

## **A Legal Look at the Function, Nature and Structure of the Settlement Guarantee Fund in the Stock and Securities Market**

**Sayyed Ali Hosini \***  
**Mohamad Sadegh Zoghi\*\***  
**Sayyed Morteza Shahidi \*\*\***

Received: 08/08/2018

Accepted: 26/05/2019

### **Abstract**

The clearing and settlement operations of securities transactions are subject to numerous risks. Some of these risks can be controlled by tools such as the "Margin" (initial guarantee) by the clearing house, but after all these tools have been implemented, there is the risk of default by one of the parties at the stage of settling and fulfilling obligations. In such a situation, due to the necessity of settling all transactions in due time (the third day after the transaction), the market faces numerous risks. The "Settlement Guarantee Fund" was established in 2012 by the "Central Securities and Depository" Corporation so that the clearing house as the central counterparty could deal with the management of clearing risks. The present research, having as its purpose to analyze this new institution, has been compiled by descriptive- analytical method in three sections. In the first section, three functions of the SGF, namely the transaction risk control, the ability of the central counterparty mechanism or CCP in clearing house, and security promotion of the capital market are examined. In analyzing the juridical-legal nature of the SGF, we ultimately selected the "Mortgage in condition of mandate" after reviewing various named contracts. In the third section, the structure of the SGF will be outlined on the basis of its newest formulated guidelines.

### **Keywords**

Guarantee Fund, Clearing House, Default, Settling Transactions, Securities, Depository, Exchange.

JEL Classification: D51, D53, G23, P48, H11.

---

\* M.A Student of Public Law, Imam Sadiq University, Tehran, Iran. s.alhoseini@isu.ac.ir

\*\* M.A Student of Jurisprudence and Principles of Law, Imam Sadiq University, Tehran, Iran. zoqi@isu.ac.ir

\*\*\* Professor at Private Law, University of Judicial Sciences and Administrative Services, Tehran, Iran (Corresponding Author). shahidi@ajsos.ir

## نگاهی حقوقی به کارکرد، ماهیت و ساختار صندوق تضمین تسویه وجوه در بازار بورس و اوراق بهادار

تاریخ دریافت: ۱۳۹۷/۰۷/۱۵ تاریخ پذیرش: ۱۳۹۸/۰۳/۰۵  
مقاله برای اصلاح به مدت ۱۱۲ روز نزد نویسنده (گان) بوده است.

سیدعلی حسینی\*  
محمدصادق ذوقی\*\*  
سیدمرتضی شهیدی\*\*\*

### چکیده

عملیات تسویه و پایاپای معاملات اوراق بهادار، با ریسک‌های متعددی روبرو است. برخی از این ریسک‌ها توسط ابزارهایی همچون ودیعه (وجه تضمین اولیه) توسط اتاق پایاپای قابل کنترل است؛ لیکن پس از کاربست همه این ابزارها، ریسک نکول یکی از متعاملین در مرحله تسویه و ایفای تعهدات همچنان وجود دارد. در چنین شرایطی با توجه به حساسیت تسویه تمامی معاملات در موعد مقرر (روز دوم معامله سهام) بازار با ریسک‌های متعددی مواجه می‌گردد.

صندوق تضمین تسویه در سال ۱۳۹۱ توسط شرکت سپرده‌گذاری مرکزی با چنین رویکردی تأسیس شد تا اتاق پایاپای بتواند به‌عنوان طرف معامله مرکزی به مدیریت ریسک‌های تسویه بپردازد. تحقیق حاضر باهدف تحلیل حقوقی این نهاد جدیدالتأسیس در سه بخش تألیف گشته است. در بخش اول سه کارکرد کنترل ریسک معاملات، ایجاد قابلیت مکانیسم طرف معامله مرکزی یا CCP برای اتاق پایاپای و همچنین افزایش امنیت بازار سرمایه موردبررسی قرار می‌گیرد. در تحلیل ماهیت فقهی - حقوقی صندوق تضمین تسویه، پس از بررسی عقود مختلف نهایتاً عقد رهن با شرط وکالت به‌عنوان نظر مختار نگارندگان انتخاب می‌شود. در بخش سوم نیز ساختار صندوق تضمین تسویه با تکیه بر دستورالعمل جدید صندوق تضمین تشریح خواهد شد.

### واژگان کلیدی

صندوق تضمین، اتاق پایاپای، نکول، تسویه معاملات، اوراق بهادار، سپرده‌گذاری، بورس.  
طبقه‌بندی JEL: D51, D53, G23, P48, H11.

\* دانشجوی کارشناسی ارشد حقوق عمومی، دانشگاه امام صادق علیه‌السلام، تهران، ایران

s.alhoseini@isu.ac.ir

\*\* دانشجوی کارشناسی ارشد فقه و مبانی حقوق، دانشگاه امام صادق علیه‌السلام، تهران، ایران zoqi@isu.ac.ir

\*\*\* استادیار حقوق خصوصی، دانشگاه علوم قضائی و خدمات اداری، تهران، ایران (نویسنده مسئول)

shahidi@ajsos.ir

#### مقدمه

بازار بورس و اوراق بهادار به‌عنوان یکی از بخش‌های نظام اقتصادی دارای نقش مهمی در توسعه کشور است. این بازار به‌منظور جذب سرمایه‌های خرد و سرگردان برای نیل به‌سوی تولید و شکوفایی اقتصادی تأسیس شده است. این کارکرد بازار سرمایه به سیاست‌های اقتصاد مقاومتی که خواهان «مشارکت آحاد جامعه در فعالیت‌های اقتصادی»<sup>۱</sup> است، جامعه عمل می‌پوشاند. در این میان، سازمان بورس اوراق بهادار به‌عنوان یک نهاد عمومی غیردولتی، مسئولیت تنظیم، کنترل روابط و معاملات بازار سرمایه را برعهده دارد. این نهاد تمام مراحل سیاست‌گذاری، اجرا و نظارت بر فرآیند پیچیده معاملات بازار سرمایه را پردازش می‌کند تا اینکه کنشگران این بازار بدون هیچ تهدیدی به اهداف اقتصاد خود دست یابند؛ بنابراین وجود نهادی اجرایی در بازار بورس که بتواند معاملات انجام‌گرفته در این بازار را ثبت، نگهداری و انتقال دهد و همچنین امور تسویه و پایاپای را انجام دهد، بسیار ضروری می‌نماید. این نهاد «شرکت سپرده‌گذاری مرکزی اوراق بهادار و تسویه وجوه» است که از سال ۱۳۸۴ به‌عنوان یکی از بخش‌های اجرایی بازار سرمایه، به این فعالیت می‌پردازد و «اتاق پایاپای» و «صندوق تضمین تسویه» نیز به‌عنوان بازوهای اجرایی این نهاد فعالیت می‌کنند.

ناشناس بودن سرمایه‌گذاران و معامله‌گران در بازار بورس و اوراق بهادار منجر می‌شود که شرایط برای نکول از ایفای تعهدات فراهم باشد. از آنجایی که با کاربست، همه اقدامات مدیریت ریسک بر عملیات تسویه (از جمله أخذ وجه تضمین در قراردادهای مشتقه)، بازهم امکان ریسک نکول اعضا در مرحله تسویه معاملات وجود دارد، نهاد تنظیم‌کننده بازار بایستی، این اختلالات را نیز در بازار سرمایه مدیریت کند (Gregory, 2014, p. 176). با توجه به سیستم یکپارچه تسویه روزانه اتاق پایاپای، عدم تسویه یکی از معاملات، باعث بروز ریسک سیستماتیک در عملیات تسویه و نهایتاً بروز اختلال در بازار سرمایه خواهد شد (صفاریان و کریمی، ۱۳۸۳، ص. ۲؛ گزارش صندوق، ۱۳۹۱، ص. ۳). بر همین اساس شرکت سپرده‌گذاری مرکزی در سال ۱۳۹۱، به دنبال تصریح قانون برنامه پنجم توسعه در بند «ج» ماده (۹۹)<sup>۲</sup> نسبت به اهمیت اقدامات پس از معاملات اوراق بهادار (تسویه و پایاپای)، مطابق بند «۷» اساسنامه خود، صندوق

تضمین تسویه وجوه را تأسیس نمود. اتاق پایاپای به پشتوانه صندوق تضمین به عنوان یک نهاد واسط عمل کرده و در مقابل هر یک از متعاملین، تعهدات طرف مقابل را برعهده می‌گیرد. بدین طریق ریسک سیستماتیک در بازار کاهش می‌یابد و اعضا و سرمایه‌گذاران به منافع خود دست می‌یابند و همچنین هزینه نکول کردن برای عضو نکول‌کننده علاوه بر ضمانت اجرایی که از طرف صندوق تضمین تحمیل می‌شود، نیز برای وی افزایش می‌یابد. با عنایت به اهمیت فراوانی که این صندوق از نظر کارکردی دارد و همچنین آثار مهمی که در بازار سرمایه برجای می‌گذارد، اختصاص پژوهشی علی‌حده به این موضوع ضرورت می‌یابد. بنابراین تحقیق حاضر درصدد بررسی علمی نهاد نامبرده با استفاده از منابع حقوقی، فقهی و مالی است. در ابتدا لازم است کارکردهای این صندوق نوپا در کشور مورد بررسی قرار گیرد تا نقشی که در بازار سرمایه ایفا می‌کند، مشخص گردد. در گام دوم ماهیت فقهی و حقوقی این صندوق به صورت مستند و مستدل مطرح می‌شود تا مشروعیت فقهی و اعتبار حقوقی آن در صورت امکان اثبات گردد. نهایتاً در گام آخر این تحقیق نیز به بیان ساختار این صندوق و سازوکارهای حقوقی حاکم بر اجرای صندوق براساس دستورالعمل اصلاحی صندوق مصوب ۱۳۹۶/۰۸/۰۶ پرداخته می‌شود تا از رهگذر آن وضعیت کنونی این صندوق به جامعه علمی معرفی گردد.

#### ۱. پیشینه تحقیق

صفاریان و کریمی (۱۳۸۳) در گزارش «صندوق تضمین بورس، ساختار نهادی و مقررات پیشنهادی»، ضمن مطالعه مختصر صندوق تضمین تسویه در برخی کشورها، با دیدگاهی نهادی به طرح‌ریزی چنین نهادی در بازار سرمایه ایران پرداخته‌اند و اساسنامه‌ای را به همین منظور برای تأسیس این نهاد پیشنهاد داده‌اند.

صالح‌آبادی، محمدی و مرزانی (۱۳۹۵) در مقاله «رتبه‌بندی شرکت‌های کارگزاری بورس اوراق بهادار تهران براساس معیارهای ریسک تسویه صندوق تضمین تسویه شرکت سپرده‌گذاری مرکزی اوراق بهادار و تسویه وجوه»، ضمن بررسی ریسک‌های تسویه به معرفی اجمالی صندوق تضمین تسویه از نظر ضرورت و ساختار پرداخته‌اند.

با توجه به جدیدالتأسیس بودن صندوق تضمین در کشور ایران، این نهاد حقوقی-مالی هنوز به صورت تخصصی مورد مذاقه قرار نگرفته است. در پژوهش‌های نامبرده

برخی از کارکردهای صندوق و ساختار اولیه آن به صورت اجمالی مورد بررسی قرار گرفته‌اند. پژوهش حاضر با نگاهی حقوقی به دنبال شناسایی کارکردهای صندوق تضمین تسویه در حقوق بازار سرمایه کشور است. همچنین لازم است ماهیت فقهی و حقوقی این نهاد جدیدالتأسیس که تاکنون مورد بررسی قرار نگرفته است، مشخص گردد. مضافاً بررسی اعضاء و منابع مالی صندوق تضمین تسویه در قالب ساختار حقوقی صندوق، براساس اصلاحیه اخیر دستورالعمل صندوق در سال ۱۳۹۶ برای نخستین بار، در دستور کار این پژوهش قرار گرفته است.

## ۲. کارکرد

### ۱-۲. کنترل ریسک‌های تسویه معاملات

ریسک به معنای احتمال وقوع بیش از یک نتیجه و مشخص نبودن نتیجه نهایی است (خان و احمد، ۱۳۸۷، ص. ۳۳). ریسک امری اجتناب‌ناپذیر است و تنها کاری که می‌توان در مقابله با آن انجام داد، مدیریت آن و کاهش درصد وقوع آن است. امروزه «مدیریت ریسک»<sup>۳</sup> به عنوان یکی از مباحث بسیار مهم در رشته مدیریت مالی مورد مطالعه قرار می‌گیرد. «مدیریت ریسک عبارت است از فرآیندی که از طریق آن، یک سازمان یا یک سرمایه‌گذار با روشی بهینه در مقابل انواع ریسک از خود واکنش نشان می‌دهد» (راعی و سعیدی، ۱۳۸۳، ص. ۱۴۸). سازمان بورس و اوراق بهادار نیز که متولی نظارت و مدیریت بازار سرمایه و کاهش مخاطرات و افزایش امنیت معاملات اوراق بهادار است، بایستی با شناسایی ریسک‌هایی که تسویه معاملات اوراق بهادار را مورد تهدید قرار می‌دهد راه‌حل مناسب برای حل و فصل آن ارائه دهد. ریسک‌های مختلفی معاملات اوراق بهادار را مورد تهدید قرار می‌دهند که شامل ریسک اعتباری، ریسک نقدینگی، ریسک قصور بانک تسویه‌کننده وجوه، ریسک عملیاتی، ریسک نگهداری اوراق بهادار، ریسک قانونی و ریسک سامانه‌ای می‌شوند (شرکت ماتریس تحلیلگران داده، ۱۳۸۸، صص. ۳۳-۲۶؛ صالح‌آبادی، محمدی و مرزانی، ۱۳۹۵، ص. ۲۷).

هر یک از این ریسک‌ها عملیات تسویه و پایاپای را تهدید می‌کنند. اتاق برای کنترل این ریسک‌ها سازوکارهای خاصی را در نظر گرفته است. یکی از این روش‌ها مکانیسم

ودیعه<sup>۴</sup> است. ودیعه یا مارجین «مبلغی است که مشتری به کارگزار خود (کارگزار به اتاق پایاپای) می‌سپارد تا کارگزار (اتاق) را در برابر زیان‌های احتمالی پوشش دهد که در اینجا سپرده احتیاطی نام دارد، به عبارت دیگر مبلغی است که بابت هزینه‌های تصادفی گرفته می‌شود» (فرهنگ، ۱۳۷۳، ص. ۱۲۷۲).

ودیعه یک مبلغ احتیاطی است که اتاق پایاپای به عنوان وثیقه دین کارگزاران از ایشان دریافت می‌کند و هنگامی که اعضا طبق قوانین و مقررات از اجرای تعهدات خود سر باز زدند، به وسیله این وثیقه آنها را ملزم به ایفای تعهدات خود می‌کند. همچنین در قراردادهای مشتقه که خرید یا فروش مالی در آینده مورد تعهد طرفین واقع می‌شود، احتمال تخلف طرفین از انجام تعهدات بسیار بالا می‌رود. در این قراردادها، کارگزاران نیز از مشتریان خود وجوهی را به عنوان ودیعه اخذ می‌کنند تا خسارت ناشی از ریسک نکول طرفین را پوشش دهند (معبدی، ۱۳۹۳، ص. ۱۸۲). میزان وجه تضمینی که به عنوان ودیعه از اعضا اخذ می‌شود به روشی تحت عنوان «ارزش در معرض ریسک»<sup>۵</sup> محاسبه می‌شود؛ اما در این روش به دلیل استفاده از داده‌های تاریخی برای محاسبه احتمال نکول اعضا، نکول‌هایی با مبالغ بسیار بالاتر در نظر گرفته نمی‌شود. به همین خاطر نمی‌توان گفت که میزان وجه تضمینی که از اعضا و از مشتریان اخذ شده است، برای پوشش تمامی خسارات احتمالی کافی خواهد بود. از همین رو گفته می‌شود که ودیعه متناسب با وضعیت نرمال بازار است و برای موارد خاص، کارایی کمتری دارد (Gregory, 2014, p. 175). به همین دلیل می‌توان گفت که مکانیسم ودیعه درصد اطمینان کمتری را برای اتاق پایاپای و کارگزاری‌ها برای پوشش مخاطرات و خسارات معاملات اوراق بهادار فراهم می‌کند و برای پوشش حداکثری ریسک‌های تسویه، ابزار حقوقی دیگری نیاز است تا در وضعیت‌های خاص و اضطراری تسویه معاملات را تضمین نماید. در این میان برخی از ریسک‌ها هستند که مختص روز تسویه هستند و سایر ابزارهای مدیریت ریسک مانند ودیعه قادر به پوشش آنها نیستند. از جمله این ریسک‌ها «ریسک اعتباری» و «ریسک نقدینگی» هستند؛ «در ریسک اعتباری یکی از اعضای اتاق پایاپای به دلیل ورشکستگی قادر به انجام تعهدهای خود نیست. در ریسک نقدینگی عضو خاطی به طور موقت قادر به انجام تعهدهای خود نبوده و در تاریخی نامشخص در آینده تعهدهای

خود را در مقابل معاملات انجام شده در روز معامله، انجام خواهد داد» (صالح‌آبادی، محمدی و مرزانی، ۱۳۹۵، ص. ۲۷). در چنین موقعیت‌هایی اتاق قادر به انجام عملیات تسویه نخواهد بود و کسری موجود در پایاپای تعهدات فروشندگان و خریداران، بدون وجود یک منبع احتیاطی، قابل جبران نخواهد بود.

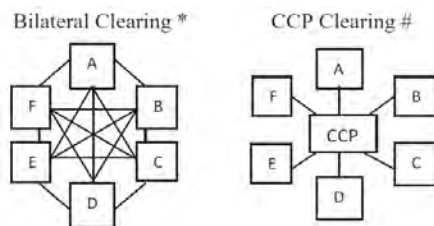
صندوق تضمین به‌عنوان ابزار مکملی جهت پوشش ریسک تسویه معاملات، هرزمانی که ابزار ودیعه نتواند ریسک تسویه معاملات اوراق بهادار را کنترل کند و نهایتاً نکول یکی از طرفین اتفاق افتد، به پوشش نکول می‌پردازد. صندوق تضمین انباشتی از منابع اعضا است که این منابع خود از محل سهم مشارکت اعضای اتاق پایاپای جمع‌آوری می‌شود و ضمانت اجرای کارآمدی جهت الزام اعضا به پرداخت سهم مشارکت، جریمه استفاده از منابع صندوق، جریمه تأخیر پرداخت مبلغ نکول شده و نظایر آن دارد.

## ۲-۲. مکانیسم طرف معامله مرکزی<sup>۶</sup>

اتاق پایاپای نهاد ناظر بر اتمام مراحل تسویه معاملات است. در بیشتر اتاق‌های پایاپای دنیا این نهاد برای ارتقاء عملکرد خود، علاوه بر نظارت بر انجام و اتمام تسویه، به‌عنوان طرف معامله متعاملین عمل می‌کند. بدین معنا که در یک معامله در هنگام تسویه و ایفای تعهدات، جایگزین خریدار در مقابل فروشنده و بالعکس جایگزین فروشنده در مقابل مشتری می‌شود. به این مکانیسم، «طرف معامله مرکزی» گفته می‌شود (سایمون<sup>۷</sup>، ۱۳۸۰، ص. ۶۹۸).

در معاملات بورسی، برخلاف رویه تجارت سنتی، سرمایه‌گذاران بدون اینکه هویت همدیگر را بدانند، اقدام به معامله می‌کنند که در برخی موارد ارزش این معاملات نیز بسیار چشم‌گیر است. بنابراین یک‌نهاد بی‌طرفی باید سلامت معامله و نیل هر یک از طرفین به حقوق خود را تضمین کند. سیستم طرف معامله مرکزی دقیقاً همین کارکرد را در معامله اوراق بهادار ایفا می‌کند. در این سیستم یک‌نهاد مرکزی (اتاق پایاپای) در محور

همه معاملات قرار دارد و تعهدات طرفین معامله را برای همدیگر ایفا می‌کند (Griffith, 2012, p. 1176).



شکل (۱): سیستم یک‌نهاد مرکزی (اتاق پایاپای)  
منبع: (Griffith, 2012, p. 1176)

در طرف مقابل مکانیسم CCP، سیستم «تسویه دوجانبه»<sup>۱</sup> وجود دارد که متعاملین بدون هیچ واسطه‌ای هر یک متعهد به امر تسویه در مقابل طرف دیگر هستند. در این روش ریسک نکول بسیار بالا می‌رود و امنیت سرمایه‌گذاری به شدت پایین می‌آید و سرمایه‌گذاران به خاطر ریسک تسویه بالا، تمایلی به معامله اوراق بهادار نخواهند داشت (Norman, 2011, p. 9).

مکانیسم CCP مستلزم أخذ وثایق لازم از متعاملین است تا طرف معامله مرکزی بتواند در صورت نیاز با استفاده از آن وثایق ریسک تسویه را کنترل کند. اتاق پایاپای برای کاهش ریسک نکول طرفین از نظام ودیعه استفاده می‌کند و از کارگزاران و همچنین از مشتریان معاملات مشتقه (توسط کارگزاران) وثایق لازم را دریافت می‌کند. اما این اقدام یک تمهید پیشگیرانه از سوی اتاق است و هنوز احتمال نکول و هر ریسک دیگری که قبلاً بحث شد، وجود دارد. به همین دلیل برای اینکه اتاق بتواند نقش طرف معامله مرکزی را ایفا کند نیاز به منابعی دارد تا بعد از وقوع خطا در تسویه معاملات، به عنوان طرف مقابل عضو نکول شده، به انجام امر تسویه پردازد.

این منابع مالی، قبلاً توسط خود اعضا جمع‌آوری شده و در صندوقی سپرده شده تا اتاق پایاپای که متشکل از اعضای صندوق است در صورت مواجه شدن با نکول و انواع ریسک‌های پیش‌گفته، به عنوان طرف معامله عضو نکول شده به ایفای تعهد در موعد خود پردازد. اتاق برای ایفای چنین کارکردی نیازمند وجود صندوق تضمین تسویه است و



تأسیس صندوق یکی از مقدمات ضروری جهت پیاده‌سازی مکانیسم CCP توسط اتاق پایاپای محسوب می‌شود. اتاق پایاپای به پشتوانه صندوق تضمین تسویه، مسئولیت طرف مقابل را بر عهده می‌گیرد و به‌عنوان طرف معامله مرکزی<sup>۹</sup> به ایفاء تعهدات طرفین می‌پردازد (سایمون، ۱۳۸۰، ص. ۶۸۹). با تسلیح اتاق به مکانیسم مورد بحث، سرمایه‌گذاران ریسک‌هایی را که آنان را مورد تهدید قرار می‌دهد، بر عهده شرکت سپرده‌گذاری مرکزی و اتاق پایاپای می‌گذارند. این در حالی است که قبل از تأسیس صندوق تضمین تسویه چنین امکانی برای شرکت سپرده‌گذاری وجود نداشته و اتاق پایاپای برای جلوگیری از نکول معاملات، به‌صورت نظارت پیشینی تنها به کنترل اعتبارات اعضا و اخذ وجه تضمین می‌پرداخت (صالح‌آبادی، محمدی و مرزانی، ۱۳۹۵، ص. ۲۶).

#### ۲-۱. تأمین امنیت بازار سرمایه

مراد از امنیت در اینجا، امنیت اقتصادی بوده و به‌معنای وضعیت باثباتی است که کنشگران اقتصادی احساس خطر نداشته باشند (برومند، فخرحسینی، امینی و شاه‌حسینی، ۱۳۸۷، ص. ۲۵). یکی از عوامل ایجاد امنیت اقتصادی، کاهش ریسک سرمایه‌گذاری است. این نگرانی علی‌الخصوص در بازارهایی همچون بازار بورس و اوراق بهادار به جهت پیچیدگی معاملات جاری و تشریفات خاص آن و احتمال ارتکاب جرائم یقه‌سفیدی، بیشتر اهمیت می‌یابد (میرزایی‌منفرد، ۱۳۸۹، ص. ۱۷). اساساً سازمان بورس و اوراق بهادار به‌عنوان یک نهاد حقوقی - مالی با همین دغدغه تأسیس گشت تا با ایجاد نهادهای حقوقی و تأسیس ساختارهای منظم و دقیق، شفافیت و امنیت در معاملات اوراق بهادار را محقق کند و با کاهش ریسک سرمایه‌گذاری، فضای امنی را برای سرمایه‌گذاران به‌وجود آورد<sup>۱۰</sup>. همان‌گونه که ذکر شد، یکی از مراحل بسیار مهم در معامله اوراق بهادار که منجر به ایفاء حقوق طرفین معامله اوراق بهادار می‌شود، مرحله تسویه و پایاپای معاملات است. بدین معنی که فروشنده اوراق بهادار، ثمن حاصل از فروش اوراق را دریافت کند و متقابلاً خریدار نیز مبیع را که همان اوراق بهادار است تحویل گیرد. به‌دلیل دخالت واسطه‌ها در امر معامله اوراق بهادار، امکان تقلب و فریب یا قصور در امر پرداخت بها یا تسلیم اوراق بهادار افزایش می‌یابد. از همین‌رو وجود یک نهاد بی‌طرف برای کنترل

و اداره امر تسویه صحیح معاملات افزایش می‌یابد. شرکت سپرده‌گذاری مرکزی تحت نظارت سازمان بورس اوراق بهادار به این امر اهتمام دارد.

شرکت سپرده‌گذاری مجری اصلی عملیات تسویه و پایاپای معاملات اوراق بهادار است و اتاق پایاپای نیز به‌عنوان یکی از مهم‌ترین بخش‌های این شرکت به کنترل تسویه معاملات می‌پردازد. اتاق پایاپای برای کنترل ریسک‌هایی که تسویه معاملات با آن مواجه است اقداماتی را انجام می‌دهد. بررسی دوره‌ای کفایت مالی اعضا (حداقل‌سازی)، أخذ وثیقه‌های لازم از اعضا بر مبنای رژیم ودیعه (وجه تضمین) و اقدامات اضطراری برای پوشش نکول اعضا (که از طریق صندوق انجام می‌گیرد) اقداماتی هستند که اتاق برای مدیریت انواع ریسک‌های تسویه به‌کار می‌بندد. مورد اخیر یعنی اقدامات اضطراری اتاق پایاپای از طریق منابع حاصل از سهم مشارکت خود اعضا در موارد نکول هر یک از اعضا اتفاق می‌افتد (معبدی، ۱۳۹۳، ص. ۱۱۵).

انجام اقدامات اضطراری همان مسئولیتی است که اتاق با استفاده از منابع صندوق برای تضمین معاملات نکول شده به‌کار می‌بندد. اگر یکی از اعضا از ایفاء تعهدات خود نکول کند و معامله وی در موعد مقرر قانونی تسویه نشود، بازار با ریسک سیستماتیک مواجه خواهد شد. این امر به میزان زیادی به سیستم یکپارچه تسویه معاملات در اتاق پایاپای مربوط می‌شود؛ زیرا اتاق باید تا ساعت ۱۲ روز تسویه<sup>۱۱</sup>، تعهدات اعضا را به ازاء خریده‌ها و فروش‌های آنها، خالص گرداند. در این میان حتی در صورت وجود یک کسری جزئی در وجوه مبالغ بدهکاری در حساب تسویه شرکت سپرده‌گذاری مرکزی، اتاق در موعد مقرر قادر به تسویه معاملات نخواهد بود. اتاق پایاپای با پوشش این ریسک از محل منابع صندوق تضمین، مانع از توقف عملیات تسویه معاملات و تعمیم یافتن ریسک نکول به‌کل بازار گشته و بدین طریق امنیت بازار سرمایه را حفظ می‌کند.

از این منظر تأمین امنیت معاملات، صندوق تضمین کارکردی همانند شرکت‌های بیمه دارد که مخاطرات ناشی از معاملات را که غیرقابل پیش‌بینی است پوشش می‌دهد. همان‌طوری که بیمه با استفاده از منابع خود بیمه‌گذاران به تأمین امنیت در عرصه زندگی روزمره می‌پردازد و از این راه امنیت مالی را ارتقا می‌دهد (بابایی، ۱۳۸۲، ص. ۱۱)، صندوق تضمین نیز با استفاده از منابع اعضا در هنگام بروز مخاطرات، امنیت بازار سرمایه

را تأمین می‌کند و از بروز اختلال در سیستم معاملات جلوگیری می‌کند.<sup>۱۲</sup> مخصوصاً اینکه اتاق با استفاده از اقدامات حداقل‌سازی و أخذ وجه تضمین (که برای پیشگیری از ریسک نکول مناسب هستند نه برای پوشش نکول) قادر به پوشش مواردی از نکول اعضا که مبلغ هنگفت و دور از پیش‌بینی دارند، نخواهد بود. از این جهت صندوق تضمین ابزاری کلیدی است که به ارتقاء امنیت بازار سرمایه و اطمینان خاطر سرمایه‌گذاران، از این نظر که به هر حال حقوق آنان از طریق صندوق استیفا خواهد شد، کمک می‌کند.

### ۳. مفهوم و ماهیت

#### ۳-۱. ماهیت فقهی - حقوقی صندوق

در این بخش ماهیت فقهی - حقوقی کارکرد صندوق تضمین تسویه تبیین و بررسی می‌گردد. دو مؤلفه اساسی در کارکرد صندوق وجود دارد و تحلیل ماهیت کارکرد صندوق مذکور باید مبتنی بر این دو مؤلفه باشد و هر دو کارکرد را به نحو صحیح پوشش دهد:

- ✓ کارکرد اول: نگهداری مبلغی که اعضا برای پرداخت‌های ضروری در اختیار صندوق قرار می‌دهند.
- ✓ کارکرد دوم: پوشش ریسک نکول اعضا و انجام فعالیت‌های تجاری و اقتصادی با منابع موجود.

بنابراین چهار نوع عملیات در صندوق اتفاق می‌افتد: ۱. اعضا مبلغی را به صندوق می‌سپارند؛ ۲. صندوق در موارد لزوم بخشی از این مبلغ را به اعضا اعطا می‌کند؛ ۳. صندوق این وجوه را نگه‌داری می‌کند؛ ۴. صندوق این وجوه را در فعالیت‌های اقتصادی کوتاه‌مدت به جریان می‌اندازد.

در تحلیل ماهیت فقهی این صندوق باید این چهار مؤلفه را باهم لحاظ کرد. ابتدا عقد قرض که شباهت زیادی به موضوع دارد به تفصیل بیان می‌شود و در ادامه عقود دیگر به‌طور اجمال بررسی و نقد می‌شود و در انتها نظر مختار بیان می‌گردد.

#### ۳-۱-۱. قرض

قرض در لغت به معنی قطع کردن و بریدن است (امامی، ۱۳۷۳، ج ۲، ص. ۱۹۳). ماده «۶۴۸» قانون مدنی در تعریف عقد قرض بیان می‌کند: «قرض عقدی است که به موجب

آن طرفین، مقدار معینی از مال خود را به طرف دیگر تملیک می‌کند که طرف مزبور مثل آنها از حیث مقدار و جنس و وصف رد نماید و در صورت تعذر رد مثل، قیمت یوم‌الرد را بدهد». عقد قرض را عقد مداینه و سلف هم نامیده‌اند (جعفری‌لنگرودی، ۱۳۷۸- الف، ج ۴، ص. ۲۹۰۰)؛ بنابراین در عقد قرض، قارض به مقتضای مبلغی وام می‌دهد و مقتضای نیز متعهد می‌شود که در زمان مقرر مبلغ قرض را برگرداند. از این تعریف به خوبی استفاده می‌شود که عقد قرض تملیکی است نه عهده‌ی و به علاوه مورد قرض الزاماً مالی مثلی است نه قیمی (شهیدی، ۱۳۹۲، ص. ۱۲۰).

در ادبیات فقها نیز قرض، ذیل باب دین تعریف شده است. به عنوان مثال «و هو تملیک مال لآخر بالضمان، بأن یکون علی عهده‌تہ أداءه بنفسه أو بمثله أو قیمته و یقال للمملک المقرض و للمتملک المقرض و المستقرض» (موسوی‌خمینی، ۱۳۷۹، صص. ۶۵۱-۶۵۲). در مجموع گویاترین تعریف در مورد قرض به نظر نگارندگان، این است که «قرض تملیک به ضمان» است. یعنی شخصی که مال خودش را به دیگری قرض می‌دهد، با قرض دادن، آن را از ملک خودش خارج کرده و دیگری را مالک آن نموده است. در این جهت با بیع و هبه هیچ فرقی نمی‌کند» (مطهری، ۱۳۹۴، ج ۲۰، ص. ۲۸۹). در مورد جریان عقد قرض در مکانیزم صندوق می‌توان این گونه بیان کرد که افراد ملزم هستند که مبلغی را به عنوان قرض در اختیار صندوق قرار دهند تا صندوق در موارد ضرورت، کسری مبالغ خود را از محل این مبالغ جبران کند، به عبارت دیگر افراد مبلغی را به صندوق (یک شخص حقوقی) قرض می‌دهند و صندوق نیز در صورت نیاز، این مبلغ را به ایشان اعطا می‌کند. به عنوان مؤید قرض بودن کارکرد این صندوق می‌توان معین نبودن زمان برگشت را بیان کرد؛ چون در عقد قرض، مقتضای هرزمانی می‌تواند تعهد خود را ایفا نماید و مثل مورد قرض را رد کند و یا حتی می‌تواند عین مورد قرض را مانند فردی از افراد مثلی به قارض بدهد (امامی، ۱۳۷۳، ج ۲، ص. ۱۹۸). وجه مؤید بودن این است که در صندوق نیز، زمان اعطای مبلغ به افراد مشخص نیست. مؤید دوم اینکه مقتضای، متعهد به پرداخت مثل مال می‌شود (کاتوزیان، ۱۳۷۳، ص. ۶۱۰) و ضرورتی بر پرداخت عین نیست و این صندوق نیز در موارد مقرر مبادرت به پرداخت مثل مبلغ پرداختی می‌کند نه عین آن؛ در مورد مبادرت صندوق به سرمایه‌گذاری نیز بنا بر قرض بودن ماهیت صندوق، اشکالی

وجود ندارد چون در عقد قرض، مال به ملکیت طرف مقابل درمی‌آید (کاتوزیان، ۱۳۷۳، ص. ۶۰۲) و این امر به این معناست که مقتضی، مالک پول است و هر فعالیتی اعم از فعالیت تجاری و غیرتجاری می‌تواند انجام دهد. باوجود نکات و مؤیداتی که ذکر شد، قرض بودن ماهیت صندوق محل اشکال است و نمی‌توان حکم کرد که ماهیت کارکرد صندوق، مبتنی بر عقد قرض است که در ذیل ادله این مدعا بیان می‌شود:

- دلیل اول، تملیکی بودن عقد قرض است که بر این امر، هم فقها تصریح داشته‌اند و هم حقوق‌دانان؛ با این توضیح که مالی که قرض داده می‌شود، در عقد قرض به تملیک طرف مقابل درمی‌آید، درحالی‌که مکانیزم صندوق دلالتی بر قرض بودن این پرداخت ندارد، علاوه بر این اگر کسی اشکال کند که می‌تواند این مورد، قرضی باشد که به تملیک طرف مقابل درنیاید، این مطلب محل اشکال است که هم مخالف اجماع است و هم مخالف مقتضای ذات عقد قرض که تملیکی بودن است، زیرا مهم‌ترین مؤلفه‌ای که در تعریف عقد قرض در تعاریف فقها مشاهده می‌شود، تملیکی بودن و مؤلفه تملیک در قرض است (آبی‌فاضل، ۱۴۱۷ق، ج ۱، ص. ۵۳۴؛ عبدالمنعم، بی‌تا، ج ۱، ص. ۲۶۵؛ نوین و خواجه‌پیری، ۱۳۷۷، ص. ۱۳۵).
- دلیل دوم، دلالت متن دستورالعمل صندوق است که در ماده یک ذیل عنوان سهم مشارکت، از عنوان سپرده استفاده می‌کند و بیان می‌کند که: «سهم مشارکت، از منابعی است که توسط هر یک از اعضای پایاپای در صندوق تضمین به‌منظور استفاده مطابق مقررات این دستورالعمل سپرده می‌شود» و در این ماده، از واژه «سپرده» استفاده شده است، نه «اعطا» و یا حتی «پرداخت» که دلالتی بر تملیک داشته باشند.
- دلیل سوم، دلالت قاعده «العقود تابعه للقصود» است. مفاد اجمالی این قاعده که اجماعی بین علما می‌باشد این است که نوع و ماهیت عقدی که واقع می‌شود تابع قصدی است که طرفین از این معامله دارند و عقود، اموری قصدی هستند (مهریزی و بجنوردی، ۱۳۷۷، ج ۳، ص. ۱۳۸) و نکته‌ای که وجود دارد این است که معیار و مرجع در قصد و چگونگی آن نیز عرف است (مهریزی و بجنوردی، ۱۳۷۷، ج ۳، ص. ۱۴۰) و در این مورد اگر به عرف رجوع شود، عرف این‌گونه حکم می‌کند که

وجهی را که افراد به صندوق می‌سپارند، قرض نیست بلکه نوعی نگهداری مال است که در ادامه توضیح خواهیم داد.

### ۳-۱-۲. عاریه به شرط وکالت

عقد دوم، عاریه به شرط وکالت است. با این عنوان که مبلغی را که افراد به صندوق می‌سپارند به عنوان عاریه باشد و همچنین صندوق از طرف افراد وکالت دارد تا هم به عنوان پوشش نکول آنان و هم صندوق وکالت در سرمایه‌گذاری در فعالیت‌های تجاری دارد. در تعریف عاریه، عنصر عین وجود دارد و عقد عاریه بر عین خارجی واقع می‌شود (طوسی، ۱۴۱۸ق، ص. ۲۷۵) و در موعد مقرر نیز باید عین موضوع عاریه را به مالک بازگرداند (کاتوزیان، ۱۳۷۶، ص. ۸۶). درحالی‌که در مکانیزم صندوق حفظ عین مال معنا ندارد و دو اشکال در این زمینه وجود دارد: اولاً موضوع عاریه در این مورد وجوه نقد و پول است و در اینکه پول عین خارجی است و یا خیر اختلاف نظر وجود دارد و قول صحیح نیز این است که عین خارجی نیست و ثانیاً برفرض هم که پول را عین خارجی بدانیم، این عین خارجی مستهلک می‌شود و تغییر و تبدیل در آن ایجاد می‌شود و مبلغ بازگشتی غیر از مبلغ پرداخت شده توسط افراد است، درحالی‌که فقها در تبیین عقد عاریه آورده‌اند که شیء باید باقی بماند و عین مال به مالک اصلی برگشت داده شود (علامه حلی، ۱۴۱۰ق- الف، ج ۱، ص. ۴۳۹؛ علامه حلی، ۱۴۱۱ق- ب، ص. ۱۱۰).

### ۳-۱-۳. ودیعه به شرط وکالت

جریان عقد ودیعه در محل بحث بدین صورت است که افراد مبالغی را به صندوق می‌سپارند و این صندوق نیز در موارد مقتضی و ضرورت، از محل این اعتبارات استفاده کرده و به پوشش نکول اعضا از محل همین منابع می‌پردازد. علاوه بر این، ضمن عقد ودیعه موجود، شرط وکالت نیز وجود دارد و تمام این پرداخت‌ها با شرط وکالتی که به صندوق داده شده، انجام می‌شود. همچنین شرط وکالت موجود، انجام فعالیت‌های اقتصادی با مبالغ پرداخت شده را تصحیح می‌نماید و اشکالی وجود ندارد. در ادامه، ابتدا ماهیت عقد مذکور و ادله آن تبیین و سپس اشکالات مطروحه بر این عقد طرح می‌شود:

ودیعه مشتق از «ودع» به معنی «سپردن» است (امامی، ۱۳۷۳، ج ۲، ص. ۱۶۱) و مشهور فقها نیز از این معنای لغوی تبعیت کرده‌اند و در تعریف و دیعه، تعریف به نتیجه کرده‌اند و فرموده‌اند که و دیعه عقدی است که نیابت در حفظ مال دارد (ابن‌غنیم، ۱۳۶۴، ج ۳، ص. ۴۳۲) و مشابه همین معنا در میان حقوق‌دانان معاصر نیز رایج است (جعفری‌لنگرودی، بی‌تا، ص. ۲۷۴). پس بنابراین و دیعه در زمره امانات مالکانه است و مالک به اختیار و در نتیجه پیمانی که با دیگری می‌بندد مال خویش را به او می‌سپارد تا از آن نگهداری کند (کاتوزیان، ۱۳۹۶، ج ۲، ص. ۳).

مکانیزم صندوق نیز دقیقاً مطابق عقد و دیعه است. بدین ترتیب که افراد مبلغی را به‌عنوان و دیعه در اختیار صندوق قرار می‌دهند و صندوق نیز در صورت نیاز و از محل این مبالغ، بخشی از پول این افراد را به خودشان برمی‌گرداند و در این موارد که صندوق مبلغی را به افراد پرداخت می‌کند، نه به این عنوان که مبلغی را به افراد قرض می‌دهد بلکه بخشی از پول خود ایشان را برمی‌گرداند. برای این نظر چند دلیل می‌توان اقامه نمود که اولین دلیل، متن دستورالعمل صندوق است که در ماده (۱) ذیل عنوان سهم مشارکت، از عنوان «سپردن» استفاده می‌کند و این عنوان مناسبت بیشتری را با عقد و دیعه دارد.

دلیل دوم نیز «قاعده العقود تابعه للقصد» است، با این توضیح که اگر به عرف رجوع شود و همچنین قصد افرادی که پولی را به صندوق می‌سپارند ملاحظه شود، روشن می‌شود که این افراد، قصدی جز این ندارند که پولی را به این صندوق بسپارند و در موارد مقتضی خود این صندوق پیش‌قدم شود و بخشی از این مبلغ را به افراد بازگرداند. در مورد انجام فعالیت‌های اقتصادی که صندوق به‌وسیله این مبالغ انجام می‌دهد باید گفت که جواز این امر با وکالت محقق می‌شود، به این صورت افرادی که مبالغ را در اختیار صندوق قرار می‌دهند، به صندوق به‌عنوان یک شخصیت حقوقی، وکالت انجام فعالیت‌های اقتصادی با این اموال را اعطا می‌کنند و مانعی هم وجود ندارد. البته برخی در مورد و دیعه بیان کرده‌اند که «الودیعه حقیقتها: استنابه فی حفظ المال» (علامه‌حلی، ۱۳۷۸، ج ۳، ص. ۱۹۱)، ولی این حقیقت در استنابه بودن مانع از این نیست که افراد به‌طرف مقابل اذن در فعالیت‌های دیگر بدهند. به این جهت که اثر اصلی عقد «اذن» است (کاتوزیان، ۱۳۷۶، ص. ۱۴). علاوه‌بر این، شرط وکالت در این امر خلاف مقتضای عقد

نیست و آنچه در عقود ممنوع گردیده، شرط خلاف مقتضای ذات عقد است (شهیدی، ۱۳۸۷، ص. ۱۱۳) نه شرط خلاف اطلاق عقد. علاوه بر این، ماده (۲۳۳) قانون مدنی شرطی را باطل می‌داند که یا خلاف مقتضای عقد باشد و یا شرط به نحوی مجهول باشد که موجب جهل به عوضین شود که در این مورد محل بحث به هیچ وجه در این دو مؤلفه جاری نیست؛ چون اولاً همان‌طور که ذکر شد بنا بر مشهور فقها، مقتضای ودیعه، حفظ مال است و انجام فعالیت اقتصادی منافاتی با حفظ مال ندارد و ثانیاً انجام وکالت، موجب جهل به عوضین نمی‌شود. اما در مورد اشکالات بر عقد ودیعه بودن باید بیان کرد که در عقد ودیعه، لازم است که امانت‌دار اصل مال را برگرداند (هادوی‌نیا، ۱۳۷۸، ص. ۴۴)، درحالی‌که مکانیزم صندوق به‌نحوی است که مبالغ افراد باهم مخلوط می‌شود و این‌گونه نیست که عین مبلغ و پولی که پرداخته‌اند، بازگردانده شود. اشکال دیگری که در مورد این قسم از عقد جریان دارد این است که ودیعه در مورد عین به‌کار می‌رود و فقط عین می‌تواند موضوع ودیعه قرار بگیرد، درحالی‌که پول و اعتبار از مقوله عین خارجی نیست و بنابراین، نمی‌تواند موضوع ودیعه باشد (تسخیری، ۱۳۸۰، ص. ۶۶)، و واضح است که بایبان پاسخ اشکال دوم، اشکال اول نیز پاسخ داده می‌شود، چون روشن است که با اثبات جواز جریان عقد ودیعه در پول و امور اعتباری، اختلاط آن را نیز پذیرفته‌ایم، لذا در ادامه به بیان پاسخ سؤال دوم پرداخته می‌شود.

در پاسخ اشکال دوم می‌توان بیان کرد که اولاً مشهور چنین تصریحی در این مورد ندارند و دلیلی بر این مدعا وجود ندارد. علاوه بر این، ماده (۶۰۷) قانون مدنی از لفظ «مال» استفاده می‌کند و مال اعم از عین و پول است که پول نیز نوعی از اموال مثلی محسوب می‌شود. ضمن اینکه، حقوق دانان، این مورد از ودیعه - که امثال امور اعتباری مانند پول به ودیعه سپرده می‌شود - را ودیعه برخلاف قاعده دانسته‌اند و تصریح به صحت ودیعه نهادن این‌گونه اموال داشته‌اند (امامی، ۱۳۷۳، ج ۲، ص. ۱۷۸). ثانیاً مخالف اشکال مذکور، برخی دیگر به‌صراحت بیان کرده‌اند که لازم نیست مورد ودیعه مال باشد بلکه ملک باشد کافی است (جعفری‌لنگرودی، ۱۳۷۸، ج ۵، ص. ۳۷۵۷).



### ۳-۱-۴. رهن به شرط وکالت

در تعریف عقد رهن گفته شده که «مال را وثیقه دین قرار دهیم، در صورت عدم امکان استیفا دین» (طوسی، ۱۳۸۷، ج ۲، ص. ۱۹۶) همچنین ماده (۷۷۱) قانون مدنی تصریح دارد که «رهن عقدی است که به موجب آن مدیون مالی را برای وثیقه به دائن می‌دهد» بنابراین در مجموع رهن، وثیقه‌ای است که از طرف مدیون به دائن در صورت عدم پرداخت دین در موعد مقرر پرداخت می‌شود (جعفری‌لنگرودی، بی‌تا، ص. ۱۴۱). جریان این عقد در مورد صندوق به این صورت است که افراد مبلغی را به‌عنوان رهن و گرو در اختیار صندوق قرار می‌دهند تا در موارد ضرورت صندوق از محل این مبالغ، خسارات نکول را و هزینه‌های لازم را صرف کند؛ علاوه بر این صندوق در انجام فعالیت‌های تجاری که از محل این وجوه انجام می‌دهد از طرف افراد وکالت دارد.

با توجه به تحلیل فوق، عقد رهن بودن مکانیزم صندوق روشن شد، ولی به جهت ایضاح بیشتر و تأیید مطلب مذکور، خاطر نشان می‌شود که در عقد رهن، اگر راهن در انجام تعهد یا پرداخت بدهی خود نکول کند، مرتبه این حق را دارد که طلب یا حق خود را از مال رهن استیفا کند و این الگو، دقیقاً منطبق با کارکرد منابع، در صندوق تضمین است. علاوه بر این، مؤید دیگری که می‌تواند مطلب فوق را تأیید کند این است که در عقد رهن، اگر رهن دارای منفعی باشد، منافع از آن راهن است و آنچه در این مقاله به آن اشاره شده است، مشارکت افراد در منافع حاصل از منابع صندوق است که این امر با عقد رهن سازگار است، درحالی‌که در عقد ودیعه با اذن تصرف، منافع حاصل از ودیعه، به ودعی تعلق دارد. بنابراین، با توجه به تحلیل فوق و تأییدات مذکور، مکانیزم صندوق تضمین، انطباق بیشتری با عقد رهن دارد.

یکی از چالش‌های فقهی صندوق، وجهی است که طبق دستورالعمل صندوق دریافت می‌شود که براساس آن، چنانچه هر یک از اعضای پایاپای نتواند طی مهلت مقرر اقدام به پرداخت بدهی خود در چارچوب دستورالعمل نماید، از ایشان وجهی اخذ می‌شود (ماده (۱) دستورالعمل صندوق تضمین تسویه). چنانچه این وجه ماهیت «جریمه دیرکرد» داشت، در این صورت امکان تشکیک در جواز آن وجود داشت؛ درحالی‌که اولاً به تصریح ماده (۱) دستورالعمل صندوق مذکور، این وجه، ماهیت وجه التزام دارد و در حقیقت

جریمه خسارت تأخیر تأدیه می‌باشد. ثانیاً در عمل نیز دریافت این وجه نه به جهت جریمه دیرکرد، بلکه به دلیل خسارت و خللی است که به عملکرد صندوق وارد آمده است، لذا در جواز ماده (۱) دستورالعمل و در نظر گرفتن وجه التزام برای اعضای خاطی، منع فقهی (شبهه ربا) وجود ندارد. بنابراین با در نظر گرفتن وجه التزام برای ملزم کردن اعضای پایاپای صندوق، مضاف بر اینکه التزام هر یک از اعضا به پرداخت بدهی‌های خود حاصل می‌شود، از چالش فقهی حرمت جریمه تأخیر نیز پرهیز شده است.

### ۲-۳. شخصیت حقوقی صندوق

صندوق تضمین تسویه نهادی است که می‌تواند منابع مالی را از اعضا اخذ کند و در مواقع ضروری در آنها دخل و تصرف نموده و به پوشش ریسک نکول اعضا پردازد. همچنین صندوق به موجب دستورالعمل مربوطه قادر به سرمایه‌گذاری سهم‌الشرکه اعضا است. علاوه بر این صندوق می‌تواند در موارد مقتضی اعضا را جریمه کند و از این راه کسب درآمد بنماید. صندوق به موجب ماده (۲) دستورالعمل صندوق، دارای کمیته‌ای است که نقش تصمیم‌گیری و اداره آن را برعهده دارند. سؤالی که در خصوص شخصیت حقوقی صندوق به ذهن می‌رسد این است که یکی از شرایط تحقق شخص حقوقی اجتماع افراد انسانی و اشخاص حقوقی برای رسیدن به اهداف معین است (کاتبی، ۱۳۷۵، ص. ۳۲). حال آنکه صندوق صرفاً انباشتی از منابع مالی است. این اشکال نیز با پذیرش شخصیت حقوقی برای نهادهایی مثل وقف<sup>۱۳</sup> و ترکه متوفی که مانند صندوق تضمین صرفاً منابع مالی بوده و اجتماع اشخاص حقیقی منتفی است، پاسخ داده می‌شود (کاتوزیان، ۱۳۸۶، ص. ۲۹). همچنین نهاد مشابه این صندوق در بازار پولی و بانکی (که دارای کارکردی یکسان با صندوق است) یعنی «صندوق ضمانت سپرده‌ها» نیز طبق اساسنامه، دارای شخصیت حقوقی مستقلی است و از همین رو می‌توان برای صندوق تضمین نیز شخصیت حقوقی در نظر گرفت.

در بررسی وجوه فوق که در دفاع از شخصیت حقوقی صندوق تضمین بیان می‌شود،

باید جواب داد:

اولاً: ایجاد مسئولیت‌های حقوقی و طرف حق و تکلیف قرار گرفتن از آثار بسیار مهم دارا بودن شخصیت حقوقی است (اسکینی، ۱۳۹۴، ص. ۴۰). لیکن صندوق خود دارای سازوکارهای اجرایی جهت انجام این تصرفات نیست؛ بلکه این تصرفات توسط اتاق پایاپای که آن نیز به نوبه خود به عنوان طرف معامله مرکزی، یکی از ارکان شرکت سپرده‌گذاری مرکزی به حساب می‌آید، انجام می‌گیرد. همان‌طور که قبلاً نیز بحث شد، اتاق در هنگام مواجهه با کسری در مبالغ تسویه، از منابع این صندوق جهت ایفای تعهدات عضو نکول کننده استفاده می‌کند. همین پاسخ در مورد سایر احکام در مورد تصرفات دیگری (از جمله سرمایه‌گذاری، جریمه کردن و امثالهم) که در منابع اعضا به موجب دستورالعمل صندوق بیان گشته است نیز جاری است. همچنین کمیته صندوق تنها در تصمیم‌گیری درباره منابع صندوق در مواردی محدود چون تعیین سهم مشارکت اعضاء، جریمه ثابت و نظایر آن دخالت داشته و فاقد هرگونه نقش اجرایی و مدیریتی است. به‌طور کلی نمی‌توان ارکان کامل یکی از شرکت‌ها را برای صندوق تضمین در نظر گرفت. ثانیاً: مقایسه شخصیت حقوقی صندوق با نهادهایی همچون وقف، ترکه متوفی و صندوق ضمانت سپرده‌های بانکی امری ناروا و دارای اشکال است، زیرا درباره شخصیت حقوقی هر یک از این نهادها، تصریح قانونی وجود دارد<sup>۱۴</sup>. ترکه متوفی نیز مطابق دکترین حقوقی که یکی از منابع حقوقی محسوب می‌شود، تاکنون مورد پذیرش مجامع علمی حقوقی قرار گرفته است (کاتوزیان، ۱۳۸۶، ص. ۳۰).

ثالثاً: شرط اصلی ایجاد شخصیت حقوقی برای بخش خصوصی، ثبت آن در اداره ثبت شرکت‌ها و مؤسسات غیرتجاری است. دلیل این امر ماده (۵۸۴) قانون تجارت ۱۳۱۱ است که به موجب آن «تشکیلات و مؤسساتی که برای مقاصد غیرتجارتی تأسیس شده یا بشوند از تاریخ ثبت در دفتر ثبت مخصوصی که وزارت عدلیه معین خواهد کرد شخصیت حقوقی پیدا می‌کنند»<sup>۱۵</sup>. از سوی دیگر دکترین حقوقی با ارائه دلایل مختلف از گرایش قانون‌گذار در قوانین مختلف، به لزوم ثبت شرکت، برای شخصیت یافتن آن قائل هستند (مؤتمنی طباطبایی، ۱۳۷۳، ص. ۲۸۸؛ پاسبان، ۱۳۹۵، صص. ۳۱-۲۱). نظر فوق دلیل دیگری برای رد شخصیت حقوقی برای صندوق تضمین است، زیرا این صندوق تاکنون به ثبت نرسیده است<sup>۱۶</sup>.

از مجموع دلایل فوق می توان اظهار داشت که صندوق فاقد شخصیت حقوقی است. صندوق صرفاً یک واحدی از شرکت سپرده گذاری مرکزی است که منابعی را در اختیار اتاق پایاپای قرار می دهد تا اتاق در موارد مقتضی اقدامات لازم را برای مدیریت ریسک انجام دهد. کمیته صندوق نیز اختیارات بسیار محدودی در حیطه دستورالعمل صندوق دارد و صرفاً به تصمیم گیری درباره معدود موارد مذکور در دستورالعمل می پردازد. از سوی دیگر خود اتاق پایاپای نیز که به استفاده و اجرای منابع صندوق تضمین می پردازد نیز، فاقد شخصیت حقوقی است. این اتاق به عنوان یکی از بازوهای اجرایی شرکت سپرده گذاری مرکزی مطابق «دستورالعمل ثبت، سپرده گذاری، تسویه و پایاپای» به اقدامات مندرج در این دستورالعمل می پردازد.

شرکت سپرده گذاری مرکزی، به موجب اساسنامه آن یک شرکت تجاری سهامی عام محسوب می شود که دارای شخصیت حقوقی است و همین شخصیت حقوقی شرکت، محملی برای فعالیت های حقوقی اتاق پایاپای و به تبع آن صندوق تضمین گردیده است. به عنوان مؤید می توان گفت که حساب بانکی که برای صندوق تضمین تسویه افتتاح شده است، به نام شرکت سپرده گذاری مرکزی است؛ این امر خود گویای فقدان شخصیت حقوقی صندوق و اتاق پایاپای بوده و اینکه هر دو به واسطه شخصیت حقوقی شرکت نامبرده به عنوان عضو آن فعالیت می کنند.

اشکال دیگری که در تحلیل شخصیت حقوقی صندوق وجود دارد، ماده (۲۹) دستورالعمل صندوق است. طبق این ماده «اگر به هر دلیلی صندوق تضمین منحل شود، ابتدا دارایی های صندوق تضمین پس از کسر بدهی ها به نسبت سهم مشارکت اعضا تقسیم می شود تا سهم هر عضو از خالص دارایی های صندوق تضمین تعیین گردد و سپس سهم هر عضو از دارایی های صندوق تضمین، پس از کسر بدهی های وی به صندوق تضمین پرداخت می شود». شاید در نگاه اول با دیدن واژه «انحلال» ذهن مخاطب به قوانین انحلال شرکت های تجاری که بخشی از آن در مواد (۱۹۹) تا (۲۰۱) (و مواد متفرقه دیگری همچون (۱۴۱)، (۲۲۳)، (۲۲۴) و امثالهم) لایحه اصلاحی قانون تجارت ۱۳۴۷ آمده متبادر شود. ماده (۴۱۲) قانون تجارت مصوب ۱۳۱۱، ورشکستگی را این گونه تعریف می کند: «ورشکستگی تاجر یا شرکت تجاری در نتیجه توقف از تأدیه وجوهی که بر عهده اوست

حاصل می‌شود». در این تعریف دو شرط عمده مورد توجه قانون‌گذار بوده است اولاً ورشکسته، تاجر یا شرکت تجاری باشد و ثانیاً توقف از تأدیه دیون اتفاق افتاده باشد. لیکن با توجه به توضیحاتی که در این بخش در رد نظریه شخصیت حقوقی صندوق ارائه شد، شرط اول مزبور محقق نمی‌شود، زیرا صندوق شرکت تجاری نبوده و فاقد شخصیت حقوقی است. این تفسیر از ماده قانونی مورد بحث از تحلیل مراد قانون‌گذار در دستورالعمل صندوق تضمین نیز قابل دستیابی است. قانون‌گذار در مواد پایانی دستورالعمل پیش‌گفته، در صدد تعیین تکلیف سهم‌الشرکه‌های اعضا در صورت ختم و تعطیلی صندوق بوده است. این تعطیلی می‌تواند علل مختلفی داشته باشد که از جمله آنها تغییر سیاست‌های شرکت سپرده‌گذاری، زیان دهی صندوق، ایجاد صندوقی جداگانه و مستقل و نظایر آن است. بنابراین در عین حال که صندوق تضمین تعطیل می‌گردد، کماکان شرکت سپرده‌گذاری مرکزی به حیات خود ادامه می‌دهد. در این فرض مبالغ سهم‌الشرکه‌هایی که قبلاً به صندوق پرداخت شده، پس از کسر بدهی‌های هر یک از اعضا به آنان برمی‌گردد.

#### ۴. ساختار حقوقی

##### ۴-۱. اعضای صندوق

اعضای صندوق تضمین متشکل از دو بخش شامل کمیته صندوق و کارگزاران است. کمیته صندوق تضمین تسویه متشکل از سه عضو حقیقی است که شامل مدیرعامل شرکت سپرده‌گذاری مرکزی یا نماینده قانونی وی و یک عضو هیأت مدیره شرکت است. در اصلاحیه سال ۱۳۹۶ دستورالعمل صندوق، در تبصره (۱) تأکید شده است که این دو عضو نباید از میان اعضای اتاق پایاپای انتخاب گردند. همچنین یک نفر خبره مالی به نمایندگی از اعضای پایاپای به عنوان عضو سوم این کمیته محسوب می‌شود (ماده (۲) دستورالعمل صندوق تضمین) این کمیته به عنوان رکن تصمیم‌گیرنده<sup>۱۷</sup> صندوق تضمین تسویه با قرائت گزارش‌های سه‌ماهه عملکرد صندوق، در مورد نحوه ادامه فعالیت‌های شرکت تصمیم‌گیری می‌کنند. تصمیم‌گیری در این کمیته با موافقت حداقل دو نفر از اعضا ممکن می‌گردد (تبصره (۲) ماده (۲)).

دومین دسته از اعضای صندوق، شرکت‌های کارگزاری است. کارگزاران اعضای عادی صندوق هستند که همان اعضای اتاق پایاپای قلمداد می‌شوند. در متن دستورالعمل صندوق هر جا که اسم اعضا می‌آید مراد همین رکن دوم است. طبق ماده (۷) دستورالعمل معاملات کالا و اوراق بهادار مبتنی بر کالا در بورس کالای ایران، اشخاص برای انجام معاملات مختلف در بورس نمی‌توانند خود رأساً اقدام کنند و باید به واسطه کارگزاری‌ها معامله کنند. دلیل این امر پیچیدگی و تشریفاتی بودن معاملات بورسی و همچنین لزوم مخفی ماندن هویت متعاملین در این نوع معاملات است که قانون‌گذار حکم به وجوب انجام معاملات از طریق آنها نموده است (عبدی‌پورفرد، ۱۳۹۱، ص. ۲۰۲). اعضای صندوق به موجب تبصره (۱) ماده (۳) دستورالعمل صندوق شامل کارگزارانی می‌شوند که در بورس اوراق بهادار تهران یا در فرابورس ایران پذیرفته شده‌اند. بند (۱۳) ماده (۱) قانون بازار اوراق بهادار کارگزار را شخص حقوقی می‌داند که اوراق بهادار را «برای دیگران و به حساب آنها» معامله می‌کند<sup>۱۸</sup>. در مجموع ادبیات قوانین بورسی، از عبارت حق‌العمل‌کاری<sup>۱۹</sup> برای کارگزاران استفاده شده است، درحالی‌که نویسندگان متعدد از وکالت و دلالتی نیز در باب ماهیت این عمل، دفاع نموده‌اند. اما یکی از نویسندگان با نقد آراء مذکور، ماهیت کارگزاری را اقرب به حق‌العمل‌کاری می‌داند، زیرا مشتری کارگزار، مسئول اجرای تعهدات ناشی از معامله کارگزار است. درحالی‌که کارگزار به‌عنوان حق‌العمل‌کار، در مقابل ثالث همچنان پاسخ‌گو است. علاوه بر آن مسئولیت اصلی انعقاد قرارداد و ایجاب اصلی برعهده کارگزار بوده است که در مجموع به پذیرش نظریه حق‌العمل‌کاری منجر می‌شود (شهیدی، ۱۳۹۶، صص. ۱۳۶-۱۲۷).

در باب تعهدات کارگزاران در مقابل صندوق تضمین تسویه، آنان موظفند که سهم مشارکت مقرر از سوی صندوق تضمین را بدان بپردازند. همچنین در صورت نکول از اجرای تعهدات و تأخیر در اجرای آنها، جریمه‌های مقرر در دستورالعمل صندوق را پرداخت نمایند. این وظایف مهم‌ترین تعهدات اعضا در مقابل صندوق است که در صورت تخلف از آنها موضوع در بخش رسیدگی به تخلفات سازمان بورس رسیدگی و ممکن است که رأی به توقف فعالیت عضو مذکور داده شود (تبصره (۲) ماده (۳) دستورالعمل صندوق).

#### ۲-۴. منابع مالی صندوق

شرکت سپرده‌گذاری مرکزی نهادی عمومی است که در تکمیل وظایف سازمان بورس و اوراق بهادار، به افزایش امنیت بازار سرمایه و استیفای حقوق متعاملین می‌پردازد. صندوق نیز به‌عنوان یکی از واحدهای این شرکت، در راستای همین وظیفه شرکت گام می‌نهد. لیکن این صندوق همانند شرکت و سازمان بورس و اوراق بهادار یک نهاد غیردولتی است که بودجه دولتی ندارد. بنابراین باید منابع مالی موردنیاز را، خود تأمین کند. صندوق به دلیل ماهیت ضمانتی خود، نیاز به منابع نسبتاً زیادی دارد که در همه حال باید به‌صورت نقد به آن دسترسی داشته باشد. این منابع همان‌طور که قبلاً هم اشاره شد، بالجمله از طریق اعضای صندوق که کارگزاران هستند تأمین می‌شود. بخش اصلی تأمین مالی صندوق تضمین از طریق تعیین سهم‌الشرکه بوده و بخش دیگر از محل جریمه‌هایی است که صندوق از اعضای نکول‌کننده دریافت می‌کند. همچنین کسب درآمد از طریق سرمایه‌گذاری منابع صندوق نیز میسر است که در ادامه به بیان این درآمدها اشاره می‌شود.

#### ۲-۴-۱. سهم مشارکت اعضا

ماده (۳) دستورالعمل صندوق بهره‌گیری از خدمات اتاق پایاپای را منوط به عضویت در صندوق تضمین نموده است. به عبارتی این الزام همه افرادی را که به‌عنوان خریدار و فروشنده اوراق بهادار در حال فعالیت‌اند، در برمی‌گیرد. بعد از این الزام فراگیر، تبصره این ماده، همه اعضا را ملزم به پرداخت سهم‌الشرکه‌ای می‌داند که از طریق کمیته صندوق محاسبه و اعلام می‌گردد. نحوه محاسبه سهم مشارکت هر عضو در صندوق از طریق فرمولی که در ماده (۷) دستورالعمل اصلاحی صندوق در تاریخ ۱۳۹۶/۰۸/۰۶ آمده است، محاسبه می‌گردد.<sup>۲۰</sup> در اصلاح اخیر این ماده از سوی کمیته صندوق، برای همه اعضا، یک حداقل سهم مشارکت ثابت در نظر گرفته می‌شود که در کنار سهم مشارکت منحصربه‌فرد اعضا، مانع از افت سهم مشارکت از یک‌میزان خاصی می‌گردد. سهم مشارکت منحصربه‌فرد اعضا با « $E_i^1$ » نشان داده می‌شود که متغیرهای مختلفی در دستورالعمل صندوق، در میزان این عدد مؤثر خواهند بود. برخی از این متغیرها براساس

سوابق عضو مورد نظر براساس گزارش‌های سه‌ماهه شکل می‌گیرد و برخی دیگر نیز از سوی کمیته صندوق با در نظر گرفتن منابع صندوق و ظرفیت اتاق پایاپای تعیین می‌گردد.

#### ۴-۲-۲. جریمه تأخیر

به موجب بند (۳) ماده (۵) دستورالعمل صندوق، یکی دیگر از منابعی که در اختیار صندوق قرار می‌گیرد، درآمدهای حاصله از جریمه‌هایی است که اعضای اتاق پایاپای به موجب قوانین همین دستورالعمل ملزم به پرداخت آن به صندوق هستند. چنانچه عضوی از اتاق پایاپای از تعهدات خود نکول کند، صندوق پس از ایفای تعهد وی، جریمه‌ای را وابسته به میزان مبلغ نکول شده، تعداد ساعات تأخیر، تعداد دفعات نکول (تکرار نکول) و جریمه ثابت برای هر نکول محاسبه می‌کند و عضو نکول‌کننده را برای ادامه عضویت در صندوق ملزم به پرداخت آن می‌کند. عواید حاصل از این جریمه‌ها بعد از یک دوره سه‌ماهه که صندوق گزارش عملکرد خود را به شرکت سپرده‌گذاری مرکزی تسلیم می‌کند، به نسبت سهم مشارکت هر یک از اعضا، بین آنها تقسیم می‌شود.

جریمه تأخیر علاوه بر اینکه یک منبع مالی برای صندوق حساب می‌شود، مهم‌تر از آن یک ابزار حقوقی و یک ضمانت اجرا برای جلوگیری از نکول و تأخیر در انجام تسویه توسط کارگزاری‌ها است. صندوق با این ضمانت اجرا به دنبال افزایش هزینه استفاده از منابع صندوق و از این طریق اجبار اعضا به تسویه معاملات از محل حساب تسویه خودشان است. صندوق برای مدیریت موارد نکول و جریمه‌هایی که از اعضا اخذ می‌شود، بسته به موارد مختلف احکام مختلفی را در دستورالعمل صندوق ارائه داده است که در بخش ضمانت اجرای صندوق تبیین می‌گردد.

#### ۴-۲-۳. سرمایه‌گذاری

صندوق تضمین با استفاده از درآمدهای حاصله از سهم مشارکت اعضا و جریمه تأخیر دارایی‌ها را به دست می‌آورد. به دلیل ماهیت صندوق و نیاز دائمی که به وجوه نقد برای پوشش اختلالات احتمالی در عملیات تسویه و پایاپای معاملات وجود دارد، نمی‌توان این وجوه را در سرمایه‌گذاری‌های بلندمدت سپرده‌گذاری کرد. از سویی هم‌روند رو به رشد تورم به خصوص در کشور ایران، باعث کاهش ارزش پول در طولانی مدت می‌شود.



به همین دلیل دستورالعمل صندوق در بند (۲) ماده (۵) از لزوم سرمایه‌گذاری منابع مالی بلااستفاده صندوق سخن گفته است. ماده (۱۷) این دستورالعمل تصمیم‌گیری در مورد سرمایه‌گذاری منابع صندوق را برعهده کمیته صندوق می‌گذارد. این ماده سرمایه‌گذاری منابع صندوق را فقط در محل اوراق بهادار با درآمد ثابت و سپرده‌گذاری در بانک‌ها با سود ثابت مجاز می‌داند، به طوری که امکان برداشت اصل سرمایه در هر زمان که لازم شد وجود داشته باشد. لازم به ذکر است که به نسبت سهم‌الشرکه هر عضو و سود تعلق‌گرفته به سهم‌الشرکه وی، سود ناشی از سرمایه‌گذاری مجدداً به سهم مشارکت عضو صندوق افزوده می‌گردد.

#### جمع‌بندی و نتیجه‌گیری

کاهش ریسک تسویه معاملات اوراق بهادار و پوشش ریسک نکول، به‌عنوان اصلی‌ترین کارکرد صندوق به حساب می‌آید. مکانیسم صندوق به‌عنوان یک ابزار احتیاطی و مکمل برای ابزار ودیعه توسط اتاق پایاپای به کار گرفته می‌شود و اتاق به‌موجب این مکانیسم ریسک نکول را کنترل می‌کند. همچنین ایجاد مکانیسم CCP برای اتاق پایاپای یکی دیگر از کارکردهای صندوق تضمین شمرده می‌شود که به‌موجب آن اتاق پایاپای در قالب یک عمل حقوقی جدید، به پشتوانه منابع صندوق تضمین، طرف معامله هر یک از متعاملین اوراق بهادار قرار می‌گیرد. کارکرد سوم تأمین امنیت بازار سرمایه است. وجود صندوق تضمین به‌عنوان یک منبع احتیاطی برای جبران مخاطرات بازار سرمایه و کاهش ریسک سرمایه‌گذاری گویای همین کارکرد صندوق است. طاعات فرسگی

در بیان شخصیت حقوقی صندوق نیز باید مکانیسم حاکم بر صندوق و جوهی که از اعضا أخذ و سپس در موارد معین توسط اتاق پایاپای مورد تصرف قرار می‌گیرد، بایستی از نظر فقهی - حقوقی مورد بررسی قرار گیرد. به نظر نزدیک‌ترین عقدی که قابلیت انطباق با مکانیسم صندوق تضمین را دارد، عقد رهن با شرط وکالت است. بدین معنا که اعضای اتاق پایاپای، سهم‌الشرکه خود در صندوق را به‌عنوان رهن نزد اتاق پایاپای و شرکت سپرده‌گذاری مرکزی می‌سپارند، با این شرط که اتاق پایاپای در مواقع ضروری از این منابع در موارد مقتضی که قبلاً مورد پذیرش اعضا قرار گرفته به مصرف برساند.

همچنین در مورد شخصیت حقوقی صندوق، مقاله حاضر قائل به فقدان شخصیت حقوقی برای صندوق است و عدم ثبت شرکت تا زمان حاضر، مهم‌ترین دلیل بر این ادعا است؛ بنابراین شرکت سپرده‌گذاری مرکزی به‌عنوان یک شرکت تجاری و سهامی عام شناخته می‌شود و صندوق نیز به‌عنوان یکی از اجزای این شرکت محسوب می‌شود.

صندوق تضمین تسویه از نظر ساختاری، دارای اعضای است. این اعضا علاوه بر کمیته صندوق، مشتمل بر کارگزاران می‌شود. همچنین به‌تصریح دستورالعمل صندوق تضمین، صندوق برای پوشش ریسک نکول اعضا دارای سه منبع است. این منابع شامل سهم مشارکتی است که با فرمول خاصی محاسبه می‌شود و هر عضوی دارای سهم‌الشرکه متفاوتی است. منبع بعدی وجوه حاصل از اخذ جریمه از اعضای است که نکول کرده و از منابع صندوق استفاده کرده‌اند. سرمایه‌گذاری وجوه سهم‌الشرکه اعضا نیز توسط شرکت و سود حاصل از آنها نیز به‌عنوان دیگر منبع صندوق تضمین تسویه محسوب می‌شود.

## یادداشت‌ها

۱. بند اول سیاست‌های ابلاغی: «تأمین شرایط و فعال‌سازی کلیه امکانات و منابع مالی و سرمایه‌های انسانی و علمی کشور به‌منظور توسعه کارآفرینی و به حداکثر رساندن مشارکت آحاد جامعه در فعالیتهای اقتصادی با تسهیل و تشویق همکاری‌های جمعی و تأکید بر ارتقاء درآمد و نقش طبقات کم‌درآمد و متوسط».

۲. بند «ج» ماده (۹۹) قانون برنامه پنجم: «پس از معامله اوراق بهادار ثبت‌شده نزد سازمان که در یکی از بورس‌ها یا بازارهای خارج از بورس معامله‌شده‌اند و کالاهای معامله‌شده در بورس‌های کالایی، عملیات تسویه وجوه و پایاپای (نقل و انتقال) پس از معاملات در شرکت‌های سپرده‌گذاری مرکزی اوراق بهادار و تسویه وجوه صورت می‌گیرد».

۳. Risk Management

۴. Margin

۵. Value-At-Risk

۶. Central Counterparty

۷. Simon

۸. Bilateral Clearing

#### ۹. Central Counterparty

۱۰. ماده (۲) قانون بازار اوراق بهادار اظهار می‌کند: «در راستای حمایت از حقوق سرمایه‌گذاران و باهدف ساماندهی، حفظ و توسعه بازار شفاف، منصفانه و کارای اوراق بهادار و به‌منظور نظارت بر حسن اجرای این قانون، «شورا» و «سازمان» با ترکیب، وظایف و اختیارات مندرج در قانون مزبور تشکیل می‌شود».
۱۱. به‌موجب ماده (۱۶) دستورالعمل ثبت، سپرده‌گذاری، تسویه و پایاپای معاملات: «روز تسویه برای معاملات سهام، دو روز پس از انجام معامله (T+2) و برای معاملات اوراق مشارکت، یک روز بعد از انجام معامله (T+1) خواهد بود».
۱۲. البته این بدین معنا نیست که از نظر ماهیتی نیز مانند بیمه است، بلکه دارای ساختار و ماهیتی متفاوت با بیمه است که در ادامه مورد بررسی قرار خواهد گرفت.
۱۳. به‌تصریح ماده (۳) قانون اوقاف.
۱۴. قانون اوقاف مصوب ۱۳۵۴ و ماده (۳) قانون تشکیلات و اختیارات سازمان حج و امور خیریه.
۱۵. کلیه اشخاص حقوق کشور در سامانه شناسنامه ملی اشخاص حقوقی - به آدرس زیر - قابل‌استعلام هستند: <http://www.ilenc.ir/>
۱۷. البته منظور از رکن تصمیم‌گیرنده، تقسیم‌بندی رایج در شرکت‌های تجاری نیست تا اینکه به‌عنوان مثال ساختاری شبیه مجمع عمومی در شرکت سهامی عام داشته باشد. چراکه اولاً این کمیته در بعضی موارد هر دو جنبه تصمیم‌گیری و اجرایی را ایفا می‌کند، ثانیاً صندوق خود به‌عنوان بخشی از شرکت سپرده‌گذاری به حساب می‌آید. لذا خود نمی‌تواند دارای رکن مجزای تصمیم‌گیری بوده و کمیته صندوق همانند مجمع عمومی در شرکت سهامی عام عمل کند.
۱۸. ماده (۲۵) قانون تأسیس بورس اوراق بهادار: «کارگزاران برای معاملاتی که به‌وسیله آنان در بورس انجام می‌گیرد، حق‌عملی طبق آیین‌نامه مربوط دریافت خواهند داشت و به هیچ‌وجه نباید از مقررات آیین‌نامه مزبور تخلف کنند».

$$C_i = \text{MAX} \{E_i, \text{حداقل سهم مشارکت}\} \quad \text{رابطه (۱):} \quad ۲۰$$

$$E_i = D_{P_i} \times A \left( \frac{D_{P'_i}}{\sum_{i=1}^m D_{P'_i}} + B \times \frac{H_i \times T_i}{\sum_{i=1}^m H_i \times T_i} \right) \quad \text{رابطه (۲):} \quad ۲۱$$

### کتابنامه

ابن غنیم، ابوبلال غنیم بن عباس (۱۳۶۴). *جامع المدارک فی شرح المختصر النافع* (جلد ۳)، تهران: مکتبه الصدوق.

اسکینی، ربیعا (۱۳۹۲). *حقوق تجارت؛ شرکت های تجاری*، تهران: سازمان مطالعه و تدوین کتب علوم انسانی دانشگاه ها (سمت).

اسکینی، ربیعا (۱۳۹۴). *حقوق تجارت؛ ورشکستگی و تصفیه امور ورشکسته*. تهران: سازمان مطالعه و تدوین کتب علوم انسانی دانشگاه ها (سمت).

امامی، سیدحسین (۱۳۷۳). *حقوق مدنی*. تهران: اسلامیه.

بابایی، ایرج (۱۳۸۲). *حقوق بیمه*. تهران: سازمان مطالعه و تدوین کتب علوم انسانی دانشگاه ها (سمت).

برومند، شهرزاد؛ فخرحسینی، سیدفخرالدین؛ امینی، صفیاء؛ و شاه حسینی، سمیه (۱۳۸۷). *امنیت اقتصادی در ایران و چند کشور منتخب (مطالعه تطبیقی)*. تهران: مرکز پژوهش های مجلس شورای اسلامی جمهوری اسلامی ایران.

پاسبان، محمدرضا (۱۳۹۵). *حقوق شرکت های تجاری*. تهران: سازمان مطالعه و تدوین کتب علوم انسانی دانشگاه ها (سمت).

تسخیری، محمدعلی (۱۳۸۰). *سپرده های بانکی تطبیق فقهی و احکام آن*. فصلنامه فقه اهل بیت، ۲۵ (۷)، ۵۹-۷۸.

جعفری لنگرودی، محمدجعفر (بی تا). *فرهنگ حقوق*. بی جا، معرفت.

جعفری لنگرودی، محمدجعفر (۱۳۷۸- الف). *مبسوط در ترمینولوژی حقوق*. تهران: کتابخانه گنج دانش.

جعفری لنگرودی، محمدجعفر (۱۳۷۸- ب). *مبسوط در ترمینولوژی حقوق*. تهران: کتابخانه گنج دانش.

خان، احمد؛ و طریق الله، حبیب (۱۳۸۷). *مدیریت ریسک و بررسی عوامل بروز ریسک و بررسی عوامل بروز آن در صنعت خدمات مالی اسلامی (محمدهدی موسوی بیوکی، مترجم)*. تهران: دانشگاه امام صادق علیه السلام.

دستورالعمل اصلاحی صندوق تضمین تسویه معاملات بورس و اوراق بهادار تهران و فرابورس ایران، مصوب ۱۳۹۶/۰۸/۰۶.

دستورالعمل ثبت، سپرده‌گذاری، تسویه و پایاپای، مصوب ۱۳۸۸/۰۵/۱۳.

راعی، رضا؛ و سعیدی، علی (۱۳۸۳). *مبانی مهندسی مالی و مدیریت ریسک*. تهران: سازمان مطالعه و تدوین کتب علوم انسانی دانشگاه‌ها (سمت).

سایمون، مایکل (۱۳۸۰). *دوستد اوراق بهادار؛ عملیات و تسویه* (علی پارسائیان، مترجم). تهران: سازمان بورس اوراق بهادار.

شهیدی، سیدمرتضی (۱۳۹۶). *قواعد حقوقی حاکم بر معاملات در بورس‌های کالایی*. تهران: میزان.

شهیدی، مهدی (۱۳۸۷). *شروط ضمن عقد*. تهران: مجد.

شهیدی، مهدی (۱۳۹۲). *حقوق مدنی (۶): عقود معین (۱) (بیع - معاوضه - اجاره - جعاله - قرض - صلح)*. تهران: مجد.

صالح‌آبادی، علی؛ محمدی، میثم؛ و مرزانی، سیدجواد (۱۳۹۵). *رتبه‌بندی شرکت‌های کارگزاری بورس اوراق بهادار تهران براساس معیارهای ریسک تسویه صندوق تضمین تسویه شرکت سپرده‌گذاری مرکزی اوراق بهادار و تسویه وجوه*. فصلنامه دانش سرمایه‌گذاری، ۵(۲۰)، ۳۸-۲۵.

صفاریان، مریم؛ و کریمی، عباس (۱۳۸۳). *صندوق تضمین بورس ساختار نهادی و مقررات پیشنهادی برای بازار سرمایه ایران*. تهران: مرکز تحقیقات و توسعه بازار سرمایه ایران.

طوسی، محمدبن حسن (۱۳۸۷). *المبسوط فی فقه الامامیه* (جلد ۱). تهران: مکتبه المرتضویه.

طوسی، محمدبن علی بن حمزه (۱۴۱۸). *الوسیله الی نبیل الفضیله*. قم: کتابخانه آیت‌الله مرعشی نجفی (ره).

علامه‌حلی، حسن بن یوسف (۱۳۷۸). *تحریر الأحکام الشرعیة علی مذهب الإمامی* (جلد ۱). قم: مؤسسه امام صادق علیه‌السلام.

عبدی‌پورفرد، ابراهیم (۱۳۹۱). *مباحثی تحلیلی از حقوق تجارت*. قم: پژوهشگاه حوزه و دانشگاه.

- فاضل آبی، حسن بن ابی طالب یوسفی (۱۴۱۷ق). کشف الرموز فی شرح مختصر النافع (جلد ۱ و ۲). قم: دفتر انتشارات اسلامی وابسته به جامعه مدرسین حوزه علمیه قم.
- فرهنگ، منوچهر (۱۳۷۳). فرهنگ بزرگ علوم اقتصادی (جلد ۲). تهران: البرز.
- قانون برنامه پنجم توسعه جمهوری اسلامی ایران، مصوب ۱۳۸۹/۱۰/۳۰.
- قانون بازار اوراق بهادار جمهوری اسلامی ایران، مصوب ۱۳۸۴/۰۹/۰۲.
- قانون تأسیس بورس اوراق بهادار، مصوب ۱۳۴۵/۰۲/۲۷.
- قانون اوقاف، مصوب ۱۳۵۴/۰۴/۲۲.
- قانون تشکیلات و اختیارات سازمان حج و امور خیریه، مصوب ۱۳۶۳/۱۰/۰۲.
- قانون برنامه پنج‌ساله پنجم توسعه جمهوری اسلامی ایران، مصوب ۱۳۸۹/۱۰/۱۵.
- کاتبی، حسینقلی (۱۳۷۵). حقوق تجارت. تهران: گنج دانش.
- کاتوزیان، ناصر (۱۳۷۳). حقوق مدنی؛ معاملات معوض - عقود تملیکی - بیع - معاوضه - اجاره - قرض ضمیمه قانون روابط موجر و مستأجر مصوب سال ۱۳۷۶. تهران: میزان.
- کاتوزیان، ناصر (۱۳۷۶). حقوق مدنی؛ دوره عقود معین. تهران: میزان.
- کاتوزیان، ناصر (۱۳۸۶). اموال و مالکیت. تهران: میزان.
- کاتوزیان، ناصر (۱۳۹۶). دوره مقدماتی حقوق مدنی (جلد ۲)، تهران: گنج دانش.
- گزارش عملکرد صندوق تضمین تسویه، سه‌ماهه دوم سال ۱۳۹۱.
- مطهری، مرتضی (۱۳۹۴). مجموعه آثار استاد شهید مطهری، تهران: صدرا.
- معدی، دانا (۱۳۹۳). مبانی، ساختار و عملکرد شرکت سپرده‌گذاری مرکزی اوراق بهادار و تسویه وجوه با تأکید بر نهاد پایاپای، صندوق تضمین و نظام ودیعه (پایان‌نامه کارشناسی ارشد). دانشگاه علم و فرهنگ، تهران، ایران.
- مؤتمنی طباطبائی، منوچهر (۱۳۷۳). حقوق اداری. تهران: سازمان مطالعه و تدوین کتب علوم انسانی دانشگاه‌ها (سمت).
- موسوی خمینی، سیدروح‌الله (۱۳۷۹). تحریر الوسیله (جلد ۱)، قم: دارالعلم.
- مهریزی، مهدی؛ بجنوردی، حسن (۱۳۷۷). القواعد الفقہیة (جلد ۱) قم: الهادی.
- میرزایی منفرد، غلامعلی (۱۳۸۹). حقوق کیفری بازار اوراق بهادار. تهران: میزان.

نوین، پرویز؛ خواجه‌پیری، عباس (۱۳۷۷). *حقوق مدنی* (۶). تهران: گنج دانش.  
هادوی‌نیا، علی‌اصغر (۱۳۷۸). *قرض‌الحسنه و آثار اقتصادی آن*. تهران: پژوهشگاه فرهنگ و اندیشه اسلامی.

- Abdipoor Fard, I., (2012). *Analytical Discussions of Business Law*. Qom: Hozeh and University Research Institute. (In Persian).
- Allama Hali, H, I, Y., (1999). *Tahrir al-Ahkam al-Shari'a on the religion of Imami* (Vol. 1). Qom: Imam Sadegh Institute, Peace be upon him. (In Persian).
- Babaei, I., (2003). *Insurance rights*. Tehran: Organization for the Study and Compilation of University Humanities Books (Samt). (In Persian).
- Boroumand, S; Fakhrah Hosseini, S, F; Amini, S; & Shah Hosseini, S (2008). *Economic Security in Iran and Several Selected Countries (Comparative Study)*. Tehran: Research Center of the Islamic Consultative Assembly of the Islamic Republic of Iran. (In Persian).
- Corrective Instructions of the Securities and Exchange Commission of the Tehran Stock Exchange and the OTC of Iran, approved on 08/06/2017. (In Persian).
- Emami, S, H., (1994). *Civil Rights*. Tehran: Islamia.
- Endowment Law, Approved on 1975. (In Persian).
- Farhang, M., (1994). *The Great Culture of the Economic Sciences* (Vol. 2). Tehran: Alborz. (In Persian).
- Fazel Abi, H, I, A, T, Y., (1417). *Discovery of the Mysteries in a Brief Description of the Benefits* (Vol. 1-2). Qom: Office of Islamic Publications Affiliated with the Qom Seminary Teachers Association. (In Persian).
- Gregory, J. (2014). *Central Counterparties: Mandatory Central Clearing and Initial Margin Requirements for OTC Derivatives*. John Wiley & Sons.
- Griffith, S, J. (2012). *Governing Systematic Risk; Toward a Governance Structure For Derivatives Clearing House*. *Emory Law Journal*, 61, 1176.
- Hadivinya, A, A., (1999). *Gharz al-Hasna and its economic effects*. Tehran: Research Institute of Islamic Culture and Thought. (In Persian).
- Ibn Ghanim, A, B, G, I, A., (1985). *Comprehensive evidence in Sharh al-Mukhtasar al-Nafi'* (Vol. 3), Tehran: Maktab al-Saduq. (In Persian).
- Instructions for Registration, Deposit, Settlement and Exchange, Approved on 2009. (In Persian).
- Jafari Langroudi, M, J., (1999). *Extensive in the Terminology of law*. Tehran: Danesh Library Library. (In Persian).
- Jafari Langroudi, M, J., (Beita). *Culture of Law. Out of Place, Knowledge*. (In Persian).
- Katozian, N., (1994). *Civil Rights; Transactions - Exchange of Ownership Contracts - Purchase - Exchange - Rent - Debt Supplement to the Law on Landlord-Tenant Relations Approved in 1997*. Tehran: Mizan. (In Persian).
- Katozian, N., (1997). *Civil Law; the Period of Certain Contracts*. Tehran: Mizan. (In Persian).
- Katozian, N., (2007). *Property and ownership*. Tehran: Mizan. (In Persian).
- Katozian, N., (2017). *Introductory Course in Civil Law* (Vol. 2), Tehran: Ganj-e-Danesh. (In Persian).

- Khan, A; & Tariqatullah, H., (2008). Risk Management and the Study of Risk Factors and the Study of Risk Factors in the Islamic Financial Services Industry (Mohammad Mehdi Mousavi Bioki, Translator). Tehran: Imam Sadegh University. (In Persian).
- Law of the Fifth Development Plan of the Islamic Republic of Iran, Approved on 2010. (In Persian).
- Law of the Fifth Five-Year Development Plan of the Islamic Republic of Iran, approved on 10/15/2010. (In Persian).
- Law on the Organization and Powers of the Hajj and Charity Organization, approved on 1984. (In Persian).
- Mehrizi, M; & Bojnourdi, H., (1998). The Rules of Jurisprudence (Vol. 1) Qom: Al-Hadi. (In Persian).
- Mirzaei Manfard, G, A., (2010). Criminal law market securities. Tehran: Mizan. (In Persian).
- Motahhari, M., (2015). Collection of works of Master Shahid Motahhari, Tehran: Sadra. (In Persian).
- Mousavi Khomeini, S, R, (2000). Tahrir al-Wasilah (Vol. 1), Qom: Dar al-Alam. (In Persian).
- Mutamtani Tabatabai, M, (1994). Administrative Law. Tehran, Tehran: Organization for the Study and Compilation of University Humanities Books (Samt). (In Persian).
- Novin, P; & Khajeh Piri, A., (1998). Civil Rights (6). Tehran: Treasure of Knowledge. (In Persian).
- Norman, P. (2011). *The Risk Controllers: Central Counterparty Clearing in Globalised Financial Markets*. John Wiley & Sons.
- Pasban, M, R., (2016). The Rights of Commercial Companies. Tehran: Organization for the Study and Compilation of University Humanities Books (Samt). (In Persian).
- Rai, R; & Saeedi, A., (2004). Fundamentals of Financial Engineering and Risk Management. Tehran: Organization for the Study and Compilation of University Humanities Books (Samt). (In Persian).
- Report on the performance of the Settlement Guarantee Fund, the Second Quarter of 2012. (In Persian).
- Saffarian, M; & Karimi, A., (2004). Stock Exchange Guarantee Fund Institutional Structure and Proposed Regulations for the Iranian Capital Market. Tehran: Iranian Capital Market Research and Development Center. (In Persian).
- Salehabadi, A; Mohammadi, M; & Marzani, S, J., (2016). Ranking of Tehran Stock Exchange Brokerage Companies Based on the Settlement Risk Measures of the Securities Guarantee Fund of the Central Securities Depository Company and the Settlement of Funds. Journal of Investment Knowledge, 5(20). (In Persian).
- Securities Market Law of the Islamic Republic of Iran, Approved on 2005. (In Persian).
- Shahidi, M, (2008). Terms of Contract. Tehran: Majd. (In Persian).
- Shahidi, S, M., (2017). Legal Rules Governing Transactions in Commodity Exchanges. Tehran: Mizan. (In Persian).



- Shahidiya, M., (2013). Civil Law (6): Specific Contracts (1) (Sale - Exchange - Rent - Forgery - Loan - Peace). Tehran: Majd. (In Persian).
- Simon, M., (2001). Securities Trading, Operations and Settlement (Ali Parsaiyan, Translator). Tehran: Securities Exchange Organization. (In Persian).
- Skinini, R., (2015). Business Law; Bankruptcy and Liquidation. Tehran: Organization for the Study and Compilation of University Humanities Books (Samt). (In Persian).
- Skinny, R., (2013). Commercial Law; Commercial Companies, Tehran: Organization for the Study and Compilation of University Humanities Books (Samt). (In Persian).
- Taskhiri, M, A., (2001). Bank Deposits of Jurisprudential Application and its Provisions. *Ahl al-Bayt Jurisprudence Quarterly*, 25 (7), 59-78. (In Persian).
- Temple, D., (2014). Fundamentals, Structure and Performance of the Central Securities Depository and Cash Deployment Company with an Emphasis on Exchange Rate, Guarantee Fund and Deposit System (Master's thesis). University of Science and Culture, Tehran, Iran. (In Persian).
- Tusi, M, I, H., (2008). *Al-Mabsut fi Fiqh al-Imamiya* (Vol. 1). Tehran: Al-Murtadawiyah School. (In Persian).
- Tusi, M, I, A, I, H., (1997). *Al-Wasila to Nil Al-Fadhila*. Qom: Ayatollah Marashi Najafi Library. (In Persian).
- Writer, H, G., (1996). Business Law. Tehran: Treasure of Knowledge. (In Persian).
- <http://www.csdiran.com/>
- <http://www.ilenc.ir/>