

بررسی تطبیقی زمان ایفاء تعهدات و تسویه معاملات سهام بورسی در اصول و استانداردهای سازمان بین‌المللی کمیسیون‌های اوراق بهادار (IOSCO)^۱ و

نظام حقوقی ایران

محمدرضا پاسبان^۲

امین بدیع صنایع اصفهانی^۳

چکیده

در بازار سرمایه، فارغ از انواع معاملاتی که در آن انجام می‌گیرد، اجرای قرارداد منعقد و ایفاء تعهدات و تسویه آن امری حائز اهمیت و تعیین کننده است. وفای به عهد، یکی از علل سقوط تعهد بوده که در معاملات سهام در بورس اوراق بهادار به وسیله تحویل سهام از فروشنده به خریدار (ایفاء تعهد فروشنده نسبت به خریدار) و پرداخت وجوه از خریدار به فروشنده (تعهد شخص خریدار نسبت به فروشنده)، تحت عنوان "تسویه" از طریق شرکت سپرده گذاری مرکزی اوراق بهادار و تسویه وجوه و اتاق پایاپای انجام می‌شود. مهلت تسویه معاملات سهام بورسی در نظام حقوقی ایران، بر اساس میزان دخالت و استفاده از ساز و کار اتاق پایاپای متفاوت است در حالیکه بر مبنای اصول و استانداردهای سازمان بین‌المللی کمیسیون‌های اوراق بهادار (IOSCO)، ضمن تأکید بر حداکثر مهلت سه روزه برای تسویه معاملات، توصیه‌هایی نیز در جهت کاهش مهلت مذکور ارائه شده است. در این نوشته ضمن بیان مفهوم و ماهیت تسویه معاملات سهام بورسی، به مطالعه تطبیقی زمان ایفاء تعهدات و تسویه معاملات در بازار سرمایه ایران و اصول، استاندارد ها و توصیه نامه‌های سازمان مذکور خواهیم پرداخت.

واژگان کلیدی: ایفاء تعهدات، تسویه معاملات سهام، سازمان بین‌المللی کمیسیون‌های اوراق بهادار (IOSCO)

طبقه‌بندی موضوعی: K22

1. International Organization of Securities Commissions

۲. دانشیار دانشکده حقوق و علوم سیاسی دانشگاه علامه طباطبائی (ره) - نویسنده مسئول

۳. دانشجوی دکتری حقوق خصوصی دانشگاه علامه طباطبائی (ره)

۱- مقدمه

در مباحث مربوط به معاملات و قراردادهای، اجرای قرارداد منعقد و ایفاء تعهدات امری حائز اهمیت و تعیین کننده است به طوریکه نتیجه هر قراردادی به اجرای درست و عادلانه آن بستگی داشته (کاتوزیان، قواعد عمومی قراردادهای، جلد چهارم، ۱۳۸۷، ص. ۱۴) و همه اطراف معامله و قرارداد نیز با هدف اجرایی شدن آن اقدام به انعقاد قرارداد نموده‌اند. در بازار سرمایه نیز، فارغ از انواع معاملاتی که در آن انجام می‌گیرد، یکی از مهمترین و پرچالش ترین موضوعات را باید مرحله «اجرای قرارداد و معاملات» دانست چرا که یکی از انگیزه‌های ورود سرمایه‌گذاران در بازار سرمایه، اطمینان و اعتماد به فضای این بازار در جهت اجرای قراردادهای و اطمینان به اجرای تعهدات است. اینکه در معاملاتی که در بورس اوراق بهادار انجام می‌شود، تحویل سهام و اوراق بهادار از جانب فروشنده به خریدار و واریز وجه از خریدار به فروشنده به چه صورت و در چه زمانی صورت گیرد که ریسک‌های مرتبط با آن مانند ریسک اصل سرمایه^۴ و ریسک نکول به حداقل برسد از مهمترین مباحث در خصوص معاملات در بازار سرمایه است. زمان ایفاء تعهدات و تسویه معاملات سهام بورسی نیز امری است که برای سرمایه‌گذاران داخلی و خارجی از اهمیت به سزایی برخوردار بوده و بر اساس آن است که سرمایه‌گذاران، سرمایه‌گذاری در یک بازار را انتخاب می‌نمایند. از طرف دیگر، تکوین و تکامل هرچه بیشتر فعالیت‌ها در این زمینه، مطالعه رویه‌ها و استانداردهای جهانی و بهره‌جویی از تجربیات بازارهای سرمایه کشورهای همسان سازی مقررات داخلی با استانداردهای قانونی را ضروری ساخته است. همکاری میان قانونگذاران بازار سرمایه، ضرورتی اساسی برای جهانی شدن بازارهای اوراق بهادار و بین‌المللی شدن بازار داخلی است. (باقری & قنبری، ۱۳۸۹، ص. ۳۳) بنابراین علیرغم اینکه به اعتقاد برخی نویسندگان، استفاده از سیاست‌های تقنین دیگر کشورها در بازارها و صنعت اوراق بهادار، به دلیل متأثر بودن آن از عوامل اقتصادی، اجتماعی و سیاسی ملی، محدودیت دارد و دورنمای همسان سازی مقررات را در این زمینه غیر ممکن می‌دانند، (unger, 1997, p. 99)، با توجه به دلایل فوق‌الذکر و لزوم تکامل سیستم‌های معاملاتی سهام در بازار داخلی و با عنایت به اینکه قانونگذار داخلی در قانون برنامه پنجساله ششم توسعه اقتصادی، اجتماعی و فرهنگی جمهوری اسلامی ایران (۱۴۰۰-۱۳۹۶) مصوب ۱۳۹۵/۱۲/۱۴ مجلس شورای اسلامی، جذب سرمایه‌گذاری خارجی و تأمین مالی بین‌المللی را از برنامه‌هایی آتی حوزه بازار سرمایه کشور اعلام نموده، جهت نیل به این اهداف چاره‌ای جز همسان سازی مقررات با مقررات بین‌المللی وجود ندارد. باید توجه نمود که عنصر اصلی نیز در جذب سرمایه‌گذار خارجی، یکسان نمودن مقررات

4. principal risk

داخلی با استانداردهای بین المللی و اطمینان بخشی سرمایه گذاران از پوشش ریسک هایی موجود و وجود سیستم تسویه مطمئن برای معاملات است. باید توجه نمود که سیستم های تسویه اوراق بهادار^۵ (SSSs) عنصر اساسی زیربنای بازارهای مالی جهانی است (IOSCO & CPSS, 2001, p. 1) نقاط ضعف سیستم های تسویه اوراق بهادار میتواند عامل آشفتگی بازارهای اوراق بهادار و سایر سیستم های تسویه و پرداخت باشد. یک مشکل مالی یا اجرایی در هریک از موسساتی که عملیات اساسی را در فرآیند تسویه انجام میدهند میتواند منجر به بحران های مالی بزرگ یا زیان های اعتباری برای سایر اعضای سیستم شود. سازمان بین المللی کمیسیون های اوراق بهادار (IOSCO) به عنوان هماهنگ کننده و ناظر بر سازمان های نظارتی نود و پنج درصد از بازارهای سرمایه جهان، نهاد بین المللی است که با استفاده از تجارب نهادهای مقررات گذار پیشرو، و تشکیل کارگروهایی علمی و اجرایی در سطح گسترده، با هدف کاهش ریسک بازار، حمایت از سرمایه گذاران و ایجاد بازاری کارا و شفاف، در اسناد مختلف خود به بیان استانداردها و توصیه های مهم مقرراتی می پردازد. این سازمان، با تشکیل کارگروه های تخصصی و اخذ تجربیات دیگر کشورها، بهترین روش ها را برای کاهش خطرات با هدف ایجاد ثبات اقتصادی داخلی و بین المللی ارائه مینماید. بنابراین در این نوشته، ضمن آشنایی مختصر با سازمان بین المللی کمیسیون های اوراق بهادار (آیسکو) و بیان اصول و استانداردهایی که در زمینه زمان ایفای تعهدات و تسویه معاملات سهام در بورس اوراق بهادار از طرف این سازمان و در قالب اسناد توصیه نامه های مختلف اعلام گشته، به بررسی حقوقی موعد ایفای تعهدات در معاملات سهام بورسی در نظام حقوقی ایران با توجه به میزان دخالت و استفاده از ساز و کار اتاق پایاپای خواهیم پرداخت.

۲- ماهیت ایفای تعهدات و اصول حاکم بر آن از نظر آیسکو

در راستای تبیین ماهیت و مفهوم ایفای تعهدات در معاملات سهام بورسی، ابتدائاً مفهوم و ماهیت تسویه در معاملات سهام بورسی بررسی و سپس اصولی که در این حوزه بر اساس اصول سازمان آیسکو باید در بازارهای اوراق بهادار رعایت شود، مورد مطالعه قرار خواهد گرفت:

۲-۱- مفهوم لغوی و اصطلاحی تسویه معاملات سهام در بورس اوراق بهادار و ماهیت حقوقی آن

واژه "تسویه" از نظر لغوی، به معنای برابر کردن و مساوی ساختن و یکسان نمودن (معین، ۱۳۷۱)، حل و فصل و توافق (آقایی، ۱۳۸۲، ص. ۹۹۷) و معادل واژه انگلیسی "Settlement" تعریف شده است (معاونت تحقیقات، آموزش و حقوق شهروندی، ۱۳۹۱، ص. ۱۵۱). این واژه، واژه حقوقی به نظر نمی

رسد چرا که در اکثر کتب تخصصی و فرهنگ واژه ای و اصطلاحی حقوقی از آن نامی آورده نشده و بیشتر واژه ای تخصصی در حوزه مالی، حسابداری و بانکی است. به عنوان نمونه، واژه "Settlement" در مباحث بانکداری به معنای "تسویه" (خلعت بری، ۱۳۷۱، ص. ۹۷۶) (شعبان زاده & اسماعیل زاده، ۱۳۹۳، ص. ۳۹۵). در نظام بانکی ایران، آنرا برداشت یا واریز به حساب تسویه مؤسسات مالی، بر اساس مانده بدهکار یا بستانکار تعهدات ناشی از انجام مبادلات بین بانکی توسط بانک مرکزی (السان، ۱۳۸۹، ص. ۱۶۵) و فرآیند واریز وجه نهایی به سپرده قابل برداشت می دانند. (صیامی، ۱۳۹۳، ص. ۲۶۵)

"تسویه معاملات"، در بازار های اوراق بهادار، بیشتر به عملیات و فرآیندهای پس از معامله مربوط بوده به طوری که در برخی از اسناد بین المللی، به جای تعریف واژه "تسویه"، به سیستم و فرآیندهای تسویه اوراق بهادار اشاره شده و به تعریف فرآیند و سیستم تسویه اوراق بهادار مذکور پرداخته اند، از جمله در ماده ۱ «عهدنامه یکنواخت سازی حقوق خصوصی در مورد قواعد ماهوی اوراق بهادار واسطه ای» در سال ۲۰۰۹^۶، ماده ۳۷ به بعد «دستورالعمل پارلمان و شورای اتحادیه اروپا در خصوص بازارهای ابزار مالی»^۷ (موسوم به میفید دو^۸) در سال ۲۰۱۴ و همچنین اصول سازمان بین المللی کمیسیون های اوراق بهادار^۹ (IOSCO).^{۱۰} البته در برخی نوشته ها نیز، "تسویه" را «اجرای تعهدات قراردادی معامله» به طور عام تعریف کرده اند. (Loader, Clearing and Settlement of Derivatives, 2005, p. 197)

همین نویسنده در کتاب دیگر خود، «تبادل پول نقد یا دارایی در عوض دارایی های دیگر یا پول نقد و انتقال مالکیت آنها» را به عنوان مفهوم تسویه بیان نموده است. (Loader, Clearing, Settlement and Custody, 2017, p. 2). در نوشته های حقوقی در حوزه بازار سرمایه نیز اشاره دقیقی به مفهوم

6. UNIDROIT CONVENTION ON SUBSTANTIVE RULES FOR INTERMEDIATED SECURITIES (Geneva Securities Convention 2009): **Article 1** (Definitions): In this Convention: ... (n) "securities settlement system" means a system that: (i) settles, or clears and settles, securities transactions; (ii) is operated by a central bank or central banks or is subject to regulation, supervision or oversight by a governmental or public authority in relation to its rules; and (iii) has been identified as a securities settlement system in a declaration made by the Contracting State the law of which governs the system on the ground of the reduction of risk to the stability of the financial system; <www.unidroit.org>

7. Directive 2014/65/EC of the European Parliament and of the Council of 15 May 2014 on markets in financial instruments and amending Directive 2002/92/EC and Directive 2011/61/EU (recast) <<http://eur-lex.europa.eu>>

8. MIFID II

9. Objectives and Principles of Securities Regulation (International Organization of Securities Commissions (IOSCO)): Clearing and settlement systems are systems providing the process of presenting and exchanging data or documents in order to calculate the obligations of the participants in the system, to allow for the settlement of these obligations, and the process of transferring funds and / or securities. The rules and operating procedures governing the clearing and settlement systems should be available to market participants. ; <www.iosco.org>

10. International Organization of Securities Commissions

این اصطلاح نشده و صرفاً با یک تقسیم بندی کلی، تسویه معاملات را شامل عملیات تسویه وجوه و عملیات تسویه اوراق بهادار معرفی کرده‌اند. (Huang, 2010, p. 18) برخی از نویسندگان حوزه بازار سرمایه نیز به تعریفی ساده از "تسویه معاملات" پرداخته و آنرا مرحله‌ای می‌دانند که فروشندگان، اوراق بهادار را در ازای دریافت پول به خریداران تحویل می‌دهند و خریداران نیز در ازای دریافت اوراق بهادار خریداری شده، وجه آن را به فروشندگان می‌پردازند. (ابراهیمی، ۱۳۹۲، ص. ۲۱۹) به عبارت دیگر تسویه به معنای مبادله اوراق بهادار در ازای وجه نقد است (سایمون، ۱۳۸۹، ص. ۶).

در مقررات داخلی در حوزه بازار سرمایه، تعریف دقیقی از مفهوم "تسویه" وجود نداشته چرا که علیرغم تفاوت اصطلاح "پایاپای" از "تسویه"، همواره این دو، با یکدیگر تعریف شده و در مقررات با یکدیگر به کار می‌روند. به عنوان نمونه، بند "د" ماده یک «دستورالعمل ثبت، سپرده‌گذاری، تسویه و پایاپای، مصوب ۱۳۸۸/۰۵/۱۳ هیأت مدیره سازمان بورس و اوراق بهادار»، "تسویه و پایاپای" را اینگونه تعریف می‌نماید: "مرحله‌ای که طی آن حقوق خالص و تعهدات طرفین معامله محاسبه و وجوه حاصل از معامله در روز تسویه به فروشنده منتقل می‌شود." مشابه این تعریف در معاملات بورس های کالایی نیز مشاهده می‌شود.^{۱۱} با توجه به این تعریف، در صورتی که "پایاپای" را "مرحله محاسبه حقوق خالص و تعهدات طرفین معامله" در نظر بگیریم، مفهوم مرحله "تسویه"، امری به جز "انتقال وجوه حاصل از معامله به فروشنده" نخواهد بود، در صورتیکه در این مرحله، صرفاً انتقال وجوه انجام نمی‌شود، بلکه انتقال اوراق بهادار را نیز شامل می‌شود، چه آنکه ماده یک «آئین نامه معاملات در شرکت بورس اوراق بهادار تهران مصوب ۱۳۸۵ شورای عالی بورس و اوراق بهادار»، "تسویه و پایاپای"، را مرحله پایانی انجام معامله دانسته که طی آن مالکیت اوراق بهادار به خریدار و وجوه حاصل از معامله به فروشنده منتقل می‌شود. می‌توان بیان داشت که در مرحله "پایاپای"، حقوق و تعهدات طرفین محاسبه و در مرحله "تسویه"، وجوه و اموال موضوع معامله مبادله می‌شود، بنابر این پایاپای مقدم بر تسویه بوده و عنوان "تسویه و پایاپای" از این حیث محل ایراد است (سلطانی، حقوق بازار سرمایه، ۱۳۹۵، ص. ۲۹۹). بنابر این اگرچه در اسناد مصوب مرتبط با بازار سرمایه حقوق ایران، تعریف دقیقی و مشخصی از "تسویه

۱۱. مطابق با بند ۸ ماده یک «دستورالعمل تسویه و پایاپای معاملات بورس کالای ایران مصوب ۱۳۸۹/۰۸/۲۲ هیأت مدیره سازمان بورس و اوراق بهادار، تسویه و پایاپای، "فرآیندی است که طی آن حقوق و تعهدات طرفین معامله محاسبه و به ترتیبی که در این دستورالعمل ذکر شده وجوه حاصل از معامله تسویه و اسناد مربوطه مبادله می‌گردد" و همچنین بند ۱۶ ماده یک «دستورالعمل ثبت و سپرده‌گذاری کالا و اوراق بهادار مبتنی بر کالا و تسویه و پایاپای معاملات در بورس انرژی مصوب ۱۳۹۱/۱۰/۱۷ هیأت مدیره سازمان و اصلاحات بعدی»، تسویه و پایاپای را فرآیندی نامیده که "طی آن حقوق و تعهدات طرفین معامله محاسبه و به ترتیبی که در آن دستورالعمل ذکر شده، تسویه می‌شود.

معاملات " منعکس نشده است، لیکن با توجه به تعاریف یاد شده، می توان گفت که منظور از "تسویه معاملات"، مرحله ای است که انتقال قطعی مالکیت اوراق بهادار از فروشنده به خریدار (انتقال مالکیت) از یک سو و انتقال وجوه از خریدار به فروشنده (تسویه وجوه) از سوی دیگر انجام می پذیرد. این تعریف به شکل گسترده ای در اسناد و نوشته های مرتبط با بازار سرمایه به چشم می خورد.

همانطور که در ماده ۲۶۴ قانون مدنی بیان شده است، در تمام قراردادهای و معاملات، سقوط تعهدات و یا به تعبیر بعضی از نویسندگان، زوال تعهدات^{۱۲} طرفین، از طرق و اسباب مشخصی انجام می پذیرد که مطابق مفاد ماده مذکور شامل، وفای به عهد، ابراء، تبدیل تعهد، تهاتر، و مالکیت مافی الذمه می باشد. همانطور که اشاره شد، بر اساس مقررات حاکم بر معاملات سهام بورسی و از جمع تعاریفی که از عنوان "تسویه معاملات" در مقررات مربوط به معاملات سهام بورسی وجود داشت به این نتیجه رسیدیم که منظور از "تسویه معاملات" مرحله ای است که انتقال قطعی مالکیت اوراق بهادار از فروشنده به خریدار (انتقال مالکیت) از یک سو و انتقال وجوه از خریدار به فروشنده (تسویه وجوه) از سوی دیگر انجام می پذیرد. بنابراین با توجه به اینکه این انتقال به صورت ارادی بوده و بر اساس اصل حاکمیت اراده و ماده ۱۰ قانون مدنی، طرفین معامله نیز در ابتدای ورود به معاملات بورسی، از ضوابط حاکم بر معاملات بورسی آگاهی داشته و با پذیرش حاکمیت آن در معاملات خود، در این بازار شرکت نموده اند، علیرغم اینکه اجرای عملیات تسویه، از طریق شرکت سپرده گذاری مرکزی انجام می شود، می توان بیان داشت که سقوط تعهدات در معاملات سهام در بورس اوراق بهادار، تحت عنوان، "ایفاء تعهدات" انجام می پذیرد. به طور کلی، ساده ترین وسیله انجام تعهد در معاملات و قراردادهای، "وفای به عهد" یا "ایفاء تعهد" بوده که موضوع تعهد هر چه باشد اعم از وجه نقد یا تسلیم مال (عین معین یا کلی)، فعل یا ترک فعل، با انجام آن، وفای به عهد صورت می گیرد. (جعفری لنگرودی، ۱۳۵۷، ص. ۷۴) به عبارت دیگر وفای به عهد، عملی است که به موجب آن متعهد آنچه را که در قرارداد به عهده گرفته است انجام می دهد. (کاتوزیان، قواعد عمومی قراردادهای، جلد چهارم، ۱۳۸۷، ص. ۱۳) (عدل، ۱۳۸۹، ص. ۱۵۴) صرف نظر از اختلاف نظرانی که در خصوص ماهیت وفای به عهد میان حقوقدانان و فقها وجود دارد^{۱۳}، و

۱۳. بعضی به خصوص در باب تسلیم فرد کلی مورد تعهد، وفای به عهد را یک عمل حقوقی و نیازمند به ایجاب و قبول می دانند، برخی دیگر، بسته به نوع تعهد مبنای آن، ماهیتی متفاوت قائلند و دسته ای دیگر نیز آنرا یک واقعه حقوقی و عمل مادی ساده می دانند. اما با بررسی کتب فقهی به دست می آید که وفای به عهد ماهیت انشایی ندارد. مشهور فقها معتقدند که تسلیم از عناوین قصدیه نیست. (طباطبایی & اکرمی، ۱۳۹۲، ص. ۸۶) به نظر نویسند و همچنین مطالعه دلایل هر یک از نظرات مذکور، نظریه واقعه حقوقی بودن وفای به عهد قابل قبول تر به نظر می رسد. (صفایی س.، ۱۳۸۷، ص. ۲۳۶)

صرف نظر از ماهیت سهام و نوع و ماهیت معاملاتی که در بورس در این خصوص انجام می شود و صرف نظر از اینکه معاملات بورسی، کارگزار محور هستند یا مشتری محور، که توضیح و تفصیل در خصوص هر یک از این موضوعات خود مجال و تحقیقی جداگانه می طلبد، وفای به عهد، یکی از علل سقوط تعهد بوده که در معاملات سهام در بورس اوراق بهادار به وسیله تحویل سهام از فروشنده به خریدار (ایفاء تعهد فروشنده نسبت به خریدار) و پرداخت وجوه از خریدار به فروشنده (تعهد شخص خریدار نسبت به فروشنده) انجام می پذیرد و چون این تحویل سهام و پرداخت وجوه در بازار اوراق بهادار تحت عنوان "تسویه" نامگذاری شده است که از طریق شرکت سپرده گذاری اوراق بهادار و تسویه وجوه و اتاق های پایاپای انجام می شود، می توان گفت که عملیات تسویه، از نظر حقوقی همان مرحله ایفاء تعهدات و یا اجرای قرارداد محسوب می گردد.

۲-۲- اصول حاکم بر ایفاء تعهدات در معاملات بورسی از نظر آیسکو

در خصوص عملیات تسویه معاملات اوراق بهادار، باتوجه به ویژگی های منحصر به فرد معاملات اوراق بهادار و خطرات و ریسک هایی که ممکن است گریبانگیر بورس های مختلف هر کشور شود، و همچنین لزوم انجام معاملات فراسرزمینی و بین المللی شدن آن، برخی از نهادهای بین المللی به این حوزه وارد شده و اصول و توصیه نامه های مختلفی را وضع نموده اند. در این قسمت ضمن معرفی نهاد آیسکو، به بیان اصول و استانداردهایی که از نظر این نهاد در حوزه تسویه معاملات اوراق بهادار و ایفاء تعهدات الزامی بوده خواهیم پرداخت:

۲-۲-۱- معرفی سازمان بین المللی کمیسیون های اوراق بهادار (آیسکو) و اسناد و توصیه نامه های آن
سازمان بین المللی کمیسیون های اوراق بهادار (IOSCO)^{۱۴} هماهنگ کننده و ناظر بر سازمان های نظارتی بازارهای سرمایه کشورها می باشد. آیسکو یک سازمان بین المللی در مفهوم حقوق بین الملل و برآمده از یک معاهده بین المللی نمی باشد. این نهاد در سال ۱۹۸۳ و بموجب قانون مصوب پارلمان کبک^{۱۵} بعنوان یک سازمان غیر انتفاعی واجد شخصیت حقوقی گردید. آیسکو سابقاً یک اتحادیه کمیسیون های اوراق بهادار در سطح قاره آمریکا بود که در سال ۱۹۷۴ و تحت رهبری کمیسیون بورس و اوراق بهادار ایالات متحده آمریکا ایجاد شد و هدف آن پرداختن به موضوعات مشترک بین مقررات گذاران کشورهای غربی بود. یازده نهاد قانونگذاری اوراق بهادار از قاره آمریکای شمالی و جنوبی در شهر کیتو^{۱۶} (اکوادور) در آوریل ۱۹۸۳ گرد هم آمدند و طی کنفرانسی تصمیم به گشودن درب های

14. International Organization of Securities Commissions

15. Quebec.

16. Quito.

عضویت آیسکو اتخاذ شد. این تصمیم در واقع پاسخی بود به درخواست و اعمال نفوذ مقررات گذاران اوراق بهادار و بازیگران بازار برای ایجاد سازمانی که نگرانی‌های مشترک فعالان بازار در سطح جهانی را در برگیرد. نهایتاً شکل‌گیری این سازمان در سال ۱۹۸۳ و در قالب موسسه منطقه‌ای درون آمریکا صورت پذیرفت. در سال ۱۹۸۴ مراجع قانونگذار اوراق بهادار کشورهای فرانسه، اندونزی، کره و بریتانیا به عنوان اولین نهادهای خارج از قاره آمریکا به عضویت این سازمان درآمدند. امروزه آیسکو به عنوان یک مرجع استانداردساز بین‌المللی برای بازارهای اوراق بهادار به شمار می‌رود. عضویت در این سازمان به سرعت در حال گسترش بوده به طوریکه اعضای این سازمان در حال حاضر بیش از ۹۵ درصد بازارهای اوراق بهادار جهان را در بر می‌گیرند و به عنوان مهمترین نهاد مشارکتی بین‌المللی برای نهادهای قانونگذار اوراق بهادار محسوب می‌شود و اعضای آن بیش از یکصد حوزه را قانونمند نموده‌اند.^{۱۷}

در سال ۱۹۹۷، سازمان بین‌المللی کمیسیون‌های اوراق بهادار پیش‌نویسی را که در بردارنده اصول اساسی مقررات اوراق بهادار بود و می‌بایست توسط مقامات ملی اوراق بهادار پذیرفته شود، برای اظهار نظر دولت‌ها ارسال کرد (باقری & قنبری، ۱۳۸۹، ص. ۳۵) و در سال ۱۹۹۸ سازمان یک سند و مجموعه جامع از اهداف و اصول تنظیم بازارهای سرمایه (سند «اهداف و اصول مقررات گذاری اوراق بهادار» IOSCO)^{۱۸} را تصویب نمود که به عنوان معیار تنظیم بین‌المللی، برای تمامی بازارهای سرمایه شناخته شده است. در سال ۲۰۰۳ سازمان یک متدولوژی جامع («متدولوژی یا روش شناسی ارزیابی اعمال اهداف و اصول مقررات گذاری اوراق بهادار» IOSCO)^{۱۹} را پذیرفت که امکان ارزیابی عینی سطح اجرای اصول سازمان در حوزه صلاحیت اعضاء خود و پیشرفت برنامه‌های اقدام جزئی برای تصحیح نقایص تعیینی را فراهم می‌آورد. این سند در بردارنده معیارها، رهنمون‌ها و سؤالاتی در خصوص ارزیابی هر یک از اصول می‌باشد. ارزیابی توسط خود اعضای آیسکو صورت می‌گیرد بدین نحو که اعضا با پاسخگویی به سؤالات در می‌یابند که تا چه حدی عناصر مطلوب چهارچوب مقررات گذاری سر جای خود قرار گرفته‌اند.

در سند اهداف و اصول آیسکو، ۳۸ اصل به عنوان اصول تنظیم بازارهای سرمایه مقرر شده است، که هشت اصل آن در سال ۲۰۱۰ به آن اضافه گردید. این اصول بر سه هدف زیر مبتنی هستند:

۱۷. برای مطالعه بیشتر به سایت رسمی این سازمان به آدرس مراجعه کنید:

https://www.iosco.org/about/?subsection=about_iosco

18. IOSCO OBJECTIVES AND PRINCIPLES OF SECURITIES REGULATION

19. Methodology For Assessing Implementation of the IOSCO Objectives and Principles of Securities Regulation

۱. حمایت از سرمایه گذاران؛

۲. تضمین اینکه بازارها عادلانه، کارآمد و شفاف هستند؛

۳. کاهش ریسک سیستمی.

مراجع مقررات گذاری ملی به محض پذیرش عضویت در آیسکو از لحاظ اخلاقی متعهد به عمل بر طبق آیین نامه داخلی^{۲۰} آیسکو که مبین قصد مشترک اعضا و ساختار و رویه های داخلی سازمان است می گردند. نقش اساسی آیسکو همواره تلاش در راستای تسهیل تبادل اطلاعات بین اعضا و همکاری در اجرا، وضع استانداردها در خصوص مقررات گذاری اوراق بهادار، تبادل تجربیات نظارتی و مساعدت متقابل بوده است. استانداردهای مقررات گذاری نیز در سال های اخیر از اهمیت به سزایی برخوردار گشته تا آنجا که در سال ۲۰۱۲ تغییراتی در آیین نامه آیسکو صورت پذیرفت و تعهدات بیشتری در خصوص اعمال استانداردهای سازمان بر عهده اعضا قرار گرفت. (vin, 2012, pp. 137-138). در رابطه با درجه اختصاصی بودن، دامنه استانداردهایی که از سوی آیسکو منتشر شده، ممکن است از استانداردهای پر جزئیات و مفصل تا اصول سطح عالی و توصیه های کلی کشیده شود. استانداردهای آیسکو معمولاً اعضای سازمان را در نظر می گیرد و توصیه ها و شیوه نامه ها معمولاً بازیگران بازار را مد نظر دارند.

از میان اصول سی و هشت گانه آیسکو، تنها اصل سی و هشتم آن است که به موضوع تسویه اوراق بهادار می پردازد و اصول دیگر در رابطه با موضوعات دیگر است. همانطور که در ذیل توضیحات اصل سی و هشتم توسط آیسکو بیان شده است^{۲۱}، خود این نهاد جهت نیل به هدف مذکور توصیه نامه هایی را با عنوان های "توصیه نامه های سیستم های تسویه اوراق بهادار"^{۲۲} در سال ۲۰۰۱، "توصیه نامه هایی برای طرف های معامله مرکزی"^{۲۳} در سال ۲۰۰۴، "اصول مربوط به زیر ساخت های بازار مالی"^{۲۴} در سال

20. By-Laws.

21 <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD359.pdf> Last seen August 2017.

22. Recommendations for Securities Settlement Systems, Report of the Technical Committee of IOSCO and the Committee on Payment and Settlement Systems (CPSS), November 2001, available at <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD123.pdf>;

23. Recommendations for Central Counterparties, Final Report, Report of the Technical Committee of IOSCO and the Committee on Payment and Settlement Systems (CPSS), November 2004, available at <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD176.pdf>.

24. Principles for Financial Market Infrastructures, Report of the Technical Committee of IOSCO and the Committee on Payment and Settlement Systems (CPSS), April ۲۰۱۲, <http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD۳۷۷-PFMI.pdf> and Principles for Financial Market Infrastructures: Disclosure Framework and Assessment Methodology, Report of the Board of IOSCO and the CPSS, December 2012

<http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD396.pdf>

۲۰۱۲ منتشر نموده که در آن استانداردها و روش‌های ارزیابی و طرق دستیابی به اصل یاد شده در بازارهای مالی بیان شده است.^{۲۵}

از میان توصیه‌نامه‌های مذکور، "توصیه‌نامه‌های سیستم‌های تسویه اوراق بهادار" با جزئیات بیشتری به بیان استانداردهای این حوزه پرداخته است و تنها سند مشترک و مورد تأیید آیسکو و بانک تسویه‌های بین‌المللی (BIS)^{۲۶} در خصوص تسویه اوراق بهادار می‌باشد. برای تدوین این توصیه‌نامه از تجارب سیستم‌های پرداخت بانکی و کمیته‌های تخصصی آن در زمینه سیستم تسویه و پرداخت پولی استفاده شده به طوریکه، در ابتدای امر، کمیته سیستم‌های پرداخت و تسویه (CPSS)^{۲۷} با همکاری کمیته فنی آیسکو، کارگروه ویژه‌ای برای بررسی امر تسویه در اوراق بهادار در دسامبر ۱۹۹۹ تشکیل دادند. این کارگروه شامل ۲۸ بانک مرکزی و نهاد مقررات‌گذار اوراق بهادار از ۱۸ کشور بوده که در ابتدای تشکیل آن، پیشنهاداتی نیز از سوی نمایندگان کشورهای مختلف و نمایندگان صندوق بین‌المللی پول و بانک جهانی دریافت کرده بودند (IOSCO & CPSS, 2001, p. 2) و نهایتاً در سال ۲۰۰۱ نتایج بررسی‌های خود را تحت عنوان «توصیه‌نامه سیستم‌های تسویه اوراق بهادار» منتشر نمود.^{۲۸} این توصیه‌نامه در صدد بیان حداقل الزامات و استانداردهای اساسی برای سیستم‌های تسویه اوراق بهادار در جهت ایجاد بهترین عملکرد بوده و اهمیت آن تا حدی است که بنا به اذعان آیسکو،^{۲۹} یکی از مهمترین توصیه‌نامه‌ها و استانداردهای ارائه شده می‌باشد. از اهداف این توصیه‌نامه، تضمین امنیت و کارایی سیستم‌های تسویه اوراق بهادار و کاهش ریسک سیستمی آن بوده چرا که وجود سیستم ایمن و مطمئن تسویه علاوه بر ثبات بازار اوراق بهادار، اغلب برای سیستم‌های پرداخت نیز لازم و ضروری است. (IOSCO & CPSS, 2001, p. 7) این سند دارای ۱۸ توصیه‌نامه و استاندارد در زمینه سیستم‌های تسویه اوراق

25. Recommendations for Securities Settlement Systems, Report of the Technical Committee of IOSCO

and the Committee on Payment and Settlement Systems (CPSS), November 2001, available at <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD123.pdf>; Assessment Methodology for "Recommendations

for Securities Settlement Systems", Report of IOSCO-CPSS November 2002, available at <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD139.pdf>; and Recommendations for Central Counterparties

(standards and assessment methodology combined), Final Report of IOSCO-CPSS, November 2004, available at <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD176.pdf>.

26. Bank for International Settlements (BIS)

27. Committee on Payment and Settlement Systems (CPSS)

28. CPSS & IOSCO, Recommendations for Securities Settlement Systems (Consultative Report, January 2001), Available at: < www.bis.org/publ/cpss42.pdf > (accessed 27 Dec 2017).

29. available at <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD562.pdf>

بهادار می باشد که سه توصیه آن در خصوص، مراحل زمانی تسویه اوراق بهادار و زمان تأیید معاملات و ایفای تعهدات بوده که در ادامه به بررسی آنها خواهیم پرداخت.

۲-۲-۲-۲ اصل و استاندارد مربوط به تسویه اوراق بهادار در سند اهداف و اصول آیسکو

تنها اصلی که در سند اهداف و اصول آیسکو در رابطه با موضوع تسویه و پایاپای معاملات اوراق بهادار صحبت می کند، آخرین اصل یعنی اصل سی و هشتم می باشد. این اصل بعد از اصول مربوط به بازارهای ثانویه بیان شده است و به شرح زیر است:

"سیستم های تسویه اوراق بهادار و طرف های معامله مرکزی باید تحت مقررات نظارتی، با هدف تضمین عادلانه، مؤثر و کارآمد بودن آن ها و کاهش ریسک سیستمی، باشند."^{۳۰}

مهمترین نکته و رهنمون اصل فوق، دایر بر وضع مقرراتی نظارتی با اهدافی خاص در سیستم های تسویه اوراق بهادار است. در حقیقت بر اساس این اصل بازارهای اوراق بهادار در حوزه تسویه اوراق بهادار، بایستی از مقرراتی شفاف و دقیق برخوردار بوده و حدود و مشخصات و چگونگی فرآیند تسویه اوراق بهادار نیز در مقررات وضع شده باشد، به طوری که ریسک سیستمی بازار را کاهش و عدالت و کارآمدی سیستم را تضمین نماید. سه اصطلاح "سیستم های تسویه اوراق بهادار"، "طرف معامله مرکزی" و "ریسک سیستمی" در این اصل دارای مفهوم و بیژای است که در تبیین این اصل بسیار اهمیت دارد:

✓ سیستم های تسویه اوراق بهادار^{۳۱}:

همانطور که در ابتدای این نوشته توضیح داده شد، در ماده ۱ «عهدنامه یکنواخت سازی حقوق خصوصی در مورد قواعد ماهوی اوراق بهادار واسطه ای» در سال ۲۰۰۹، مفهوم "سیستم های تسویه اوراق بهادار" اینگونه تعریف شده است که "سیستم های تسویه اوراق بهادار" مجموعه ای از فرآیندهای تسویه و پایاپای معاملات اوراق بهادار بوده که با عاملیت بانک مرکزی، بر اساس قانون، تحت نظارت حاکمیت دولتی یا یک نهاد عمومی است. لیکن به علت اینکه این تعریف، تنها منظور و فرض نویسندگان سند یاد شده از واژه "سیستم های تسویه اوراق بهادار" در آن سند می باشد، برای تبیین موضوع، بایستی، مفهوم این واژه در سند آیسکو و یا توصیه های آیسکو بررسی و ملاک عمل برای تبیین موضوع قرار گیرد. بر

30. PRINCIPLES RELATING TO CLEARING AND SETTLEMENT: Securities settlement systems and central counterparties should be subject to regulatory and supervisory requirements that are designed to ensure that they are fair, effective and efficient and that they reduce systemic risk.

31. Securities settlement systems (SSS)

اساس تعریفی که نهاد آیسکو از این اصطلاح بیان داشته است، منظور از "سیستم‌های تسویه اوراق بهادار" «مجموعه کاملی از ترتیبات و فرآیندهای بنیادی برای تأیید، پایاپای و تسویه معاملات و حفاظت و ایمنی اوراق بهادار»^{۳۲} است. بر اساس این توضیح، آیسکو، بر این اعتقاد است که با توجه به اینکه سیستم‌های تسویه اوراق بهادار، مهمترین اقدامات و فرآیندهای بعد از مرحله شکل‌گیری معاملات بورسی را شامل می‌شود، باید مفهوم "سیستم‌های تسویه اوراق بهادار" را به طور گسترده‌ای تبیین کند تا به طور دقیق و مشخص، برای تمام افراد درگیر در فرآیند تسویه، وظایف و تکالیف مشخص شده‌ای تبیین نموده و از طرف دیگر اشخاص درگیر در این فرآیند از جمله، سرمایه‌گذاران، کارگزاران، اتاق‌های پایاپای^{۳۳}، نهادهای طرف معامله مرکزی^{۳۴}، متولیان حساب^{۳۵}، بورس‌ها و بانک‌ها نیز از حقوق و تکالیف خود در این فرآیند آگاهی داشته باشند تا به این ترتیب از خطرات و ریسک‌های احتمالی که ممکن است بازار را تحت تأثیر خود قرار دهد، جلوگیری به عمل آید. در نظام حقوقی ایران، باتوجه به مقررات جاری، علاوه بر اینکه مفهوم گسترده "سیستم‌های تسویه اوراق بهادار" وجود ندارد، مقررات‌گذاری نیز در این حوزه صرفاً به بخش‌های اصلی معطوف شده است و برخی از موضوعات و تکالیف تعیین نشده و یا مغفول مانده است.

✓ طرف معامله مرکزی^{۳۶}

همانطور که در قسمت تعاریف آیسکو بیان شده است، منظور از طرف معامله مرکزی، "نهادی است که خود را در میان طرفین معاملات قرارداده و به عنوان خریدار، برای هر فروشنده و فروشنده، برای هر خریدار عمل می‌نماید"^{۳۷}. (IOSCO & CPSS, 2001, p. 47) البته کمیته سیستم‌های پرداخت و تسویه (CPSS)^{۳۸} در تعریف خود از این نهاد، ویژگی منحصر به فرد آنرا تنها در معاملات و یا در

32. The full set of institutional arrangements for confirmation, clearance and settlement of securities trades and safekeeping of securities.

33. Clearing House

34. Central Counterparty

۳۵. متولی‌گری، خدمتی است که شامل نگهداری (و معمولاً مدیریت) اوراق بهادار از طرف اشخاص ثالث می‌گردد و ریشه در نگهداری امن یا امانت‌داری اوراق بهادار دارد. نهادهای متولی حساب (Custodian)، خدمات متنوعی انجام می‌دهند از جمله مدیریت حساب مشتری؛ نگهداری دارایی‌های مشتریان؛ تسویه و پایاپای اوراق بهادار مشتریان؛ خدمات بانکداری؛ خدمات بین‌المللی فقط در حوزه اوراق بهادار فعال نیستند و اقدام به سرمایه‌گذاری در دارایی‌های دیگر هم چون فلزات گرانبها و ارز نیز می‌کنند و نقش امین و وکیل را برای سرمایه‌گذاران ایفا می‌کنند.

36. central counterparties

37. An entity that interposes itself between the counterparties to trades, acting as the buyer to every seller and the seller to every buyer.

38. Committee on Payment and Settlement Systems (CPSS)

بازارها و یا بورس‌ها و قراردادهای خاص و مشخص محدود نموده است.^{۳۹} در کتب دیگر علاوه بر نقشی که برای این نهاد در نظر گرفته شده است، مسئولیت عملیات تسویه اوراق بهادار را نیز بر عهده این نهاد قرار گرفته است. (سایمون، ۱۳۸۹، ص. ۷۲۷) بر اساس توصیه‌های آیسکو، با توجه به نقش مهم این نهاد در بازارهای اوراق بهادار کشورهای پیشرو و همچنین مزیت‌ها و منافع که این نهاد در بازار اوراق بهادار جهت پوشش خطرات و ریسک‌های احتمالی وارده ایفا می‌کند، توصیه اکید بر ایجاد چنین نهادی در بازار اوراق بهادار نموده است. (IOSCO & CPSS, 2001, p. 11) اهمیت ایجاد چنین نهادی تا حدی است که برخی از حقوق‌دانان ریسک اعتباری ناشی از عدم ایفای تعهدات توسط طرفین قرارداد را با ورود نهاد مزبور به معاملات بورسی منتفی اعلام نموده اند (Huang, 2010, p. 49). خاطر نشان می‌سازد، در نظام حقوقی داخلی ایران، چنین نهادی با این اوصاف و ویژگی وجود ندارد لیکن شرکت سپرده‌گذاری مرکزی اوراق بهادار و تسویه وجوه و اتاق‌های پایاپای، عملیات تسویه را بر عهده داشته، لیکن از نظر حقوقی، در معاملات بورس اوراق بهادار نقش خریدار را در مقابل هر فروشنده و نقش فروشنده را در مقابل هر خریدار ایفا نمی‌کند، چرا که در حال حاضر، چنین صراحتی در مقررات داخلی ما وجود نداشته^{۴۰} و از طرف دیگر نیز با توجه به مقررات فعلی، مسئولیت تسویه غالب معاملات در بازار بورس اوراق بهادار بر عهده کارگزاران می‌باشد^{۴۱}، در صورتی که در برخی از معاملات خاص از جمله معاملات عمده شرايطی که در بورس انجام می‌شود و به خصوص در مباحث مربوط به تسویه معاملات مذکور، مسئولیت تسویه بر عهده خریدار و فروشنده است^{۴۲}. به هر ترتیب ورود به ویژگی و ساختار و نقش این نهاد خود مقاله و تحقیق جداگانه‌ای را طلب دارد.

۳- ریسک و یا خطر سیستمی^{۴۳}

39. CPSS, A Glossary of Terms Used in Payments and Settlement Systems (Bank for International Settlements (BIS), March ۲۰۰۳) ; <www.Bis.org>

۴۰. تنها نصی از مقررات بازار سرمایه ایران در خصوص موضوع فوق را می‌توان در مقررات بورس کالای ایران مشاهده نمود. در بورس کالای ایران، ماد ۷ آیین‌نامه اتاق پایاپای (مصوب ۱۳۸۴/۰۳/۰۹ شورای بورس کالا) در این زمینه مقرر داشته که «اتاق پایاپای در مقابل کارگزار خریدار به عنوان فروشنده و در مقابل کارگزار فروشنده به عنوان خریدار عمل می‌نماید». با توجه به اینکه این آیین‌نامه قبل از تصویب قانون بازار اوراق بهادار در تاریخ ۱۳۸۴/۰۹/۰۱ لازم‌الاجرا بوده، با تصویب قانون بازار اوراق بهادار، بر اساس ماده ۶۰ قانون یاد شده، عمل‌نسخ ضمنی شده است. حتی در مقرراتی که در راستای اجرای قانون بازار اوراق بهادار مصوب گردید، چنین ویژگی را حتی در معاملات بورس کالا نیز تأیید و تعیین نگردید.

۴۱. مطابق ماده ۱۷ دستورالعمل ثبت، سپرده‌گذاری تسویه و پایاپای مصوب ۱۳۸۸/۵/۱۳ هیأت مدیره سازمان بورس و اوراق بهادار، مسئولیت تسویه بهای اوراق بهادار خریداری شده در روز تسویه با کارگزار خریدار خواهد بود.

۴۲. بند ۳ ماده ۱۱ مکرر ۱ آیین‌نامه معاملات در شرکت بورس اوراق بهادار تهران مصوب ۱۳۸۵ شورای عالی بورس و اصلاحات بعدی آن، واریز حصه نقدی را وظیفه خریدار دانسته است که با واسطه کارگزار صورت می‌گیرد. همچنین در بند ۱۲ این ماده به پرداخت حصه نقدی معامله از سوی خریدار اشاره می‌نماید. بندهای ۴ و ۶ ماده ۱۱ مکرر ۱ نیز از تعهدات خریدار و فروشنده - و نه کارگزاران ایشان - سخن به میان آمده است.

43. Systemic risk: The risk that the inability of one institution to meet its obligations when due will cause other institutions to be unable to meet their obligations when due. Such a failure may cause

ریسک و یا خطر سیستمی و یا به بیان برخی از محققین، ریسک سامانه‌ای، خطر و ریسکی است که به علت وقوع یک حادثه در یک بازار، روال متعارف کار تحت تأثیرات قرار گرفته و به سرعت به بازارهای دیگر منتقل می‌شود. در این صورت، روال معمول کار در چرخه تسویه نه فقط در یک بازار بلکه در بازارهای متعدد و حتی بازارهای جهانی مختل می‌شود. (صالح آبادی، علی محمدی، & مرزانی، ۱۳۹۵، ص. ۲۷) ریسک سیستمی هنگامی اتفاق می‌افتد که ممکن است نکول یکی از معامله‌گران در بازار منجر به نکول دیگر معامله‌گران در بازار به صورت زنجیروار شود برای مثال فرض کنید شخص (الف) به دلیل بدهکاری خود تعدادی سهام را می‌فروشد تا در روز تسویه وجوه دریافتی را به طلبکارانش پرداخت نماید. فرد طلبکار نیز خود باید وجوه مورد نظر را به فرد دیگری که به او بدهکار است پرداخت کند. حال اگر در معامله شخص (الف)، خریدار اوراق بهادار قادر به تأمین وجود مورد نیز نباشد و معامله فسخ شود، شخص (الف)، دیگر نمی‌تواند بدهی خود را پرداخت نماید و معامله‌گری که نسبت به فرد (الف) طلبکار بوده است نیز نمی‌تواند تعهدات مالی خود را انجام دهد و ممکن است این اتفاق به صورت دومینووار (اثر دومینویی)^{۴۴} ادامه پیدا کند و بازار را تحت تأثیر قرار دهد. این ریسکی است که در نتیجه عدم توانایی یک موسسه یا شخص، برای ایفاء تعهداتش در زمان تعیین شده باعث می‌شود سایر اشخاص و فعالین بازار، نتوانند تعهداتشان را در زمان معین انجام دهند و در نتیجه بازارهای مالی دچار اختلال می‌شوند (IOSCO & CPSS, 2001, p. 43)

با توجه به توضیحات فوق، می‌توان گفت که صرف مقررات گذاری و تعیین حقوق و تکالیف مشخص برای تمام اشخاص درگیر در فرآیند تسویه اوراق بهادار، به مقصود کافی نبوده بلکه بایستی این مقررات منجر به کاهش ریسک سیستمی شده به گونه‌ای که به ثمر رسیدن تسویه معاملات و نقدینگی و اطمینان و امنیت را در بازار اوراق بهادار تضمین کند. نقدینگی در بازارهای اوراق بهار متکی بر وجود اطمینان و امنیت در سیستم‌های تسویه است. بنابر این مهم است که خطرات سیستم تسویه بمنظور جلوگیری از اختلال در آن مدیریت شوند. (IOSCO & CPSS, 2001, p. 43) در نتیجه بر اساس اصل مذکور، مقررات گذاران بازارهای اوراق بهادار، بایستی علاوه بر تقنین جزئیات فرآیند تسویه، از ابزارهای مدیریت ریسک نیز در مقررات گذاری خود استفاده نمایند.

significant liquidity or credit problems and, as a result, might threaten the stability of or confidence in markets (IOSCO & CPSS, 2001, p. 51)

44 Domino effect

۳- موعد ایفای تعهدات

در مباحث قواعد عمومی قراردادها در حقوق داخلی، زمان تأدیه، با توجه به اصل حاکمیت اراده، تابع توافق طرفین معامله است (بر اساس ماده ۲۲۰ قانون مدنی) و اگر به زمان اجرای تعهد تصریح نکرده باشند، ولی عرفی در این خصوص وجود داشته باشد، بر اساس مواد ۲۲۰، ۲۲۴ و ۲۲۵ قانون مدنی، عرف و عادت اراده ضمنی طرفین را تشکیل و تعهد نیز باید در زمان مقرر عرفی ایفا شود. برای دانستن حکم عرف نیز باید به طبیعت موضوع تعهد توجه شود. همچنین اگر زمان اجرای تعهد نه به موجب توافق طرفین تعیین شده باشد و نه بر اساس عرف و عادت، تعهد حال به شمار می آید (صفایی س.، ۱۳۸۷، ص. ۲۴۷) (کاتوزیان، قواعد عمومی قراردادها، جلد چهارم، ۱۳۸۷، ص. ۵۹) و باید فوراً اجرا شود (عدل، ۱۳۸۹، ص. ۱۶۲). منظور از فوریت در اینجا نیز فوریت عرفی است نه عقلی یعنی پس از انعقاد قرارداد، ظرف مدتی که عرفاً برای تهیه مقدمات و اجرای تعهد لازم است، تعهد ایفا گردد. همچنین این فرض نیز از نظر حقوقدانان مطرح شده است که ممکن است طرفین تعهد کرده باشند که زمان انجام تعهد در اختیار متعهدله باشد. در این صورت متعهد، بر اساس ماده ۲۲۶ قانون مدنی، ملزم است تعهد خود را در همان موعد که داین در خواست کرده است اجرا کند. (بهرامی احمدی، ۱۳۹۰، ص. ۶۱۹) (شهیدی م.، ۱۳۹۲، ص. ۴۹). در معاملات سهام در بورس اوراق بهادار، صرف نظر از نوع معاملاتی که در بازار اوراق بهادار انجام می شود، در هر نوع معامله و یا قراردادی زمان اجرا و ایفای تعهدات بسیار حائز اهمیت است. همانطور که قبلاً اشاره شد، سرمایه گذاران با ورود خود به بورس و امضا و یا صدور دستور خرید و یا فروش سهام از طریق کارگزار، به طور ضمنی، پایبند بودن خود به مقررات حاکم بر معاملات را اعلام می کنند. به عبارت دیگر، اشخاص با ورود خود به این بازار و صدور دستور خرید و یا فروش در آن، حاکمیت مقررات آن را به طور ضمنی پذیرفته اند و مقررات و عرف حاکم بر این معاملات، اراده ضمنی اشخاص را تشکیل می دهد، بنابر این، تعیین زمان و موعد ایفای تعهدات در معاملات سهام در بورس اوراق بهادار، نیازمند بررسی مقررات و عرف حاکم بر این بازار است. از طرف دیگر زمان ایفای تعهدات، قاعدتاً به زمان شکل گیری و قطعیت معامله وابسته است و اجرای قرارداد و ایفای تعهدات زمانی امکان پذیر است که معامله، شکل گرفته باشد. بنابر این برای مطالعه و تبیین زمان و موعد ایفای تعهدات در معاملات سهام بورسی، ابتدائاً باید مقررات حاکم بر معاملات مذکور را به دقت بررسی و زمان شکل گیری و قطعیت معاملات را تعیین نماییم. در ادامه، ضمن بررسی توصیه نامه ها و استانداردهای آیسکو در خصوص زمان قطعیت معاملات و موعد تسویه معاملات، موعد ایفای تعهدات در مقررات داخلی نیز مورد مطالعه قرار خواهد گرفت:

۳-۱- مفهوم قطعیت معاملات

بر اساس بند (ب) ماده ۳۶ قانون احکام دائمی برنامه‌های توسعه کشور مصوب ۱۳۹۵/۱۱/۱۰، معاملات اوراق بهادار از عقود تشریفاتی بوده که باید مطابق با تشریفات مقرر در بورس یا بازار خارج از بورس انجام پذیرد چرا که در غیر این صورت معامله بی اعتبار خواهد بود. این تشریفات تا این حد هست که بنا به گفته برخی نویسندگان، مادامی که تشریفات مقرر محقق نشود، معامله قطعی نشده و انتقال مالکیت به خریدار رخ نمی‌دهد. (سلطانی، حقوق بازار سرمایه، ۱۳۹۵، ص. ۲۹۳) از آنجا که نهاد ناظر بازار سرمایه امکان مقررات گذاری در حوزه معاملات را دارد و مجموع این مقررات جزء تشریفات انجام معامله محسوب می‌شود، عدم رعایت هر یک از آنها به استثنای مواردی که در مقررات برای آن ضمانت اجرای دیگری معین شده است، می‌تواند منجر به بطلان عمل شود. یکی از این تشریفات، تأیید معامله توسط بورس است و لذا تا پیش از آن، تشریفات انجام معامله محقق نشده و بر آن اثری بار نیست. (سلطانی، حقوق بازار سرمایه، ۱۳۹۵، ص. ۲۷۶) (سلطانی، معاملات عمده سهام در بورس اوراق بهادار تهران و فرابورس ایران، ۱۳۹۳، ص. ۸۳) در مقررات بوری، قطعیت معامله وابسته به تأیید معاملات می‌باشد به طوریکه به صراحت مقررات، با تأیید معاملات است که آن معامله قطعیت می‌یابد. در ماده یک آئین نامه معاملات در شرکت بورس اوراق بهادار تهران مصوب ۱۳۸۵ شورای عالی بورس و در تعریف واژه "معاملات" بیان شده است که "هر معامله در صورتی قطعیت می‌یابد که به تأیید «بورس» برسد." همچنین مطابق با ماده ۲۹ دستورالعمل اجرایی نحوه انجام معاملات در بورس اوراق بهادار تهران "تمامی معاملات اوراق بهادار در بورس، در صورتی قطعیت می‌یابد که به تأیید بورس برسد." این ماده تمامی انواع معاملاتی که در بورس انجام میشود را شامل می‌شود اعم از خرد، بلوک و عمده. لازم به ذکر است که باتوجه به اینکه ماده ۳۰ دستورالعمل مذکور^{۴۶}، عدم تأیید معامله را بر عهده مدیرعامل بورس

۴۵. این ماده مقرر می‌دارد: "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 امکان پذیر بوده و معامله اوراق بهادار مذکور بدون رعایت ترتیبات فوق فاقد اعتبار است." لازم به ذکر است، قبل از تصویب این قانون، حکم این مقرر در بند (ب) ماده ۹۹ قانون برنامه پنجم توسعه جمهوری اسلامی ایران وجود داشت.

۴۶. ماده ۳۰. مدیرعامل بورس صرفاً در شرایط زیر، می‌تواند بخشی از معاملات اوراق بهادار را حداکثر تا پایان روز برگزاری جلسه معاملاتی تأیید ننماید:

۱. بر اساس تقاضای کارگزار به دلیل وقوع آن دسته از اشتباهاتی که طبق مقررات مصوب هیأت مدیره سازمان احصاء می‌شود؛
۲. خطای معاملاتی متأثر از اشکال سامانه معاملات؛
۳. مازاد سهام یا حق تقدم سهام فروخته شده بیش از مقداری که مشمول تعریف معاملات عمده می‌گردد، از یک کد معاملاتی و طی یک جلسه معاملاتی.
۴. تمام معاملات یا صرفاً معاملات بیش از سهمیه، در صورت عدم رعایت سهمیه اعلام شده برای خرید یا فروش اوراق بهادار؛
۵. سایر موارد طبق قوانین و مقررات.

نهاده است، مؤید این موضوع است که مقصود از بورس در ماده ۲۹، مدیرعامل بورس است. وابسته بودن قطعیت معامله به تأیید معامله توسط بورس، منحصر در مقررات معاملات بورس اوراق بهادار نبوده و در مقررات بورس های دیگر از جمله فرابورس ایران^{۴۷}، بورس کالا^{۴۸} و بورس انرژی^{۴۹} نیز به صراحت اعلام شده است. از مذاقه در مقررات فوق می توان این چنین برداشت کرد که با تأیید معاملات، فرآیند عملیات انجام معامله به اتمام رسیده و محقق شده و بعد از آن است که وارد فرآیند عملیات پس از معامله شده و آثار آن باید جاری گردد. به عبارت دیگر همانطور که اشاره شد، برای تحقق و انعقاد معاملات در بورس، علاوه بر وجود و تلاقی ایجاب و قبول اعلامی توسط کارگزاران، تأیید معامله نیز توسط بورس الزامی است به طوری که در صورت عدم تأیید بورس، معامله ای ایجاد نشده و قطعیت نمی یابد. در نتیجه اشاره به قطعیت معاملات، حاکی از زمان اتمام قرارداد یا تلاقی ایجاب و قبول و طی تشریفات قانونی است و می توان بیان داشت که باتوجه به تشریفات بودن معاملات در بورس، معامله ای در بورس قطعی است که توسط بورس تأیید شده باشد و تمام تشریفات مقرر در بورس در خصوص آن انجام شده باشد. در این زمان است که آثار قرارداد جاری می شود. این موضوع نیز به صراحت در ماده ۲۱ دستورالعمل ثبت، سپرده گذاری، تسویه و پایاپای مصوب ۱۳۸۸ بیان شده است که "حقوق مالی و غیر مالی اوراق بهادار از قبیل سود سهام، حق تقدم ناشی از افزایش سرمایه، سهام جایزه و حق رأی با قطعیت معامله به خریدار تعلق خواهد داشت". بر اساس همین مقرر، می توان بیان داشت که آخرین رکن برای تحقق قراردادهای بورسی تأیید معامله توسط بورس است که به واسطه آن معامله قطعی شده و واجد آثار حقوقی خواهد شد.^{۵۰} به تعبیر دیگر مبدأ جریان یافتن آثار معامله در بورس، زمان تأیید آن

۴۷. ماده ۲۰ دستورالعمل اجرایی نحوه انجام معاملات اوراق بهادار در فرابورس ایران مصوب ۱۳۸۸/۰۶/۰۷ و اصلاحات و الحاقیه های بعدی آن مقرر می دارد: "مدیرعامل فرابورس در شرایط زیر از تأیید معامله یا معاملات اوراق بهادار، حداکثر تا پایان ساعت اداری روز کاری برگزاری جلسه معاملاتی خودداری می نماید..."

۴۸. مطابق با ماده ۱۸ دستورالعمل اجرایی معاملات سلف استاندارد در بورس کالای ایران مصوب ۹۲/۱/۲۴ هیأت مدیره سازمان با اصلاحات بعدی، مقرر می دارد: "معاملات انجام شده پس از تأیید بورس قطعی است و مسئولیت انجام امور تسویه سلف استاندارد خریداری شده در روز تسویه با کارگزار خریدار خواهد بود. در هر حال تحویل گواهی سلف استاندارد به خریدار منوط به پرداخت وجه و تسویه وی با کارگزار است"

۴۹. برای نمونه در ماده ۱۲ دستورالعمل معاملات کالا و اوراق بهادار قابل معامله در بورس انرژی ایران مقرر شده است که «تمامی معاملات در بورس، در صورتی قطعیت می یابد که به تأیید بورس رسیده باشد»

۵۰. در مقررات دیگر نیز جاری شدن آثار معامله بعد از تأیید و قطعیت معاملات مورد اشاره قرار گرفته است به طوریکه بعد از آن است که در برخی از موارد توسط بورس، گواهی انجام معامله صادر می شود. از جمله ماده ۳۱ دستورالعمل معاملات بورس کالا که مقرر داشته «برای کلیه معاملات قطعی شده توسط بورس گواهینامه انجام معامله صادر و جهت انجام امور تسویه به اتاق پایاپای ارسال می گردد».

توسط بورس بوده و تعبیر به «قطعیت» در مقررات - که با تأیید بورس حاصل می‌گردد - معادل با تشکیل قراردادهای بوری است (سوهانی & شهیدی، ۱۳۹۳، ص. ۱۶۳). برخی از نویسندگان منظور مقررات گذار را از قطعیت معامله امری فراتر از مطلب فوق دانسته‌اند؛ ایشان بر این اعتقاد هستند که قطعیت معامله در بورس مانند آراء قطعی دادگاه‌ها غیرقابل تجدیدنظر و هر گونه خدشه‌ای است ولو اینکه بعداً کاشف به عمل آید که از برخی قوانین و مقررات تخطی صورت گرفته است و هیأت داوری بازار سرمایه نیز در مقام رسیدگی به مدعای متعاملین، صرفاً به بررسی عملکرد بورس و سایر ارکان دخیل در معامله قبل از قطعیت یا عدم قطعیت پردازد و مجاز به اعلام قطعیت یا عدم آن برخلاف نظر مدیرعامل بورس و سایر ارکان بازار سرمایه نگردد و در صورت احراز هر گونه تخلفی نیز ملزم به صدور آرائی غیر از آراء تأثیرگذار در وضعیت حقوقی معاملات بوری شود. (شهیدی س.، ۱۳۹۴) از طرف دیگر، ماده ۱۷ آئین نامه معاملات در شرکت بورس اوراق بهادار تهران مصوب ۱۳۸۵ شورای عالی بورس نیز به صراحت اعلام نموده که "در مواقعی که اعلام خرید کارگزاران یا قطعیت معامله مورد تردید باشد، رأی مدیرعامل «بورس» یا نماینده وی قطعی و لازم‌الاتباع می‌باشد" که می‌تواند مؤید نظر اخیر باشد. برخی نیز با اشاره به اطلاق کلمه "تأیید" در مقررات و اینکه شامل تأیید اشتباه و صحیح است، اینطور استدلال نموده‌اند که اگر بورس در تأیید و یا عدم تأیید دچار اشتباه شود به صحت معامله خللی وارد نمی‌شود. (سلطانی، حقوق بازار سرمایه، ۱۳۹۵، ص. ۲۸۴).

۳-۲- زمان قطعیت و تأیید معاملات

همانطور که بیان شد، با "تأیید معاملات"^{۵۱} است که معامله قطعی و آثار حقوقی آن جاری می‌گردد. بنابر این برای تعیین زمان قطعیت معامله باید، زمان تأیید معاملات را بررسی نمود. تأیید معاملات در مقررات بوری تعریف نشده و صرفاً شرایط عدم تأیید و تشریفات آن به نحوی در مقررات بیان شده است. از میان اسناد بین المللی مرتبط با موضوع معاملات بوری، فرآیند تأیید معاملات، تنها در سند "توصیه نامه سیستم‌های تسویه اوراق بهادار"، تعریف شده و آنرا فرآیندی معرفی نموده که طی آن شرایط معامله مورد تأیید قرار می‌گیرد و توسط شرکت کنندگان مستقیم بازار^{۵۲} و یا یک نهاد مرکزی^{۵۳} که معمولاً بورس مربوطه است، انجام می‌پذیرد. (IOSCO & CPSS, 2001, p. 48)

51. Confirmation

۵۲ منظور از شرکت کنندگان مستقیم بازار (direct market participants)، اشخاصی و سرمایه گذارانی هستند که بدون استفاده از واسطه‌ها نسبت به انجام معامله وثبت سفارش خرید و فروش اوراق بهادار در بازار اقدام می‌نمایند.

53. central entity

با توجه به اینکه معاملات بورسی از قسم معاملات تجارتي محسوب می شود، هدف، فراهم آوردن امنیت و سرعت در اینگونه معاملات است. بنابر این زمان تأیید و قطعیت معاملات نیز از اهمیت خاصی برخوردار بوده و قاعدتاً بایستی به فوریت صورت پذیرد. در مقررات داخلی برای عدم تأیید معاملات توسط بورس مهلت تعیین شده است چرا که فقدان مهلت زمانی برای تأیید معاملات توسط بورس، معامله را مدام در معرض عدم تأیید و تزلزل قرار خواهد داد. مطابق با ماده ۳۰ دستورالعمل اجرایی نحوه انجام معاملات در بورس اوراق بهادار تهران مصوب ۱۳۸۸/۰۶/۰۷ و اصلاحات بعدی، مدیرعامل بورس، حداکثر تا پایان روز برگزاری جلسه معاملاتی، می تواند بخشی از معاملات اوراق بهادار را تأیید ننماید. این موضوع در مقررات دیگر بورس ها نیز مورد اشاره قرار گرفته است. به موجب ماده ۱۳ دستورالعمل معاملات کالا و اوراق بهادار قابل معامله در بورس انرژی ایران "مدیرعامل بورس صرفاً در شرایط زیر، می تواند بخشی از معاملات را حداکثر تا پایان روز انجام معامله تأیید ننماید"، همچنین ماده ۲۰ دستورالعمل اجرایی نحوه انجام معاملات اوراق بهادار در فرابورس ایران مقرر داشته "مدیرعامل فرابورس در شرایط زیر از تأیید معامله یا معاملات اوراق بهادار، حداکثر تا پایان ساعت اداری روز کاری برگزاری جلسه معاملاتی خودداری می نماید". باید به این نکته توجه نمود که مقررات گذار تنها برای عدم تأیید معاملات مهلت تعیین نموده و برای تأیید معاملات مهلتی در نظر نگرفته است. برخی از نویسندگان با استناد به مواد ۲۹ و ۳۰ دستورالعمل اجرایی نحوه انجام معاملات در بورس اوراق بهادار تهران و بند ۲ ماده یک آئین نامه معاملات در شرکت بورس اوراق بهادار تهران مصوب ۱۳۸۵ شورای عالی بورس، علاوه بر فوریت تأیید معاملات توسط بورس، لزوم صحت تمام معاملات را استنباط نموده و بر این اعتقاد هستند که اصل بر صحت معاملات بوده و اگر در محدوده زمانی که مقررات گذار برای عدم تأیید معاملات توسط بورس مهلت تعیین کرده است، تأییدی صورت نگیرد، مشمول اصل قرار گرفته و تأیید شده فرض می شود. (انصاری & حیدری سورشجانی، ۱۳۹۳، ص. ۱۴۲) برخی دیگر نیز با در نظر گرفتن این فرض که معاملات بورسی، از عقود معلقی است که تأیید بورس معلق علیه آن است، با اشاره به قواعد حاکم بر معاملات فضولی و ماده ۲۵۲ قانون مدنی و فوریت رد یا تنفیذ معامله در مواقعی که تأخیر موجب تضرر اصیل می گردد، عدم تأیید معاملات توسط بورس را از موجباتی دانسته اند که اصیل می تواند معامله را بر هم زند. (ابراهیمی، ۱۳۹۲، ص. ۸۲) از نظر نویسنده، همانطور که اشاره شد، تأیید معاملات توسط بورس از تشریفات مقرر در بورس بوده که تا پیش از آن، تشریفات انجام معامله محقق نشده و بر آن اثری بار نیست؛ همچنین با توجه به مواد ۲۹ و ۳۰ دستورالعمل اجرایی نحوه انجام معاملات در بورس اوراق بهادار، فوریت تأیید معاملات توسط بورس در جهت تحقق معاملات بورسی

و اقتضائات بازار و اصل امنیت و سرعت حاکم بر آن قابل استنباط بوده، لیکن ادبیاتی که در دستورالعمل‌های معاملات بورس‌های مختلف وجود دارد مناسب نبوده و این موضوع را به طور صحیح تبیین ننموده است. بنابر این همانگونه که برخی رأی مدیر عامل بورس را به عنوان فصل الخطاب عدم قطعیت و یا قطعیت معاملات بورسی محسوب نموده‌اند (مبین & انصاری، ۱۳۸۹، ص. ۱۰۱)، با توجه به فوریت تأیید معاملات و لزوم وجود آن برای تحقق و قطعیت معاملات و تعیین مهلت برای "عدم تأیید معاملات" توسط بورس در ماده ۳۰ دستورالعمل اجرایی نحوه انجام معاملات در بورس اوراق بهادار، قاعدتاً مهلت زمانی مذکور برای "تأیید معاملات" نیز برقرار است، لیکن برای تبیین دقیق موضوع، اصلاح مقررات و تصریح مقررات‌گذار در این خصوص لازم به نظر می‌رسد.

فوریت در تأیید معاملات در استانداردها و توصیه نامه‌های آیسکو نیز مورد تأیید و تأکید قرار گرفته است. توصیه شماره دو سند "توصیه نامه سیستم‌های تسویه اوراق بهادار"، مقرر داشته که تأیید معاملات، تا حد ممکن پس از تطبیق دستورهای خرید و فروش و انجام سیستمی معامله انجام شود لیکن در هر صورت، تأیید معامله، باید برای شرکت کنندگان مستقیم بازار حداکثر تا پایان روز انجام معامله $(t+0)$ ^{۵۴} و برای شرکت کنندگان غیر مستقیم بازار^{۵۵} نیز حداکثر تا یک روز بعد از روز انجام معامله $(t+1)$ صورت پذیرد.^{۵۶} (IOSCO & CPSS, 2001, p. 9) در راستای فوریت تأیید معاملات، در حال حاضر، در بازارهای اوراق بهادار پیشرو، تأیید معاملات به شکل فزاینده‌ای در حال تبدیل به شکل خودکار است. این سیستم‌های خودکار به ویژه در بازارهایی با حجم یا ارزش بالا و یا دارای فعالیت های برون مرزی وسیع اجرایی شده و تنها محدود به تأیید معاملات شرکت کنندگان مستقیم بازار و انواع واسطه‌ها (از جمله متولیان حساب^{۵۷} بعنوان نمایندگان شرکت کنندگان غیر مستقیم مانند سرمایه گذاران نهادی^{۵۸}) می‌شود. این سیستم‌ها با حذف نیاز به ارسال اطلاعات میان طرفین و پرهیز از خطا، زمان انجام معامله را کم می‌کنند. (IOSCO & CPSS, 2001, pp. 9-10)

۵۴. در متون فنی، مهلت زمانی تا پایان روز معاملاتی را با استفاده از واژه trade به صورت $(t+1)$ بیان می‌کنند.

۵۵. بر اساس تعریفی که آیسکو از شرکت کنندگان غیر مستقیم بازار (indirect market participants) ارائه نموده است، منظور سرمایه گذاران و شرکت کنندگانی است که برای اجرای معاملات از واسطه استفاده میکنند. از مصادیق آن می‌توان به سرمایه گذاران نهادی و مشتریان فرامرزی اشاره نمود.

56. Confirmation of trades between direct market participants should occur as soon as possible after trade execution, but no later than trade date (T+0). Where confirmation of trades by indirect market participants (such as institutional investors) is required, it should occur as soon as possible after trade execution, preferably on T+0, but no later than T+1

57. Custodian

58. institutional investors

۳-۳ - زمان ایفای تعهدات معاملات سهام در حقوق ایران

همانطور که قبلاً نیز مورد اشاره قرار گرفت، صرف نظر از ماهیت سهام و نوع و ماهیت معاملاتی که در بورس در این خصوص انجام می‌شود و صرف نظر از اینکه معاملات بورسی، کارگزار محور هستند یا مشتری محور، وفای به عهد، در معاملات سهام در بورس اوراق بهادار به وسیله تحویل سهام از فروشنده به خریدار (ایفاء تعهد فروشنده نسبت به خریدار) و پرداخت وجوه از خریدار به فروشنده (تعهد شخص خریدار نسبت به فروشنده) انجام می‌پذیرد که تحت عنوان "تسویه" نامگذاری شده است و از نظر حقوقی همان مرحله ایفای تعهدات و یا اجرای قرارداد محسوب می‌گردد. از طرف دیگر، با توجه به اینکه معاملات در بورس تشریفاتی بوده، جهت تبیین زمان تسویه و یا ایفای تعهدات باید، مقررات مربوطه به آن بررسی شود:

بند (پ) ماده ۳۶ قانون احکام دائمی برنامه‌های توسعه کشور مصوب ۱۳۹۵/۱۱/۱۰، در خصوص معاملات اوراق بهادار مقرر می‌دارد "پس از معامله اوراق بهادار ثبت شده نزد سازمان که در یکی از بورسها یا بازارهای خارج از بورس معامله شده‌اند و کالاهای معامله شده در بورسهای کالایی، عملیات تسویه وجوه و پایاپای (نقل و انتقال) پس از معاملات در شرکتهای سپرده گذاری مرکزی اوراق بهادار و تسویه وجوه صورت می‌گیرد". در مقرر مذکور، قانونگذار به صراحت از ضرورت استفاده از شرکت سپرده گذاری در جریان انجام عملیات تسویه و پایاپای معاملات اوراق بهادار ثبت شده نزد سازمان بورس و اوراق بهادار اشاره نموده است. در حال حاضر، تنها، یک شرکت سپرده گذاری مرکزی شکل گرفته که تسویه معاملات تمامی بورس ها را انجام می‌دهد^{۵۹}. در این شرکت، بنا به تصریح مقررات مربوطه^{۶۰}، نهادی به عنوان، "اتاق پایاپای" وظیفه تسویه و پایاپای معاملات را بر عهده دارد. باید توجه

۵۹. قبل از تصویب این قانون، حکم این مقرر در بند (ج) ماده ۹۹ قانون برنامه پنجم توسعه جمهوری اسلامی ایران وجود داشت.

۶۰. مطابق با ماده ۵ دستورالعمل ثبت، سپرده گذاری، تسویه و پایاپای معاملات مصوب ۱۳۸۸/۰۵/۱۳ هیأت مدیره سازمان، فقط اوراق بهادار سپرده شده نزد شرکت سپرده گذاری مرکزی قابل خرید و فروش، وثیقه گذاری و یا هر گونه انتقال مالکیت اعم از قهری، قانونی و همچنین سایر انتقالات خارج از ساعات معاملات در بورس یا فرابورس می‌باشند.

۶۱. از جمله بند یک ماده یک دستورالعمل صندوق تضمین تسویه معاملات اوراق بهادار در بورس ها مصوب ۱۳۹۱/۰۳/۰۶ هیأت مدیره سازمان بورس و اوراق بهادار و اصلاحیه مورخ ۱۳۹۶/۰۶/۰۸ آن دایر بر اینکه "اتاق پایاپای: واحدی در شرکت سپرده گذاری مرکزی که تسویه و پایاپای از طریق آن صورت می‌گیرد"؛ بند دو ماده یک دستورالعمل معاملات قرارداد اختیار معامله سهام در بورس اوراق بهادار تهران و فرابورس ایران مصوب ۱۳۹۰/۱۲/۱۳ هیأت مدیره سازمان و اصلاحات بعدی آن دایر بر اینکه: "اتاق پایاپای: واحدی در شرکت سپرده گذاری است که براساس این دستورالعمل، وظیفه انجام امور تسویه، پایاپای و اعمال قرارداد اختیار معامله را بر عهده دارد؛ بندهای یک و ۱۹ ماده یک دستورالعمل تسویه و پایاپای معاملات بورس کالای ایران مصوب ۱۳۸۹/۰۸/۲۲ و اصلاحات بعدی آن،؛ بند ۱ ماده ۱ دستورالعمل معاملات کالا و اوراق بهادار مبتنی بر کالا در بورس انرژی مصوب ۱۳۹۱/۷/۱۰ شورای عالی بورس و اوراق بهادار.

داشت که همانطور که بیان شد، تسویه معاملات اوراق بهادار باید از طریق اتاق پایاپای انجام شود، لیکن نحوه دخالت شرکت سپرده گذاری مرکزی و تسویه وجوه و اتاق پایاپای آن، در خصوص تمامی معاملات به نحو یکسانی نیست، به طوری که در برخی از معاملات، ورود اتاق پایاپای در فرآیند تسویه به میزان اخذ مستندات توافق و تأییدیه های آن از کارگزاران و بورس مربوطه بوده و در برخی دیگر تمامی مراحل تسویه از جمله اخذ وجوه معاملات و واریز آن به حساب های مربوطه، از طریق شرکت سپرده گذاری مرکزی و تسویه وجوه و اتاق پایاپای انجام می گردد. زمان تسویه و ایفاء تعهدات نیز، بنا بر اختیار فروشنده و یا خریدار سهام، میان استفاده از ساز و کار اتاق پایاپای و یا خارج از ساز و کار اتاق پایاپای تعیین می گردد. بنا بر این در ادامه، جهت تبیین زمان دقیق زمان تسویه معاملات سهام در ایران، زمان ایفاء تعهدات در هر یک از دو فرآیند تبیین خواهد شد:

۳-۳-۱- زمان ایفاء تعهدات معاملات سهام از طریق ساز و کار اتاق پایاپای

یکی از اصلی ترین مقررات داخلی در رابطه با ایفاء تعهدات و تسویه معاملات، "دستورالعمل ثبت، سپرده گذاری، تسویه و پایاپای مصوب ۱۳۸۸/۰۵/۱۳ هیأت مدیره سازمان" است. در این دستورالعمل علاوه بر تأیید بر لزوم انجام عملیات تسویه و پایاپای از طریق شرکت سپرده گذاری و تسویه وجوه^{۶۲}، زمان تسویه و ایفاء تعهدات را نیز در ماده ۱۶ تعیین کرده که مقرر می دارد: "روز تسویه^{۶۳} برای معاملات سهام، سه روز پس از انجام معامله (t+3) و برای معاملات اوراق مشارکت یک روز بعد از انجام معامله (t+1) خواهد بود"^{۶۴}. در ابتدای امر به نظر می رسد که بر اساس ماده مذکور، فرصت ایفاء تعهدات در تمام معاملات سهام، سه روز پس از انجام معامله است، در حالی که این چنین نبوده و این ماده در مقام بیان زمان تسویه و ایفاء تعهدات در معاملاتی است که از طریق ساز و کار اتاق پایاپای انجام می شود چرا که در ادامه مقررات، موارد مذکور را از این قسم خارج کرده و در تبصره دوم همین

۶۲. مطابق با ماده ۱۵ دستورالعمل مذکور، "شرکت سپرده گذاری مرکزی، عملیات پایاپای اوراق بهادار و تسویه وجوه ناشی از معاملات و انتقال مالکیت اوراق بهادار را بر عهده دارد"

۶۳. در بند (ح) ماده ۱ این دستورالعمل، روز تسویه اینگونه تعریف شده است "روز معینی است که تسویه نهایی وجوه و اوراق توسط شرکت سپرده گذاری مرکزی انجام می شود"

۶۴. نوع اقدامات شرکت سپرده گذاری مرکزی و تسویه وجوه، در طول این سه روز بدین شرح است که ظرف دو روز اول، اطلاعات تطبیق داده می شود و تعیین خالص تعهدات اعضاء در مرحله پایاپای اوراق صورت می گیرد و در روز سوم که روز تسویه می باشد، اوراق بهادار به صورت غیرفیزیکی از حساب فروشنده اوراق بهادار به حساب خریدار منتقل می شود.

ماده، معاملات عمده را از شمول، زمان یاد شده و ساز و کار مربوطه خارج می نماید^{۶۵} که در قسمت بعدی به تبیین آن خواهیم پرداخت. این ماده فرصت ایفای تعهدات در معاملات سهام را سه روز بعد از انجام معامله در نظر گرفته است. همانطور که در قسمت های قبل نیز بیان شد، زمان "انجام معامله" زمانی است که معامله مورد تأیید بورس مربوطه قرار گرفته و قطعیت یافته باشد. به عبارت دیگر، از فوریت تأیید معاملات، پس از تطبیق دستورهای خرید و فروش و انجام سیستمی معامله و لزوم تأیید و یا عدم تأیید آن، حداکثر تا پایان روز برگزاری جلسه معاملاتی، که در قسمت های قبل به بیان آن پرداختیم و همچنین مفاد مقررات مربوطه^{۶۶}، می توان نتیجه گرفت که فرصت ایفای تعهدات و تسویه معاملات سهام از طریق ساز و کار اتاق پایاپای، سه روز بعد از انجام معامله و تأیید معامله و قطعیت آن است. این مقرر را باید در کنار ماده ۱۱ آئین نامه معاملات در شرکت بورس اوراق بهادار تهران مصوب سال ۱۳۸۵ شورای عالی بورس، ملاحظه کرد که به جای فرصت سه روزه، به فرصت ۷۲ ساعته (سه جلسه معاملاتی) از تاریخ معامله اشاره نموده است. ماده ۱۱ آئین نامه معاملات در شرکت بورس اوراق بهادار تهران مقرر می دارد: "وجه مربوط به سهام معامله شده در بورس همراه با وکالت نامه فروش سهام و اصل سهام باید حداکثر تا ۷۲ ساعت از تاریخ معامله بین کارگزاران خریدار و فروشنده ردوبدل گردد. کارگزار فروشنده، موظف است تشریفات مربوط به انتقال سهام معامله شده را ظرف ۷۲ ساعت (سه جلسه معاملاتی) از تاریخ معامله انجام داده و سهام را تحویل خریدار نماید. در صورتی که علل یا توافقی دیگر در مورد تحویل بعد از مهلت های تعیین شده، وجود داشته باشد، مراتب باید حداکثر تا پایان نشست رسمی معاملاتی مربوط کتباً به اطلاع مدیرعامل "بورس" برسد. در هر صورت، معامله انجام شده، قطعی به شمار می رود. ساعات تسویه و یا مدت زمان مربوط به انتقال سهام، ب اساس "دستورالعمل سپرده گذاری، تسویه و پایاپای" انجام خواهد شد". همانطور که در این ماده مورد اشاره قرار گرفته است، و با توجه به اینکه هر جلسه معاملاتی، یک روز کاری محسوب می شود، مقصود از ۷۲ ساعت،

۶۵. از دیگر مواد دستورالعمل ثبت، سپرده گذاری، تسوه و پایاپای از جمله ماده ۳۰ آن که اشاره دارد "در موارد خاصی که معاملات مطابق قوانین و مقررات و به صورت شریطی انجام می پذیرد و در این دستورالعمل پیش بینی نشده است، تسویه می تواند با تأخیر مطابق مقررات مربوط انجام شود. در این صورت بورس یا فرا بورس موظف است مراتب را در همان روز معامله به شرکت سپرده گذاری مرکزی اعلام نماید" می توان برداشت نمود که ایفای تعهدات و تسویه دسته دیگر از معاملات، خارج از ساز و کار اتاق پایاپای می باشد.

۶۶. مواد ۱۴ و ۲۱ دستورالعمل ثبت، سپرده گذاری، تسوه و پایاپای که بیان می دارد: "حقوق مالی و غیر مالی اوراق بهادار از قبیل سود سهام، حق تقدم ناشی از افزایش سرمایه، سهام جایزه و حق رأی با قطعیت معامله به خریدار تعلق خواهد داشت" و "حقوق و تعهدات خریدار و فروشنده اوراق بهادار و سایر اشخاص ذینفع مرتبط با معامله، همزمان با انجام معامله مشخص خواهد شد" از نمونه های این مقررات می باشد.

سه روز کاری می باشد، بنا براین بر اساس ماده مذکور، فرصت ایفاء تعهدات در معاملات، سه جلسه معاملاتی و یا سه روز کاری از "تاریخ معامله" است. (ابراهیمی، ۱۳۹۲، ص. ۲۲۷) ماده ۱۶ دستورالعمل ثبت، سپرده گذاری، تسوه و پایاپای در خصوص "کاری" و یا "تقویمی" بودن سه روز فرصت تسویه، صراحتی ندارد، لیکن با توجه به ماده ۱۱ آئین نامه معاملات در شرکت بورس اوراق بهادار تهران، و همچنین رویه اجرایی می توان برداشت نمود که منظور سه روز کاری است و نه تقویمی. (سلطانی، حقوق بازار سرمایه، ۱۳۹۵، ص. ۳۰۰) از طرف دیگر با توجه به اینکه فرصت سه روزه مذکور در ماده ۱۶ دستورالعمل ثبت، سپرده گذاری، تسوه و پایاپای، از زمان "انجام معامله" و در ماده ۱۱، از "تاریخ معامله" شروع می شود، می توان نتیجه گرفت که مقررات گذار دقت کافی را در بیان الفاظ و مفاهیم نداشته، لیکن همانطور که بیان شد، منظور از زمان "انجام معامله" و "تاریخ معامله"، همان زمان تأیید و قطعیت معامله می باشد. مطابق با ماده ۲۵ دستورالعمل ثبت، سپرده گذاری، تسوه و پایاپای، کارگزار بدهکار موظف است بدهی خود را حداکثر تا ساعت ۱۰ سومین روز پس از انجام معامله به حساب تسویه نزد شرکت سپرده گذاری مرکزی واریز نماید. بنابر این در خصوص نحوه محاسبه موعد سه روزه فوق، روز معامله را نباید در نظر گرفت. با ایجاد ساز و کارهای فنی به روز، و درخواست کارگزاران و کاهش هزینه و ریسک، هیأت مدیره سازمان بورس و اوراق بهادار، طی ماده واحده‌ای در تاریخ ۱۳۹۶/۱۰/۰۶ زمان تسویه در معاملات بورس و فرابورس را از سه روز به دو روز کاهش داد. این ماده واحده مقرر می دارد که "زمان تسویه معاملات اوراق بهاداری که در بورس اوراق بهادار تهران و فرابورس ایران سه روز پس از انجام معامله (I+3) بود به دو روز پس از انجام معامله (I+2) کاهش یابد".

نکته با اهمیت اینکه شرکت سپرده گذاری اوراق بهادار و تسویه وجوه و اتاق پایاپای، در این ساز و کار، با حضور فعال و مستقیم خود، در فاصله مدت زمان فوق‌الذکر و بر خلاف معاملاتی که به طور غیر مستقیم در آن دخالت دارد، امور تسویه و ایفاء تعهدات معامله سهام را تسهیل می نماید. یکی از مصادیق دخالت مستقیم شرکت سپرده گذاری اوراق بهادار و تسویه وجوه و اتاق پایاپای در ایفاء تعهدات معامله، زمانی است که مطابق ماده ۲۵ دستورالعمل ثبت، سپرده گذاری، تسویه و پایاپای، به وکالت از کارگزار، حق برداشت از حساب حساب یا حساب‌های بانکی تسویه کارگزاری، به منظور انجام عملیات پایاپای وجوه ناشی از معاملات مربوطه را دارد. این درحالی است که در ایفاء تعهداتی که از ساز و کار اتاق پایاپای انجام می شود، اتاق پایاپای چنین دخالتی و اقدامی را ندارد.

۳-۲- زمان ایفای تعهدات در معاملات سهام خارج از ساز و کار اتاق پایاپای

همانطور که در قسمت‌های قبل اشاره شد، اتاق پایاپای و شرکت سپرده‌گذاری مرکزی اوراق بهادار و تسویه وجوه بایستی در فرآیند تسویه و ایفای تعهدات معاملات اوراق بهادار دخالت داشته باشند، لیکن این دخالت، بر اساس تصمیم و انتخاب فروشندگان^{۶۷}، متفاوت است. به عبارت دیگر، منظور از ایفای تعهدات خارج از ساز و کار اتاق پایاپای، عدم دخالت اتاق پایاپای و شرکت سپرده‌گذاری در فرآیند ایفای تعهدات این قسم از معاملات نیست، بلکه میزان دخالت آنها در این فرآیند، به میزان قابل توجهی کمتر از زمانی است که به طور مستقیم در فرآیند تسویه و ایفای تعهدات دخالت دارند. شورای عالی بورس، در ماده ۸ آئین نامه معاملات در شرکت بورس اوراق بهادار تهران مصوب ۱۳۸۵، مقرر داشته که شرایط و نحوه تسویه خارج از اتاق پایاپای را طی دستورالعملی با عنوان "دستورالعمل سپرده‌گذاری، تسویه، و پایاپای"^{۶۸} اعمال خواهد شد، لیکن در دستورالعمل یاد شده اشاره‌ای به شرایط و جزئیات این شیوه از تسویه و ایفای تعهدات در معاملات ننموده است و تنها در مواد ۳۰ و ۳۲ آن به طور کلی به وجود چنین شیوه‌ای از تسویه و ایفای تعهد اشاره شده است. در ماده ۳۲ دستورالعمل ثبت، سپرده‌گذاری، تسویه و پایاپای مصوب ۱۳۸۸/۰۵/۱۳ هیأت مدیره سازمان، اعلام شده که "تسویه خارج از پایاپای پس از تکمیل فرم‌های مربوطه توسط کارگزار و تأیید بورس یا فرابورس و ابلاغ آن به شرکت سپرده‌گذاری مرکزی در همان روز معاملاتی و پس از کسر مالیات و کارمزدهای مربوطه امکان‌پذیر است" و به زمان، چگونگی و جزئیات آن اشاره‌ای نشده است. در ماده ۳۰ دستورالعمل ثبت، سپرده‌گذاری، تسویه و پایاپای مصوب ۱۳۸۸/۰۵/۱۳ هیأت مدیره سازمان، مقرر گردیده که "در موارد خاصی

۶۷. قدرت انتخاب فروشنده را در تعیین نحوه و روش تسویه معامله می‌توان به صراحت در بندهای ۱ و ۵ ماده ۷ دستورالعمل اجرایی نحوه انجام معاملات بلوک در فرابورس ایران و دستورالعمل اجرایی نحوه انجام معاملات بلوک در بورس اوراق بهادار تهران مصوب ۱۳۹۳/۰۳/۱۷ هیأت مدیره سازمان مشاهده نمود که در آن، کارگزار پیشنهاددهنده فروش می‌تواند روش تسویه این معاملات را "صرفاً نقدی" یا "با امکان تسویه خارج از پایاپای" ثبت کند و از طرف دیگر، میان انتخاب یکی از شروط "صرفاً خارج از پایاپای" یا "نقدی و خارج از پایاپای" نیز مختار است. همچنین ماده ۱۵ دستورالعمل اجرایی نحوه انجام معاملات اوراق بهادار در بازار پایه فرابورس ایران مصوب ۱۳۹۵/۰۲/۲۸ هیأت مدیره سازمان مقرر داشته است که "در صورت تمایل برای استفاده از روش تسویه خارج از پایاپای در معاملات بلوک، کارگزاران مربوطه می‌توانند اطلاعات و مستندات لازم را حسب درخواست فرابورس جهت بررسی شرایط تسویه در اختیار فرابورس قرار دهند. در صورت عدم ارائه اطلاعات موضوع این ماده، فرابورس تسویه معاملات مذکور را به روش خارج از پایاپای تأیید نخواهد کرد و تسویه معاملات مذکور مطابق با رویه جاری تسویه پایاپای انجام خواهد شد." این اختیار به فروشنده داده شده است. (لازم به ذکر است که تسویه خارج از پایاپای در معاملات بلوکی بازار پایه فرابورس بر اساس مصوبه مورخ ۱۳۹۶/۱۲/۰۲ هیأت مدیره سازمان ممنوع اعلام شد.)

۶۸. این دستورالعمل در تاریخ ۱۳۸۸/۰۵/۱۳ تحت عنوان "دستورالعمل ثبت، سپرده‌گذاری، تسویه و پایاپای" به تصویب هیأت مدیره سازمان رسید.

که معاملات مطابق قوانین و مقررات و به صورت شرایطی انجام می‌پذیرد و در این دستورالعمل پیش‌بینی نشده است، تسویه می‌تواند با تأخیر مطابق مقررات مربوط انجام شود. در این صورت بورس یا فرابورس موظف است مراتب را در همان روز معامله به شرکت سپرده‌گذاری مرکزی اعلام نماید.^{۶۸} در این ماده به صراحت به عدم پیش‌بینی مقررات مربوط به این ساز و کار در دستورالعمل مذکور اشاره دارد، لیکن در این مقرر به طور کلی و به صراحت، تسویه با تأخیر معاملات خاص و شرایطی را تجویز و اعلام نموده که مطابق با مقررات مربوطه انجام خواهد شد. از ادبیات مقرر مذکور و ذکر عبارت "در موارد خاص"، قابل برداشت است که تسویه با تأخیر این معاملات، به صورت خاص و استثنایی و در مواردی است که معامله مطابق مقررات به صورت شرایطی انجام شده و به زمان و مهلت تأخیر در تسویه و ایفای تعهدات اشاره‌ای نشده است.

به هر ترتیب در مقررات داخلی، تسویه و ایفای تعهدات خارج از اتاق پایاپای به طور دقیق تعریف نشده و صرفاً در بند دوم ماده ۲۸ دستورالعمل ثبت و سپرده‌گذاری کالا و اوراق بهادار قابل معامله و تسویه و پایاپای معاملات در بورس انرژی مصوب ۱۳۹۱/۱۰/۱۷ و اصلاحات بعدی، در مقام بیان مفهوم "روش تسویه خارج از پایاپای"، اعلام شده است که روش تسویه خارج از پایاپای، روشی است که "طرف مهلت تسویه، سند تسویه خارج از پایاپای طبق فرمت شرکت سپرده‌گذاری مرکزی به تأیید فروشنده و کارگزار فروشنده رسیده و به همراه سایر مستندات لازم توسط کارگزار خریدار به اتاق پایاپای ارائه می‌شود." بنابراین با توجه به تعریف مذکور که در مقررات دیگر نیز به طور پراکنده می‌توان دریافت نمود^{۶۹}، می‌توان بیان داشت که ایفای تعهدات خارج از ساز و کار اتاق پایاپای، حتماً با ارائه

۶۹. از جمله ماده ۵۵ دستورالعمل اجرایی نحوه انجام معاملات در بورس اوراق بهادار تهران مصوب ۱۳۸۹/۰۹/۱۳ هیأت مدیره سازمان با اصلاحات بعدی که اشاره دارد: "در صورت پرداخت حصة نقدی از سوی خریدار و ارائه سند تسویه خارج از پایاپای به شرکت سپرده‌گذاری مرکزی طبق آئین‌نامه معاملات اوراق بهادار در شرکت بورس اوراق بهادار تهران و قطعیّت معامله، ثبت معامله در سیستم معاملاتی حداکثر تا پایان روز کاری بعد انجام خواهد شد." و ماده ۱۵ دستورالعمل اجرایی نحوه انجام معاملات اوراق بهادار در بازار پایه فرابورس ایران مصوب ۱۳۹۵/۰۲/۲۸ با اصلاحات بعدی، اشاره شده است که "در صورت تمایل برای استفاده از روش تسویه خارج از پایاپای در معاملات بلوک، کارگزاران مربوطه می‌توانند اطلاعات و مستندات لازم را حسب درخواست فرابورس جهت بررسی شرایط تسویه در اختیار فرابورس قرار دهند. در صورت عدم ارائه اطلاعات موضوع این ماده، فرابورس تسویه معاملات مذکور را به روش خارج از پایاپای تأیید نخواهد کرد و تسویه معاملات مذکور مطابق با رویه جاری تسویه پایاپای انجام خواهد شد." و تبصره ۲ ماده ۷ دستورالعمل اجرایی نحوه انجام معاملات بلوک در بورس اوراق بهادار تهران مصوب ۱۳۹۳/۰۳/۱۷ و اصلاحات بعدی آن که مقرر داشته "خصوص معاملات تطبیق یافته که به روش تسویه خارج از پایاپای ثبت شده است، کارگزار فروشنده مکلف است اطلاعات و مستندات لازم را حسب درخواست بورس جهت بررسی شرایط تسویه در اختیار بورس قرار دهد. در صورت عدم ارائه اطلاعات موضوع این تبصره بورس معاملات مذکور را تأیید نخواهد کرد." و

سندی، تحت عنوان "سند خارج از پایاپای" به اتاق پایاپای، ظرف مهلت تسویه همراه خواهد بود. با توجه به لزوم امضای طرفین معامله بر اساس مقررات^{۷۰}، این سند به منزله توافق طرفین معامله بر شیوه تسویه و ایفای سایر تعهداتی است که به واسطه انجام معامله، در خارج از اتاق پایاپای انجام شده و اتاق پایاپای و شرکت سپرده گذاری مرکزی اوراق بهادار و تسویه وجوه نیز در انجام و شکل گیری آن نقشی ندارند. به این ترتیب اتاق پایاپای در خصوص نحوه این توافق و چگونگی ایفای تعهد موضوع سند مذکور هیچ دخالتی ندارد، و به همین خاطر نیز، این شیوه از تسویه و ایفای تعهد، تحت عنوان "خارج از ساز و کار اتاق پایاپای" مطرح گردید.

زمان تسویه و ایفای تعهدات در این ساز و کار، بنا بر مواد ۳۰ و ۳۲ دستورالعمل ثبت، سپرده گذاری و تسویه و پایاپای، تعیین نشده و مشخص نیست. باید توجه نمود که در مقررات، تنها به لزوم ارائه سند خارج از پایاپای، ظرف مهلت مشخص اشاره شده و مهلت زمان ارائه سند خارج از پایاپای نیز، به استثنای معاملاتی که مطابق قوانین و مقررات مربوطه، به صورت شرايطی انجام می پذیرد، مطابق قواعد و مهلت تسویه و ایفای تعهدات در معاملات سهام از طریق ساز و کار اتاق پایاپای است. در ساز و کار خارج از پایاپای، به واسطه ارائه سند خارج از پایاپای، طرفین معامله و کارگزاران آنها، اعلام می دارند که بر سر نحوه ایفای تعهدات و تسویه معامله را خارج از ساز و کار اتاق پایاپای و مکانیزم معاملات عادی در بورس و یا فرابورس به توافق رسیده و هرگونه ریسک و یا خطر ناشی از این توافق بر عهده طرفین بوده و اتاق پایاپای و شرکت سپرده گذاری مرکزی و تسویه وجوه هیچ مسئولیت و یا تعهدی را در خصوص توافقات موضوع سند تسویه خارج از پایاپای نمی پذیرد و به واسطه همین توافق و تأیید بورس و فرابورس، شرکت سپرده گذاری مرکزی اوراق بهادار و تسویه وجوه، نقل و انتقال سهام را انجام می دهد. باید یادآوری نمود که همانطور که در قسمت قبل نیز اشاره شد، مهلت تسویه و ایفای تعهدات در معاملات سهامی که تسویه و ایفای تعهدات آن از طریق ساز و کار اتاق پایاپای صورت می پذیرد، بنا بر مصوبه اخیر هیأت مدیره سازمان در تاریخ ۱۳۹۶/۱۰/۰۶^{۷۱}، دو روز کاری از تاریخ انجام معامله می باشد.

تسویه و ایفای تعهدات نیز در معاملات شرايطی، خارج از اتاق پایاپای انجام شده و سند تسویه خارج از پایاپای نیز باید ارائه شود، لیکن مهلت ارائه سند تسویه خارج از پایاپای آن نیز متفاوت با سایر

۷۰. بر اساس بند ۲ ماده ۱۱ مکرر آئین نامه معاملات در شرکت بورس اوراق بهادار تهران، سند تسویه خارج از پایاپای به امضای طرفین معامله (خریدار و فروشنده) می رسد.

۷۱. هیأت مدیره سازمان در تاریخ ۱۳۹۶/۱۰/۰۶ طی ماده واحده ای مقرر: "زمان تسویه معاملات اوراق بهاداری که در بورس اوراق بهادار تهران و فرابورس ایران سه روز پس از انجام معامله (T+۳) بود به دو روز پس از انجام معامله (T+۲) کاهش یابد."

معاملاتی است که تسویه و ایفاء تعهدات آن خارج از اتاق پایاپای انجام می شود. در معاملات شریطی، بر اساس ماده ۳۷ دستورالعمل اجرایی نحوه انجام معاملات اوراق بهادار در فرابورس ایران مصوب ۱۳۸۸/۰۶/۰۷ با اصلاحات بعدی و بند ۲ ماده ۱۱ مکرر آئین نامه معاملات در شرکت بورس اوراق بهادار تهران مصوب ۱۳۸۵ شورای عالی بورس، مهلت ارائه سند خارج از پایاپای و تسویه و ایفاء تعهدات، حداکثر ۹ یا حسب مورد ۳۰ روز از انجام معامله می باشد. با توجه به مبلغ بالای سهام موضوع معاملات شریطی، تحقق معامله شریطی نیاز به زمانی بیش از یک روز و حداکثر تا ۳۰ روز کاری دارد. این مهلت برای فراهم ساختن فرصتی به منظور پرداختن بخشی از ثمن معامله تحت عنوان حصه نقدی و ارائه اسناد لازم از جمله سند تسویه خارج از پایاپای به منظور تضمین پرداخت مابقی ثمن در آینده و ایجاد توافق نسبت به چگونگی پرداخت مابقی ثمن معامله می باشد، بنابراین، در این نوع معاملات نیز، قطعی شدن معامله، منوط به تسویه حصه نقدی توسط کارگزار خریدار و ارائه سند تسویه خارج از پایاپای طی مهلت حداکثر ۹ یا حسب مورد ۳۰ روزه توسط کارگزار فروشنده به شرکت بورس یا فرابورس است (ماده ۱۱ مکرر ۱ آیین نامه معاملات در شرکت بورس اوراق بهادار تهران مصوب ۱۳۸۵ و اصلاحات بعدی و ماده ۵۵ دستورالعمل اجرایی نحوه انجام معاملات در بورس اوراق بهادار تهران مصوب ۱۳۸۹/۰۹/۱۳ با اصلاحات بعدی و ماده ۴۰ دستورالعمل اجرایی نحوه انجام معاملات اوراق بهادار در فرابورس ایران مصوب ۱۳۸۸/۰۶/۰۷ با اصلاحات بعدی).

برخلاف سایر معاملات سهام که در آن تمامی ثمن معامله ظرف مهلت مقرر (حداکثر دو روز کاری) پرداخت می شود، در تسویه و ایفاء تعهد خارج از اتاق پایاپای معاملات شریطی، بخشی از ثمن به صورت نقد ظرف مهلت حداکثر ۹ تا ۳۰ روز کاری واریز می شود و در خصوص بخش دیگر که به صورت نسیه پرداخت می شود، مدارک و مستندات لازم به کارگزار فروشنده ارائه می شود تا سند خارج از اتاق پایاپای را که حاکی از توافق طرفین و کارگزاران ایشان است به بورس یا فرابورس تحویل شود. در معاملات شریطی، پرداخت به صورت نقد و اقساط است. منظور از پرداخت نقدی، پرداخت ظرف موعد تسویه است که از منظر حقوقی حال محسوب نمی شود اما در عرف بازار بورس، حال است. قسمت دیگر ثمن معامله به صورت غیر نقد پرداخت می شود که منظور از آن موجد و به اقساط است. به عبارت دیگر، در معاملات شریطی که در معاملات عمده شریطی^{۷۲} و بلوک واقع می شود، تسویه و ایفاء تعهدات مهلت مشخص و دقیقی نداشته و با توافق طرفین بوده و این فروشنده است که

۷۲. در بند ۲۰ ماده یک دستورالعمل اجرایی نحوه انجام معاملات در بورس اوراق بهادار تهران مصوب ۱۳۸۹/۰۹/۱۳ هیأت مدیره سازمان و اصلاحات بعدی، معاملات عمده شریطی را اینگونه تعریف نموده است: "معامله عمدی است که تسویه وجه آن با شرایط اعلامی در اطلاعیه عرضه عمده براساس ضوابط مندرج در این دستورالعمل و مقررات مربوطه انجام می شود." وجه تمایز این نوع معامله با دیگر معامله نحوه تسویه آن است که بر اساس مقررات و نحو شریطی است که فروشنده و عرضه کننده در اطلاعیه عرضه خود بیان داشته است.

شرایط تسویه و ایفای تعهد را بر اساس مقررات، طی اطلاعیه عرضه تعیین نموده و خریداران نیز بر همین مبنا با قبول شرایط اعلام شده توسط فروشنده در رقابت شرکت می کنند. باید توجه نمود که صرفاً مهلت تأدیه و ارائه میزان حصه نقدی و سند تسویه خارج از پایاپای، که حداکثر ۹ تا ۳۰ روز کاری می باشد، در مقررات تعیین شده و مهلت تأدیه حصه غیر نقدی تعیین نشده و در اختیار فروشنده و خریدار می باشد. به عنوان مثال در اطلاعیه عرضه پنجاه درصدی سهام شرکت توسعه معدن روی ایران، اعلام شده که خریدار موظف است، مبلغ مشخص از کل مبلغ را به صورت نقد ظرف مهلت ۹ روز کاری پرداخت و مابقی ثمن معامله را در ده قسط شش ماهه به مدت پنج سال از پس پرداخت حصه نقدی پرداخت نماید. در این مثال، تسویه نهایی و ایفای تعهدات به انتخاب فروشنده، پنج سال از تاریخ پرداخت حصه نقدی معامله تعیین شده است. از طرف دیگر، بر اساس مقررات پیش گفته، خریدار باید علاوه بر تأدیه حصه نقدی معامله، سند تسویه خارج از پایاپای را نیز ظرف ۹ روز کاری از تاریخ رقابت، به بورس و یا فرابورس تحویل نماید. بنابراین در این ساز و کار و در معاملات شرايطی، مهلت دقیق و مشخصی برای ایفای تعهدات تعیین نشده و این موضوع صرفاً مربوط به معاملات شرايطی نبوده بلکه در ساز و کار تسویه خارج از اتاق پایاپای، زمان دقیق ایفای تعهدات و تسویه معین نبوده و تنها میتوان بیان داشت که مهلت ارائه سند تسویه خارج از پایاپای در معاملات غیر شرايطی، دو روز پس از انجام معامله و در معاملات شرايطی حداکثر ۹ تا ۳۰ روز کاری است.

طبق مقررات مذکور، در معاملات شرايطی، مهلت ارائه سند تسویه خارج از پایاپای و قطعیت معامله حداکثر ۹ روز کاری پس از مشخص شدن برنده رقابت در بورس یا فرابورس بوده و در صورت عرضه سهام جهت انجام معامله عمده از سوی سازمان خصوصی سازی 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. 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 می باشد. (سلطانی، معاملات عمده سهام در بورس اوراق بهادار تهران و فرابورس ایران، ۱۳۹۳، ص. ۸۳) توضیح آنکه، مهلت تسویه همانگونه که از نام آن بر می آید مهلت است نه سررسید پرداخت دین. در واقع به منظور پاسخگویی به اقتضائات معامله در بازار متشکل و فراهم ساختن مهلتی معقول برای تسویه، این مواعد پیشبینی شده است. استناد به تفسیر صرفاً لفظی در حالیکه مقام مقررآتگذار خود چنین دقتی در بکار بردن الفاظ نداشته و نیز عدم توجه به عرف حاکم و روند اجرای این مقررّه در طول سالهای متمادی توسط ارکان و فعالان بازار، سبب تفسیری ناصحیح

خواهد شد. به علاوه، مرور مقررات نشان می‌دهد حتی اگر به تفسیر لفظی وفادار باشیم باز چنین نتیجه‌ای بدست نمی‌آید. در واقع شورای عالی بورس مهلتی که برای تسویه معاملات وجود داشته را برای سازمان خصوصی سازی افزایش داده است. این مهلت برای معاملات خرد حداکثر تا ۷۲ ساعت از تاریخ معامله و برای معاملات عمده حداکثر ۹ روز کاری بعد از مشخص شدن برنده رقابت می‌باشد. در صورت عرضه سهام از سوی سازمان خصوصی سازی، افزایش این مهلت از ۹ روز کاری به ۳۰ روز 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 تعداد 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 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. (سلطانی، معاملات عمده سهام در بورس اوراق بهادار تهران و فرابورس ایران، ۱۳۹۳، ص. ۸۴)

در معاملات عادی، با تلاقی ایجاب و قبول و تأیید آن، معامله در همان روز محقق و قطعی می‌یابد، لیکن این امر در معاملات شرایطی صادق نبوده و نیاز به سپری شدن یک مهلت حداکثر سی روزه و انجام تشریفات خاص و تبادل سند تسویه خارج از پایاپای به منظور پرداخت حصه غیر نقدی دارد؛ زیرا انجام تشریفات یک معامله عمده و فراهم ساختن اسناد و مدارک لازم، همزمان با تقابل ایجاب و قبول منطقاً امکانپذیر نیست. معامله شرایطی، با رعایت تشریفات مقرر قطعیت می‌یابد و تا پیش از آن اثری ندارد. بنابراین، مادامی که ضوابط و مقررات معاملاتی بورس و فرابورس رعایت نگردد، 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 توجه به صراحت بند ۷ مکرر ۱ آیین‌نامه معاملات در شرکت بورس اوراق بهادار تهران مصوب ۱۳۸۵ و اصلاحات بعدی، که اشاره دارد "قطعیت معامله منوط به پرداخت حصه نقدی از سوی خریدار و ارائه سند تسویه خارج از پایاپای، مطابق مقررات می‌باشد." معامله شرایطی، تازمانی که حصه نقدی و سند تسویه خارج از پایاپای آن تحویل داده نشده باشد، قطعی نمی‌باشد.

۳-۴- زمان ایفای تعهدات در معاملات سهام بر اساس اسناد آیسکو

در اکثر بورس ها به طور متداول، دوروش و استاندارد برای زمان تسویه، تعیین شده است: "فرآیند چرخه تسویه"^{۷۳} و "فرآیند تسویه دوره‌ای"^{۷۴}. منظور از "فرآیند تسویه دوره‌ای"، فرآیندی است که طی آن معاملات انجام شده در یک دوره زمانی مشخص، باید در یک تاریخ تعیین شده تسویه شوند و در دوره زمانی مذکور، میان خریدار و فروشنده، پول نقد و اوراق بهادار مبادله نمی‌شود. لیکن در "فرآیند چرخه تسویه"^{۷۵} بر اساس "تاریخ معامله" برای هر معامله‌ای که انجام می‌شود، چند روز کاری بعد از تاریخ معامله، تسویه انجام خواهد شد. (IOSCO & CPSS, 2001, p. 50) در کتب تخصصی نیز "فرآیند چرخه تسویه"، فرآیندی معرفی شده که در آن، تسویه معامله، ظرف تعداد روزهای ثابت پس از زمان انجام معامله انجام می‌شود. (لور، فرهنگ تشریحی مالی و بانکی آکسفورد، ۱۳۹۴، ص. ۴۶۵) به عنوان نمونه، تسویه در بورس سهام استرالیا، بر اساس فرآیند چرخه تسویه، انجام شده، به طوری که سه روز کاری بعد از انجام معامله عملیات تسویه انجام می‌پذیرد. (سایمون، ۱۳۸۹، ص. ۲۲۸) و در لندن نیز در سال ۱۹۹۴ "فرآیند تسویه دوره‌ای" با "فرآیند چرخه تسویه" تعویض شد. (لور، فرهنگ تشریحی مالی و بانکی آکسفورد، ۱۳۹۴، ص. ۴۶۵)

استانداردها و توصیه‌نامه‌های آیسکو، در خصوص زمان ایفای تعهدات و تسویه معاملات، با تعیین روش مطلوب جهت تسویه معاملات، بر استفاده از "فرآیند چرخه تسویه"^{۷۶} تأکید داشته و اعلام شده که روش مذکور باید در تمام بازارهای اوراق بهادار مورد پذیرش قرار گیرد.^{۷۷} (IOSCO & CPSS, 2001, p. 10). باید توجه نمود که برخلاف مقررات داخلی در "فرآیند چرخه تسویه" برخلاف "فرآیند تسویه دوره‌ای"، بجای اینکه تسویه معاملات در پایان دوره حساب^{۷۸} انجام شود، در روزهای معینی پس از تاریخ معامله انجام می‌شود و با این روش از تعداد معاملات ناتمام و ریسک‌های بازار سرمایه کاسته خواهد شد. (IOSCO & CPSS, 2001, p. 10). توصیه شماره ۳ از مجموعه "توصیه‌نامه‌های سیستم‌های تسویه اوراق بهادار"، در راستای اجرای اصل سی هشتم سند آیسکو، حداقل فاصله زمانی برای تسویه معاملات را سه روز پس از معامله (T+3) مقرر داشته و تأکید

73 .Rolling settlement

74 .Account settlement

۷۵. برای مطالعه بیشتر در این زمینه مراجعه کنید به صفحه ۵۰ از :

<https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD۱۳۳.pdf>;

76 .Rolling settlement

77 . Rolling settlement should be adopted in all securities markets

78 . Account Period

نموده که بازارهایی که در آن مهلت مذکور رعایت نمی‌شود، باید موانع دستیابی به این استاندارد شناسایی، و در جهت حذف این موانع گام برداشته شود.^{۷۹} (IOSCO & CPSS, 2001, p. 10). در توصیه نامه مذکور به نوع معاملات و اینکه تسویه معاملات از طریق ساز و کار اتاق پایاپای صورت می‌پذیرد و یا خارج از آن اشاره‌ای نشده است، بنابراین به نظر می‌رسد، مطابق استانداردهای سند مذکور، در تمام معاملاتی که در بازارهای متشکل صورت می‌پذیرد، تسویه و ایفاء تعهدات آن باید نهایتاً ظرف سه روز از تاریخ معامله، صورت پذیرد فارغ از اینکه اوراق بهادار معامله شده، سهام باشد یا اوراق مشارکت و یا سایر اوراق بهادار و یا در قالب معاملات عمده صورت پذیرد و یا بلوک و یا خرد. این موضوع در حالی است که همانطور که در قسمت‌های قبلی اشاره شد، زمان تسویه معاملات سهام در بورس ایران، از دو روز تا ۳۰ روز با توجه به قصد و تصمیم فروشنده متفاوت است.

پیشنهاد استاندارد سازی مهلت مذکور، در ابتدا توسط گروه ۳۰^{۸۰} در سال ۱۹۸۹ پیشنهاد شده بود و اعلام شده بود که این مهلت نیز حتی‌الامکان کوتاه‌تر نیز بشود (Loader, Clearing, Settlement and Custody, 2017, p. 7). ریسک اینکه یکی از طرفین معامله در مدت زمان مذکور، ورشکسته شود و یا در معامله قصوری صورت گیرد نیز بیشتر بود. هرچه مهلت تسویه معاملات بیشتر باشد، تعداد معاملات تسویه نشده و فرصت تغییر قیمت اوراق بهادار نسبت به قیمت قراردادی نیز بیشتر خواهد بود. در واقع گروه ۳۰ بر این عقیده بودند که برای کاهش ریسک طرفین معامله و کاهش ریسک بازار در معاملات اوراق بهادار، هدف نهایی، تسویه معاملات در همان روز معامله (T+0) باشد. (سایمون، ۱۳۸۹، ص. ۲۲۹). بنابراین، تسویه، ظرف مهلت سه روز از تاریخ معامله، اغلب بهترین عملکرد را نداشته و در بسیاری از بازارهای کنونی، تسویه اوراق بهادار دولتی یک روز پس از انجام معامله (T+1) و یا حتی در همان روز معامله (T+0) صورت می‌پذیرد. (IOSCO & CPSS, 2001, p. 10). به هر حال تأکید استانداردهای سند آیسکو بر این است که تسویه معاملات نباید از سه روز پس از معامله (T+3) بیشتر باشد لیکن باید توجه نمود که استاندارد مهلت تسویه و ایفاء تعهدات مناسب برای یک بازار، بستگی به عواملی مثل حجم معاملات، نوسانات قیمت و توانایی مالی شرکت کنندگان در فرآیند معامله دارد. (IOSCO & CPSS, 2001, p. 10) به نظر نویسنده نیز مقررات گذار در رابطه با تعیین چرخه زمانی تسویه معاملات و ایفاء تعهدات، باید عوامل مختلفی را از جمله میزان ریسک‌های موضوع و ابزارهای پوشش دهنده آن و هزینه- فایده، تغییر مهلت را در نظر داشته

79 . Final settlement should occur no later than T+3. The benefits and costs of a settlement cycle shorter than T+3 should be assessed.

80 . Group of thirty

باشد و با لحاظ عوامل مذکور، در چرخه کمتر از سه روز پس از انجام معامله تصمیم گیری نماید. از طرف دیگر عواملی دیگر همچون، لزوم ساختاربندی مجدد فرآیند تسویه معاملات و ارتقاء سامانه‌های معاملاتی، و در صورت انجام معاملات فرامرزی، به دلیل وجود اختلاف ساعات رسمی و روزهای تعطیلی در کشورهای مختلف و دخالت واسطه‌ها در این فرآیند، کاهش مهلت تسویه معاملات و ایفای تعهدات را با چالش مواجه نموده است. کوتاه نمودن فرآیند تسویه می‌تواند همراه با افزایش هزینه‌های تسویه نیز باشد که در این صورت گفته شده است از میان دو راهکار کوتاه نمودن زمان فرآیند تسویه (که منجر به افزایش هزینه آن می‌شود) و یا ثابت نگاه داشتن زمان تسویه در کنار پوشش ریسک‌های قابل پیش‌بینی که در طول زمان تسویه طولانی‌تر وجود دارد، راهکار دوم بهتر خواهد بود.^{۸۱}

نویسندگان سند "توصیه نامه‌های سیستم‌های تسویه اوراق بهادار" در حالی که توصیه به کاهش چرخه زمان تسویه در معاملات دارند، حرکت ناگهانی و بدون توجه به عوامل گوناگون را منجر به عدم تسویه معاملات و افزایش هزینه و ریسک نقدینگی بازار می‌دانند. بر همین مبنا توصیه می‌شود که بر تعداد دفعات و مدت زمانی که چرخه تسویه شکست خورده و نکولی و یا تأخیری در آن صورت می‌گیرد، به شدت کنترل و نظارت شده و عوامل تأثیر گذار شناسایی و تجزیه و تحلیل و اقدامات لازم صورت پذیرد.^{۸۲} (IOSCO & CPSS, 2001, p. 11). علاوه بر این موضوع، زمان انجام تسویه در روز تسویه نیز بسیار حائز اهمیت است تا جایی که توصیه شماره ۸ از مجموعه "توصیه نامه‌های سیستم‌های تسویه اوراق بهادار"، ضمن تأکید بر استفاده از شیوه "تحویل در برابر پرداخت"^{۸۳} برای تسویه معاملات اوراق بهادار، اشاره شده است که در شیوه مذکور تسویه نهایی نیز نباید دیرتر از پایان روز تسویه انجام شود و در صورت لزوم از ابزارهای ساز و کارهای مدیریت ریسک نیز در طی روز معاملاتی و یا به ازای هر معامله، استفاده شود.^{۸۴} توضیح اینکه، حتی اگر خطر و ریسک نکول و قصور از تعهدات طرفین معامله نیز به نحو مؤثری، به عنوان مثال از طریق اخذ وثائق، کنترل شده باشد، با توجه به اینکه تسویه باید در یک زمان و ساعت مشخص در طول روز انجام شود، ممکن است تسویه در پایان روز، نیاز کاربران

81 - The European System of Central Banks (ESCB)- The Committee of European Securities Regulators (CESR), CESR-ESCB recommendations for securities settlement systems and recommendations for central counterparties in the European Union (May 2009), p.152

۸۲. به عنوان نمونه می‌توان برای نقض کنندگان، جریمه های نقدی در نظر گرفت (یا از طریق قرارداد و یا از طریق مسئولین بازار و وضع مقرر) و یا معاملاتی که در امر تسویه دچار مشکل شده منعکس شود، و یا اگر در یک بازه زمانی مشخص امر تسویه انجام نشده است، این موضوع اعلام و یا هر گونه اقدام دیگری، قابل تصور است. (IOSCO & CPSS, 2001, p. 11)

83 . Delivery versus payment(DVP)

84 Final settlement on a DVP basis should occur no later than the end of the settlement day. Intraday or real-time finality should be provided where necessary to reduce risks

سیستم تسویه اوراق بهادار را رفع نکند و ریسک نقدینگی را برای نظام تسویه معاملات به همراه داشته باشد. لذا ضروری است انتقال وثایق و ارائه هشدارهای لازم به طرفین معامله و واسطه ها با توجه به میزان نقدینگی و اعتبار به صورت بی درنگ انجام شود؛ بنابراین در سند مذکور، علاوه بر تأکید بر جلوگیری سیستمی از تسویه دیرتر از پایان روز تسویه، توصیه شده است که در سیستم های تسویه از سامانه ها و ابزارهای مدیریت ریسک لحظه‌ای جهت محاسبه و انتقال وثایق نیز استفاده نمایند. در خصوص روش "تحويل در برابر پرداخت" به عنوان شیوه‌ای برای تسویه و ایفاء تعهدات ناشی از معاملات اوراق بهادار، مباحث مفصلی مطرح است که به جهت جلوگیری از اطاله مباحث از آن صرف نظر می گردد، لیکن فارغ از مباحث مفصل مذکور و انواع مدل این شیوه، تنها در خصوص مفهوم آن باید بیان داشت، که منظور، شیوه‌ای است که به واسطه آن، تحويل اوراق بهادار در مقابل پرداخت وجوه را تضمین می نماید. (IOSCO & CPSS, 2001, p. 49).

۴- نتیجه گیری

وفای به عهد، یکی از علل سقوط تعهد بوده که در معاملات سهام در بورس اوراق بهادار به وسیله تحويل سهام از فروشنده به خریدار (ایفاء تعهد فروشنده نسبت به خریدار) و پرداخت وجوه از خریدار به فروشنده (تعهد شخص خریدار نسبت به فروشنده) انجام می پذیرد و چون این تحويل سهام و پرداخت وجوه در بازار اوراق بهادار تحت عنوان "تسویه" نامگذاری شده است که از طریق شرکت سپرده گذاری اوراق بهادار و تسویه وجوه و اتاق های پایاپای انجام می شود، می توان گفت که عملیات تسویه، از نظر حقوقی همان مرحله ایفاء تعهدات و یا اجرای قرارداد محسوب می گردد. باتوجه به تشریفات بودن معاملات در بورس، معامله‌ای در بورس قطعی است که توسط بورس تأیید شده باشد و تمام تشریفات مقرر در بورس در خصوص آن انجام شده باشد. در این زمان است که آثار قرارداد جاری می شود از طرف دیگر اشخاص با ورود خود به این بازار و صدور دستور خرید و یا فروش در آن، حاکمیت مقررات آن را به طور ضمنی پذیرفته‌اند و مقررات و عرف حاکم بر این معاملات، اراده ضمنی اشخاص را تشکیل می دهد، بنابر این، تعیین زمان و موعد ایفاء تعهدات در معاملات سهام در بورس اوراق بهادار، نیازمند بررسی مقررات و عرف حاکم بر این بازار است.

باتوجه به مواد ۲۹ و ۳۰ دستورالعمل اجرایی نحوه انجام معاملات در بورس اوراق بهادار، فوریت تأیید معاملات توسط بورس در جهت تحقق معاملات بوری و اقتضائات بازار و اصل امنیت و سرعت حاکم بر آن قابل استنباط بوده، لیکن ادبیاتی که در دستورالعمل های معاملات بورس های مختلف وجود دارد مناسب نبوده و این موضوع را به طور صحیح تبیین ننموده است. فوریت در تأیید معاملات در

استانداردها و توصیه نامه‌های آیسکو نیز مورد تأیید و تأکید قرار گرفته است. بنابر این با توجه به فوریت تأیید معاملات و لزوم وجود آن برای تحقق و قطعیت معاملات و تعیین مهلت برای "عدم تأیید معاملات" توسط بورس در ماده ۳۰ دستورالعمل اجرایی نحوه انجام معاملات در بورس اوراق بهادار، قاعدتاً مهلت زمانی مذکور برای "تأیید معاملات" نیز برقرار است، لیکن برای تبیین دقیق موضوع، اصلاح مقررات و تصریح مقررات‌گذار در این خصوص لازم به نظر می‌رسد.

براساس بند (پ) ماده ۳۶ قانون احکام دائمی برنامه‌های توسعه کشور مصوب ۱۳۹۵/۱۱/۱۰، تسویه معاملات اوراق بهادار باید از طریق شرکت سپرده گذاری مرکزی و تسویه وجوه و اتاق پایاپای انجام شود، لیکن نحوه دخالت شرکت سپرده گذاری مرکزی و تسویه وجوه و اتاق پایاپای آن، در خصوص تمامی معاملات به نحو یکسانی نیست، به طوری که در برخی از معاملات، ورود اتاق پایاپای در فرآیند تسویه به میزان اخذ مستندات توافق و تأییدیه‌های آن از کارگزاران و بورس مربوطه بوده و در برخی دیگر از معاملات، تمامی مراحل تسویه از جمله اخذ وجوه معاملات و واریز آن به حساب‌های مربوطه، از طریق شرکت سپرده گذاری مرکزی و تسویه وجوه و اتاق پایاپای انجام می‌گردد. زمان تسویه و ایفای تعهدات نیز، بنا بر اختیار فروشنده در استفاده از ساز و کار اتاق پایاپای تعیین می‌گردد. بنابر این از جهت زمان تسویه و ایفای تعهدات، معاملات سهام بورسی با توجه به میزان دخالت اتاق پایاپای به "معاملات سهام از طریق ساز و کار اتاق پایاپای" و "معاملات سهام خارج از ساز و کار اتاق پایاپای" تقسیم می‌کنیم. منظور از ایفای تعهدات خارج از ساز و کار اتاق پایاپای، عدم دخالت اتاق پایاپای و شرکت سپرده گذاری در فرآیند ایفای تعهدات این قسم از معاملات نیست، بلکه میزان دخالت آنها در این فرآیند، به میزان قابل توجهی کمتر از زمانی است که به طور مستقیم در فرآیند تسویه و ایفای تعهدات دخالت دارند.

مهلت تسویه و ایفای تعهدات در معاملات سهامی که تسویه و ایفای تعهدات آن از طریق ساز و کار اتاق پایاپای صورت می‌پذیرد، بنا بر مصوبه اخیر هیأت مدیره سازمان در تاریخ ۱۳۹۶/۱۰/۰۶^{۸۵}، دو روز کاری از تاریخ انجام معامله و قطعیت آن است لیکن، زمان تسویه و ایفای تعهدات در معاملاتی که در آن از ساز و کار اتاق پایاپای استفاده نمی‌شود، بنا بر مواد ۳۰ و ۳۲ دستورالعمل ثبت، سپرده گذاری و تسویه و پایاپای، تعیین نشده و مشخص نیست. ایفای تعهدات خارج از ساز و کار اتاق پایاپای، حتماً با ارائه سندی، تحت عنوان "سند خارج از پایاپای" به اتاق پایاپای، ظرف مهلت تسویه همراه

۸۵. هیأت مدیره سازمان در تاریخ ۱۳۹۶/۱۰/۰۶ طی ماده واحده‌ای مقرر: "زمان تسویه معاملات اوراق بهاداری که در بورس اوراق بهادار تهران و فرابورس ایران سه روز پس از انجام معامله (T+۳) بود به دو روز پس از انجام معامله (T+۲) کاهش یابد."

خواهد بود. این سند به منزله توافق طرفین معامله بر شیوه تسویه و ایفای سایر تعهداتی است که به واسطه انجام معامله، در خارج از اتاق پایاپای انجام شده و اتاق پایاپای و شرکت سپرده گذاری مرکزی اوراق بهادار و تسویه وجوه نیز در انجام و شکل گیری آن نقشی ندارند. در مقررات، تنها به لزوم ارائه سند خارج از پایاپای، ظرف مهلت مشخص اشاره شده و مهلت زمان ارائه سند خارج از پایاپای نیز، به استثنای معاملاتی که مطابق قوانین و مقررات مربوطه، به صورت شرایطی انجام می پذیرد، مطابق قواعد و مهلت تسویه و ایفای تعهدات در معاملات سهام از طریق ساز و کار اتاق پایاپای است. در معاملات شرایطی که شامل معاملات عمده شرایطی و بلوک است، فروشنده، شرایط تسویه و ایفای تعهد را بر اساس مقررات، طی اطلاعیه عرضه تعیین نموده و خریداران نیز بر همین مبنا و با قبول شرایط اعلام شده توسط فروشنده در رقابت شرکت می کنند. باید توجه نمود که صرفاً مهلت تأدیه و ارائه میزان حصه نقدی و سند تسویه خارج از پایاپای، که حداکثر ۹ تا ۳۰ روز کاری می باشد، در مقررات تعیین شده و مهلت تأدیه حصه غیر نقدی تعیین نشده و در اختیار فروشنده و خریدار می باشد.

با مطالعه اصل سی و هشتم سند اهداف و اصول آیسکو در رابطه با موضوع تسویه و پایاپای معاملات اوراق بهادار می توان نتیجه گرفت که صرف مقررات گذاری و تعیین حقوق و تکالیف مشخص برای تمام اشخاص درگیر در فرآیند تسویه اوراق بهادار، کافی به مقصود نبوده و باید، وضع مقررات منجر به کاهش ریسک سیستمی گردد، به گونه ای که به ثمر رسیدن تسویه معاملات و نقدینگی و اطمینان و امنیت را در بازار اوراق بهادار تضمین نماید. نقدینگی در بازارهای اوراق بهار متکی بر وجود اطمینان و امنیت در سیستم های تسویه است. در نتیجه بر اساس اصل مذکور، مقررات گذاران بازارهای اوراق بهادار، بایستی علاوه بر تقنین جزئیات فرآیند تسویه، از ابزارهای مدیریت ریسک نیز در مقررات گذاری خود استفاده نمایند.

استانداردها و توصیه نامه های آیسکو، از جمله "توصیه نامه های سیستم های تسویه اوراق بهادار"، در خصوص زمان ایفای تعهدات و تسویه معاملات، ضمن ارائه روش مطلوب جهت تسویه معاملات، بر استفاده از "فرآیند چرخه تسویه"^{۸۶} تأکید نموده و در راستای اجرای اصل سی و هشتم سند اهداف و اصول آیسکو، حداقل فاصله زمانی برای تسویه معاملات را سه روز پس از معامله (T+3) مقرر داشته است. بنابر این استانداردها و توصیه نامه ها، بازارهایی که در آن مهلت مذکور رعایت نمی شود، باید موانع دستیابی به این استاندارد را شناسایی، و در جهت حذف این موانع گام بردارند. بنابراین به نظر می رسد، مطابق استانداردهای سند مذکور، در تمام معاملاتی که در بازارهای متشکل صورت می پذیرد،

تسویه و ایفای تعهدات آن باید نهایتاً ظرف سه روز از تاریخ معامله، صورت پذیرد فارغ از اینکه اوراق بهادار معامله شده، سهام باشد یا اوراق مشارکت و یا سایر اوراق بهادار و یا در قالب معاملات عمده صورت پذیرد و یا بلوک و یا خرد و یا شرایطی. این موضوع در حالی است که زمان تسویه معاملات سهام در بورس ایران، از دو روز تا ۳۰ روز با توجه به قصد و تصمیم فروشنده متفاوت است، از این رو، به نظر نویسنده و بر اساس مطالعه صورت گرفته در استانداردها و توصیه نامه‌های آیسکو برای تطبیق مقررات بازار سرمایه ایران، پیشنهاد می شود که در بازارهای متشکل سهام، با توجه به وجود ظرفیت‌های مقرراتی موجود، با فراهم نمودن زیرساخت‌های فنی و الکترونیکی لازم، جهت پوشش انواع ریسک‌ها، علاوه بر استفاده از ابزارهای مدیریت ریسک، تسویه تمامی معاملات از طریق ساز و کار اتاق پایاپای و ظرف مهلتی کمتر از دو روز کاری صورت پذیرد و در صورتی که تسویه و ایفای تعهدات برخی از معاملات، بنا به شرایط خاص و ویژه آن، قابلیت تطبیق با شرایط و مهلت‌های مذکور را ندارد، تمام مراحل و فرآیندهای مربوطه از جمله فرآیند معامله و عملیات پس از معامله آن، در دیگر بازارها و خارج از بازارهای متشکل صورت پذیرد.

منابع و مأخذ

۱. آقایی، بهمن. (۱۳۸۲). فرهنگ حقوقی بهمن. تهران: کتابخانه گنج دانش
۲. آیین نامه اتاق پایاپای مصوب ۱۳۸۴/۰۳/۰۹ شورای بورس کالا
۳. آئین نامه معاملات در شرکت بورس اوراق بهادار تهران مصوب ۱۳۸۵ شورای عالی بورس و اوراق بهادار
۴. ابراهیمی، مریم. (۱۳۹۲). مبانی حقوقی بیع سهام در بورس. تهران: نشر نوای مدرسه با همکاری مرکز مالی ایران.
۵. اسفندیاری، خشایار. (۱۳۹۵). بورس انرژی. پایان نامه کارشناسی ارشد: دانشگاه شهید بهشتی.
۶. السان، مصطفی. (۱۳۸۹). حقوق بانکی. تهران: سازمان مطالعه و تدوین کتب علوم انسانی دانشگاهها (سمت).
۷. انصاری، علی، حیدری سورشجانی، مریم. (۱۳۹۳). "تحلیل حقوقی تأیید بورس در معاملات اوراق بهادار". فصلنامه بورس اوراق بهادار، شماره ۲۷، ۱۲۹-۱۵۹.
۸. باقری، محمود، قنبری، حمید. (۱۳۸۹). "مشکلات حقوقی ناشی از بین المللی شدن بازارهای سرمایه و جایگاه قوانین ملی". فصلنامه پژوهش حقوق، سال دوازدهم، شماره ۲۹، تابستان، ۲۵-۶۴.
۹. بهرامی احمدی، حمید. (۱۳۹۰). حقوق تعهدات و قراردادها با مطلع تطبیقی در فقه مذاهب اسلامی و نظام های حقوقی. تهران: انتشارات دانشگاه امام صادق علیه السلام.
۱۰. جعفری لنگرودی، جعفر. (۱۳۵۷). دائرة المعارف حقوق مدنی و تجارت. تهران: بنیاد راستاد.
۱۱. جوانمردی، ن. (۱۳۸۰). "ماهیت وفای به عهد و بررسی مصادیق آن در حقوق ایران". فصلنامه پژوهش حقوق و سیاست، سال سوم، شماره چهارم، ۴۵-۶۸.
۱۲. خلعت بری، فیروزه. (۱۳۷۱). مجموعه مفاهیم پولی، بانکی و بین المللی. تهران: شبابوز.
۱۳. دستورالعمل ثبت، سپرده گذاری، تسویه و پایاپای مصوب ۱۳۸۸/۵/۱۳ هیأت مدیره سازمان بورس و اوراق بهادار و اصلاحات بعدی
۱۴. دستورالعمل تسویه و پایاپای معاملات بورس کالای ایران مصوب ۱۳۸۹/۰۸/۲۲ هیأت مدیره سازمان بورس و اوراق بهادار

۱۵. دستورالعمل اجرایی نحوه انجام معاملات در بورس اوراق بهادار تهران مصوب ۱۳۸۸/۰۶/۰۷ و اصلاحات بعدی
۱۶. دستورالعمل معاملات کالا و اوراق بهادار قابل معامله در بورس انرژی ایران
۱۷. دستورالعمل ثبت و سپرده گذاری کالا و اوراق بهادار مبتنی بر کالا و تسویه و پایاپای معاملات در بورس انرژی مصوب ۱۳۹۱/۱۰/۱۷ هیأت مدیره سازمان و اصلاحات بعدی
۱۸. دستورالعمل اجرایی نحوه انجام معاملات اوراق بهادار در فرابورس ایران مصوب ۱۳۸۸/۰۶/۰۷ و اصلاحات و الحاقیه های بعدی
۱۹. دستورالعمل اجرایی معاملات سلف استاندارد در بورس کالای ایران مصوب ۹۲/۱/۲۴ هیأت مدیره سازمان با اصلاحات بعدی
۲۰. دستورالعمل معاملات کالا و اوراق بهادار قابل معامله در بورس انرژی ایران
۲۱. دستورالعمل صندوق تضمین تسویه معاملات اوراق بهادار در بورس ها مصوب ۱۳۹۱/۰۳/۰۶ هیأت مدیره سازمان بورس و اوراق بهادار و اصلاحیه مورخ ۱۳۹۶/۰۶/۰۸
۲۲. دستورالعمل معاملات قرارداد اختیار معامله سهام در بورس اوراق بهادار تهران و فرابورس ایران مصوب ۱۳۹۰/۱۲/۱۳ هیأت مدیره سازمان و اصلاحات بعدی آن
۲۳. دستورالعمل تسویه و پایاپای معاملات بورس کالای ایران مصوب ۱۳۸۹/۰۸/۲۲ و اصلاحات بعدی آن؛
۲۴. دستورالعمل معاملات کالا و اوراق بهادار مبتنی بر کالا در بورس انرژی مصوب ۱۳۹۱/۷/۱۰ شورای عالی بورس و اوراق بهادار
۲۵. دستورالعمل اجرایی نحوه انجام معاملات در بورس اوراق بهادار تهران مصوب ۱۳۸۹/۰۹/۱۳ هیأت مدیره سازمان با اصلاحات بعدی
۲۶. دستورالعمل اجرایی نحوه انجام معاملات اوراق بهادار در بازار پایه فرابورس ایران مصوب ۱۳۹۵/۰۲/۲۸ هیأت مدیره سازمان
۲۷. دستورالعمل اجرایی نحوه انجام معاملات بلوک در بورس اوراق بهادار تهران مصوب ۱۳۹۳/۰۳/۱۷ و اصلاحات بعدی

۲۸. دستورالعمل اجرایی نحوه انجام معاملات اوراق بهادار در فرابورس ایران مصوب ۱۳۸۸/۰۶/۰۷ با اصلاحات بعدی

۲۹. دستورالعمل اجرایی نحوه انجام معاملات بلوک در فرابورس ایران مصوب ۱۳۹۳/۰۳/۱۷ هیأت مدیره سازمان

۳۰. دستورالعمل اجرایی نحوه انجام معاملات بلوک در بورس اوراق بهادار تهران مصوب ۱۳۹۳/۰۳/۱۷ هیأت مدیره سازمان

۳۱. دستورالعمل اجرایی نحوه انجام معاملات اوراق بهادار در فرابورس ایران مصوب ۱۳۸۸/۰۶/۰۷ با اصلاحات بعدی

۳۲. سایمون، مایکل. (۱۳۸۹). داد و ستد اوراق بهادار: عملیات تسویه. (علی. پارسائیان، مترجم) تهران: شرکت اطلاع رسانی و خدمات بورس تهران.

۳۳. سلطانی، محمد. (۱۳۹۳). "معاملات عمده سهام در بورس اوراق بهادار تهران و فرابورس ایران". فصلنامه پژوهش حقوق خصوصی، سال سوم، شماره نهم، زمستان، ۶۳-۱۰۰.

۳۴. سلطانی، محمد. (۱۳۹۵). حقوق بازار سرمایه. تهران: سازمان مطالعه و تدوین کتب علوم انسانی دانشگاه ها (سمت).

۳۵. سوهانی، حسین، شهیدی، سید مرتضی (۱۳۹۳). تحلیل حقوقی بازار فیزیکی بورس کالای ایران. تهران: انتشارات بورس.

۳۶. شعبان زاده، محمدرضا، اسماعیل زاده، مریم السادات. (۱۳۹۳). فرهنگ جامع بانکداری. تهران: دنیای اقتصاد.

۳۷. شهیدی، سید مرتضی. (۱۳۹۴). ضوابط اختصاصی معاملات بازار فیزیکی بورس کالا. قم: رساله جهت اخذ مدرک دکتری دانشگاه قم.

۳۸. شهیدی، مهدی. (۱۳۹۲). سقوط تعهدات. تهران: انتشارات مجد.

۳۹. صالح آبادی، علی، علی محمدی، میثم، مرزانی، سیدجواد. (۱۳۹۵). "رتبه بندی شرکت های کارگزاری بورس اوراق بهادار تهران بر اساس معیارهای ریسک تسویه صندوق تضمین تسویه شرکت سپرده گذاری مرکزی اوراق بهادار و تسویه وجوه". فصلنامه علمی پژوهشی دانش سرمایه گذاری، سال پنجم، شماره بیستم، زمستان، ۲۵-۳۸.

۴۰. صفایی، سید حسین. (۱۳۸۴). قواعد عمومی قراردادها، تهران، نشر میزان، ۱۳۸۴، چاپ سوم، جلد ۲ (نسخه سوم، جلد دوم). تهران: میزان.
۴۱. صفایی، سید حسین. (۱۳۸۷). دوره مقدماتی حقوق مدنی - قواعد عمومی قراردادها. تهران: نشر میزان.
۴۲. صیامی، وحید. (۱۳۹۳). دانشنامه پرداخت بانکداری الکترونیکی. تهران: نشر راه دان.
۴۳. طباطبایی، سمحمدصادق، اکرمی، زهرا. (۱۳۹۲). "ماهیت حقوقی ایفای غیر موضوع تعهد". فصلنامه پژوهش حقوق خصوصی، سال دوم، شماره پنجم، زمستان، ۸۳-۹۶.
۴۴. عدل، منصور. (۱۳۸۹)، حقوق مدنی، تهران: انتشارات خرسندی
۴۵. قانون احکام دائمی برنامه‌های توسعه کشور مصوب ۱۳۹۵/۱۱/۱۰
۴۶. کاتوزیان، ناصر. (۱۳۸۷). قواعد عمومی قراردادها، جلد چهارم. تهران: شرکت سهامی انتشار.
۴۷. کاتوزیان، ناصر. (۱۳۸۷). قواعد عمومی قراردادها، جلد چهارم. تهران: شرکت سهامی انتشار.
۴۸. گلریز، حسن. (۱۳۸۰). فرهنگ توصیفی اصطلاحات پول، بانکداری و مالیه بین المللی. تهران: فرهنگ معاصر.
۴۹. لور، جاناناتان. (۱۳۹۴). فرهنگ تشریحی مالی و بانکی آکسفورد. (م. مهدوی، مترجم) تهران: ادبستان.
۵۰. لور، جاناناتان. (۱۳۹۴). فرهنگ تشریحی مالی و بانکی آکسفورد. (م. مهدوی، مترجم) تهران: ادبستان.
۵۱. مبین، حجت، انصاری، علی. (۱۳۸۹). "تحلیل مسئولیت مدنی شرکت بورس در معاملات اوراق بهادار با تکیه بر فرض عدم قطعیت معامله در رویه هیأت داوری". فصلنامه بورس اوراق بهادار، شماره ۱۰، ۹۱-۱۲۲.
۵۲. معاونت تحقیقات، آموزش و حقوق شهروندی. (۱۳۹۱). فرهنگ حقوقی. تهران: ریاست جمهوری، معاونت تدوین، تنقیح و انتشار قوانین و مقررات.
۵۳. معین، محمد (۱۳۷۱). فرهنگ فارسی. تهران: موسسه انتشارات امیرکبیر.
۵۴. نیکومرام، هاشم، رهنمای پستی، فریدون، هیتی، فرهاد. (۱۳۸۵). فرهنگ اصطلاحات تخصصی: مهندسی مالی، مدیریت مالی، مدیریت سرمایه گذاری، نهادها و بازارهای مالی. تهران: دانشگاه آزاد اسلامی-واحد علوم و تحقیقات.

55. Huang, J. (2010). The Law and Regulation of Central Counterparties. Oregon: Oxford and Portland, Hart Publishing .
56. IOSCO, & CPSS. (2001). RECOMMENDATIONS FOR SECURITIES SETTLEMENT SYSTEMS. basel,switzerland: IOSCO.
57. Loader, D. (2005). Clearing and Settlement of Derivatives. Burlington: Butterworth-heinemann Financee.Loader, D. (2017). Clearing, Settlement and Custody. Waltham: Butterworth-Heinemann.
58. unger, B. (1997). Limits on Convergence and Globalization, in Satya Dev Gupta (ed.), The Political Economy of Globalization, . Boston: Kluwer Academic Publishers.
59. yin, S. (2012). A Global Regulatory Framework for Transnational Securities Markets. london: , thesis submitted for the degree of Doctor of Philosophy, University of London (Queen Mary College).

The Comparative Study of the Time Fulfilling the Obligations and Settlement of Transaction of Securities Commissions (IOSCO) Principles and Standards and Iran Legal System

Mohamreza Paseban ⁸⁷

Amin Badee Sanaye Esfehani ⁸⁸

Abstract:

In the Capital market, regardless of the range of transactions conducted in it, the performance of the concluded contract and fulfilling the obligations and settlement of them is determining and of great importance. Performing the obligation is one cause for eliminating it which in stock exchange transactions of shares is carried out through delivery of the shares from the seller to the buyer (performance of the obligation by the seller in favor of the buyer) and making payment by the buyer to the seller (the obligation of the buyer to the seller), via the Central Securities Depository. The deadline specified for the settlement of the listed shares' transactions in the Iranian legal system differs based on the degree of involvement and the use of clearing house's functions, while in accordance with the principles and standards of International Organization of Securities Commissions (IOSCO), there have been stated some recommendations regarding decreasing the mentioned deadline as well as emphasizing on the three-day criterion for settlement of the transactions. In this paper, we will comparatively examine the obligations performance time and the settlement of transactions in Iran's capital market and the principles, standards and recommendations of the above organization in parallel with demonstrating the concept and nature of the listed shares transactions

Keywords: stock Settlement, Fulfillment of Obligations, IOSCO

⁸⁷. Associate Professor, Faculty of Law and Political Sciences, Allameh Tabatabaie University

⁸⁸. Graduate Student of Private Law, Allameh Tabatabaie University