Modern Interdisciplinary Research in Law
Vol. 6, Issue 3, Fall 2026, 38-53
jmirl.apadana.ac.ir

Apadana Institute of Higher Education

The Right to Rescind Contracts for Retail Investors in Securities Markets: A Comparative Study of Iran, the United States, and the European Union

Sayyed Morteza Shahidi*
Faculty Member, Faculty of Law, Science and Research Branch, Islamic Azad University, Tehran, Iran

Arefeh Ghasemzadeh Deh Abadi
M. Student in Private Law, Science and Research Branch, Islamic Azad University, Tehran, Iran

Received: 06/July/2026 Accepted: 24/August/2026 eISSN: 2783-4204 ISSN: 2783-3631

Abstract

The principle of the binding force of contracts, as one of the fundamental pillars of private law, requires that contracts, once concluded, enjoy stability and certainty. Nevertheless, the doctrine of options (khiyārāt) in Iranian civil law, with the aim of safeguarding contractual justice and protecting the genuine consent of contracting parties, provides the possibility of contract termination under exceptional circumstances. The central issue of this research concerns the possibility and scope of exercising contractual options—particularly the options of lesion (khiyār al-ghabn), misrepresentation (khiyār al-tadlīs), and impossibility of delivery (khiyār ta‘adhur al-taslīm)—in capital market transactions, a market that is fundamentally based on informational transparency, the rapid circulation of trades, and the principle of transactional certainty.

Adopting a descriptive–analytical method and relying on library-based sources, this study, while elucidating the theoretical foundations of contractual options within legal doctrine, examines the relationship between the general rules of contract law and the mandatory regulations governing capital markets in the legal systems of Iran, the United States, and the European Union. The findings of the research indicate that although the institutional structure of stock exchanges has limited the traditional exercise of the right of rescission and has generally preferred compensation for damages as the dominant remedy, the substantive foundations of contractual options may still be invoked in situations such as informational misrepresentation, insider trading, disruption in the disclosure of information, or the impossibility of executing an order.

Accordingly, contractual options in the capital market should not be viewed as ordinary instruments for the dissolution of contracts, but rather as normative criteria for achieving contractual justice and for safeguarding the informed will of investors.

Keywords: securities markets, right of withdrawal, rescission rights (khiyārāt), retail investors

* Corresponding Author: 1532808941@iau.ir

فصلنامه تحقیقات نوین میان‌رشته‌ای حقوق
دوره ۶، شماره ۳، پاییز ۱۴۰۵، ۳۸-۵۳
jmirl.apadana.ac.ir

مؤسسه آموزش عالی آپادانا
غیر دولتی - غیر انتفاعی

تاریخ دریافت: ۱۴۰۵/۰۴/۱۵ تاریخ پذیرش: ۱۴۰۵/۰۶/۰۲
eISSN: 2783-4204
ISSN: 2783-3631

حق فسخ قرارداد سرمایه‌گذاران خرد در بازارهای بورس اوراق بهادار؛ مطالعه تطبیقی ایران، ایالات متحده آمریکا و اتحادیه اروپا

سید مرتضی شهیدی*
عضو هیئت علمی، دانشکده حقوق، دانشگاه آزاد اسلامی واحد علوم و تحقیقات، تهران، ایران

عارفه قاسم‌زاده ده‌آبادی
دانشجوی کارشناسی ارشد حقوق خصوصی دانشگاه آزاد اسلامی واحد علوم و تحقیقات، تهران، ایران

چکیده

اصل لزوم قراردادها، به‌عنوان یکی از ارکان بنیادین حقوق خصوصی، اقتضا دارد که عقود پس از انعقاد از ثبات و قطعیت برخوردار باشند؛ با این حال، نهاد خیارات در حقوق مدنی ایران به‌منظور صیانت از عدالت قراردادی و حمایت از رضای صحیح متعاملین، امکان انحلال عقد را در شرایط استثنایی فراهم می‌سازد. مسئله‌ی اساسی این پژوهش، امکان و حدود اعمال خیارات، به‌ویژه خیار غبن، تدلیس و تعذر تسلیم، در معاملات بازار سرمایه است؛ بازاری که بر شفافیت اطلاعاتی، سرعت گردش معاملات و اصل قطعیت دادوستدها استوار است. پژوهش حاضر با روش توصیفی-تحلیلی و با بهره‌گیری از منابع کتابخانه‌ای، ضمن تبیین مبانی نظری خیارات در دکترین حقوقی، نسبت میان قواعد عمومی قراردادها و مقررات آمره بازار سرمایه را در حقوق ایران، ایالات متحده آمریکا و اتحادیه اروپا بررسی می‌کند. یافته‌های پژوهش نشان می‌دهند که اگرچه ساختار نهادی بورس، اعمال سنتی حق فسخ را محدود ساخته و جبران خسارت را به‌عنوان ضمانت اجرای غالب برگزیده است، اما در مواردی چون تدلیس اطلاعاتی، استفاده از اطلاعات نهانی، اخلال در افشای اطلاعات یا عدم امکان اجرای سفارش، مبانی ماهوی خیارات همچنان قابلیت استناد دارند. در نتیجه، خیارات در بازار سرمایه نه به‌مثابه‌ی ابزار عادی انحلال قرارداد، بلکه به‌عنوان معیار تحقق عدالت قراردادی و حمایت از اراده آگاهانه‌ی سرمایه‌گذار قابل تحلیل هستند.

کلیدواژه‌ها: بازارهای بورس اوراق بهادار، حق فسخ، خیارات، سرمایه‌گذاران خرد

* نویسندهٔ مسئول: 1532808941@iau.ir

۱- مقدمه

در حقوق قراردادها، اصل بر لزوم و ثبات قراردادها است؛ بدین معنا که عقد پس از انعقاد، جز در موارد استثنایی قابل انحلال نیست. با این حال، حقوق مدنی برای جلوگیری از نتایج ناعادلانه و حفظ تعادل قراردادی، نهادهایی را پیش‌بینی کرده است که به یکی از طرفین امکان برهم زدن عقد را می‌دهد. «خیارات» از مهم‌ترین این نهادها هستند که به موجب آن‌ها، در شرایط خاصی مانند غبن، عیب، تدلیس یا تخلف از اوصاف مورد توافق، طرف زیان‌دیده می‌تواند قرارداد را فسخ کند. خیارات در حقیقت ابزارهایی برای تعدیل اصل لزوم قراردادها و حمایت از رضای واقعی طرفین به شمار می‌روند؛ زیرا هرگاه تعادل اقتصادی یا صداقت اطلاعاتی در قرارداد مخدوش شود، بقای عقد ممکن است به زیان نامتعارف یکی از طرفین بینجامد.

با وجود این، اعمال این قواعد در همه‌ی حوزه‌های معاملاتی به صورت یکسان امکان‌پذیر نیست. یکی از مهم‌ترین حوزه‌هایی که در آن پرسش از قابلیت اعمال خیارات مطرح می‌شود، بازار سرمایه است؛ بازاری که معاملات در آن نه صرفاً بر اساس اراده‌ی خصوصی طرفین، بلکه در چارچوب مجموعه‌ای از قواعد آمره و مقررات نظارتی انجام می‌گیرد. بازار اوراق بهادار در حقوق ایران در چارچوب یک نظام مقرراتی خاص سازمان یافته است و به موجب ماده‌ی ۵ آیین‌نامه‌ی اجرایی قانون بازار اوراق بهادار، نهادها و تشکل‌های تحت نظارت سازمان بورس مکلف هستند در فعالیت‌های خود، علاوه بر قانون، مقررات مصوب ارکان بازار سرمایه را نیز رعایت کنند. بدین ترتیب، روابط ناشی از معاملات اوراق بهادار تنها در پرتو قواعد عمومی قراردادها قابل تحلیل نیست، بلکه باید در بستر نظامی بررسی شود که هدف آن حفظ نظم، شفافیت و سلامت بازار سرمایه است.

در همین راستا، یکی از ارکان اساسی این نظام مقرراتی اصل شفافیت اطلاعاتی است. قانون‌گذار برای تحقق این اصل، ناشران اوراق بهادار را به افشای مستمر اطلاعات ملزم کرده است. بر اساس ماده‌ی ۲ دستورالعمل اجرایی افشای اطلاعات شرکت‌های ثبت‌شده نزد سازمان بورس و اوراق بهادار، ناشران مکلف‌اند اطلاعات مقرر را در مهلت تعیین‌شده به سازمان ارسال کرده و هم‌زمان برای اطلاع عموم منتشر کنند. این الزام بیانگر آن است که سلامت معاملات در بازار سرمایه تا حد زیادی بر دسترسی برابر و به‌موقع سرمایه‌گذاران به اطلاعات استوار است. از این‌رو، هرگونه اخلال در جریان اطلاعات یا استفاده از اطلاعات نهانی می‌تواند تعادل معاملاتی را برهم زند و پرسش از ابزارهای جبرانی حقوق خصوصی، از جمله خیارات، را مطرح سازد.

از سوی دیگر، ساختار انجام معاملات در بورس نیز ماهیتی کاملاً نظام‌مند و خودکار دارد. مطابق ماده‌ی ۳ آیین‌نامه‌ی معاملات در شرکت بورس اوراق بهادار تهران مصوب ۱۳۸۵، معاملات بورس اصولاً به روش حراج و از طریق تطبیق سفارش‌های خرید و فروش در سامانه معاملاتی انجام می‌شود. همچنین طبق ماده‌ی ۴ همان آیین‌نامه، انجام معاملات مبتنی بر اصل «اولویت قیمت و زمان ورود سفارش» است. این سازوکار نشان می‌دهد که معاملات بورسی در چارچوب یک نظام سازمان‌یافته و غیرشخصی انجام می‌گیرد و پس از ثبت در سامانه معاملاتی، از درجه‌ی بالایی از قطعیت برخوردار است. در نتیجه، برخلاف معاملات سنتی که امکان اعمال اراده‌ی یک‌جانبه برای فسخ در آن‌ها گسترده‌تر است، در بازار سرمایه امکان برهم زدن معامله پس از تحقق آن به‌شدت محدود به نظر می‌رسد.

در چنین وضعیتی، پرسشی اساسی در حقوق قراردادها و حقوق بازار سرمایه مطرح می‌شود: آیا نهادهای کلاسیک حقوق مدنی، به‌ویژه خیارات، در معاملات بازار سرمایه نیز قابل اعمال هستند یا آنکه مقررات خاص بازار سرمایه دامنه‌ی اجرای آن‌ها را محدود کرده است؟ به بیان دیگر، باید روشن شود که در مواردی مانند معامله مبتنی بر اطلاعات نهانی، عدم تعادل فاحش در ارزش معامله، یا عدم امکان اجرای سفارش، آیا می‌توان به قواعد عمومی خیارات، مانند

خیار غبن، خیار تدلیس یا خیار تعذر تسلیم، استناد کرد یا اینکه ساختار نهادی بازار سرمایه چنین امکانی را محدود می‌سازد.

اهمیت این پرسش از آنجا ناشی می‌شود که بازار سرمایه یکی از مهم‌ترین بسترهای تخصیص منابع مالی در اقتصاد معاصر است و اعتماد سرمایه‌گذاران به سلامت و عدالت معاملات در آن نقش تعیین‌کننده‌ای دارد. اگر قواعد حقوقی نتوانند میان لزوم ثبات معاملات بورسی و حمایت از سرمایه‌گذاران در برابر رفتارهای فریبکارانه یا نابرابری اطلاعاتی تعادل برقرار کنند، نه‌تنها عدالت قراردادی مخدوش می‌شود، بلکه کارایی و اعتبار بازار نیز آسیب می‌بیند. از این‌رو، بررسی نسبت میان قواعد عمومی خیارات و مقررات خاص بازار سرمایه، از حیث نظری و عملی اهمیت قابل توجهی دارد.

بر این اساس، سؤال اصلی پژوهش حاضر آن است که آیا خیارات قراردادی، به‌ویژه خیار غبن، خیار تدلیس و خیار تعذر تسلیم، در معاملات بازار سرمایه در حقوق ایران قابل اعمال هستند و در صورت امکان، قلمرو و حدود اعمال آن‌ها در برابر قواعد آمره بازار سرمایه چگونه تعیین می‌شود؟

در راستای پاسخ به این پرسش، پژوهش حاضر با روش توصیفی-تحلیلی و با اتکا به منابع کتابخانه‌ای انجام شده است. در این روش، ابتدا مبانی نظری خیارات در حقوق مدنی و به‌ویژه دکترین حقوقی بررسی می‌شود، سپس مقررات حاکم بر بازار سرمایه و ساختار حقوقی معاملات بورسی تحلیل می‌گردد. در نهایت، با تطبیق این دو حوزه، امکان یا عدم امکان اعمال خیارات در معاملات بازار سرمایه و حدود آن مورد ارزیابی قرار می‌گیرد. همچنین در موارد لازم، برای روشن‌تر شدن تحلیل، به رویکردهای حقوق تطبیقی در نظام‌های حقوقی دیگر نیز اشاره خواهد شد.

۲- مفهوم و ماهیت خیار در حقوق قراردادها

در حقوق ایران، «خیار» به معنای اختیار فسخ عقد است؛ حقی که به دارنده‌ی آن اجازه می‌دهد تا عقد لازم را برهم زند و آثار آن را از زمان اعمال فسخ زایل کند. در متون حقوقی گاه واژه‌ی «رجوع» نیز در کنار خیار به کار می‌رود، اما با وجود شباهت‌های فراوان، این دو نهاد از حیث محل کاربرد و آثار یکسان نیستند. هر دو از سنخ ایقاع بوده و برای برهم زدن یک عمل حقوقی به کار می‌روند و ناظر به آینده هستند، لیکن هر یک در قلمرو خاص خود استعمال می‌شوند. قانون مدنی نیز اصل امکان اسقاط این حق را به رسمیت شناخته است؛ چنان‌که ماده‌ی ۴۴۸ قانون مدنی مقرر می‌دارد: «سقوط تمام یا بعضی از خیارات را می‌توان در ضمن عقد شرط نمود» (کاتوزیان، ۱۴۰۴، ص ۵۲). بر این اساس، خیار حقی قانونی و مالی برای انحلال عقد است که در برابر اصل لزوم قراردادها، ماهیتی استثنایی دارد و تنها در موارد مقرر قابل اعمال است.

۲-۱- جایگاه خیارات در نظریه عمومی قراردادها

قانون مدنی ایران، به پیروی از فقه امامیه، نظریه‌ای نسبتاً جامع درباره‌ی خیارات ارائه کرده است؛ نظریه‌ای که در بسیاری از نظام‌های حقوقی دیگر به این صورت دیده نمی‌شود. هرچند این مقررات در پایان مبحث بیع آمده‌اند، اما جز در مواردی که خیار اختصاص به بیع دارد، قواعد آن در شمار قواعد عمومی قراردادها محسوب می‌شوند. قانون مدنی نیز مبحث خیارات را در دو بخش تنظیم کرده است: نخست، بیان اقسام نام‌دار خیارات، مانند خیار غبن، خیار عیب و خیار تدلیس، و آثار هر یک و دوم، بیان احکام عمومی خیارات (کاتوزیان، ۱۴۰۴، ص ۵۳). در همین چارچوب، قواعد عمومی خیارات شامل مباحثی همچون ماهیت و مبنای خیار، اجرای خیار، انتقال خیار و اسقاط آن

است (کاتوزیان، ۱۴۰۴، ص ۵۴). هدف اساسی این نهاد نیز ایجاد امکان خروج یک‌جانبه از عقد در مواردی است که ادامه‌ی آن با عدالت قراردادی یا اراده‌ی واقعی طرفین سازگار نباشد.

۲-۲- ماهیت حقوقی اعمال خیار و آثار فسخ

اعمال خیار در حقوق ایران خود یک عمل حقوقی مستقل و از نوع ایقاع است که با اراده‌ی یک‌جانبه دارنده‌ی حق تحقق می‌یابد و نیازمند قصد انشا و اعلام اراده است. صرف تمایل درونی برای فسخ کافی نیست و این اراده باید اظهار شود. ماده‌ی ۴۴۹ قانون مدنی نیز در این باره مقرر می‌دارد: «فسخ به هر لفظ یا فعلی که دلالت بر آن نماید حاصل می‌شود» (کاتوزیان، ۱۴۰۴، ص ۵۵). فسخ از حیث اثر، عملی قاطع و بازگشت‌ناپذیر است و به تعبیری، «اثر عمده فسخ نابودی و شکستن و بازگشت است»؛ بنابراین عقد پس از فسخ به‌طور نهایی منحل می‌شود و فسخ خود قابل اقاله یا فسخ مجدد نیست. در نتیجه، با توجه به اصل لزوم قراردادها، امکان فسخ عقد امری استثنایی تلقی می‌شود که تحقق آن نیازمند احراز شرایط قانونی است (کاتوزیان، ۱۴۰۴، ص ۵۶).

۳- امکان‌سنجی اعمال خیارات قراردادی در معاملات بازار سرمایه

۳-۱- قابلیت تحلیل خیارات در قراردادهای بازار سرمایه

با توجه به اینکه خیارات در نظام حقوقی ایران بخشی از قواعد عمومی قراردادها به شمار می‌روند، اصولاً می‌توان آن‌ها را در قراردادهای بازار سرمایه نیز قابل تحلیل دانست. هرچند به‌طور مستقیم از واژه «خیارات» نام برده نشده است، اما تحلیل‌های ارائه شده بر مفاهیمی چون قدرت بر تسلیم، تدلیس، غبن و حق فسخ ناشی از اخلال در اوصاف اساسی مورد معامله مبتنی هستند (جعفری، ۱۳۹۸، صص ۷۴-۷۷، ۱۱۲-۱۱۶ و ۱۳۸-۱۴۱)؛ مفاهیمی که در واقع همان مبانی کلاسیک خیارات در حقوق قراردادها محسوب می‌شوند. این رویکرد با دیدگاه دکترین حقوقی نیز هماهنگ است (کاتوزیان، ۱۴۰۴، ص ۵۲).

۳-۲- نقش خیارات در تضمین عدالت قراردادی در معاملات بازار سرمایه

در معاملات بازار سرمایه که بر شفافیت اطلاعات، صحت اوصاف دارایی و اعتماد معاملاتی استوار است، خیارات می‌توانند ابزار مهمی برای حمایت از عدالت قراردادی باشند. به‌عنوان نمونه، خیار غبن در مواردی مطرح می‌شود که میان ارزش واقعی عوضین عدم تعادل فاحش وجود داشته باشد؛ خیار عیب در فرضی کاربرد دارد که موضوع معامله دارای نقص مؤثر و پنهان باشد و خیار تدلیس در جایی قابل استناد است که اطلاعات مهم به‌طور عمدی کتمان یا تحریف شده و طرف مقابل بر مبنای فریب وارد معامله شده باشد. از آنجا که معاملات بازار سرمایه عمدتاً مبتنی بر اطلاعات و ارزیابی اقتصادی دارایی‌ها هستند، هرگونه اخلال در صدق اطلاعات یا سلامت موضوع معامله می‌تواند مبنای طرح یکی از این خیارات قرار گیرد.

۳-۳- محدودیت‌های اعمال خیارات در معاملات بورسی

با وجود قابلیت نظری اعمال خیارات در معاملات بازار سرمایه، این امکان در عمل با محدودیت‌هایی روبه‌رو است. نخست آنکه طبق ماده‌ی ۲۳۸ قانون مدنی امکان اسقاط تمام یا برخی خیارات در ضمن عقد وجود دارد و در بسیاری از قراردادهای حرفه‌ای بازار سرمایه شرط «اسقاط کافه خیارات» درج می‌شود. افزون بر این، مقررات خاص بازار سرمایه نیز بر ثبات و قطعیت معاملات تأکید دارند. به موجب بند ۲ ماده‌ی ۱ آیین‌نامه معاملات در شرکت بورس اوراق بهادار تهران مصوب ۱۳۸۵، معاملات، خرید و یا فروش اوراق بهادار منوط به پذیرفته شدن در بورس است و هر معامله

زمانی قطعیت می‌یابد که به تأیید بورس برسد. این حکم نشان می‌دهد که پس از ثبت و تأیید معامله در سامانه‌ی معاملات، قرارداد منعقده واجد قطعیت حقوقی است و امکان برهم زدن آن تابع محدودیت‌های خاص حاکم بر بازار سرمایه خواهد بود.

۳-۴- قدرت بر تسلیم و امکان فسخ در صورت عدم اجرای سفارش

«قدرت بر تسلیم مورد معامله» به‌عنوان یکی از اوصاف اساسی معامله معرفی شده و میان عدم قدرت دائمی و عدم قدرت موقت تفکیک شده است. در فرض عدم قدرت دائمی عقد باطل است، اما در صورت عدم قدرت موقت، عقد صحیح بوده و حتی «برای مشتری جاهل به این عدم قدرت بر تسلیم می‌توان حق فسخ قائل شد». این تحلیل با نظریه‌ی عمومی خیار تعذر تسلیم یا تخلّف از وصف در حقوق قراردادها، به‌ویژه در دیدگاه دکترین حقوقی درباره اختلال در قابلیت اجرای تعهد، هماهنگ است. با توجه به اینکه در معاملات بورسی «سفارش» به‌عنوان معادل موضوع معامله تلقی شده است (جعفری، ۱۳۹۸، صص ۷۴-۷۵)، هرگاه کارگزار به‌علت مانع عملی یا نهادی قادر به اجرای سفارش نباشد، در واقع قدرت بر تسلیم در معنای قراردادی آن مختل می‌شود. در نتیجه، سرمایه‌گذار می‌تواند به استناد خیار تعذر تسلیم یا تخلّف از شرط ضمنی امکان اجرای سفارش حق فسخ داشته باشد. با این حال، مقررات بازار سرمایه رویکردی متفاوت اتخاذ کرده‌اند. حتی در موارد بروز اشتباه در فرایند معاملات، اصل بر بقای معامله است. به موجب ماده‌ی ۲۱ آیین‌نامه معاملات بورس، پذیرش اشتباهات سهوی کارگزاران تنها در حدودی امکان‌پذیر است که در دستورالعمل توقف معاملات پیش‌بینی شده است؛ بنابراین اصلاح خطاها نیز در چارچوب مقررات خاص بازار انجام می‌شود و فسخ معاملات دامنه‌ای محدود دارد.

۳-۵- شفافیت اطلاعاتی و نقش آن در تحلیل تدلیس در بازار سرمایه

یکی از پایه‌های اعتماد در بازار سرمایه شفافیت اطلاعات است. به موجب ماده‌ی ۸ آیین‌نامه‌ی اجرایی قانون بازار اوراق بهادار، اطلاعات مربوط به مقررات، مجوزها و وضعیت اوراق بهادار باید به‌طور مستمر در نشریه‌ی رسمی و پایگاه الکترونیکی سازمان منتشر شود. این الزام نشان می‌دهد که نظام حقوقی بازار سرمایه بر فرض دسترسی عمومی به اطلاعات استوار است و هرگونه اخلال در جریان اطلاعات می‌تواند مبنای مسئولیت یا حتی تحلیل تدلیس قرار گیرد. در همین راستا، ماده‌ی ۹ آیین‌نامه‌ی اجرایی قانون بازار اوراق بهادار ناشران و سایر نهادهای تحت نظارت را مکلف کرده است ضوابط سازمان در خصوص نشر اطلاعات و تبلیغات اوراق بهادار را رعایت کنند.

این حکم بیانگر آن است که صحت و کامل بودن اطلاعات منتشره، رکن اساسی سلامت معاملات بورسی محسوب می‌شود؛ از این‌رو ارائه اطلاعات نادرست یا کتمان اطلاعات بااهمیت می‌تواند علاوه بر مسئولیت مدنی، در تحلیل حقوق خصوصی مصداقی از تدلیس در معامله تلقی گردد. همچنین ماده‌ی ۱۹ آیین‌نامه اجرایی قانون بازار اوراق بهادار شورای عالی بورس را مکلف کرده است مصادیق اقداماتی را که موجب ایجاد ظاهر گمراه‌کننده از روند معاملات یا ایجاد قیمت‌های کاذب می‌شود، تعیین کند. چنین رفتارهایی در تحلیل حقوق خصوصی می‌تواند در حکم اغفال یا تدلیس نسبت به طرف معامله تلقی شود.

۳-۶- تدلیس منفی و سکوت نسبت به اطلاعات نهانی

در خصوص سکوت دارندگان اطلاعات نهانی، هرچند قانون مدنی برای اینکه سکوت در قلمروی تدلیس چه اثری دارد، حکمی ندارد، اما در مواردی که سکوت ناظر به اطلاعاتی باشد که «طرف مقابل با تلاش متعارف قادر به دستیابی

به آن نیست»، چنین سکوتی در حکم فریب بوده و باید برای شخص ناآگاه حق فسخ به استناد خیار تدلیس قائل شد (جعفری، ۱۳۹۸، صص ۱۱۲-۱۱۴)؛ زیرا ملاک تدلیس را ایجاد تصور خلاف واقع در ذهن طرف معامله است، نه صرف انجام فعل مثبت. در بازار سرمایه که تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران اساساً بر اطلاعات استوار است، عدم افشای اطلاعات نهانی می‌تواند همان اثر تدلیس مثبت را داشته باشد. مقررات افشای اطلاعات نیز این رویکرد را تقویت می‌کنند.

مطابق مواد ۱۳ و ۵ دستورالعمل افشای اطلاعات شرکت‌های ثبت‌شده نزد سازمان بورس، ناشران مکلف هستند اطلاعات بااهمیت مؤثر بر قیمت اوراق بهادار، از جمله تغییرات در ترکیب هیئت‌مدیره، انعقاد یا انحلال قراردادهای مهم، دعاوی حقوقی بااهمیت، تغییرات ساختار سرمایه یا معاملات عمده دارایی، را فوراً افشا کنند. همچنین به موجب ماده‌ی ۱۴ همان دستورالعمل، در صورت انتشار شایعه یا گزارش نادرست درباره‌ی شرکت، ناشر موظف است بلافاصله توضیحات لازم را ارائه کند. از سوی دیگر، مواد ۱۶ و ۱۷ دستورالعمل افشای اطلاعات ناشر را مکلف کرده‌اند دسترسی به اطلاعات افشا نشده را محدود و بر محرمانه بودن آن تأکید کند؛ اشخاصی که به چنین اطلاعاتی دسترسی دارند در حکم دارندگان اطلاعات نهانی محسوب می‌شوند. در چنین وضعیتی، کتمان اطلاعات بااهمیت می‌تواند وضعیتی مشابه تدلیس در معاملات ایجاد کند. با وجود این، قانون بازار اوراق بهادار ضمانت اجرای اصلی را بیشتر در قالب مسئولیت کیفری و مدنی (ماده ۵۲) پیش‌بینی کرده است. با این حال، بر اساس قواعد عمومی قراردادها و مبانی فقهی مانند قاعده لاضرر و غرور، امکان استناد به خیار تدلیس برای سرمایه‌گذار زیان‌دیده همچنان قابل تصور است.

۳-۷- خیار غبن در معاملات مبتنی بر اطلاعات نهانی

ارکان خیار غبن مطابق قواعد عمومی قراردادها چنین بیان شده است:

۱. معوض بودن قرارداد،

۲. وجود نابرابری فاحش میان عوضین،

۳. ناآگاهی طرف زیان‌دیده.

در معاملات مبتنی بر اطلاعات نهانی، هرچند نابرابری ارزش عوضین پس از افشای اطلاعات آشکار می‌شود، اما این تفاوت در زمان انعقاد قرارداد نیز واقعاً وجود داشته است (جعفری، ۱۳۹۸، صص ۱۱۴-۱۱۶). این تحلیل کاملاً با دکترین حقوقی همخوان است که غبن را تفاوت میان ثمن و ارزش واقعی در زمان عقد می‌دانند، حتی اگر بازار در آن زمان از آن آگاه نباشد. از آنجا که مقررات بازار سرمایه بر افشای دقیق و به‌موقع اطلاعات تأکید دارند (مواد ۵ و ۱۳ دستورالعمل افشای اطلاعات)، کتمان یا تحریف این اطلاعات می‌تواند موجب ایجاد عدم تعادل اطلاعاتی در معامله شود. در چنین وضعیتی، معامله مبتنی بر اطلاعات نهانی ممکن است واجد شرایط خیار غبن برای طرف ناآگاه باشد. در میان خیارات مذکور در قانون مدنی، خیار تدلیس و خیار غبن در معاملات مبتنی بر اطلاعات نهانی قابل تصور است، هرچند قانون‌گذار بازار سرمایه بیشتر به ضمانت اجرای جبران خسارت توجه کرده است (جعفری، ۱۳۹۸، صص ۱۳۹-۱۴۱).

۳-۸- اصل ثبات معاملات بورسی و محدودیت عملی اعمال خیارات

پس از ثبت معامله در سامانه معاملات بورس، «دیگر نمی‌توان آن معامله را برهم زد»؛ این نتیجه ناشی از اصل ثبات معاملات بورسی است. دو نکته اساسی در اینجا مطرح می‌شود: نخست آنکه این محدودیت منافاتی با تحلیل ماهوی حق فسخ ناشی از تدلیس یا غبن ندارد؛ دوم آنکه قانون‌گذار در ماده‌ی ۵۲ قانون بازار اوراق بهادار ضمانت اجرای

کیفری و مدنی را پیش‌بینی کرده اما از تصریح به حق فسخ خودداری کرده است. از منظر حقوق قراردادها، این سکوت را نمی‌توان اسقاط ضمنی خیارات دانست؛ زیرا اسقاط خیار نیازمند قصد و رضای صریح است. بنابراین، اگر معامله‌ای بر اثر تدلیس یا غبن فاحش مبتنی بر اطلاعات نهانی واقع شده باشد، قرارداد از حیث رضایت طرف مقابل معیوب بوده و از نظر ماهوی قابل فسخ تلقی می‌شود؛ هرچند سازوکار نهادی بازار سرمایه اعمال عملی این حق را محدود می‌کند (جعفری، ۱۳۹۸، صص ۱۳۹-۱۴۱).

همین رویکرد در مقررات معاملاتی بورس نیز مشاهده می‌شود. به موجب ماده‌ی ۹ آیین‌نامه معاملات شرکت بورس اوراق بهادار تهران، معاملات باید در شرایط رقابتی و به صورت حراج انجام شود و تنها در موارد استثنایی امکان انجام معاملات خارج از جلسه رسمی وجود دارد. افزون بر این، ماده‌ی ۱۱ همان آیین‌نامه مقرر می‌دارد که کارگزاران مکلف‌اند تشریفات انتقال سهام و تسویه وجوه را در مهلت مقرر انجام دهند و «در هر صورت معامله انجام‌شده قطعی به شمار می‌رود». این مقررات نشان می‌دهد که در نظام حقوقی بازار سرمایه، اصل قطعیت و ثبات معاملات بر امکان انحلال یک‌جانبه‌ی قراردادها تقدم دارد و حل اختلاف غالباً از طریق سازوکارهای جبران خسارت دنبال می‌شود.

۴- حق فسخ قرارداد در حقوق ایالات متحده آمریکا

۴-۱- مبنای کلی حق فسخ در نظام اوراق بهادار آمریکا

در حقوق ایالات متحده، برخلاف بسیاری از معاملات مصرف‌کننده که در آن‌ها «دوره خنک‌شدن»[1] و امکان بازگشت بی‌قیدوشرط پیش‌بینی می‌شود، در معاملات اوراق بهادار چنین حقی به‌طور عام وجود ندارد. نظام حقوقی آمریکا به جای اعطای اختیار فسخ آزادانه، بر نظام افشای کامل[2] اطلاعات تکیه دارد. قوانین فدرال اوراق بهادار، به‌ویژه قانون اوراق بهادار ۱۹۳۳ و قانون بورس اوراق بهادار ۱۹۳۴، حمایت از سرمایه‌گذاران را از طریق الزام ناشران به ارائه‌ی اطلاعات صادقانه و دقیق تضمین می‌کنند تا سرمایه‌گذار با آگاهی تصمیم‌گیری نماید (Thompson, n.d., p. 8).

۴-۱-۱- فسخ ناشی از تقلب و نقض تکالیف افشای اطلاعات

با وجود فقدان حق فسخ عام، در صورت نقض تعهدات افشا یا ارتکاب رفتار متقلبانه، سرمایه‌گذار می‌تواند دعوای جبران خسارت طرح کند. مهم‌ترین ابزار در این زمینه قاعده‌ی b-510 بر مبنای قانون بورس اوراق بهادار ۱۹۳۴ است که هرگونه تقلب در خرید یا فروش اوراق بهادار را ممنوع می‌کند. در نتیجه چنین دعاوی، دادگاه ممکن است حکم به جبران خسارت یا ابطال معامله صادر کند؛ نتیجه‌ای که از نظر عملی مشابه فسخ قرارداد است. بدین ترتیب، در حقوق آمریکا نوعی حق فسخ مشروط و مبتنی بر اثبات تخلف برای سرمایه‌گذار زیان‌دیده قابل تصور است (Thompson, n.d., p. 9-10).

۴-۱-۲- محدودیت‌ها و استثنائات عملی

در معاملات انجام‌شده در بازارهای ثانویه سازمان‌یافته، مانند بورس نیویورک[3] یا نزدک[4]، امکان فسخ تنها در قالب دعاوی مسئولیت ناشی از تقلب یا تخلف مقرراتی قابل طرح است. حتی در عرضه‌های اولیه سهام نیز امکان لغو سفارش

1. cooling-off rule
2. full disclosure
3. NYSE
4. NASDAQ

خرید صرفاً در چارچوب مقررات اجرایی کمیسیون بورس و اوراق بهادار آمریکا[1] و نه به‌عنوان یک قاعده‌ی عام فسخ پیش‌بینی شده است (Thompson, n.d., p. 9).

۴-۱-۳- نقش دعاوی گروهی در اجرای ضمانت اجراها

در اجرای خصوصی قوانین اوراق بهادار، دعاوی گروهی[2] نقش مهمی دارند. این دعاوی با تجمیع خسارات پراکنده سرمایه‌گذاران امکان مطالبه خسارت گسترده را فراهم می‌کنند و غالباً به احکام جبران خسارت یا توافق‌های مالی کلان منتهی می‌شوند. بدین ترتیب، این نهاد در کنار نظارت‌های کمیسیون بورس و اوراق بهادار آمریکا مکمل نظام افشا محسوب می‌شود (Thompson, n.d., pp. 10-13).

۴-۱-۴- چالش‌های ناشی از جهانی‌شدن بازارهای مالی

جهانی‌شدن بازارهای مالی موجب شده است که برخی از شرکت‌ها با عرضه اوراق در بورس‌های خارج از آمریکا از شمول ضمانت اجراهای قوی حقوق آمریکا، به‌ویژه نظام گسترده جبران خسارت، فاصله بگیرند؛ امری که ممکن است سرمایه‌گذاران را ناگزیر به رجوع به نظام‌های حقوقی با سطح حمایت پایین‌تر کند (Thompson, n.d., pp. 3-5).

۴-۲- مقررات اختصاصی بازار سرمایه

۴-۲-۱- فسخ ناشی از نقض الزامات ثبت عرضه

یکی از مهم‌ترین موارد فسخ در حقوق اوراق بهادار آمریکا، نقض مقررات ثبت عرضه است. به موجب ماده‌ی ۱۲(a)(۱) قانون اوراق بهادار ۱۹۳۳، اگر اوراق بهادار بدون رعایت الزامات ثبت عرضه شود، خریدار می‌تواند معامله را فسخ و وجوه پرداختی خود را بازپس گیرد. مسئولیت ناشی از این ماده به مسئولیت نزدیک به مطلق شباهت دارد؛ زیرا تنها دفاع فروشنده اثبات شمول یکی از معافیت‌های قانونی ثبت است و بار اثبات آن نیز بر عهده‌ی فروشنده قرار دارد (Branson, n.d., pp. 4, 6).

۴-۲-۲- آثار فسخ و پیشنهاد فسخ[3]

در صورت تحقق شرایط ماده‌ی مذکور، خریدار می‌تواند کل مبلغ پرداختی همراه با خسارات جانبی را مطالبه کند. در عمل، ناشران برای کاهش مسئولیت احتمالی، گاه به ارائه پیشنهاد فسخ به خریداران اقدام می‌کنند تا با امکان بازگرداندن اوراق و دریافت وجه، از طرح دعاوی گسترده جلوگیری شود (Branson, n.d., p. 6).

۴-۲-۳- شرایط و محدودیت‌های پیشنهاد فسخ

بر اساس دستورالعمل‌های سنتی کمیسیون بورس و اوراق بهادار آمریکا، پیشنهاد فسخ باید به طور هم‌زمان به تمام خریداران ارائه شود، اطلاعات آن متوازن و فاقد اغراق باشد و ناشر در زمان ارائه‌ی پیشنهاد توانایی بازپرداخت فوری و کامل وجوه را داشته باشد؛ شرطی که در عمل به دلیل مصرف سرمایه در فعالیت‌های اقتصادی، اجرای آن را دشوار می‌سازد (Branson, n.d., pp. 7-8).

1. SEC
2. class actions
3. rescission offer

۴-۲-۴- راهکارهای عملی برای مدیریت مسئولیت

برای مقابله با این دشواری، برخی راهکارها مانند پیشنهاد فسخ مرحله‌ای مطرح شده است که در آن پیشنهاد به گروه‌های محدودتری از خریداران ارائه می‌شود؛ با این حال، این روش مورد پذیرش رسمی کمیسیون بورس و اوراق بهادار آمریکا قرار نگرفته است. همچنین گاه ناشران به مرور زمان دعاوی اتکا می‌کنند؛ به این ترتیب که در نقض مقررات ثبت، مهلت طرح دعوا یک سال از کشف تخلف یا سه سال از وقوع آن و در دعاوی ضدکلاهبرداری دو سال از کشف یا پنج سال از وقوع تخلف تعیین شده است (Branson, n.d., p. 8).

۴-۲-۵- الزامات افشا در پیشنهاد فسخ

پیشنهاد فسخ خود نوعی عرضه برای خرید اوراق بهادار محسوب می‌شود؛ بنابراین تابع قواعد افشا و منع تقلب است. در نتیجه، اطلاعات ارائه‌شده در آن باید دقیق و شفاف باشد تا از اتهاماتی مانند معامله مبتنی بر اطلاعات نهانی یا ارائه اطلاعات گمراه‌کننده جلوگیری گردد (Branson, n.d., pp. 13-14).

۴-۲-۶- شروط فسخ در قراردادهای پلتفرم‌های مالی دیجیتال

گسترش پلتفرم‌های مالی دیجیتال، مانند سامانه‌های سرمایه‌گذاری خودکار و خدمات بانکی آنلاین، مسئله شروط فسخ در قرارداد میان پلتفرم و کاربر را مطرح کرده است. در حقوق آمریکا، ارائه‌دهندگان این خدمات به سبب موقعیت حرفه‌ای خود دارای وظیفه مراقبت و وظیفه وفاداری نسبت به کاربران هستند (Schwarcz et al., 2025, pp. 840-845). بر اساس این اصول، شرطی که به پلتفرم اجازه دهد بدون دلیل موجه یا اطلاع قبلی قرارداد را فسخ کند ممکن است نقض وظیفه مراقبت تلقی شود؛ زیرا تعادل قراردادی را بر هم می‌زند و منافع کاربران را به خطر می‌اندازد (Schwarcz et al., pp. 785-790).

۵- حق فسخ قرارداد در حقوق اتحادیه اروپا

۵-۱- حق انصراف چهارده‌روزه در حقوق مصرف‌کننده

در حقوق اتحادیه اروپا، یکی از مهم‌ترین ابزارهای حمایت از مصرف‌کننده حق انصراف چهارده‌روزه است که در مواد ۹ و ۱۰ دستورالعمل EU/۸۳/۲۰۱۱ پیش‌بینی شده است. بر اساس این مقررات، مصرف‌کننده می‌تواند بدون بیان دلیل، از قراردادهای دوری یا خارج از محل کسب، مانند معاملات اینترنتی یا تلفنی، ظرف چهارده روز عدول کند (Chirita, 2011, p.9). با این حال، این حق مطلق نیست و خدمات مالی از شمول آن مستثنا شده‌اند؛ زیرا این حوزه دارای مقررات خاصی از جمله دستورالعمل EEC/۶۱۹/۹۰ درباره‌ی قراردادهای دوری خدمات مالی است (Chirita, 2011, p.23-24). استثنای خدمات مالی بر سه مبنا توجیه می‌شود:

۱. ماهیت خاص این خدمات و وابستگی آن‌ها به نوسانات بازار و ارزیابی پیچیده ریسک؛

۲. وجود نظام حمایتی مستقل در مقررات مالی اتحادیه اروپا؛

۳. ملاحظات امنیت حقوقی و ثبات بازار که با فسخ بی‌قیدوشرط ممکن است مختل شود (Chirita, 2011, p.7-8).

۵-۲- استثناهای نو در سرمایه‌گذاری جمعی[1]

مقررات ۱۵۰۳/۲۰۲۰ اتحادیه اروپا با خارج کردن خدمات ارائه‌شده به مصرف‌کننده از شمول خود، در عمل بخشی از بازار سرمایه‌گذاری جمعی را از حمایت‌هایی، مانند حق انصراف، محروم کرده است؛ امری که برخی از نویسندگان آن را مانعی در مسیر تحقق بازار واحد اروپایی دانسته‌اند (Ebers & Quarch, 2021, pp. 6-7). در این وضعیت، رجوع به دستورالعمل اعتبار مصرف‌کننده تنها در صورتی ممکن است که طرف مقابل «تأمین‌کننده اعتبار» محسوب شود؛ حال آنکه در بسیاری از سرمایه‌گذاری‌های مستقیم، سرمایه‌گذاران غیرحرفه‌ای چنین وصفی ندارند و بنابراین حق انصراف ماده‌ی ۱۴ نیز جاری نمی‌شود (Ebers & Quarch, 2021, pp. 9-12). برخی از مفسران برای رفع این خلأ با تفسیر هدفمند و با استناد به رویه‌هایی مانند پرونده واتله، پلتفرم سرمایه‌گذاری را به سبب نقش فعال آن در تنظیم قرارداد، در حکم تأمین‌کننده‌ی اعتبار تلقی کرده‌اند؛ تفسیری که تکالیف اطلاع‌رسانی و حق انصراف را بر عهده پلتفرم قرار می‌دهد، هرچند هنوز با عدم قطعیت حقوقی مواجه است (Ebers & Quarch, 2021, pp. 11-22).

۵-۳- حق انصراف سرمایه‌گذار در مقررات جدید

در مقابل، ماده‌ی ۲۲ مقررات ۱۵۰۳/۲۰۲۰ برای مصرف‌کننده‌ای که در مقام سرمایه‌گذار قرار می‌گیرد، حق انصراف چهارده‌روزه از زمان تعهد به سرمایه‌گذاری پیش‌بینی کرده است؛ حقی که میان سرمایه‌گذار و پلتفرم اعمال می‌شود و خارج از شمول مجموعه دستورالعمل‌های مالی و قوانین نظارتی در اروپا[2] است (Ebers & Quarch, 2021, p. 16).

۵-۳-۱- فسخ قرارداد در چارچوب مجموعه دستورهای مالی و قوانین نظارتی در اروپا

در مجموعه دستورهای مالی و قوانین نظارتی در اروپا (۲۰۱۴) حمایت از سرمایه‌گذاران بر دو محور افشای اطلاعات و ارزیابی صلاحیت سرمایه‌گذار استوار است. نقض این تکالیف، هرچند مستقیماً حق فسخ ایجاد نمی‌کند، اما می‌تواند به‌عنوان نقض وظیفه مراقبتی قراردادی مبنای فسخ در حقوق ملی قرار گیرد (Wallinga, 2018, pp. 51-67).

در حقوق آلمان، چنین نقضی به‌عنوان تخلف از تعهد مراقبتی موضوع ماده‌ی ۲۸۰ ق.م. آلمان تلقی شده و در صورت اساسی بودن می‌تواند به فسخ قرارداد منجر شود. در حقوق هلند نیز مواد ۶:۲۶۵ و ۶:۲۷۷ ق.م. حق انحلال عقد را در صورت نقض اساسی پیش‌بینی کرده‌اند؛ در حالی که در حقوق انگلستان نقض قواعد رفتاری در صورت جدی بودن ممکن است مبنای فسخ قرار گیرد (Wallinga, 2018, pp. 164-239).

دشواری اصلی در این دعاوی، اثبات رابطه سببی میان نقض تکلیف و تصمیم سرمایه‌گذار است؛ یعنی باید ثابت شود که در صورت اطلاع کامل، سرمایه‌گذار وارد معامله نمی‌شد (Wallinga, 2018, pp. 339-347). برای رفع مشکل، تعدیل بار اثبات به نفع سرمایه‌گذار برخی نظام‌های حقوقی اروپایی از سازوکارهایی مانند فرض سببیّت یا انتقال بار اثبات استفاده کرده‌اند؛ چنان‌که در حقوق هلند فرض می‌شود نقض تکلیف مؤثر بوده مگر شرکت خلاف آن را ثابت کند و در حقوق آلمان نیز معیار سببیّت به سود سرمایه‌گذار تعدیل شده است (Wallinga, 2018, pp. 333-347).

1. Regulation 2020/1503
2. MiFID II

۵-۳-۲- شروط غیرمنصفانه در حقوق انگلستان

در حقوق انگلستان، ارزیابی عدالت شروط قراردادی بر اساس مقررات شروط غیرمنصفانه در قراردادهای مصرف‌کننده ۱۹۹۹[1] انجام می‌شود که ترجمان دستورالعمل EEC/۱۳/۹۳ است. بر اساس ماده‌ی ۵(۱)، شرطی غیرمنصفانه است که برخلاف الزام حسن نیت موجب عدم تعادل قابل توجه در حقوق و تعهدات طرفین به زیان مصرف‌کننده گردد (Twigg-Flesner, n.d., pp. 6-11). در رأیی[2]، مجلس اعیان اعلام کرد: شرطی که بدون دلیل موجه به فروشنده اختیار فسخ بدهد و مصرف‌کننده از چنین حقی محروم باشد، نقض حسن نیت و موجب عدم تعادل قراردادی است. همچنین در پیوست ۲ مقررات ۱۹۹۹ بند ۱(q)© چنین شروطی نمونه‌ای از شروط بالقوه غیرمنصفانه شناخته شده‌اند (Twigg-Flesner, n.d., pp. 12-16). مطابق ماده‌ی ۷ مقررات مزبور، شروط قراردادی باید به زبان ساده و قابل فهم تنظیم شوند و هرگونه ابهام به سود مصرف‌کننده تفسیر می‌شود. بر اساس ماده‌ی ۸ نیز شرط غیرمنصفانه برای مصرف‌کننده الزام‌آور نیست و قرارداد بدون آن تا حد امکان معتبر باقی می‌ماند (Twigg-Flesner, n.d., p. 15).

۶- پیشنهادات

۶-۱- پیشنهادهای تقنینی

۶-۱-۱- شناسایی حق حمایتی محدود برای سرمایه‌گذاران خرد

با وجود تأکید مقررات بازار سرمایه بر اصل قطعیت معاملات، به‌ویژه بند ۲ ماده‌ی ۱ و ماده‌ی ۱۱ آیین‌نامه معاملات شرکت بورس اوراق بهادار تهران مصوب ۱۳۸۵، تجربه‌ی نظام‌های حقوقی تطبیقی نشان می‌دهد که حمایت از سرمایه‌گذاران خرد اقتضا می‌کند در موارد استثنایی، نوعی «حق بازاندیشی محدود» یا حق فسخ حمایتی پیش‌بینی شود. این حق می‌تواند ناظر بر عرضه‌های اولیه، معاملات برخط اشخاص غیرحرفه‌ای یا قراردادهای مبتنی بر مشاوره‌ی سرمایه‌گذاری الکترونیکی باشد؛ به‌ویژه هنگامی که معامله بر پایه اطلاعات گمراه‌کننده، تدلیس اطلاعاتی یا نقض تکالیف افشا انجام شده باشد. چنین نهادی، در صورت محدود شدن به موارد استثنایی، با اصل لزوم قراردادها و ثبات معاملات تعارضی نخواهد داشت.

۶-۱-۲- تصریح آثار حقوق خصوصی نقض الزامات افشا

اگرچه مقررات موجود، از جمله ماده‌ی ۵ و ماده‌ی ۱۳ دستورالعمل اجرایی افشای اطلاعات شرکت‌های ثبت‌شده نزد سازمان بورس، بر لزوم افشای «قابل اتکا، به‌موقع و بدون جانبداری» اطلاعات تأکید دارند، ضمانت اجرای نقض این تکالیف عمدتاً در قالب مسئولیت اداری و انضباطی پیش‌بینی شده است. همچنین ماده‌ی ۱۹ آیین‌نامه اجرایی قانون بازار اوراق بهادار ایجاد «ظاهر گمراه‌کننده» یا «قیمت‌های کاذب» را ممنوع می‌داند. از این‌رو، شایسته است قانون‌گذار به‌صراحت مقرر کند که در صورت اثبات تدلیس اطلاعاتی، دستکاری بازار یا استفاده از اطلاعات نهانی، سرمایه‌گذار زیان‌دیده علاوه بر مطالبه خسارت، در موارد اساسی حق فسخ یا ابطال معامله را نیز داشته باشد.

۶-۱-۳- تحدید اعمال خیارات سنتی و جایگزینی جبران خسارت

با توجه به ماهیت سریع و زنجیره‌ای معاملات بورسی و فرابورسی، اعمال برخی خیارات سنتی مانند خیار غبن یا عیب ممکن است موجب اخلال در ثبات بازار و انتقالات بعدی اوراق بهادار شود. از این‌رو، پیشنهاد می‌شود قانون‌گذار تصریح کند که اعمال خیارات فسخ‌محور در معاملات اوراق بهادار محدود به موارد استثنایی مقرر در مقررات بازار

1. UTCCR
2. Director-General of Fair Trading v. First National Bank

سرمایه باشد و در سایر موارد، جبران خسارت از طریق مسئولیت مدنی جایگزین فسخ گردد. این رویکرد با ماده‌ی ۲۰ آیین‌نامه‌ی معاملات فرابورس که ابطال معاملات را به موارد خاصی مانند خطای معاملاتی یا اشکال سامانه محدود کرده، هماهنگ است.

۶-۱-۴- محدودیت اسقاط خیارات و تفکیک سرمایه‌گذار حرفه‌ای از خرد

با وجود پذیرش اصل اسقاط خیارات در ماده‌ی ۴۴۸ قانون مدنی، اعمال مطلق شرط «اسقاط کافه خیارات» در قراردادهای الحاقی بازار سرمایه می‌تواند موجب تضعیف حمایت از سرمایه‌گذاران خرد شود. بنابراین، باید مقرر شود که اسقاط خیار در موارد تدلیس، اطلاعات خلاف واقع یا تخلفات عمده‌ی افشایی فاقد اعتبار باشد. همچنین لازم است میان «سرمایه‌گذار حرفه‌ای» و «سرمایه‌گذار خرد» تفکیک روشن‌تری صورت گیرد تا حمایت‌های حقوقی متناسب با میزان تخصص، دسترسی اطلاعاتی و توان تحلیل مالی اشخاص تنظیم شود.

۶-۱-۵- تبیین جایگاه اقاله و تثبیت اصل قطعیت معاملات

با توجه به انجام سیستمی معاملات و انتقال مالکیت از طریق شرکت سپرده‌گذاری مرکزی، اقاله در معاملات اوراق بهادار باید از طریق سازوکارهای رسمی سامانه معاملاتی، مانند انجام معامله معکوس، اعمال شود تا نظم ثبت و انتقال مالکیت مختل نگردد. همچنین شایسته است قانون‌گذار تصریح کند که معاملات اوراق بهادار پس از انجام در سامانه‌ی معاملاتی اصولاً قطعی و غیرقابل فسخ هستند، مگر در موارد استثنایی پیش‌بینی‌شده در مقررات بازار سرمایه؛ از جمله، موارد موضوع ماده‌ی ۲۰ آیین‌نامه معاملات فرابورس.

۶-۲- پیشنهادهای نظارتی

۶-۲-۱- تقویت نظارت بر افشای اطلاعات و سلامت اراده سرمایه‌گذاران

مواد ۸، ۹ و ۱۰ آیین‌نامه‌ی اجرایی قانون بازار اوراق بهادار و نیز ماده‌ی ۲ دستورالعمل افشای اطلاعات، بر ضرورت شفافیت اطلاعاتی، انتشار مستمر داده‌ها و استقلال تحلیلگران مالی تأکید دارند. با این حال، تحقق عملی این اهداف مستلزم تقویت نظارت سازمان بورس بر کیفیت افشای اطلاعات و رفتار معاملاتی ناشران و نهادهای مالی است. تخلفات اطلاعاتی باید نه صرفاً تخلف اداری، بلکه عاملی مؤثر بر سلامت اراده سرمایه‌گذاران تلقی شود.

۶-۲-۲- مقابله با اطلاعات گمراه‌کننده و سوءاستفاده اطلاعاتی

با توجه به ممنوعیت ایجاد ظاهر گمراه‌کننده در ماده‌ی ۱۹ آیین‌نامه اجرایی قانون بازار اوراق بهادار و نیز الزامات مواد ۱۴، ۱۶ و ۱۷ دستورالعمل افشای اطلاعات درباره‌ی شایعات و محرمانگی اطلاعات، ضروری است سازمان بورس نظارت مؤثرتری بر انتشار اخبار، تبلیغات مالی، تحلیل‌های سرمایه‌گذاری و معاملات مبتنی بر اطلاعات نهانی اعمال کند. توسعه‌ی سامانه‌های هوشمند نظارتی می‌تواند در شناسایی سریع دستکاری قیمت و رفتارهای مشکوک مؤثر باشد.

۶-۲-۳- ایجاد سازوکارهای تخصصی جبران خسارت و رسیدگی سریع

بسیاری از سرمایه‌گذاران خرد به دلیل هزینه‌های دادرسی و دشواری اثبات تخلف، عملاً امکان پیگیری حقوق خود را ندارند. از این‌رو، ایجاد سازوکارهای تخصصی و سریع برای رسیدگی به دعاوی ناشی از اطلاعات گمراه‌کننده، تخلفات افشایی و دستکاری بازار ضروری است. همچنین توسعه‌ی نهادهای جبران جمعی خسارت و الگوگیری محدود از دعاوی گروهی می‌تواند نقش مهمی در حمایت مؤثر از سرمایه‌گذاران ایفا کند.

۶-۲-۴- نظارت بر ابطال معاملات و حفظ اعتماد عمومی

مطابق ماده‌ی ۲۰ آیین‌نامه معاملات فرابورس، ابطال معاملات تنها در موارد استثنایی مانند خطای معاملاتی یا اشکال سامانه مجاز است. بنابراین لازم است سازمان بورس بر اجرای دقیق این مقررات نظارت کند و دلایل ابطال معاملات را به‌صورت شفاف منتشر سازد تا از سوءاستفاده‌ی احتمالی جلوگیری و اعتماد عمومی به سازوکار بازار حفظ شود.

۶-۲-۵- توسعه آموزش عمومی و ارتقای سواد مالی

حمایت از سرمایه‌گذار صرفاً از طریق ضمانت اجراهای حقوقی تحقق نمی‌یابد، بلکه ارتقای سواد مالی و آگاهی عمومی نیز بخشی از عدالت بازار است. بر همین اساس، سازمان بورس می‌تواند با اتکا به ظرفیت ماده‌ی ۸ آیین‌نامه‌ی اجرایی قانون بازار اوراق بهادار، آموزش‌های عمومی، هشدارهای سرمایه‌گذاری و دسترسی آسان‌تر به اطلاعات شفاف و قابل فهم را توسعه دهد تا تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران بر پایه اراده آگاهانه و متعادل صورت گیرد.

نتیجه‌گیری

در تحلیل نهایی، پرسش بنیادین این پژوهش ـ امکان اعمال خیارات قراردادی، خصوصاً خیار غبن، تدلیس و تعذر تسلیم در معاملات بازار سرمایه ـ را باید در پرتو دو اصل متعارض حقوق قراردادها و حقوق بازار سرمایه ارزیابی کرد: از یک سو، اصل لزوم قراردادها که سنگ‌بنای ثبات و امنیت مبادلات است و از سوی دیگر، ضرورت حفظ عدالت قراردادی و حمایت از رضای واقعی طرفین که به‌موجب نهادهای استثنایی همچون خیارات تضمین می‌شود. آنچه از تلاقی این دو حوزه حاصل می‌شود، نه نفی مطلق خیارات در بازار سرمایه است و نه پذیرش بی‌قیدوشرط آن‌ها، بلکه تکوین نوعی تعادل کارکردی میان ثبات بازار و انصاف معاملاتی است.

در حقوق ایران، خیارات بخشی از نظریه‌ی عمومی قراردادها و جلوه‌ای از اراده مبتنی بر عدالت هستند؛ نهادی که به تعبیر دکتر ناصر کاتوزیان، «پاسخ طبیعی حقوق به زیان ناروایی است که لزوم عقد گاه پدید می‌آورد». بر همین اساس، هرگاه رضای طرفین بر اثر تدلیس، اختلال اوصاف اساسی، یا نابرابری فاحش اقتصادی مخدوش گردد، فسخ عقد نه طغیان بر لزوم، بلکه بازگرداندن آن به تعادل واقعی است. اما در بازار سرمایه، ساختار سازمان‌یافته معاملات، سرعت گردش اوراق و اتصال سامانه‌های معاملاتی موجب شده است که فسخ یک‌جانبه با ملاحظات ثبات و قطعیت بازار در تعارض قرار گیرد. در چنین منظر نهادی، خیارات سنتی به‌طور کامل منتفی نیستند، بلکه تحقق عملی آن‌ها محدود به حوزه‌ای است که نظم بازار از آن متأثر نگردد.

در مقام تطبیق، بررسی حقوق ایالات متحده نشان می‌دهد که نظام حمایتی این کشور نه بر اعطای حق فسخ آزادانه، بلکه بر شفافیت اطلاعات و ضمانت اجرای جبران خسارت استوار است. فسخ تنها در موارد استثنایی، مانند عرضه غیرقانونی اوراق بهادار یا تقلب در معامله، از طریق دادگاه قابل تحقق است. این رویکرد با منطق بازارهای پیشرفته سازگار است که در آن‌ها «اعتماد به افشا» جایگزین «امکان فسخ» شده است. در اتحادیه اروپا نیز اگرچه حق انصراف چهارده‌روزه از ویژگی‌های حقوق مصرف‌کننده است، اما معاملات خدمات مالی و سرمایه‌گذاری از آن مستثنا شده‌اند؛ زیرا ثبات بازار و نوسان قیمت‌ها امکان فسخ بی‌قیدوشرط را منتفی می‌کند. با این حال، نظام اروپایی از رهگذر قواعد رفتاری مجموعه دستورهای مالی و قوانین نظارتی در اروپا و مقررات سرمایه‌گذاری جمعی، فسخ قراردادی مبتنی بر نقض تکالیف افشا یا رفتار فریبکارانه را در سطح حقوق خصوصی قابل تصور دانسته است. این مبنا که در حقوق آلمان، هلند و انگلستان تجلی یافته، بر این اصل استوار است که عدالت قراردادی در روابط مالی نیز باید مصون بماند، هرچند اعمال آن تنها در موارد نقض اساسی و اثبات رابطه سببیّت میان تخلف و تصمیم سرمایه‌گذار ممکن است.

در سطح داخلی، از مقایسه‌ی دو نظام حقوق مدنی و بازار سرمایه نتیجه می‌توان گرفت که خیارات در معاملات بورسی بیش از آنکه جنبه اجرایی داشته باشند، نقش تفسیری و ارشادی دارند. به بیان دیگر، مفهوم خیار می‌تواند همچون معیار عدالت رفتاری در ارزیابی صحت رضای طرفین و تعیین مسئولیت مدنی مورد استفاده قرار گیرد، هرچند به لحاظ نهادی فسخ معامله از مجاری رسمی بورس قابل تحقق نیست. در این میان، خیار تدلیس و خیار غبن فاحش مبتنی بر اطلاعات نهانی از قابلیت نظری بیشتری برخوردار هستند؛ زیرا هر دو مستند به اصل حسن نیت و قاعده لاضرر بوده و می‌توانند در صورت احراز تدلیس اطلاعاتی یا استفاده از اطلاعات نهانی، مبنایی برای ابطال یا جبران خسارت معامله باشند. خیار تعذر تسلیم نیز در فرض اختلال سامانه معاملاتی یا ناتوانی کارگزار در اجرای سفارش، جنبه‌ی حمایتی محدود دارد، مشروط بر آنکه به بی‌نظمی بازار نینجامد.

بنابراین، پاسخ به پرسش اصلی این است که خیارات قراردادی در بازار سرمایه از حیث ماهوی قابل تصور هستند، ولی از حیث اجرایی تابع قیود آمره و نظم بازار می‌باشند. اصل قطعیت معاملات موجب شده است که آثار فسخ در عمل جای خود را به جبران خسارت و ابطال نهادی دهد. با این حال، حقوق مدنی به‌عنوان پشتوانه اخلاقی و نظری حقوق بازار سرمایه، همچنان صلاحیت دارد عدالت قراردادی را از طریق قواعد عمومی مانند تدلیس، غبن و لاضرر در ساختار معاملات بورسی بازتاب دهد.

نتیجه‌ی قاطع آنکه هماهنگی میان حقوق مدنی و مقررات بازار سرمایه مستلزم پذیرش نوعی «حق فسخ حمایتی محدود» برای سرمایه‌گران خرد در موارد تدلیس اطلاعاتی یا نابرابری آشکار اقتصادی است؛ حقی که در مقام اجرا به‌جای فسخ سنتی، با سازوکارهای جبران خسارت و ابطال رسمی از سوی نهاد ناظر عملی می‌گردد. چنین تلفیقی می‌تواند هم اصل لزوم و ثبات معاملات را حفظ کند و هم رضای مشروع و عدالت اقتصادی را، چنان‌که دکتر کاتوزیان می‌فرمود، «الزام عقد تا آنجاست که با انصاف و اطمینان همراه باشد؛ آنگاه که عدالت از آن بگریزد، فسخ نه طغیان، که تدارک عدلِ از دست‌رفته است.»

منابع

آیین‌نامه اجرایی قانون بازار اوراق بهادار جمهوری اسلامی ایران. (۱۳۸۶).

آیین‌نامه معاملات در شرکت بورس اوراق بهادار تهران و لواحق آن مصوب ۱۳۸۵ شورای عالی بورس. (۱۳۸۵).

جعفری، علیرضا. (۱۳۹۸). *بررسی ماهیت و رژیم حقوقی معاملات در بورس اوراق بهادار*. تهران: انتشارات قانون‌یار.

دستورالعمل اجرایی افشای اطلاعات شرکت های ثبت‌شده نزد سازمان بورس و اوراق بهادار مصوب ۸۶/۵/۳ هیئت مدیره سازمان بورس مصوب ۱۳۸۶،۰۵،۰۳ با اصلاحات و الحاقات بعدی. (۱۳۸۶).

دستورالعمل اجرایی نحوه انجام معاملات اوراق بهادار در فرابورس ایران. (۱۳۸۸).

رحیمی‌پیک، حسین، و شمس‌اللهی، محسن. (۱۳۹۹). تأثیر عدم رعایت الزامات قانونی مربوط به افشای اطلاعات بر اعتبار و لزوم معاملات سهام. *فصلنامه علمی دیدگاه‌های حقوق قضایی*، ۲۵(۱۰)، ۱۳۳–۱۶۷.

الشریف، محمدمهدی، و اسعدی، حسین. (۱۳۹۳). تأملی بر ماهیت حق انصراف در قراردادهای الکترونیکی. *نشریه مطالعات حقوق تطبیقی*، ۵(۱)، ۱۳۳-۱۵۳.

فلاح تفتی، زینب، و مافی، همایون. (۱۳۹۸). بررسی خیارات در معاملات اوراق بهادار فرابورس. *پژوهشنامه بازرگانی*، ۲۳(۹۲)، ۱۶۷-۲۰۰.

کاتوزیان، ناصر. (۱۴۰۴). *دوره حقوق مدنی قواعد عمومی قراردادها* (جلد پنجم: انحلال قرارداد، چاپ دهم). گنج دانش.

Al-Sharif, M. M., & Asadi, H. (2014). A reflection on the nature of the right of withdrawal in electronic contracts. *Journal of Comparative Legal Studies, 5*(1), 133–153. [In Persian]

Branson, D. M. (n.d.). An essay for Professor Alan Bromberg: Removing the taint from past illegal offers and sales. *SMU Law Review, 68*.

Chirita, A. D. (2011). The impact of Directive 2011/83/EU on consumer rights. *SSRN Electronic Journal*.

Ebers, M., & Quarch, B. M. (2021). EU consumer law and the boundaries of the crowdfunding regulation. In P. Ortolani & M. Louisse (Eds.), *The EU crowdfunding regulation* (1st ed., pp. 83–112). Oxford University Press.

Schwarcz, D., Baker, T., & Logue, K. D. (2025). Regulating robo-advisors in an age of generative artificial intelligence. *SSRN Electronic Journal*.

Thompson, S. (n.d.). The globalization of securities markets: Effects on investor protection. *41*(4).

Twigg-Flesner, D. C. (n.d.). *The implementation of the unfair contract terms directive in the United Kingdom*.

Wallinga, M. W. (2018). *EU investor protection regulation and private law: A comparative analysis of the interplay between MiFID & MiFID II and liability for investment losses*.

استناد به این مقاله: شهیدی، سید مرتضی، قاسم‌زاده ده‌آبادی، عارفه. (۱۴۰۵). حق فسخ قرارداد سرمایه‌گذاران خرد در بازارهای بورس اوراق بهادار؛ مطالعه تطبیقی ایران، ایالات متحده آمریکا و اتحادیه اروپا. *فصلنامه تحقیقات نوین میان‌رشته‌ای حقوق*، ۶(۳)، ۳۸-۵۳.

Modern Interdisciplinary Research in Law is licensed under a Creative Commons Attribution-NonCommercial 4.0 International License.