

The Extinction of Obligations within the Micro-Structural Framework of Stock Exchange Transactions: With Emphasis on the Function of the Clearing House



**Seyed Morteza
Shahidi**

Assistant Professor, Department of Private Law, Faculty of Law, Islamic Azad University, Science and Research Branch, Tehran, Iran (Corresponding Author)
1532808941@iau.ir



**Arefeh
GhasemzadehDehabadi**

Master's Student of Private Law, Islamic Azad University, Science and Research Branch, Tehran, Iran
arefeghasemzade@yahoo.com

Received: 2026-05-10

Accepted: 2026-09-14



Journal of Research and Development
in Financial and Tax Law



Iranian Law and Legal Research
Institute

Abstract

The extinction of obligations in civil law has traditionally been analyzed in light of such causes as performance, set-off, and novation, and within the framework of a bilateral relationship between obligee and obligor. The expansion of organized financial markets and the emergence of the micro-structures underlying stock exchange transactions, however, have transformed this classical picture. Employing a descriptive-analytical method and drawing on the regulations governing Iran's capital market, the present study seeks to demonstrate that obligations arising from exchange transactions are the product not merely of private consensual agreement, but of an institutional and regulated order.

Journal of Research and Development
in Financial and Tax Law

Iranian Law and Legal Research
Institute

Vol. 1 | No. 1 | Spring & Summer 2026

(Original Article)

www.jftl.illrc.ac.ir

DOI:

10.22034/jftl.2026.2088414.1005

Within this framework, the extinction of an obligation is realized not at the moment of the initial agreement, but at the stage of registration, settlement, and clearing, within the operational setting of the Central Securities Depository. Through the centralization of debts, the netting of obligations, and the management of default risk, the clearing house transforms the direct relationship between buyer and seller into a centralized network of institutional relationships, thereby acquiring a function closely resembling that of novation. The findings of the research indicate that transactional micro-structures and the clearing mechanism serve to guarantee the performance of obligations and to safeguard stability and confidence in the capital market. Accordingly, reexamining the concept of the extinction of obligations in light of the market's institutional order constitutes an unavoidable necessity for the development of contemporary obligations law.

Keywords: micro-structure, extinction of obligations, clearing house, novation, default risk, performance of obligation



سقوط تعهدات در چارچوب ریزساختارهای معاملاتی بورس؛ با تأکید بر کارکرد اتاق پایاپای

سیدمر ترضی شهیدی

استادیار گروه حقوق خصوصی دانشکده حقوق دانشگاه آزاد اسلامی واحد علوم
و تحقیقات، تهران، ایران، (نویسنده مسئول)
1532808941@iau.ir

عارفه قاسم زاده ده آبادی

دانشجوی کارشناسی ارشد حقوق خصوصی دانشگاه آزاد اسلامی واحد علوم و
تحقیقات، تهران، ایران
arefeghasemzade@yahoo.com



تاریخ پذیرش: ۱۴۰۵/۰۶/۲۳

تاریخ دریافت: ۱۴۰۵/۰۲/۲۰

چکیده

سقوط تعهدات در حقوق مدنی، به طور سنتی، در پرتو اسبابی چون وفای به عهد، تهاتر و تبدیل تعهد و در چارچوب رابطه‌ای دوجانبه میان داین و مدیون تحلیل می‌شود. با این حال، گسترش بازارهای سازمان‌یافته مالی و پیدایش ریزساختارهای معاملاتی بورس، این تصویر کلاسیک را دگرگون ساخته است. پژوهش حاضر با روش توصیفی - تحلیلی و باتکیه بر مقررات بازار سرمایه ایران، می‌کوشد نشان دهد که تعهدات ناشی از معاملات بورسی، نه صرفاً محصول تراضی خصوصی، بلکه برآیند نظامی نهادی و قانونمند است. در این چارچوب، سقوط تعهد نه در لحظه توافق اولیه، بلکه در مرحله ثبت، تسویه و پایاپای و در بستر عملکرد شرکت سپرده‌گذاری مرکزی تحقق می‌یابد. اتاق پایاپای با تمرکز دیون، خالص‌سازی تعهدات و مدیریت ریسک نکول، رابطه مستقیم خریدار و فروشنده را به شبکه‌ای متمرکز از روابط نهادی تبدیل می‌کند و بدین‌سان، کارکردی نزدیک به تبدیل تعهد می‌یابد.

دوفصلنامه تحقیق و توسعه در حقوق مالی و مالیاتی

پژوهشکده حقوق و قانون ایران

دوره ۱ | شماره ۱ | بهار و تابستان ۱۴۰۵

(مقاله پژوهشی)

www.jftl.illrc.ac.ir

DOI:

10.22034/jftl.2026.2088414.1005

یافته‌های تحقیق حاکی از آن است که ریزساختارهای معاملاتی و سازوکار پایاپای، تضمین‌کننده اجرای تعهدات و حافظ ثبات و اعتماد در بازار سرمایه‌اند. از این رو، بازخوانی مفهوم سقوط تعهدات در پرتو نظم نهادی بازار، ضرورتی اجتناب‌ناپذیر در توسعه حقوق تعهدات معاصر به شمار می‌آید.

کلیدواژه‌ها: ریزساختار، سقوط تعهدات، اتاق پایاپای، تبدیل تعهد، ریسک نکول، وفای به عهد

مقدمه

در حقوق مدنی، تعهد از بنیادی‌ترین جلوه‌های رابطه حقوقی میان اشخاص است؛ رابطه‌ای که به موجب آن، متعهد در برابر متعهدله، به دادن مال، انجام فعل یا خودداری از فعل ملتزم می‌شود و با تحقق یکی از اسباب شناخته‌شده، مانند ایفای تعهد، تهاتر، ابراء، تبدیل تعهد یا مالکیت مافی‌الذمه، سقوط می‌کند. با این همه، این تصویر سنتی، هرچند در قلمرو روابط خصوصی کارآمد است، در همه حوزه‌ها به همان سادگی و صراحت باقی نمی‌ماند. در حقوق تجارت و به‌ویژه در بازارهای سازمان‌یافته مالی، تعهد در بستر نهادهای تخصصی و سازوکارهای جمعی، سیمایی پیچیده‌تر و نهادمند می‌یابد.

بازار بورس از روشن‌ترین جلوه‌های این تحول است. در این بازار، ایجاد، اجرا و سقوط تعهدات، تنها نتیجه تراضی دو اراده خصوصی نیست، بلکه در درون شبکه‌ای از قواعد آمره، نهادهای واسط و فرایندهای فنی و حقوقی تحقق می‌پذیرد. از این رو، هرچند تراضی مبنای نخستین وقوع معامله است، اثر نهایی آن جز در چارچوب مقررات بازار، تأیید، ثبت، تسویه و پایاپای^۱ استقرار نمی‌یابد. چنان‌که مطابق بند ۲ ماده ۱ آیین‌نامه معاملات در شرکت بورس اوراق بهادار تهران و لواحق آن، معامله هنگامی قطعیت می‌یابد که به تأیید بورس برسد و به موجب بند ۲۲ همان ماده، مرحله نهایی انجام معامله، تسویه و پایاپای است؛ مرحله‌ای که در آن مالکیت اوراق بهادار به خریدار و وجوه حاصل به فروشنده منتقل می‌شود. همچنین ماده ۸ آیین‌نامه معاملات، تسویه وجوه و پایاپای اوراق بهادار را تابع دستورالعمل سپرده‌گذاری، تسویه و پایاپای قرار داده و ماده ۳۳ با محدودکردن تسویه خارج از اتاق پایاپای به موارد خاص، بر اصل انجام تعهدات در بستر سازوکار رسمی و متمرکز بازار تأکید کرده است.

این ساختار مقرراتی، در کنار ماده ۲ قانون بازار اوراق بهادار جمهوری اسلامی ایران که نظارت شورا و سازمان را برای حفظ بازار شفاف، منصفانه و کارا مقرر می‌دارد، نشان می‌دهد که تعهدات بورسی را نمی‌توان به‌تمامی با الگوی سنتی روابط خصوصی دوجانبه تحلیل کرد. در این قلمرو، نظم عمومی اقتصادی، اعتماد عمومی و سلامت گردش

¹ CCP: Central Counterparty Clearing House

سرمایه، در سرنوشت تعهدات خصوصی دخالت مستقیم دارند.

در این میان، مفهوم ریزساختارهای معاملاتی بورس اهمیت ویژه دارد. مقصود از آن، مجموعه ترتیبات حقوقی، فنی و نهادی است که از لحظه ورود سفارش تا انجام نهایی معامله، تسویه وجوه، انتقال مالکیت و مختومه شدن تعهدات بر بازار حکومت می‌کند. بر این پایه، سقوط تعهد را باید نه فقط از دیدگاه اسباب کلاسیک سقوط تعهدات، بلکه از منظر عملکرد نهادهای واسطه، مقررات انضباطی بازار و فرایند تسویه تحلیل کرد. مؤید این معنا، ماده ۱۵ قانون توسعه ابزارها و نهادهای مالی جدید است که ایفای به موقع تعهدات ناشی از اوراق بهادار را تنها یک تکلیف قراردادی نمی‌داند، بلکه برای استنکاف از آن، ضمانت اجرای طرح دعوا در هیئت داوری و اجرای رأی از طریق اجرای احکام دادگاه‌ها را پیش‌بینی می‌کند. این دقت قانون‌گذار، نشان می‌دهد که ایفای تعهد و در نتیجه سقوط آن، در بازار سرمایه بخشی از نظم عمومی معاملاتی است.

در این میان، نقش اتاق پایاپای و شرکت سپرده‌گذاری مرکزی اوراق بهادار و تسویه وجوه نقشی محوری است. به موجب بند ۷ ماده ۱ قانون بازار اوراق بهادار، این شرکت عهده‌دار ثبت، نگهداری، انتقال مالکیت و تسویه وجوه است؛ از این رو، اجرای نهایی تعهدات و در نتیجه تحقق سقوط آن‌ها، عملاً در بستر سازوکار متمرکز این نهاد انجام می‌شود. همچنین ماده ۴ آیین‌نامه اجرایی قانون بازار اوراق بهادار، شرکت سپرده‌گذاری مرکزی را از مصادیق نهادهای مالی می‌شناسد؛ ماده ۳ آیین‌نامه اجرایی، بورس‌ها و شرکت سپرده‌گذاری مرکزی را تشکلهای خودانتظام معرفی می‌کند؛ و ماده ۵ همان آیین‌نامه، تمامی نهادها و تشکلهای فعال در بازار سرمایه را در چارچوب مقررات قانون و مصوبات ارکان ذی‌صلاح قرار می‌دهد. مجموعه این احکام، بر وصف نهادی و قانونمند ایفای تعهدات در بازار سرمایه دلالت دارد.

از این رو، ضرورت تحقیق در آن است که مفهوم سقوط تعهدات که در حقوق مدنی غالباً در چارچوب رابطه سنتی دائن و مدیون بررسی می‌شود، در پرتو ساختار خاص بازار سرمایه بازخوانی شود. بازار بورس، به سبب حجم انبوه معاملات، سرعت مبادلات، وابستگی متقابل تعهدات و حساسیت آن نسبت به اعتماد عمومی، تنها با ابزارهای تحلیلی کلاسیک قابل فهم نیست. هر خلل در تسویه یا هر ابهام در زمان و شیوه سقوط تعهد،

می‌تواند به ریسک نکول، اختلال در انتقال مالکیت، تزلزل اعتبار بازار و سستی اعتماد سرمایه‌گذاران بینجامد. بدین‌سان، این پژوهش از حیث نظری، به توسعه ادبیات حقوق تعهدات در عرصه بازار سرمایه یاری می‌رساند و از حیث عملی، می‌تواند در تبیین دقیق‌تر جایگاه اتاق پایاپای، اصلاح برداشت‌های حقوقی و تقویت ثبات بازار مؤثر باشد.

۱. سقوط تعهدات در بورس

وفای به عهد به‌عنوان مهم‌ترین و طبیعی‌ترین سبب سقوط تعهدات، تحقق همان نتیجه‌ای است که طرفین از ایجاد تعهد انتظار دارند. اجرای تعهد، چه به‌صورت اختیاری و چه اجباری، موجب زوال دین می‌شود و در این خصوص تفاوتی میان اجرای مستقیم توسط متعهد و اجرای قهری یا قضایی آن وجود ندارد (شهیدی، ۱۴۰۴). در حقوق قراردادهای «وفای به عهد» مفهومی عام است که پرداخت وجه، تسلیم مال، انجام یا ترک فعل و هر نوع انتقال را در برمی‌گیرد (کاتوزیان، ۱۴۰۴).

۱/۱. نهادینه‌سازی وفای به عهد در بازار سرمایه و گسترش قواعد نظارتی

در بازار سرمایه، این مفهوم از محدوده روابط خصوصی فراتر رفته و در قالب قواعد نهادی و نظارتی جلوه یافته است. ماده ۱۵ قانون توسعه ابزارها و نهادهای مالی جدید، اجرای به‌موقع تعهدات ناشی از اوراق بهادار را امری الزامی دانسته و سازوکار داوری و اجرای قضایی را برای تخلف مقرر کرده است. بنابراین سقوط تعهد از طریق وفای به عهد در این حوزه، نه صرفاً نتیجه اجرای قرارداد، بلکه محصول شبکه‌ای از قواعد نظارتی و تضمینی است. همچنین بر اساس ماده ۱۴ همان قانون، امکان اعمال جریمه نقدی علیه ناشران، نهادهای مالی و تشکلهای خودانتظام نشان می‌دهد که حمایت از اجرای تعهدات محدود به ضمانت‌اجراهای سنتی حقوق مدنی نیست.

۱/۲. الزامات اجرایی در معاملات اوراق بهادار و نقش سازمان بورس و اوراق

بهادار

در همین راستا، ماده ۱۱ آیین‌نامه معاملات با تعیین مهلت ۷۲ ساعته برای انتقال اوراق بهادار و وجوه، نمونه روشنی از ترجمه مفهوم وفای به عهد به الزام نهادی است و عدم انجام تعهد در این مدت موجب استمرار تعهد و مسئولیت کارگزار می‌شود. ماده ۱۲ درباره اوراق مشارکت نیز تأکید دارد که تأخیر در پرداخت ثمن مانع سقوط تعهد نیست و حتی

امکان مطالبه جریمه را نیز فراهم می‌آورد. افزون بر این، به موجب بندهای ۳ و ۱۱ ماده ۷ قانون بازار اوراق بهادار، سازمان بورس مکلف به نظارت بر حسن اجرای مقررات و حمایت از حقوق سرمایه‌گذاران است، و در نتیجه اجرای تعهدات معاملاتی تحت نظارت نهادی سازمان جریان دارد.

۳/۱. افشای اطلاعات در بازار سرمایه به‌عنوان مصداقی از وفای به عهد در معنای گسترده

در سطح نهادی بازار سرمایه، قواعد افشای اطلاعات نیز مصادیقی از وفای به عهد در معنای گسترده‌اند. ماده ۴ دستورالعمل افشا، الزامات حداقلی افشاء را مقرر کرده و ناشر را مکلف می‌داند که تمامی اطلاعات مؤثر بر تصمیم سرمایه‌گذاران را فوراً افشا کند؛ این مقرر نوعی «تعهد نهادی به آگاهی‌رسانی» است. ماده ۶ نیز ارائه‌گزینشی اطلاعات را ممنوع کرده و بر ضرورت شفافیت و بی‌طرفی در اجرای تعهد اطلاع‌رسانی تأکید دارد.

۲. ریزساختارهای معاملاتی بورس؛ چارچوب و مؤلفه‌ها

۲/۱. تعریف ریزساختار بازار^۱

در ادبیات مالی، آنچه از آن به «ریزساختار بازار» تعبیر می‌شود، ناظر به بررسی سازوکارهای درونی و سازمان‌یافته‌ای است که در بطن بازارهای مالی جریان دارد؛ سازوکارهایی که اراده‌ها و تمایلات معاملاتی - که در آغاز، امری درونی و پنهان‌اند - را به نتایجی عینی و قابل‌انتساب، یعنی قیمت‌های تحقق‌یافته و حجم دادوستدها، مبدل می‌سازند. بازار، بدین معنا، صرفاً عرصه تقابل ساده عرضه و تقاضا نیست، بلکه نظامی نهادی است متشکل از قواعد، ترتیبات و فرایندهایی که حدود و چگونگی انجام معاملات را تعیین می‌کند و شیوه تعامل اشخاص و انعکاس اطلاعات در قیمت‌ها را سامان می‌بخشد. در این چارچوب، هر معامله نه رویدادی منفرد، بلکه جزئی از نظامی هماهنگ است که در پرتو آن، اطلاعات پراکنده در قالب قیمت متجلی می‌شود. از این رو، سه عنصر بنیادین در تحلیل ریزساختار بازار قابل تشخیص است: نخست، چگونگی شکل‌گیری و تعدیل قیمت؛ دوم، طراحی و سازمان حقوقی و نهادی بازار؛ و سوم، میزان و نحوه افشای

¹Microstructure

اطلاعات. این عناصر، هر یک به سهم خویش، در کیفیت کشف قیمت و درجه کارایی بازار تأثیر می‌گذارند و هرگونه کاستی یا اختلال در آن‌ها می‌تواند به انحراف قیمت از ارزش منصفانه و تضعیف اعتماد عمومی بینجامد. بدین ترتیب، ریزساختار بازار را باید مطالعه نظم پنهانی دانست که پشت ظاهر ساده معاملات قرار دارد و سلامت و کارآمدی بازار در گرو استواری و شفافیت آن است. (Madhavan, 2000)

با وجود ماهیت اقتصادی این مفهوم، تحلیل ریزساختار از منظر حقوقی نیز اهمیت اساسی دارد؛ زیرا هر معامله در نهایت منجر به ایجاد رابطه تعهدی میان طرفین می‌شود. انعقاد معامله در بورس اوراق بهادار موجب پیدایش تعهدات قراردادی متقابل میان خریدار و فروشنده در خصوص انتقال دارایی مالی در برابر پرداخت ثمن است و تحقق آثار اقتصادی معامله منوط به اجرای این تعهدات است. در حقوق مدنی نیز تأکید شده است که «وفای به عهد یا اجرای تعهد، معمولی‌ترین وسیله سقوط تعهد است؛ زیرا از این طریق نتیجه‌ای که طرفین از تشکیل عقد انتظار داشته‌اند حاصل می‌شود» (شهیدی، ۱۴۰۴)

در حقوق بازار سرمایه ایران، ریزساختار صرفاً به کشف قیمت محدود نمی‌شود، بلکه در لایه‌ای نهادی بر بستر ثبت، سپرده‌گذاری، تسویه و پایاپای سامان می‌یابد. مطابق ماده ۱ دستورالعمل ثبت، سپرده‌گذاری، تسویه و پایاپای مصوب ۱۳۸۸، ثبت عبارت از درج اطلاعات مالکیت در پایگاه داده‌ها، سپرده‌گذاری اعطای قابلیت معامله به اوراق، و تسویه و پایاپای فرآیند محاسبه حقوق خالص و تعهدات طرفین و انتقال وجوه در روز تسویه است. افزون بر آن، ماده ۱۴ این دستورالعمل تعیین حقوق و تعهدات طرفین را همزمان با انجام معامله مقرر می‌دارد؛ ماده ۱۵ اجرای این تعهدات را از طریق عملیات پایاپای و انتقال مالکیت توسط شرکت سپرده‌گذاری مرکزی پیش‌بینی می‌کند؛ و ماده ۲۱ تعلق کامل حقوق مالی و غیرمالی اوراق بهادار را منوط به قطعیت معامله می‌داند. همچنین مطابق ماده ۲ آیین‌نامه اجرایی قانون بازار اوراق بهادار، انجام معاملات پس از پذیرش اوراق بهادار صرفاً طبق مقررات مصوب شورا امکان‌پذیر است؛ تصریحی که نشان می‌دهد حتی شکل‌گیری اولیه تعهدات نیز تابع معماری نهادی بازار است.

۲/۲. ماهیت نهادی تعهدات معاملاتی در بازارهای مالی

در تحلیل نهادی، تعهدات معاملاتی صرفاً توافقی ساده برای خرید یا فروش دارایی

نیستند، بلکه نتیجه برهم کنش سازوکارهای فنی بازار – شامل نظام ثبت سفارش‌ها، شیوه تطبیق آن‌ها و ساختار عرضه و تقاضا – به شمار می‌آیند. در بازارهای الکترونیکی، این فرایند در پیوند با سه عنصر اساسی قابل تحلیل است:

- سفارش‌های معاملاتی،
- سازوکار تطبیق سفارش‌ها،
- عمق و شفافیت بازار.

این عناصر قصد معاملاتی را به تعهدات اجرایی تبدیل می‌کنند.

در حقوق بازار سرمایه ایران، این تبدیل ماهیتی کاملاً نهادی دارد. مطابق ماده ۱۴ دستورالعمل ثبت، سپرده‌گذاری، تسویه و پایاپای، حقوق و تعهدات طرفین از لحظه انجام معامله معین می‌شود؛ لیکن اجرای آن از طریق فرآیندهای سامانه‌محور صورت می‌گیرد: ماده ۱۸ ارسال اطلاعات معاملات از طریق پیام الکترونیکی به شرکت سپرده‌گذاری مرکزی را مقرر می‌کند؛ ماده ۱۹ انتقال مالکیت مکانیزه را پیش‌بینی می‌کند؛ و ماده ۲۳ خالص بدهی و بستانکاری هر کارگزار را برای روز تسویه محاسبه می‌نماید.

بدین ترتیب، تعهد معاملاتی نه صرفاً محصول تقابل اراده‌های فردی، بلکه نتیجه ثبت رسمی و پردازش نهادی معامله است. این ماهیت نهادی، در فاصله میان انعقاد معامله تا تسویه نهایی، صورتی روشن‌تر و اهمیتی مضاعف می‌یابد. مطابق ماده ۱۴ دستورالعمل ثبت، سپرده‌گذاری، تسویه و پایاپای، حقوق و تعهدات طرفین از لحظه انجام معامله معین می‌شود؛ لیکن اجرای نهایی آن معلق به فرایند تسویه و پایاپای است که مطابق ماده ۱۶ همان دستورالعمل، برای سهام سه روز کاری و برای اوراق مشارکت یک روز به طول می‌انجامد. این دوره زمانی که در ادبیات حقوق قراردادهای می‌توان آن را دوره تعلیق نهادی نامید، صرفاً یک فاصله زمانی منفعل نیست، بلکه مرحله‌ای حساس و سرنوشت‌ساز است که در آن احتمال بروز ناتوانی مالی، تغییر شرایط اقتصادی، یا امتناع از اجرای تعهد وجود دارد. (رهام پور و همکاران، ۱۴۰۴) در این دوره، تعهدات طرفین اگرچه معین شده‌اند، اما اجرای نهایی آن‌ها در بستر نهادی اتاق پایاپای و شرکت سپرده‌گذاری مرکزی محقق می‌شود؛ نهادی که با تمرکز عملیات تسویه، خالص‌سازی دیون و مدیریت ریسک نکول، اجرای تعهدات را از قلمرو روابط خصوصی و مستقیم میان خریدار و فروشنده بیرون می‌برد و در چارچوب سازمانی و متمرکز قرار می‌دهد. بدین ترتیب، همان‌گونه که در قراردادهای

معلق، دوره تعلیق متضمن حقوق و تکالیفی برای طرفین است و مداخله ناروا در تحقق شرط تعلیقی ضمانت اجرا دارد، در معاملات بورسی نیز فاصله معامله تا تسویه، دوره‌ای است که طرفین ملزم به رعایت تکالیف نهادی خود - از جمله عدم مداخله در فرآیند تسویه، همکاری با اتاق پایاپای و عدم نکول - هستند و تخلف از این تکالیف، موجب فعال شدن سازوکارهای نهادی مدیریت ریسک مانند صندوق تضمین تسویه و ضبط وثایق می‌گردد. اصل شفافیت نیز جزء لاینفک این سازوکار است. مطابق ماده ۲ دستورالعمل افشای اطلاعات شرکت‌های ثبت شده نزد سازمان بورس، ناشران مکلف به انتشار عمومی اطلاعات مالی و معاملاتی اند و ماده ۵ همان دستورالعمل مقرر می‌دارد اطلاعات افشاشده باید قابل اتکا، به موقع و عاری از جانب‌داری باشد. بنابراین، ایفای تعهد در بازار سرمایه فرایندی منضبط و مبتنی بر صحت اطلاعات است و شفافیت، پیش شرط تحقق وفای به عهد در این نظام حقوقی محسوب می‌شود.

۲/۳. فرآیند شکل‌گیری قیمت و تبدیل قصد معاملاتی به تعهد اجرایی

در نظریه ریزساختار، قیمت‌های معامله شده صرفاً بازتاب ارزش ذاتی دارایی نیستند، بلکه حاصل فرایند پردازش اطلاعات در سازوکار معاملاتی بازارند؛ فرایندی که طی آن سفارش‌های خرید و فروش به معاملات قطعی و در نهایت به قیمت‌های اجرایی تبدیل می‌شوند در این چارچوب، بازار نوعی نظام پردازش اطلاعات است و تعهد مفهومی ایستا نیست، بلکه در جریان ثبت سفارش، تغییر وضعیت دفتر سفارش و اجرای معامله به طور مستمر بازتعریف می‌شود. هر سفارش در واقع ادعایی مشروط برای دسترسی به نقدشوندگی و کسب اولویت اجراست و ارزش عملی آن به میزان اطلاعات موجود و هزینه‌های مبادله وابسته است. (Madhavan, 2000)

در حقوق ایران نیز این فرایند مقرر شده است. مطابق ماده ۲۵ آیین‌نامه معاملات در شرکت بورس اوراق بهادار تهران و لوائح آن، اعلام قیمت‌های آغازین و پایانی و سایر داده‌های اطلاعاتی جزء لاینفک فرایند کشف قیمت است و بدون آن، تبدیل سفارش به تعهد اجرایی امکان‌پذیر نیست.

در بورس کالای ایران نیز مطابق مواد ۸ و ۹ دستورالعمل تسویه و پایاپای، پس از انجام

معامله و صدور گواهینامه انجام معامله، اتاق پایاپای صورتحسابی مشتمل بر ارزش قرارداد، مالیات، کارمزدها و سایر هزینه‌های مصوب صادر می‌کند و اعضا مکلف‌اند در مهلت مقرر نسبت به تسویه اقدام نمایند. بدین ترتیب، اراده معاملاتی پس از ثبت و قطعیت معامله، به مجموعه‌ای از تکالیف مالی و اجرایی معین و زمان‌بندی شده تبدیل می‌شود.

۲/۴. جایگاه حقوقی دفتر ثبت سفارش‌ها در سازمان‌دهی معاملات

الکترونیکی

در ساختار بازارهای الکترونیکی امروز، دفتر ثبت سفارش‌ها نقش «مرکز ثقل» نظام معاملاتی را ایفا می‌کند؛ محلی که تمامی ایجاب و قبول‌های معاملاتی در قالب سفارش‌های خرید و فروش گردآوری می‌شود. هر سفارش، افزون بر اعلام اراده انجام معامله، موقعیتی معین در صف اجرای آن پدید می‌آورد. از این رو، زمان ثبت و میزان قیمت مندرج در هر سفارش از عناصر اساسی تعیین اولویت در انجام معاملات به شمار می‌روند. (Ernst & Spatt, 2025)

۲/۵. مبنای قانونی اولویت‌های زمانی و قیمتی در اجرای سفارش‌ها

بر مبنای مواد ۳ و ۴ آیین‌نامه معاملات در شرکت بورس اوراق بهادار تهران و لوائح آن، این ترتیب و اولویت دارای مبنای حقوقی است و بدین ترتیب، تعهدات معاملاتی فعالان بازار تابع نظم نهادی دفتر سفارش‌ها می‌شود؛ یعنی اراده فردی برای خرید یا فروش کافی نیست، بلکه تحقق و قابلیت اجرای آن منوط به انطباق با قواعد تطبیق سفارش‌ها و اولویت‌های زمانی-قیمتی است. در بازارهای پیوسته مدرن، دفتر سفارش‌های الکترونیکی همانند «هسته مرکزی نظام معاملاتی» عمل می‌کند و جایگزین مذاکره مستقیم میان طرفین می‌شود. از این منظر، بازار به نحو نهادینه سازمان می‌یابد و نظم معاملاتی از طریق قواعد تطبیق، نه تعامل شخصی، شکل می‌گیرد. (Ernst & Spatt, 2025)

در این بستر، دو شیوه اصلی ثبت سفارش نمود بارز تفاوت در ماهیت تعهدات معاملاتی‌اند:

- سفارش با اجرای فوری که بیانگر تعهد به فوریت انجام معامله بر اساس قیمت‌های جاری است.

- سفارش با قیمت معین (محدودیت سفارش)^۱ که ناظر بر تعهد به اجرای معامله در قیمت مطلوب است، هرچند اجرای آن ممکن است با تأخیر یا عدم تحقق همراه شود.

انتخاب میان این دو الگو عملاً گزینش میان تعهد به فوریت اجرا و تعهد به قیمت مطلوب است و تصمیم سرمایه‌گذار به وضعیت لحظه‌ای دفتر سفارش‌ها، از جمله حجم عرضه و تقاضا، و جایگاه سفارش در صف اجرا وابسته است. (Madhavan, 2000) در نظام حقوقی ایران، مواد ۱۳ و ۱۴ دستورالعمل تسویه و پایاپای بورس کالای ایران تنوع همین تعهدات را بازتاب می‌دهد. دستورالعمل مزبور، تسویه را به دو شیوه نقدی و اعتباری تقسیم کرده و برای قراردادهای نقدی، سلف و نسیه ترتیبات متفاوتی در خصوص زمان، اسناد و نحوه ایفای تعهد مقرر نموده است. بنابراین، قانون‌گذار بازار صراحتاً می‌پذیرد که ماهیت تعهدات ناشی از معامله یکسان نیست و تابع نوع قرارداد و روش تسویه است.

۲/۶. عمق بازار به عنوان شاخص حقوقی ظرفیت اجرای تعهدات معاملاتی

مفهوم عمق بازار به عنوان شاخصی از ظرفیت نهادی بازار برای اجرای تعهدات معاملاتی مطرح می‌شود. عمق بازار دلالت بر میزان سفارش‌های موجود در سطوح مختلف قیمتی و توان بازار در جذب سفارش‌های جدید بدون نوسانات شدید قیمتی دارد. از منظر حقوقی، این ویژگی صرفاً پدیده‌ای اقتصادی نیست، بلکه شکلی از ظرفیت نهادی اجرای تعهدات محسوب می‌شود. (Niemeyer, 1994) در معاملات بورسی، فروشنده متعهد به تحویل کالا یا دارایی در زمان مقرر است (تعهد به نتیجه). اما اگر بازار به قدری کم‌عمق باشد که فروشنده نتواند دارایی مورد تعهد را تهیه کند، این موضوع نه یک تقصیر شخصی، بلکه نقص در ظرفیت نهادی بازار است. در این حالت، می‌توان گفت که اجرای تعهد به دلیل وضعیت بازار «غیرممکن» نشده، بلکه «بسیار متعسر» می‌گردد.

۲/۷. تقویت ظرفیت نهادی اجرا از طریق تضامین، سقف اعتباری و ضمانت اجرای عضویت

بر پایه مواد ۱، ۳۲ و ۳۳ دستورالعمل تسویه و پایاپای بورس کالای ایران، این ظرفیت از رهگذر الزامات حقوقی مانند ارائه تضامین، تعیین سقف اعتباری متناسب با آن و پیش‌بینی امکان تعلیق عضویت در صورت عدم ایفای تعهدات مالی تقویت می‌شود. بدین

¹ limit order

ترتیب، توان واقعی بازار برای اجرای معاملات نه تنها به حجم سفارش‌ها، بلکه به پشتوانه حقوقی و مالی اعضای آن نیز وابسته است.

۲/۸. پویایی دفتر سفارش‌ها و تأثیر تغییرات و لغو سفارش‌ها بر ایفای تعهدات

دفتر سفارش‌ها نهادی است متغیر و پیوسته دستخوش دگرگونی؛ زیرا ورود و خروج سفارش‌ها توازن میان عرضه و تقاضا را دگرسان می‌سازد. ازاین‌رو، ثبات و استمرار سفارش‌ها برای حفظ عمق واقعی بازار ضرورت دارد. لغو ناگهانی آن‌ها، هرچند در ظاهر امری فنی است، می‌تواند بنیان تعهدات معاملاتی را متزلزل کند و اجرای آن‌ها را با اشکال روبه‌رو سازد. بدین‌سان، استحکام تعهدات نه تنها بر وجود سفارش‌ها، بلکه بر دوام و پایداری نهادی آن‌ها در بستر زمان استوار است. (Ernst & Spatt, 2025)

۲/۹. نقش بازیگران اصلی

در فرایند اجرای تعهدات معاملاتی، بازیگران نهادی بازار نقشی بنیادی و تعیین‌کننده دارند؛ زیرا تحقق عملی و بی‌وقفه تعهدات، صرفاً به اراده متعاملان وابسته نیست، بلکه در گرو وجود نهادهایی است که با پذیرش ریسک ناشی از عدم انطباق زمانی میان تعهدات خریدوفروش، امکان اجرای فوری آن‌ها را فراهم می‌سازند. این کارکرد که در ادبیات ریزساختار بازار از آن به‌منزله تأمین «فوریت اجرای تعهد» یاد می‌شود، از طریق تفاوت میان بهای پیشنهادی خریدوفروش قیمت‌گذاری می‌شود؛ بدین معنا که متقاضی اجرای فوری، هزینه این فوریت را در قالب پذیرش این اختلاف قیمتی می‌پردازد. ازاین‌رو، واسطه‌های بازار را نمی‌توان صرفاً ناقلان فنی سفارش‌ها دانست، بلکه آنان با نگهداری و اداره موجودی دارایی، ظرفیت نهادی لازم برای جذب نوسانات و جبران کمبودهای لحظه‌ای عرضه یا تقاضا را فراهم می‌کنند و از همین رهگذر، اجرای تعهدات سایر بازیگران را تسهیل می‌نمایند. به همین سبب، وجود این نهادها^۱ از ارکان اساسی کارآمدی بازار و تسریع در اجرای تعهدات معاملاتی به‌شمار می‌رود. در همین مبنا، کیفیت و سرعت مدیریت موجودی دارایی نیز در تعیین هزینه اجرای تعهدات مؤثر است؛ به‌گونه‌ای که در ابزارهایی

^۱ تأمین‌کنندگان نقدشوندگی با نگهداری موجودی دارایی، ریسک ناهماهنگی زمانی خرید و فروش را می‌پذیرند و از اختلاف قیمت خرید/فروش سود می‌برند. کارگزاران عضو تنها مجریان قانونی سفارش‌ها هستند و مسئولیت وصول وجوه و تسویه نهایی را بر عهده دارند. هر دو نهاد با تضمین اجرای فوری معاملات، از سقوط تعهدات در بازارهای کِمعق جلوگیری کرده و ظرفیت نهادی اجرا را حفظ می‌کنند.

با حجم معاملات بالاتر، واسطه بازار می‌تواند موجودی خود را با سرعت بیشتری گردش دهد و در نتیجه، اختلاف میان قیمت‌های پیشنهادی خرید و فروش کاهش می‌یابد. برعکس، هرگاه گردش موجودی کندتر باشد، این اختلاف افزایش یافته و هزینه اجرای تعهدات نیز بیشتر می‌شود. بدین ترتیب، سهولت یا دشواری اجرای تعهدات معاملاتی، افزون بر اراده طرفین، به ظرفیت نهادی جذب ریسک و توانایی مدیریت موجودی در سوی عرضه نقدشوندگی وابسته است؛ ظرفیتی که هرچه گسترده‌تر باشد، اجرای تعهدات با سهولت و هزینه کمتر و هرچه محدودتر باشد، با کندی و هزینه بیشتر تحقق می‌یابد (Madhavan, 2002)

در حقوق بازار سرمایه ایران نیز این نقش نهادی به‌صورت صریح شناسایی و میان کنشگران رسمی بازار توزیع شده است. دستورالعمل تسویه و پایاپای بورس کالای ایران در مواد ۹ تا ۱۲ و ۲۰ نشان می‌دهد که ایفای تعهدات، نه از طریق پیگیری مستقیم و پراکنده طرفین، بلکه بر پایه تقسیم کار نهادی و سلسله‌مراتبی میان بازیگران اصلی سامان می‌یابد؛ به این معنا که کارگزار خریدار مسئول انجام امور تسویه در مهلت مقرر است، کارگزار فروشنده تعهد صدور حواله خرید کالا را بر عهده دارد، و اتاق پایاپای به‌عنوان نهاد مرکزی، وظیفه محاسبه، کنترل و انتقال وجوه و اسناد را ایفا می‌کند.

این جایگاه در حقوق فرابورس ایران نیز به‌روشنی مورد شناسایی قرار گرفته است؛ چنان‌که مطابق ماده ۱۱۳ دستورالعمل اجرایی نحوه انجام معاملات اوراق بهادار در فرابورس، انجام معاملات صرفاً توسط کارگزاران عضو امکان‌پذیر است و اشخاص دیگر نقشی در اجرای مستقیم سفارش‌ها ندارند. افزون بر آن، ماده ۱۱۶ کارگزار را مکلف می‌سازد درخواست‌های مشتریان را دریافت و دقیقاً وفق مقررات اجرا کند؛ حکمی که دلالت دارد کارگزار نه صرفاً واسطه‌ای منفعل، بلکه مسئول تحقق و اجرای تعهد معاملاتی است.

همچنین، سازوکارهای فنی مربوط به تحقق فوریت اجرای تعهد در فرابورس نیز دارای مبنای حقوقی مشخص است؛ زیرا ماده ۷ دستورالعمل، انواع سفارش‌های با قیمت باز و باز-محدود را پیش‌بینی کرده است که هدف اصلی آن‌ها اجرای فوری معامله بر مبنای بهترین قیمت موجود است. علاوه بر این، ماده ۱۰ با اعطای اولویت اجرایی به سفارش‌های با قیمت باز، نشان می‌دهد که نظام معاملاتی فرابورس، فوریت اجرا را به‌طور

نهادی بر سایر ملاحظات مقدم داشته است.

۳. جایگاه نهادی و کارکرد ساختاری اتاق پایاپای در نظام حقوقی بازار سرمایه

در نظام حقوقی بازارهای سازمان یافته، اتاق پایاپای نهادی صرفاً اجرایی یا اداری نیست، بلکه طبق ماده ۴ آیین نامه اجرایی قانون بازار اوراق بهادار، بخشی از ساختار نهادی بازار و از مصادیق نهادهای مالی است؛ نهادی که «تضمین اجرای تعهدات ناشی از معاملات» را به عنوان وظیفه ای ساختاری و بنیادی بر عهده دارد. مطابق تعریف ماده ۱ دستورالعمل معاملات فرابورس، شرکت سپرده گذاری مرکزی مرجع سپرده گذاری و تسویه وجوه است و بدین ترتیب، نقش اتاق پایاپای به عنوان «واسطه حقوقی مرکزی» به طور صریح در مقررات پسامعامله متجلی می شود. مواد ۳۹ و ۸۹ نیز با پیش بینی «مسدود بودن اوراق بهادار در کد فروشنده از زمان انجام معامله تا قطعیت آن»، نشان می دهند که رابطه دوجانبه فروشنده و خریدار فوراً به رابطه ای نهادی معلق و تحت کنترل پایاپای تبدیل می شود.

۳/۱. ریزساختار ایجاد تعهدات معاملاتی و نقش قواعد حراج در شکل گیری

تعهد

ساختار معاملات از همان لحظه ورود سفارش نیز تابع قواعد نهادی است؛ چنان که مواد ۳ و ۴ آیین نامه با تأکید بر سازوکار حراج و اولویت قیمت و زمان، شکل گیری تعهدات معاملاتی را در قالب ریزساختار سازمان یافته بازار ترسیم می کنند. طبق ماده ۸، تسویه وجوه و پایاپای «مرحله نهایی و تعیین کننده انجام معامله» است و سقوط تعهدات فقط در چارچوب دستورالعمل سپرده گذاری و پایاپای امکان پذیر می شود. ماده ۲۲ نیز تصریح دارد که انتقال مالکیت اوراق و پرداخت وجه در سازوکار پایاپای، «آخرین مرحله اجرای تعهد قراردادی» و معیار قطعی شدن معامله و برائت ذمه طرفین است.

۳/۲. تعلیق قطعیت معامله و حاکمیت تأیید نهادی بر سقوط یا استمرار تعهدات

در فرابورس، بنیادین ترین ویژگی پایاپای «تعلیق قطعیت معامله» تا زمان ایفای کامل تعهدات است؛ مطابق مواد ۴۰ و ۹۰، عدم تسلیم سند تسویه خارج از پایاپای یا عدم واریز حصة نقدی در مهلت مقرر، مانع قطعیت معامله می شود. بنابراین، سقوط یا استمرار تعهد معاملاتی نه تابع اراده طرفین، بلکه منوط به تأیید نهادی اتاق پایاپای است. افزون بر این، مداخله شرکت سپرده گذاری مرکزی در اخذ تضامین، نگهداری وجوه و تصمیم گیری

درباره نهایی یا غیرنهایی شدن معامله (مواد ۳۶، ۳۷ و ۴۱)، ساختار تعهدات را بازآرایی می‌کند؛ زیرا ایفای تعهد دیگر مستقیماً به نفع طرف مقابل نیست، بلکه در چهارچوب الزامات نهادی انجام می‌گردد. هرچند مقررات از تبدیل تعهد به معنای کلاسیک سخن نمی‌گویند، اما آثار حقوقی این مداخله به‌روشنی به «جایگزینی نهاد پایاپای در مرکز رابطه تعهدی» نزدیک است.

۳/۳. تحلیل سازوکار پایاپای از منظر نظریه تبدیل تعهد و انتقال ریسک نکول

این دگرگونی با نهاد «تبدیل تعهد» در نظریه عمومی تعهدات قابل تحلیل است. تبدیل تعهد هنگامی تحقق می‌یابد که «تعهد سابق سقوط کند و تعهد تازه‌ای جانشین آن شود». تغییر شخص داین یا مدیون یا تغییر اوصاف بنیادین رابطه، به ایجاد تعهدی جدید منتهی می‌شود. (کاتوزیان، ۱۳۹۵) در پایاپای، تعهد اولیه میان خریدار و فروشنده منقضی و تعهداتی تازه میان هر یک از آنان و اتاق پایاپای ایجاد می‌شود؛ نهادی که «برای هر فروشنده خریدار و برای هر خریدار فروشنده» محسوب می‌گردد. بدین‌سان، ریسک نکول طرفین از رابطه دوجانبه خارج شده و به نهاد مرکزی منتقل می‌گردد. (Krueger, 2006)

۳/۴. کارکردهای اقتصادی-حقوقی پایاپای: تمرکز دیون، تهاتر چندجانبه و کاهش تعهدات

از حیث کارکردی، اتاق پایاپای نه تنها اجرای قراردادها را تضمین، بلکه ساختار تعهدات را نیز متمرکز و استانداردسازی می‌کند (ص ۱). مهم‌ترین وظیفه آن «تمرکز و هم‌ارزسازی دیون» ناشی از معاملات متعدد است؛ زیرا در نبود این سازوکار، معاملات به‌صورت دوجانبه و مستقیم میان کارگزاران انجام می‌شد و تراکم اسناد مالکیت و وجوه موجب بحران اسنادی می‌گردید. پاسخ نهادی، نخست ایجاد نظام ثبت متمرکز مالکیت از طریق «امانت‌گذاری و بی‌حرکت‌سازی اوراق» و سپس استقرار نظام «تهاتر چندجانبه» بود. نتیجه این سازوکار آن است که صدها یا هزاران تعهد متقابل به «تعهد خالص نهایی» فروکاسته می‌شود و تا ۹۵ درصد از بار تعهدات کاهش می‌یابد. تهاتر چندجانبه صرفاً محاسبه نیست، بلکه نهادی است که استحکام و کارایی نظام حقوقی مبادلات را تضمین می‌کند. (Corcoran, 2013)

۳/۵. سازوکارهای نهادی مدیریت ریسک و نقش تضمینی اتاق پایاپای در مهار سرایت نکول

برای پیشگیری از سرایت نکول، اتاق پایاپای از سازوکارهای مدیریت ریسک بهره می‌برد: اخذ وثیقه، تضمین حسن انجام معامله، پایش مستمر دیون اعضا و اعمال ضمانت اجراهایی چون پرداخت خسارت، ضبط تضامین و کسر کارمزدها در صورت عدم ایفای تعهد (مواد ۳۵، ۴۱ و ۴۲). این سازوکارها نشان می‌دهد که اتاق پایاپای «ناظر منفعل» نیست، بلکه نهادی فعال است که از گسترش نکول به سایر معاملات جلوگیری می‌کند و ثبات ریزساختار بازار را تضمین می‌سازد.

۳/۶. پشتوانه نظارتی و اختیارات سازمان بورس در تضمین اجرای تعهدات پایاپای

در نهایت، مطابق بندهای (ب) و (پ) ماده ۲۰ اساسنامه سازمان بورس، رئیس سازمان اختیار انعقاد و فسخ قراردادهای مالی و اقامه دعوی حقوقی و کیفری را دارد؛ اختیاری که پشتوانه حقوقی مداخله سازمان در فرآیند تسویه و تضمین وفای به عهد در برابر فعالان بازار محسوب می‌شود.

۴. سقوط تعهدات در ریزساختارهای معاملاتی بورس

در تحلیل سقوط تعهدات در ریزساختارهای معاملاتی بورس، نخست باید از این مبنا آغاز کرد که سقوط تعهد همواره به معنای نابودی ساده و نهایی رابطه دینی نیست، بلکه گاه وسیله‌ای برای دگرگونی آن و استقرار نظم تازه در اجرای تعهدات است. چنان که در تحلیل حقوق مدنی نیز آمده است، تبدیل تعهد اگرچه در شمار اسباب سقوط تعهد قرار گرفته، در حقیقت نهادی است که غایت اصلی آن نه زوال تعهد، بلکه تحول آن است؛ زیرا تعهد پیشین از میان می‌رود تا تعهدی دیگر با اوصاف یا اطرافی تازه جای آن را بگیرد. از همین رو، در این گونه موارد، سقوط تعهد را باید نتیجه تبعی یک تغییر حقوقی دانست، نه هدف مستقل آن. همچنین، تعهد ممکن است از ذمه‌ای به ذمه دیگر منتقل شود، موضوع آن دگرگون گردد یا طلبکار تغییر یابد، بی‌آنکه جوهر الزام حقوقی از میان برود. (کاتوزیان، ۱۳۹۵)

۴/۱. سازوکار تمرکز عملیات تسویه و اثر آن بر تعهد

این تحلیل، هنگامی که به قلمرو معاملات بورس راه می‌یابد، صورتی روشن‌تر و اهمیتی فزون‌تر پیدا می‌کند؛ زیرا در این قلمرو نیز آنچه در ظاهر سقوط تعهد خوانده می‌شود، در بسیاری موارد چیزی جز انتقال، تمرکز یا بازآرایی رابطه تعهدی نیست. مطابق

ماده ۱۴ دستورالعمل ثبت، سپرده گذاری، تسویه و پایاپای مصوب ۱۳۸۸، حقوق و تعهدات طرفین از لحظه انجام معامله معین می شود، لیکن این تعهدات در همان سطح ابتدایی و دوجانبه باقی نمی ماند؛ زیرا ماده ۱۵ با تمرکز عملیات تسویه، پایاپای و انتقال مالکیت در شرکت سپرده گذاری مرکزی، مرحله اجرای تعهدات را از قلمرو روابط ساده و مستقیم میان خریدار و فروشنده بیرون می برد و در چارچوب سازمانی و متمرکز قرار می دهد. این تمرکز، به ویژه با ملاحظه مواد ۱۹ و ۲۰ درباره انتقال مکانیزه مالکیت در کدهای مربوط و نیز ماده ۲۳ درباره محاسبه خالص بدهی و بستانکاری کارگزاران، به خوبی نشان می دهد که نظام تسویه بر پایه تعقیب جداگانه هر تعهد منفرد استوار نیست، بلکه بر تجمیع، تهاتر و خالص سازی نهادهای دیون قرار دارد. ماده ۲۴ نیز با پیش بینی اطلاعیه های مکانیزه ارقام بدهکار و بستانکار، و ماده ۲۶ با مقرر داشتن انتقال وجوه خالص به حساب کارگزاران بستانکار، همین سازمان یافتگی را تکمیل می کند.

۴/۲. خالص سازی دیون و ظهور منطق شبیه به تبدیل تعهد در جریان پایاپای

از مجموع این احکام برمی آید که در بازار سرمایه، اجرای تعهدات معاملاتی از سطح رابطه خصوصی و مستقیم میان دو طرف فراتر می رود و در ساختاری نهادی بازتنظیم می شود. به بیان دیگر، اگرچه مقررات مزبور به صراحت از «تبدیل تعهد» یا جانشینی کامل نهاد پایاپای به جای هر یک از طرفین سخن نمی گوید، کارکرد مجموع این مقررات، به ویژه مواد ۱۵، ۱۹، ۲۰، ۲۳ و ۲۹ دستورالعمل ثبت، سپرده گذاری، تسویه و پایاپای، از نوعی بازآرایی در ساختار تعهدات حکایت دارد که از حیث نتیجه عملی، به منطق تبدیل تعهد^۱ نزدیک می شود. در چنین وضعی، دیگر نمی توان گفت تعهد خریدار و فروشنده به همان صورت ابتدایی و ساده باقی است؛ زیرا اجرای آن در بستر نهادی تازه ای ادامه می یابد که در آن، شرکت سپرده گذاری مرکزی و سازوکار پایاپای نقش واسطه ای تعیین کننده دارند.

۴/۳. نکول در فاصله معامله تا تسویه به عنوان ریسک نهادهای و نه صرفاً تخلف

^۱ منظور از تبدیل تعهد در اینجا یعنی سقوط تعهد قدیمی و ایجاد تعهدی جدید با همان ارزش، اما با موضوع یا طرف متفاوت. در پایاپای بورس، تعهد اولیه خریدار و فروشنده نسبت به یکدیگر، به تعهداتی جدید تبدیل می شود که اتاق پایاپای متعهد اصلی (مدیون) در برابر خریدار و فروشنده (متعهدله ها) است. نتیجه آنکه ریسک نکول از رابطه دوجانبه خارج شده و به نهاد مرکزی منتقل می شود و تعهدات با امنیت بیشتری اجرا می گردند.

فردی

اهمیت این تحول زمانی آشکارتر می‌شود که به مرحله تسویه و خطر نکول توجه شود. فاصله میان انعقاد معامله و روز تسویه، همان مقطع حساس بروز اختلال در اجرای تعهد است. ماده ۱۶ این فاصله را برای سهام سه روز کاری و برای اوراق مشارکت یک روز تعیین می‌کند. در این مدت، احتمال بروز ناتوانی مالی، تغییر شرایط اقتصادی یا امتناع از اجرای تعهد وجود دارد. به‌ویژه آنکه بر پایه ماده ۱۷، مسئولیت تسویه بهای اوراق خریداری‌شده بر عهده کارگزار خریدار است و به موجب ماده ۲۵ دستورالعمل فوق‌الذکر، وی باید مبلغ مربوط را در موعد مقرر بپردازد. پس اگر در این فاصله، یکی از متعهدان از اجرای تعهد خویش بازماند، نکول رخ می‌دهد؛ رخدادی که اگر در حد یک تخلف خصوصی باقی نماند و به‌موقع مهار نشود، می‌تواند به اختلال زنجیره‌ای در کل نظام معاملاتی بینجامد.

۴/۴. جایگاه صندوق تضمین تسویه در ساختار مدیریت ریسک نکول

مقررات بازار سرمایه، نکول را نه صرفاً به‌عنوان تخلف یک شخص از اجرای دین، بلکه به‌عنوان ریسکی نهادی و سیستمی شناسایی کرده و برای آن پاسخ متناسب طراحی کرده است. ماده ۲۹ دستورالعمل ثبت، سپرده‌گذاری، تسویه و پایاپای بدین منظور اجازه می‌دهد که در صورت ایجاد صندوق ضمانت تسویه، مبالغ موضوع ماده ۲۳ از منابع آن تأمین شود و نیز وثایق کارگزار متخلف به نفع صندوق یا شرکت سپرده‌گذاری مرکزی مورد استفاده قرار گیرد. «صندوق تضمین تسویه» به‌منظور پوشش ریسک نکول اعضا پیش‌بینی شده و منابع آن از محل مشارکت اعضا، جرائم ناشی از نکول و عواید حاصل از سرمایه‌گذاری همان آورده‌ها تأمین می‌شود. (حسینی و همکاران، ۱۳۹۸) پس، هدف این نهاد آن است که نکول یک عضو، به‌جای آنکه مستقیماً به فروپاشی زنجیره تعهدات بینجامد، در درون یک سازوکار جمعی و تضمینی جذب و کنترل شود.

۴/۵. جانشینی^۱ نهادی اتاق پایاپای در روابط تعهدی معاملات بورس

^۱ جانشینی اتاق پایاپای یعنی این نهاد به‌عنوان «طرف مقابل مرکزی»، به‌جای خریدار و فروشنده، تعهدات آن‌ها را بر عهده می‌گیرد. اتاق پایاپای هم‌زمان جانشین فروشنده در برابر خریدار و جانشین خریدار در برابر فروشنده می‌شود. این جانشینی از لحظه ثبت معامله با مسدود کردن عوضین آغاز، در روز تسویه با انتقال وجوه و اوراق

در این میان، تسویه را نیز نباید صرفاً مرحله‌ای فنی برای جابه‌جایی عوضین پنداشت. تسویه در بازار سرمایه، مرحله تحقق نهایی تعهدات معاملاتی و زمان ارزیابی کارآمدی ساختار تضمین است. اگرچه مطابق ماده ۱۴ دستورالعمل ثبت، سپرده‌گذاری، تسویه و پایاپای، تعهدات طرفین در زمان انجام معامله شکل می‌گیرد، اجرای نهایی آن‌ها در بستر عملیات موضوع ماده ۱۵ و در مواعد مقرر در ماده ۱۶ تحقق می‌یابد. افزون بر این، ماده ۲۱ نشان می‌دهد که آثار کامل معامله، اعم از حقوق مالی و غیرمالی اوراق بهادار، تنها پس از قطعیت معامله برای خریدار مستقر می‌شود. بدین ترتیب، تسویه را باید مرحله‌ای دانست که در آن، تعهد نه فقط اجرا می‌شود، بلکه از حیث حقوقی به سرانجام قطعی خود می‌رسد.

۴/۶. آثار سقوط یا تبدیل تعهد اصلی بر تضمین‌ها و وثایق تبعی

در خصوص شروطی که با عوضین پیوند دارند، تبیین نسبت میان عقد و شرط مستلزم تمسک به نظریه تقیید است. از آنجا که این‌گونه شروط در انگیزه طرفین برای انعقاد قرارداد تأثیری تعیین‌کننده دارند، تصور قبول ایجاب بدون پذیرش آن‌ها، عقلاً ممتنع می‌نماید. همین منطقی تقییدی - که پیوند ناگسستنی میان قصد و متعلق آن را نشان می‌دهد - در قلمرو معاملات بورسی، صورتی نهادی و سازمان‌یافته می‌یابد؛ (خوبیاری، ۱۴۰۵) زیرا در چنین چارچوبی، نقش اتاق پایاپای یا طرف مقابل مرکزی نیز صورتی روشن می‌یابد. وصفی که از کارکرد اتاق پایاپای ارائه شده، به‌روشنی از جانشینی نهادی در روابط تعهدی حکایت می‌کند: اتاق پایاپای در برابر خریدار، متعهد به تسلیم اوراق و در برابر فروشنده، متعهد به پرداخت ثمن می‌شود. اثر این مداخله آن است که رابطه نخستین و مستقیم میان خریدار و فروشنده، جای خود را به شبکه‌ای از روابط متمرکز و نهادی می‌دهد. این دگرگونی، اگرچه لزوماً با قالب‌های سنتی حقوق مدنی همچون ضمان، حواله یا تبدیل تعهد انطباق کامل ندارد، از حیث کارکرد، همان نتیجه را به بار می‌آورد: تعهد اولیه به‌صورت ساده و پیشین خود ادامه نمی‌یابد، بلکه در ساختاری تازه و با وساطت نهادی دیگر به حیات خویش ادامه می‌دهد. (کاتوزیان، ۱۳۹۵)

۴/۷. سقوط تعهدات معاملاتی در بازار سرمایه به‌مثابه برآیند سازوکارهای

اجرا، و با قطعیت معامله به‌پایان می‌رسد. مستندات حقوقی آن عمدتاً در مواد ۱۴، ۱۵، ۱۹، ۲۰، ۲۳، ۲۶ و ۲۹ دستورالعمل ثبت، سپرده‌گذاری، تسویه و پایاپای و نیز مواد ۳۹ و ۸۹ دستورالعمل فرابورس آمده است.

نهادی تسویه

این نکته را نیز نباید از نظر دور داشت که هرگاه تعهد اصلی در نتیجه چنین تحولی زایل یا تبدیل شود، تضمین‌ها و وثایق تبعی آن نیز، جز در موارد استثنایی، از همان سرنوشت پیروی می‌کنند. «اگر مقصود تبدیل تعهد باشد، وثیقه تعهد اصلی آزاد می‌شود و تعهد ضامن دین و کفیل از مدیون از بین می‌رود» و نیز «با سقوط تعهد اصلی، رهن نیز که تابع آن است از بین می‌رود». (حسینی و همکاران، ۱۳۹۸) این حکم با مبانی عمومی حقوق تعهدات سازگار است؛ زیرا وثیقه، ضمان و سایر تضمین‌های تبعی، وجودی وابسته به تعهد اصلی دارند و اصل بر آن است که با زوال دین اصلی، موجودیت حقوقی آن‌ها نیز پایان پذیرد، مگر آنکه قانون یا تراضی معتبر، بقای آن‌ها را به‌طور خاص مقرر داشته باشد. از همین جهت، بحث از سقوط تعهد در بازارهای مالی تنها به اصل دین محدود نمی‌ماند، بلکه به سرنوشت تضمین‌های وابسته و آثار تبعی آن نیز سرایت می‌کند. (کاتوزیان، ۱۳۹۵)

۴/۸. ویژگی‌های خاص سقوط تعهد در بورس کالا: از انفساخ تا ضمانت‌اجراهای

نهادی

همین تحلیل را، با تفاوت‌هایی در جزئیات مقرراتی، می‌توان در مورد بورس کالای ایران نیز پذیرفت. ویژگی‌های خاص سقوط تعهد در بورس کالا عبارت‌اند از: انفساخ خودبه‌خود، فسخ فوری در اثر عدم تحویل، زوال آثار تعهد در موعد مقرر بدون دادگاه، ضمانت‌اجراهای نهادی (خسارت‌ازپیش‌تعیین‌شده، ضبط فوری وثایق، تعلیق عضویت) و محدودیت شدید فورس‌ماژور به موانع فنی. خاص بودن این ویژگی‌ها نسبت به حقوق عمومی در آن است که در حقوق مدنی، سقوط تعهد نیازمند تشریفات قضایی، تراضی طرفین یا اسباب محدود قانونی است، در حالی که در بورس کالا، سقوط تعهد نتیجه خودکار نظم نهادی و بر اساس مواعد آمره و ضمانت‌اجراهای فراقضایی رخ می‌دهد. هدف از این ویژگی‌های خاص، حفظ ثبات بازار، جلوگیری از سرایت نکول، تضمین تسویه به‌موقع و کاهش هزینه‌های مبادله (با حذف دعاوی طولانی دادگاهی) است. در این قلمرو نیز قانون‌گذار مقرراتی برای خسارت، رجوع به وثایق، تعلیق عضویت و استثنای فورس‌ماژور پیش‌بینی کرده است (مواد ۱۵، ۱۶، ۲۲، ۲۴، ۲۵، ۲۶، ۳۳ و ۳۵). بنابراین، در بورس کالا نیز سقوط تعهد باید نه صرفاً از دریچه حقوق قراردادهای خصوصی، بلکه در پرتو الزامات نظم نهادی بازار و ضرورت تضمین استحکام فرایند تسویه تحلیل شود.

۵. چالش‌ها و راهکارهای حقوقی برای بهبود کارکرد سقوط تعهدات در بورس ایران

۵/۱. قانون توسعه ابزارها و نهادهای مالی جدید

قانون توسعه ابزارها و نهادهای مالی جدید، اگرچه چارچوبی ارزنده برای ارتقای انضباط بازار سرمایه ایجاد کرده است، اما از حیث تنظیم تفصیلی سازوکارهای پس از معامله به‌ویژه نقش حقوقی اتاق پایاپای با خلأهایی روبه‌روست. مواد ۱۳، ۱۴، ۱۵ و ۱۶ این قانون بر صلاحیت حرفه‌ای مدیران، ضمانت اجرای تخلفات، ضرورت اجرای به‌موقع تعهدات و تکالیف اطلاعاتی تأکید می‌کنند؛ با این حال، در خصوص نحوه مواجهه با نکل عضو، ترتیب مصرف تضمین‌ها، چگونگی خالص‌سازی نهایی تعهدات و آثار جانشینی نهاد پایاپای تصریح کافی ارائه نشده است. بدین ترتیب، قانون منطق کلی اعتماد نهادی و تضمین اجرا را پذیرفته اما ابزارهای حقوقی صریح و جزئی برای مدیریت بحران در مرحله تسویه را تبیین نکرده است.

۵/۲. آیین‌نامه اجرایی قانون بازار اوراق بهادار

مواد ۳، ۴ و ۵ آیین‌نامه بر تشکلهای خودانتظام و نهادهای مالی دارای مجوز به‌عنوان ستون‌های نهادی بازار سرمایه تأکید دارند؛ اما ضعف در اجرای عملی مقررات انضباطی (مواد ۱۷ و ۱۸) و کاستی در شفافیت نهادی (مواد ۸ و ۹) موجب شده است که نقش اتاق پایاپای با استانداردهای بین‌المللی فاصله داشته باشد. افزون بر آن، ماده ۱۹ تعیین مصادیق اقدامات مخرب بازار را به شورا واگذار کرده، اما نبود دستورالعمل‌های جامع برای تهدیدهای نوین ریزساختار معاملاتی؛ مانند لغو سریع سفارش‌ها یا ناپایداری عمق بازار، از چالش‌های جدی است.

۵/۳. دستورالعمل اجرایی افشای اطلاعات شرکت‌های ثبت‌شده نزد سازمان

بورس و اوراق بهادار

ماده ۲۰ دستورالعمل، عدم رعایت تکالیف افشایی را مشمول ضمانت اجرای فصل ششم قانون بازار اوراق بهادار دانسته و این حکم را می‌توان به‌منزله تصریح به «مسئولیت ناشی از نقض تعهد افشایی» تفسیر کرد؛ به‌طوری‌که سقوط تعهد افشا بدون مسئولیت انتظامی و مالی امکان‌پذیر نیست. ماده ۲۱ نیز تاریخ لازم‌الاجرا شدن دستورالعمل را تعیین

کرده و در نتیجه، مبدأ زمانی تعهدات افشایی و زمان تحقق تأخیر و سقوط احتمالی آن‌ها را مشخص می‌سازد.

۴/۵. دستورالعمل تسویه و پایاپای معاملات بورس کالای ایران

در این حوزه، نخست لازم است جایگاه اتاق پایاپای به‌عنوان «طرف مقابل مرکزی» تصریح شود تا تحلیل ماهیت تعهدات پس از معامله دچار ابهام نباشد. دوم، باید روشن گردد که مداخله اتاق پایاپای از منظر حقوق تعهدات واجد چه ماهیتی است: تبدیل تعهد، جانشینی قانونی، ضمان یا نهادی مستقل. سوم، تقویت سازوکارهای پیشگیرانه ارزیابی ریسک، بازبینی سقف‌های اعتباری و شفاف‌سازی قواعد تضامین (مواد ۱، ۳۲ و ۳۳) ضروری است. چهارم، توسعه الزامات افشا و گزارش‌دهی در حوزه پس از معامله (مواد ۸، ۲۹ و ۳۱) می‌تواند به پاسخ‌گویی نهادی و اعتماد بازار بینجامد. پنجم، ماده ۳۰ که توافقات خارج از ترتیبات رسمی را فاقد اعتبار می‌داند، گرچه به حفظ نظم کمک می‌کند، اما باید حدود این بطلان و نسبت آن با اصل حاکمیت اراده دقیق‌تر مشخص شود.

نتیجه‌گیری

تحلیل انجام‌شده در این پژوهش نشان می‌دهد که مفهوم سقوط تعهدات، هر چند در حقوق مدنی به طور سنتی در قالب رابطه‌ای ساده میان داین و مدیون و بر پایه اسبابی چون وفای به عهد، تهاتر یا ابراء تبیین می‌شود، در قلمرو معاملات بورس چهره‌ای متفاوت و نهادمند می‌یابد. در بازار سرمایه، تعهد ناشی از معامله صرفاً محصول توافق دو اراده خصوصی نیست، بلکه در بستر ریزساختارهای معاملاتی و تحت نظارت مجموعه‌ای از نهادهای تخصصی شکل می‌گیرد، اجرا می‌شود و سرانجام پایان می‌یابد. از همین رو، سقوط تعهد در این حوزه را نمی‌توان تنها به لحظه تراضی یا حتی انعقاد قرارداد نسبت داد، بلکه باید آن را نتیجه نهایی فرایند سازمان‌یافته‌ای دانست که از ثبت معامله تا تسویه و پایاپای در ساختار نهادی بازار امتداد می‌یابد.

یافته‌های تحقیق نشان می‌دهد که اتاق پایاپای و شرکت سپرده‌گذاری مرکزی در این فرایند نقشی فراتر از یک واسطه اجرایی دارند. این نهادها با تمرکز عملیات تسویه، خالص‌سازی دیون و تضمین اجرای تعهدات، ساختار سنتی رابطه تعهدی میان خریدار و فروشنده را دگرگون می‌کنند و آن را در قالب شبکه‌ای متمرکز از روابط نهادی بازآرایی می‌نمایند. بدین ترتیب، سقوط تعهد در معاملات بورسی نه در لحظه توافق اولیه، بلکه در مرحله‌ای تحقق می‌یابد که تعهدات ناشی از معامله در سازوکار پایاپای اجرا شده و انتقال مالکیت و وجوه در نظام سپرده‌گذاری مرکزی به ثبت می‌رسد. به بیان دیگر، آنچه در حقوق مدنی با عنوان وفای به عهد شناخته می‌شود، در بازار سرمایه صورتی نهادی و سازمان‌یافته پیدا می‌کند و تحقق آن به عملکرد دقیق ریزساختارهای معاملاتی وابسته می‌گردد.

از این منظر، اتاق پایاپای را می‌توان یکی از ارکان بنیادین ثبات حقوقی بازار سرمایه دانست؛ نهادی که با تمرکز تعهدات، کاهش ریسک نکول و جلوگیری از سرایت اختلال به سایر معاملات، اعتماد عمومی به نظام مبادلات مالی را حفظ می‌کند. اگر این سازوکار نهادی وجود نداشت، هر معامله بورسی ناگزیر در معرض خطر نکول طرف مقابل قرار می‌گرفت و شبکه گسترده معاملات، به جای آنکه در نظم پایدار جریان یابد، به

مجموعه‌ای از روابط پراکنده و آسیب‌پذیر تبدیل می‌شد. بنابراین، ریزساختارهای معاملاتی و سازوکار پایاپای را باید نه صرفاً ابزارهای فنی بازار، بلکه بخشی از معماری حقوقی آن دانست؛ معماری‌ای که هدف آن تضمین اجرای تعهدات و جلوگیری از فروپاشی زنجیره معاملات است.

بر پایه این تحلیل، پاسخ به پرسش اصلی پژوهش آن است که نقش اصلی ریزساختارهای معاملاتی و اتاق پایاپای در جلوگیری از سقوط یا اختلال تعهدات، ایجاد سازوکاری نهادی برای تمرکز، تضمین و اجرای تعهدات معاملاتی است؛ سازوکاری که با خالص‌سازی دیون، انتقال ریسک نکول به نهاد مرکزی و نظارت مستمر بر فرایند تسویه، مانع از آن می‌شود که تخلف یا ناتوانی یک عضو به بی‌ثباتی کل بازار بینجامد. بدین ترتیب، سقوط تعهد در بورس نه یک واقعه صرفاً قراردادی، بلکه نتیجه عملکرد هماهنگ ساختارهای نهادی بازار سرمایه است.

با این همه بررسی مقررات نشان می‌دهد که نظام حقوقی بازار سرمایه ایران هنوز در برخی جنبه‌ها با کاستی‌هایی روبه‌روست. از جمله، جایگاه حقوقی اتاق پایاپای به عنوان طرف مقابل مرکزی به طور صریح و جامع در قوانین تصریح نشده و مفهوم «قطعیت معامله» نیز در برخی مقررات به روشنی تعریف نگردیده است. از این رو، به نظر می‌رسد توسعه چارچوب حقوقی پایاپای، تقویت سازوکارهای مدیریت نکول، افزایش شفافیت در مرحله پس از معامله و بازنگری در مقررات مربوط به تضمین‌ها و صندوق‌های ضمانت تسویه می‌تواند به تحکیم ثبات بازار سرمایه کمک کند. همچنین، گسترش پژوهش‌های میان‌رشته‌ای در حوزه حقوق تعهدات و ریزساختار بازارهای مالی می‌تواند در تبیین دقیق‌تر ماهیت حقوقی تعهدات بورسی و سازوکارهای سقوط آن‌ها مؤثر باشد.

در نهایت می‌توان گفت که تحول بازارهای مالی، حقوق تعهدات را نیز به سوی افقی تازه سوق داده است. در این افق، تعهد دیگر تنها رابطه‌ای میان دو شخص نیست، بلکه در بسیاری موارد در شبکه‌ای از نهادها و قواعد سازمان‌یافته تحقق می‌یابد. بازار بورس نمونه‌ای روشن از این تحول است؛ جایی که سقوط تعهد نه پایان یک رابطه خصوصی، بلکه نتیجه عملکرد نظامی نهادی است که برای حفظ امنیت، کارایی و اعتماد در گردش سرمایه

پدید آمده است.

در نتیجه، پیشنهاد می‌شود با اتکا به مواد ۱۱، ۱۵ و ۱۶، جایگاه اتاق پایاپای به‌عنوان نهاد مرکزی تضمین تعهدات و حدود مداخله آن در نکول اعضا به‌طور صریح تعریف گردد؛ سازوکار رسیدگی فوری به دعاوی مربوط به نکول تقویت شود؛ نظام افشای پس از معامله و گزارش‌دهی وضعیت تضامین، کسری تسویه و رخدادهای نکول (به‌ویژه براساس ماده ۱۶) توسعه یابد؛ ضمانت‌اجراهای تدریجی برای تخلفات اعضا و کارگزاران (در امتداد ماده ۱۴) دقیق‌تر شود؛ و استانداردهای صلاحیت حرفه‌ای مدیران نهادهای تسویه (موضوع ماده ۱۳) ارتقا یابد.

در پرتو اختیارات مواد ۷ و ۱۹، پیشنهاد می‌شود سازمان بورس نسبت به ایجاد «سامانه یکپارچه پایش تعهدات» در اتاق پایاپای اقدام کند؛ سامانه‌ای برخط که اطلاعات تسویه، مانده‌ها و وضعیت معاملات را از نهادهای مالی و بانکی دریافت کرده و در صورت وقوع مخاطرات نقدینگی، هشدار فوری ارائه دهد. چنین سامانه‌ای می‌تواند یکی از مهم‌ترین ابزارهای پیشگیری از سقوط تعهدات باشد.

همچنین با وجود مفیدبودن دستورالعمل، خلأهای مهمی در آن مشاهده می‌شود. ماده ۲۱ از «قطعیّت معامله» یاد کرده اما تعریف و آثار جامع آن را روشن نکرده است. جایگاه شرکت سپرده‌گذاری مرکزی به‌عنوان «طرف مقابل مرکزی» یا نهاد جانشین تعهدات نیز با زبان حقوقی صریح تبیین نشده است. افزون بر این، ماده ۳۳ بسیاری از مقررات مربوط به صندوق ضمانت تسویه، تعهدات کارگزار و شرایط عضویت را به ضوابط بعدی واگذار کرده که از انسجام مدیریت ریسک می‌کاهد.

بر همین اساس پیشنهاد می‌شود؛ مفهوم «قطعیّت معامله» به‌روشنی تعریف شود؛ جایگاه حقوقی شرکت سپرده‌گذاری مرکزی به‌عنوان نهاد مرکزی مدیریت تعهدات تصریح گردد؛ سازوکار مدیریت نکول، ترتیب مصرف وثایق و حدود مداخله صندوق ضمانت با جزئیات بیشتر تنظیم شود؛ و پیوند مرحله انجام معامله با تسویه نهایی شفاف‌تر بازآرایی گردد.

فهرست منابع

منابع فارسی

۱. اساسنامه سازمان بورس و اوراق بهادار مصوب ۱۳۸۴
۲. آیین نامه اجرایی قانون بازار اوراق بهادار جمهوری اسلامی ایران مصوب ۱۳۸۶
۳. آیین نامه معاملات در شرکت بورس اوراق بهادار تهران و لوائح آن مصوب ۱۳۸۵ شورای عالی بورس و اوراق بهادار
۴. حسینی، سیدعلی، ذوقی، محمدصادق و شهیدی، سیدمرتضی. (۱۳۹۸). نگاهی حقوقی به کارکرد، ماهیت و ساختار صندوق تضمین تسویه وجوه در بازار بورس و اوراق بهادار. تحقیقات مالی اسلامی، ۱۹(۱)، ۲۹۵-۳۲۶. doi: 10.30497/ifr.2019.2406
۵. خویبیری، حامد. (۱۴۰۵). تحلیل شرط مطابقت ایجاب و قبول از ناحیه شروط ضمن عقد. دوفصلنامه تحقیق و توسعه در حقوق خصوصی. 225-252, 3(5), <https://doi.org/10.22034/jpl.2025.2069809.1234>
- رهامپور، میلاد؛ اسدی نژاد، سید محمد؛ و ایمان پور، اکبر. (۱۴۰۴). بررسی تطبیقی مبانی و آثار حقوقی مداخله طرفین در دوره تعلیق قرارداد معلق در حقوق ایران و اصول حقوقی قراردادهای اروپا، فصلنامه تحقیق و توسعه در حقوق تطبیقی، مقالات آماده انتشار، <https://doi.org/10.22034/law.2025.2064967.1670>
۶. دستورالعمل اجرایی افشای اطلاعات شرکت های ثبت شده نزد سازمان بورس و اوراق بهادار مصوب ۸۶/۵/۳ هیئت مدیره سازمان بورس مصوب ۱۳۸۶/۰۵/۰۳ با اصلاحات و الحاقات بعدی
۷. دستورالعمل اجرایی نحوه انجام معاملات اوراق بهادار در فرابورس ایران مصوب ۱۳۸۸
۸. دستورالعمل تسویه و پایاپای معاملات بورس کالای ایران مصوب ۱۳۸۹
۹. دستورالعمل ثبت، سپرده گذاری، تسویه و پایاپای مصوب ۱۳۸۸
۱۰. شهیدی، مهدی. (۱۴۰۴). سقوط تعهدات (چاپ بیستم). نشر مجد.
۱۱. قانون توسعه ابزارها و نهادهای مالی جدید به منظور تسهیل اجرای سیاست های کلی اصل چهل و چهارم قانون اساسی مصوب ۱۳۸۸
۱۲. کاتوزیان، ناصر. (۱۳۹۵). حقوق مدنی: نظریه عمومی تعهدات (چاپ هشتم). تهران: نشر میزان.
۱۳. کاتوزیان، ناصر. (۱۴۰۴). دوره حقوق مدنی: قواعد عمومی قراردادهای، جلد چهارم: اجرای قرارداد (چاپ نهم). گنج دانش.

منابع انگلیسی

1. Corcoran, A. M. (2013). *International standards for central counterparties and replumbing the financial system: Retrofitting listed derivatives infrastructure for the global OTC derivatives*

- market. *Futures Industry*, 33(4). (in english)
2. Ernst, T. H., & Spatt, C. S. (2025). Regulating market microstructure. *Annual Review of Financial Economics*, 17, 173-187. <https://doi.org/10.1146/annurev-financial-112923-112656>. (in english)
3. Krueger, T. M. (2006). Stock settlement and clearance in the United States. *Journal of the Academy of Finance*. (in english)
4. Madhavan, A. (2000). Market microstructure: A survey. *Journal of Financial Markets*, 3(3), 205-258. (in english)
5. Madhavan, A. (2002). *Market microstructure: A practitioner's guide. Financial Analysts Journal*. (in english)
6. Niemeyer, J. (1994). Essays on market microstructure: Empirical evidence from some Nordic exchanges [Doctoral dissertation, Stockholm School of Economics]. (in english)

References

1. Corcoran, A. M. (2013). *International standards for central counterparties and replumbing the financial system: Retrofitting listed derivatives infrastructure for the global OTC derivatives market*. *Futures Industry*, 33(4). (in english)
2. Ernst, T. H., & Spatt, C. S. (2025). Regulating market microstructure. *Annual Review of Financial Economics*, 17, 173-187. <https://doi.org/10.1146/annurev-financial-112923-112656>. (in english)
3. Executive By-law of the Securities Market Act of the Islamic Republic of Iran, approved 2007 (in Persian)
4. Executive Instruction on Disclosure of Information by Companies Registered with the Securities and Exchange Organization, approved 2007/07/25 by the Board of Directors of the Securities and Exchange Organization, approved 2007, with subsequent amendments and annexes (in Persian)
5. Executive Instruction on the Manner of Conducting Securities Transactions in Iran Fara Bourse, approved 2009 (in Persian)
6. Hosseini, S. A., Zoghii, M. S., & Shahidi, S. M. (2019). A Legal Perspective on the Function, Nature, and Structure of the Settlement Guarantee Fund in the Stock and Securities Market. *Islamic Financial Research*, 9(1), 295-326. doi: 10.30497/ifr.2019.2406 (in Persian)
7. Instruction on Registration, Depository, Settlement, and Clearing, approved 2009 (in Persian)
8. Katouzian, N. (2016). *Civil Law: General Theory of Obligations* (8th ed.). Tehran: Mizan Publications. (in Persian)
9. Katouzian, N. (2025). *Course on Civil Law: General Rules of Contracts, Volume Four: Performance of Contract* (9th ed.). Ganje Danesh. (in Persian)
10. KhoobYari, H. (2026). Analysis of the Condition of Correspondence between Offer and Acceptance Regarding Stipulations within the Contract. *Biennial Journal of Research and Development in Private Law*, 3(5), 225-252. <https://doi.org/10.22034/jpl.2025.2069809.1234> (in Persian)
11. Krueger, T. M. (2006). Stock settlement and clearance in the United States. *Journal of the Academy of Finance*. (in english)
12. Law on the Development of New Financial Instruments and Institutions for the Purpose of Facilitating the Implementation of the General Policies of Article 44 of the Constitution, approved 2009 (in Persian)
13. Madhavan, A. (2000). Market microstructure: A survey. *Journal of Financial Markets*, 3(3),

- 205-258. (in english)
14. Madhavan, A. (2002). *Market microstructure: A practitioner's guide*. *Financial Analysts Journal*. (in english)
15. Niemeyer, J. (1994). *Essays on market microstructure: Empirical evidence from some Nordic exchanges* [Doctoral dissertation, Stockholm School of Economics]. (in english)
16. Rahampour, M., Asadinejad, S. M., & Imanpour, A. (2025). A Comparative Study of the Foundations and Legal Effects of Party Intervention during the Suspension Period of a Suspended Contract in Iranian Law and the Principles of European Contract Law. *Quarterly Journal of Research and Development in Comparative Law*, Articles in Press. <https://doi.org/10.22034/law.2025.2064967.1670> (in Persian)
17. Settlement and Clearing Instruction for Transactions of Iran Mercantile Exchange, approved 2010 (in Persian)
18. Shahidi, M. (2025). *Extinguishment of Obligations* (20th ed.). Majd Publications. (in Persian)
19. Statute of the Securities and Exchange Organization of Iran, approved 2005 (in Persian)
20. Trading By-law in Tehran Stock Exchange Company and its Annexes, approved 2006 by the Supreme Council of Securities and Exchange (in Persian)