

فصلنامه پژوهشنامه بازرگانی، شماره ۹۲، پاییز ۱۳۹۸، ۱۹۹-۱۶۷

## بررسی خیارات در معاملات اوراق بهادار فرابورس

زینب فلاح تفتی\*

همایون مافی\*\*

پذیرش: ۹۶/۸/۱۴

دریافت: ۹۵/۱۲/۲۲

اوراق بهادار / معامله اوراق بهادار / خیار / فرابورس / بازار سرمایه

چکیده

توسعه اقتصادی هر کشور مرهون نظام تأمین مالی کارآمدی است که سبب انتقال وجوه سرمایه‌گذاران به سمت بنگاه‌های اقتصادی و پروژه‌های عمرانی می‌گردد. نظام تأمین مالی در بستر بازارهای مالی اعم از بازار پول و بازار سرمایه شکل می‌گیرد. رونق روز افزون بازار سرمایه در مقایسه با بازار پولی و سرعت نقدینگی حاکم بر بورس‌ها و بازارهای خارج از بورس موجب گردیده تا بر اهمیت معاملات اوراق بهادار افزوده گردد. فرابورس به عنوان یکی از ارکان اجرایی بازار سرمایه ایران، بستر انجام معاملات اوراق بهادار را برای سرمایه‌گذاران فراهم آورده است.

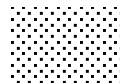
معامله اوراق بهادار در فرابورس از عقود لازم و تشریفاتی محسوب می‌شود که امکان اعمال خیارات در این معاملات به لحاظ متفاوت بودن نحوه انجام معامله اوراق بهادار و تسویه آن در مقایسه با معاملات سنتی، مورد مناقشه قرار گرفته است لذا در این نوشتار به بررسی خیاراتی که امکان اعمال آن در معامله اوراق بهادار در فرابورس می‌باشد و همچنین

\*. دکتری حقوق خصوصی - مدرس دانشگاه امام صادق (ع) و وکیل پایه یک دادگستری

Zeinab.falah@yahoo.com

\*\* دکتری حقوق تجارت بین‌الملل - دانشیار دانشگاه علوم قضایی و خدمات اداری و وکیل پایه یک دادگستری  
■ زینب فلاح تفتی، نویسنده مسئول.

خياراتی که به جهت خصوصيات خاص این گونه معاملات، قابلیت اعمال ندارد، پرداخته و مورد تحلیل قرار می‌دهیم.



**طبقه‌بندی JEL: G19, K20, K22, K29**

## مقدمه

معاملات اوراق بهادار در مرحله نخست، موضوع حقوق خصوصی است اما توزیع نابرابر اطلاعات و وجود خطراتی چون دستکاری بازار<sup>۱</sup> و نهایتاً ریسک پذیری این معاملات، نهادهای مرسوم حقوق خصوصی را ناکارآمد کرده است. به همین منظور در جهت حمایت از سرمایه گذاران، حفظ شفافیت بازار و جلب اعتماد عموم، مقنن از طریق وضع قواعد و مقررات آمره در این معاملات مداخله کرده و آن را تحت نظارت قرار داده است. به عبارتی در قواعد حاکم بر معاملات اوراق بهادار در بازار سرمایه، قواعد حقوق عمومی و حقوق خصوصی به هم آمیخته است تا عدالت توزیعی و تصحیحی را به صورت توأمان تأمین کند.<sup>۲</sup> به همین علت مقنن وفق بند (ب) ماده ۹۹ قانون برنامه پنج ساله پنجم توسعه<sup>۳</sup>، معاملات اوراق بهادار ثبت شده نزد سازمان بورس و اوراق بهادار را فقط در بورس ها و بازارهای خارج از بورس دارای مجوز و با رعایت مقررات معاملاتی هریک حسب مورد امکان پذیر دانسته و معامله اوراق بهادار بدون رعایت ترتیبات مذکور را فاقد اعتبار، اعلام نموده است. بنابراین به حکم مقنن، رعایت ترتیبات و تشریفات مقرر در مقررات معاملاتی ضروری بوده و معامله اوراق بهادار در این گونه بازارها از عقود تشریفاتی محسوب می شود.

یکی از مهم ترین بسترهای انجام معاملات اوراق بهادار در بازار سرمایه ایران پس از بورس اوراق بهادار، فرابورس می باشد.<sup>۴</sup> فرابورس واجد بازارهای متنوعی است

۱. دست کاری بازار (Manipulation): فرایندی است که به طور مصنوعی بر قیمت یک یا چند نوع از اوراق بهادار تاثیر می گذارد تا به این وسیله قیمت آن بیشتر یا کمتر از میزانی شود که مطابق روند معمول عرضه و تقاضا می بایست می شد.

۲. انصاری و حیدری سورشجانی، (۱۳۹۳)، ص. ۱۳۰.

۳. بند (ب) ماده ۹۹ قانون برنامه پنج ساله پنجم توسعه جمهوری اسلامی ایران (۱۳۹۴-۱۳۹۰) اشعار می دارد: «معاملات اوراق بهادار ثبت شده در سازمان فقط در بورس ها و بازارهای خارج از بورس دارای مجوز و با رعایت مقررات معاملاتی هر یک از آن ها حسب مورد امکان پذیر بوده و معامله اوراق بهادار مذکور بدون رعایت ترتیبات فوق فاقد اعتبار است». مفاد ماده ۹۹ قانون برنامه پنجم توسعه، به جهت اهمیت احکام آن در ماده ۳۶ قانون احکام دائمی برنامه های توسعه کشور مصوب ۱۳۹۵/۱۱/۱۰ برای اجرای دائمی و نه محدود به بازه های زمانی چند ساله، از سوی مقنن تکرار و وضع گردید.

۴. به نظر می رسد وجه تسمیه «فرابورس» آن است که واجد مجوز «بازار خارج از بورس» بوده و «بازار خارج از بورس» در کشورهای مختلف در برابر «بورس ها»، به عنوان مراکز انجام معاملات اوراق بهادار به شمار می روند. فرابورس، نخستین تشکل خودانتظامی است که اقدام به اخذ مجوز تأسیس «بازار خارج از بورس» از شورای عالی بورس و اوراق بهادار نمود. تفاوت فرابورس با بورس اوراق بهادار آن است که فرابورس نوعی بازار خارج از بورس می باشد که در بازارهای خارج از بورس برخلاف بورس، غالب معاملات براساس شیوه مبتنی بر مذاکره صورت می گیرد در

که براساس دستورالعمل پذیرش، عرضه و نقل و انتقال اوراق بهادار در فرابورس ایران مصوب ۱۳۸۸/۱/۲۵ هیأت مدیره سازمان، عبارت از بازار اول، بازار دوم، بازار سوم، بازار شرکت‌های کوچک و متوسط، بازار ابزارهای نوین مالی و بازار پایه می‌باشد. تشریفات حاکم بر معامله اوراق بهادار حسب نوع معامله و همچنین شیوه انجام معامله در این بازارها، متفاوت وضع گردیده است که با لحاظ تشریفات بودن این عقود، موضوع بررسی انواع اختیارات، متأثر از آن می‌باشد.

نوع معامله در فرابورس حسب آن که سهام مورد معامله به چه میزانی باشد به اقسام مختلفی با عناوین خرد، معامله بلوک و معامله عمده تقسیم می‌شود. در مورد سایر اوراق بهادار نیز چنانچه شخصی دارنده بیش از پنج درصد از کل ابزار مالی منتشره باشد، می‌تواند در صورت تمایل، اوراق بهادار خود را به صورت عمده و با شرایط و ضوابط حاکم بر معاملات عمده عرضه نماید.

شیوه انجام معاملات اوراق بهادار در بازارهای فرابورس به دو صورت حراج و مذاکره صورت می‌پذیرد که موثر در تحلیل حقوقی شرایط ماهوی انعقاد معامله است. حراج در سامانه معاملات فرابورس به محض تطبیق قیمت‌های سفارش‌های خرید و فروش منجر به معامله می‌شود اما در معاملات مبتنی بر مذاکره با انتشار بیانیه مذاکره توسط فرابورس - که

---

حالی که در بورس روش انجام معامله، حراج است. نام‌گذاری بازارهای مختلف فرابورس نیز با دو روش صورت پذیرفته‌اند. برخی بازارها از جمله بازار اول، دوم و سوم به تبعیت بورس اوراق بهادار براساس شماره‌گذاری، نامیده شدند و برخی دیگر از بازارها از جمله بازار ابزارهای نوین مالی و همچنین بازار شرکت‌های کوچک و متوسط براساس موضوع مورد معامله نام‌گذاری شدند. وجوه تمایز بازارهای مختلف فرابورس در «شرایط پذیرش اوراق بهادار» و همچنین «نحوه انجام معاملات اوراق بهادار» می‌باشد.

۱. این دستورالعمل در تاریخ‌های ۱۳۹۰/۲/۲۴ و ۱۳۹۴/۱۲/۱۱ و ۱۳۹۵/۲/۲۸ نیز از سوی هیأت مدیره سازمان بورس اصلاح شده است.

۲. معامله خرد در مقررات تعریف نشده و در عرف حاکم بر بازار سرمایه به معاملاتی از ابزار مالی که به حد نصاب میزان اوراق بهادار مورد معامله در معاملات بلوک و عمده نرسد، معامله خرد گویند. معامله عمده سهام مطابق بند ۳۴ ماده ۱ دستورالعمل اجرایی نحوه انجام معاملات اوراق بهادار در فرابورس ایران اینچنین تعریف شده است: «معامله‌ای است که تعداد سهام یا حق تقدم قابل معامله در آن، در شرکت‌هایی که سرمایه پایه آنها بیش از یک میلیارد عدد است، بزرگتر یا مساوی یک درصد سرمایه پایه و در شرکت‌هایی که سرمایه پایه آنها کمتر یا مساوی یک میلیارد عدد است، بزرگتر یا مساوی پنج درصد می‌باشد». معامله بلوکی نیز براساس بند ۳۳ ماده ۱ دستورالعمل اجرایی نحوه انجام معاملات اوراق بهادار در فرابورس ایران عبارت است از: «معامله‌ای است که تعداد سهام و حق تقدم قابل معامله در آن برای شرکت‌هایی که سرمایه پایه آنها بیش از یک میلیارد عدد است بزرگتر یا مساوی نیم و کمتر از یک درصد سرمایه پایه و برای شرکت‌هایی که سرمایه پایه آنها کمتر یا مساوی یک میلیارد عدد است بزرگتر یا مساوی یک و کمتر از پنج درصد سرمایه پایه شرکت باشد».

۳. ماده ۱۱۰ دستورالعمل اجرایی نحوه انجام معاملات اوراق بهادار در فرابورس

حاوی شرایط فروشنده اوراق بهادار است- فرآیند مذاکره جهت معامله شکل می‌گیرد. اشخاصی که تمایل به شرکت در مذاکره دارند، فرم شرکت در مذاکره را از طریق کارگزاران به فرابورس ارسال می‌کنند. فرابورس درخواست‌های شرکت در مذاکره را برای کارگزار فروشنده اوراق بهادار، ارسال می‌کند تا وی نسبت به انتخاب واجدین شرایط اقدام نماید. در صورتی که فروشنده از میان اشخاص متقاضی، دو یا چند شخص را به عنوان واجدین شرایط به فرابورس معرفی نماید، هم‌زمان اقدام به معرفی بهترین شخص متقاضی از میان اشخاص مذکور نیز می‌کند و در ضمن تفاهم‌نامه‌ای برای فروش اوراق بهادار با وی منعقد می‌نماید. در این حالت فروشنده می‌تواند به فرابورس اعلام کند که فقط تمایل به انعقاد معامله با بهترین متقاضی دارد که در این صورت معامله میان طرفین تفاهم‌نامه در بازار سوم فرابورس ثبت می‌شود در غیر این صورت میان کلیه اشخاص واجد شرایط معرفی شده در فرابورس رقابت برقرار می‌شود لیکن قیمت پایه فروش اوراق بهادار در بازار سوم برابر با قیمت پیشنهادی بهترین متقاضی، خواهد بود<sup>۱</sup>.

در این نوشتار با لحاظ بازارهای متنوع فرابورس، نوع و شیوه انجام معامله اوراق بهادار در آن، امکان اعمال هر یک از انواع خیارات تبیین می‌شود. با توجه به آن که امکان اعمال برخی از خیارات در این گونه معاملات به جهت شرایط خیار یا خصوصیات مختلف معامله اوراق بهادار نمی‌باشد لذا مباحث در دو بخش، بررسی می‌گردد.

۱. مستنبط از بند (ب) ماده ۹۹ قانون برنامه پنج ساله پنجم توسعه و بند (ب) ماده ۳۶ قانون احکام دائمی برنامه‌های توسعه کشور که اعتبار معاملات انجام شده در بازار سرمایه را منوط به رعایت تشریفات مقرر در مقررات معاملاتی بورس‌ها و بازارهای خارج از بورس، نموده است معاملات در بازار سرمایه، عقد شریفاتی محسوب گردیده است. همچنانکه موضوع تشریفاتی بودن معاملات در بازار سرمایه در آراء هیأت داورى موضوع ماده ۳۶ قانون بازار اوراق بهادار - به عنوان تنها مرجع اختصاصی واجد صلاحیت ذاتی در رسیدگی به دعاوی و اختلافات در بازار سرمایه - مبنای صدور رأی قرار گرفته و مستند قانونی نیز مواد مذکور بیان شده است. این تشریفات در دستورالعمل اجرایی نحوه انجام معاملات اوراق بهادار در فرابورس ایران مصوب ۱۳۸۸/۶/۷ هیأت‌مدیره سازمان بورس و همچنین دستورالعمل اجرایی نحوه انجام معاملات در بورس اوراق بهادار تهران مصوب ۱۳۸۹/۹/۱۳ هیأت‌مدیره سازمان بورس تعیین گردیده است. (جهت دسترسی به منابع مقرراتی و آراء صادره از هیأت داورى رجوع شود به: [www.seo.ir](http://www.seo.ir)). بدین ترتیب معامله اوراق بهادار در فرابورس که از عقود تشریفاتی محسوب می‌شود با تکمیل و انجام کامل تشریفات، عقد محقق شده و واجد آثار حقوقی است. در این بازار فرابورس نیز پس از ثبت معامله با تأیید مدیرعامل فرابورس به عنوان آخرین جزء عقد تشریفاتی، معامله واجد آثار حقوقی می‌گردد.

## گفتار اول: خيارات قابل اعمال در معامله اوراق بهادار

خيار حقی است که به دو طرف عقد یا یکی از آنها و گاه به شخص ثالث اختیار فسخ عقد را می‌دهد. اجرای این حق، عمل حقوقی است که با یک اراده انجام می‌شود و در زمره ایقاعات می‌باشد.<sup>۱</sup> در این گفتار، خياراتی را که با لحاظ نوع و شیوه انجام معامله اوراق بهادار در فرابورس، قابل اعمال است بررسی می‌نماییم.

### بند اول: خيار غبن

واژه «غبن» به معنای نیرنگ در معامله و در اصطلاح به معنای زیانی است که به هنگام دادوستد، در نتیجه نابرابری فاحش بین ارزش آنچه باید پرداخته شود و ارزشی که در برابر آن دریافت می‌گردد، به طرف ناآگاه می‌رسد.<sup>۲</sup> ارکان تحقق غبن با لحاظ تعریف مذکور عبارت است از: تحقق غبن در عقود معوض، لزوم نابرابری فاحش میان دو عوض مورد مبادله، عدم تعادل به هنگام معامله و عدم اطلاع زیان‌دیده از ارزش واقعی.

هر یک از طرفین معامله وفق ماده ۴۱۶ قانون مدنی که در معامله، غبن فاحش داشته باشد بعد از علم به غبن می‌تواند معامله را فسخ کند. ملاک تمیز غبن فاحش نیز براساس ماده ۴۱۷ قانون مدنی، غبنی است که در عرف قابل مسامحه نباشد. انتخاب داوری عرف توسط مقنن مناسب به نظر می‌رسد زیرا عرف انعطاف‌پذیر بوده و متناسب با مقتضیات زمان، مکان معامله، مورد معامله و نحوه انجام آن، متفاوت داوری می‌کند.

سوال محوری، امکان اعمال خيار غبن در معامله اوراق بهادار در فرابورس است. در پاسخ به سوال مذکور و بررسی امکان اعمال خيار غبن، در ابتدا بایستی محدودیتی با عنوان «دامنه نوسان روزانه قیمت» را که در فرآیند انجام معامله اوراق بهادار از سوی نهاد ناظر یعنی سازمان بورس و اوراق بهادار<sup>۳</sup> پیش‌بینی شده است تبیین نماییم. «دامنه نوسان روزانه قیمت» صرفاً در بازار سرمایه ایران به منظور جلوگیری سیستماتیک از نوسانات بی‌رویه

۱. کاتوزیان، (۱۳۸۳)، ص. ۵۳.

۲. کاتوزیان، (۱۳۸۳)، ص. ۲۰۸.

۳. راستای حمایت از سرمایه‌گذاران و با هدف ساماندهی، حفظ و توسعه بازار شفاف، منصفانه و کارای اوراق بهادار و به منظور نظارت بر حسن اجرای قانون براساس مواد ۲، ۳، ۴ و ۵ قانون بازار اوراق بهادار مصوب ۱۳۸۴/۹/۱، «سازمان بورس و اوراق بهادار» و «شورای عالی بورس و اوراق بهادار» به عنوان ارکان نظارتی بازار سرمایه تشکیل شدند.

قیمت، تعریف و اعمال می‌شود. به این معنا که ورود سفارش‌ها در سامانه معاملاتی، روزانه محدود به رعایت دامنه قیمت مجاز است و دامنه نوسان روزانه قیمت برای بازارهای اول و دوم و معاملات عادی بازار پایه فرابورس  $\pm 5\%$  است به عنوان مثال چنانچه قیمت سهم یک شرکت در روز قبل ۱۰۰ تومان باشد، هرچقدر این سهم در روز جاری نوسان داشته باشد قیمت آن از ۱۰۵ تومان بیشتر و از ۹۵ تومان کمتر نخواهد شد زیرا سامانه معاملات به گونه‌ای تنظیم شده است که قیمت خارج از دامنه نوسان را ثبت نمی‌کند.

پیرامون علت وضع این محدودیت در قیمت‌گذاری اوراق بهادار، چنین گفته می‌شود که لازمه کارایی بازار سرمایه، رقابت آزادانه است که در آن تقابل عرضه و تقاضا منجر به کشف قیمت هرچه نزدیکتر به ارزش واقعی اوراق بهادار می‌شود در نتیجه بازارهای سهام می‌بایست عاری از هر محدودیتی در تقابل عرضه و تقاضا باشند. با این وجود سیاست‌گذاران و مقررات‌گذاران بازار سرمایه برای حفاظت از منافع سرمایه‌گذاران در برابر نوسانات شدید قیمت اوراق بهادار<sup>۱</sup>، محدودیت‌هایی را وضع می‌کنند که در ایران به صورت دامنه نوسان روزانه قیمت در نظر گرفته شده است.<sup>۲</sup>

دامنه نوسان روزانه قیمت تنها نسبت به برخی از بازارهای فرابورس پیش‌بینی شده است. بدین صورت که در بازار اول و دوم فرابورس و همچنین معاملات عادی بازار پایه فرابورس؛ دامنه نوسان  $\pm 5\%$  و در سایر بازارهای فرابورس از جمله بازارهای سوم، بازار شرکت‌های کوچک و متوسط، دامنه نوسان وجود ندارد. در معاملات بازارهایی از فرابورس که دامنه نوسان قیمت در آن اعمال می‌شود، تصور وجود غبن فاحش وجود نداشته و عرف حاکم بر بازار سرمایه تغییرات قیمت در بازه  $\pm 5\%$  را نابرابری فاحش عوضین معامله محسوب

۱. برخی از فواید «دامنه نوسان روزانه قیمت» عبارتند از: ۱- کشف قیمت واقعی: زمانی که قیمت سهم به این حدود نزدیک می‌شود و به حد نوسان می‌رسد معاملات متوقف می‌شود. این توقف فرصتی را برای سرمایه‌گذاران ایجاد می‌کند که پیرامون قیمت سهم و ارزش واقعی آن فکر کنند. ۲- جلوگیری از دستکاری قیمت‌ها: وجود دامنه مجاز نوسان باعث می‌شود که سهامداران بزرگ نتوانند با تغییر قیمت در زمان‌های مورد دلخواه تغییرات قیمتی موردنظر خود را ایجاد کنند. ۳- کاهش تلاطم در بازار: با وجود دامنه مجاز نوسان تغییرات قیمتی سهام محدود شده، فراتر از آن نخواهد رفت و این به معنای جلوگیری از بروز تغییرات ناگهانی در قیمت سهام و ثبات بیشتر است (اسکندری، ۱۳۹۰: ۷۸) البته معایبی نیز عنوان شده است: ۱- تأخیر در کشف قیمت: به این معنا که قیمت‌ها در همان روز نمی‌توانند نسبت به اطلاعات منتشر شده واکنش بزرگ نشان دهند، بنابراین قیمت روز سهم قیمت واقعی آن نمی‌باشد ۲- دخالت در معامله: یعنی باعث عدم بروز قیمت واقعی سهم در هر روز می‌شود (منجذب و علیمحمدی، ۱۳۹۳)، ص. ۵۹.

۲. منجذب و علیمحمدی، (۱۳۹۳)، ص. ۵۹.

نمی‌کند در سال‌های اخیر، گاه طی چند روز با افزایشهای قیمت‌های متوالی و هر بار کمتر از ۵٪± قیمت‌ها را بالا برده و زمینه ترغیب متقاضیان خرید را فراهم می‌آورند که در این فرض، وجود اختیار غبن متصور است اما در معاملات بازارهایی که دامنه نوسان قیمت وجود ندارد، وجود اختیار غبن متصور است لیکن به دلیل افشای اطلاعات شرکت‌ها و همچنین اطلاعات مالی مربوط به اوراق بهادار منتشره آن، اثبات جهل مشتری نسبت به ارزش واقعی اوراق بهادار مورد معامله، بسیار سخت می‌باشد.

سوالی که مطرح می‌شود آن است که چنانچه معامله اوراق بهادار توسط کارگزار منعقد شود آیا علم و جهل کارگزار به قیمت واقعی مناط اعتبار است یا علم و جهل مشتری وی؟ کلیه سفارشات مشتریان در بازار سرمایه در قالب معینی دریافت می‌شود یعنی نحوه عمل کارگزار و حدود اختیار وی تعیین شده است بنابراین موضوع علم و جهل کارگزار نسبت به ارزش واقعی قیمت، مجال بروز نمی‌یابد و علم و جهل مشتری مناط اعتبار است.<sup>۱</sup>

اگر مغبون آگاه به قیمت باشد با این وجود به زیادت از آن معامله کند دیگر اختیار غبن نخواهد داشت زیرا به لحاظ اقدام او علیه خود، غبن به مغبون استناد می‌یابد. در اختلاف طرفین معامله درباره علم مغبون به ارزش واقعی، اصل عدم اطلاع است و شخصی که وجود علم به نفع اوست، مدعی محسوب می‌شود.<sup>۲</sup> استناد به این اصل در وضعیتی امکان دارد که ظاهر برخلاف آن نباشد زیرا ظهور از امارات است و بر اصل عملی حکومت دارد.<sup>۳</sup> به نظر می‌رسد در بازارهای سوم و بازار شرکت‌های کوچک و متوسط و همچنین معاملات عمده سهام<sup>۴</sup> با لحاظ انتشار اطلاعات معاملات توسط فرابورس که با جزئیات آن از قبیل وضعیت

۱. سفارشات که مشتری به کارگزار جهت خرید یا فروش اوراق بهادار در فرابورس می‌دهد، انواع مختلفی دارد. دو دسته اصلی سفارشات در فرابورس عبارت از «سفارش محدود Limit Order» و «سفارش با قیمت باز Market Order» است. سفارش محدود، سفارش خرید یا فروشی است که در قیمت تعیین شده توسط مشتری یا بهتر از آن انجام می‌شود اما سفارش با قیمت باز، سفارشی است که بدون قیمت وارد سامانه معاملاتی شده و با قیمت بهترین سفارش طرف مقابل اجرا می‌شود. در صورتی که سفارش مشتری به کارگزار به صورت سفارش محدود باشد باید گزینه مذکور در سامانه تأیید شود سپس سامانه به صورت هوشمند قیمت‌های معادل قیمت تعیینی مشتری و یا سفارشات بهتر را با آن تطبیق می‌دهد. اما در سفارشات با قیمت باز، سفارش بدون قیمت وارد سامانه شده و با بهترین سفارش موجود تطبیق می‌یابد.

۲. امامی، (۱۳۷۸)، ص. ۴۹۸.

۳. اصغری آفمشهدی، محمدی و مصطفوی، (۱۳۹۳)، ۳۳.

۴. معامله عمده سهام مطابق بند ۳۴ ماده ۱ دستورالعمل اجرایی نحوه انجام معاملات اوراق بهادار در فرابورس ایران اینچنین تعریف شده است: «معامله‌ای است که تعداد سهام یا حق تقدم قابل معامله در آن، در شرکت‌هایی که سرمایه پایه آنها بیش از یک میلیارد عدد است، بزرگتر یا مساوی یک درصد سرمایه پایه و در شرکت‌هایی که سرمایه پایه آنها کمتر یا مساوی یک میلیارد عدد است، بزرگتر یا مساوی پنج درصد می‌باشد»



قیمت (اعم از قیمت آغازین، کمترین، بیشترین، میانگین و پایانی)، تغییرات قیمت پایانی نسبت به قیمت پایانی روز گذشته برحسب ریال و درصد، تعداد دفعات معاملات، وضعیت نماد (متوقف، معلق، باز) با ذکر دلیل توقف یا تعلیق، تعداد خریداران و فروشندگان به تفکیک حقیقی و حقوقی و... صورت می‌پذیرد<sup>۱</sup> و همچنین انتشار بیانیه مذاکره<sup>۲</sup> و یا انتشار اطلاعیه عرضه توسط فرابورس، ظاهر بر اطلاع خریدار نسبت به اوراق بهادار مورد معامله است و در صورت ادعای خلاف، وی موظف به اثبات خواهد بود.

چنانچه پس از انجام معامله عمده یا معاملات مبتنی بر مذاکره و احراز وجود غبن برای خریدار، فروشنده قبول نماید که تفاوت قیمت واقعی و بهای تعیین شده در معامله را بپردازد، خیار غبن ساقط می‌شود؟

وفق ماده ۴۲۱ قانون مدنی «اگر کسی که طرف خود را مغبون کرده است تفاوت قیمت را بدهد خیار غبن ساقط نمی‌شود مگر اینکه مغبون به اخذ تفاوت قیمت راضی گردد»، چون طرفین قرارداد بر مبنای تعادل بهای دو عوض معامله کرده‌اند، تخلف از این شرط ضمنی برای مغبون حقیقی ایجاد می‌کند که با تأدیه تفاوت قیمت نیز مبنای خود را از دست نمی‌دهد. سوال دیگر آن است که آیا خریدار مغبون بایستی حيله فروشنده را در معاملات مبتنی بر مذاکره و یا معاملات عمده در تنظیم بیانیه مذاکره یا اطلاعیه عرضه حسب مورد ثابت نماید تا بتواند خیار غبن خود را اعمال نماید؟

قانون مدنی، غبن را از مسائل مربوط به نظم عمومی و اخلاق حسنه نمی‌داند و تنها به رفع زیان خصوصی طرف قرارداد می‌پردازد و به همین دلیل به وی حق فسخ می‌دهد. در اثبات غبن آنچه اهمیت دارد نابرابری فاحش دو عوض متقابل است نه دلایلی که این نابرابری را سبب شده است بنابراین هیچ ضرورتی ندارد که طرف قرارداد به عمد و از راه نیرنگ، مغبون را فریفته باشد<sup>۳</sup>. بنابراین اثبات عمد فروشنده در ارائه اطلاعات مندرج در اطلاعیه عرضه یا بیانیه مذاکره ضرورتی برای اعمال خیار غبن مغبون ندارد.

۱. ماده ۲ دستورالعمل انتشار اطلاعات معاملات توسط فرابورس ایران مصوب ۱۳۸۸/۸/۹ هیأت مدیره سازمان.  
 ۲. بیانیه مذاکره مشتمل بر اطلاعاتی از قبیل نام و تعداد اوراق بهادار مورد معامله، مشخصات عرضه کننده، ذکر شرایط معامله به تفکیک قابل مذاکره و قطعی، گزارش کارشناسی ارزیابی اوراق بهادار و... توسط کارگزار عرضه کننده در قالب فرمی به فرابورس ارائه می‌گردد.  
 ۳. کاتوزیان، (۱۳۸۳)، ص. ۲۳۱.

## بند دوم: خیار عیب

در تعریف عیب گفته شده است: عیب، خروج شی از مجرا و خلقت اصلی<sup>۱</sup> و یا وضعیتی در مورد معامله که برخلاف وضعیت عادی و در حال سلامت آن است<sup>۲</sup> یا نقصی است که از ارزش کالا یا انتفاع آن بکاهد. در این تعریف، نقص در ارزش یا انتفاع مطلوب نشانه وجود عیب و عرف، داور تمیز آن است. مفهوم عیب، نسبی بوده و باید در هر معامله یا هر سنخ از معاملات از جمله معاملات اوراق بهادار به صورت جداگانه بررسی و احراز شود. از همین رو است که نقش عرف و اهمیت انعطاف پذیری آن، آشکار می شود زیرا داوری عرف در عین حال که نوعی است در شرایط گوناگون متفاوت بوده و به دشواری به صورت قاعده درمی آید<sup>۳</sup>.

خیار عیب ویژه عقود معاوضی بوده و مورد معامله مستفاد از ماده ۴۳۷ قانون مدنی باید عین معین باشد. از جمله اوراق بهادار مورد معامله در فرابورس، اوراق بهادار مبتنی بر دارایی فکری<sup>۴</sup> است که معاملات آنها در بازار سوم فرابورس و در قالب معاملات مبتنی بر مذاکره انجام می شود. پیش از انجام معامله، گزارش کارشناسی به فرابورس با عنوان «گزارش ارزیابی دارایی فکری» درخصوص بررسی قابلیت تجاری سازی و مجوزهای مورد نیاز جهت بهره برداری از طرح و بررسی سطح تکنولوژی یا سطح بلوغ طرح مورد عرضه در قالب طرح کسب و کار (Business Plan) ارائه می شود و قبل از طرح درخواست عرضه اوراق بهادار مبتنی بر دارایی فکری، فرابورس اطلاعات ارائه شده را بررسی و اصالت سند مربوط به ثبت دارایی فکری به نام مالک اوراق بهادار مبتنی بر دارایی فکری را از مرجع ثبت، استعلام می کند. با وجود تمهیدات مذکور محتمل است برخی از خصوصیات که درخصوص دارایی فکری ادعا می شود، وجود نداشته باشد. همچنانکه فرابورس در فرم های بیانیه مذاکره این گونه اوراق پیش بینی نموده است: «اطلاعات ارائه شده درخصوص دارایی

۱. عبده بروجردی، (۱۳۸۰)، ص. ۱۹۷.

۲. لطفی، (۱۳۸۸)، ص. ۱۹۴.

۳. کاتوزیان، (۱۳۸۳)، ص. ۲۸۰.

۴. اوراق بهادار مبتنی بر دارایی فکری: اسناد موید حقوق و مالکیت معنوی صادره از سوی مراجع رسمی ثبت کشور از جمله حق ثبت اختراع، علائم تجاری و طرح های صنعتی می باشد که حسب تصویب شورای عالی بورس، اوراق بهادار قابل شناخته شدند (ماده ۱ دستورالعمل سپرده گذاری و معامله اوراق بهادار مبتنی بر دارایی فکری در فرابورس ایران مصوب ۱۳۹۲/۱۰/۲۱ هیأت مدیره سازمان).

فکری مورد واگذاری به منزله شفافیت اطلاعاتی بوده و به منزله تأیید، تضمین و یا توصیه و سفارشی در مورد دارایی فکری مورد واگذاری توسط شرکت فرابورس ایران نمی‌باشد» و در بندی دیگر مقرر می‌دارد: «کسب اطلاعات کافی از وضعیت مالی، اقتصادی، فنی و حقوقی دارایی فکری مورد واگذاری قبل از تاریخ انجام معامله بر عهده خریدار یا خریداران است. خریدار یا خریداران بعد از واگذاری حق هیچ‌گونه ادعا علیه شرکت فرابورس ایران و سازمان بورس و اوراق بهادار به استناد نداشتن اطلاعات لازم مالی، اقتصادی، فنی و حقوقی و آخرین وضعیت دارایی فکری قابل واگذاری ندارند».

حال چنانچه در مراجع ذیصلاح ثابت شود که دارایی فکری مورد معامله، واجد برخی از خصوصیات مورد ادعای مالک آن، نبوده است وضعیت معامله اوراق بهادار مبتنی بر دارایی فکری مذکور که ارزش آن، بسیار پایین‌تر از ثمن تعیین شده در معامله مبتنی بر مذاکره بوده است چگونه خواهد بود؟ در واقع عیب اوراق بهادار مذکور، مخفی و در حین عقد، موجود بوده و براساس ماده ۴۲۳ قانون مدنی، خیار عیب وقتی ایجاد می‌شود که عیب مخفی و موجود در حین عقد باشد. حال این سوال مطرح می‌شود که با وجود افشای خصوصیات مورد معامله برای عموم در فرابورس و اینکه خریداران موظف به بررسی مورد معامله براساس بیانیه مذاکره شده‌اند آیا می‌توان همچنان اعتقاد به وجود خیار عیب داشت؟ آن چه در تحقق خیار عیب موثر است علم و جهل خود طرف معامله است همچنانکه ماده ۴۲۴ قانون مدنی مقرر می‌دارد: «عیب وقتی مخفی محسوب است که مشتری در زمان بیع عالم به آن نبوده است اعم از اینکه این عدم علم ناشی از آن باشد که عیب واقعاً مستور بوده است یا اینکه ظاهر بوده ولی مشتری ملتفت آن نشده است». بنابراین هرگاه خریدار در بررسی مورد معامله کاهلی کند و عیب آشکار را متوجه نشود می‌تواند برای فسخ بیع یا مطالبه ارش اقدام نماید.

سوال دیگری که مطرح می‌شود آن است که چنانچه فروشنده اینچنین دفاع نماید که خود در خصوص عدم کارایی دارایی فکری در برخی از خصوصیات مورد ادعا تا قبل از

۱. بر این اصل که عیب باید در زمان عقد موجود باشد، استثنائاتی وارد است (ابهری، ۱۳۹۱: ۳). نخست- اگر عیب، بعد از معامله و قبل از قبض حادث شود در حکم عیب سابق است (ماده ۴۲۵ قانون مدنی). دوم- اگر عیب بعد از قبض و در زمان خیار مخصص مشتری صورت گیرد (ماده ۴۲۹ قانون مدنی). سوم- اگر عیب بعد از تسلیم حادث شود ولی این عیب بر اثر عیب سابق باشد (ماده ۴۳۰ قانون مدنی).

اثبات نزد مراجع ذیصلاح مطلع نبوده است، آیا تأثیری بر معامله اوراق بهادار مبتنی بر دارایی فکری و اعمال خیار عیب توسط خریدار خواهد داشت؟

خیار عیب ناشی از این شرط ضمنی است که کالای مورد معامله باید سالم باشد و وقتی عیبی در آن ظاهر شود، تخلف از شرط ضمنی شده و به خریدار حق فسخ می‌دهد. باید این نکته را اضافه نمود که علم و جهل فروشنده در تحقق خیار عیب اثر ندارد پس چنانچه فروشنده اینچنین دفاع کند که خود نیز از عیب موجود مطلع نبوده است، خریدار از خیار عیب محروم نمی‌شود.

مسأله دیگر آن است که آیا قبول بیانیه مذاکره توسط خریداران و پیش‌بینی تعهد خریداران مبنی بر بررسی مورد معامله و اسقاط حق هرگونه ادعا علیه فرابورس به عنوان بستر انجام معاملات و سازمان بورس به عنوان نهاد ناظر بر معاملات در بیانیه مذاکره به معنای تبری فروشنده از عیوب مورد معامله است؟

هرچند احکام خیار عیب از قواعد مربوط به نظم عمومی نمی‌باشد بنابراین طرفین می‌توانند وفق ماده ۴۴۸ قانون مدنی، حین عقد یا پس از آن، بر سقوط خیار عیب تراضی کنند اما صرف تعهد خریدار مبنی بر بررسی مورد معامله و یا اسقاط حق اقامه دعوی علیه اشخاص واسط در فرآیند انجام معامله یا ناظر بر آن به معنای تبری فروشنده از عیوب مورد معامله و بالتبع اسقاط خیار عیب خریدار نمی‌باشد. مناسب است فروشنده در معاملات اوراق بهادار مبتنی بر دارایی فکری در بیانیه مذاکره به طور صریح، تبری خود نسبت به کلیه عیوب موجود و آتی مورد معامله را اعلام و اظهار نماید. بنابراین با تبری فروشنده از عیوب مورد معامله بر اساس ماده ۴۳۶ قانون مدنی، خریدار نمی‌تواند به استناد خیار عیب، قرارداد را فسخ نموده و یا ارش مطالبه کند. میان علم و جهل فروشنده به عیب تفاوتی نمی‌باشد. همچنانکه سازمان خصوصی‌سازی در راستای اجرای قانون اجرای سیاست‌های کلی اصل ۴۴ قانون اساسی و در فرآیند واگذاری سهام شرکت‌ها به صورت عمده از طریق فرابورس در اطلاعیه عرضه به طور صریح بیان می‌دارد: «سازمان خصوصی‌سازی به موجب ماده ۴۳۶ قانون مدنی در فرض وجود عیب از عیوب مورد معامله تبری کرده و خریدار هیچ‌گونه حقی از جمله حق رجوع به سازمان را نخواهد داشت».

حال سوالی که مطرح می‌شود آن است که چنانچه فروشنده از عیب آگاه باشد و با استفاده از جهل خریدار، سقوط خیار عیب را شرط کنند وضعیت معامله به چه صورت خواهد بود؟

در این مسأله، اقدام فروشنده صورتی از فریب خریدار محسوب می‌شود و خریدار می‌تواند با جمع سایر شرایط قانونی بر مبنای خیار تدریس، قرارداد را فسخ نماید.

### بند سوم: خیار تدریس

تدریس براساس ماده ۴۳۸ قانون مدنی عبارت از عملیاتی است که موجب فریب طرف معامله شود. فریب باید پیش از انجام معامله صورت پذیرد و انگیزه معامله باشد. تدریس در صورتی محقق می‌شود که کار شخص به عمد و با قصد نتیجه صورت پذیرد<sup>۱</sup>. تدریس وقتی موثر در عقد است که شخص فریب‌دهنده، طرف قرارداد باشد<sup>۲</sup> و ارتکاب اعمال فریبکارانه در طرف مقابل موثر افتد و او را به انجام معامله راضی کند به گونه‌ای که در صورت آگاهی از واقع، معامله نمی‌کرد. بنابراین در تعریف تدریس می‌توان چنین گفت: «نیرنگی است نامتعارف که از سوی یکی از دو طرف معامله یا با آگاهی و دستکاری او به منظور گمراه ساختن طرف دیگر به کار می‌رود و او را به معامله‌ای برمی‌انگیزد که در صورت آگاه بودن از واقع به آن رضایت نمی‌داد»<sup>۳</sup>. در معاملات عمده شرایطی سهام در فرابورس در غالب موارد برای اقساط باقی‌مانده ثمن، از خریدار ارائه ضمانت‌نامه بانکی به میزان معادل، مطالبه می‌شود چنانچه خریدار ضمانت‌نامه جعلی ارائه نماید و فرابورس معامله را تأیید کند یا در معامله اوراق بهادار مبتنی بر دارایی فکری، مجوزهای فروشنده جعلی باشد و نامه‌های تأیید اصالت نیز جعلی ارائه گردد و یا در فروض مشابه، تدریس در معامله اوراق بهادار مصداق می‌یابد.

در این گونه معاملات آیا تقصیر خریدار یا شرکت فرابورس یا نهاد ناظر بر بازار سرمایه در بررسی اسناد و مدارک و یا بی‌مبالاتی آنان را می‌توان موجبی برای رفع اثر تدریس و دروغ فروشنده تلقی نمود یا صرف تدریس فروشنده برای تحقق خیار تدریس کفایت می‌کند؟

چنانچه محرز شود خریدار فریب خورده است، بی‌مبالاتی وی و یا سایر اشخاص در حفظ منافع خریدار و پرهیز از غرور وی، اثر تدریس را از بین نمی‌برد.

سوال دیگر آن است که آیا فروشنده در معامله اوراق بهادار از قبیل اوراق بهادار مبتنی

۱. امامی، (۱۳۷۸)، ص. ۵۱۴.

۲. بروجردی‌عبده، (۱۳۸۹)، ص. ۲۵۴.

۳. برای دیدن نظر مخالف رجوع کنید به: امامی، ۱۳۷۸: ۵۱۵- جعفری لنگرودی، ۱۳۸۸: ۷۷۶.

۴. کاتوزیان، (۱۳۸۳)، ص. ۳۳۹.

بر دارایی فکری به بیان نواقص و عیوب دارایی فکری موضوع بیانیه مذاکره تکلیف دارد؟ در فقه سه گرایش در این خصوص وجود دارد: برخی معتقدند که فروشنده عیوب مورد معامله اعم از عیوب آشکار یا پنهان را باید به خریدار بگوید در غیر این صورت مرتکب فریب شده است<sup>۱</sup>، برخی دیگر نیز معتقدند اعلام عیب از وظایف فروشنده نیست و سکوت وی، فریب محسوب نمی‌شود حتی اگر احراز عیب برای خریدار ممکن نباشد<sup>۲</sup>. دسته سوم در این خصوص بیان می‌دارند تکلیف فروشنده، اعلام عیوب پنهان در مورد معامله است و خودداری از اعلام چنین عیوبی، تدلیس محسوب می‌شود و خریدار حق فسخ معامله را می‌یابد<sup>۳</sup>. نظر گروه اخیر منطقی‌تر به نظر می‌رسد.

آیا طرفین معامله اوراق بهادار در بیانیه مذاکره یا اطلاعیه عرضه حسب مورد، می‌توانند اسقاط اختیار تدلیس را شرط نمایند؟

در مورد اختیار تدلیس به جهت ممنوع بودن تدلیس در قرارداد، مفاد ماده ۴۴۸ قانون مدنی را باید منحصر به حالتی نمود که فریب خورده پس از اطلاع از واقع بخواهد از حق خود بگذرد.

سوال دیگر آن است که آیا خریدار معامله اوراق بهادار در نتیجه فریب، باید مغبون شده باشد و مورد معامله را گراتر خریداری نماید؟

در پاسخ به سوال مذکور، اختلاف نظر وجود دارد. برخی معتقدند اختیار تدلیس وسیله جبران ضرر ناروایی است که از التزام به قرارداد حاصل می‌شود پس در فرضی ایجاد می‌گردد که به خریدار زیان وارد شده و مغبون گشته باشد<sup>۴</sup>. برخی دیگر اظهار می‌دارند که ضرر ناشی از تدلیس ممکن است نتیجه از دست دادن منفعت معقولی در مصرف کالا و بهره‌برداری از آن باشد و در عین حال در بهای کالا اثر نکند<sup>۵</sup>. نظر این گروه منطقی و موجه می‌باشد.

۱. شیخ طوسی، (۱۳۸۸)، ص. ۱۳۸.

۲. علامه حلی، (۱۴۲۰)، ص. ۱۸۳.

۳. محقق حلی، (۱۳۰۹)، ص. ۲۹۱.

۴. انصاری، (۱۴۱۰)، ص. ۲۶۲.

۵. نجفی، (۱۴۱۲)، ص. ۲۴۶.

۶. علامه حلی، (۱۴۲۰)، ص. ۵۶.

۷. حسینی عاملی، بی‌تا: ص. ۶۴۵.

۸. کاتوزیان، (۱۳۸۳)، ص. ۳۶۰.

در ایالات متحده آمریکا تدابیری برای کاهش تدلیس و تقلب در معاملات با وضع مقررات و قواعد مختلف اتخاذ شده است. کمیسیون بورس و اوراق بهادار در سال ۱۹۴۲، قاعده‌ای با عنوان «قاعده ۵-۱۰b-X» را وضع نمود که مقرر می‌دارد: «انجام اعمال زیر برای هر شخصی به طور مستقیم یا غیر مستقیم با استفاده از هر وسیله از تجارت بین ایالتی و یا نامه و یا هر وسیله‌ای از هر بورس اوراق بهادار ملی، غیر قانونی و ممنوع خواهد بود:

- ۱) استفاده از هر وسیله، طرح و تمهیدی برای تقلب و فریب دادن؛
- ۲) اظهار نادرست یک واقعیت اساسی و یا امتناع از بیان یک واقعیت اساسی و ضروری به جای بیان آن با توجه به اوضاع و احوالی که این اعمال در آن رخ داده است؛
- ۳) وارد شدن در هر فعالیت، عمل و یا کاری که در خرید یا فروش اوراق بهادار به منزله تقلب و فریب است و یا خواهد بود.»

این قاعده هرچند به ظاهر در مورد معاملات سهام در بورس‌ها وضع حکم نموده است اما در معاملات سهام در بازارهای خارج از بورس نیز - هم در مورد خریداران و هم در مورد فروشندگان اوراق بهادار- اعمال می‌گردد. قاعده ۵-۱۰b-X از زمان تصویب به صورت گسترده مبنای طرح دعوای حقوقی فسخ و یا جبران خسارت قرار گرفته است. (Frey, 1995: 28)

بخش (1)(c) 15 قانون بورس اوراق بهادار صرفاً با موضوع معاملات اوراق بهادار در بازارهای خارج از بورس است و فقط در مورد معامله‌گران اعمال می‌گردد. این بخش چنین مقرر می‌دارد: «هیچ معامله‌گری نباید از نامه یا هر وسیله و ابزاری از تجارت بین ایالتی به منظور تأثیرگذاری بر هر معامله‌ای از هر اوراق بهاداری و یا تحت تأثیر قرار دادن و اغوای خرید یا فروش اوراق بهادار با به کارگیری هر تمهید و وسیله دست کارانه (مهیا برای دست کاری<sup>۱</sup>)، اغواگرانه و فریب کارانه استفاده نماید. کمیسیون باید به منظور تأمین اهداف این فصل، از طریق وضع قواعد و مقرراتی، چنین وسایل، اسباب و تمهیداتی را که دست کارانه و یا اغواگرانه و یا فریب کارانه و تقلب‌آمیز هستند، تعریف و مشخص کند.»

به عنوان مثال در مورد یک حساب در اختیار کارگزار/معامله‌گر از سوی مشتری، ممکن

۱. دست کاری بازار (Manipulation): فرایندی است که به طور مصنوعی بر قیمت یک یا چند نوع از اوراق بهادار تأثیر می‌گذارد تا به این وسیله قیمت آن بیشتر یا کمتر از میزانی شود که مطابق روند معمول عرضه و تقاضا می‌بایست می‌شد.

است کارگزار/معامله‌گر و سوسه شود که کارمزد خود را افزایش دهد به همین منظور دفعات خرید و فروش اوراق بهادار برای این حساب را بیشتر از میزانی که منافع خاص مشتری آن را ایجاب می‌کند، انجام دهد. کمیسیون بورس و اوراق بهادار براساس بخش (1)(c)15 قانون بورس اوراق بهادار، قاعده X-15c1-7 را وضع نموده است. به موجب قاعده مذکور، معاملات صورت گرفته برای یک حساب در اختیار نباید با در نظر گرفتن منابع مالی و ویژگی این حساب، بیش از اندازه و پر تعداد و پرتکرار باشد.

در پرونده دیگری با عنوان پرونده دو کر<sup>۱</sup>، کمیسیون بورس و اوراق بهادار<sup>۲</sup> رأی به لغو ثبت معامله‌گر، بدین مضمون صادر نمود: انجام معامله با مشتری در قیمتی که به طور منطقی با قیمت کنونی بازار متناسب نیست، از جانب معامله‌گر، تقلب محسوب می‌شود. این نظریه با عنوان «تابلو»<sup>۳</sup> شهرت یافته است. در این نظریه فرض بر آن است که وقتی معامله‌گری شروع به فعالیت حرفه‌ای کرده و تابلوی شغلی خود را نصب می‌کند<sup>۴</sup>، در واقع به طور ضمنی اظهار می‌دارد به مردم آسیب نرسانده و سوء استفاده نمی‌کند حتی در معاملاتی که وی از لحاظ حرفه‌ای با اختیار عمل از جانب مشتری اقدام می‌کند. مطابق این نظریه، یکی از مؤلفه‌های نمایش ضمنی معامله‌گر آن است که قیمت معامله‌گر با قیمت کنونی بازار متناسب داشته و به آن نزدیک باشد مگر اینکه معامله‌گر خلاف آن را اثبات نماید.

دیوان عالی ایالات متحده آمریکا در سال ۱۹۴۳ میلادی در پرونده‌ی شرکت چارلز هوگز علیه کمیسیون بورس و اوراق بهادار<sup>۵</sup>، این نظریه را مورد تأیید قرار داد. در این پرونده، دادگاه دستور کمیسیون را مبنی بر لغو ثبت کارگزار/معامله‌گر تأیید کرد. با این استدلال که کارگزار/معامله‌گر اوراق بهادار را جهت تحویل به مشتری به قیمت بازار خریده سپس

#### 1. Duker

۲. کمیسیون بورس و اوراق بهادار (SEC)، نهاد ناظر بر بازار سرمایه ایالات متحده آمریکا است.

۳. Shingle theory: این لغت در اصل به معنای تخته است و در اینجا به معنای تابلویی است که صاحبان مشاغل همچون پزشکان و وکلا در محل کار خود نصب می‌کنند. این تئوری به این معنا است که وقتی کارگزار یا معامله‌گری شروع به کار می‌کند به طور ضمنی در برابر مشتریان خود متعهد می‌شود که به هنگام ارائه‌ی پیشنهادهایی در مورد اوراق بهادار، با انصاف و مسئولیت در قبال آنان برخورد کند. همچنین این اصطلاح به معنای وظیفه امانتداری (وظیفه و مسئولیت‌های امین در عمل وفق ضوابط و پرهیز از تعدی و تفریط) کارگزاران و معامله‌گران نیز به کار می‌رود. برای مطالعه رجوع شود به: <http://www.investopedia.com/terms/s/shingletheory.asp>

۴. Hang out his shingle: این اصطلاح به معنای شروع فعالیت شغلی و حرفه‌ای مستقل است (<http://idioms.thefree-dictionary.com>).

#### 5.. Charles Hughes v SEC



در قیمتی که به طور میانگین تا شصت درصد بالاتر از قیمت بازار بوده به مشتری فروخته است. (به عنوان مثال اگر قیمت بازار اوراق بهاداری ۱۰۰۰ ریال بوده است، کارگزار آن را به این قیمت خریده و سپس به ۱۶۰۰ ریال به مشتری فروخته است). این عمل به عنوان نقض عامدانه‌ی بخش ۱۵(c)(۱) از قانون بورس اوراق بهادار شناخته شد.

استدلال دادگاه بدین نحو بود که: «باید چنین فرض شود که معامله‌گری که در بازار خارج از بورس به صورت فعال جذب مشتری می‌کند سپس اوراق بهادار را به قیمتی بالاتر از قیمت بازار به مشتری می‌فروشد، مرتکب تقلب شده است. این معامله‌گر، خود را به عنوان مرجعی صالح برای ارائه مشاوره در زمینه مسائل حرفه‌ای نشان داده است.... با توجه به دانش فنی و مشاوره‌ای که می‌دهد این تکلیف را دارد که از ناآگاهی مشتریان نسبت به قیمت بازار، سوءاستفاده و کسب منفعت نکند. کلید اصلی موفقیت معاملات کارگزار/معامله‌گر در این بوده که اعتماد مشتریان را کم کم جلب کرده است. هنگامی که این اعتماد به وجود آمد با بیان نکردن یک واقعیت اساسی از افزایش قیمت و بالا بردن نرخ پنهانی امتناع کرده است. وقتی که هیچ چیزی راجع به قیمت بازار گفته نشد، طبیعتاً اولین چیزی که به ذهن خریدار ناآگاه متبادر می‌شود این است که قیمت مذکور به قیمت بازار نزدیک بوده است. غایت وضع مقررات اوراق بهادار حمایت از کسانی که شرایط بازار را نمی‌شناسند در برابر تعرضات کسانی است که نسبت به این شرایط آگاه هستند....» در واقع کارگزار/معامله‌گر، صرفه و صلاح مشتری خود را رعایت ننموده است لذا موظف به جبران خسارت وارده به وی می‌باشد. زیرا کارگزار به قیمت واقعی خریده و به قیمت واقعی فروخته لیکن نقد وارد بر عملکرد وی آن است که چرا به همان قیمت برای مشتری خریداری ننموده است.

#### بند چهارم: خیار رویت یا تخلف از وصف

خیار رویت یا تخلف از وصف به دلیل آن که مشاهده، راه متعارف مطلع شدن از اوصاف مورد معامله است به این عنوان، نامگذاری شده است. ولی نباید اینچنین تصور نمود که خیار رویت، ویژه قراردادی است که طرف معامله در اثر مشاهده به واقع می‌رسد پس اگر خریدار دریابد که مبیع وصف مورد نظر را ندارد، حق فسخ پیدا می‌کند و خیار را نیز رویت یا تخلف از وصف می‌نامند. شرکت‌ها در فرابورس موظف هستند که صورت‌های

مالی خود را جهت افشاء نزد عموم به سازمان بورس و اوراق بهادار ارائه دهند و سازمان نیز اطلاعات مذکور را بر روی سامانه کدال افشا می نماید<sup>۱</sup>.

حال چنانچه صورت‌های مالی افشاء شده شرکت‌ها در سامانه کدال که اشخاص با اعتماد به آن، وضعیت شرکت را تحلیل و نسبت به خرید اوراق بهادار شرکت اقدام می کنند اطلاعات آن از قبیل اکتشاف جدید یا دست‌یابی به فناوری نوین از سوی شرکت<sup>۲</sup>، غیر واقعی باشد آیا برای خریداران سبب ایجاد حق فسخ مبتنی بر خیار تخلف وصف می گردد؟

وصفی که فقدان آن، باعث ایجاد خیار می‌شود باید در زمره اوصاف فرعی مورد معامله بوده و در ایجاد رغبت شخص به انجام معامله موثر باشد ولی وصف مذکور به ماهیت موضوع، ارتباط نداشته و موجب دوگانگی عرفی میان آنچه مورد قصد قرار گرفته، نمی‌شود<sup>۳</sup>. همچنانکه صورت‌های مالی افشاء شده شرکت نیز نشان‌دهنده وصفی از وضعیت شرکت از قبیل ادعای دستیابی به فناوری نوین است که از اوصاف فرعی به شمار می‌رود و در صورت وقوع بودن، آن وصف زایل شده و امکان اعمال خیار تخلف وصف فراهم می‌باشد.

مسئله‌ای که بایستی در خصوص اعمال این خیار بررسی شود، زمان اعمال آن است. مقنن اعمال برخی از خیارها چون خیار رویت یا تخلف از وصف، خیار غبن، خیار عیب و خیار تدلیس را فوری اعلام کرده است اگر در معامله اوراق بهادار که با فوریت در کسری از ثانیه انجام می‌پذیرد و بهای آن به ساعتی تغییر می‌کند، خریدار دریابد که مغبون شده است و اجرای تصمیم خود را یک روز به تأخیر اندازد یا پست زمینی را برای اعلام اراده خود انتخاب کند در اجرای خیار، درنگ و تعلل کرده است بنابراین مهلت اجرای خیار را باید بر مبنای «فوریت عرفی» توجیه نمود.

در مورد سایر خیارها تأخیر به اصل حق، صدمه نمی‌زند اما هرگاه تأخیر در استفاده از خیار چنان طولانی شود که از آن به رضای عقد برداشت شود، نباید در سقوط خیار تردید

۱. کدال: به منظور نظارت بر افشای اطلاعات با اهمیت توسط شرکت‌های ثبت شده نزد سازمان بورس و اوراق سامانه یکپارچه گردآوری، نظارت و انتشار الکترونیکی اطلاعات به نشانی: WWW.CODAL.IR با هدف مکانیزه کردن جمع آوری، بررسی و انتشار اطلاعات مالی شرکت‌های ثبت شده نزد سازمان و سایر اشخاصی که طبق قانون بازار اوراق بهادار ملزم به گزارش اطلاعات خود هستند، طراحی شده است.

۲. برای مطالعه در خصوص موارد ضروری افشاء اطلاعات توسط شرکت‌های فرابورسی به چک لیست آن، به نشانی WWW.CODAL.IR ذیل که براساس قوانین و مقررات تنظیم شده است رجوع شود:

۳. کاتوزیان، (۱۳۸۳)، ص. ۱۹۲.

نمود. درنگ بیجا در چنین وضعی، اماره اسقاط حق است ولی دلالت درنگ، مشروط بر این است که آگاهانه باشد. اگر در بقا یا زوال حق فسخ تردید شود، باید آن را به مقتضای اصل استصحاب باقی دانست.

### بند پنجم: خیار تبعض صفقه

«صفقه» به معنای معامله و «تبعض» به معنی پاره پاره شدن است<sup>۱</sup> و در اصطلاح به این مفهوم است که بعض از معامله به دلیلی باطل و بعض دیگر صحیح باشد. ماده ۴۴۱ قانون مدنی در تعریف این خیار بیان می‌دارد: «خیار تبعض صفقه وقتی حاصل می‌شود که عقد بیع نسبت به بعض مبیع به جهتی از جهات باطل باشد در این صورت مشتری حق خواهد داشت بیع را فسخ نماید یا به نسبت قسمتی که بیع باطل بوده است، ثمن را استرداد کند». بدین ترتیب خیار تبعض صفقه به تمام مواردی که قرارداد نسبت به بخشی از موضوع آن، منفسخ یا باطل می‌شود توسعه دارد خواه دلیل بطلان استحقاق دیگری بر مورد معامله باشد یا نداشتن مالیت یا قدرت تسلیم و.... خیار تبعض صفقه ویژه مواردی است که بخش تلف شده، بخشی از ثمن را به خود اختصاص داده و تنها چهره وصفی ندارد.

فرضی که اعمال آن در معامله اوراق بهادار در فرابورس متصور می‌باشد زمانی است که قبل از قطعیت معامله<sup>۲</sup> - یعنی در فاصله زمانی ورود سفارش فروش اوراق بهادار در سامانه معاملات تا تسویه معامله و اعلام قطعیت آن توسط فرابورس - حکمی از مراجع ذیصلاح صادر می‌شود که بخشی از اوراق بهادار را متعلق به شخص ثالثی اعلام می‌نماید. در این موارد خریدار دو اختیار دارد: نخست؛ فسخ قرارداد نسبت به بخش صحیح آن. دوم، کاستن از عوض نسبت به بخشی که باطل یا منفسخ است.

سوالی که مطرح می‌شود آن است که چنانچه در معاملات مبتنی بر مذاکره، فروشنده اوراق بهادار وجود دعوایی علیه خود توسط ثالث و محق بودن وی را در مذاکرات با متقاضیان خرید اوراق بهادار عنوان نموده باشد آیا همچنان خریدار از خیار تبعض صفقه

۱. جعفری لنگرودی، (۱۳۸۸)، ص. ۶۲۵.

۲. حمیری، (۱۴۲۰)، ص. ۵۷۶.

۳. معامله اوراق بهادار در فرابورس از عقود تشریفاتی است که تأیید مدیرعامل فرابورس از جمله تشریفات لازم جهت تحقق انعقاد قرارداد مذکور است که در معاملات عمده پس از تسویه معامله توسط طرفین قرارداد، این تأیید از سوی مدیرعامل فرابورس انجام می‌پذیرد.

برخوردار خواهد بود؟

استفاده از حق فسخ براساس خيار تبعض صفقه مشروط به آن است که خریدار هنگام معامله به بطلان بخشی از قرارداد آگاه نبوده باشد در غیر این صورت براساس قاعده اقدام، خود به ضرر خویش عمل کرده و با اطلاع از وجود دعوی مالکیت میان فروشنده و ثالث حق برهم زدن معامله را ندارد. بخشی از ثمن که قرارداد نسبت به آن، باطل یا منفسخ بوده است به تملک فروشنده درنیامده است و باید در هر صورت به خریدار مسترد شود.

### بند ششم: خيار تخلف شرط

شروط صحیح وفق ماده ۲۳۴ قانون مدنی بر سه قسم؛ شرط صفت، شرط نتیجه و شرط فعل است. در معاملات عمده شرایطی سهام یا حق تقدم آن در فرابورس، پیش‌بینی انواع مختلفی از شروط متصور بوده و در نظر گرفتن شروط مختلف در معاملات مبتنی بر مذاکره اوراق بهادار نیز امکان دارد اما در معاملات خرد سهام یا حق تقدم آن و همچنین در معاملاتی که به صورت حراج صورت پذیرفته و مبتنی بر مذاکره نمی‌باشد امکان پیش‌بینی شرط و بالتبع خيار تخلف شرط وجود ندارد.

به عنوان مثال در اطلاعیه عرضه عمده سهام شرکت توسعه حمل و نقل ریلی پارسیان منتشره به شماره ۱۰۰۴/الف/۹۵ مورخ ۱۳۹۵/۵/۶ یکی از شرایط فروشنده برای متقاضیان خرید چنین بیان شده است: «خریدار می‌بایست همزمان با پرداخت ثمن معامله نسبت به تسویه مطالبات ناشی از سود سهام شرکت گروه گسترش نفت و گاز پارسیان از شرکت توسعه حمل و نقل ریلی پارسیان به مبلغ ۵۰، ۶۰۱، ۷۱۴، ۹۶۰ ریال اقدام نماید». این شرط فروشنده در واقع شرط فعل حقوقی یعنی تأدیه دین فروشنده از بابت مطالبات شخص ثالث است.

نمونه دیگر در معامله عمده سهام شرکت ذوب آهن اصفهان که در اطلاعیه عرضه آن به شماره ۰۹۹۲/الف/۹۵ مورخ ۱۳۹۵/۳/۱۲، سازمان خصوصی‌سازی به عنوان نماینده دولت در فروش سهام شرط می‌نماید: «حداقل ۲۰ درصد ثمن معامله باید نقد پرداخت شود و مابقی اقساط. فواصل زمانی اقساط از یکدیگر شش ماهه و نرخ سود فروش اقساطی ۱۵ درصد می‌باشد. همچنین معادل مانده اقساط سهام مورد معامله، تا پرداخت کامل بهای آن نزد سازمان خصوصی‌سازی به عنوان وثیقه باقی خواهد ماند و حداقل معادل ۵۰ درصد مانده بدهی، اسناد تضمینی از خریدار یا خریداران دریافت می‌گردد». در این معامله دو شرط

اساسی ضمن قرارداد از سوی فروشنده بیان گردیده است. نخست اینکه با انعقاد قرارداد معادل مانده اقساط سهام مورد معامله، تا پرداخت کامل بهای آن نزد سازمان خصوصی سازی به توثیق وی - یعنی نماینده دولت در واگذاری - درمی آید که ماهیت حقوقی این شرط، شرط نتیجه است. دومین شرط، صدور اسناد تضمینی از طرف خریدار یا خریداران حداقل معادل ۵۰ درصد مانده بدهی در وجه فروشنده می باشد. این شرط به لحاظ تحلیل حقوقی، شرط فعل حقوقی مثبت است.

در معامله عمده سهام شرکت هلدینگ توسعه معادن و صنایع معدنی خاورمیانه نیز شروط مشابهی در اطلاعیه عرضه به شماره ۰۸۵۸/الف/۹۳ مورخ ۱۳۹۳/۱۲/۱۶، از سوی فروشنده در پرداخت ثمن و نحوه تسویه آن مقرر شده است. بدین شرح که: «سه درصد ارزش کل معامله به صورت نقد حداکثر طی چهار روز کاری پس از انجام معامله پرداخت شود و مابقی حداکثر طی چهار روز کاری پس از انجام معامله به ترتیب ذیل تأدیه شود:

الف. ارائه یک فقره چک با تاریخ سررسید ۱۳۹۳/۱۲/۲۶ بابت مابقی ثمن معامله.

ب. توثیق کلیه سهام انتقال یافته نزد شرکت سپرده گذاری مرکزی اوراق بهادار و تسویه وجوه<sup>۱</sup> برای فروشنده بابت ضمانت پرداخت مابقی ثمن معامله (هزینه های توثیق برعهده خریدار می باشد).

ج. ارائه ضمانت نامه بانکی معادل دو برابر ارزش معامله در وجه فروشنده».

بند (الف) درخصوص زمان پرداخت و وسیله آن است اما دو بند بعدی شروطی را بیان نموده است. بند (ب) درخصوص توثیق کلیه سهام مورد انتقال از طریق شرکت سپرده گذاری مرکزی و به نفع فروشنده با پرداخت کلیه هزینه های مرتبط با توثیق از جمله کارمزد شرکت سپرده گذاری مرکزی می باشد. این شرط، شرط فعل حقوقی مثبت یعنی اقدام خریدار به توثیق سهام به نفع فروشنده با پرداخت کلیه هزینه های مرتبط است. بند (ج) نیز شرط فعل حقوقی مثبت به معنای انعقاد قرارداد ضمانت با بانک و قرار دادن فروشنده به عنوان مضمون له می باشد.

سوال اساسی آن است که در صورت فقدان شرط نتیجه یا صفت در مورد معامله یا عدم اعمال شرط فعل از سوی متعهد در معامله اوراق بهادار، مشروط له چه اقدامی می تواند انجام

۱. شرکتی است که براساس بند ۷ ماده ۱ قانون بازار اوراق بهادار، امور مربوط به ثبت، نگهداری، انتقال مالکیت اوراق بهادار و تسویه وجوه را انجام می دهد.

دهد؟

در معاملات عمده سهام یا حق تقدم آن و همچنین معاملات مبتنی بر مذاکره، مدیرعامل فرابورس پس از احراز تسویه میان طرفین از طریق کنترل تأدیه حصه نقدی و ارائه سند تسویه خارج از پایاپای<sup>۱</sup>، اقدام به تأیید معامله می‌نماید. بنابراین این که شروط مقرر وجود نداشته باشد یا اجرایی نگردد احتمال نادری است لیکن محتمل می‌باشد. به عنوان مثال فروشنده پرداخت دیون خود از بابت مطالبات شخص ثالث را بر خریدار شرط نماید لیکن موعد تسویه را بعد از تنظیم سند خارج از پایاپای قرار دهد و با ارائه سند خارج از پایاپای از سوی طرفین قرارداد و اظهار اینکه، تسویه صورت خواهد پذیرفت فرابورس با اخذ سند خارج از پایاپای، معامله را تأیید نماید. مثال دیگر آن که فروشنده در معامله عمده که بخشی از ثمن به صورت اقساطی دریافت می‌شود اسناد تضمینی همانند چک یا ضمانت‌نامه بانکی دریافت نماید و پس از تأیید معامله توسط مدیرعامل فرابورس، احراز شود که چک بلامحل بوده و یا ضمانت‌نامه بانکی مجعول باشد. در این قبیل موارد در صورت فقدان شرط نتیجه یا شرط صفت در مورد معامله، مشروطه حق فسخ قرارداد را به استناد خیار تخلف شرط دارد اما در خصوص عدم اجرای شرط فعل توسط متعهد مستند به مواد ۲۳۷، ۲۳۸ و ۲۳۹ قانون مدنی، قاعده کلی این است که اگر مشروط علیه فعل مادی یا حقوقی مورد شرط را انجام ندهد، الزام وی از مراجع ذیصلاح خواسته می‌شود و اگر الزام ممکن نشد و فعل مورد شرط، قائم به شخص نباشد شخص دیگری با مجوز دادگاه به هزینه مشروط علیه اقدام به اجرای شرط می‌کند و چنانچه اجرای شرط توسط دیگری نیز ممکن نشد، مشروط له حق فسخ قرارداد را خواهد داشت.

در فرضی که فروشنده با آگاهی نسبت به بلامحل بودن چک تضمینی دریافتی، اقدام به ظهرنویسی و انتقال آن نماید. آیا این اقدام وی، اسقاط ضمنی حق فسخ فروشنده نسبت به معامله عمده سهام تلقی می‌شود یا در صورتی واجد این اثر است که با اطلاع از وجود خیار صورت پذیرد؟

اسقاط حق خیار، یک عمل حقوقی است که به صورت ضمنی یا صریح ابراز می‌شود. در دلالت اعمالی که نشانه اسقاط خیار تلقی شود، اختلاف وجود دارد. از آن جا که اسقاط خیار، عمل حقوقی و تابع اراده صاحب آن است افعال آن شخص در صورتی دلالت بر

۱. سندی که مبین تسویه معامله توسط طرفین خارج از عملیات پایاپای معاملات در شرکت سپرده گذاری مرکزی اوراق بهادار و تسویه وجوه می‌باشد.

انجام دادن عمل حقوقی می‌کند که با اطلاع وی انجام شود. برای دلالت اعمال شخص بر سقوط خیار گریزی نیست جز اینکه در دید عرف آن چه روی می‌دهد نشانه اسقاط خیار باشد. در این فرض نیز آگاهی فروشنده نسبت به بلامحل بودن چک و اقدام به ظهرنویسی و انتقال آن، دلالت بر اسقاط حق خیار می‌شود.

سوالی دیگر آن است که آیا مشروطه می‌تواند به هنگام قرار دادن شرط فعل در اطلاعیه عرضه عمده سهام و یا در بیانیه مذاکره در معاملات مبتنی بر مذاکره پیش‌بینی نماید در صورتی که مشروط علیه به انجام آن مبادرت نرزد، بدون الزام خریدار به انجام شرط فعل، حق فسخ قرارداد را داشته باشد؟

در شرط فعل، مفاد ماده ۲۳۹ قانون مدنی از قواعد آمره محسوب نمی‌شود و امکان تقدم حق فسخ قرارداد نسبت به سایر ضمانت اجراها وجود دارد و رابطه طولی میان حق الزام و حق فسخ قابل اثبات نیست. قید عدم امکان اجرا برای تحقق حق فسخ نه منشاء فقهی دارد و نه حتی در حقوق دیگر کشورها به این صورت است.<sup>۱</sup> بنابراین پیش‌بینی شرط فعل به این صورت از سوی مشروطه در بیانیه مذاکره یا اطلاعیه عرضه فاقد اشکال است.

### بند هفتم: خیار تفلیس و تعذر تسلیم

قانون مدنی از خیار تفلیس نامی نبرده اما در ماده ۳۸۰ این قانون مقرر شده است: «در صورتی که مشتری مفلس شود و عین مبیع نزد او موجود باشد، بایع حق استرداد آن را دارد و اگر مبیع هنوز تسلیم نشده باشد می‌تواند از تسلیم آن امتناع کند». خیار تفلیس در عقود معوض جاری می‌شود.

در معاملات عمده سهام و حق تقدم آن در فرابورس، از شرایط متقاضیان خرید «داشتن توان مالی مناسب» است که از طرق مختلفی پیش از انجام معامله، مورد ارزیابی قرار می‌گیرد. بدین نحو که برای شخص حقوقی متقاضی خرید براساس صورت‌های مالی حسابرسی شده آخرین سال مالی، جمع حقوق صاحبان سهام وی باید حداقل معادل حصه نقدی معامله یا نصف معامله براساس قیمت پایه بوده و یا اینکه مطابق اطلاعات مالی، شرکت از تمکن مالی لازم برخوردار باشد. نسبت به اشخاص حقیقی نیز تمکن مالی لازم جهت انجام معامله

بر اساس مدارک و مستندات ارائه شده از سوی متقاضی از قبیل گواهی گردش حساب یا حساب‌های بانکی، متوسط موجودی حساب یا حساب‌های بانکی طی یک سال گذشته و اظهارنامه مالیاتی متقاضی، احراز می‌شود. شخص متقاضی نباید از جمله اشخاصی باشد که طی پنج سال پیش از زمان درخواست خرید، ورشکسته شده و نتوانسته باشد بدهی‌های خود را در موعد مقرر پرداخت نماید. همچنین شخص حقیقی یا حقوقی متقاضی خرید و ذی‌نفعان نهایی عمده<sup>۱</sup> آن نباید بدهی‌های معوق عمده به شبکه بانکی، بیمه تأمین اجتماعی، سازمان امور مالیاتی و سازمان خصوصی‌سازی داشته باشند و در فهرست اعلامی نهادهای مربوط، بدهکار عمده باشند<sup>۲</sup>.

حال چنانچه علی‌رغم بررسی‌های مذکور پیش از قطعی شدن معامله توسط فرابورس، فقدان توان مالی خریدار احراز گردد، وضعیت معامله به چه صورت خواهد بود؟ سوال مذکور در دو فرض قابل بررسی می‌باشد:

نخست: در صورت تشخیص قبل از پایان رقابت؛ سازمان بورس از ادامه رقابت متقاضی فاقد توان مالی جلوگیری می‌کند.

دوم: در صورت تشخیص پس از پایان رقابت و برنده شدن متقاضی؛ در این فرض سازمان بورس ادامه فرآیند معامله را تعلیق و موضوع را در اولین جلسه شورای عالی بورس مطرح می‌کند و شورا درخصوص تأیید و عدم تأیید معامله تصمیم‌گیری می‌کند. بنابراین برخلاف سایر حالات معاملات عمده اوراق بهادار در فرابورس، تأیید شورای عالی بورس جایگزین تأیید مدیرعامل فرابورس می‌گردد زیرا نوسانات این گونه معاملات بر نظم حاکم بر بازار سرمایه تأثیر بسزایی دارد.

سوال اساسی مربوط به احراز فقدان توان مالی خریدار پس از تأیید معامله توسط مدیرعامل فرابورس و قطعیت آن است که آیا بر وضعیت معامله اثر خواهد گذاشت؟ با عنایت به اینکه فرابورس پس از تسویه حصه نقدی معامله و دریافت سند تسویه خارج از پایاپای، معامله را تأیید می‌نماید لذا اینکه ثمن معامله تسویه نشده باشد و با این حال سند

۱. ذی‌نفع نهایی عمده: شخص حقیقی است که بواسطه تملک مستقیم یا غیرمستقیم سهام یا به هر ترتیب دیگری، کنترل یا نفوذ قابل ملاحظه‌ای در شخص حقوقی متقاضی دارد (ماده ۱ ضوابط مربوط به شرایط متقاضیان خرید در معاملات عمده سهام و حق تقدم سهام در بورس اوراق بهادار تهران و فرابورس ایران).

۲. ماده ۲ همان ضوابط



تسویه خارج از پایایی به فرابورس ارائه گردد، بسیار بعید است و تنها، فروشی که خریدار برای تسویه خارج از پایایی در وجه فروشنده، اسناد تجاری مانند چک صادر نموده و فاقد محل باشد، باقی می‌ماند. در این فرض اگر ناتوانی در تسلیم مورد معامله<sup>۱</sup> بعد از عقد عارض شود و موجب آن ناتوانی مالی متعهد باشد، طرف دیگر معامله می‌تواند آن را فسخ کند. این اختیار بر فسخ معامله را خیار تعذر تسلیم گویند که در قانون مدنی از آن نامی برده نشده ولی لازمه عدالت معاوضی است. مواد ۲۳۹، ۲۴۰، ۳۸۰، ۴۷۶، ۴۸۸ و ۵۳۴ قانون مدنی مصداقی از این خیار می‌باشد. برای رهایی از معامله اوراق بهادار که خریدار دچار ناتوانی مالی است، فروشنده از خیار تفلیس نیز می‌تواند استفاده نماید. آنچه استفاده از خیار تفلیس و خیار تعذر تسلیم را با نظم عمومی اقتصادی مرتبط می‌کند، جلوگیری از اجتماع عوض و معوض نزد یکی از طرفین قرارداد است.<sup>۲</sup>

### گفتار دوم: خیارات غیر قابل اعمال در معامله اوراق بهادار

از جمله خصوصیات و ویژگی‌های معاملات اوراق بهادار در فرابورس، لازم بودن عقد است بنابراین در فروشی که شک و تردید نسبت به امکان اعمال خیار داشته باشیم، اصل بر عدم وجود خیار خواهد بود. گاه در لزوم قرارداد و وجود خیارات در عقد تردید نیست اما در این نکته اختلاف است که آیا وجود خیار مورد بررسی با طبیعت قرارداد سازگار است یا در آن سنخ از قراردادها اعمال نمی‌شود. بنابراین گام نخست، جهت بررسی امکان تحقق هر خیار در معامله آن است که وضعیت هر معامله را با شرایط اعمال هریک از خیارات بررسی نمود.

در مورد خیار مجلس نیز با توجه به آن که از نظر ثبوتی زمان و مکان انعقاد قرارداد، زمان و مکانی است که آخرین جزء عقد محقق می‌شود<sup>۳</sup> و در معامله اوراق بهادار در فرابورس که

۱. عدم تسلیم در معاملات معوض ممکن است به تناسب موضوع خود یکی از سه اثر ذیل را داشته باشد:

- حق حبس که در صورت خودداری از تسلیم و با شرایط خاص ایجاد می‌شود.
- حق فسخ که به دلیل ناتوانی طاری در تسلیم به طرف مقابل داده می‌شود و خیار تعذر تسلیم نام دارد.
- انفساخ عقد که در صورت تلف موضوع تعهد پیش از تسلیم عارض می‌شود و التزام طرف دیگر را نیز از بین می‌برد.

۲. کاتوزیان، (۱۳۸۳)، ص. ۳۹۶.

3. Martin, (2008), p. 480.

عقدی تشریفاتی محسوب می‌شود، آخرین جزء تشریفات یعنی تأیید مدیرعامل فرابورس می‌باشد. این جزء در معاملات خرد تا پایان ساعت اداری روز کاری و در معاملات عمده پس از تسویه حصه نقدی و تسلیم سند خارج از پایاپای ظرف ۹ روز کاری بعد از انجام معامله در سامانه انجام می‌پذیرد که دیگر طرفین ترک مجلس کردند

معاملات اوراق بهادار در فرابورس هرچند مصداقی از عقد بیع به شمار می‌رود لیکن وجود خیار حیوان با توجه به مورد معامله در فرابورس که اوراق بهادار است، متصور نمی‌باشد. از دیگر خیاراتی که در معامله اوراق بهادار در فرابورس نمی‌توان وجود آن را متصور شد، خیار تأخیر ثمن است زیرا مقنن درخصوص شرایط تحقق این خیار در ماده ۴۰۲ قانون مدنی چنین بیان می‌دارد: «هرگاه مبیع عین خارجی و یا در حکم آن بوده و برای تأدیه ثمن یا تسلیم مبیع بین متبایعین اجلی معین نشده باشد اگر سه روز از تاریخ بیع بگذرد و در این مدت نه بایع مبیع را تسلیم مشتری نماید و نه مشتری تمام ثمن را به بایع بدهد بایع مختار در فسخ معامله می‌شود». بنابراین یکی از شرایط تحقق خیار تأخیر ثمن آن است که برای تأدیه ثمن یا تسلیم مبیع بین طرفین معامله اجلی معین نشده باشد حال آن که تأدیه ثمن در تسویه کلیه اوراق بهادار در فرابورس به صورت موجد صورت می‌پذیرد لذا خیار تأخیر ثمن در معاملات فرابورس وجود ندارد.

برخی با اشاره به نحوه انجام معامله اوراق بهادار در بازار سرمایه که به محض انجام یک معامله توسط کارگزار، وی از آن معامله فارغ می‌شود و به معامله بعدی می‌پردازد، این وضعیت را در حکم ترک جلسه معاملاتی دانستند<sup>۱</sup> بدین توضیح که هرچند کارگزار در ایستگاه معاملاتی در تالار معامله حضور فیزیکی دارد و ساعت معاملات نیز به پایان نرسیده است اما پرداختن به معامله دیگر در حکم خارج شدن و ترک مجلس معامله شمرده شده است. به نظر این استدلال جامع نمی‌باشد زیرا در مورد معامله برخط که توسط سرمایه‌گذار و نسبت به یک معامله صورت می‌پذیرد، صدق نمی‌کند. به علاوه معامله با ورود سفارش توسط کارگزار در سامانه منعقد نشده و نیاز به تطبیق سفارشات و پس از آن تأیید معامله توسط مدیرعامل فرابورس است بنابراین صرف ورود سفارش‌های دیگر توسط کارگزار ترک مجلس معامله برای سفارشات قبلی محسوب نمی‌شود بنابراین خیار مجلس در معامله

۱. ابراهیمی، (۱۳۹۲)، ص. ۲۵۸.

اوراق بهادار در فرابورس متصور نمی‌باشد.

خیار شرط که اختیار برهم زدن عقد را برای مدت معین به مشروطه اعم از هر یک از طرفین قرارداد یا هر دو یا شخص ثالث می‌دهد در معامله اوراق بهادار در فرابورس وجود ندارد. زیرا در بررسی وجود هر خیار باید قید «سازگاری با طبیعت عقد» را از شرایط تحقق آن شمرد بنابراین اینکه اختیار برهم زدن عقد را ولو برای مدت معین به یکی از طرفین معامله یا شخص ثالث بدهیم با طبیعت معاملات اوراق بهادار و همچنین قطعیت آن در بازار سرمایه اعم از بورس‌ها و بازارهای خارج از بورس مغایر است و چنین خیار برای اشخاص در معاملات بازار سرمایه وجود ندارد.

سوالی که مطرح می‌شود آن است که آیا اعمال خیار تنها طریقه تقلیل یا جبران خسارت توسط اشخاص در معامله اوراق بهادار است؟

در حقوق کشورهای مختلف و کنوانسیون‌های بین‌المللی این اصل وجود دارد<sup>۱</sup> که خسارات ناشی از نقض عهد باید جبران شود<sup>۲</sup>. برای اشخاص در یک قرارداد، حقوق و مزایای مالی و غیرمالی ایجاد می‌شود. حقوق مالی ایجاد شده جزئی از دارایی طرف قرارداد است و همانند هر مال دیگر ممکن است خود منشاء درآمد و منافع مالی جدید گردد. نقض عهد در این حالت فعل زیانباری است که به این موقعیت مشروع و مورد حمایت قانونی لطمه وارد می‌کند<sup>۳</sup>. برای اینکه خسارت به شکل کامل جبران شود باید وضعیت زیان‌دیده به شرایطی بازگردد که قبل از نقض عهد از آن برخوردار بوده است<sup>۴</sup> یعنی به وضعیتی که قرارداد قوت خود را حفظ کرده و متصور است که تمام حقوق و مزایای ناشی از آن قرارداد در پرتو عمل به تعهدات حاصل شود. طریقی که بتوان به این هدف دست یافت متنوع بوده و امکان اعمال آن وجود دارد. اصل کلی است که متعهدله در قراردادها بتواند از یک یا چند ضمانت اجرا برای احقاق حق خود استفاده کند و با اختیار خود متناسب با شرایط و مصلحت، ضمانت اجرای مناسب را برگزیند. این اصل استثنائاتی نیز دارد که ناشی از طبیعت و ماهیت ضمانت‌اجراهای مختلف است به عنوان مثال الزام به انجام تعهد با حق

۱. ماده ۲، ۴، ۷ اصول قراردادهای تجاری بین‌المللی (UNIDROIT) مقرر می‌دارد: «زیان‌دیده مستحق تمام خسارات ناشی از عدم انجام تعهد است...» (اخلاقی و امام، ۱۳۷۹: ۲۷۴).

2. McKendrick, (2005), p.1005.

3. Treitle, (1995), 842.

۴. رنجبر، (۱۳۹۱)، ص. ۲۶.

فسخ جمع بسته نمی‌شود به نحوی که نمی‌توان هر دو را باهم اعمال نمود اما در یک رابطه طولی می‌توان ابتدا الزام متعهد را به انجام تعهد مطالبه نمود و بعد در صورت عدم امکان از فسخ استفاده کرد. در میان ضمانت اجراهای مختلف، جبران خسارت کمترین ناسازگاری را با دیگر واکنش‌ها دارد. جبران خسارت ممکن است به عنوان یک ضمانت اجرا به تنهایی مورد استفاده قرار گرفته و یا به عنوان یک واکنش تکمیلی در کنار دیگر واکنش‌ها مورد استفاده قرار گیرد به عنوان مثال اشکال حقوقی در مطالبه خسارت در کنار فسخ قرارداد یا الزام به انجام تعهد به نظر نمی‌رسد.<sup>۱</sup> البته باید در نظر گرفت که مجموعه واکنش‌هایی که اعمال می‌شود نباید موقعیت متعهدله را در موقعیتی بهتر از آنچه که در صورت انجام تعهد به آن می‌رسید، قرار دهد به عبارتی یک خسارت نباید دو بار جبران شود.<sup>۲</sup>

بر اساس مقررات حاکم بر معامله اوراق بهادار در فرابورس در برخی معاملات به هنگام عدم انجام تعهد از سوی یکی از طرفین قرارداد، وجوهی به عنوان خسارت، اخذ یا از تضامین دریافت شده قبلی متعهد، کسر می‌گردد. مواردی که در این خصوص در مقررات وجود دارد به قرار ذیل است:

- عدم واریز حصه نقدی یا عدم ایفای تعهدات خریدار در خصوص سند تسویه خارج از پایاپای طی مهلت مقرر قانونی توسط کارگزار وی در معاملات عمده فرابورسی: خسارت از محل ۳ درصد ارزش سهام یا حق تقدم که به صورت نقد یا ضمانت‌نامه بانکی در ابتدای ورود به فرآیند رقابت خرید عمده سهام یا حق تقدم پرداخت شده بود، اخذ می‌گردد. بدین نحو که ابتدا کارمزدهای متعلقه کسر و مابقی به فروشنده پرداخت می‌شود.<sup>۳</sup>

- عدم ارائه سند تسویه خارج از پایاپای طی مهلت مقرر از سوی کارگزار در معاملات عمده فرابورسی: کارگزار فروشنده مطابق ماده ۴۱ دستورالعمل اجرایی نحوه انجام معاملات اوراق بهادار در فرابورس موظف به پرداخت خسارت معادل یک درصد ارزش معامله شده است.

۱. ماده ۷، ۴، ۱ اصول قراردادهای تجاری بین‌المللی نیز در اینخصوص بیان می‌دارد: «هر عدم انجام تعهدی یا به شکل انحصاری یا در کنار دیگر واکنش‌ها برای زیان‌دیده حق مطالبه خسارت ایجاد می‌کند مگر اینکه به موجب این اصول برای عدم انجام تعهد عذری وجود داشته باشد».

۲. رنجبر، (۱۳۹۱)، صص. ۱۳۵-۱۳۳.

۳. مواد ۳۶ و ۴۲ دستورالعمل نحوه انجام معاملات در فرابورس

• خودداری فروشنده<sup>۱</sup> از انجام معامله در سامانه پس از انعقاد تفاهم‌نامه در معاملات مبتنی بر مذاکره: تضامینی که فروشنده قبل از درج نام اوراق بهادار در فهرست عرضه نزد شرکت سپرده‌گذاری مرکزی تودیع کرده است پس از کسر کارمزدهای متعلقه به خریدار پرداخت می‌شود<sup>۲</sup>.

در خصوص ماهیت جریمه مذکور این بحث وجود دارد که آیا ماهیت جریمه، قالب وجه‌التزام دارد یا اینکه حسب مورد فروشنده در فرض اثبات خسارت وارده به میزان بیشتر یا خریدار در فرض اثبات ورود خسارت کمتر، می‌تواند خسارت واقعی را مطالبه نماید؟ تأدیه جرایم مذکور هرچند در مقررات حاکم بر تسویه معاملات در فرابورس پیش‌بینی شده است لیکن تحلیل ماهیت حقوقی جرایم مذکور مستلزم بررسی مفاد ایجاب در قالب اطلاعیه عرضه در معاملات عمده و همچنین بیانیه مذاکره در معاملات مبتنی بر مذاکره اوراق بهادار در فرابورس می‌باشد. در مفاد اطلاعیه عرضه و همچنین بیانیه مذاکره، اخذ جرایم از تضامین در صورت نقض تعهدات طرفین معامله به صورت روشن اظهار و در بندهای مستقل تصریح شده است بنابراین در وجه‌التزام بودن ماهیت حقوقی این گونه جرایم تردیدی نمی‌توان نمود.

## جمع‌بندی و ملاحظات

معامله اوراق بهادار در فرابورس از عقود لازم و تشریفاتی محسوب می‌شود که امکان اعمال برخی از خیارات در این گونه معاملات وجود دارد. از میان انواع خیارات؛ خیار غبن، عیب، تدلیس، خیار تخلف و وصف، خیار شرط، خیار تبعض صفت، خیار تفلیس و تعذر تسلیم در برخی از معاملات اوراق بهادار در فرابورس، امکان اعمال دارد لیکن خیاراتی از قبیل خیار مجلس، حیوان و شرط با لحاظ خصوصیات معامله اوراق بهادار، قابل اعمال نمی‌باشد.

۱. برای عدم ایفای تعهدات متقاضی خرید، زمانی که موجب جلوگیری از انجام معامله می‌شود در مقررات، اخذ خسارتی پیش‌بینی نشده و صرف ارجاع موضوع به هیأت داورى موضوع ماده ۳۶ قانون بازار براساس ماده ۱۶ دستورالعمل اجرایی معاملات مبتنی بر مذاکره اوراق بهادار در فرابورس مقرر شده است. هیأت داورى موضوع ماده ۳۶ قانون بازار، یک مرجع اختصاصی غیردادگستری است که می‌توان آن را به اعتبار شباهت عملکرد و رسیدگی آن با مراجع قضایی و به دلیل خاص بودن صلاحیت آن، یک مرجع «شبه قضایی» نامید. مولف Blacks Law معتقد است این اصطلاح در حقوق آمریکا و انگلیس بیشتر به مراجع اداری که صلاحیت قضاوت در اموری خاص داشته و آرای آنان قابل تجدیدنظر در دادگاه‌هاست اطلاق می‌گردد (میرزایی منفرد، ۱۳۹۰: ۱۳۱).

۲. ماده ۱۵ دستورالعمل اجرایی معاملات مبتنی بر مذاکره اوراق بهادار در فرابورس

خيارات قابل اعمال به قرار ذيل است:

۱. در معاملات بازرهائي از فرابورس كه دامنه نوسان قيمت در آن اعمال مي شود از جمله بازار اول و بازار دوم فرابورس، تصور وجود غبن فاحش وجود نداشته و عرف حاكم بر بازار سرمايه تغييرات قيمت در بازه  $\pm 5\%$  را نابرابري فاحش عوضين معامله محسوب نمي كند اما در معاملات بازرهائي كه دامنه نوسان قيمت وجود ندارد همانند بازار پايه كه معاملات به صورت توافقي و با مذاكره صورت مي پذيرد، وجود خيار غبن متصور است.
۲. وجود خيار عيب نيز در معامله برخي از اوراق بهادار از قبيل اوراق بهادار مبتني بر دارائي فكري كه معاملات آن در بازار سوم فرابورس و در قالب معاملات مبتني بر مذاكره انجام مي شود، متصور است زيرا در مواردی كه دارایی فكري واجد ويژگي های فني معرفي شده براي آن در قالب طرح كسب و كار نيست بنا بر اين ارزش اوراق بهادار مبتني بر دارائي فكري مذكور بسيار تنزل مي يابد.
۳. در معاملات عمده شرايطي سهام در فرابورس، مدارك و اسناد ارائه شده توسط خريدار براي تسويه و يا مجوزهاي ارائه شده از سوي فروشنده در معامله اوراق بهادار مبتني بر دارائي فكري، ممكن است جعلی باشد لذا تدليس در معامله اوراق بهادار مصداق يافته و خيار تدليس قابل اعمال است.
۴. خيار تخلف وصف نيز در صورت غير واقعي بودن صورتهای مالی افشاء شده شركت ها در سامانه كدال كه اشخاص با اعتماد به آن، وضعيت شركت را تحليل و نسبت به خريد اوراق بهادار شركت اقدام مي كنند اطلاعات آن از قبيل اكتشاف جديد يا دست يابي به فناوري نوين از سوي شركت، براي خريداران سبب ايجاد حق فسخ مي شود زيرا صورتهای مالی افشاء شده شركت، نشان دهنده وصفی از وضعيت شركت از قبيل ادعای دستيابی به فناوري نوين است كه از اوصاف فرعی به شمار مي رود و در صورت غير واقع بودن، آن وصف زایل شده و امكان اعمال خيار تخلف وصف فراهم خواهد بود.
۵. خيار تخلف از شرط نيز در معاملات عمده شرايطي در صورت عدم تحقق شرط

- نتیجه، صفت و یا عدم انجام شرط فعل برای فروشنده ایجاد می‌شود.
۶. در معامله اوراق بهادار در فرابورس، خیار تبعض صفقه در صورت مستحق للغير در آمدن بخشی از اوراق بهادار مورد معامله با صدور رأی قطعی از مراجع ذی صلاح قبل از قطعیت معامله-یعنی در فاصله زمانی ورود سفارش فروش اوراق بهادار در سامانه معاملات تا تسویه معامله و اعلام قطعیت آن توسط فرابورس- برای خریدار ایجاد می‌شود.
۷. در معاملات عمده سهام و حق تقدم آن در فرابورس، از شرایط متقاضیان خرید «داشتن توان مالی مناسب» است که در صورت فقدان آن، فروشنده از خیار تفلیس برای رهایی از معامله اوراق بهادار که خریدار دچار ناتوانی مالی است، می‌تواند استفاده نماید.

## منابع

- ابراهیمی، مریم، (۱۳۹۲). مبانی حقوقی بیع سهام در بورس، نشر نوای مدرسه با همکاری مرکز مالی ایران. اسکندری، رسول، (۱۳۹۰). بررسی آثار حد نوسان قیمت سهام در بورس اوراق بهادار تهران، مجله چشم‌انداز مدیریت مالی و حسابداری، شماره ۳.
- اصغری آقمشهدی، فخرالدین و محمدی، سام و مصطفوی، زهرا، (۱۳۹۳). شرایط تحقق خیار غبن، فصلنامه پژوهش‌های فقه و حقوق اسلامی، شماره ۳۷.
- امامی، سیدحسن، (۱۳۷۸). حقوق مدنی، جلد اول، کتابفروشی اسلامیه.
- انصاری، شیخ مرتضی، (۱۴۱۰ ه.ق). مکاسب، نشر موسسه نعمان.
- انصاری، علی و حیدری سورشجانی، مریم، (۱۳۹۳). تحلیل حقوقی تأیید بورس در معاملات اوراق بهادار، فصلنامه بورس اوراق بهادار، شماره ۲۷.
- بروجردی عبده، محمد، (۱۳۸۹). حقوق مدنی، نشر نگاه بینه.
- جعفری لنگرودی، محمد جعفر، (۱۳۸۸). دائره‌المعارف حقوق مدنی و تجارت، نشر گنج دانش.
- حمیری، نشوان بن سعید، (۱۴۲۰ ه.ق). شمس‌العلوم و دواء کلام العرب من الکلوم، جلد الاول، دارالفکر المعاصر، لبنان.
- رنجبر، مسعود رضا، (۱۳۹۱). تعیین خسارت ناشی از نقض قرارداد، نشر میزان.
- صادقی نشاط، امیر، (۱۳۸۸). حق فسخ قرارداد با وجود امکان الزام به اجرا در حقوق ایران، فصلنامه حقوق، مجله دانشکده حقوق و علوم سیاسی، شماره ۴.
- طوسی، حسن بن علی، (۱۳۸۸ ه.ق). المبسوط فی فقه الامامیه، مکتب المرتضویه.
- عاملی، سید محمدجواد، مفتاح‌الکرامه، جلد الرابع، ۶۴۵.
- عبده بروجردی، محمد، (۱۳۸۰). حقوق مدنی، انتشارات خرسندی.
- علامه حلی، ابی منصور الحسن بن یوسف بن المطهر الاسدی، (۱۴۲۰ ه.ق). تذکره الفقهاء، جلد الثانی، مؤسسه آل‌البیته علیهم‌السلام.
- کاتوزیان، ناصر، (۱۳۸۳). قواعد عمومی قراردادها، جلد پنجم، شرکت سهامی انتشار، چاپ چهارم.
- کاتوزیان، ناصر، (۱۳۸۳). قواعد عمومی قراردادها، جلد چهارم، شرکت سهامی انتشار، چاپ چهارم.
- لطفی، اسدالله، (۱۳۸۸). عقد بیع، انتشارات خرسندی، چاپ اول.
- محقق حلی، ابوالقاسم نجم‌الدین جعفر بن الحسن، (۱۳۰۹ ه.ق). شرایع الاسلام، جلد الاول، نشر استقلال.
- منجذب، محمدرضا و علیمحمدی، میثم، (۱۳۹۳). دامنه مجاز نوسان در بورس اوراق بهادار تهران: اثرات، ابعاد و تحلیل آن، فصلنامه سیاست‌های مالی و اقتصادی، شماره ۷.
- میرزایی منفرد، غلامعلی، (۱۳۹۰). حقوق بازار اوراق بهادار (بخش اختلافات)، نشر میزان.
- نجفی، محمدحسن، (۱۴۱۲ ه.ق). جواهر الکلام فی شرح شرائع الاسلام، موسسه المرتضی العالمیه، بیروت.
- Frey, Alexander Hamilton, (1995). Federal Regulation of the Over-the Counter Securities Market, University of Pennsylvania, Vo. 106, No. 1.



<http://idioms.thefreedictionary.com>

Mckndrick, Ewan, (2005). Contract Law: Text, Cases and Materials, Oxford University Press.

Schexnayder, Martin S., (2009). Illustration by Ryan Day, Securities Broker Liability in Texas, Texas Bar Journal, Vol 72.

Treitle, G.H. (1995). The Law of Contract, Sweet & Maxwell, London.

[www.investopedia.com](http://www.investopedia.com)