



University of Tehran Press

## Private Law

Home Page: <https://jolt.ut.ac.ir>

Online ISSN: 2423-6209

# Legal Challenges Governing the Formation and Operation of Iran Mercantile Exchange Clearing House

Amir Hossein Rezafar<sup>1\*</sup> | Milad Naghshi<sup>2</sup> | Mahmoud Bagheri<sup>3</sup>

1. Corresponding Author, Department of Private Law, Faculty of Law & Political Science, University of Tehran, Tehran, Iran. Email: [amirrezafara@ut.ac.ir](mailto:amirrezafara@ut.ac.ir)

2. Department of Private Law, Faculty of Law & Political Science, University of Tehran, Tehran, Iran. Email: [milad.naghshi@ut.ac.ir](mailto:milad.naghshi@ut.ac.ir)

3. Department of Private Law, Faculty of Law & Political Science, University of Tehran, Tehran, Iran. Email: [mahbagheri@ut.ac.ir](mailto:mahbagheri@ut.ac.ir)

### ARTICLE INFO

**Article type:**  
Research Article

**Article History:**  
Received December 03, 2024  
Revised January 28, 2025  
Accepted February 01, 2025  
Published online 18 March 2025

**Keywords:**  
Clearing house,  
Settlement,  
IME,  
Regulation,  
CSDI.

### ABSTRACT

While the history of commodity exchanges in Iran is shorter than in other countries, the clearing house, which has reliable experience and acts as one of the executive arms of the Iran Mercantile Exchange, operates under laws and regulations such as the Permanent Decrees Law on the Country's Development Programs (approved in 2016), the Settlement and Clearing Instructions for Transactions in the Iran Mercantile Exchange (approved in 2010 by the SEO) and other relevant regulations to control suppliers' guarantees, monitor risk, settle funds, and clear some of the transactions. This research, while explaining the legal status of the clearing house and describing its duties and powers, addresses the existing legal challenges and possible conflicts with an institution such as the Central Securities Depository and Settlement. It is also intended to examine the existing challenges regarding the establishment of the clearing house and conduct a brief pathology analysis of the activities of this institution. Based on the research conducted, the results indicate that the existence of a single and specialized settlement system is essential for optimizing activities, developing a comprehensive membership system for commodity market participants, and reducing the legal and financial risks of commodity exchanges in the form of a central depository specifically for commodity exchanges.

**Cite this article:** Rezafar, A. H.; Naghshi, M. & Bagheri, M. (2024-2025). Legal Challenges Governing the Formation and Operation of Iran Mercantile Exchange Clearing House. *Private Law*.21 (2), 269-280. <http://doi.org/10.22059/jolt.2025.386336.1007352>



© The Author(s). **Publisher:** University of Tehran Press.  
DOI: <http://doi.org/10.22059/jolt.2025.386336.1007352>



انتشارات دانشگاه تهران

## حقوق خصوصی

سایت نشریه: <https://jolt.ut.ac.ir>

شاپا الکترونیکی: ۶۲۰۹-۲۴۲۳

# چالش‌های حقوقی ناظر بر تشکیل و فعالیت اتاق پایاپای بورس کالای ایران

امیرحسین رضافر<sup>۱\*</sup> | میلاد نقشی<sup>۲</sup>، محمود باقری<sup>۳</sup>

۱. نویسنده مسئول، گروه حقوق خصوصی، دانشکده حقوق و علوم سیاسی، دانشگاه تهران، تهران، ایران. رایانامه: [amirrezafara@ut.ac.ir](mailto:amirrezafara@ut.ac.ir)

۲. گروه حقوق خصوصی، دانشکده حقوق و علوم سیاسی، دانشگاه تهران، تهران، ایران. رایانامه: [milad.naghshi@ut.ac.ir](mailto:milad.naghshi@ut.ac.ir)

۳. گروه حقوق خصوصی، دانشکده حقوق و علوم سیاسی، دانشگاه تهران، تهران، ایران. رایانامه: [mahbagheri@ut.ac.ir](mailto:mahbagheri@ut.ac.ir)

## اطلاعات مقاله

## چکیده

### نوع مقاله:

پژوهشی

### تاریخ‌های مقاله:

تاریخ دریافت: ۱۴۰۳/۰۹/۱۳

تاریخ بازنگری: ۱۴۰۳/۱۱/۰۹

تاریخ پذیرش: ۱۴۰۳/۱۱/۱۳

تاریخ انتشار: ۱۴۰۳/۱۲/۲۸

### کلیدواژه:

اتاق پایاپای،

بورس کالا،

تسویه،

دستورالعمل،

سپرده‌گذاری مرکزی.

درحالی‌که تاریخچه بورس‌های کالایی در ایران نسبت به سایر کشورها کوتاه‌تر است اتاق پایاپای، با تجربه‌ای قابل اتکا و به عنوان یکی از بازوان اجرایی شرکت بورس کالای ایران، تحت قوانین و مقرراتی چون قانون احکام دائمی برنامه‌های توسعه کشور (مصوب ۱۳۹۵)، دستورالعمل تسویه و پایاپای معاملات در بورس کالای ایران (مصوب ۱۳۸۹ سازمان بورس و اوراق بهادار)، و سایر مقررات مربوطه جهت کنترل تضامین عرضه‌کنندگان، پایش ریسک، تسویه وجوه، و پایاپای کردن بخشی از معاملات فعالیت می‌کند. این پژوهش، ضمن تبیین جایگاه قانونی اتاق پایاپای و تشریح وظایف و اختیارات آن، به چالش‌های حقوقی موجود و تعارضات احتمالی با نهادهای چون شرکت سپرده‌گذاری مرکزی اوراق بهادار و تسویه وجوه می‌پردازد. همچنین، بنا بر آن است، ضمن بررسی چالش‌های موجود در خصوص تشکیل اتاق پایاپای، آسیب‌شناسی مختصری نیز پیرامون فعالیت این نهاد انجام گیرد. بر اساس تحقیقات صورت‌گرفته با منابع کتابخانه‌ای و به روش توصیفی-تحلیلی، نتایج نشان می‌دهد وجود نظام تسویه واحد و تخصصی برای بهینه‌سازی فعالیت‌ها، تدوین نظام جامع عضویت فعالان بازار کالایی، و کاهش ریسک‌های قانونی و مالی بورس‌های کالایی در قالب سپرده‌گذاری مرکزی ویژه بورس‌های کالایی ضروری است.

**استناد:** رضافر، امیرحسین؛ نقشی، میلاد و باقری، محمود (۱۴۰۳). چالش‌های حقوقی ناظر بر تشکیل و فعالیت اتاق پایاپای بورس کالای ایران. حقوق خصوصی، ۲۱،

(۲) ۲۶۹-۲۸۰.

<http://doi.org/10.22059/jolt.2025.386336.1007352>

ناشر: مؤسسه انتشارات دانشگاه تهران.

© نویسندگان.

DOI: <http://doi.org/10.22059/jolt.2025.386336.1007352>



## مقدمه

در مقایسه با بورس‌های کالایی معتبر در جهان سابقه بورس‌های کالایی در ایران طولانی نیست<sup>۱</sup> و از نظر تاریخی بورس کالای ایران ریشه در دو سازمان مجزا دارد. سازمان کارگزاران بورس فلزات تهران فعالیت خود را در شهریورماه سال ۱۳۸۲ شروع کرد و سازمان کارگزاران بورس کالای کشاورزی ایران نیز در شهریورماه سال ۱۳۸۳ تأسیس شد. شرکت بورس کالای ایران (سهامی عام) طبق مواد ۵۷ و ۵۸ قانون بازار اوراق بهادار جمهوری اسلامی ایران، که در آذرماه سال ۱۳۸۴ به تصویب مجلس شورای اسلامی رسید، تأسیس شد و همه عملیات و فعالیت‌های اجرایی سازمان‌های کارگزاران بورس فلزات تهران و کارگزاران بورس کالای کشاورزی ایران از مهرماه سال ۱۳۸۶ به این شرکت منتقل و فعالیت آن آغاز شد.

اتاق پایاپای، به عنوان بازوی اجرایی- عملیاتی بورس کالا، نقش حیاتی در تسویه معاملات ایفا می‌کند و به عنوان محلی برای انجام دادن تسویه‌های مالی و فرایندهای مرتبط اهمیت بسیاری در حفظ شفافیت و کارایی بازارهای مالی دارد. بدون وجود یک سازکار کارآمد و سریع برای تسویه مزایا بورس کالا تا حدود زیادی از دست می‌رود.<sup>۲</sup> تسویه معاملات به معنای اطمینان از انجام دادن صحیح و کامل تعهدات مالی بین خریداران و فروشندگان است که در این میان اتاق پایاپای وظیفه ثبت و نگهداری سوابق همه معاملات انجام‌شده را نیز بر عهده دارد. این سوابق شامل جزئیات مربوط به تاریخ معامله، طرفین معامله، مبلغ، و شرایط حاکم بر آن معاملات است. در صورت بروز نکول یا عدم اجرای تعهدات مالی توسط یکی از اعضای بورس، اتاق پایاپای به سرعت مداخله می‌کند تا از یکپارچگی معاملات و سلامت بازار حمایت کند. به‌رغم آنکه بورس‌های کالایی طی سالیان اخیر توجهات را به سمت خود جلب کرده و نگرانی‌های متنوعی در این باب<sup>۳</sup> و نهاد تسویه و پایاپای معاملات کالایی در بازار سرمایه ایران<sup>۴</sup> به رشته تحریر درآمده است، اتاق پایاپای شرکت بورس کالای ایران در پژوهش‌های صورت‌گرفته مغفول مانده است؛ به نوعی که ابعاد حقوقی تشکیل و فعالیت این اتاق و صلاحیت شرکت سپرده‌گذاری مرکزی اوراق بهادار و تسویه وجوه در حوزه تسویه و پایاپای کردن معاملات کالایی در بازار سرمایه و تعارض احتمالی صلاحیت‌های این شرکت با ارکان دیگر در بازار سرمایه نظیر اتاق پایاپای تاکنون به‌خوبی بررسی نشده است. پژوهش حاضر، ضمن تبیین جایگاه قانونی و صلاحیت‌های اتاق پایاپای، در پی پاسخ به این پرسش‌ها است که اولاً چه چالش‌هایی پیش روی این رکن وجود دارد و ثانیاً نقش اتاق در قیاس با مرجع مشابهی چون شرکت سپرده‌گذاری مرکزی اوراق بهادار و تسویه وجوه بر اساس نظریه نهاد تسویه‌کننده واحد یا چندگانه معاملات بازار سرمایه چیست؟ بر این بنیاد، در پژوهش حاضر ابتدا به کلیات و تاریخچه اتاق پایاپای شرکت بورس کالای ایران می‌پردازیم و در ادامه مبانی فعالیت و چالش‌های پیش روی این واحد را مورد بررسی قرار خواهیم داد.

## تاریخچه تشکیل اتاق پایاپای

اولین اتاق پایاپای معاملات در ایالات متحده آمریکا و در سال ۱۸۵۳ میلادی برای ساده‌سازی فرایندهای تسویه و وصول مطالبات چک‌ها توسط برخی از بانک‌های تجاری در شهر نیویورک<sup>۵</sup> تأسیس شد (Gibbons, 1859: 292-295). در بازار اوراق

۱. بورس فلزات لندن که در سال ۱۵۷۱ میلادی تأسیس شد ابتدا به نام بورس سلطنتی شناخته می‌شد و طراحی آن توسط سیرتوماس گریشامو انجام گرفت. این نهاد به عنوان یک فضای جدید برای گردهمایی بازرگانان شکل گرفت. ساختمان بورس سلطنتی در سال‌های ۱۶۶۶ و ۱۸۳۸ میلادی آتش گرفت و در سال ۱۸۴۴ میلادی با بازگشایی مجدد ملکه ویکتوریا به فعالیت خود به عنوان مرکز مبادله کالا ادامه داد (HKEX report, 2020: 3).

۲. بورس‌های کالایی می‌توانند با افزایش کارایی، کاهش هزینه‌های مبادلاتی، و ارائه ابزارهای مدیریت ریسک قیمت نقش مهمی در توسعه بازار داشته باشند. ایجاد یک ساختار منسجم و قانونمند برای معاملات کالا، فراهم کردن بستر مناسب برای تعیین قیمت‌ها بر اساس عرضه و تقاضا، کاهش اطلاعات نامتقارن و اطمینان از تبادل اطلاعات صحیح میان خریداران و فروشندگان، فراهم آوردن ابزارهای مالی برای مدیریت ریسک‌های قیمت، و تأمین مالی و جذب سرمایه‌گذاران از دیگر مزایای تشکیل بورس‌های کالایی به شمار می‌آیند (Huda et al., 2023: 2-5).

۳. برای مطالعه بیشتر در این خصوص ← شهیدی، مرتضی (۱۳۹۶). قواعد حقوقی حاکم بر معاملات در بورس‌های کالایی. تهران: میزان.

۴. برای مطالعه بیشتر در این خصوص ← حسین‌زاده، جواد و علائی، صابر (۱۴۰۰). کارکرد و ماهیت حقوقی عملکرد شرکت سپرده‌گذاری مرکزی اوراق بهادار و تسویه وجوه. دیدگاه‌های حقوقی قضایی، ۲۶، ش ۹۴، ۱-۲۲.

بهدار و مشتقه<sup>۱</sup> ماجرا کمی دیرتر شکل گرفت. چون پیچیده‌تر از تسویه چک بود و تسویه این اوراق از ۱۹۲۶ میلادی جهت حفاظت در برابر عدم اجرای قرارداد وفق مدل «تسویه کامل»<sup>۲</sup> بر عهده اتاق قرار می‌گرفت (Moser, 1994: 47-48). اگرچه حجم معاملات در سال‌های بعد افزایش چشمگیر داشت، توسعه اتاق پایاپای تا دهه ۱۹۷۰ به تعویق افتاد و سرانجام شرکت‌های سپرده‌گذاری مرکزی اوراق بهادار<sup>۳</sup> توسط تشکلهای خودانتظام<sup>۴</sup> تأسیس شدند (Kroszner, 1999: 596-618).

در ایران، جهت تأسیس بورس‌های کالایی بند «ج» ماده ۹۵ قانون برنامه سوم توسعه اقتصادی، اجتماعی، و فرهنگی جمهوری اسلامی ایران (مصوب ۱۳۷۹/۰۱/۱۷) شورای بورس را مجاز به همکاری با نهادهای مرتبط برای ایجاد بورس کالا کرد. همچنین، بند «ی» تبصره ۳۵ قانون بودجه سال ۱۳۷۹ وزارت معادن و فلزات را موظف به تأسیس بورس فلزات و عرضه کالاهای فلزی در آن کرد. در نهایت نخستین بورس کالایی کشور تحت عنوان «مؤسسه سازمان کارگزاران بورس فلزات تهران» فعالیت رسمی خود را در شهریور ۱۳۸۲ آغاز کرد. یک سال پس از تأسیس بورس فلزات در شهریورماه ۱۳۸۳ و با توجه به ماده ۱۱۳ قانون تنظیم بخشی از مقررات مالی دولت، مصوب ۱۳۸۰/۱۱/۲۷، «سازمان کارگزاران بورس کالای کشاورزی ایران» نیز با همکاری مشترک وزارت جهاد کشاورزی و سازمان کارگزاران بورس اوراق بهادار تأسیس شد. با تصویب قانون بازار اوراق بهادار جمهوری اسلامی ایران (مصوب ۱۳۸۴/۰۹/۰۱ مجلس شورای اسلامی سازمان) این دو بورس منحل شدند و وظایف و اختیارات آنها به موجب دستورالعمل چارچوب انتقال عملیات و فعالیت‌های اجرایی سازمان‌های کارگزاران بورس‌های فلزات و کشاورزی به شرکت بورس کالای ایران (سهامی عام) منتقل شد (نقشی، ۱۴۰۲: ۵۶ - ۵۸). «آیین‌نامه اتاق پایاپای بورس فلزات تهران (مصوب ۱۳۸۴)» که به طور عمده از مقررات مشابه بورس فلزات لندن الهام گرفته و «آیین‌نامه اتاق پایاپای بورس کالای کشاورزی (مصوب ۱۳۸۴)» از اسناد بنیادین حاکم بر فعالیت رکن تسویه این دو بورس بود. بر اساس تعریف ارائه‌شده در ماده ۱ این آیین‌نامه «اتاق پایاپای» بخشی از ساختار اداری سازمان کارگزاران بورس کالا است که مسئولیت تسویه و پایاپای قراردادهای معاملاتی در تالار بورس را بر عهده دارد.<sup>۵</sup> پس از انحلال سازمان‌های فوق و تشکیل بورس کالایی واحد، ماده ۱۰ دستورالعمل چارچوب انتقال عملیات و فعالیت‌های اجرایی سازمان‌های کارگزاران بورس‌های فلزات و کشاورزی به شرکت بورس کالای ایران (سهامی عام) مقرر داشت: «آیین‌نامه اتاق پایاپای بورس فلزات و کلیه مقررات اجرایی تهران، شامل فرایند و نحوه عملکرد اتاق پایاپای اعم از بخشنامه‌ها، مصوبات هیئت‌مدیره، و دستورالعمل‌های اجرایی مبنای انجام عملیات تسویه و پایاپای در بورس کالای ایران خواهد بود».

### مفهوم تسویه و پایاپای

در تعریفی کلی، اتاق پایاپای<sup>۶</sup> در بازار سرمایه به مرجعی اطلاق می‌شود که وظیفه تسویه و تسهیل معاملات مالی را بر عهده دارد و این نهاد با هدف کاهش ریسک و افزایش اعتبار معاملات بین خریداران و فروشندگان تشکیل شده است. تسویه عبارت است از طریقه مشخص ادای دین و واریز بدهی فی‌مابین دو شخص که هر یک نسبت به دیگری در وضعیت «بستانکار» قرار دارد. برخی دیگر در تکمیل تعریف یادشده اظهار داشته‌اند اتاق پایاپای نقش یک واسطه را بازی می‌کند که اطمینان می‌دهد همه معاملات به‌درستی و به‌موقع تسویه می‌شوند (Gilman, 1904: 208-224). پس از توافق فی‌مابین خریدار و فروشنده و تأیید معامله توسط بورس، که به‌نوعی موجب الزام‌آور شدن رسمی تعهدات قراردادی میان طرفین می‌شود، نقش اتاق پایاپای استاندارد

۱. گفنی است معاملات مشتقه بر روی کالا سابقه‌ای طولانی دارند و منشأ را می‌توان به تجارت اولیه در بین‌النهرین در سال ۲۰۰۰ قبل از میلاد جست‌وجو کرد؛ زمانی که اولین قراردادهای برای تحویل کالا در آینده به خط میخی بر روی لوح گلی نوشته می‌شد. این قراردادهای عمدتاً شامل شرح مشخصات طرفین، تبیین کالای مورد انتقال، تاریخ تحویل، قیمت معامله، و بعضاً فهرست شهود بود (Algeri, 2018: 10).

2. complete clearing

3. counterparty clearing house (CCP)

4. self-regulating organizations

۵. در همین ماده، پایاپای کردن به معنای تسویه روزانه قراردادهای بین اعضای اتاق به صورت نقدی و اعتباری تعریف شده است. گفتنی است عیناً چنین تعریفی از اتاق پایاپای در ماده ۲ آیین‌نامه اتاق پایاپای بورس کالای کشاورزی ایران نیز منعکس شده است.

6. clearing house

کردن همهٔ مراحل منتهی به تسویهٔ معامله، کاهش هزینه، مدیریت ریسک تسویه، و پایاپای کردن معاملات چندانکه بین اصحاب معامله است (Chairman Ben S. Bernanke, 2011).

بند ۱ مادهٔ ۱ دستورالعمل تسویه و پایاپای معاملات بورس کالای ایران (مصوب ۱۳۸۹/۰۸/۲۲ سازمان بورس و اوراق بهادار) که از این پس در این متن «دستورالعمل تسویه» نامیده می‌شود اتاق پایاپای را واحد سازمانی از شرکت<sup>۱</sup> دانسته است که وظیفهٔ تسویه و پایاپای کردن قراردادهای معامله‌شده در بورس را بر عهده دارد. در خصوص تعریف تسویه و پایاپای نیز بند «د» مادهٔ ۱ دستورالعمل ثبت، سپرده‌گذاری، تسویه، و پایاپای (مصوب ۱۳۸۸/۰۵/۱۳ سازمان بورس و اوراق بهادار) مقرر می‌دارد: «مرحله‌ای است که طی آن حقوق خالص و تعهدات طرفین معامله محاسبه و وجوه حاصل از معامله در روز تسویه به فروشنده منتقل می‌شود». وفق بند ۵ مادهٔ ۱ دستورالعمل تسویه، امور تسویه عبارت است از «واریز وجه قرارداد و ارائهٔ فیش واریزی در تسویهٔ نقدی، ارائهٔ اسناد در تسویهٔ اعتباری و معاملات نسیه طبق فرمت شرکت، واریز پیش‌پرداخت معاملهٔ نهایی، و تودیع یا واریز تضامین معاملهٔ نهایی در قراردادهای کشف پرمیوم و همچنین واریز کارمزدهای مربوطه طبق مقررات». گفتنی است ظاهراً در مقررات یادشده اشاره‌ای به انتقال مالکیت کالا یا ورقهٔ بهادار نشده است و این موضوع از عبارتی چون «محاسبهٔ حقوق و تعهدات طرفین» نیز برنی‌آید. بنابراین تسویه و پایاپای را در تعریف باید ناظر به هر دو مفهوم انتقال ثمن معامله به فروشنده و انتقال مالکیت اوراق بهادار یا کالا به خریدار دانست (نقشی، ۱۴۰۲: ۱۵۴ - ۱۵۵).

### ساختار سازمانی و فرایندهای عملیاتی

از مسائل مهم در ساختار تسویهٔ معاملات کالایی تبیین رابطهٔ اتاق با بورس کالا است. در این شرایط باید بررسی شود که اتاق تحت مالکیت و تسلط بورس است یا به صورت مستقل و در قالب شخصیتی مجزا فعالیت می‌کند. بر اساس تقسیم‌بندی‌های متداول، می‌توان رابطهٔ بین بورس و اتاق پایاپای را در قالب دو مدل مورد بررسی قرار داد.

- **مدل افقی<sup>۲</sup>:** در این مدل، اتاق پایاپای به طور مستقل و به موازات بورس عمل می‌کند و انواع قراردادهای بورس را تسویه می‌کند. در این حالت، بورس مسئول تمهید شرایط انعقاد قرارداد، ایجاد زیرساخت‌های معاملاتی، و نظارت بر اجرای معاملات است؛ درحالی‌که اتاق پایاپای صرفاً وظایف مربوط به تضمین انجام دادن تعهدات طرفین معامله را بر عهده دارد.

- **مدل عمودی<sup>۳</sup>:** در این مدل، تأسیس و فعالیت اتاق پایاپای تحت نظر مرجع دیگری نظیر بورس است و اتاق به طور مستقیم به تسویهٔ قراردادهای مورد معامله می‌پردازد. به بیان ساده‌تر، تسویهٔ عمودی به این معناست که تسویه‌کننده بخشی از بورس است. در این زمینه، همهٔ مراحل معاملات در بورس یا یکی از زیرمجموعه‌های آن انجام می‌شود (دمسی، ۱۳۹۲: ۳۳۷ - ۳۳۹).

مدل افقی اتاق پایاپای بیشتر در بورس‌های اوراق بهادار و مدل عمودی بیشتر در بورس‌های آتی<sup>۴</sup> به کار می‌رود. در مطالعهٔ تطبیقی نیز در هر یک از کشورهای امارات متحدهٔ عربی و هند دو بورس کالایی معتبر فعالیت دارند و بررسی‌ها حاکی از آن است که یکی از این بورس‌ها از مدل عمودی و دیگری از مدل افقی استفاده می‌کند. بنابراین، نیازی به پیروی از یک مدل هماهنگ در یک کشور نیست. در شرایط کنونی بازار سرمایهٔ ایران، اتاق پایاپای شرکت بورس کالای ایران به عنوان جزئی از بورس یادشده و تحت نظارت این شرکت در جهت تسویهٔ عمدهٔ معاملات منعقد در بازار فیزیکی این بورس فعالیت می‌کند.

۱. شرکت سپرده‌گذاری مرکزی اوراق بهادار و تسویهٔ وجوه.

2. horizontal model

3. vertical model

۴. قرارداد آتی قراردادی است که بر اساس آن فروشنده متعهد می‌شود در سررسید معین مقدار معینی از کالای مشخص را به قیمت مشخص بفروشد و خریدار، که طرف دیگر قرارداد است، متعهد می‌شود همان کالا با همان مشخصات را در سررسید معین بخرد و برای اینکه هر دو طرف به تعهدات خود عمل کنند باید مبلغی را به عنوان وجه تضمین اولیه نزد اتاق پایاپای بگذارند که این وجه متناسب با تغییرات قیمت معاملات قرارداد آتی مورد نظر به صورت روزانه تعدیل می‌شود.

## وظایف، تکالیف، اختیارات

اگرچه تبیین ماهیت حقوقی فعالیت اتاق پایاپای جای بحث بسیار دارد و می‌توان نوع ارتباط اتاق با مشتریان را به اشکال گوناگون نظیر «تبدیل تعهد»، «حواله»، و «ضمانت» تحلیل کرد (شهیدی، ۱۳۹۶: ۲۰۷)، به دلیل گستردگی مبحث فوق و به جهت پرداختن به اصل موضوع، به این امر ورود نمی‌شود. به صورت کلی، ضوابطی نظیر «دستورالعمل تسویه»، «دستورالعمل معاملات کالا» و اوراق بهادار مبتنی بر کالا در بورس کالای ایران (مصوب ۱۳۸۹/۰۷/۰۵ شورای عالی بورس و اوراق بهادار)، «دستورالعمل پذیرش کالا» و اوراق بهادار مبتنی بر کالا در بورس کالای ایران (مصوب ۱۳۸۸/۰۹/۱۰ سازمان بورس و اوراق بهادار)، و «دستورالعمل اجرایی رینگ صادراتی بورس کالای ایران (مصوب ۱۳۸۸/۰۵/۲۴ سازمان بورس و اوراق بهادار)» بیش از سایر قوانین و مقررات مربوطه بر فعالیت اتاق پایاپای شرکت بورس کالای ایران اثرگذارند.

برخی نویسندگان به طور کلی کارکردهای اتاق پایاپای را در پنج دسته تقسیم کرده‌اند: ۱. ثبت معاملات؛ ۲. تسویه حساب روزانه؛ ۳. نظارت بر اعتبار مالی اعضا؛ ۴. اداره صندوق تضمین معاملات؛ ۵. ایفای نقش طرف مقابل (حسین‌زاده و معبدی، ۱۳۹۸: ۱۰۲ - ۱۰۴) و برخی دیگر به جنبه‌های «کنترل ریسک‌های تسویه معاملات» و «تأمین امنیت بازار سرمایه» در خصوص کارکردهای اتاق پایاپای تأکید کرده‌اند (حسینی و همکاران، ۱۳۹۸: ۲۹۸ و ۳۰۲).

فرایندهای مؤثر و مرتبط با اتاق پایاپای را می‌توان به‌اختصار چنین تقسیم کرد: در مرحله پیش از معامله اقداماتی شامل پذیرش مشتریان و کالا، مدیریت و نگهداری تضامین، کنترل‌های پیش از عرضه، و مدیریت وجوه انجام می‌گیرد. در مراحل پس از معامله اقداماتی مانند پذیرش بانک‌ها، ثبت و تغییر حساب‌ها، به‌روزرسانی حساب‌ها، و محاسبات مربوط به معاملات در بازار کالاهای فیزیکی و مشتقه صورت می‌پذیرد. موارد دیگری نیز مانند کنترل مغایرت‌ها، تسویه وجوه و نظارت بر تسویه، صدور اسناد و صورت‌حساب‌های معاملاتی، تحویل کالا و نظارت بر آن، و همچنین امور مربوط به انبار وجود دارد. به‌علاوه، مدیریت تضامین، تسویه وجوه و تحویل قراردادهای مشتقه، محاسبه و پرداخت جرایم، و رسیدگی به اعتراضات مشتریان نیز از اقداماتی است که توسط اتاق انجام می‌شود. نکته حائز اهمیت در تحلیل نقش اتاق پایاپای و شرکت سپرده‌گذاری مرکزی اوراق بهادار و تسویه وجوه آن است که فرایندهای مرتبط با تسویه وجوه و پایاپای در بورس‌های کالایی با تسویه وجوه و پایاپای اوراق بهادار تفاوت‌هایی دارد که می‌توان شرایط معاملاتی اوراق بهادار مبتنی بر کالا، تعریف و تنوع نمادهای معاملاتی، سازکارهای مربوط از جمله انبارهای مورد پذیرش، سامانه‌های معاملاتی، و فرایند متنوع و پویای تسویه ابزارهای مختلف و درهم‌تنیدگی آن، مدیریت ریسک در معاملات کالایی و اوراق بهادار، پایش تحویل کالا و توافقات احتمالی فی‌مابین معامله‌گران را از اهم این تمایزات دانست. فرایندهای معاملات اوراق بهادار شامل انجام دادن معامله، محاسبات، و تسویه وجوه است. درحالی‌که در بازار کالاهای فیزیکی این فرایندها به مراحل متعددی چون پذیرش کالا، مشتریان و ثبت سفارش، برگزاری جلسه حراج و معامله، و در نهایت تسویه و پایاپای تقسیم می‌شوند. به دلیل پیچیدگی بیشتر فرایندهای معاملاتی در بورس‌های کالایی نسبت به بازار اوراق بهادار، شرایط مختلفی برای ثبت سفارش وجود دارد و فرایندهای پس از معامله به‌شدت به مراحل پیش از خود وابسته‌اند.

یکی از مهم‌ترین وظایف اتاق پایاپای رسیدگی به اعتراضات واصله از مشتریان است که این موضوع در قالب اعتراض به تحویل با تأخیر کالا<sup>۱</sup>، عدم تطابق کمیت و کیفیت<sup>۲</sup> کالا با شرایط اعلامی از سوی فروشنده در سایت رسمی بورس [طی اطلاعیه عرضه<sup>۳</sup>]، تلورانس تحویل<sup>۴</sup>، و فسخ<sup>۵</sup> قابل ملاحظه است.

بر بنیاد تحلیلی جامع، نقش و اهمیت اتاق پایاپای در فرایند قبل و بعد از معاملات بسیار حائز اهمیت است. در فرایند قبل از معامله، اتاق پایاپای از طریق فرایند کنترل پیش از عرضه (موضوع بخش ۳ دستورالعمل تسویه) موظف است مستندات عرضه،

۱. مطابق با ماده ۲۴ دستورالعمل تسویه.

۲. مطابق با ماده ۲۷ دستورالعمل تسویه.

۳. برای مطالعه بیشتر در این خصوص ← بند ۱ ماده ۱ دستورالعمل اجرایی رینگ صادراتی بورس کالای ایران.

۴. مطابق با ماده ۲۳ دستورالعمل تسویه.

۵. مطابق با ماده ۲۵ دستورالعمل تسویه.

تضامین، و سپرده‌های مورد نیاز جهت عرضه کالاها را طبق ضوابط تضمین کنترل کند و بر اساس ماده ۷ دستورالعمل یادشده و تبصره آن موظف است ظرف مهلت مقرر مراتب موافقت یا عدم موافقت خود را به بورس و کارگزار عرضه‌کننده اعلام کند.

همان‌طور که آمد، اتاق پایاپای موظف است عرضه‌ها را طبق ضوابط تضمین کنترل کند. وجوه تضمین در بند ۲۲ ماده ۱ دستورالعمل تسویه چنین تعریف شده است: «منابع مالی است که از محل پرداخت‌های اعضای اتاق پایاپای یا ضمانت‌نامه‌های بانکی ایشان توسط شرکت تأمین شده و نحوه اداره آن طبق ضوابطی است که به پیشنهاد شرکت به تصویب هیئت‌مدیره سازمان خواهد رسید». بر این اساس، نتیجه‌گیری می‌شود که مهم‌ترین بخش فرایند کنترلی پیش از عرضه در اتاق پایاپای کنترل تضامین و وثایق عرضه‌کننده یا کارگزار ذی‌ربط خواهد بود. این کنترل در واقع شرط لازم برای عرضه محصولات تلقی می‌شود که نقش بسیار خطیری در کنترل ریسک‌های حاکم بر معاملات منعقد در بستر بازارهای بورس خواهد داشت.

بعد از عرضه و در جریان معامله در تالار، کالاها با فرایند خاص خود طبق مقررات بورس تخصیص می‌یابند و به شکل قراردادهای جداگانه با اجزای مشخص به اتاق پایاپای ارسال می‌شوند. گفتنی است صرف‌نظر از نوع قرارداد (نقدی، نسبی، سلف) تسویه در اتاق پایاپای طبق دستورالعمل فقط به دو صورت نقدی و اعتباری<sup>۱</sup> امکان‌پذیر است که این موضوع و فرایندهای تسویه و پایاپای معاملات در بخش ۴ دستورالعمل یادشده بیان شده است. در نهایت نیز وفق بخش ۵ دستورالعمل تسویه اتاق پایاپای به طرق گوناگون بر فرایندهای تحویل اعمال نظارت می‌کند.

### اعضای اتاق پایاپای

سابقاً بند ۴ ماده ۱ آیین‌نامه اتاق پایاپای سازمان کارگزاران بورس فلزات تهران عضو را به شرح «کلیه کارگزاران و سایر اشخاصی که صلاحیت عضویت آن‌ها بر طبق مقررات تأییدشده می‌باشد» تعریف کرده بود و ماده ۲ مقرر فوق اعضای اتاق بورس فلزات تهران را «شرکت‌های کارگزاری، معامله‌گران، و بازارگردانان طبق مقررات مربوط و سایر اشخاص حقوقی مرتبط نظیر بانک‌ها، مؤسسات مالی و اعتباری، و تولیدکنندگان طبق مقررات» تعیین کرده بود. این تعریف در دستورالعمل تسویه دچار تغییرات اساسی شد و واضح، ضمن عدول از ارائه تعریف مشخص از عضو، صرفاً مصادیقی را به طور مبهم بیان کرد که اساساً مشخص نیست، به استثنای کارگزاران، چه اشخاصی عضو اتاق تلقی می‌شوند. بر این بنیاد، بند ۳ ماده ۱ دستورالعمل تسویه در تعریف اعضای اتاق پایاپای مقرر می‌دارد: «کارگزار، کارگزار/ معامله‌گر، و هر شخص حقوقی دیگری است که تحت این عنوان مطابق دستورالعمل پذیرش اعضا در اتاق پایاپای به عنوان عضو اتاق پایاپای پذیرفته شده است». ماده ۵ دستورالعمل یادشده در حکمی کلی بیان داشته است: «نحوه عضویت، سایر شرایط، و وظایف عضو اتاق پایاپای طبق ضوابطی است که به پیشنهاد هیئت‌مدیره شرکت به تصویب هیئت‌مدیره سازمان می‌رسد». اما متأسفانه تاکنون ضوابطی در این خصوص به تصویب نرسیده است.

وفق ماده ۱۱ دستورالعمل چارچوب انتقال عملیات و فعالیت‌های اجرایی سازمان‌های کارگزاران بورس‌های فلزات و کشاورزی به شرکت بورس کالای ایران، همه اعضای اتاق‌های پایاپای بورس‌های کشاورزی و فلزات که کارگزاران بورس‌های مربوطه هستند، با توجه به بند ۳ صورت‌جلسه کمیته نقل و انتقال، در صورت تودیع وثائق و تضمین‌های اتاق پایاپای و رعایت همه مقررات مربوطه بورس کالای ایران و سازمان بورس و اوراق بهادار و قانون کارگزاران به عنوان اعضای این اتاق شناخته خواهند شد. همچنین، ماده ۳ این دستورالعمل تصریح کرده است که کارگزاران بورس کشاورزی و فلزات بر اساس معرفی سازمان بورس و اوراق بهادار و نظرات ریاست سازمان مجاز به فعالیت در حوزه خود هستند. با عنایت به جواز عضویت کارگزاران دارای مجوز مطابق مقررات و استمرار این رویه دایر بر عضویت کارگزاران در بورس‌ها و با لحاظ مقررات موجود نظیر دستورالعمل تسویه مبنی بر مسئولیت کارگزاران جهت ایفای تعهدات طرفین بابت قراردادهای منعقد در بورس به نظر می‌رسد اجرای نظام عضویت در خصوص دیگر ارکان و اشخاص فعال در بورس‌ها نیز خالی از لطف نباشد.<sup>۲</sup> زیرا عضویت در اتاق پایاپای منحصر به کارگزاران

۱. ماده ۱۳ دستورالعمل تسویه.

۲. مثلاً، بورس فلزات لندن سطوح مختلفی از عضویت را تعریف کرده است. در این بورس به ترتیب عضو رینگ (حائز همه دسترسی‌های لازم با عنوان گروه ۱)، کارگزار عضو اتاق پایاپای (گروه ۲)، معامله‌گر عضو پایاپای (گروه ۳)، کارگزار غیرپایاپای (گروه ۴)، و معامله‌گر غیرپایاپای (گروه ۵) اعضای بورس یا اتاق پایاپای بورس شناخته می‌شوند.

نیست و سایر اشخاص مرتبط از جمله بانک‌ها و مؤسسات اعتباری و تولیدکنندگان در صورت فراهم شدن بسترهای لازم می‌توانند به عضویت اتاق پایاپای درآیند (رضافر، ۱۴۰۳: ۱۹۲). با عنایت به ضرورت تمهید چارچوب حقوقی جهت هر گونه فعالیت اشخاص در محیط بورس اوراق بهادار و بازار متشکل کالایی و لزوم کارایی و بهینه ساختن مدیریت ریسک، تسهیل فرایندهای تسویه و تمهید مشوق‌ها و امتیازاتی چون تأمین مالی و اعطای تسهیلات از سوی بانک‌ها به مشتریان، تدقیق در اجرای وظایف مربوط به مبارزه با پول‌شویی، فراهم آوردن سازکارهای مختلف پرداخت و تضمین در فرایند تسویه و پایاپای، لزوم ایجاد ساختار عضومحوری در بورس‌ها بیش از هر زمان دیگری احساس می‌شود.

### شناسایی چالش‌های حقوقی

در بادی امر شایسته است به سبقت تاریخی- قانونی چالش‌های احتمالی پرداخته شود. وفق بند «ج» ماده ۹۹ قانون برنامه پنج‌ساله پنجم توسعه جمهوری اسلامی ایران (مصوب ۱۳۸۹/۱۰/۱۵) «پس از معامله اوراق بهادار ثبت‌شده نزد سازمان، که در یکی از بورس‌ها یا بازارهای خارج از بورس معامله شده‌اند 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». همان‌طور که ملاحظه می‌شود ماده فوق نظر بر آن دارد که عملیات تسویه وجوه خارج از ساختار شرکت بورس و در قالب شرکتی مجزا انجام شود. با توجه به تصویب دستورالعمل معاملات کالا و اوراق بهادار مبتنی بر کالا در بورس کالای ایران در تاریخ ۱۳۸۹/۰۷/۰۵ توسط شورای عالی بورس و همچنین تصویب دستورالعمل تسویه در تاریخ ۱۳۸۹/۰۸/۲۲ توسط سازمان بورس و اوراق بهادار و تقدم این دو مقرر نسبت به بند «ج» ماده ۹۹ قانون مارالذکر و با توجه به تکرار آن موضوع در بند «پ» ماده ۳۶ قانون احکام دائمی برنامه‌های توسعه کشور (مصوب ۱۳۹۵/۱۱/۱۰) و با مد نظر قرار دادن سوابق و مصوبات اتاق پایاپای در سازمان کارگزاران بورس فلزات تهران و کشاورزی، بررسی مفاد دستورالعمل چارچوب انتقال عملیات و فعالیت‌ها به بورس کالای ایران و نیز تدقیق در دستورالعمل معاملات کالا و اوراق بهادار مبتنی بر کالا در بورس کالای ایران و دستورالعمل تسویه، ضمن تأکید بر این نکته که اتاق پایاپای به عنوان واحدی شناخته می‌شود که مسئولیت تسویه و پایاپای قراردادهای معامله‌شده در بورس کالای ایران را بر عهده دارد، خاطرنشان می‌سازد اگرچه تا پیش از تصویب قوانین صدرالاشاره اتاق پایاپای در شرکت بورس کالای ایران مستقر بوده، طبق بند «ج» ماده ۹۹ قانون برنامه پنج‌ساله پنجم توسعه جمهوری اسلامی ایران و بند «ب» ماده ۳۶ قانون احکام دائمی برنامه‌های توسعه کشور، باید برخی از وظایف اتاق پایاپای به شرکت‌های سپرده‌گذاری مرکزی اوراق بهادار و تسویه وجوه منتقل شود. با توجه به گذشت نزدیک به یک دهه از تصویب قوانین یادشده، هنوز این موضوع به نتیجه نرسیده و عملیات تسویه و پایاپای معاملات در بورس کالای ایران همچنان تحت مدیریت اتاق پایاپای قرار دارد. علت عدم تحقق این امر را می‌توان به مواردی چون عدم توجه کافی به دلایل اصلی وضع قوانین فوق برای کاهش تراکنش‌های تسویه در بازار سرمایه و افزایش کارایی آن، عدم تعیین دقیق حدود و ثغور قوانین و عدم تطبیق آن با مقررات بازار سرمایه، عدم تدوین آیین‌نامه‌های اجرایی قانون و روشن‌سازی شیوه‌های مناسب اجرایی با در نظر گرفتن ابعاد حقوقی و عملیاتی و فنی، عدم لحاظ حقوق و منافع سرمایه‌گذاران و فعالان بازار کالایی، عدم بررسی مصالح هر یک از ارکان، منافع کلی بازار سرمایه و اهداف قانون‌گذار، غفلت از نیازها و الزامات بازارهای کالایی به‌ویژه بورس کالای ایران، اصرار بر اعمال استانداردهای مربوط به بازار اوراق بهادار در این زمینه، و عدم تطبیق قوانین تسویه و پایاپای معاملات بورس کالای ایران با وظایف قانونی خلاصه کرد.

با توجه به بند «ج» ماده ۹۹ قانون برنامه پنج‌ساله پنجم توسعه جمهوری اسلامی ایران که صرفاً اشاره به «فرایندهای پس از معامله» دارد، باید در یک تحلیل حقوقی میان فرایندهای قبل و حین و پس از معامله قائل به تفکیک شد. اساساً یکی از نکاتی که در تبیین این مقرر و اجرای آن مغفول مانده همین موضوع است. فارغ از چالش‌های اجرایی یادشده، آنچه موجب شده به‌درستی نص قانون اجرا نشود عدم درک دقیق مفاد قانون فوق است؛ بدین شرح که فرایندهایی چون پذیرش مشتریان، عرضه کالا، و تنظیم فرم ثبت سفارش فروش یا خرید و نظایر آن باید در اتاق پایاپای بورس کالای ایران صورت پذیرد و فرایندهای مربوط به تسویه و پایش تحویل کالا در شرکت سپرده‌گذاری مرکزی انجام گیرد.

دیگر نکته اساسی در کشف یا رد صلاحیت شرکت‌های سپرده‌گذاری مرکزی اوراق بهادار و تسویه وجوه مذاقه در عبارت «اوراق بهادار ثبت‌شده نزد سازمان» مندرج در بند «پ» ماده ۳۶ قانون احکام دائمی توسعه است. بر این اساس، صرفاً آن دسته از اوراق بهادار که نزد سازمان ثبت شده‌اند<sup>۱</sup> باید نزد شرکت سپرده‌گذاری مرکزی اوراق بهادار تسویه شوند. مفهوم مخالف این قید آن است که اوراق بهاداری که نزد سازمان ثبت نشده‌اند<sup>۲</sup> نیازمند تسویه نزد شرکت یادشده نیستند. بر این بنیاد، معاملات ابزارهای آتی، اختیار معامله، اوراق سلف استاندارد، و نظایر آن در اتاق پایاپای بورس کالای ایران به دلیل عدم ثبت نزد سازمان بورس و اوراق بهادار با هیچ منعی از سوی قانون مواجه نیست.

به فرض تنزل از ادعاهای فوق و پذیرش صلاحیت شرکت سپرده‌گذاری مرکزی، تدقیق در بند اشاره‌شده در جمع با بند ۵ ماده ۴ قانون بازار اوراق بهادار جمهوری اسلامی ایران و ماده ۴ آیین‌نامه اجرایی آن راهگشا به نظر می‌رسد. به کارگیری لفظ «شرکت‌های سپرده‌گذاری مرکزی اوراق بهادار و تسویه وجوه» در منطوق مواد یاد شده است. همان‌گونه که ملاحظه می‌شود لفظ اشاره‌شده دلالت بر تأسیس و فعالیت «شرکت‌های» سپرده‌گذاری دارد، نه اینکه همه امور تسویه در یک شرکت واحد تجمیع شود. در صورت عدم پذیرش چنین موضوعی، اولاً منجر به ترک حکمت تقنین می‌شود و ثانیاً موجبات بروز انحصار در بازار سرمایه را به جهت انجام امور تسویه معاملات تمهید می‌گردد. افزون بر آن، تدقیق در بند «پ» ماده ۳۶ قانون احکام دائمی توسعه نیز ضمن تحکیم استدلال یادشده به نوعی دیدگاه تفکیک پایاپای معاملات کالا از اوراق بهادار را مطرح می‌کند. تجزیه معاملات «اوراق بهادار» از «کالا» و «بورس‌ها یا بازارهای خارج از بورس» از «بورس‌های کالایی» و به کارگیری لفظ «شرکت‌های سپرده‌گذاری مرکزی» مؤید این رویکرد است که ریشه در وجوه افتراق بنیادین بازار اوراق بهادار و بازار کالایی دارد.

دیگر چالش موجود در خصوص فرایندهای معاملاتی برخی از اوراق بهادار مبتنی بر کالا (نظیر گواهی سپرده شمش طلا و نقره) به صورت یکپارچه در سامانه‌های شرکت بورس کالای ایران و به تبع فرایندهای تسویه و پایاپای کردن معاملات یادشده توسط اتاق پایاپای بورس مزبور است که طی چند سال اخیر این موضوع صورت پذیرفته است. نکته قابل توجه آنکه اولاً مقررات موجود در دستورالعمل معاملات کالا و اوراق بهادار مبتنی بر کالا در بورس کالای ایران بیشتر ناظر بر معاملات «کالا» است و نه «اوراق بهادار» و ثانیاً مطابق با بند ۳ ماده ۱۴ دستورالعمل تسویه اساساً تسویه معاملات «اوراق بهادار مبتنی بر کالا» از قبیل قراردادهای آتی و اختیار معامله (خرید و فروش)، قراردادهای معامله‌شده در رینگ صادراتی، و سایر قراردادهای طبق دستورالعمل‌های مربوطه که به تصویب شورا یا هیئت‌مدیره سازمان حسب مورد رسیده است انجام خواهد شد. از این رو همان‌طور که ملاحظه می‌شود فرایندهای تسویه معاملات برخی اوراق بهادار مبتنی بر کالا طی سالیان اخیر توسط اتاق پایاپای بورس کالای ایران محل ملاحظه است. در تأیید مدعای فوق می‌توان به دستورالعمل پذیرش انبار و صدور، معامله، و تسویه گواهی سپرده کالایی (مصوب ۱۳۹۴/۰۳/۰۴ سازمان بورس و اوراق بهادار) نیز مستمسک شد. برخلاف بند ۲ ماده ۱ دستورالعمل اجرایی معاملات قراردادهای آتی در شرکت بورس کالای ایران (مصوب ۱۳۸۶/۱۲/۱۹ سازمان بورس و اوراق بهادار)، که اتاق پایاپای را متولی تسویه و پایاپای قرارداد آتی می‌داند، دستورالعمل پذیرش انبار به صراحت در موارد متعدد از «شرکت سپرده‌گذاری مرکزی»<sup>۳</sup> به عنوان نهاد صالح در تسویه و پایاپای کردن معاملات گواهی سپرده کالایی یاد کرده است که این صراحت جای ابهام در صلاحیت شرکت سپرده‌گذاری مرکزی اوراق بهادار و تسویه وجوه در تسویه معاملات گواهی سپرده کالایی در رویه کنونی باقی نمی‌گذارد.

### آسیب‌شناسی فعالیت

بر اساس تجربیات جهانی، بورس‌های کالایی در روند توسعه خود با دو چالش اصلی مواجه هستند. از یک سو ضروری است سازگار مناسبی برای مدیریت انواع ریسک‌های بازار ایجاد کنند و ضمن جذب اعضای جدید نکول تعهدات از سوی اطراف معامله را به

۱. برای مطالعه بیشتر در این خصوص ← ماده ۲۱ قانون بازار.

۲. برای مطالعه بیشتر در این خصوص ← ماده ۲۷ قانون بازار.

۳. موضوع بند ۱۰ ماده ۱ دستورالعمل پذیرش انبار و صدور، معامله، و تسویه گواهی سپرده کالایی.

حداقل برسانند. از سوی دیگر، اتاق پایاپای به عنوان نهادی عملیاتی در بالاترین سطح ارتباط با فعالان بازار قرار دارد و طبیعی است که با عنایت به گذشت زمان سطح معاملات افزایش یابد و در نتیجه فعالیت اتاق نیز گسترش پیدا کند. بر این بنیاد، اتاق به عنوان رکن تسویه و پایاپای معاملات بورس باید در اندیشه توسعه خود و به کارگیری ابزارهای نوین جهت تسهیل امور نیز باشد.

همان طور که گفته شد طی سالیان اخیر چه به لحاظ اجرایی چه در سطح مقرراتی در بازار سرمایه تلاش شده تا نظام تسویه و پایاپای واحد برای هر دو بخش کالایی و اوراق بهادار ایجاد و همه امور مربوطه در شرکت سپرده گذاری مرکزی اوراق بهادار و تسویه وجوه انجام شود. گذشته از بررسی های قانونی که صورت پذیرفت و فارغ از انتقادات اجرایی، باید به درجه بلوغ ارکان بازار سرمایه جمهوری اسلامی ایران نیز توجه داشت. به لحاظ بررسی تجربه های جهانی در تفکیک نظام تسویه و پایاپای یا ایجاد نظام واحد به این نتیجه دست می یابیم که بورس های کالایی بزرگ اتاق پایاپای مختص خود را دارند و با توجه به سیر توسعه بازار سرمایه ایران و گسترش بازار متشکل کالایی طی سالیان اخیر نگرش این چنینی به اتاق پایاپای بورس کالای ایران و فرض نظام دوگانه درخور توجه است. اساساً در صورت عدم پذیرش استدلال های سابق مبنی بر میل قوانین نسبت به تأسیس «شرکت های سپرده گذاری مرکزی» به نظر می رسد برداشت ناصواب در اجرای این مقررات و انجام دادن همه فرایندهای تسویه در یک شرکت و تحکیم بنیان های انحصار در فرایندهای تسویه منطبق بر مصالح بازار سرمایه نیست و بدین جهت منطق تقنینی، اقتضای اصلاح مقرره، تفسیر شایسته، یا عدم تعجیل در اجرای آن را می نماید تا حتی المقدور منافع فعالان بازار سرمایه و سرمایه گذاران حفظ و از اقدامات شتاب زده جلوگیری شود. ساختار سازمانی که بتواند به طور هم زمان به نیازهای بورس جهت مدیریت ریسک و همچنین دستیابی به توسعه پاسخ دهد ساختار عضومحوری برای تسویه و پایاپای قراردادهاست. در این ساختار، می توان میان فرایندهای انجام دادن و تسویه معامله نیز به تبعیت از بورس های کالایی بزرگ جهان قائل به تفکیک شد و چنین گفت که اگرچه کارگزار عضو اتاق محسوب می شود، الزاماً در فرایند تسویه و پایاپای نقش ندارد؛ مگر آنکه درجه عضویت بالاتری داشته باشد که شامل فرایندهای پیش از معامله تا تسویه معامله باشد. ایجاد این ساختار در بورس کالای ایران ضروری به نظر می رسد. زیرا بسیاری از ریسک های موجود یا محتمل با اجرای چنین سیستمی کاهش می یابند یا از بین می روند و در عین حال فرصت های بیشتری برای توسعه فعالیت های اتاق پایاپای بورس کالای ایران فراهم می شود.

یکی دیگر از ریسک های متوجه اتاق، در حوزه تضامین معاملات و ضوابط حاکم بر اخذ تضامین است. در حالت کلی، دو دسته عرضه کننده در بورس کالا وجود دارند؛ عرضه کنندگان دولتی یا شبه دولتی که دارای تضامین نهاد بالاسری دولتی هستند و عرضه کنندگان خصوصی یا عرضه کنندگانی که دارای نهاد بالاسری دولتی نیستند. شیوه تعامل اتاق پایاپای بورس با تولیدکنندگان دولتی به این صورت است که نهادهای دولتی بالاسری عرضه کننده نامه هایی اداری به عنوان ضمانت به اتاق ارائه می دهند. در این نامه ها، که بیشتر جنبه اداری دارند تا حقوقی، نهاد مربوطه متعهد می شود که اگر عرضه کننده به هر دلیلی نتواند به تعهدات خود عمل کند، آن نهاد مسئول جبران خسارت های وارده خواهد بود. عرضه کنندگان خصوصی نیز مکلف به ارائه تضامینی نظیر ضمانت نامه بانکی، چک معتبر بانکی جدیدالصدور با ضمانت معتبر، و نظایر آن هستند. به لحاظ حقوقی، تضامین دریافتی از عرضه کنندگان دولتی چون در قالب «نامه اداری» به اتاق پایاپای ارائه می شوند از وجاهت کافی قانونی به عنوان «سند تضمین» برخوردار نیستند. چه اینکه نه تنها امر تسریع در وصول تضامین در خصوص نامه نهاد بالاسری متصور نیست، به لحاظ اجرایی نیز ممکن است با تغییرات مدیران نهادهای دولتی بالاسری اساساً چنین نامه هایی قابلیت اجرایی نداشته باشند. این قسم مستندات قراردادهای حقوقی نیستند که تعهدات طرفین را به روشنی مشخص کرده باشند و در صورت بروز مشکل ممکن است ابهامات زیادی در استناد به آن ها ظاهر شود. چه اینکه نامه یادشده به لحاظ سطح پایش ریسک حقوقی نزدیک به وضعیت «عدم ارائه تضامین» است. گفتنی است تنها در یک فرض عرضه کننده دولتی از ارائه تضامین معاف است که در تبصره ماده ۱۳ دستورالعمل بازار فرعی بورس کالای ایران (مصوب ۱۳۹۱/۱۱/۲۳ سازمان بورس و اوراق بهادار) پیش بینی شده است<sup>۱</sup> و این امر قابل تسری به موارد دیگر نیست.

۱. ماده ۱۳ دستورالعمل بازار فرعی بورس کالای ایران: «در عرضه یک جا کارگزار فروشنده در صورتی مجاز به عرضه خواهد بود که معادل ۳ درصد ارزش کالای موضوع معامله بر اساس قیمت پایه را به صورت نقد، ضمانت نامه بانکی بدون قید و شرط با قابلیت تمدید به دفعات یا سایر تضامین مورد قبول اتاق پایاپای که به تصویب هیئت مدیره

اگرچه تا امروز مقررات شایسته‌ای در زمینه شرایط حاکم بر فعالیت شرکت‌های کارگزاری در بازار سرمایه وضع شده است، ضوابط ناظر بر فعالیت کارگزاری‌ها، عضویت آن‌ها در اتاق پایاپای، و مسئولیت‌های آن‌ها در قبال مشتریان خود به اندازه کافی صریح و جامع نیست که این امر اولاً موجب بروز محدودیت در نظارت اتاق پایاپای بر کارگزاری‌ها را فراهم آورده و ثانیاً می‌تواند منجر به عدم شفافیت در فرایندها و ایجاد ریسک‌های مضاعف برای اتاق پایاپای شود. درحالی‌که بورس کالای ایران در حال رشد و توسعه است، توجه به جوانب حقوقی و مقرراتی بیش از پیش احساس می‌شود. بهبود این جنبه‌ها نه تنها به کاهش ریسک‌های سرمایه‌گذاری کمک خواهد کرد، بلکه می‌تواند با بهبود شفافیت و کاهش فساد به ایجاد یک فرهنگ تجاری سالم در بورس‌های کالایی بینجامد.

## نتیجه

اتاق پایاپای به عنوان یکی از ارکان کلیدی در نظام مالی و معاملاتی بورس کالای ایران در جهت انجام دادن فعالیت‌های خود وفق وظایف محوله بر اساس دستورالعمل تسویه با انجام دادن فرایندهای تسویه و پایاپای نقش حیاتی در کاهش ریسک‌های مرتبط با معاملات ایفا می‌کند و با اخذ تضامین لازم به عنوان واسطی مطمئن بین خریداران و فروشندگان عمل می‌کند. با توجه به چالش‌های موجود و مقررات حاکم، اهمیت شناخت دقیق‌تر ابعاد حقوقی و عملیاتی اتاق پایاپای و همچنین نسبت آن با نهادهای دیگر نظیر شرکت سپرده‌گذاری مرکزی به منظور بهینه‌سازی فعالیت‌ها و توسعه بازار کالایی به‌وضوح نمایان است. بر اساس بند ۵ ماده ۴ قانون بازار، شورای عالی بورس و اوراق بهادار صلاحیت صدور مجوز برای «شرکت‌های» سپرده‌گذاری مرکزی اوراق بهادار و تسویه وجوه را دارد. در حال حاضر تنها یک شرکت با این عنوان در حال فعالیت است و به نوعی فعالیت ثبت، سپرده‌گذاری، و تسویه در بازار سرمایه تحت انحصار این شرکت قرار دارد. هرچند سازمان بورس و اوراق بهادار به منظور کاهش این انحصار با تصویب دستورالعمل تسویه و اعطای اختیاراتی به شرکت بورس کالای ایران در فرایندهای تسویه تلاش کرده است، در بند ۱ ماده ۱ همان دستورالعمل، اتاق پایاپای به عنوان «واحد سازمانی از شرکت سپرده‌گذاری مرکزی اوراق بهادار و تسویه وجوه» تعریف شده است. در عمل، با تلاش‌های شرکت بورس کالای ایران، اتاق پایاپای این بورس مسئولیت تسویه معاملات بازار فیزیکی آن و برخی از معاملات بازارهای مالی را بر عهده دارد. اما همه معاملات شرکت بورس انرژی ایران و بخش عمده‌ای از معاملات بازارهای مالی شرکت بورس کالای ایران توسط شرکت سپرده‌گذاری مرکزی تسویه می‌شوند. با توجه به تفاوت‌های اساسی میان معاملات کالا و اوراق بهادار و همچنین شرایط لازم برای اخذ تضامین در معاملات کالایی پیشنهاد می‌شود شورای عالی بورس و اوراق بهادار مجوز تأسیس و فعالیت شرکت سپرده‌گذاری مرکزی ویژه بورس‌های کالایی را صادر کند. شرکت سپرده‌گذاری مرکزی بورس‌های کالایی می‌تواند در تملک بورس‌های کالایی باشد و از مدل عمودی پیروی کند. بر این اساس، اتاق پایاپای بورس کالای ایران در قالب یک شرکت تسویه وجوه و پایاپای کالایی جدید با عضویت اعضا با توجه به شرایط اعلامی بورس و رعایت مقررات و محدودیت‌های موضوعه ساختار و فرایندهای خود را تجدید می‌کند.

شرکت می‌رسد از فروشنده دریافت و حسب مورد به حساب اتاق پایاپای واریز یا به این اتاق تحویل دهد و تأییدیه اتاق پایاپای را مبنی بر سپردن تضامین مربوطه به بورس ارائه کند. تبصره یک- عرضه‌کنندگان دولتی از شمول این ماده مستثنی می‌باشند. در خصوص سایر دستگاه‌های اجرایی موضوع ماده ۵ قانون مدیریت خدمات کشوری که نسبت به عرضه یک‌جای کالا اقدام می‌نمایند اخذ وجوه یا تضامین دیگر جهت عرضه کالا بر اساس مصوبه هیئت‌مدیره شرکت موضوع بند ۱۹ ماده ۱ دستورالعمل تسویه و پایاپای معاملات بورس کالای ایران خواهد بود. تبصره دو- در صورتی که کارگزار فروشنده پس از انتشار اطلاعیه عرضه و قبل از اولین روز عرضه انصراف کتبی خود را از عرضه اعلام نماید و این انصراف مورد تأیید بورس قرار گیرد یا چنانچه به دلیل عدم وجود خریدار معامله انجام نشود، تضامین وی با تأیید بورس مبنی بر عدم مغایرت اقدامات کارگزار با مقررات در جریان معامله مذکور حداکثر تا دو روز کاری پس از زمان انصراف یا پایان جلسه معاملات مسترد می‌شود».

## منابع

- حسین‌زاده، جواد و علایی، صابر (۱۴۰۰). کارکرد و ماهیت حقوقی عملکرد شرکت سپرده‌گذاری مرکزی اوراق بهادار و تسویه وجوه. دیدگاه‌های حقوق قضایی، د ۲۶، ش ۹۴، ۱ - ۲۲.
- حسین‌زاده، جواد و معبدی، دانا (۱۳۹۸). تحلیل حقوقی کارکرد و نقش اتاق پایاپای در معاملات مشتقه مالی. مطالعات حقوقی، ش ۲، د ۱۱، ۹۹ - ۱۲۶.
- حسینی، علی و همکاران (۱۳۹۸). نگاهی حقوقی به کارکرد، ماهیت، و ساختار صندوق تضمین تسویه وجوه در بازار بورس و اوراق بهادار. تحقیقات مالی اسلامی، ش ۱ (پیاپی ۱۷)، س ۹، ۲۹۵ - ۳۲۶.
- دمسی، چپ (۱۳۹۲). بورس‌های کالایی جهان؛ گذشته، حال، و آینده (یادداشت: تسویه و پایاپای، سیر تکاملی و دستاوردهای آینده). مترجم: شرکت بورس کالای ایران. تهران: انتشارات بورس، تهران.
- رضافر، امیرحسین (۱۴۰۳). تعامل میان مقرره‌گذاری و خودانتظامی در بازار سرمایه ایران. پایان‌نامه جهت دریافت درجه کارشناسی/ارشد. رشته حقوق مالی. دانشگاه تهران.
- شهیدی، مرتضی (۱۳۹۶). قواعد حقوقی حاکم بر معاملات در بورس‌های کالایی. تهران: میزان.
- نقشی، میلاد (۱۴۰۲). رژیم حقوقی حاکم بر معاملات گواهی سپرده کالایی در بورس‌های کالایی. پایان‌نامه جهت دریافت درجه کارشناسی/ارشد. رشته حقوق مالی. دانشگاه تهران.
- Algieri, B. (2018). A Journey Through the History of Commodity Derivatives Markets and the Political Economy of (De) Regulation. *ZEF-Discussion Papers on Development Policy*, No. 268, Center for Development Research, Bonn, December.
- Chairman, B. (2011) Speech on "clearinghouses, financial stability, and financial reform". Board of Governors of the Federal Reserve System. Retrieved 2017-10-20, At the 2011 Financial Markets Conference, Stone Mountain, Georgia.
- Chip, D. (2012). *The World's Commodity Echanges; Past- Present- Future* (eeee eeetmmmm, ,, iiii nn nnd uutr c cceeeem..... sssææd III I IIM Mllllll l lll l .... aaoo ooooooooooædt nni iir rrr rrr))
- Gilman, T. (1904). The Clearing-House System. *Journal of Political Economy*, Vol. 12, No. 2. 208-224.
- KKEX ()))) ) hhhhhhhhhh:: eeee ee nnnn ee aal ccc eeeee-eee Wrrl's Isss llll ee aass ddddnrg Add Pricing Vnnee,, fffff ffff a mmmmmmmrrff ,,,, , ggg gggg Ehhhassss ss d ll ggggggmmtd nnd Tee London Metal Exchange, July.
- Hoseanzadeh, J. & Alaei, S. (2019). The mechanism of fulfilling obligations in stock market transactions. *Stock Exchange journal*, Vol. 48, 57-85. (in Persian)
- Hoseanzadeh, J. & Mabaadi, D. (2018). Legal analysis of the function and role of the clearing house in financial derivative transactions. *Academic Journal of Legal Studies*, Vol. 2, 99-126. (in Persian)
- Hosseinee, A. et al. (2019), A Legal Look at the Function, Nature and Structure of the Settlement Guarantee Fund in the Stock and Securities Market. *Bi-quarterly Scientific Journal of Islamic Finance Researches*, Vol. 9, No. 1 (Serial 17), 295-326. (in Persian)
- Huda, M.N & Hossain, M.A and Shaturaev, J. (2023). Effect of Commodity Exchange on the Economy-Prospects and Challenges, *MPRA Paper 118331, University Library of Munich, Germany*, Vol. 1, No. 29, March.
- Gibbons. J.S (1859). *The Banks of New-York, Their Dealers, the Clearing House, and the Panic of 1857*. New York City: D. Appleton & Co.
- Moser, J. T. (1994). Origins of the Modern Ecchange Clearinghouse: A history of Early Clearing and Settlement Methods at Futures Exchanges. *Working papers series Issues in financial regulation research department Federal Reserve Bank of Chicago*. April (WP-94-3).
- Naqshi, M. (2024). Legal regime governing transaction of commodity deposit certificate in commodity exchanges. *A thesis submitted as a partial fulfilment for the requirements of Master Degree in financial law*. University of Tehran. (in Persian)
- Kroszner, R.S. (1999). Can the Financial Markets Privately Regulate Risk? The Development of Derivatives Clearinghouses and Recent Over-the-Counter Innovations, *Journal of Money, Credit and Banking*, 31(3), 596-618.
- RezaFar, A.H. (2024). Interaction between regulation and self-regulation in the capital market of Islamic Republic of Iran. *A thesis submitted as a partial fulfilment for the requirements of Master Degree in financial law*. University of Tehran. (in Persian)
- Shahidi, M. (2017). *Legal rules governing transactions in commodity exchanges*. Mizan Legal Foundation. (in Persian)