شرکت سپرده‌گذاری مرکزی را موظف نموده که تا پایان هر روز معاملاتی، خالص مبلغی را که باید به هر کارگزار پرداخت یا از او دریافت کند به وی ارسال نماید که در محاسبه ارزش خالص معامله، کارمزدها، مالیات و سایر کسورات نیز مدنظر قرار می‌گیرد. در معاملات عمده -عملاً- نیز محاسبات مربوط به تعهدات و کارمزدها در روز قطعیت معامله صورت می‌گیرد. بدین ترتیب ضوابط مربوط به پرداخت کارمزدها بر اساس مقررات حاکم در روز تسویه که همان روز قطعیت است تعیین می‌شود. این دیدگاه مبتنی بر این فرض است که نرخ کارمزد در زمان ایجاب و قبول وارد تراضی نمی‌شود و تنها طرفین متعهد می‌گردند تا در زمان قطعیت معامله نسبت به تسویه و پرداخت کارمزدها اقدام نمایند.

یکی از پرسش‌های اصلی در معاملات عمده این است که آیا باید این نوع معاملات همچون معاملات خرد، کارگزار محور باشد یا اینکه باید تکالیف ناشی از معامله را بر مشتریان بار نمود؟ وقتی بورس را کارگزار محور می‌دانیم، واریز حصه نقدی و ارائه تضامین قاعدتاً باید توسط کارگزار خریدار صورت گیرد؛ اما از آنجا که مبلغ این معاملات عموماً بسیار بالا است و امکان اخذ تضامین مناسب توسط کارگزار از مشتری به سادگی وجود ندارد، موظف دانستن کارگزار به واریز حصه نقدی منطقی به نظر نمی‌رسد.

در خصوص معاملات بورسی، بند ۳ ماده ۱۱ مکرر ۱ آیین‌نامه معاملات^۱، واریز حصه نقدی را وظیفه خریدار دانسته است که با واسطه کارگزار صورت می‌گیرد. مطابق این ماده «خریدار مکلف است از طریق کارگزار خود حداکثر تا پایان مهلت‌های مقرر در بند (۲) این ماده نسبت به تسویه حصه نقدی معامله از طریق اتاق پایاپای اقدام نماید». همچنین بند ۲ همین ماده مقرر می‌دارد «کارگزار فروشنده، پس از مشخص شدن برنده رقابت، مکلف است سند تسویه خارج از پایاپای حصه غیرنقدی را که پس از تأمین شرایط اعلامی معامله از سوی خریدار به امضای طرفین معامله (خریدار و فروشنده) رسیده است به بورس تسلیم نماید. قطعیت معامله منوط به پرداخت حصه نقدی از سوی خریدار و ارائه سند تسویه خارج از پایاپای، مطابق مقررات می‌باشد...». ملاحظه می‌گردد که در اینجا نیز به پرداخت حصه نقدی از سوی خریدار اشاره شده و سند تسویه خارج از پایاپای نیز باید به امضای مشتریان برسد.

در صورت عدم واریز حصه نقدی به حساب شرکت سپرده‌گذاری مرکزی در موعد حداکثر ۳۰ روزه مقرر، معامله محقق نشده و در این حالت «... شرکت سپرده‌گذاری مرکزی کلیه کارمزدهای متعلقه را از محل ۳ درصد واریزی خریدار کسر و مابقی آن را به عنوان وجه‌الضمان ناشی از عدم انجام تعهدات خریدار به حساب کارگزار فروشنده جهت پرداخت آن به فروشنده واریز می‌نماید» (بند ۴ ماده ۱۱ مکرر ۱). «در صورتی که خریدار مطابق مقررات، برنده رقابت بوده و شرایط قطعیت معامله مندرج در اطلاعیه عرضه را فراهم نماید، فروشنده مکلف به امضای سند تسویه خارج از پایاپای و ارائه آن به کارگزار خود می‌باشد. در غیر اینصورت فروشنده مکلف است علاوه بر کارمزدهای معامله، به برنده رقابت که به موجب دستورالعمل اجرایی این مقررات نسبت به واریز وجه یا ارایه ضمانت‌نامه اقدام کرده است از

۱. مواد ۱۱ مکرر ۱ و ۲ آیین‌نامه معاملات در تاریخ ۱۳۸۹/۶/۸ توسط شورای عالی بورس و اوراق بهادار اصلاح شده است.

قرار هر ماه ۲ درصد خسارت، معادل مبلغ واریزی یا ارزش ضمانت نامه بانکی برای مدتی که وجه واریزی در حساب شرکت سپرده گذاری مرکزی متوقف بوده یا ضمانت نامه بانکی معتبر در اختیار آن شرکت بوده است پرداخت نماید. انتقال سهام از کد مخصوص به کد مالکیت فروشنده منوط به پرداخت خسارت مندرج در این بند خواهد بود» (بند ۶ ماده ۱۱ مکرر ۱). ملاحظه می گردد که بند ۶ نیز از تعهدات خریدار و فروشنده - و نه کارگزاران ایشان - سخن به میان می آورد. خریدار حصه نقدی را واریز کرده و سند تسویه وجه خارج از پایاپای را امضاء می نماید و فروشنده نیز سند یادشده را امضا نموده و بدین ترتیب تحقق شرایط مندرج در اطلاعیه عرضه را اعلام می دارد. سند تسویه وجه خارج از پایاپای یک فرم واحد است که به امضای خریدار، فروشنده، کارگزار خریدار، کارگزار فروشنده، شرکت سپرده گذاری مرکزی و شرکت بورس رسیده و توسط کارگزار فروشنده به بورس یا فرابورس تحویل می شود. بر این اساس ملاحظه می گردد که کارگزاران خریدار و فروشنده علی الاصول مسئولیت مستقیمی در ایفای تعهدات فرایند تحقق معامله ندارند و ممکن است تقصیر خریدار یا فروشنده - بی آنکه ارتباطی به کارگزار داشته باشد - منتهی به عدم قطعیت معامله شود.

عدم مسئولیت کارگزار در پرداخت وجوه مربوط به معامله عمده زمانی بیشتر آشکار می گردد که توجه نماییم در بند ۴ ماده ۱۱ مکرر ۱ مصوب سال ۱۳۸۵ - که با اصلاحات مورخ ۱۳۸۹/۶/۸ منسوخ شده است - «کارگزار خریدار مکلف است (بود) حداکثر تا ۹ روز کاری پس از روز عرضه نسبت به تسویه حصه نقدی معامله از طریق پایاپای بورس اقدام نماید» و می توانست بابت این تعهد و مسئولیت ناشی از آن وجه نقد یا تضامین لازم را از خریدار دریافت کند (بند ۳ ماده ۱۱ مکرر ۱ مصوب سال ۱۳۸۵).

متأسفانه مقررات حاکم بر معاملات عمده در فرابورس تفاوت معناداری با بورس داشته و بر مبنای وضعیت پیشین است که در آن کارگزار، مسئول ایفای تعهدات ناشی از معاملات عمده بود. ماده ۳۵ د.ا.ن.ا.م. فرابورس از تخلفات کارگزار خریدار و کارگزار فروشنده سخن به میان آورده و آنها را مسئول پرداخت یک درصد ارزش معامله پایه به طرف دیگر و نیز کارمزدها می نماید. همچنین ماده ۳۷ د.ا.ن.ا.م. فرابورس مقرر می دارد «کارگزار خریدار مکلف است حداکثر ۹ روز کاری پس از انجام معامله، نسبت به تسویه حصه نقدی معامله از طریق پایاپای شرکت سپرده گذاری مرکزی اقدام نماید و مستندات لازم جهت تنظیم سند تسویه خارج از

پایپای حصه غیرنقدی را حداکثر ۸ روز کاری بعد از انجام معامله به فروشنده ارائه کند. کارگزار فروشنده مکلف است پس از دریافت مستندات لازم جهت تنظیم سند تسویه خارج از پایپای و حداکثر ۹ روز کاری پس از انجام معامله، نسبت به ارائه سند تسویه خارج از پایپای به فرابورس و شرکت سپرده‌گذاری مرکزی اقدام نماید...». مقررات دیگر همچون تبصره ۱ ماده ۳۶، مواد ۴۰، ۴۱ و ۴۲ د.ا.ن.ا.م. فرابورس به صراحت بر نقش و مسئولیت کارگزاران طرفین در انجام معامله تاکید می‌ورزند. در فرم تسویه وجه خارج از پایپای نیز اثری از امضای خریدار و فروشنده وجود ندارد و کارگزاران ایشان این وظیفه را بر عهده دارند. بی‌شک تداوم این تفاوت میان بورس و فرابورس بدون وجود دلیل موجه بوده و صرفاً منجر به سردرگمی فعالان بازار به ویژه کارگزاران در انجام معاملات خواهد شد.

گفتار دوم: نقش تضامین در انجام معامله

هنگامی که مبلغ معامله به نحوی است که امکان پرداخت تمام مبلغ سهام بصورت نقد برای خریداران وجود ندارد، فروشنده اقدام به فروش اقساطی سهام می‌کند تا اشخاص بیشتری را به شرکت در مزایده جلب کند. بنابراین، برخلاف معامله عمده عادی که در آن تمامی ثمن ظرف مهلت مقرر (حداکثر ۳ روز کاری) پرداخت می‌شود، در معامله عمده شرایطی، بخشی از ثمن به صورت نقد ظرف مهلت حداکثر ۹ یا ۳۰ روز کاری واریز می‌شود و در خصوص بخش دیگر که به صورت نسیه پرداخت می‌شود، مدارک و مستندات لازم به کارگزار فروشنده ارائه می‌شود تا فرم مربوطه که حاکی از توافق طرفین و کارگزاران ایشان است به بورس یا فرابورس تحویل شود.

به جهت تفاوت در مهلت تسویه و گستردگی و ویژگی‌های اسناد لازم برای انجام معامله عمده شرایطی، برخلاف معاملات عمده عادی که مقید به قیدی نیست، در معاملات عمده شرایطی، ورود سفارش خرید به سامانه معاملاتی توسط کارگزار در صورتی مجاز است که معادل ۳ درصد ارزش سهام یا حق تقدم سهام موضوع معامله بر اساس قیمت پایه به صورت نقد یا ضمانت‌نامه بانکی بدون قید و شرط به نفع شرکت سپرده‌گذاری مرکزی از مشتری دریافت و

۱. ماده ۴۰ د.ا.ن.ا.م. فرابورس: «در صورت عدم تسلیم سند تسویه خارج از پایپای توسط کارگزار فروشنده یا عدم تسویه حصه نقدی معامله توسط کارگزار خریدار در مهلت مقرر، انجام معامله توسط بورس قطعی نمی‌شود».

حسب مورد به حساب شرکت سپرده گذاری مرکزی واریز یا به این شرکت تحویل داده شده باشد. کارگزار باید تأییدیه اخذ تضامین مربوطه توسط شرکت سپرده گذاری را به بورس یا فرابورس ارائه کند (ماده ۵۴ د.ا.ن.ا.م. بورس و ماده ۳۶ د.ا.ن.ا.م. فرابورس). این تضمین برای جبران خسارات وارد به فروشنده در نتیجه عدم اجرای تعهدات خریدار است. تضمین سپرده شده توسط فروشنده نیز سهام موضوع فروش است که در کد مخصوصی قرار گرفته و در واقع جز برای انجام معامله عمده مورد نظر مسدود است. ضمانت نامه سندی است که به ذی نفع اجازه می دهد وجه آن را در هر زمان مطابق صلاحدید خود مطالبه کند؛ حال آنکه در معاملات عمده شرایطی، این سند در اختیار ذی نفع نیست و لذا اهمیت دارد نحوه و مرجع اخذ تصمیم در خصوص مطالبه ضمانت نامه یا وجه نقد سپرده شده بررسی شود (بند اول). نکته مهم دیگر بررسی ماهیت تضمین سپرده شده است؛ بدین معنا که آیا ضمانت نامه یا وجه نقد موضوع بحث وجه التزام محسوب می شود یا خیر (بند دوم).

بند اول: نحوه اخذ تصمیم در خصوص تضامین سپرده شده در صورت عدم تحقق معامله

گفته شد که تضمین خریدار برای ایفای تعهداتش ۳ درصد قیمت پایه سهام موضوع فروش به صورت وجه نقد یا ضمانت نامه بانکی و تضمین فروشنده، سهام موضوع فروش است. در خصوص نحوه استفاده از این تضامین راه حل های مختلفی قابل پیش بینی و اعمال است؛ اما باید پذیرفت اینکه در صورت عدم تحقق معامله کدامیک از خریدار، فروشنده یا کارگزاران ایشان مقصر بوده امری قضایی است و تشخیص آن در صلاحیت بورس، فرابورس یا سپرده گذاری مرکزی نیست و ضروری است ترتیباتی پیش بینی شود تا شرکت های یادشده بتوانند بدون ورود به ماهیت مساله در خصوص تضامین سپرده شده و به ویژه ۳ درصد تضمین سپرده شده توسط خریدار اتخاذ تصمیم کنند. به علاوه، مناسب است ضمانت اجرای تخلف از مقررات به نحوی در نظر گرفته شود که نیاز به مراجعه به محاکم به حداقل برسد (انصاری و صفدری، ۱۳۹۰، ص ۲۰۴).

در مقررات، در مورد نحوه اقدام بورس و شرکت سپرده گذاری در مورد تضمین سپرده شده، بسته به اینکه علت عدم قطعیت معامله چه باشد دو راه حل متفاوت در نظر گرفته شده



است:

- چنانچه عدم قطعیت به دلیل عدم پرداخت حصة نقدی توسط خریدار باشد، فرض بر تخلف شخص اخیر گذارده شده است. در اینصورت شرکت سپرده گذاری مرکزی کلیه کارمزدهای متعلقه را از محل ۳ درصد واریزی خریدار کسر و مابقی آن را به عنوان وجه الضمان ناشی از عدم انجام تعهدات خریدار به حساب کارگزار فروشنده جهت پرداخت آن به فروشنده واریز می نماید (بند ۴ ماده ۱۱ مکرر ۱ آیین نامه معاملات).

- چنانچه عدم قطعیت به جهت عدم ارائه سند تسویه خارج از پایاپای باشد «... معامله محقق نشده و به اختلاف طرفین براساس ترتیبات مقرر در ماده ۳۶ قانون بازار اوراق بهادار جمهوری اسلامی ایران رسیدگی خواهد شد. متخلف علاوه بر پرداخت خسارت طرف مقابل مکلف است کلیه کارمزدهای معامله را به ذی نفع آن پرداخت نماید. مبنای محاسبه خسارت قابل پرداخت حسب مورد براساس مفاد بند (۴) یا بند (۶) این ماده خواهد بود» (بند ۸ ماده ۱۱ مکرر ۱ آیین نامه معاملات).

در واقع، شورای بورس با عدم واریز حصة نقدی، تخلف خریدار را مفروض دانسته، اما در مورد عدم امضای سند تسویه خارج از پایاپای، به جهت پیچیدگی، بدون جعل فرض، موضوع را به قضاوت هیات داوری موکول نموده و اجازه آزاد کردن تضامین خریدار و نیز سهام فروشنده را نمی دهد. بدیهی است در مورد عدم واریز حصة نقدی نیز، شورای بورس در مقام تمیز حق از باطل نبوده و خریدار می تواند با اقامه دعوا در هیات داوری اثبات نماید که عدم واریز بخش نقدی معامله متناسب به تقصیر وی نبوده و استرداد آنچه پرداخته است را بخواهد. این مقررات در مقام بیان شروط تبانی و روابط قراردادی خریدار و فروشنده است و در پی محکمه قرار دادن شرکت سپرده گذاری مرکزی نیست.

بند ۹ ماده ۱۱ مکرر (۱) آیین نامه معاملات نیز که بیان می دارد «در صورتی که معامله به هر دلیل محقق نشود حصة نقدی واریزی از سوی خریدار (غیر از ۳ درصد از قیمت پایه جهت شرکت در رقابت) به کارگزار خریدار مسترد خواهد شد» به خوبی نشان می دهد که عدم تحقق معامله - به هر دلیل که باشد - صرفاً منجر به استرداد حصة نقدی واریزی خریدار خواهد شد و ۳ درصد ارزش پایه معامله یا به حساب فروشنده واریز می شود (در صورتی که عدم قطعیت معامله به دلیل عدم واریز حصة نقدی باشد) یا تا تعیین تکلیف از سوی هیات داوری در اختیار شرکت

سپرده گذاری مرکزی باقی می ماند.

ممکن است در جریان رسیدگی قضایی که متعاقباً به عمل می آید معلوم شود خریدار به وظایف خود در جهت قطعیت معامله عمل نموده، اما فروشنده اقدام به امضای سند تسویه خارج از پایاپای ننموده و آن را به کارگزار خود ارائه نکرده است.^۱ در این حالت تضامین خریدار برای مدت قابل توجهی مسدود شده و از این حیث به او زیان وارد شده است. در این شرایط، به منظور ایجاد توازن بین تعهدات برنده رقابت و عرضه کننده، خسارتی معادل ماهانه ۲ درصد مبلغ پرداخت شده یا ضمانت نامه ارائه شده توسط برنده رقابت به وی پرداخت می شود. به عبارت دیگر، در این حالت فروشنده باید علاوه بر پرداخت کارمزدهای معامله به برنده رقابت، خسارت ماهانه معادل ۲ درصد مبلغ واریزی یا ارزش ضمانت نامه بانکی برای مدتی که وجه یا ضمانت نامه معتبر در اختیار شرکت سپرده گذاری مرکزی بوده است به برنده رقابت پرداخت نماید. مادامی که این مبلغ پرداخت نشده است، سهام موضوع عرضه همچنان در کد مخصوص باقی مانده و به کد مالکیت فروشنده منتقل نخواهد گردید (بند ۶ ماده ۱۱ مکرر ۱). بنابراین، عدم انجام تشریفات امضای سند تسویه خارج از پایاپای منجر به عدم تحقق عقد شده و خسارت مزبور از نوع خسارت عدم انجام تعهد و نه خسارت تأخیر انجام تعهد خواهد بود.

این ترتیبات در مورد فرابورس ایران به نحو دیگری مقرر شده است. مطابق ماده ۳۶ و نیز ماده ۹۲ د.ا.ن.ا.م. فرابورس، «در صورت عدم واریز حصه نقدی یا عدم ایفای تعهدات خریدار در خصوص سند تسویه خارج از پایاپای طی مهلت مقرر توسط کارگزار خریدار، موضوع به مرجع رسیدگی به تخلفات کارگزاران ارجاع می شود. در صورتی که بر اساس رأی صادره قطعی کارگزار خریدار متخلف شناخته شود، کارمزد کارگزار خریدار، سازمان، فرابورس و شرکت سپرده گذاری مرکزی از محل سپرده موضوع ماده ۸۶ این ماده کسر و مابقی به حساب کارگزار فروشنده واریز خواهد شد. کارگزار فروشنده پس از کسر کارمزد خود مکلف به پرداخت مابقی مبلغ مذکور به عنوان خسارت به فروشنده خواهد بود». مصوبه ناظر به معاملات عمده در فرابورس ایران، احتمالاً با هدف تسریع در آزادسازی یا ضبط سپرده شرکت در

۱. چنانچه کارگزار فروشنده یا فروشنده از دریافت مستندات لازم جهت قطعیت شدن معامله خودداری کند، کارگزار خریدار می تواند مدارک و وثایق لازم مورد اشاره در اطلاعیه عرضه عمده را جهت ثبت در سوابق به شرکت سپرده گذاری مرکزی ارائه و رسید دریافت نماید تا بدین ترتیب امکان اثبات موقوف و ارائه صحیح مدارک به فروشنده به شیوه ساده تری برای خریدار وجود داشته باشد (تبصره ماده ۵۵ د.ا.ن.ا.م. بورس و تبصره ۱ ماده ۳۷ د.ا.ن.ا.م. فرابورس).

معامله، بیان می‌دارد در صورتی که کارگزار خریدار، به موجب رای قطعی مرجع رسیدگی به تخلفات کارگزاران، متخلف شناخته شود، ۳ درصد تضمین شرکت در مزایده پس از کسر کارمزدها به حساب کارگزار فروشنده واریز می‌شود.

همانگونه که ملاحظه شد اولاً اتخاذ تصمیم در صلاحیت مرجع رسیدگی به تخلفات کارگزاران و نه هیات داوری است. بنابراین، در خصوص معاملات عمده قطعی نشده در فرابورس، تا قبل از صدور رأی مرجع رسیدگی به تخلفات، نمی‌توان نسبت به آزادسازی سپرده یا پرداخت آن به فروشنده اقدامی به عمل آورد. این در حالی است که مقررات ناظر به بورس به فرض تخلف خریدار و فروشنده می‌پردازند و رسیدگی به این امر نیز در صلاحیت هیات داوری است. مبنای این تمایز کارگزار محور بودن معامله عمده شرایطی در فرابورس و مشتری محور بودن آن در بورس است؛ تفاوتی که خود فاقد مبناست. ثانیاً تفاوتی نمی‌کند علت عدم قطعیت معامله چیست و در هر صورت سپرده شرکت در مزایده تا اتخاذ تصمیم توسط مرجع موصوف آزاد نمی‌شود. البته تفاوت اخیر مطابق بند ۶ دویست و بیست و هشتمین صورتجلسه هیات مدیره سازمان بورس و اوراق بهادار مورخ ۱۳۹۰/۵/۱۵ رفع گردیده است. به موجب این مصوبه بند ۴ ماده ۱۱ مکرر ۱ آیین‌نامه معاملات در بورس اوراق بهادار تهران در خصوص معاملات عمده شرایطی در فرابورس نیز لازم‌الاجراست.

بند دوم: ماهیت تضامین سپرده شده توسط خریدار و فروشنده

دانستیم که تضمین ارائه شده توسط خریدار ۳ درصد مبلغ پایه معامله است. اگر خریدار حصه نقدی را واریز ننماید، شرکت سپرده‌گذاری تضمین مزبور را به فروشنده خواهد پرداخت. حال پرسش این است که آیا خریدار می‌تواند با اثبات اینکه زیان‌های وارده به فروشنده کمتر از این مبلغ بوده یا اصولاً زیانی به فروشنده وارد نشده مبلغ مزبور را مسترد کند؟ همچنین اگر متعاقباً و در رسیدگی قضایی مشخص شود که عدم قطعیت معامله به جهت تقصیر خریدار بوده، آیا مرجع قضایی، به صرف اثبات تخلف، مبلغ تضمین را به فروشنده پرداخت خواهد نمود یا اینکه میزان خسارت وارده نیز باید اثبات شود؟ به عبارت دیگر آیا تضمین ارائه شده وجه التزام و مبلغ مقطوع خسارات قراردادی است یا اینکه اگر خریدار یا فروشنده به تعهد خود عمل ننمود، ورود خسارت و میزان آن باید توسط طرف زیان دیده اثبات شود؟

وجه تضمین ارائه شده توسط متقاضی خرید سهام ماهیتاً کارکرد ضمانت‌نامه بانکی را دارد و متقاضی خرید، بابت تضمین ایفای تعهدات خویش، ضمانت‌نامه بانکی یا وجه نقد^۱ به شرکت سپرده‌گذاری مرکزی می‌سپارد. ضمانت‌نامه بانکی پیش از هر چیز وسیله‌ای برای اعمال فشار به طرف دیگر و جلوگیری از عهدشکنی وی می‌باشد. دارنده تضمین با تهدید طرف دیگر به مطالبه ضمانت‌نامه تلاش می‌کند تا تعهدات قراردادی به شکل مناسب اجرا شود. در مرحله بعد و در صورتی که دارنده تضمین از نحوه ایفای تعهدات خرسند نباشد نسبت به مطالبه مبلغ ضمانت‌نامه یا ضبط وجه نقد سپرده شده اقدام خواهد کرد و در صورتی که ارائه‌دهنده تضمین، دریافت مبلغ ضمانت‌نامه را ناروا تشخیص دهد می‌تواند برای استرداد آنچه پرداخته شده رجوع نماید. بنابراین، ملاحظه می‌شود کارکردهای اولیه ضمانت‌نامه بانکی دلالتی بر وجه التزام بودن آن ندارند. به‌علاوه، اینکه طرفین از مبلغ واقعی خسارات در گذرند و مبلغ معینی را جایگزین آن سازند استثناء است و باید از توافق طرفین به روشنی برآید. تصور ما بر این است که چنین ظهوری در ضمانت‌نامه‌های شرکت در مناقصه و مزایده وجود دارد و طرفین بر این نکته اتفاق نظر دارند که برنده شدن در مزایده یا مناقصه و عمل نکردن به تعهدات، خسارتی به میزان مبلغ ضمانت‌نامه در پی دارد و بر مبنای همین ارتکاز عرفی، امکان رجوع بعدی در فرض تخلف را باید منتفی دانست (همچنین ن. ک. سلطانی، ۱۳۹۰، ص ۲۵۱. Contamine-Raynaud, 1984, p413). رویه عملی نیز بر همین مبنا عمل می‌کند؛ بدین معنا که تاکنون پرداخت‌کنندگان وجه تضمین به فروشنده، تقاضای استرداد مبلغ پرداختی به علت کمتر بودن خسارت وارده به فروشنده را طرح نکرده‌اند؛ کما اینکه فروشندگان نیز تقاضایی برای پرداخت مبلغی علاوه بر وجه تضمین با استناد به بیشتر بودن خسارات وارده به خود مطرح ننموده‌اند.^۲ با این ترتیب، ۳ درصد مبلغ پایه سپرده شده توسط

۱. وجه نقد بهترین نوع تضمین برای متقاضیان و دریافت‌کنندگان تضمین است، اما با توجه به هزینه‌های سنگین مسدود کردن وجه نقد، ضمانت‌نامه بانکی به عنوان جایگزینی مناسب و قابل پذیرش برای دریافت‌کنندگان تضامین مطرح شد. به همین دلیل است که هر جا دریافت‌کننده تضمین قدرت مطالبه ضمانت‌نامه بانکی را دارد، امکان دریافت وجه نقد نیز همیشه وجود دارد و دریافت‌کننده تضمین از آن استقبال می‌کند.

۲. قرار داشتن ضمانت‌نامه بانکی یا وجه نقد در اختیار شرکت سپرده‌گذاری - و نه فروشنده - نیز این دیدگاه را تأیید می‌کند؛ زیرا ضمانت‌نامه کارکرد تهدیدآمیز خود و مطالبه به صرف درخواست ذی‌نفع را از دست داده و تقریباً به عنصری خنثی تبدیل شده که پس از رسیدگی و صدور حکم توسط مرجع قضایی به نفع ذی‌نفع، به عنوان وجه التزام قراردادی از شرکت سپرده‌گذاری قابل مطالبه خواهد بود. اینکه چرا ضمانت‌نامه مستقیماً به فروشنده داده نمی‌شود دلایل متعددی دارد که مجال پرداختن به آن‌ها در این اثر نیست؛ اما کافی است به جلوگیری از سوء استفاده فروشنده و محرمانه ماندن نام متقاضیان خرید از فروشنده در هنگام تراضی اولیه به عنوان دو دلیل اصلی اشاره کرد. البته وضعیت فعلی مطلوب نیست، زیرا ریسک قابل

متقاضی خرید، وجه التزام عدم ایفای تعهدات وی می‌باشد، همانگونه که در صورتی که عدم تحقق معامله متناسب به فروشنده باشد، وی باید ماهانه به میزان ۲ درصد مبلغ سپرده شده توسط متقاضی خرید، به شخص اخیر پرداخت نماید.

نتیجه‌گیری

یکی از نتایج غیر مستقیم این مطالعه آن است که همچون بسیاری از دیگر کشورها که دارای بورس‌های متنوع اوراق بهادار با شرایط متفاوت پذیرش و معامله می‌باشند، فرابورس ایران، همچون بورس اوراق بهادار تهران، بازار متشکل معامله اوراق بهادار می‌باشد؛ با این تفاوت که اصولاً شرایط پذیرش اوراق بهادار در فرابورس ایران ساده‌تر از دیگری است. فرابورس ایران ماهیتاً بورس است و ماهیت و عملکرد آن با «بازار خارج از بورس» متفاوت است. قواعد حاکم بر معاملات، از جمله معاملات عمده، در این دو بازار تقریباً یکسان است و می‌توان با ترکیب مقررات معاملاتی هر دو بازار از حجیم‌گردیدن بی‌مورد مقررات لازم‌الرعایه پرهیز نمود^۱.

در کشورهایی که دارای بورس‌های پیشرفته معاملاتی هستند، معاملات بلوک بر مبنای مذاکره و خارج از بازار مربوط به معاملات خرد صورت می‌گیرد. در کشور ما به جهت نیازهای خاص بازار از جمله نیازمندی سازمان خصوصی‌سازی برای کشف بهترین قیمت، معاملات عمده نیز به روش حراج صورت می‌گیرد. در این معاملات، بورس یا فرابورس و شرکت سپرده‌گذاری به میزان قابل توجهی در فرایند اجرایی معامله درگیر شده و فرایندی را

توجهی را متوجه شرکت سپرده‌گذاری می‌کند.

۱. بحث از آنجا آغاز می‌شود که نام نامناسبی برای این شرکت در نظر گرفته شده و لازم است دست‌اندرکاران امر، به این ابهام به نفع بورس بودن فرابورس - که اتفاقاً در آن واژه بورس نیز وجود دارد - خاتمه دهند. اهمیت این موضوع از آن جهت است که با اثبات وحدت ماهیت بخواهیم از مزایای در نظر گرفته شده در قانون برای بورس، برای فرابورس در عرصه‌هایی همچون معافیت مالیاتی یا مباحث صلاحیتی و آیین دادرسی نیز بهره ببریم. در شرایط فعلی فرابورس گاهی از مصادیق «بازار خارج از بورس» و گاهی از مصادیق «بورس» محسوب می‌شود. توضیح آنکه عملاً شرکت‌های پذیرفته شده در فرابورس از معافیت مالیاتی در نظر گرفته شده برای شرکت‌های پذیرفته شده در «بازار خارج از بورس» بهره‌مند هستند. با این وجود در خصوص لزوم انجام فرآیند خصوصی‌سازی از طریق بورس (در این زمینه نگاه کنید به بند ۴ ماده ۱۸، بند (الف) ماده ۲۰ و تبصره ۱ ماده ۳۴ قانون اجرای سیاست‌های کلی اصل چهل و چهارم (۴۴) قانون اساسی)، با تفسیر موسع از این ماده و بیان این نکته که معاملات اوراق بهادار در فرابورس تابع مقررات معاملات آن اوراق در بورس است، عرضه سهام در این بازار نیز صورت گرفته است.

پیش‌بینی می‌کنند تا انعقاد و تسویه معامله به شیوه اطمینان‌بخش صورت پذیرد. در این میان مناسب است فرایند انجام معامله، تشریفات حاکم بر آن و نحوه قطعیت معامله به صورت دقیق و ریاضی‌وار معین شده تا کمترین ابهام در وظایف اشخاص حاضر در معامله وجود داشته و ریسک‌های احتمالی معامله - همانگونه که وظیفه بازار سرمایه کاستن از چنین ریسک‌هایی است - حتی‌المقدور کاهش یابد.

معاملات منعقد در بازار متشکل در زمره عقود تشریفاتی هستند و در صورت عدم رعایت تشریفات مقرر، فاقد اثر خواهند بود. معاملات عمده با انتشار اطلاعیه عرضه توسط فروشنده آغاز می‌شوند. عدم وفا به تعهدات مندرج در اطلاعیه عرضه و به عبارت دیگر عدم عرضه در زمان مقرر، ضمان آور بوده و ممکن است با اثبات ارکان مسئولیت منجر به پرداخت خسارت از سوی عرضه‌کننده ناکل شود. پس از آن در روز عرضه، ابتدا خریداران قیمت‌های پیشنهادی خود را وارد سامانه نموده و سپس فروشنده سهم خویش را به بهترین قیمت عرضه می‌نماید. معامله عمده عادی با الحاق عرضه به تقاضا منعقد و محقق شده و تسویه ثمن و انتقال سهام ظرف ۳ روز کاری صورت می‌گیرد. در معاملات عمده شرایطی ظرف حداکثر ۹ یا ۳۰ روز کاری بخش نقدی ثمن تسویه شده و ترتیبات لازم برای پرداخت بخش غیر نقدی داده می‌شود. معاملات عمده عادی و شرایطی در بخشی که مربوط به انتشار اطلاعیه عرضه تا الحاق ایجاب و قبول به یکدیگر است از قواعد مشترکی برخوردارند. اما در خصوص بحث تسویه و قطعیت معامله، معامله عمده عادی به معامله خرد نزدیک می‌شود، لیکن معامله عمده شرایطی دارای قواعد مخصوص به خود می‌باشد. در معاملات عمده شرایطی، کارگزاران مسئولیت کمتری در ایفای تعهدات معامله دارند، هرچند قواعد فعلی باید نسبت به رفع تفاوت موجود در بورس و فرابورس پردازند، زیرا در دومی کارگزاران مسئولیت سنگین‌تری بر عهده دارند. به علاوه، اجرای تعهدات ناشی از معامله، به دلیل زمان‌بر بودن، با استفاده از ضمانت‌نامه که مقررات مربوط به نحوه استفاده از آن به مرور زمان تکامل یافته، تضمین شده است. ماهیت این تضمین را باید وجه التزام تلقی کرد، هرچند صراحت مقررات در این خصوص مفید خواهد بود.

منابع

- آیین نامه معاملات در شرکت بورس اوراق بهادار تهران
- ابراهیمی، مریم، (۱۳۹۲)، مبانی حقوقی بیع سهام در بورس، نشر نوای مدرسه با همکاری مرکز مالی ایران.
- امامی، سید حسن، (۱۳۷۴)، حقوق مدنی، ج ۱، کتابفروشی اسلامیه.
- انصاری، علی و صفدری، مرضیه، (۱۳۹۰)، «ضمانت اجرای حقوقی معاملات در بازار سرمایه (مطالعه تطبیقی در حقوق کشورهای مالزی و آمریکا)»، فصلنامه بورس اوراق بهادار، شماره ۱۶، ص ۱۹۹-۲۲۷.
- بازگیر، یداله، (۱۳۷۷)، آراء دیوان عالی کشور در امور حقوقی، ج ۳، انتشارات ققنوس.
- _____، (۱۳۷۸)، موازین حقوق تجارت در آراء دیوان عالی کشور، کتابخانه گنج دانش.
- باقری، محمود، (۱۳۹۰)، نقش حقوق شرکت ها و بازار بورس در موفقیت خصوصی سازی، مرکز پژوهشهای مجلس شورای اسلامی.
- دادنامه شماره ۸۸۰۹۹۷۰۲۲۷۹۰۰۷۳۰ مورخ ۱۳۸۸/۸/۲۶ شعبه ۱۹ دادگاه عمومی حقوقی مجتمع قضایی شهید بهشتی
- _____ ۸۹/۵/۹۵ مورخ ۱۳۸۹/۲/۲۹ هیات داوری موضوع ماده ۳۶ قانون بازار اوراق بهادار.
- _____ ۹۲۰۹۹۷۰۳۵۲۴۰۰۸۸۵ مورخ ۱۳۹۲/۶/۱۹ شعبه ۲۴ دادگاه عمومی (حقوقی) اصفهان.
- _____ ۹۲۱۱۰۰۰۰۷۲ و ۹۲۱۱۰۰۰۰۷۱ مورخ ۱۳۹۲/۱۲/۲۶ هیات داوری موضوع ماده ۳۶ قانون بازار.
- دستورالعمل اجرایی نحوه انجام معاملات بلوگ در بورس اوراق بهادار تهران مصوب هیات مدیره سازمان بورس و اوراق بهادار. ۱۳۹۳/۳/۱۷
- دستورالعمل اجرایی نحوه انجام معاملات اوراق بهادار در فرابورس ایران مصوب هیات مدیره سازمان بورس. ۱۳۸۸/۶/۷
- دستورالعمل اجرایی نحوه انجام معاملات در بورس اوراق بهادار تهران مصوب

۱۳۸۹/۹/۱۳ هیات مدیره سازمان بورس.

-دستورالعمل ثبت، سپرده گذاری، تسویه و پایاپای.

-سایمون، مایکل، (۱۳۸۹)، *دادوستد اوراق بهادار، عملیات و تسویه، ترجمه پارسائیان، علی، شرکت اطلاع رسانی و خدمات بورس.*

-سلطانی، محمد، (۱۳۹۱)، «تیین و تحلیل جایگاه ماده ۹۹ قانون برنامه پنجساله پنجم توسعه جمهوری اسلامی ایران در بازار سرمایه کشور»، فصلنامه بورس اوراق بهادار، شماره ۲۰، ص ۸۵-۱۱۶

_____، (۱۳۹۰)، *حقوق بانکی، نشر میزان.*

-شفیعی، اکرم السادات، (۱۳۸۷)، شرایط و آثار نقل و انتقال سهام در شرکت های سهامی عام، پایان نامه کارشناسی ارشد رشته حقوق اقتصادی، دانشکده حقوق و علوم سیاسی دانشگاه علامه طباطبائی.

-شهیدی، مهدی، (۱۳۷۷)، *تشکیل قراردادهای و تعهدات، نشر حقوقدان.*

-صورتجلسه مورخ ۱۳۸۸/۷/۶ شورای عالی بورس و اوراق بهادار.

-کاتوزیان، ناصر، (۱۳۸۰)، *قواعد عمومی قراردادهای، ج ۱، شرکت سهامی انتشار، چاپ پنجم.*

_____، (۱۳۷۹)، *قواعد عمومی قراردادهای، ج ۲، شرکت سهامی انتشار، چاپ پنجم.*

-کرد زنگنه، مصطفی، (۱۳۹۲)، *حق العمل کاری، پایان نامه کارشناسی ارشد حقوق خصوصی، دانشکده حقوق دانشگاه شهید بهشتی.*

-محقق داماد، سید مصطفی، (۱۳۹۰)، *مباحثی از اصول فقه، دفتر اول: اصول الفاظ، مرکز نشر علوم اسلامی، چاپ هفدهم.*

-هداوند، مهدی، (۱۳۸۹)، *حقوق اداری تطبیقی، ج ۱، سمت.*

-CONTAMINE-RAYNAUD, « Les Rapports entre la garantie à première demande et le contrat de base en droit français », Mélanges Roblot : LGDJ, 1984

-GIZZARD, « La détermination des cours en bourse de paris », in études sur le cours de bourse, cordonnées par J. STOUFFLET, J-P. DESCHANEL, Economica

-Goforth, «Stockbrokers Duties to Their Customers», Saint Louis University Law Journal, vol.33, 1989

-Terré, Simler et Lequette, *Droit civil, Les Obligations*, Dalloz, 9^e éd, 2005.