

## حق ناشی از فریز سهام توسط کارگزار

مرضیه صفدری\*

### مبحث نخست: رأی هیئت داورى بورس

هیئت داورى در دادنامه شماره ۹۴۱۱۰۰۰۱۵ مورخ ۱۳۹۴/۰۳/۲۵ با موضوع خواسته رفع فریز سهام به انضمام خسارات قانونی با جلب نظر کارشناس، به شرح ذیل اتخاذ رأی صادر نموده است: «در خصوص دعوای م.ا فرزند ع با وکالت آقای م.م به طرفیت شرکت ک.ر به خواسته درخواست صدور رأی مبنی بر رفع فریز سهام خواهان به انضمام کلیه خسارات قانونی با جلب نظر کارشناس مقوم به مبلغ پنجاه و یک میلیون ریال نظر به این که طبق قرارداد خرید اعتباری و متمم آن خواهان به شرکت خوانده اختیار تام داده تا هر زمان به صلاح دید؛ خود اقدام به فریز نمودن سهام وی کلاً و جزئاً نموده و کلیه مسؤولیت‌های ناشی از این امر را بر عهده خواهد گرفت و شرکت ک.ر مسؤولیتی بر عهده نخواهد داشت و نظر به این که خواهان منکر دستور خرید سهام شرکت باغ‌میشه گردیده؛ درحالی که شرکت خوانده مدعی دستور تلفنی مشتری گردیده و به همین جهت برای وی سهام خریداری شده و از آن جا که هیئت داورى به منظور رسیدگی به ادعای طرفین قرار ارجاع امر به کارشناس متخصص را صادر نمود تا با بررسی مستندات و مدارک طرفین صحت و سقم ادعای هر یک را رسیدگی نموده و نظریه کتبی خود را اعلام دارد و با توجه به این که کارشناس منتخب هیئت برابر نظریه مثبت به شماره ۹۳۱۰۷۰۰۷۸۶ مورخ ۱۳۹۳/۱۲/۲۵ ادعای خواهان را تأیید نموده است و از آنجا که حسب گواهی کارشناس محترم دبیرخانه هیئت داورى در فرجه قانونی طرفین اعتراضی به نظریه آقای کارشناس ننموده‌اند؛ لذا نظریه ابرازی مصون از اعتراض

---

\* دکتری حقوق خصوصی پردیس فارابی دانشگاه تهران، مدرس دانشگاه

باقی مانده و محمول بر صحت است؛ علی‌هذا دعوی خواهان در قسمت رفع فریز سهام موجه تشخیص و ضمن صدور رأی بر رفع آن، در سایر قسمت‌ها دعوا غیر ثابت است. مستنداً به ماده ۱۹۷ قانون آیین دادرسی مدنی رأی به رد آن صادر و اعلام می‌دارد. رأی صادره طبق تبصره ۵ ماده ۳۷ قانون بازار اوراق بهادار قطعی است» (جمالی و صادقی، ۱۳۹۶: ۵۴۸-۵۵۰).

### مبحث دوم: تحلیل و بررسی کلی موضوع

خرید اعتباری اوراق بهادار به منظور افزایش نقدشوندگی و گردش مالی در بازار، امکان سرمایه‌گذاری اهرمی را برای سرمایه‌گذاران به ویژه برای تحلیل‌گران بازار که منابع مالی کافی برای خرید در اختیار ندارند را فراهم می‌کند. بدین ترتیب سرمایه‌گذاران می‌توانند با استفاده از تحصیل سرمایه بیشتر در بازار سرمایه از طریق استقراض و خریدهای اعتباری، انتظار بازده بیشتری داشته باشند.

مطابق ماده ۱ دستورالعمل خرید اعتباری اوراق بهادار؛ «خرید اعتباری، خرید اوراق بهادار توسط کارگزار به سفارش مشتری برای وی است که کارگزار براساس قرارداد خرید اعتباری، قسمتی از ثمن معامله را تا سقف اعتبار تخصیصی، پرداخت و معادل مبلغ پرداختی را به بدهی تجاری مشتری منظور می‌نماید. تسویه این بدهی، تابع قرارداد خرید اعتباری است.»

به همین منظور قراردادی بین مشتری و کارگزار به منظور تخصیص اعتبار از طرف کارگزار به مشتری، منعقد می‌شود و شرایط تخصیص اعتبار و حقوق و تعهدات طرفین براساس آن مشخص می‌گردد. (ماده ۱ دستورالعمل)

خرید اعتباری سهام یک روش برای کمک به مشتریان و کمک به نقدینگی برای شرکت در معاملات بورسی است. در این نوع خرید، کارگزار در یک قرارداد جداگانه، اعتبارات لازم را از بانک می‌گیرد و در یک قرارداد دیگر سهامدار یک شرکت به صورت اعتباری از کارگزار سهام را خریداری می‌نماید. خرید اعتباری سهام هنگامی روی می‌دهد که مشتری بابت خرید سهام تا سقف تعیین شده توسط کارگزار برای تسویه اقدام نکند و مطابق توافق فی‌مابین براساس منابع شخصی از سوی کارگزار تسویه صورت می‌گیرد. در واقع در سازوکار خرید اعتباری

این امکان برای سرمایه‌گذار وجود دارد تا بتواند به صورت اعتباری و مازاد بر ثمنی که در اختیار دارد، معاملات خود را انجام دهد و در این معاملات بخشی از مبلغ خرید اوراق توسط مشتری و مابه‌التفاوت آن توسط کارگزار پرداخت می‌شود.<sup>۱</sup> بدین ترتیب با استفاده از این ابزار، کارگزار از بانک وام دریافت کرده و آن را در اختیار فرد سرمایه‌گذار قرار می‌دهد تا بتواند اوراق مورد نظر خود را خریداری کند؛ البته این اوراق به عنوان وثیقه وام دریافتی، نزد کارگزار قرار می‌گیرد. در این مقاله با امعان نظر به رأی هیئت داوری، شرایط فریز سهام توسط کارگزاری در خرید اعتباری را بررسی می‌کنیم.

### بند نخست: شرایط اعطای وام در خرید اعتباری

در معاملات اعتباری، خطر اعتباری<sup>۲</sup> بسیار بالاست. به احتمال نکول در پرداخت اصل و فرع وام، خطر اعتباری (نکول) گفته می‌شود (دمودران، ۱۳۹۲). ریسک اعتباری از این واقعیت نشأت می‌گیرد که اعتبارگیرنده نتواند و یا نخواهد تعهداتش را انجام دهد. به همین دلیل اعطای تسهیلات توسط کارگزار و سهولت سرمایه‌گذاری توسط وی در خرید اعتباری در صورتی ممکن می‌گردد که اولاً، اعطای اعتبار تا سقف مشخص و تعیین شده‌ای صورت گیرد و ثانیاً مشتری به وجه ملزم و مطمئنی بازپرداخت اعتبار را تضمین نماید. این مهم با تودیع وثایق کافی و معتبری توسط مشتری به منظور تضمین تعهدات خود و کاهش خطر، مقذور می‌گردد.

در خصوص شرط اول و سقف اعتبارات تخصیصی به هر مشتری برای خرید اعتباری مطابق دستورالعمل مربوطه حداکثر، معادل مانده حساب تضمین مشتری است و طبق مصوبات سازمان تعیین می‌شود. از این رو کارگزار نمی‌تواند به میزان نامحدودی به مشتری اعتبار تخصیص دهد. (ماده ۴ دستورالعمل)

۱. مطابق دستورالعمل خرید اعتباری سهام: «اعتبار مبلغی است به ریال که با رعایت این دستورالعمل و قرارداد خرید اعتباری، کارگزار اعتباردهنده برای مشتری تعیین می‌کند و در چارچوب قرارداد خرید اعتباری و با رعایت این دستورالعمل، تا سقف مبلغ مذکور، ثمن خریدهای اعتباری مشتری را از جانب مشتری پرداخت و مبلغ پرداختی را به حساب بدهی تجاری مشتری منظور می‌نماید»

در مواردی نیز حقوق صاحبان سهام جدید شرکت کارگزاری به عنوان مبنای تخصیص اعتبار به مشتریان قرار می‌گیرد و آن زمانی است که مبنای حقوق صاحبان سهام در هر زمان با اعلام و تایید هیئت‌مدیره شرکت کارگزاری، حداقل به میزان ۳۰ درصد نسبت به مبنای مندرج در آخرین صورت‌های مالی سالانه حسابرسی شده افزایش داشته باشد. در مورد مشتریان حقیقی، سقف اعتبار تخصیصی به هر مشتری حداکثر ۱۰ درصد حقوق صاحبان سهام شرکت کارگزاری و در خصوص مشتریان حقوقی، حداکثر ۱.۵ برابر حقوق صاحبان سهام شرکت کارگزاری بر اساس آخرین صورت‌های مالی حسابرسی شده می‌باشد. در هر صورت مجموع اعتبارات اعطایی مشتریان حقوقی نمی‌تواند از ۵ برابر حقوق صاحبان سهام شرکت کارگزاری (براساس آخرین صورت‌های مالی حسابرسی شده) بیشتر شود.

(بند ۱-۱ اصلاحات دستورالعمل خرید اعتباری اوراق بهادار در بورس اوراق بهادار تهران و فرابورس ایران پیوست بند ۸ صورت‌جلسه ۵۲۶ مورخ ۱۳۹۷/۰۳/۰۵) خرید و فروش اوراق بهادار بدون رعایت سهمیه‌های مقرر نوعی تخلف انتظامی برای کارگزار محسوب می‌شود (بند ۲ ماده ۶ دستورالعمل انضباطی کارگزاران).

درخصوص شرط دوم و لزوم تودیع تضامین لازم به منظور کنترل خطر ناشی از پرداخت وام، اوراق بهادار مشخص و معین و همچنین منافع و متعلقات آن به عنوان تضامین بدهی مشتری نزد کارگزار قرار می‌گیرد (بند ۱۴ ماده ۱ دستورالعمل)

منظور از منافع و متعلقات اوراق بهادار نیز مطابق بند ۱۳ ماده دستورالعمل: "سود تقسیمی، اختیار خرید اوراق بهادار (نظیر حق تقدم خرید سهام)، سهام جایزه (سودسهمی)، بازپرداخت اصل یا پرداخت ارزش اسمی ورقه بهادار در سررسید و نظایر آن است که به مالک ورقه بهادار تعلق می‌گیرد."

مطابق ماده ۶ دستورالعمل: "سهام و حق تقدم سهام و سایر اوراق بهادار پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، بازار اول، بازار دوم یا بازار ابزارهای نوین مالی فرابورس ایران ... به عنوان تضامین بدهی تجاری مشتری به کارگزار اعتباردهنده محسوب و در نتیجه اختیار تغییر کارگزار ناظر این اوراق بهادار از مشتری سلب می‌گردد."

البته با وجودی که در دستورالعمل خرید اعتباری هر اوراق بهادار به عنوان تضمین مشتری مطرح شده است، مطابق اصلاحات مصوب ۱۳۹۷ در خصوص دستورالعمل، اوراق مشتقه و اوراق حق تقدم تسهیلات مسکن و اوراق بهادار مورد معامله در معاملات عمده شرايطی به عنوان تضامین معاملات اعتباری محسوب نمی‌گردند (بند ۲ اصلاحات دستورالعمل).

در هر صورت تضمین مشتری در خرید اعتباری، یک نوع وثیقه قانونی محسوب می‌شود که زمان توثیق آن به محض خرید اعتباری برای مشتری است. این موضوع در تبصره ۲ ماده ۶ دستورالعمل خرید اعتباری به صراحت بیان شده است؛ مطابق این تبصره: «حق تقدم خرید سهامی که به عنوان تضمین موضوع این دستورالعمل محسوب می‌گردد و همچنین سهام جدیدی که از اعمال این حق تقدم تحصیل می‌گردد، خود به خود به عنوان تضمین بدهی تجاری مشتری محسوب شده و در نتیجه، اختیار مشتری در مورد تغییر کارگزار ناظر آن اوراق بهادار، سلب می‌گردد...».

با توجه به این که در دستورالعمل خرید اعتباری اوراق بهادار واژه "توثیق" و یا عبارت "وثیقه قرارداد" به کار نرفته و از واژه تضمین استفاده شده است، ممکن است این شبهه ایجاد شود که تضمین در معاملات اعتباری با نهاد حقوقی وثیقه متفاوت است و آثار وثیقه بر آن بار نمی‌شود تا در صورت عدم ایفای تعهد، متعهدله و کارگزار بتواند به همان صورت که در وثایق مطرح است، در مال مورد وثیقه تصرف و طلب خود را مطالبه نماید.

این شبهه مخصوصاً به این دلیل است که وثیقه‌گذاری اوراق بهادار در معاملات بورسی نظام‌مند و مشمول مقررات ویژه‌ای است. توضیح آنکه در معاملات بورسی، توثیق اوراق بهادار توسط وثیقه‌گذار و نزد شرکت سپرده‌گذاری مرکزی و تسویه وجوه (مطابق دستورالعمل توثیق اوراق بهادار) محقق می‌شود و مطابق آن توثیق (مسدود نمودن اوراق بهادار وثیقه‌گذار در پایگاه داده‌ها به نفع وثیقه‌گیر) مطابق شرایط دستورالعمل است (ماده ۱ دستورالعمل توثیق اوراق بهادار). بر اساس این دستورالعمل، پس از وثیقه‌گذاری ورقه بهادار و تکمیل مدارک و مستندات وثیقه‌گذار، شرکت سپرده‌گذاری مرکزی نسبت به انتقال دارایی اوراق بهادار مورد

درخواست توثیق، از کد مالکیت وثیقه‌گذار به کد وثیقه در پایگاه داده‌ها اقدام می‌نماید. (ماده ۵ دستورالعمل توثیق اوراق بهادار)؛ در این صورت حق تغییر مالکیت نیز جز در صورت اجازه کتبی وثیقه‌گذار و یا حکم مرجع ذی‌صلاح قانونی امکان ندارد (ماده ۶ دستورالعمل).

بدین ترتیب اصولاً و برای جلوگیری از تبعات حقوقی بعدی تضمین اوراق بهادار نزد کارگزار تحت عنوان وثیقه نیز بایستی تحت شمول این مقررہ قرار بگیرد و اگر قرار است به عنوان وثیقه کارگزار تلقی شود، باید نزد شرکت سپرده‌گذاری مرکزی در کد وثیقه قرار گیرد یا لاقلاً با اطلاع شرکت مزبور انجام شود. با این حال، به کار نرفتن واژه تضمین به جای توثیق نیز عمده‌توسط مقررات‌گذار صورت گرفته و به این مفهوم است که تضامین مذکور تحت نظام حقوقی وثیقه قرار ندارد. در خصوص مسئله فوق مبنی بر نسبت تضامین با وثیقه و مقررات ناظر به آن باید گفته شود عدم استفاده از واژه‌ای خاص موجب تمایز نهادهای حقوقی مشابه، مخصوصاً در مواردی که از آثاری یکسان تبعیت می‌شود، نمی‌گردد. به دلیل گسترده بودن حوزه وثایق؛ تضمین می‌تواند یکی از انواع وثیقه تلقی شود. به خصوص آن‌که توثیق و یا تضمین در معاملات خرید اعتباری نیز کاملاً بی‌ارتباط با مقررات توثیق اوراق بهادار نیست. توضیح آن‌که شرکت سپرده‌گذاری مرکزی در سازوکار وثایق معاملات خرید اعتباری اوراق بهادار نیز دخالت داشته و بر میزان بدهی مشتریان و مانده حساب تضمین ایشان و امکان یا عدم امکان تغییر کارگزار ناظر در این معاملات نظارت و کنترل دارد (ماده ۸ دستورالعمل خرید اعتباری اوراق بهادار).

از سوی دیگر اثر اصلی وثایق یعنی استیفای دین از محل اموال تودیع‌شده به عنوان وثیقه یا تضمین در مورد تضامین معاملات اعتباری نیز صادق است. اگر مشتری به وظایف خود در قرارداد خرید اعتباری عمل نکند و بدهی خود را پرداخت ننماید؛ کارگزار می‌تواند یا با فروش تضامین تودیع‌شده و یا با رجوع به مراجع ذی‌صلاح، طلب خود را استیفا نماید (ماده ۱۳ دستورالعمل خرید اعتباری اوراق بهادار)؛ درست همان کاری که شرکت سپرده‌گذاری مرکزی در صورت وجود شرایط انجام می‌دهد (ماده ۶ دستورالعمل توثیق اوراق بهادار). نهایت آن‌که تسویه خرید اعتباری تابع مقررات تدوین‌شده است که در آن در خصوص توثیق اوراق

بهادار نیز قواعد مصوب ویژه وجود دارد و لزومی به اجرای مقررات توثیق اوراق بهادار وجود ندارد (بند ۷ ماده ۱ دستورالعمل خرید اعتباری اوراق بهادار)

### بند دوم: تکلیف مشتری به تودیع وجه تضمین نزد کارگزاری

با پرداخت وام و اعتبار توسط اتاق کارگزاری به مشتریان، به خریداران اجازه داده می‌شود که خرید اعتباری سهام داشته باشند. این وام در صورتی پرداخت می‌شود که مشتری تضمین لازم را به حساب شرکت کارگزاری تودیع نماید؛ به همین دلیل گفته می‌شود این وام مبتنی بر مارجین و یا همان وجه تضمینی است که توسط مشتری پرداخت می‌شود.

واژه مارجین به‌تنهایی عبارت است از تفاوت ارزش بازاری سهم و وام پرداختی توسط کارگزار (William, 1985: 145). همان‌طور که وام مبتنی بر مارجین، فرصت سرمایه‌گذاری بیشتر و سودآوری بیشتری را برای سرمایه‌گذار به وجود می‌آورد، در صورتی که سرمایه‌گذار به صورت ضعیف عمل کند ضررهای بالقوه را نیز افزایش می‌دهد. در هر حال مقررات مارجین اهدافی را دنبال می‌کند، از جمله اینکه مانع اطمینان بیش از اندازه بر منابع اعتباری بازار اوراق بهادار می‌شود و سرمایه‌گذاران را از سوء استفاده منع می‌نماید (Guanghui et al, 2012: 3).

سیستم مارجین در جهت واکنش کارگزار در مقابل تغییرات بازار سرمایه و حمایت از وی در صورت تخلفات مشتریان، در نظر گرفته شده است و برای اعطای وام مارجین از وجوه نقد و اوراق بهادار به منظور کاهش خطر کارگزاران استفاده می‌شود.

اعتبار تخصیصی به مشتری را کارگزار اعتباردهنده مطابق مفاد دستورالعمل و قرارداد خرید اعتباری تعیین می‌کند و تا سقف مبلغ مذکور، ثمن خریدهای اعتباری مشتری را از جانب مشتری پرداخت و مبلغ پرداختی را به حساب بدهی تجاری مشتری منظور می‌نماید. (ماده ۱ د.خ.ا.ب.ف)

به منظور تودیع وثایق و تضامین، مشتری ملزم است یک حساب تضمین<sup>۱</sup> نزد

---

۱. مطابق بند ۶ ماده ۱ دستورالعمل خرید اعتباری سهام: «حساب تضمین: حسابی است که کارگزار در دفاتر خود برای هر مشتری که با وی قرارداد خرید اعتباری منعقد نموده افتتاح کرده و ارزش تضامین مشتری بابت تخصیص اعتبار به وی را پس از اعمال تعدیلات موضوع این دستورالعمل در آن ثبت می‌کند.»

شرکت کارگزاری افتتاح نماید و درصدی از ارزش اوراق بهادار خریداری شده را به صورت نقد بپردازد. همانطور که گفته شد، در این معاملات بخشی از مبلغ خرید اوراق توسط مشتری و مابه‌التفاوت آن توسط کارگزار پرداخت می‌شود و تمام مبلغ اوراق بهادار خریداری شده توسط کارگزار به عنوان وام در اختیار مشتری قرار نمی‌گیرد.

در این حساب باید حداقل‌های زیر رعایت شود:

**الف) وجه تضمین اولیه:**<sup>۱</sup> درصدی از قیمت خرید اوراق بهادار است که مشتری باید به منظور انجام معامله اعتباری در حساب اعتباری خود نزد کارگزار داشته باشد. موجودی اولیه به طور معمول در حد ۵۰ درصد است.

**ب) حداقل وجه تضمین:**<sup>۲</sup> درصدی از ارزش اوراق بهاداری است که به صورت اعتباری خریداری شده است و سهم مشتری نباید از آن کم‌تر شود. سهم مشتری معادل ارزش بازار اوراق بهادار منهای آورده کارگزار است. بورس‌ها معمولاً حداقل موجودی را بین ۲۵ تا ۴۰ درصد و کارگزاران براساس الزام داخلی بین ۳۰ تا ۴۰ درصد در نظر می‌گیرند.

**ج) خطریه افزایش وجه تضمین:** اگر سهم مشتری با کاهش ارزش اوراق بهادار به کمتر از حداقل موجودی برسد، کارگزار خطریه افزایش موجودی برای مشتری ارسال می‌کند و مشتری باید حداقل به میزان تفاوت سهم خود تا حداقل موجودی به روز شده براساس قیمت جدید اوراق بهادار، موجودی حساب اعتباری خود را افزایش دهد.

مطابق مواد ۹، ۱۰ و ۱۱ دستورالعمل خرید اعتباری، کارگزار اعتباردهنده موظف است در پایان هر روز کاری، عملیات به روزرسانی حساب تضمین مشتری را براساس قیمت‌های پایانی آن روز انجام دهد هرگاه در اثر افزایش بدهی تجاری یا کاهش مانده حساب تضمین، مانده بدهی جاری مشتری برابر یا بیش از مانده حساب تضمین مشتری گردد، کارگزار اعتباردهنده موظف است، خرید اعتباری برای مشتری را تا زمان رفع این شرایط متوقف نماید. معمولاً اخطار کسری حساب

1. initial margin

2. Minimum Margin



تضمین هنگامی داده می‌شود که مانده بدهی تجاری مشتری ده درصد بیشتر از مانده حساب تضمین وی شود که در این صورت کارگزار اعتباردهنده موظف است، حداکثر تا پایان روز کاری بعد، اختاریه کسری حساب تضمین را به مشتری اعلام نماید.

مشتری پس از دریافت اختار کسری وجه تضمین ظرف ۳ روز کسری اعلامی را رفع نماید. پس از ارسال اختاریه افزایش موجودی به مشتری، سه گزینه قابل پیش‌بینی است:

۱- مشتری وجه موردنیاز را تامین کند؛

۲- کارگزار با فروش بخشی از اوراق بهاداری که به صورت اعتباری خریداری شده است، وجه موردنیاز را تامین کند،

۳- مشتری اوراق بهادار دیگری را به وثیقه می‌گذارد.

بنابراین برای این منظور مشتری می‌تواند به شیوه واریز وجه نقد و یا فروش اوراق بهادار تحت مالکیت مشتری به واسطه کارگزار اعتباردهنده و یا از طریق افزایش اعتبار به واسطه انتخاب کارگزار اعتباردهنده به عنوان کارگزار ناظر اقدام نماید (ماده ۱۲ دستورالعمل).

اگر مشتری این کسری را جبران ننماید کارگزار می‌تواند با فروش اوراق بهادار تضامین مشتری را هر کدام به انتخاب خود، حسب مورد بفروشد یا تبدیل به نقد کند و بدهی تجاری مشتری را از آن محل تسویه نماید. در صورت عدم امکان، می‌تواند موضوع را در مرجع ذیصلاح پیگیری نماید (ماده ۱۳ دستورالعمل) به این اقدام تصفیه اجباری<sup>۱</sup> اطلاق می‌شود.

مشابه این حساب در معاملات آتی و اختیار معامله نیز وجود دارد، با این توضیح که به منظور جلوگیری از نکول طرفین قرارداد در قرارداد آتی و فروشنده در قرارداد اختیار معامله، وجه تضمین در نظر گرفته شده است و به منظور سپرده وجوه تضمین لازم و جلوگیری از عدم اجرای تعهدات، معامله‌گران موظف هستند «حساب عملیاتی»<sup>۲</sup> نزد اتاق پایاپای افتتاح نمایند. تمام وجوهی که مشتریان

---

1. mandatory liquidation

2. Operational account

تودیع می‌نمایند در حساب بانکی کارگزار که براساس مشخصات اعلامی شرکت سپرده‌گذاری، به منظور تودیع وجوه تضمین و تسویه و پایاپای معاملات آتی و قراردادهای اختیار معامله معرفی می‌شود، سپرده می‌شود (بند ۲۵ ماده ۱ دستورالعمل قرارداد آتی و دستورالعمل قرارداد اختیار معامله).

در قرارداد خرید اعتباری، حساب وجه تضمین نزد کارگزار از طریق توافقنامه استاندارد افتتاح حساب یا توافقنامه جداگانه‌ای افتتاح می‌شود. در این توافقنامه شرایط و ضوابط حساب اعتباری نظیر نحوه محاسبه سود وام، مسئولیت‌های مشتری در قبال بازپرداخت وام و نحوه وثیقه‌گذاری اوراق بهادار (فریز) خریداری‌شده، تعیین می‌شود. موسسه‌های کارگزاری با توجه به اعتبار مشتری میزان ودایع را مشخص می‌کنند (سوری و دیگران، ۱۳۹۲: ۷۱ و ۷۲).

با توجه به مطالب فوق، در پرونده طرح‌شده باید مشتری نزد شرکت کارگزاری مورد نظر، حساب تضمین افتتاح نماید و یا برای خریدهای اعتباری آتی برای وی، حساب تضمینی نزد شرکت کارگزاری از پیش داشته باشد، به این مفهوم که مشتری ملزم است حداقل ارزش تضمینی معادل میزان اعتبار درخواستی، نزد کارگزاری داشته باشد؛ در غیر این صورت امکان خرید اعتباری برای مشتری وجود ندارد.

البته انعقاد قرارداد خرید اعتباری بدون تودیع وجه تضمین ممکن است با برعهده گرفتن مسئولیت توسط خود شرکت کارگزاری توجیه گردد، زیرا در نظر گرفتن حساب تضمین و تعدیل آن در خرید اعتباری، به منظور جلوگیری از ورود زیان به کارگزار اعتباردهنده است و به تصریح دستورالعمل این وجوه به منظور کنترل ریسک اعتباری شرکت‌های کارگزاری که برای خرید اوراق بهادار به مشتریان خود اعتبار می‌دهند از مشتری اخذ می‌شود؛ بنابراین ممکن است گفته شود در صورتی که شرکت کارگزاری خطر اعتباری را خود برعهده گیرد، می‌تواند خرید اعتباری را منوط به تودیع وجوه تضمین نماید. مخصوصاً اینکه عدم افتتاح حساب تضمین، پرداخت وام توسط کارگزار و بدهی مشتری را با عدم وجود پشتوانه روبرو می‌سازد و در دستورالعمل نیز تصریح شده است که اگر کارگزار در اعلام بدهی مشتری اشتباه یا تخلف کند، جبران خسارات وارده بر عهده خود شرکت خواهد بود (تبصره ۱ ماده ۸). مسئولیت عدم اخذ تضمین

از مشتری نیز با کارگزاری است.

با این وجود نمی‌توان گفت افتتاح حساب تضمین از قواعد اختیاری در مقررات خرید اعتباری سهام است و کارگزاری الزامی به آن ندارد. الزامی بودن تودیع تضمین با توجه به ماده ۱۰ دستورالعمل برداشت می‌شود، زیرا مطابق این ماده، در صورت کسری حساب تضمین، کارگزاری ملزم است، خرید اعتباری را برای مشتری متوقف نماید<sup>۱</sup>. بنابراین به طریق اولی در صورت عدم وجود حساب تضمین نمی‌توان قرارداد خرید اعتباری را برای مشتری منعقد نمود.

علاوه بر این‌ها در دستورالعمل انضباطی کارگزاران، "عدم دریافت، پرداخت یا ارائه تضمین‌ها و وجوه لازمی که طبق مقررات قبل از مبادرت به ورود سفارش باید حسب مورد دریافت، پرداخت یا ارایه گردد؛" یک نوع تخلف انضباطی بوده که خود گویای مختار نبودن کارگزاران در اخذ تضامین لازم از مشتریان می‌باشد ( بند ۷ ماده ۶ دستورالعمل).

### **بند سوم: محدوده حق کارگزاری در توثیق سهام**

به منظور خرید اعتباری سهام از سوی کارگزار برای مشتری، بایستی قراردادی حاوی تمام شرایط و تعهدات و الزامات در خصوص خرید ورقه بهادار و همچنین توثیق اوراق بهادار و منافع و متعلقات در جهت تضمین تعهدات مشتری منعقد شود. انعقاد قرارداد با مشتری لازمه انعقاد خرید اعتباری برای مشتری است. مطابق این ماده: « تخصیص اعتبار توسط کارگزار به مشتری به منظور خرید اعتباری صرفاً براساس ترتیبات این دستورالعمل و منوط به انعقاد قرارداد خرید اعتباری (مطابق نمونه پیوست ۱ این دستورالعمل)، بین مشتری و کارگزار است. این موضوع دلالت بر این امر دارد که تمامی اقدامات بعدی کارگزاری از جمله توثیق

---

۱. مطابق این ماده: «هرگاه در اثر افزایش بدهی تجاری یا کاهش مانده حساب تضمین، مانده بدهی تجاری مشتری برابر یا بیش از مانده حساب تضمین مشتری گردد، کارگزار اعتباردهنده موظف است، خرید اعتباری برای مشتری را تا زمان رفع این شرایط متوقف نماید. همچنین مشخصات مشتری به عنوان مشتری در معرض خطر و مبلغ کسری حساب تضمین در اختیار کانون کارگزاران بورس و اوراق بهادار و کلیه کارگزاران قرار می‌گیرد و کلیه کارگزاران موظف‌اند خرید اعتباری را برای مشتری مذکور تا پایان رفع این شرایط متوقف نمایند...»

سهام منوط به وجود این قرارداد است. انعقاد قرارداد معتبر مطابق قوانین و مقررات در اصلاحات مربوط به خرید اعتباری در بخش مجموع اعتبارات اعطایی به مشتریان نیز تصریح شده است و به عنوان شرط محاسبه نسبت های کیفیت سرمایه ضریب تعدیل حسابها و اسناد مشتری مطرح شده است (بند ۱-۱ اصلاحات).

علاوه بر آن مطابق ماده ۳ دستورالعمل، "تخصیص اعتبار به مشتری توسط کارگزار اعتباردهنده، صرفاً به منظور خرید اعتباری اوراق بهادار قابل معامله در بورس اوراق بهادار تهران یا فرابورس ایران است و کارگزار نمی تواند بابت موضوع دیگری به مشتری اعتبار تخصیص دهد." از این رو نه تنها انعقاد خرید اعتباری، بلکه اختصاص اعتبار بابت موضوع قرارداد بایستی صورت گیرد و وثایق نیز در قبال این اعتبار از مشتری دریافت گردد؛ در غیر این صورت توثیق سهام به ضرر مشتری خواهد بود.

در توثیق سهام نیز رعایت مقررات مربوطه ضروری است، علاوه بر آن که نوع اوراق بهادار قابل توثیق مشخص است، این اوراق در صورتی قابلیت توثیق دارند که شرایط مقرر در دستورالعمل را داشته باشند. مطابق ماده ۶ دستورالعمل خرید اعتباری اوراق بهادار «سهام و حق تقدم سهام و سایر اوراق بهادار پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران یا بازار اول یا بازار ابزارهای نوین مالی فرابورس ایران با شرایط زیر به عنوان تضامین بدهی تجاری مشتری به کارگزار اعتباردهنده محسوب (می شود):

۱- اوراق بهادار در تملک مشتری باشد و اعمال حقوق مالکانه مشتری به عللی از جمله وثیقه شدن، مسدود شدن یا ممنوع معامله شدن، محدود نشده باشد.

۲- سررسید اوراق بهاداری که دارای سر رسید معین است، باید حداقل یک ماه پس از سررسید تسویه بدهی تجاری مشتری باشد».

میزان تضمین ضروری و ضرایب تعدیل اوراق بهادار در اصلاحیه دستورالعمل مصوب ۱۳۹۷ به شرح زیر است:

الف) در مورد سهام پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران و فرابورس، ۵۵ درصد قیمت پایانی

- (ب) در مورد حق تقدم خرید سهام، ۴۰ درصد قیمت پایاپای
- (ج) در مورد اوراق مشارکت، صکوک و انواع اوراق بدهی، ۸۵ درصد قیمت پایانی
- (د) در مورد واحدهای صندوق سرمایه‌گذاری قابل معامله با درآمد ثابت، ۶۵ درصد قیمت پایانی
- (ه) در مورد واحدهای صندوق سرمایه‌گذاری قابل در سهام و مختلط، ۵۰ درصد قیمت پایانی

با رعایت موارد فوق، اگر مشتری به تعهدات خود ذیل قرارداد اعتباری اقدام ننماید، کارگزار می‌تواند از محل تضامین، مطالبات خود را وصول نماید به موجب بند ۱ ماده ۴ قرارداد خرید اعتباری در حقوق و تعهدات متعاملین مقرر شده: «...در صورت عدم تسویه بدهی در موعد مقرر، کارگزار اعتباردهنده اختیارات مندرج در دستورالعمل خرید اعتباری را برای تسویه بدهی خود از طریق تضامین مشتری خواهد داشت» که از جمله این اختیارات عبارت از اختیار فروش اوراق بهادار موجود در حساب تضمین مشتری توسط کارگزار اعتباردهنده است.

به موجب ماده ۱۳ دستورالعمل خرید اعتباری: «در صورتی که مشتری، کسری مندرج در اخطاریه کسری حساب تضمین را در مهلت مقرر به طور کامل برطرف ننماید، یا بدهی خود را طی مهلت مقرر در قرارداد خرید اعتباری به طور کامل تسویه نکند، کارگزار اعتباردهنده می‌تواند اقدامات زیر را انجام دهد، مشروط بر اینکه قرارداد خرید اعتباری را مطابق پیوست این دستورالعمل با مشتری منعقد کرده باشد:

۱. تضامین مشتری را حسب مورد بفروشد یا تبدیل به نقد کند و بدهی تجاری مشتری را از آن محل تسویه نماید. انتخاب تضمینی که به این منظور به فروش می‌رسد یا تبدیل به نقد می‌گردد، به اختیار کارگزار اعتباردهنده است.

۲. در صورتی که کارگزار نتواند رأساً نسبت به فروش، تبدیل به نقد کردن و استفاده از تضامین اقدام کند، موضوع را مطابق ماده ۳۶ قانون بازار اوراق بهادار، در مرجع ذیصلاح طرح و پیگیری نماید.»

با عنایت به دو مقرر فوق تردیدی در اولویت کارگزاران اعتباردهنده به

مشتریان خویش جهت وصول مطالبات ناشی از معامله اعتباری از محل تضامین مشتری باقی نمی‌ماند. اساساً مقررات خرید اعتباری گفته شد، «به منظور کنترل خطر اعتباری شرکت‌های کارگزاری که برای خرید اوراق بهادار به مشتریان خود اعتبار می‌دهند و تنظیم سازوکار اجرایی مربوطه» به تصویب هیئت مدیره سازمان بورس اوراق بهادار رسیده است. چنین تأکیدی از سوی مقررات مصوب تا حدی است که به موجب تبصره ۱ ماده ۶ دستورالعمل خرید اعتباری «حق تقدم خرید سهامی که به عنوان تضمین موضوع این دستورالعمل محسوب می‌گردد و همچنین سهام جدیدی که از اعمال این حق تقدم تحصیل می‌گردد، خود به خود به عنوان تضمین بدهی تجاری مشتری محسوب...» می‌شود.

با وجود تمامی حقوق کارگزاری نسبت به تضامین مشتری و اوراق بهادار توثیق شده، توثیق این اوراق، تنها به منظور وصول مطالبات مشتریان بوده و بایستی مطابق قوانین و مقررات صورت گیرد. در نتیجه در صورت عدم اجرای قرارداد خرید اعتباری و یا تسویه نهایی آن، اوراق بهادار توثیق شده بایستی به مشتری بازگردانده شود و کارگزار حق تصرف و استفاده از اموال توثیق شده را بعد از این مدت ندارد. در غیر این صورت اگر کارگزاری بدون وجه قانونی در اموال و اوراق بهادار مربوطه تصرف نماید، مشتری می‌تواند از طریق مراجع نظارتی یا مرجع رسیدگی (هیئت داوری) جبران خسارات وارده را از کارگزاری مطالبه نماید.

### مبحث سوم: تحلیل و بررسی رأی هیئت داوری

قبل از بررسی پرونده مذکور لازم است مفهوم فریز مشخص شود. در این خصوص به اعتقاد برخی، عنوان فریز تنها به مفهوم عدم امکان تغییر کارگزاری ناظر است، به این مفهوم این شخص نمی‌تواند سهام را در جای دیگر به فروش برساند و الزاماً به معنای توثیق و توقیف سهام مذکور نیست. بنابراین سهام مورد نظر با طرح دعوی حقوقی قابل ثبت و ضبط است. به همین دلیل است که کارگزار قبل از خرید اعتباری باید تضامین و وثایق لازم را برای کنترل خطر خود از مشتریان دریافت دارد و صرف فریز سهام، خطر کارگزاران را برطرف نمی‌کند. با این وجود به نظر می‌رسد فریز علاوه بر آنکه به مفهوم عدم امکان تغییر

کارگزار ناظر است، به معنای بلوکه شدن دارایی مشتری نزد کارگزاری نیز می‌باشد و تا زمانی که مشتری بدهی خود را تسویه نکرده باشد، دارایی بلوکه شده آزاد نمی‌گردد و به محض تسویه دارایی آزاد و یا اصطلاحاً آن فریز<sup>۱</sup> می‌شود.

در هر صورت هر چند ممکن است مفهوم فریز صرفاً به معنای عدم امکان تغییر کارگزار ناظر باشد، اما مطابق ماده ۶ دستورالعمل خرید اعتباری "سهام و حق تقدم سهام و سایر اوراق بهادار پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، بازار اول، بازار دوم یا بازار ابزارهای نوین مالی فرابورس ایران ... به عنوان تضامین بدهی تجاری مشتری به کارگزار اعتباردهنده محسوب (می‌شود) ..." و همچنین تبصره آن که تصریح می‌دارد: "حق تقدم خرید سهامی که به عنوان تضمین موضوع این دستورالعمل محسوب می‌گردد و همچنین سهام جدیدی که از اعمال این حق تقدم تحصیل می‌گردد، خود به خود به عنوان تضمین بدهی تجاری مشتری محسوب شده و در نتیجه، اختیار مشتری در مورد تغییر کارگزار ناظر آن اوراق بهادار، سلب می‌گردد؛" اوراق بهادار در حساب تضمین شرکت‌های کارگزاری متعلق حق این شرکت‌ها بوده و توقیف و توثیق و هر گونه اقدام منافی با حقوق ایشان فاقد مبنای قانونی است. بنابراین فریز سهام و همچنین حق کارگزار نسبت به اوراق بهادار موجود در حساب تضمین تا زمان تسویه باید در نظر گرفته شود.

با وجود رسیدگی مرجع قضای و صدور حکم در این پرونده؛ ایرادات متعددی به رای مورد نظر وارد است و تناقضات جدی در آن دیده می‌شود. در نتیجه به نظر می‌رسد رسیدگی و صدور حکم در این پرونده صحیح نبوده یا لاقلاً نحوه نگارش رای، اجرای تشریفات و ضوابط حقوقی و قانونی به نحو صحیح را نشان نمی‌دهد. زیرا در وضعیت مبهم مبتنی بر رای، دعوای مورد نظر به دلیل ذی‌نفع نبودن خواهان بایستی با قرار رد دعوی خاتمه می‌یافته است. خواهان در پرونده مذکور تقاضای رفع فریز از سهامی را کرده است که مدعی است دستور خرید آن را به شرکت نداده است و کارگزار به صورت فضولی برای وی معامله نموده است. لذا با عدم خرید اعتباری توسط شرکت برای خواهان، مالکیتی برای خواهان ایجاد نمی‌شود تا نسبت به رفع فریز از آن ذی‌نفع تلقی گردد.

علاوه بر این، رأی صادره نیز با ضوابط قانونی در معاملات اعتباری چندان مطابقت ندارد. در پرونده مطروحه با وجود پذیرش انعقاد قرارداد خرید اعتباری و علاوه بر آن اعطای اختیار تام به شرکت کارگزاری در خصوص خرید اعتباری توسط مشتری و همچنین وجود نظر کارشناسی مبنی بر رد ادعای خواهان در خصوص عدم دستور خرید به کارگزاری؛ حکم به رفع فریز سهام داده شده است. در حالی که همان طور که توضیح داده شد، تا پایان مدت تسویه بدهی مشتری، این اوراق تضمین بدهی مشتری در مقابل کارگزاری است. به عبارت دیگر در این پرونده، مطابق با منطوق رأی صادره، به خواسته مطالبه خسارت و رفع فریز سهام، با وجودی که کارشناس ادعای خواهان را صحیح ندانسته است و به خصوص اینکه مبنای رأی صادره نیز نظریه کارشناسی بوده و مطابق آن ادعای خواهان رد شده است؛ اما حکم به رفع فریز سهام داده شده است. در حالی که رد خواسته خواهان در خصوص عدم اطلاع از خرید اعتباری، مستلزم اعتباربخشی به خرید اعتباری و تعهدات مشتری در قبال شرکت کارگزاری است. بنابراین سهام خریداری شده باید به عنوان تضمین نزد شرکت باقی باشد و رفع فریز برخلاف مقررات خرید اعتباری است زیرا در صورت پذیرش قبول اعتباری، شرکت می‌تواند تا زمان انجام تعهدات وی به شرکت، سهام متعلقه به او را نزد خود فریز نماید.

اگر حکم به رفع فریز به دلیل عدم تایید خرید اعتباری صورت گرفته باشد؛ مالکیتی نیز برای مشتری و خواهان ایجاد نمی‌شود تا خواسته رفع فریز از آن وجهی داشته باشد. در این صورت تعارضی حاصل می‌شود که علت رأی صادره را مبهم می‌نماید؛ زیرا رد خواسته خواهان و قبول خرید اعتباری مستلزم رد دعوای خواهان و حکم به ابقای فریز سهام است.

البته لازم به تصریح است که این امکان برای کارگزار با رعایت حقوق مشتری و تنها تا زمان تسویه معاملات خرید اعتباری و به عبارتی به دلیل بدهی مشتری به کارگزار است. اگر به هر دلیلی کارگزار به واسطه تضامین دیگر وی، معاملات اعتباری برای مشتری نموده است و سهام فریز شده نسبت به بدهی مشتری مازاد باشد، حکم به رفع فریز به دلیل جلوگیری از سوءاستفاده کارگزار در فریز سهام و حفظ حقوق مشتری و جاهت قانونی دارد.



بدین ترتیب این حکم تنها در صورتی قابل توجیه است که شرکت کارگزاری، سهامی غیر از سهام خریداری شده برای خواهان را که متعلق به وی بوده و نزد شرکت به امانت قرار داده شده را فریز نموده باشد. زیرا مطابق مقررات خرید اعتباری کارگزار می تواند علاوه بر سهام و یا اوراق بهادار، تضامین دیگری بابت خرید اعتباری از مشتری دریافت کند، لکن ارزش آن تضامین قابل ثبت در حساب تضمین مشتری نخواهد بود. این تضامین باید در سایر حساب های انتظامی ثبت شوند. (تبصره ۲ ماده ۶ دستورالعمل) و یا اینکه حساب تضمین مشتری پوشش دهنده بدهی تجاری او باشد (تبصره ۳ ماده ۶ دستورالعمل) و نیازی به فریز سهام نباشد. اگرچه ظاهر رای صادره دلالت بر فریز سهام خریداری شده دارد و بر فریز سهام دیگر متعلق به خواهان اشاره ای ننموده است تا این احتمال وجود داشته باشد. در هر حال اگر در فریز سهام صورت گرفته توسط کارگزار ضوابط قانونی در نظر گرفته نشده باشد رفع فریز در جهت حفظ حقوق خواهان ضرورت دارد.

در غیر موارد فوق، حکم به رفع فریز علاوه بر آن که با مقررات قانونی و تعلق حق کارگزاری نسبت به سهام خریداری شده، امکان تقلب مشتریان نسبت به این مقررات را با تمسک به محاکم دادگستری فراهم می آورد.

توضیح آن که برخی مشتریان بد حساب کارگزاری ها پس از خرید و تملک سهام به صورت اعتباری، بدعهدی نموده و به انحاء مختلف اقدام به تصرف در اوراق بهادار موضوع حساب تضمین کرده و شرکت های کارگزاری را با مشکل مواجه می کنند. از جمله اینکه با توسل به محاکم دادگستری و سوءاستفاده از عدم آگاهی برخی قضات نسبت به قوانین و مقررات حاکم بر معاملات بورس و اوراق بهادار، اقدام به توقیف این گونه اموال می کنند.

در هر صورت مسئله این است که در معاملات اعتباری، اوراق بهادار در حساب تضمین شرکت های کارگزاری متعلق حق این شرکت ها بوده و توقیف و توثیق و هر گونه اقدام منافی با حقوق وی فاقد مبنای قانونی است. مطابق مقررات: «کارگزار اعتبار دهنده موظف است در صورت درخواست مشتری مبنی بر فروش اوراق بهاداری که طبق این ماده [ماده ۶ دستورالعمل خرید اعتباری] به عنوان تضمین بدهی تجاری وی محسوب می گردد، درخواست مزبور را اجرا نماید. در این صورت

مبلغ حاصل از فروش، ابتدا از بدهی تجاری مشتری کسر می‌گردد؛ مگر اینکه حساب تضمین مشتری، پوشش دهنده بدهی تجاری وی باشد که در این صورت قابل پرداخت به مشتری خواهد بود» (تبصره ۳ ماده ۶ دستورالعمل خرید اعتباری).

در پرونده فوق پذیرش دستور خرید توسط مشتری بنابر نظر کارشناسی، به این معنا است که کارگزاری به دلیل بدهی مشتری اقدام به فریز سهام او نموده است و در نتیجه همان‌طور که گفته شد حکم به رفع فریز فاقد وجه قانونی است.

البته در این پرونده مشخص نشده است که آیا اخذ سفارش توسط کارگزاری از مشتری به طریق برقراری تماس تلفنی، از نظر قانونی صحیح می‌باشد یا نه و در صورت صحت، ادعای انکار مشتری نسبت به دستور سفارش چه نتیجه ای دارد. ظاهراً در رای مذکور با توجه به نظر کارشناسی مبنی بر محق نبودن مشتری، این ادعای مشتری رد شده است و سفارش خرید اعتباری معتبر تلقی گشته است.

با این وجود مطابق دستورالعمل انضباطی کارگزاران، اخذ سفارش به منظور انجام معاملات اوراق بهادار و یا کالا بایستی به صورت کتبی و یا الکترونیکی و وجود مدارک مربوطه باشد، در غیر این صورت اخذ سفارش از مشتری تخلف کارگزاری محسوب می‌شود و منجر به اخطار کتبی به کارگزار و درج آن در پرونده می‌شود ( بند ۲۷ ماده ۶ دستورالعمل تخلفات انتظامی کارگزار). در نتیجه این سفارش تنها در صورتی معتبر است که دلایل کافی بر اخذ سفارش از مشتری و اعلام اراده وی مبنی بر سفارش احراز شود.

بنابراین اگر مشتری به کارگزاری بدهکار نباشد، و یا کارگزاری بدون سفارش اقدام به خرید اعتباری نموده باشد؛ کارگزاری حق ندارد بدون اجازه مشتری دارایی وی را فریز کند؛ اگر این کار عمداً صورت گیرد مشتری می‌تواند مطابق قواعد مسئولیت مدنی، از کارگزاری خسارات مربوطه و رفع فریز سهام خود را درخواست نماید.

## فهرست منابع

### منابع فارسی

- جمالی، جعفر و محمد صادقی (۱۳۹۶)، رویه هیئت داوری بورس و اوراق بهادار، تهران: انتشارات بورس.
- دمودران، آسوات (۱۳۹۲)، مالی شرکتی پیشرفته: رویکرد کاربردی، تهران: انتشارات نص.
- سوری، رضا و مهدی سیار و مهدی الهی (۱۳۹۲)، «بررسی سازوکار خرید اعتباری سهام»، بازار سرمایه، شماره ۴۳ و ۴۴.

### منابع غیر فارسی

- Guanghui Huang, Weiqing Gu, Wenting Xing, Hongyu Li. (2012), «Active margin system for margin loans using cash and stock as collateral and its application in Chinese market. College of Mathematics and Statistics», **Chongqing University**.
- William G, Tome (1985), «Margins on Futures Contracts: Their Economic Roles and Regulation», **American Enterprise Institute for Public Policy Research**, Washington.