

قرارداد اختیار معامله سهام در نظام حقوقی ایران

محسن محبی*

عیسی قلی‌زاده پاشا**

تاریخ پذیرش: ۹۲/۴/۱۶

تاریخ دریافت: ۹۲/۱/۱۹

چکیده

قرارداد اختیار معامله سهام، از جمله قراردادهای مالی است. اوراق مالی که نماینده‌ی این قرارداد اختیار معامله سهام است، از اوراق مشتقه‌ی مالی است که به عنوان اوراق بهادار در بازار سهام به طور وسیع مورد استفاده قرار می‌گیرد و نقش مهمی در کاهش ریسک و توسعه بازارهای مالی دارد. هدف اصلی این نوع قرارداد علی‌الاصول مدیریت ریسک در نوسان قیمت‌هاست، اما در حال حاضر به عنوان یک ابزار مالی در جهت تحصیل سود در بازار سهام نیز مورد استفاده است.

به موجب قرارداد اختیار سهام، دارنده‌ی اختیار (خریدار) حق دارد -ونه تعهد- که مقدار معینی از کالای مشخص یا اسناد مالی را (دارایی یا اسناد پایه) با صادرکننده‌ی اختیار (فروشنده) تا قبل از سررسید (تاریخ انقضا / موعده اعمال اختیار) و به قیمت معینی (قیمت اعمال) معامله نماید. فروشنده یا صادرکننده‌ی اختیار نیز متقابلاً متعهد است همین‌که خریدار یا دارنده‌ی اختیار حق خود را اعمال نمود، معامله را انجام دهد. خریدار، در مقابل این حق، مبلغی را به فروشنده می‌پردازد (قیمت اختیار). قرارداد اختیار خرید را حق خرید (Call Option) و قرارداد ناظر به اختیار فروش را قرارداد حق فروش (Put Option) نامند.

موضوع قرارداد اختیار معامله‌ی سهام حسب مورد، خرید یا فروش کالا یا سهام ذیربط است که به صورت اوراق بهادار قابل معامله صادر می‌شود و تا قبل از سررسید، در بورس قابل معامله است. خرید و فروش این اوراق تابع "دستورالعمل معاملات قرارداد اختیار معامله‌ی سهام در

* عضو هیات علمی دانشکده حقوق - دانشگاه آزاد اسلامی - مرکز علوم و تحقیقات (نویسنده مسئول).
sd.mohebi@gmail.com

** دانش‌آموخته کارشناسی ارشد حقوق اقتصادی - دانشگاه شهید بهشتی.

بورس^۱ است که به تصویب هیات مدیره سازمان بورس و اوراق بهادار رسیده است. بهای اوراق بهادار ناظر به قرارداد اختیار معامله سهام در چارچوب بورس و به صورت "تسویه نقدی" یا "نظام جایگزینی" انجام می‌شود که هر دو مکانیسم توسط بورس اوراق بهادار تهران تنظیم شده است.

از نظر حقوقی، قرارداد اختیار معامله سهام به موجب قانون بازار اوراق بهادار مصوب آذرماه ۱۳۸۴ در حقوق ایران شناخته شده، با وجود این ماهیت حقوقی آن همواره مورد بحث بوده است. به طور کلی، قرارداد مذکور لازم‌الاجرا و منجز است و در واقع یک تعهد یا قرارداد مستقل است که طرفین را ملزم می‌کند نسبت به خرید یا فروش کالای موضوع قرارداد اصلی، اقدام نمایند و از این حیث مانند سایر قراردادهای خصوصی، تابع قواعد عمومی قراردادهاست. مع‌ذلک با توجه به اینکه اصولاً اختیار معامله سهام مطابق تشریفات خاصی در بورس مبادله می‌شود، می‌توان آن را در شمار قراردادهای تشریفاتی هم دانست.

کلیدواژگان: اختیار معامله، اعمال اختیار، تسویه قرارداد، پوشش ریسک ناشی از تعیین قیمت، بورس اوراق بهادار

مقدمه

یکی از شرایط کارآمد شدن بازار سرمایه در راستای تخصیص بهینه‌ی منابع، وجود اوراق بهادار متنوع است.^۱ یکی از این اوراق، اوراق مالی مشتقه^۲ است که می‌تواند بخش قابل توجهی از مازاد نقدینگی را در بازارهای مالی جذب کند.^۳ البته اوراق مشتقه بیشتر یک ابزار مالی است تا اوراق بهادار، اما قانون بازار اوراق بهادار مصوب سال ۱۳۸۴ به اشتباه این دو را یکسان فرض کرده است. علت نام‌گذاری این اوراق به ابزار مشتقه از آن جهت است که ارزش آن‌ها از ارزش

1. Sanep, Ahmad & Shah Mohd Dali, Nuradli Ridzwan, "A Review of Forward, Futures and Options from the Shariah Perspective", Seminar Ekonomi & Kewangan Islam (SEKI), Esset Bangi, 2005, p. 12.

2. Derivative Instrument.

3. Spence, Donald, Introduction to Futures and Options, Woodhead Publishing, 1997, p. 41.

دارایی‌های دیگر مشتق شده‌اند.^۱ این اوراق حاکی از یک بدهی یا یک ادعای اقتضایی در زمانی مشخص هستند؛ بدین معنی که دارنده این اوراق می‌تواند آنچه را در بازار امروز وجود دارد، با همان شرایط در آینده به دست آورد. قرارداد اختیار معامله، یکی از انواع اوراق مالی مشتقه است که در بازار بورس و خارج از بورس مورد استفاده قرار می‌گیرد.^۲ طراحی و عرضه‌ی اوراق بهادار مشتقه هم‌چون قرارداد اختیار معامله در بازار جهانی سرمایه، منافع فراوانی در جذب منابع مالی جدید، تسریع تعدیل قیمت اوراق بهادار و تعادل بازار، مدیریت بهینه‌ی پرتفوی و مدیریت ریسک و جلوگیری از نوسان‌های شدید بازار به همراه دارد و می‌تواند منابع مالی لازم را جهت سرمایه‌گذاری فراهم نماید.^۳ به همین دلیل، استفاده از این ابزار مالی در بازار سرمایه‌ی ایران می‌تواند اثرات فراوانی داشته باشد.

به طور کلی قرارداد اختیار معامله را می‌توان در مورد سهام^۴، شاخص‌ها^۵، ارزش‌های خارجی^۶، کالاها^۷ و قراردادهای آتی^۸ منعقد کرد^۹، چه از حیث مفهوم، تفاوت و تمایزی بین آن‌ها وجود ندارد؛ لکن عملکرد آن‌ها بسته به موضوع قرارداد می‌تواند متفاوت باشد. در مقاله‌ی حاضر، صرفاً قرارداد اختیار معامله‌ی سهام مورد بررسی قرار خواهد گرفت. سعی می‌کنیم ضمن معرفی این پدیده‌ی حقوقی نوظهور، نحوه‌ی تشکیل و اجرای آن را در بازار بورس توضیح دهیم. به این منظور نخست به معرفی اجمالی این پدیده‌ی حقوقی (اختیار معامله) و ماهیت آن می‌پردازیم (گفتار اول)؛ سپس نحوه‌ی تشکیل، معامله و اجرای آن مورد بررسی و مطالعه قرار خواهد گرفت (گفتار دوم)؛ و در نهایت، احکام حاکم بر قرارداد اختیار معامله سهام مورد بحث قرار می‌گیرد (گفتار سوم).

1. Bishnupriya, Mishra & Debasish, Sathya Swaroop, Financial Derivatives, Excel Books India, 2009, p. 2.

۲. اوراق مشتقه‌ی مالی گوناگون است، از جمله می‌توان از قرارداد آتی و قرارداد سوآپ نام برد. برای مطالعه تکمیلی رک.

Chorafas, Dimitris, Introduction to Derivative Financial Instruments: Bonds, Swaps, Options, and Hedging, McGraw Hill Professional, 2008.

3. Bishnupriya, and Debasis, op. cit., p. 3.

4. Stocks.

5. Stock Indices.

6. Foreign Currencies.

7. Commodities.

8. Future Contracts.

9. Ibid., p. 2.

گفتار اول: مفهوم و اوصاف قرارداد اختیار معامله سهام

۱- مفهوم قرارداد اختیار معامله سهام

اختیار معامله ترجمه‌ی واژه انگلیسی "Option" است. از نظر لغوی، واژه‌ی مزبور در فرهنگ‌های اقتصادی به "برگ اختیار معامله، حق خرید، اختیار معامله و حق تصمیم‌گیری" ترجمه شده است.^۱ در اصطلاح حقوقی نیز واژه‌ی "Option" به معنای "حق، جواز، خيار، حق و امتیاز، حق انتخاب، گزینه‌ی اختیار شده، آزادی و انتخاب" ترجمه شده است.^۲ واژه‌ی مزبور در حقوق مدنی به مفهوم "خيار شرط" موضوع مواد ۳۹۹ تا ۴۰۱ قانون مدنی و نیز قسمتی از خيارات در قانون مدنی نزدیک است، هرچند تفاوت‌هایی بین آن‌ها وجود دارد.^۳ به هر حال، در متون اقتصادی و حقوقی تعاریف مختلفی برای این قرارداد ارائه شده است، از جمله:

"قرارداد اختیار معامله به دارنده‌ی آن حق می‌دهد که کالا را به قیمتی معین در تاریخ معین و

شاید قبل از آن خریداری کرده یا بفروشد، بدون آنکه تعهدی برای وی وجود داشته باشد".^۴

"اختیار معامله، توافقی است بین واگذارکننده و دارنده‌ی حق خرید و یا فروش دارایی تعهد شده،

بدین معنی که دارنده یا تحصیل‌کننده‌ی اختیار، حق خرید یا فروش دارایی خاصی را با قیمت

مشخصی و در تاریخ معینی در زمان آینده بدون هیچ‌گونه الزامی خواهد داشت".^۵

تعاریف مزبور در واقع ناظر به اثر قرارداد اختیار معامله هستند. به عبارتی برخی نویسندگان

این قرارداد را طوری تعریف کرده‌اند که عنصر اختیار، شاخص باشد و بیشتر بر این وجه از

قراردادهای اختیار در این تعاریف تاکید شده است. نویسندگانی دیگر قرارداد مزبور را بدین

صورت تعریف کرده است:

۱. بنی یعقوب، جواد، فرهنگ واژگان و اصطلاحات حقوقی، اقتصادی و اداری، جلد دوم، تهران: جنگل، چاپ دوم، ۱۳۸۸، ص ۱۴۵۱.

۲. آقایی، بهمن، فرهنگ حقوقی بهمن، تهران: گنج دانش، چاپ اول، ۱۳۷۸، ص ۸۷۷.

۳. جعفری لنگرودی، محمدجعفر، مبسوط در ترمینولوژی حقوق، جلد سوم، تهران: گنج دانش، چاپ اول، ۱۳۷۸، شماره ۶۷۴۱.

4. Swan, Edvard, Derivative Instruments Law, London: Cavendish Publisher, 1995, p. 161.

5. Cuthbertson, Keith & Dirk, Nitzche, Financial Engineering, Derivatives and Risk Management, New York: John Wiley, 2001, p. 169.

"اختیار، سندی است که دارنده‌ی اختیار یا خریدار آن می‌تواند در قبال پرداخت قیمت اختیار به صادرکننده یا فروشنده، این حق را به دست آورد که دارایی پایه‌ی قرارداد را با قیمت توافقی و در تاریخ معین و یا قبل از آن از صادرکننده‌ی سند این قرارداد بخرد یا به او بفروشد، بدون آنکه متعهد به این معامله شود".^۱

تعریف فوق اگرچه به قلم یک پژوهش‌گر حوزه‌ی اقتصادی و مالی قابل توجه است اما از نظر حقوقی چندان قابل توجه نیست. یکی از حقوق‌دانان معاصر عرب که تحقیقات زیادی در زمینه‌ی معاملات و قراردادهای مالی به‌ویژه از حیث تطبیقی کرده، قرارداد اختیار را این‌گونه تعریف می‌کند:

"قرارداد اختیار، عقدی است معوض در مقابل یک حق مجرد و صرف که خرید یا فروش اموال معینی را در ازای مبلغ معین و در طول مدت معین یا در تاریخ معین به طرف دیگر واگذار می‌کند. واگذاری حق خرید یا فروش، ممکن است به صورت مباشرت و یا در ضمن یک هیات که ضامن حقوق طرفین می‌باشد صورت گیرد".^۲

نویسنده‌ی مزبور در این تعریف سعی کرده است که موضوع و نتیجه قرارداد اختیار معامله را بیان کند و از این رو تعریف وی در مقایسه با سایر تعاریف گویاتر است. در دستورالعمل^۳، قرارداد اختیار معامله‌ی سهام بدین ترتیب تعریف شده است:

"قرارداد اختیار معامله اوراق بهاداری است که به موجب آن فروشنده‌ی اوراق متعهد می‌شود در صورت درخواست خریدار، تعداد مشخصی از سهم پایه را به قیمت اعمال معامله کند. خریدار اوراق می‌تواند در زمان یا زمان‌های معینی در آینده طبق قرارداد، معامله را انجام دهد. فروشنده اوراق اختیار معامله در قبال این تعهد، مبلغ معینی از خریدار اوراق دریافت می‌کند. برای جلوگیری از امتناع فروشنده‌ی اوراق از انجام قرارداد، فروشنده ضمن قرارداد متعهد می‌شود مبلغی را به عنوان وجه تضمین نزد کارگزار بورس یا اتاق پایاپای قرار دهد...".^۴

۱. درخشان، مسعود، مشتقات و مدیریت ریسک در بازارهای نفت، تهران: مؤسسه مطالعات بین‌المللی انرژی، چاپ دوم، ۱۳۹۰، ص ۲۰۰.

۲. الزحیلی، اد. وهبه، المعاملات المالیه المعاصره، بحوث و فتاوی و حلول، دمشق: دارالفکر، ۱۴۲۳ق، ص ۵۰۳.

۳. دستورالعمل معاملات قرارداد اختیار معامله‌ی سهام در بورس اوراق بهادار تهران مصوب ۱۳۹۰/۱۲/۱۳ هیات مدیره سازمان بورس و اوراق بهادار که از این پس به اختصار دستورالعمل نامیده می‌شود.

۴. بند ۴۶ ماده ۱ دستورالعمل.

هیات مدیره سازمان بورس و اوراق بهادار در مقام تعریف این قرارداد، تنها به بیان تعهداتی که بر ذمه‌ی هر یک از طرفین قرار می‌گیرد، پرداخته و صحبتی از نقل و انتقال حقی یا اختیاری از یک طرف قرارداد به طرف دیگر آن و دریافت وجهی در ازای آن نکرده است، هرچند برای معرفی طرفین این قرارداد، از اصطلاح خریدار و فروشنده استفاده کرده است.^۱ بر اساس قسمت اخیر بند ۴۶ ماده ۱ دستورالعمل^۲، این قرارداد مشتمل بر دو نوع است: قرارداد اختیار خرید سهام^۳ و قرارداد اختیار فروش سهام^۴. اختیار خرید به دارنده‌ی آن این حق را می‌دهد که اگر مایل بود بتواند سهام را از طرف دیگر طلب کند و بخرد، و اختیار فروش به دارنده‌ی آن این حق را می‌دهد که اگر مایل بود بتواند سهام را به طرف دیگر عرضه کند و بفروشد.^۵ در هر قرارداد اختیار معامله‌ی سهام، دو سرمایه‌گذار وجود دارد. در یک طرف، سرمایه‌گذاری قرار دارد که موقعیت خرید^۶ اتخاذ و اختیار معامله را خریداری کرده که در اصطلاح به آن دارنده‌ی موقعیت باز خرید (دارنده‌ی اختیار اعم از خرید و یا فروش) می‌گویند. در طرف دیگر، سرمایه‌گذاری قرار دارد که موقعیت فروش^۷ اتخاذ و اختیار معامله را صادر کرده که در اصطلاح به آن دارنده‌ی موقعیت باز فروش (صادرکننده‌ی اختیار اعم از خرید و یا فروش) گویند.^۸

این تعاریف با وجود تفاوت‌های ظاهری، مفهوم واحدی را افاده می‌نمایند و یک عنصر مشترک در آن‌ها وجود دارد. موضوع اصلی قرارداد اختیار عبارت است از اختیار و به عبارت بهتر حق انجام معامله که متعلق است به دارنده‌ی اختیار و در قبال پرداخت مبلغ معین به وی منتقل

۱. چنانکه خواهیم گفت اطلاق بیع بر قرارداد اختیار معامله‌ی سهام در حقوق ایران صحیح نیست و بنابراین استفاده از واژگان مزبور برای معرفی طرفین این قرارداد ظاهراً بر مبنای مسامحه و به منظور سهولت در فهم مطلب است. در این مقاله نیز استفاده از این واژگان مبتنی بر مسامحه بوده و به منظور انتقال آسان‌تر مفاهیم است.
۲. قسمت اخیر بند ۴۶ ماده ۱ دستورالعمل مقرر می‌دارد: "...اوراق اختیار معامله می‌تواند به صورت اختیار فروش یا خرید باشد".

3. Call Stock Option.

4. Put Stock Option.

۵. درخشان، پیشین، ص ۲۰۲.

6. Long Position.

7. Short Position.

۸. هال، جان، مبانی مهندسی مال و مدیریت ریسک، ترجمه علی صالح‌آبادی و سجاد سیاح، تهران: شرکت کارگزاری مفید، چاپ دوم، تابستان ۱۳۸۸، ص ۲۹۸.

می‌شود. مع‌ذالک، بعضی از نویسندگان قرارداد اختیار را به گونه‌ای تعریف کرده‌اند که گویی این قرارداد یک نوع قرارداد بیع است که بر اساس آن یک طرف قرارداد، اختیار یا حق انجام معامله را به طرف دیگر می‌فروشد و در ازای آن مبلغی را به عنوان قیمت اختیار فروخته شده، دریافت می‌کند. به همین خاطر، برای معرفی طرفین این قرارداد نیز از اصطلاح خریدار اختیار^۱ و فروشنده اختیار^۲ استفاده کرده‌اند.

این‌گونه تعریف از قرارداد اختیار معامله، بر اساس سیستم‌هایی که در آن‌ها "بیع حق" امکان‌پذیر است، قابل قبول می‌باشد. این در حالی است که در نظام حقوقی ما وفق ماده ۳۳۸ قانون مدنی^۳ عقد بیع منحصر به تملیک و مبادله‌ی اعیان است و شامل دو قسم دیگر اموال، یعنی حق و منفعت نمی‌گردد. در نتیجه، تعریف قرارداد اختیار معامله با این کیفیت در نظام حقوقی ما صحیح به نظر نمی‌رسد. بنابراین، می‌توان قرارداد اختیار معامله را این‌گونه تعریف کرد که قراردادی است که به موجب آن یک طرف تعهد می‌کند در ازای دریافت وجهی از طرف دیگر، معامله‌ی موضوع اختیار (در بحث ما معامله سهام) را به قیمت توافقی در صورت تمایل وی در یک بازه زمانی معین منعقد کند. متعهد را صادرکننده‌ی اختیار^۴، طرف مقابل را دارنده‌ی اختیار^۵، وجهی را که طرف دارنده‌ی اختیار به صادرکننده‌ی آن می‌پردازد، قیمت اختیار^۶ و معامله مورد نظر طرفین (معامله سهام) را موضوع اختیار می‌نامند. موضوع تعهد دارنده‌ی اختیار، پرداخت قیمت اختیار^۷ و موضوع تعهد واگذارکننده‌ی اختیار، انعقاد معامله‌ی موضوع اختیار است که در پرتو عمل به آن‌ها، حق انجام معامله به وجود می‌آید.

۲- اوصاف قرارداد اختیار معامله سهام

از آنچه در باب تعریف و مفهوم قرارداد اختیار معامله سهام گفتیم، می‌توان اوصاف آن را اعم از حقوقی و مالی استخراج کرد.

1. Option Buyer.

2. Option Seller.

۳. ماده ۳۳۸ قانون مدنی: "بیع عبارت است از تملیک عین به عوض معلوم".

4. Option Writer.

5. Option Taker.

6. Option Price.

۷. چنانکه خواهیم گفت پرداخت قیمت اختیار، تعهد دارنده در زمان انعقاد قرارداد اختیار معامله است، لیکن در صورت تمایل به تملک سهام موضوع قرارداد اختیار معامله باید قیمت مورد توافق را نیز پرداخت کند.

۱-۲- اوصاف حقوقی

پیش از ذکر اوصاف حقوقی باید به این نکته توجه کرد که چون معاملات بورس -از جمله اختیار سهام- باید بر اساس مقررات بورس و مطابق با قانون بازار اوراق بهادار انجام شود لذا قراردادهای اختیار معامله اصولاً از جمله عقود تشریفاتی هستند. مستند قانونی این اظهارنظر، بند ب از ماده ۹۹ قانون برنامه پنجم توسعه جمهوری اسلامی ایران (۱۳۹۴ - ۱۳۹۰) است.^۱ در تشکیل این قرارداد وجود شرایطی نظیر پرداخت وجه تضمین، انعقاد از طریق کارگزار، تنظیم فرم بیانیهای ریسک و قرارداد مشتری - کارگزار^۲ و خرید ورقه‌ی بهادار الزامی است و در انعقاد و اعتبار آن نقش مهمی دارند به نحوی که عدم رعایت این شرایط به موجب ماده مزبور موجب بطلان و بی اعتباری قرارداد می‌گردد.

۱-۲-۱- معوض بودن

قرارداد اختیار معامله‌ی سهام، قراردادی معوض است. در این قرارداد تعهد صادرکننده‌ی اختیار مبنی بر انعقاد معامله به عنوان عوض، در برابر تعهد دارنده‌ی اختیار به پرداخت قیمت اختیار به عنوان معوض، قرار می‌گیرد. در مرحله اجرا، بین این دو تعهد اصلی رابطه‌ی تقدم حاکم است. در واقع، از آنجایی که به دست آوردن هر امتیاز و منفعتی مستلزم پرداخت قیمت و هزینه مربوط به آن است، در قرارداد اختیار معامله‌ی سهام نیز پرداخت قیمت اختیار مقدم بر انعقاد معامله است. در نتیجه، برای صادرکننده‌ی اختیار حق حبس یک‌طرفه وجود دارد.

۱-۲-۲- منجز بودن

در عقد منجز اثر عقد موقوف به امر دیگری نیست؛ بلکه به محض وقوع انشاء، آثار عقد بر آن مترتب خواهد شد.^۳ اثر اصلی قرارداد اختیار معامله‌ی سهام، ایجاد تعهد است که به صورت منجز

۱. بند ب ماده ۹۹ قانون برنامه پنجم توسعه: "معاملات اوراق بهادار ثبت شده در سازمان فقط در بورس‌ها و بازارهای خارج از بورس دارای مجوز و با رعایت مقررات معاملاتی هر یک از آنها حسب مورد امکان پذیر بوده و معامله اوراق بهادار مذکور بدون رعایت ترتیبات فوق، فاقد اعتبار است".

۲. ماده ۱۹ دستورالعمل: "همه مشتریان به منظور فعالیت در بازار مشتقه باید فرم بیانیهای ریسک و قرارداد مشتری - کارگزار را نزد کارگزار تکمیل و امضا کنند".

۳. صفایی، حسین، دوره مقدماتی حقوق مدنی (قواعد عمومی قراردادها)، جلد دوم، تهران: میزان، چاپ چهارم، ۱۳۸۵، ص ۲۷.

بر عهده‌ی هر یک از طرفین قرار می‌گیرد و تنها اجرای تعهد صادرکننده‌ی اختیار یعنی انعقاد معامله‌ی دوم موقوف به یک امر محتمل (اعمال اختیار) شده است، نظیر قرارداد بیمه که در آن تعهد به پرداخت حق بیمه و تعهد به جبران خسارت به عنوان عوضین قرارداد به صورت منجز بر عهده طرفین قرار می‌گیرند، لکن تنها جبران خسارت وارده به عنوان اجرای مفاد عقد، منوط به وقوع حادثه معین شده است.^۱

۳-۱-۲- لازم بودن

قرارداد اختیار معامله سهام یک عقد لازم است و هیچ یک از طرفین حق فسخ آن را ندارد مگر در موارد معین. ممکن است گفته شود که این قرارداد از طرف دارنده‌ی اختیار جایز است، زیرا، دارنده‌ی اختیار می‌تواند از حق خود برای معامله‌ی سهام استفاده کند یا استفاده نکند. اما، باید بین اعمال اختیار و حق فسخ یک‌طرفه که ویژگی اصلی عقد جایز است، فرق گذاشت. حق دارنده‌ی اختیار معامله‌ی سهام به این معنی نیست که صاحب حق می‌تواند هر وقت بخواهد آن را فسخ و مبلغی را که به عنوان قیمت اختیار پرداخت کرده، مسترد کند، زیرا، به موجب قرارداد اختیار معامله‌ی سهام قیمت اختیار به صورت قطعی به صادرکننده‌ی اختیار انتقال می‌یابد و چنانچه دارنده‌ی اختیار از اعمال آن صرف‌نظر نماید، حق استرداد این مبلغ را نخواهد داشت.^۲ در حقیقت، حق فسخ قرارداد و حق صرف‌نظر کردن از آن، دو مقوله‌ی مستقل هستند. دارنده‌ی اختیار هیچ‌گاه حق فسخ قرارداد را نخواهد داشت ولی می‌تواند با توجه به نحوه‌ی تغییرات حاصله در قیمت سهام پایه، اختیار خود را اعمال نکند و از انعقاد معامله‌ی موضوع اختیار صرف‌نظر کند. به علاوه، آثار حق فسخ با استفاده نکردن از اختیار معامله فرق می‌کند. در فسخ قرارداد، فسخ کننده می‌تواند علاوه بر استرداد عوض اخیانا خسارت نیز مطالبه کند، در صورتی که در اینجا چنین حقی ندارد.

در دستورالعمل نیز هیچ مقرره‌ای در خصوص فسخ یک‌طرفه‌ی قرارداد از جانب هر یک از طرفین قرارداد وجود ندارد؛ بلکه فقط بند ۴۶ ماده ۳۱^۳ در خصوص امکان انتقال اختیار به غیر و

۱. بابایی، ایرج، حقوق بیمه، تهران: سمت، چاپ دوم، ۱۳۸۳، صص ۵۰-۴۷.

2. Spence, op. cit., p. 128.

۳. قسمت اخیر بند ۴۶ ماده ۱ دستورالعمل: "هر یک از خریدار و فروشنده می‌توانند در مقابل مبلغی معین، اختیار یا تعهد خود را به شخص ثالثی واگذار کنند که وی جایگزین آن‌ها خواهد بود".

بند ۱۴ ماده مزبور^۱ در خصوص سلب اختیار از دارنده‌ی آن تصریح دارند. به علاوه، در معاملات و قراردادهای اصل بر لازم بودن قراردادهاست و جواز آن مستلزم نص قانونی است^۲. لذا، باید گفت که قرارداد اختیار معامله‌ی سهام، عقدی لازم است و هیچ‌یک از طرفین حق فسخ آن را ندارند مگر در موارد معین مطابق با عموماًت و قواعد مربوط به قراردادها.

۴-۱-۲- عهده‌ی بودن

به موجب قرارداد اختیار معامله‌ی سهام، تعهد به انعقاد معامله بر عهده صادرکننده‌ی اختیار و تعهد به پرداخت قیمت اختیار بر عهده دارنده‌ی اختیار قرار می‌گیرد و قرارداد مزبور به صورت غیر مستقیم موجب تملیک قیمت اختیار و انتقال اختیار انجام معامله می‌گردد. در واقع، در قرارداد اختیار معامله‌ی سهام هرچند قیمت اختیار به تملیک طرف صادرکننده‌ی اختیار درمی‌آید، اما این امر موجب نمی‌گردد که این قرارداد در زمره‌ی قراردادهای تملیکی قرار بگیرد، زیرا، در یک قرارداد تملیکی اثر مستقیم قرارداد، انتقال ملکیت یا حق عینی جزئی‌تر است و عقدی را که سبب ایجاد و انتقال و سقوط تعهد است باید عهده‌ی نامید^۳. در قرارداد اختیار معامله سهام، قیمت اختیار توسط دارنده‌ی اختیار در ازای متعهد شدن صادرکننده‌ی اختیار به انعقاد معامله، پرداخت می‌گردد. به عبارت دیگر، در پی ملتزم شدن صادرکننده‌ی اختیار، در دارنده اختیار یک نوع آسایش و امنیت خاطر به وجود می‌آید که برای وی ارزشمند بوده به نحوی که مجاب می‌گردد تعهد خود مبنی بر پرداخت قیمت اختیار را ایفا کند و به موجب ایفای آن، قیمت اختیار به تملیک صادرکننده‌ی اختیار در می‌آید.

۵-۱-۲- غیر احتمالی بودن

قرارداد اختیار معامله سهام یک قرارداد قطعی و غیر احتمالی است. در عقود معاوضی بنای طرفین

۱. بند ۱۴ ماده ۱ دستورالعمل در مقام تعریف اصطلاح بستن موقعیت به این مطلب می‌پردازد: "بستن موقعیت: سقوط تعهد دارنده‌ی موقعیت باز فروش با اتخاذ موقعیت خرید در همان نماد معاملاتی یا سلب اختیار (حق) دارنده‌ی موقعیت باز خرید با اتخاذ موقعیت فروش در همان نماد معاملاتی است".

۲. صفایی، پیشین، ص ۲۴.

۳ کاتوزیان، ناصر، دوره مقدماتی حقوق مدنی (اعمال حقوقی)، تهران: شرکت سهامی انتشار، چاپ دوازدهم، ۱۳۸۶، ص ۳۴.

بر معاوضه است و هر عوض، علت عوض مقابل است.^۱ در اینجا نیز بنای طرفین بر معاوضه است: پرداخت قیمت اختیار در برابر تعهد به انعقاد معامله. در این قرارداد آنچه در برابر قیمت اختیار به عنوان معوض قرار می‌گیرد، انعقاد معامله‌ی سهام (به دنبال استفاده از اختیار خرید یا فروش) نیست که امری محتمل است؛ بلکه تعهد به انعقاد معامله است.^۲

در برخی موارد، نفس یک تعهد ارزش اقتصادی دارد و بابت آن پول پرداخت می‌گردد نظیر تعهد به عدم رقابت با دیگری که به موجب آن شخص تعهد می‌کند در بازار با طرف مقابل رقابت نکند. در این قرارداد نیز صادرکننده‌ی اختیار در برابر دریافت مبلغ معین، تعهد می‌کند که سهام پایه را صرفاً با دارنده‌ی اختیار معامله کند. با شکل‌گیری این تعهد، برای طرف دارنده‌ی اختیار یک نوع اطمینان و امنیت خاطر ایجاد می‌گردد به نحوی که مجاب می‌شود قیمت اختیار را تادیه کند، زیرا، وی این قدرت را به دست آورده که این سهام را به قیمت توافق شده معامله کند و بدین ترتیب خود را در برابر زیان‌های ناشی از نوسانات آتی قیمت آن سهم، مصون کرده است.

۲-۲- اوصاف مالی

۲-۲-۱- کاهش ریسک قیمت

به موجب این قرارداد، طرفین در خصوص ریسک ناشی از تغییرات قیمت سهام از اطمینان نسبی برخوردار می‌شوند و می‌توانند با خیال آسوده‌تری برنامه‌ریزی کنند. البته مبادله در بازار مشتقه، بازی با جمع صفر است؛^۳ یعنی همواره سود یک معامله‌گر به معنای زیان معامله‌گر دیگر - البته به طور نسبی - است و منظور از زیان، مطلق محرومیت از درآمد است و نه خسارت. اختیار معامله‌ی سهام ریسک‌های موجود را بین دو طرف تقسیم می‌کند و در نتیجه، تحمل شوک‌ها برای بازار سرمایه راحت‌تر خواهد بود.^۴

۱. همان، ص ۲۹.

۲. سازمان بورس و اوراق بهادار تهران، کمیته فقهی و تخصصی، جلسه مربوط به قرارداد اختیار معامله، ۱۳۹۰، صص ۲۰ و ۲۱.

3. Ibid., p. 16.

۴. معصومی‌نیا، غلام‌علی، ابزارهای مشتقه - بررسی فقهی و اقتصادی، تهران: سازمان انتشارات پژوهشگاه فرهنگ و اندیشه اسلامی، چاپ دوم، ۱۳۸۷، ص ۴۶.

۲-۲-۲- مشخص بودن مقدار زیان

طرفین برای خرید سهام باید بهای زیادی را پرداخت کنند؛ اما، برای به دست آوردن اوراق اختیار معامله پرداخت مبلغ بسیار اندکی نسبت به ارزش سهام پایه یعنی قیمت اختیار کفایت می‌کند. به عبارت دیگر، هزینه معاملاتی در انعقاد قرارداد اختیار معامله نسبت به انعقاد قرارداد اصلی بسیار پایین‌تر است.

۲-۲-۳- افزایش معاملات در بورس

رواج اوراق ناظر به قرارداد اختیار معامله‌ی سهام موجب رونق سرمایه‌گذاری و در نتیجه، رشد اقتصادی می‌شود. در واقع، واسطه‌های اقتصادی با استفاده از این ابزار، وجوه پراکنده را متمرکز کرده و در اختیار سرمایه‌گذاران و تولیدکنندگان قرار می‌دهند.^۱ اوراق اختیار معامله نیز در بازار ثانوی داد و ستد می‌شوند و همین امر موجب افزایش کارایی بازار می‌گردد.^۲ بنابراین، در یک اقتصاد یا بازار سرمایه، قراردادهای اختیار معامله‌ی سهام و اوراق بهاداری که بر اساس آن‌ها صادر و معامله می‌شود، موجب گردش مالی در بازار سهام می‌گردند و چون هزینه‌ی کسب اطلاعات را کاهش می‌دهند، باعث شفافیت در بازار سهام نیز می‌شوند و دسترسی بازار به نقطه‌ی بهینه پارتو^۳ را ممکن می‌سازند.^۴

۲-۲-۴- بازی با قیمت‌ها و رانت‌خواری

قراردادهای اختیار معامله سهام، ابزار مالی مفید و مهمی هستند ولی در عین حال ظرفیت‌های زیادی برای دست‌کاری در بازار دارند. به همین لحاظ، اگر این قراردادها به‌درستی مدیریت و نظارت نشوند، مخاطراتی نظیر احتمال بورس‌بازی و رانت‌خواری را در پی خواهند داشت. هدف اولیه‌ی ابداع قرارداد اختیار معامله، مدیریت ریسک بوده که تا حدود بسیار زیادی نیز در تحقق

1. Ibid.

2. Black, Fischer, & Scholes, Myron, "The Pricing of Options and Corporate Liabilities", the University of Chicago Press: The Journal of Political Economy, Vol. 81, No. 3, 2008, p. 639.

۳. پارتو، اقتصاددان مشهور ایتالیایی که نظرات او درباره‌ی بازی قیمت‌ها در بازار تا مرحله بهینه شدن (Pareto Optima) مشهور است.

۴. لیارد، پی. آر. جی و والترز، ا. ا.، تئوری اقتصاد خرد، ترجمه عباس شاکری، تهران: نشر نی، چاپ اول، ۱۳۸۰، ص ۱۱۲.

این هدف مفید و کارآمد بوده است^۱، اما در طول زمان در فضای معاملاتی این قرارداد، بورس‌بازی (سفته‌بازی) رواج یافته تا آنجا که امروزه اکثر معاملات مبتنی بر اختیار معامله‌ی سهام با این انگیزه انجام می‌شود^۲. بورس‌بازان با این انگیزه که قیمت سهام در آینده مطابق با انتظارات ایشان خواهد بود و متعاقباً اختیار معامله‌ی سهام با ارزش می‌گردد، اقدام به انعقاد این قرارداد و انتقال اختیار خود می‌کنند^۳. البته، سازوکار نظارت در بورس‌های اوراق بهادار مانع از این قبیل سوءاستفاده‌ها می‌شود، با این حال ماهیت مالی قراردادهای اختیار معامله‌ی سهام طوری است که ممکن است ظرفیت‌های مالی را ایجاد کند و مورد سوءاستفاده قرار بگیرد. در واقع، طرفین در یک شرایط عادی با آگاهی نسبی از آینده‌ی قیمت‌ها، اقدام به انعقاد قرارداد اختیار می‌کنند، اما ممکن است افرادی که به دنبال کسب سودهای بادآورده هستند، به صورت غیر رسمی از طریق برخی کانال‌ها از سیاست‌های آتی اقتصادی دولت که بر قیمت سهام پایه تاثیر مستقیم می‌گذارد، مطلع شوند و در همین راستا، اقدام به صدور یا خرید اوراق اختیار معامله کنند و به رانت‌خواری بپردازند. از طرف دیگر، قرارداد اختیار معامله سهام مبتنی بر اطلاعات مالی بازار و محاسبات ریاضی و مدل‌سازی حرفه‌ای است و کسانی که به اطلاعات نهانی دسترسی دارند، طبیعتاً می‌توانند از این ظرفیت مالی قرارداد بهتر و بیشتر استفاده کنند^۴. به همین لحاظ، معمولاً بورس‌بازان حرفه‌ای که اطلاعات زیادی درباره وضعیت بازار دارند، به کمک تخصیص امور مالی و اقتصادی به این نوع معاملات می‌پردازند و افراد عادی کمتر مایل به این نوع معاملات می‌باشند^۵.

1. Gibson, Rajn & Zimmermann, Heinz, "The Benefits and Risks of Derivative Instruments: An Economic Perspective", Finanzmarkt und Portfolio Management – 10. Jahrgang, 1996, p. 20.

2. Ibid., p. 21.

۳. راجع به ارزش اختیار معامله سه وضعیت In the Money, At the Money و Out the Money قابل تصور است:

"In the Money" به وضعیتی اطلاق می‌گردد که قیمت جاری سهام پایه در سررسید مطابق با انتظار دارنده‌ی اختیار تغییر کند که در این حالت اختیار معامله بالارزش خواهد شد. "Out the Money" وضعیتی را گویند که قیمت جاری سهام پایه در سررسید برخلاف انتظار دارنده‌ی اختیار تغییر نماید که در این حالت اختیار معامله بی ارزش خواهد شد. "At the Money" وضعیتی است که قیمت جاری سهام پایه در سررسید به میزانی تغییر کرده است که دقیقاً برابر با قیمت اعمال است که در این وضعیت اختیار معامله در نقطه‌ی بی تفاوتی خواهد بود. برای دیدن مباحث تفصیلی رک. درخشان، پیشین، صص ۲۱۸-۲۲۶.

4., Bishnupriya & Debasish, op. cit., p. 3.

۵. معصومی‌نیا، پیشین، ص ۴۹.

۳- مقایسه قرارداد اختیار معامله سهام با قراردادهای مشابه

همان‌طور که گفتیم، موضوع اختیار معامله سهام در واقع حقی است که صادرکننده‌ی اختیار به دارنده‌ی آن می‌دهد که هر زمان در طول مدت معین خواست، بتواند از این اختیار یا حق استفاده کند و سهام مربوط را از صادرکننده حسب نوع اختیار، بخرد یا بفروشد. از این رو، قرارداد مزبور دارای وجوه تشابه با برخی عقود مانند وکالت، بیمه، بیع و قول‌نامه است. اما، در عین حال با هر یک از آن‌ها تفاوت‌هایی نیز دارد که موجب می‌گردند نتوان آن را در قالب یکی از این عقود تعریف کرد. در واقع، اوصاف و ویژگی‌های قراردادهای اختیار معامله سهام، اقتضا می‌کند که آن‌ها را در شمار قراردادهای موضوع ماده ۱۰ قانون مدنی به‌شمار آوریم. با این همه، عنصر احتمال از یک سو و تعداد سهام در هنگام استفاده از اختیار، گاه موجب تردید در صحت آن می‌شود. البته باید توجه کرد که به هر حال حجم و اندازه معامله، معلوم است و تفاوت احتمالی در تعداد سهام در زمان استفاده از اختیار به منزله‌ی مجهول بودن مورد معامله نیست.

۱-۳- مقایسه با قرارداد بیمه

قرارداد اختیار معامله‌ی سهام و قرارداد بیمه هر دو در زمره‌ی عقود تأمینی^۱ هستند که به موجب آن یکی از طرفین قرارداد نسبت به تحولات آینده در حاشیه‌ی امنیت قرار می‌گیرد. تاثیر هر دو قرارداد، انتقال ریسک از یک طرف قرارداد به طرف مقابل است. ریسک در قرارداد بیمه در قبال پرداخت حق بیمه، از بیمه‌گذار به بیمه‌گر منتقل و در قرارداد اختیار معامله سهام در قبال پرداخت قیمت اختیار، از خریدار به فروشنده منتقل می‌شود.^۲ با این حال، این مشابهت‌ها باعث نمی‌شود که این دو نوع قرارداد یکی دانسته شود. در قرارداد بیمه، قصد بیع وجود ندارد؛ بلکه موضوع اصلی تعهد بیمه‌گر، پرداخت خسارت است که در صورت وقوع حادثه و خسارت وارده به بیمه‌گذار پرداخت می‌شود.^۳ ولی، در قرارداد اختیار معامله سهام قصد بیع وجود دارد و پس از اعمال اختیار از جانب دارنده‌ی اختیار، سهام پایه مورد معامله و بیع قرار می‌گیرد. همچنین، در عقد بیمه انگیزه

1. Hedging.

۲. هوشمند، محمود؛ و تشکری صالح، پروین، "نقش صنعت بیمه در کاهش سرمایه‌گذاری در بازار بورس اوراق بهادار"، مجله علوم اجتماعی دانشکده ادبیات و علوم انسانی دانشگاه فردوسی مشهد، پاییز و زمستان ۱۳۸۶، ص ۱۵۳.

۳. همان، ص ۱۵۴.

بیمه‌گذار از انعقاد قرارداد جلوگیری از ورود زیان است، حال آنکه، در قرارداد اختیار معامله سهام انگیزه‌ی طرفین از انعقاد قرارداد، کسب منفعت است.^۱

۲-۳- مقایسه با قرارداد وکالت

در قرارداد اختیار معامله سهام، شخصی که تعهد به خرید و یا فروش می‌کند (صادرکننده‌ی اختیار)، به طرف مقابل این اختیار را می‌دهد تا سهام پایه را به قیمت توافقی و در زمان معین از او بخرد و یا به او بفروشد. توجه این اختیار براساس عقد وکالت نیز ممکن است، زیرا موضوع عقد وکالت انجام یک عمل حقوقی توسط شخص دیگری (وکیل) غیر از اصیل است.^۲ اما باید به این نکته توجه کرد که با اعطای وکالت حق از موکل سلب نمی‌شود و موکل نیز می‌تواند راسا نسبت به انجام کاری که به وکیل محول کرده، اقدام کند^۳، در حالی که در عقد اختیار معامله سهام، حق خرید و یا فروش از صادرکننده‌ی اختیار سلب می‌شود و به دارنده‌ی آن انتقال پیدا می‌کند.^۴ به علاوه، وکیل در قرارداد وکالت مکلف به رعایت غبطه موکل است و باید در اعمال خود مصلحت وی را در نظر بگیرد^۵، اما دارنده‌ی اختیار در قرارداد اختیار معامله سهام به تشخیص خود و بنا به مصالح و احوال خود دست به انتخاب می‌زند و حسب مورد، از اختیار خرید یا فروش استفاده می‌کند و چه‌بسا از نحوه‌ی تصمیم‌گیری و انتخاب وی به صادرکننده‌ی اختیار ضرر وارد آید. با این حال دارنده‌ی اختیار مسئولیتی برای جبران خسارت ندارد. همچنین، وکالت عقدی جایز است، حال آنکه قرارداد اختیار معامله سهام از هر دو طرف لازم است و هیچ‌یک از طرفین نمی‌تواند آن را یک‌طرفه فسخ کند.

۱. دارنده‌ی اختیار در قرارداد اختیار خرید سهام، در صورت افزایش قیمت سهام پایه اقدام به اعمال اختیار خود مبنی بر خرید سهم می‌کند و از تفاوت فی‌مابین قیمت توافقی و قیمت جاری سهام پایه سود می‌برد و در قرارداد اختیار فروش سهام، در صورت کاهش قیمت سهم پایه، اقدام به اعمال اختیار خود مبنی بر فروش سهم می‌کند و از تفاوت قیمت توافقی و قیمت جاری سود می‌برد. برای دیدن مباحث تکمیلی رک. درخشان، پیشین.

۲. کاتوزیان، ناصر، دوره مقدماتی حقوق مدنی (درس‌هایی از عقود معین)، جلد دوم، تهران: گنج دانش، چاپ دهم، ۱۳۸۶، ص ۵۸.

۳. همان، ص ۱۰۴.

۴. المومن قمی، محمد، کلمات سدیده فی مسائل جدید، قم: مؤسسه النشر الاسلامی، ۱۴۰۷ ق، ص ۲۴۳.

۵. کاتوزیان، پیشین، ص ۸۳.

۳-۳- مقایسه با قرارداد بیع

از ظاهر قرارداد اختیار معامله چنین برمی‌آید که داخل در عنوان بیع باشد. اما، از دیدگاه حقوق موضوعه، موضوع معامله در بیع، عین معین است و نمی‌توان حق را از طریق عقد بیع به دیگری انتقال داد. مستند این نظر، ماده 338 قانون مدنی است که در تعریف عقد بیع مقرر می‌دارد: "بیع عبارت است از تملیک عین به عوض معلوم". نظرات فقهای شیعه نیز بر این است که مثنی در عقد بیع، منحصر به اعیان است. در کتاب مکاسب شیخ مرتضی انصاری در تعریف بیع آمده است: "ظاهراً در بیع، معوض باید عین خارجی باشد".^۱ بنابراین، توجیه و تطبیق قرارداد اختیار معامله سهام بر عقد بیع با ماده 338 قانون مدنی که منطبق با نظر مشهور فقهای امامیه است، منافات دارد. از طرف دیگر، اثر اصلی بیع، انتقال مالکیت مبیع است،^۲ در حالی که در قرارداد اختیار، مالکیت سهام پایه مورد نقل و انتقال قرار نمی‌گیرد و قرارداد مزبور صرفاً تعهداتی را بر ذمه هر یک از طرفین قرار می‌دهد.

۳-۴- مقایسه با قرارداد قول‌نامه

قول‌نامه سندی است که شرایط و زمان ایجاد عقد دیگری را که طرفین ملزم به اجرای آن در زمان مورد نظر می‌باشند، بیان می‌دارد.^۳ موضوع قول‌نامه عبارت است از تعهد به انجام معامله در زمان معین آینده. قرارداد اختیار معامله سهام از این حیث که در صورت استفاده‌ی دارنده‌ی اختیار از اختیار فروش یا خرید، صادرکننده حسب مورد، ملزم به خرید یا فروش سهام است، شباهت‌هایی با قول‌نامه دارد. از نظر ضمانت اجرا نیز در قول‌نامه در صورت تخلف متعهد، متعهدله می‌تواند وجه التزام را مطالبه کند یا در صورتی که شرایط قول‌نامه مفید این نمی‌باشد،

۱. انصاری، شیخ مرتضی، مکاسب، تحقیق و تعلیق سیدمحمد کلاتر، جلد ششم، بیروت: مؤسسه النشر للمطبوعات، ۱۳۶۳، ص ۱۵۲.

۲. کاتوزیان، ناصر، دوره مقدماتی حقوق مدنی (درس‌هایی از عقود معین)، جلد اول، تهران: گنج دانش، چاپ یازدهم، ۱۳۸۷، ص ۶۹.

۳. لطفیان، حسین، قولنامه - ماهیت حقوقی و آثار آن؛ مطالعه تطبیقی در حقوق ایران و بعضی کشورها، تهران: انتشارات روزنامه رسمی کشور، ۱۳۷۱، ص ۹.

هم وجه التزام را مطالبه کند و هم الزام به انجام معامله اصلی را بخواهد.^۱ در قرارداد اختیار سهام نیز اگر صادرکننده‌ی اختیار تخلف کند، دارنده‌ی اختیار می‌تواند معامله را تسویه نقدی کند و بدین ترتیب از ورود خسارت به خود جلوگیری کند.

با این همه، تفاوت‌های اساسی وجود دارد که این دو قرارداد را از یکدیگر متمایز می‌گرداند. قول‌نامه، یک قرارداد مقدماتی است که مقصود از آن ایجاد التزام بر انعقاد عقد اصلی است. به عبارت دیگر، طرفین در قرارداد مزبور تنها خود را ملتزم می‌سازند و انشای عقد نهایی را به تراضی در آینده موکول می‌کنند^۲، درحالی که قرارداد اختیار معامله سهام، فارغ از اعمال یا عدم اعمال حق اختیار در آینده، قرارداد مستقلی است و دارنده‌ی اختیار در مواردی که تحولات قیمت با انتظارش مطابق باشد غالباً به‌جای انعقاد بیع، در قالب فروش برگه‌ی اختیار به انتقال اختیار به ثالث اقدام می‌کند^۳. همچنین، وجه التزام که در قول‌نامه به عنوان جریمه یا جبران خسارت ناشی از عدم انجام تعهد مشخص می‌گردد، نسبت به هر یک از متعاقدين لازم‌الاجراست و هر یک از طرفین که از تعهد خود تخلف کند، ملزم به پرداخت آن است، حال آنکه در قرارداد اختیار معامله سهام آنچه دارنده‌ی حق ملزم به پرداخت آن است، بها و عوض اختیاری است که به دست آورده است نه جبران خسارت ناشی از عدم انجام تعهد اصلی و عدم انجام عقد نهایی^۴. از طرف دیگر، قول‌نامه هر دو طرف را ملتزم به انجام دادن عقد نهایی می‌سازد، حال آنکه در قرارداد اختیار معامله سهام، دارنده‌ی اختیار برخلاف صادرکننده‌ی اختیار، ملتزم به عقد نهایی نیست و در انعقاد یا عدم انعقاد عقد نهایی مختار است و می‌تواند هیچ‌گاه از اختیار خود استفاده نکند تا مدت قرارداد منقضی شود^۵.

۵-۳- ماهیت حقوقی قرارداد اختیار معامله سهام

از نقطه‌نظر حقوقی، در خصوص ماهیت حقوقی اراده‌ی هر یک از طرفین این قرارداد باید گفت که صادرکننده‌ی اختیار معامله هنگام انشای قرارداد اختیار معامله، ایجاب قرارداد بیع را نیز انشا

۱. رفیعی، محمدتقی؛ و عبدالصمدی، راضیه، "بررسی حقوقی اوراق اختیار معامله در بازار بورس اوراق بهادار"، مجله اندیشه‌های حقوقی، سال چهارم، شماره دهم، بهار و تابستان ۱۳۸۵، ص ۱۰۹.

۲. همان، ص ۱۱۰.

3. Anderson, R. & Danthing, J.P., "Hedger Diversity in Futures Markets", Economic Journal 93, 2004, p. 380.

۴. همان.

۵. همان.

می‌کند. به عبارت دیگر، اعلام اراده وی مشتمل بر انشای دو ایجاب است: یک ایجاب مربوط به خود قرارداد اختیار معامله است و ایجاب دیگر ناظر بر قرارداد بیع است که غیر قابل رجوع است. به عبارتی وی در طول مدت اعتبار قرارداد اختیار معامله ملتزم به ایجاب قرارداد بیع است. در خصوص اراده‌ی دارنده‌ی اختیار نیز باید گفت که وی قرارداد اختیار معامله را در زمان انشای این قرارداد قبول می‌کند و قرارداد بیع را در زمان اعمال اختیار معامله قبول می‌کند.

با توجه به مطالب فوق، تاریخ انعقاد قرارداد بیع و به تبع آن، انتقال مالکیت سهام پایه به دارنده‌ی اختیار، زمان اعمال اختیار مبنی بر قبولی بیع است و تا قبل از این تاریخ، بیعی منعقد نشده است، زیرا تا قبل از این تاریخ از ارکان توافق تنها ایجاب محقق گشته و رکن دیگر یعنی قبولی هنوز محقق نشده است؛ بلکه پس از اینکه اختیار اعمال شد و دارنده‌ی اختیار از طریق قبول بیع، اختیار مزبور را عملیاتی کرد، مالکیت سهام به وی منتقل خواهد شد.

بنابراین، در خصوص قرارداد اختیار معامله‌ی سهام باید گفت که با توجه به اصل آزادی اراده در قراردادها که در ماده ۱۰ قانون مدنی ایران آمده و مقرر می‌دارد: "قراردادهای خصوصی نسبت به کسانی که آن را منعقد نموده‌اند، در صورتی که مخالف صریح قانون نباشد نافذ است" نیازی به تطبیق و توجیه قرارداد اختیار معامله‌ی سهام در قالب عقود چون وکالت، بیع، بیمه و امثال آن‌ها وجود ندارد؛ بلکه این قرارداد، قراردادی است مستقل با ویژگی‌های خود که با برخی از عقود تعریف شده در قانون مدنی و فقه شباهت‌هایی دارد. قرارداد اختیار معامله سهام با هیچ‌یک از اصول شرعی یا قانونی منافات ندارد و از این رو معتبر و صحیح است و تابع شرایط اساسی صحت معامله است. مع‌ذالک نظر به اینکه مبادرت به انعقاد قرارداد اختیار معامله سهام در چارچوب بازار اوراق بهادار انجام می‌شود و از طرفی، معاملات بازار اوراق بهادار تابع قانون بازار اوراق بهادار مصوب ۱۳۸۴ است، در نتیجه این قرارداد تابع احکام و تشریفات است که در چارچوب همان قانون وضع می‌گردد.

با این همه متأسفانه در حال حاضر، محاکم دادگستری ایران نسبت به قرارداد اختیار معامله موضع مناسبی ندارند و به دلیل ناآشنایی با مفهوم و کارکردهای آن، در ارزیابی این قرارداد دچار تردید شده‌اند و حتی در مواردی آن را غیر معتبر دانسته‌اند. مهم‌ترین دلیلی که دادگاه‌ها برای بی اعتباری این قرارداد ذکر کرده‌اند، معلوم نبودن موضوع معامله (تعداد سهام) در مقطعی است که

دارنده‌ی اختیار از حق خود استفاده کرده است، زیرا سهام موضوع معامله‌ی اولیه گاه در طول زمان با افزایش سرمایه مواجه و تعداد آن بیشتر می‌شود. اما، نکته‌ای که از نظر دادگاه‌ها پنهان مانده و علت آن هم ناآشنایی با سازوکار و نحوه‌ی کار در این نوع از قراردادهاست، این است که پس از اینکه دارنده‌ی اختیار از این حق خود استفاده می‌کند و تصمیم می‌گیرد سهام مورد نظر را حسب نوع اختیار، بخرد و یا بفروشد و صادرکننده‌ی اختیار هم به ترتیب، مکلف به فروش و یا خرید آن است، یک قرارداد جدید در مورد خرید و فروش سهام منعقد می‌شود که در آن تعداد فعلی سهام مشخص است. به هر حال، بی اعتبار دانستن این قرارداد در محاکم قضایی، با اعتبار آن در بورس اوراق بهادار در تضاد است و پیامدهای اقتصادی و اجتماعی نامناسبی را به همراه خواهد داشت.

گفتار دوم: تشکیل قرارداد اختیار معامله سهام

۱- ارکان قرارداد اختیار معامله سهام

۱-۱- اختیار

همان‌طور که از نام و تعریف قرارداد اختیار معامله‌ی سهام برمی‌آید، اولین رکن این قرارداد اختیاری است که به معامله‌گر می‌دهد. خریدار اختیار معامله، با پرداخت مبلغی این اختیار را به دست می‌آورد که در طول مدت معین یا در سررسید، سهام پایه را خریداری کند و یا بفروش برساند؛ با این حال در این معامله هیچ التزامی متوجه او نیست. اما در مقابل، فروشنده‌ی اختیار معامله ملزم و متعهد است، زیرا با قیمتی که از خریدار دریافت کرده است، خود را ملتزم به انجام معامله نسبت به سهام پایه در سررسید کرده است.^۱

۱-۲- قیمت اختیار^۲

خریدار اختیار معامله، در مقابل اختیاری که به دست می‌آورد، مبلغی را به فروشنده‌ی اختیار می‌پردازد

1. Sanep, & Shah Mohd Dali, Nuradli Ridzwan, op. cit., p. 3.

2. Premium.

که در اصطلاح "قیمت اختیار" یا "حق شرط"^۱ نامیده می‌شود.^۲ این مبلغ تحت تاثیر متغیرهای مختلفی از قبیل زمان سررسید، قیمت توافقی، قیمت جاری سهام، نرخ بهره و نوسان قیمت سهم در بازار تعیین می‌گردد.^۳ بند ۵۳ از ماده ۱ دستورالعمل در این خصوص بیان می‌دارد: "قیمت قرارداد اختیار معامله به ازای یک سهم که سفارش خرید یا فروش براساس آن اجرا می‌شود".

۳-۱- سهام پایه^۴

یکی از ارکان مهم در قرارداد اختیار معامله سهام، سهام پایه است که اختیار خرید یا فروش آن با قیمت توافقی به خریدار اعطا گردیده است. طبق بند ۴۱ ماده ۱ دستورالعمل، منظور از سهام پایه سهامی است که قرارداد اختیار معامله مبتنی بر آن است. هنگام انعقاد قرارداد اختیار معامله سهام باید به طور صریح و دقیق مشخص کرد که در سررسید چه سهامی و به چه میزانی بایستی معامله گردد.^۵ از نقطه نظر حقوقی، وجود سهام پایه در هنگام انعقاد قرارداد اختیار معامله سهام، شرط صحت آن نیست؛ بلکه صرفاً قدرت بر تسلیم سهام پایه در هنگام اعمال اختیار، شرط صحت این قرارداد است. در واقع، ممکن است صادرکننده‌ی اختیار در قرارداد اختیار خرید سهام، اقدام به صدور اختیار خرید سهام کرده باشد بدون اینکه در هنگام انعقاد قرارداد مزبور، سهام پایه در تملک وی باشد. به این ترتیب قرارداد منعقد صحیح است هرچند صادرکننده‌ی مزبور، خود را در معرض ریسک بالایی قرار داده است، زیرا وی هنگام اعمال اختیار خرید مکلف خواهد بود سهام پایه را به قیمت جاری در بازار آزاد خریداری کند و به قیمت اعمال به دارنده‌ی اختیار به فروش برساند. همچنین، می‌توان قرارداد اختیار فروش سهامی را در نظر گرفت که دارنده اختیار در هنگام انعقاد قرارداد مزبور، مالک هیچ‌کدام از سهام پایه نباشد.

در اصطلاح، این نوع از قراردادهای اختیار معامله، اختیار معامله بدون پوشش^۶ نامیده می‌شوند. اختیار معامله بدون پوشش عبارت است از اختیار معامله‌ای که با یک موقعیت معاملاتی

1. Up- pront.

2. Ibid.

۳. همان، ص ۹۰.

4. Underlying Stock.

۵. همان، ص ۹۱.

6. Naked Option.

خنثی کننده در مورد سهام پایه همراه نیست.^۱ به عنوان مثال، فرد هم‌زمان با فروش اختیار خرید، اقدام به خرید سهام پایه در بازار نکرده است و خود را در معرض ریسک بالایی قرار داده است. به صورت مشابه، فردی که اختیار فروش را به فروش رسانده است، برای پوشش ریسک خود بایستی در بازار یک موقعیت تعهدی فروش برای خود اتخاذ کرده باشد که چنانچه دارنده‌ی اختیار درخواست فروش سهام پایه را کرد، بتواند ریسک خود را کنترل کند.

علاوه بر این، در قرارداد اختیار معامله سهام شرط نیست که طرفین جزو سهام‌داران شرکت ناشر سهام پایه باشند.^۲ به عبارتی ممکن است شخص دیگری غیر از سهام‌داران شرکت ناشر سهام پایه اقدام به انعقاد قرارداد اختیار معامله کرده باشد و هیچ‌یک از طرفین حتی یک سهم نیز در شرکت مزبور نداشته باشند.^۳

۴-۱- قیمت اعمال^۴

رکن دیگر قرارداد اختیار معامله سهام، قیمت اعمال است که وفق بند ۵۱ ماده ۱ دستورالعمل مقصود از آن قیمت توافقی خریدار و فروشنده در قرارداد اختیار معامله‌ی سهام است که برای خرید یا فروش سهم پایه در نظر گرفته شده است و ممکن است در تاریخ سررسید با قیمت جاری برابر باشد یا نباشد.

۱. فطانت، محمد؛ و آقاپور، ابراهیم، اوراق اختیار معامله در بازار سرمایه ایران، تهران: مؤسسه تحقیقات پولی و بانکی، چاپ اول، ۱۳۸۰، ص ۲۰.

۲. یگانه فر، ادریس، ماهیت و اعتبار قرارداد اختیار معامله، تهران: مؤسسه حقوقی یگانه دادگری و عدالت، ۱۳۸۹، ص ۱۵.

۳. انتظار هر یک از طرفین قرارداد اختیار معامله‌ی سهام از آینده قیمت سهام پایه، متقابل است. بدین ترتیب که در قرارداد اختیار خرید سهام، دارنده‌ی موقعیت باز خرید انتظار افزایش آتی قیمت سهام پایه را دارد؛ در مقابل، دارنده‌ی موقعیت باز فروش انتظار کاهش آتی آن را دارد. در قرارداد اختیار فروش سهام نیز دارنده‌ی موقعیت باز خرید انتظار کاهش آتی قیمت سهام پایه را دارد؛ در مقابل، دارنده‌ی موقعیت باز فروش انتظار افزایش آتی آن را دارد. همین تقابل انتظارات هر یک از دارندگان و صادرکنندگان اختیار، آن‌ها را به انعقاد قرارداد اختیار و اجرای آن وا می‌دارد. ملاحظه می‌گردد که دارنده‌ی اختیار خرید سهام و صادرکننده‌ی اختیار فروش سهام، انتظار افزایش آتی قیمت سهام پایه را دارند و دارنده‌ی اختیار فروش سهام و صادرکننده‌ی اختیار خرید سهام، انتظار کاهش آتی قیمت سهام پایه را دارند.

4. Strike or Exercise Price.

۵-۱- تاریخ انقضا^۱

تاریخ انقضا یا سررسید در واقع عمر قرارداد را مشخص می‌کند. تاریخ مزبور برای قراردادهای اختیار معامله‌ای که در بازارهای معمولی داد و ستد می‌شوند، با توافق طرفین تعیین می‌شود؛ ولی در بورس‌های سازمان‌یافته دنیا، این تاریخ استاندارد و مشخص است، یعنی ماه و روز و ساعت آن نیز تعیین می‌شود.^۲ در بند ۳۴ ماده ۱ دستورالعمل این رکن از قرارداد تحت عنوان "زمان سررسید" پیش‌بینی شده است.

۲- نهادهای دخیل در قرارداد اختیار معامله سهام

در تشکیل و اجرای قرارداد اختیار معامله سهام نهادهای مهمی دخالت دارند. به ترتیب هر یک از آن‌ها مورد اشاره قرار می‌گیرد.

۱-۲- بورس

مقصود از بورس در خصوص قرارداد اختیار معامله سهام طبق بند ۱۵ ماده ۱ دستورالعمل، شرکت بورس اوراق بهادار تهران (سهامی عام) است. سازمان بورس و اوراق بهادار طبق بند ۲ ماده ۱ قانون بازار اوراق بهادار عبارت است از سازمانی که به موجب ماده ۵ قانون مذکور تشکیل می‌شود. با بررسی مقررات دستورالعمل، وظایف و اختیارات شرکت بورس در خصوص قرارداد اختیار معامله سهام به دو دسته کلی تقسیم‌بندی شده است: وظایف و اختیارات در مرحله انعقاد قرارداد اختیار معامله سهام و وظایف و اختیارات در مرحله اجرای قرارداد اختیار معامله سهام. وظایف و اختیارات مزبور به منظور حفظ حقوق سرمایه‌گذاران جزء و ثبات و شفافیت و کارایی بازار سهام و جلوگیری از سوءاستفاده‌ی افراد، مفید و مهم هستند.

۱-۱-۲- وظایف و اختیارات در مرحله انعقاد قرارداد

بر اساس ماده ۱۶ دستورالعمل، صدور مجوز لازم برای فعالیت کارگزاران برعهده شرکت بورس است. همچنین نرم‌افزارهای کارگزاران به منظور انجام معاملات باید مورد تایید این شرکت باشد.

1. Exercise Date.

۲. همان، ص ۲۳۵.

وظیفه دیگر شرکت بورس در مرحله انعقاد قرارداد اختیار معامله سهام، تهیه و ابلاغ فرم بیانیه‌ی ریسک وفق قسمت اخیر ماده ۱۹ دستورالعمل است. همچنین، تعیین نوع سفارشی که یک مشتری می‌تواند داشته باشد و اعتبار آن، وفق ماده ۲۲ دستورالعمل، در صلاحیت شرکت بورس است.

شرکت بورس از یکسری اختیارات نیز در مرحله انعقاد قرارداد اختیار معامله سهام برخوردار است. بدین شرح که سازمان بورس می‌تواند حداکثر تعداد مجاز قرارداد اختیار معامله را به ازای هر سفارش تعیین نماید. بدین معنی که طبق ماده ۱۵ دستورالعمل به بورس این اجازه داده شده است که برای تعداد قرارداد اختیار معامله به ازای هر سفارش، سقف تعیین و مشتری را از درخواست بیشتر منع نماید. از طرف دیگر، شرکت مزبور مختار است در تعداد کارگزاری که یک مشتری می‌تواند استفاده نماید، محدودیت تعیین کند. ماده ۱۸ دستورالعمل در این زمینه مقرر می‌دارد: "بورس می‌تواند در مورد تعداد کارگزاری که یک مشتری می‌تواند از طریق آن‌ها معامله کند، محدودیت تعیین کند. کارگزار و مشتری مکلف به کنترل و رعایت مفاد این ماده هستند."

۲-۱-۲- وظایف و اختیارات در مرحله اجرای قرارداد

شرکت بورس در مرحله اجرای قرارداد اختیار معامله سهام بر اساس ماده ۲۶ دستورالعمل مکلف است قیمت پایانی^۱ قرارداد اختیار معامله‌ی هر نماد معاملاتی را حداکثر یک ساعت پس از پایان معاملات روزانه محاسبه و اعلام نماید. از طرف دیگر، شرکت بورس وفق ماده ۹ دستورالعمل مکلف است پیش از آغاز معاملات روزانه حداقل دو قرارداد اختیار معامله جدید در هر زیرگروه هم ماه^۲ معرفی و از طریق سامانه معاملاتی اعلام نماید.

وظیفه مهم دیگر شرکت بورس در این مرحله، تعدیل قرارداد اختیار معامله است. بر اساس بند ۲۱ ماده ۱ دستورالعمل، منظور از تعدیل قرارداد اختیار معامله، تغییر قیمت اعمال و یا اندازه قرارداد پس از اقدام شرکت ناشر است. شرکت در دو مورد مکلف خواهد بود قرارداد اختیار معامله را تعدیل نماید. اولین مورد مربوط به حالتی است که سرمایه شرکت ناشر سهم پایه افزایش یافته

۱. بند ۵۲ ماده ۱ دستورالعمل: "قیمت پایانی هر قرارداد اختیار معامله که بورس پس از پایان روز معاملاتی محاسبه و اعلام می‌کند".

۲. بند ماده ۱ دستورالعمل: "مجموعه قراردادهای اختیار معامله یک گروه اختیار معامله که زمان سررسید آن‌ها یکسان است".

است. در این مورد، شرکت بورس وفق ماده ۴۶ دستورالعمل مکلف به تعدیل قیمت اعمال، اندازه قرارداد و سقف موقعیت‌های^۱ یک گروه اختیار معامله خواهد بود. دومین مورد مربوط به حالتی است که مجمع شرکت ناشر سهم پایه تقسیم سود سهام خود را مورد تصویب قرار داده باشد. در این مورد، شرکت بورس وفق ماده ۴۷ دستورالعمل مکلف به تعدیل قیمت اعمال قراردادهای اختیار معامله یک گروه اختیار معامله خواهد بود.

از طرف دیگر، معاملات در بورس از طریق سامانه‌ی معاملاتی صورت می‌پذیرد و ممکن است در سامانه اطلاعاتی اشکالات فنی بروز کند و یا خطای کاربری وجود داشته باشد و در نتیجه، در انجام معاملات خدشه وارد آید. اگر کارگزاری به دلیل خطای کاربری یا سامانه معاملاتی نسبت به معاملات معترض باشد، رسیدگی به آن وفق ماده ۲۷ دستورالعمل در صلاحیت مدیرعامل شرکت بورس خواهد بود. تصمیم مدیرعامل شرکت بورس قطعی و لازم‌الاجرا خواهد بود.

نکته آخر اینکه ممکن است در قیمت قرارداد تغییراتی داده شده باشد یا دست‌کاری‌هایی انجام گرفته باشد. در این صورت، دستورالعمل به هر یک از سازمان بورس یا مدیرعامل شرکت بورس این اختیار را داده است که نماد معاملاتی قرارداد را متوقف نمایند. ماده ۲۸ دستورالعمل در این خصوص مقرر می‌دارد: "اگر ظن دست‌کاری قیمت در معاملات وجود داشته باشد یا تغییرات غیر عادی در قیمت قرارداد اختیار معامله مشاهده گردد، سازمان یا مدیرعامل بورس می‌تواند دستور توقف نماد معاملاتی قرارداد اختیار معامله را صادر کند". وفق ماده مزبور بازگشایی مجدد نماد حسب مورد، بنا به دستور مقام صادرکننده آن امکان‌پذیر خواهد بود. بنابراین ملاحظه می‌گردد که دستور توقف نماد معاملاتی، قطعی و غیر قابل اعتراض است. همچنین، وفق قسمت اخیر ماده مزبور بورس می‌تواند پس از تشخیص و تایید متوقف کننده‌ی نماد معاملاتی مبنی بر دست‌کاری قیمت در معاملات یا حدوث تغییرات غیر عادی در قیمت قرارداد، معامله‌ی منعقد را باطل کند. ملاحظه می‌گردد که ابطال چنین قراردادی فقط در صلاحیت شرکت بورس است که به تشخیص مدیرعامل بورس یا سازمان بورس انجام می‌پذیرد.

۱. سقف موقعیت وفق بند ۳۹ و ۴۰ دستورالعمل به دو دسته باز و بسته تقسیم می‌گردد. سقف موقعیت باز عبارت است از حداکثر تعداد مجاز موقعیت‌های باز مشتری، کارگزار یا باز در هر زیرگروه هم ماه و مقصود از سقف موقعیت هم جهت، حداکثر تعداد مجاز موقعیت‌های هم جهت مشتری و کارگزار در هر زیرگروه هم ماه است. سقف هر دو این موقعیت‌ها در مشخصات قرارداد تعیین می‌شود.

۲-۲- شرکت سپرده‌گذاری مرکزی اوراق بهادار و تسویه وجوه

مطابق با مواد دستورالعمل، این شرکت در ارتباط با قرارداد اختیار معامله سهام دو وظیفه برعهده دارد. وظیفه اول اینکه براساس ماده ۳۴ دستورالعمل، هیات مدیره شرکت سپرده‌گذاری مکلف است ارزش، انواع، و ضوابط تعیین وثایقی که کارگزار مکلف به تودیع آن به نفع اتاق پایاپای است، تعیین و اقدام به اخذ آن کند. وظیفه دوم اینکه، طبق شق ۱ ماده ۴۳ دستورالعمل، این شرکت در راستای تسویه فیزیکی قرارداد اختیار معامله، مکلف به انتقال سهام پایه موضوع قرارداد به کد مالکیت دارنده ی موقعیت باز خرید یا فروش برحسب نوع قرارداد اختیار و در قبال آن، منظور نمودن وجه آن به حساب طرف دیگر است.

انجام امور تسویه، پایاپای و اعمال قراردادهای اختیار معامله سهام با دخالت اتاق پایاپای اختیار معامله^۱ انجام می‌پذیرد. طبق بند ۲ ماده ۱ دستورالعمل، اتاق پایاپای اختیار معامله واحدی در شرکت سپرده‌گذاری است که انجام امور تسویه، پایاپای و اعمال قراردادهای اختیار معامله را برعهده دارد. وظیفه این اتاق، تضمین تعهدات طرفین معامله به‌ویژه فروشنده ی اختیار است.^۲ در واقع، اجرای قرارداد توسط این نهاد ضمانت می‌شود، یعنی راسا موضعی در بازار ندارد و مستقلا در مقام خریدار یا فروشنده عمل نمی‌کند بلکه در مقابل خریدار و فروشنده‌ای که معامله را انجام داده‌اند به ترتیب نقش فروشنده و خریدار را ایفا می‌کند.^۳ وفق ماده ۷ آیین‌نامه اتاق پایاپای، اتاق در مقابل کارگزار خریدار به عنوان فروشنده و در مقابل کارگزار فروشنده به عنوان خریدار عمل می‌کند. به همین دلیل، دارندگان اوراق اختیار نه‌تنها صادرکنندگان این اوراق را طرف حساب خود نمی‌دانند بلکه آن‌ها را اصلا نمی‌شناسند. لذا، صادرکننده نیز هنگام اعمال برگ اختیار معامله حسب مورد، وجه نقد را یا سهام را به‌جای تحویل به دارنده ی این اوراق، به اتاق پایاپای ارائه می‌دهد.^۴ بنابراین، اتاق پایاپای ریسک فروشنده را برای خریدار و ریسک خریدار را برای فروشنده برعهده می‌گیرد.^۵

1. OTT: Option Clearing Corporation

۲. مرادی، مهدی، "اوراق اختیار معامله قراردادهای تحویل آتی و قراردادهای اسلامی مشابه با آن‌ها"، مجله دانش و توسعه (ویژه مدیریت و حسابداری)، نیمه دوم سال ۱۳۸۶، ص ۹.

۳. همان.

۴. همان.

۵. درخشان، پیشین، ص ۱۵۳.

۲-۳- شرکت کارگزاری

نهاد مهم دیگر در تشکیل و اجرای قرارداد اختیار معامله سهام، شرکت کارگزاری است. بررسی مقررات دستورالعمل نشان می‌دهد که قرارداد اختیار معامله سهام، کارگزارمحور است نه مشتری‌محور؛ یعنی طرف حساب اتاق پایاپای در این قرارداد، کارگزاران عضو اتاق پایاپای بورس هستند و اتاق پایاپای در مقابل کارگزارهای عضو و کارگزارهای عضو، مقابل اتاق پایاپای متعهد به انجام تعهدات‌شان هستند و کارگزاران توسط اتاق پایاپای اعتبارسنجی می‌شوند و ضمانت‌های لازم توسط اتاق پایاپای از کارگزاران اخذ می‌گردد. در یک سطح پایین‌تر، کارگزاران در مقابل مشتریان و مشتریان در مقابل کارگزاران مکلف به انجام تعهدات هستند و مشتریان توسط کارگزاران اعتبارسنجی می‌شوند و ضمانت‌های لازم توسط کارگزاران از مشتریان اخذ می‌شود. مستند قانونی اظهارنظر فوق مبنی بر کارگزارمحور بودن قرارداد اختیار معامله سهام، ماده ۳۰ دستورالعمل است. این ماده مقرر می‌دارد: "کارگزار مسئولیت ایفای تعهدات مشتریان را در قبال اتاق پایاپای، به شرحی که در این دستورالعمل ذکر شده است، برعهده دارد. بدیهی است مسئولیت کارگزار رافع تعهدات مشتری در مقابل کارگزار نمی‌باشد".

۲-۴- بانک عامل

طبق بند ۱۳ دستورالعمل، منظور از بانک عامل بانکی است که شرکت سپرده‌گذاری به منظور انجام عملیات بانکی مربوط به امور پایاپای، تسویه و اعمال قراردادهای اختیار معامله تعیین می‌کند. علاوه بر این، بانک عامل بانکی است که کارگزار وفق ماده ۳۱ دستورالعمل مکلف به افتتاح حساب عملیاتی و حساب اعمال نزد آن است.

نکته آخر که باید بدان توجه کرد اینکه اقدامات شرکت ناشر نیز در این قرارداد به نوعی تاثیرگذار است. مقصود از شرکت ناشر، شرکت صادرکننده‌ی سهم پایه است؛ یعنی شرکتی که در بورس اوراق بهادار برای معامله اختیار معامله سهام، سهام آن پذیرفته شده است. شرکت ناشر هیچ‌گونه تعهد و مسئولیتی در قبال طرفین قرارداد اختیار معامله سهام ندارد. در دستورالعمل نیز هیچ مقرره‌ای درخصوص مسئولیت شرکت مزبور در قبال قرارداد اختیار معامله سهام پیش‌بینی نگردیده است. اما از آن‌جا که ورقه‌ی سهم معرف حقوق دارنده‌ی سهم در دارایی‌های شرکت

صادرکننده‌ی سهم است^۱، بنابراین هرگونه تغییر در دارایی شرکت در حقوق دارنده‌ی سهم اثراتی دارد. از این رو، برخی از اقدامات و تصمیم‌گیری‌ها در داخل شرکت ناشر سهام ممکن است در تعدیل قرارداد اختیار معامله موثر باشد.

۳- فرآیند معامله قرارداد اختیار معامله سهام

۳-۱- ثبت سفارش مشتری

سرمایه‌گذاران در این قراردادها قبل از ورود به عرصه این معاملات بایستی توسط بورس شناسایی شده و مشخصات آن‌ها احراز^۲ گردد. در این خصوص ماده ۲۳ دستورالعمل مقرر می‌کند: "احراز هویت، دریافت و ثبت سفارش مشتریان و نگهداری سوابق معاملات و تسویه آن‌ها بر اساس مقررات مصوب سازمان انجام می‌شود". برای این منظور، فرد به یکی از شرکت‌های کارگزاری که مجوز فعالیت در زمینه قراردادهای اختیار معامله را اخذ کرده، مراجعه و اقدام به دریافت کد مشتری می‌کند.

۳-۲- دریافت وجه تضمین

بند ۶۲ ماده ۱ دستورالعمل، در مقام تعریف وجه تضمین می‌گوید: "وجهی که برای جلوگیری از امتناع از انجام تعهدات قرارداد در قالب شرط ضمن عقد از دارنده‌ی موقعیت باز فروش دریافت می‌شود". دارنده‌ی موقعیت باز فروش^۳، تعهدات سنگینی برعهده دارد و با عنایت به همین تعهدات، اتاق پایاپای باید وجوه تضمین از این افراد داشته باشد تا سلامت معاملات و اعتماد سرمایه‌گذاران جزء تامین شود. به همین دلیل، ماده ۲۱ دستورالعمل در خصوص سفارش فروش به کارگزار این اختیار را داده است که علاوه بر وجه تضمین اولیه، به منظور اطمینان از ایفاء تعهدات دارنده‌ی موقعیت باز فروش، وثایق یا تضامینی از وی اخذ نماید.

۱. ماده ۲۴ قانون اصلاح قسمتی از قانون تجارت مصوب ۱۳۴۷/۱۲/۲۴: "سهم قسمتی است از سرمایه شرکت سهامی که مشخص میزان مشارکت و تعهدات و منافع صاحب آن در شرکت سهامی می‌باشد. ورقه سهم، سند قابل معامله‌ای است که نماینده تعداد سهامی است که صاحب آن در شرکت سهامی دارد".

2. Register.

۳. موقعیت باز فروش وفق بند ۵۹ ماده ۱ دستورالعمل، تداوم تعهد موضوع قرارداد اختیار معامله است که ممکن است بسته به نوع قرارداد، تعهد به خرید باشد یا تعهد به فروش. متعهد مزبور می‌تواند با اتخاذ موقعیت خرید در همان نماد معاملاتی، تعهد باز خود را ببندد.

۳-۳- تسویه و پایاپای کردن قرارداد اختیار معامله سهام

مطابق با ماده ۳۵ دستورالعمل، اتاق پایاپای به صورت روزانه نسبت به تسویه و پایاپای کردن قراردادهای اختیار معامله پس از پایان معاملات روزانه اقدام می‌کند. اقدامات اتاق پایاپای در این خصوص به شرح ذیل است.

۱-۳-۳- محاسبه خالص بستان کاری و بده کاری کارگزار

اتاق پایاپای در هر روز کاری معاملات کارگزار را براساس ارزش معاملاتی قراردادهای لحاظ هزینه‌های معاملاتی (کارمزد و کسورات قانونی) تسویه می‌کند و براساس آن، بستان کاری یا بده کاری وی را محاسبه و به حساب وی منظور می‌نماید. بدین ترتیب که اگر موجودی حساب عملیاتی کارگزار از حداقل وجه تضمین کمتر باشد، اتاق حداکثر تا پایان همان روز معاملاتی اقدام به ارسال اخطاریه‌ی افزایش وجه تضمین به کارگزار می‌کند. کارگزار نیز مکلف است وفق شق ۲ ماده ۳۹ دستورالعمل، پس از دریافت اخطاریه‌ی مزبور تا قبل از پایان جلسه معاملاتی روز کاری بعد، وجه تضمین جبرانی را پرداخت نماید.

کارگزار نیز این موضوع را تا پیش از آغاز جلسه معاملاتی روز بعد به اطلاع مشتری می‌رساند. مشتری نیز وفق شق ۳ ماده مزبور، تا یک ساعت پس از شروع معاملات روز بعد موظف به افزایش وجه تضمین خود تا وجه تضمین لازم روز معاملاتی قبل است. در صورت نکول وی از انجام این تکلیف قانونی، کارگزار وفق شق مزبور و همچنین شق د ماده ۳۵ دستورالعمل مکلف خواهد بود در همان روز معاملاتی راسا اقدام به بستن موقعیت باز این مشتری و جایگزین کردن سفارش مشتری دیگر کند. همچنین، وفق تبصره ماده ۳۵ دستورالعمل، اگر کارگزار پس از پایان مهلت‌های مذکور به هر دلیلی حسب مورد، وجه تضمین را جبران نکند یا اینکه حساب مشتری را نبندد، اتاق پایاپای تعهدات وی را از محل وثایق تودیع شده تامین می‌کند.

۲-۳-۳- تهیه و ارسال گزارش برای کارگزار تا پایان روز معاملاتی

پس از اینکه قیمت پایانی قرارداد اختیار معامله در یک روز کاری توسط شرکت بورس تعیین و اعلام می‌گردد، اتاق پایاپای تا پایان همان روز کاری وفق ماده ۳۷ دستورالعمل اقدام به ارسال گزارشی با محتویات ذیل برای کارگزار می‌کند: موقعیت‌های باز کارگزار به تفکیک مشتری و

نماد معاملاتی، معاملات انجام شده توسط کارگزار به تفکیک مشتری و نماد معاملاتی، موجودی حساب عملیاتی کارگزار، میزان وجه تضمین لازم کارگزار و مشتری به تفکیک، بدهکاری یا بستانکاری کارگزار بابت معاملات انجام شده به تفکیک مشتری و میزان کارمزدهای معاملاتی و کسورات قانونی.

۴-۳- اعمال قرارداد اختیار معامله سهام

اگر دارنده‌ی موقعیت باز خرید^۱ خواهان اعمال برگ اختیار معامله باشد، مطابق با ماده ۴۱ دستورالعمل باید حداکثر تا ۵ دقیقه پس از پایان معاملات روزانه به کارگزار خود اطلاع دهد و کارگزار متعاقباً در صورت وجود شرایط اعمال، اتاق پایاپای را حداکثر تا ۱۵ دقیقه پس از پایان معاملات روزانه مطلع می‌سازد. مطابق با ماده ۴۱ دستورالعمل و تبصره یک آن، درخواست اعمال قرارداد اختیار خرید در صورتی توسط کارگزار پذیرفته می‌شود که ارزش اعمال قرارداد اختیار معامله توسط دارنده‌ی موقعیت باز خرید تامین شده باشد. در مورد قرارداد اختیار فروش نیز درخواست اعمال قرارداد در صورتی توسط کارگزار پذیرفته می‌شود که وجود سهام پایه به تعداد اندازه قرارداد^۲ در کد مالکیت دارنده‌ی موقعیت باز خرید احراز گردد. اتاق پایاپای پس از پایان مهلت ارائه‌ی درخواست‌های اعمال توسط کارگزار، مطابق با ماده ۴۳ دستورالعمل به ترتیب به شرح زیر اقدام می‌کند:

۱-۴-۳- تطبیق تعداد موقعیت‌های درخواست شده با تعداد مجاز

اتاق پایاپای پس از پایان مهلت ارائه‌ی درخواست اعمال از طرف کارگزار، در اولین اقدام بررسی می‌کند که در هر نماد معاملاتی، تعداد موقعیت‌های درخواست شده برای اعمال با تعداد موقعیت‌های باز خرید مشتری تطبیق نمایند.

۱. موقعیت باز خرید وفق بند ۵۹ ماده ۱ دستورالعمل، تداوم امکان استفاده از اختیار موضوع قرارداد اختیار معامله است که ممکن است بسته به نوع قرارداد، اختیار به خرید باشد یا اختیار به فروش.

۲. بند ۹ ماده ۱ دستورالعمل: "تعداد سهمی که فروشنده در قرارداد اختیار معامله، خرید یا فروش آن را تعهد می‌نماید".

۲-۴-۳- احراز کفایت موجودی دارنده‌ی موقعیت باز خرید

اتاق پایاپای پس از دریافت درخواست اعمال، در خصوص قرارداد اختیار خرید به بررسی موجودی حساب اعمال کارگزار می‌پردازد؛ در خصوص قرارداد اختیار فروش نیز کفایت سهام پایه‌ی موجود در کد مالکیت دارنده‌ی اختیار فروش را مورد بررسی قرار می‌دهد.

۳-۴-۳- تخصیص دارندگان موقعیت باز فروش

اتاق پایاپای پس از بررسی و احراز شرایط فوق، دارندگان موقعیت باز فروش مقابل را تعیین می‌نماید و فهرست آن‌ها را تا یک ساعت پس از پایان معاملات روزانه به اطلاع کارگزار می‌رساند. در اصطلاح، به این عمل تخصیص می‌گویند. بنابراین، تخصیص فرآیندی است که طی آن اتاق پایاپای برخی از دارندگان موقعیت‌های باز فروش را برای انجام تعهدات مربوط به قراردادهای اختیار معامله‌ی اعمال شده، تعیین می‌کند. پس از تخصیص و اعلام آن به کارگزار آن‌ها، کارگزار وفق شق و ماده ۴۳ دستورالعمل باید حداکثر تا یک ساعت‌ونیم پس از پایان معاملات روزانه تعهدات مربوط به اعمال دارندگان موقعیت باز فروش تخصیص یافته را به اطلاع آن‌ها برساند. این اشخاص نیز در مورد قرارداد اختیار معامله فروش باید حداکثر تا دو ساعت پس از پایان معاملات روزانه وجهی معادل ارزش اعمال قرارداد را نزد کارگزار تامین نمایند.

پس از تامین وجه مزبور، کارگزار مطابق با شق ح ماده ۴۳ دستورالعمل مکلف به مطلع ساختن اتاق پایاپای مبنی بر تامین ارزش اعمال قرارداد اختیار فروش توسط دارنده‌ی موقعیت باز فروش تخصیص یافته، حداکثر تا دو ساعت‌ونیم پس از پایان معاملات روزانه است. قرارداد اختیار معامله خرید تخصیص یافته نیز وفق شق ط ماده مزبور در صورتی قابل اعمال خواهد بود که سهام پایه در سبد مالکیت دارنده‌ی موقعیت باز فروش تخصیص یافته، موجود باشد. نکته قابل تامل اینکه، در دستورالعمل در خصوص قرارداد مزبور در مورد تکلیف کارگزار دارنده‌ی موقعیت باز فروش تخصیص یافته مبنی بر مطلع ساختن اتاق پایاپای از وجود سهام پایه در سبد مالکیت وی مقرره‌ای پیش‌بینی نشده است که محل ایراد است.

۴-۴-۳- تسویه فیزیکی و نقدی معامله تخصیص یافته

پس از اینکه یک قرارداد اختیار معامله‌ی سهام مراحل فوق را سپری می‌کند و قرارداد اختیار

معامله‌ی تخصیص‌یافته‌ی قابل اعمال، از قرارداد اختیار معامله‌ی تخصیص‌یافته‌ی غیر قابل اعمال، شناخته می‌گردد، قرارداد اختیار معامله تخصیص‌یافته‌ی قابل اعمال، تسویه‌ی فیزیکی و قرارداد اختیار معامله‌ی تخصیص‌یافته‌ی غیر قابل اعمال، تسویه نقدی می‌گردد.

مطابق با بند ۱۹ ماده ۱ دستورالعمل، تسویه فیزیکی عبارت است از انتقال سهام پایه و پرداخت ارزش اعمال قرارداد اختیار معامله. بنابراین، تسویه فیزیکی قرارداد در حالتی مصداق پیدا می‌کند که دارنده‌ی موقعیت باز فروش پس از اعمال، تعهدات موضوع قرارداد را ایفا کند. در این صورت، شرکت سپرده‌گذاری سهام پایه را در قرارداد اختیار خرید به کد مالکیت دارنده‌ی موقعیت باز خرید و در قرارداد اختیار فروش به کد مالکیت دارنده‌ی موقعیت باز فروش منتقل و وجه آن را به ترتیب، به حساب دارنده‌ی موقعیت باز فروش و دارنده‌ی موقعیت باز خرید منظور می‌کند.

براساس بند ۲۰ ماده ۱ دستورالعمل، تسویه نقدی عبارت است از منظور کردن مابه‌التفاوت ارزش اعمال قرارداد اختیار معامله و ارزش بازار سهام پایه به حساب طرفین معامله براساس ضوابط دستورالعمل. تسویه نقدی در حالتی اتفاق می‌افتد که دارنده‌ی موقعیت باز فروش پس از اعمال، تعهدات موضوع قرارداد را ایفا نکند. وفق شق ک ماده مزبور، این دارنده‌ی موقعیت باز فروش تخصیص‌یافته مشمول خسارت‌های مقرر در مشخصات قرارداد می‌گردد. مقصود از خسارت موصوف وفق بند ۲۷ ماده ۱ دستورالعمل مبلغی است که به عنوان وجه التزام بابت عدم ایفای تعهدات دارندگان موقعیت‌های باز فروش اخذ می‌گردد.

مورد دیگری که تسویه نقدی قرارداد اختیار معامله مصداق پیدا می‌کند حالتی است که نماد معاملاتی متوقف است و این توقف تا پایان دوره معاملاتی ادامه پیدا می‌کند. در این صورت، وفق ماده ۴۴ دستورالعمل قرارداد در آخرین روز معاملاتی براساس آخرین قیمت پایانی سهم پایه در بازار نقدی، تسویه‌ی نقدی خواهد شد.

گفتار سوم: حقوق و تکالیف طرفین قرارداد اختیار معامله سهام

۱- حقوق و تکالیف دارنده اختیار معامله سهام

دارنده‌ی اختیار معامله یا همان دارنده‌ی موقعیت باز خرید، با انعقاد قرارداد اختیار معامله‌ی سهام حقوق و تکالیفی برعهده می‌گیرد.

۱-۱- حقوق دارنده اختیار معامله سهام

۱-۱-۱- اعمال قرارداد

اعمال اختیار حاصل از قرارداد اختیار معامله، حق انحصاری دارنده اختیار است. ماده ۴ دستورالعمل در مقام پیش‌بینی این اختیار چنین مقرر می‌دارد: "دارنده موقعیت باز خرید می‌تواند بر اساس سبک اعمال^۱ تعیین شده در مشخصات قرارداد، قرارداد اختیار معامله خود را اعمال کند". ماده ۱۰ دستورالعمل نیز در مقام بیان ویژگی انحصاری بودن این حق مقرر می‌دارد: "اعمال قرارداد اختیار معامله تنها به درخواست دارنده موقعیت باز خرید... انجام می‌شود". در مورد حق مزبور ذکر این نکته لازم است که وفق تبصره ۲ ماده ۴۱ دستورالعمل، امکان اعمال قرارداد به میزان کسری از اندازه قرارداد وجود ندارد. به عبارت دیگر، امکان تبعض برای دارنده اختیار وجود ندارد و دارنده اختیار یا باید این حق را نسبت به تمام سهام پایه اعمال نماید یا اینکه از آن به طور کلی صرف‌نظر کند و نمی‌تواند آن را نسبت به بعضی اجرا نماید و نسبت به بعضی دیگر اجرا نماید. همین ویژگی نشان می‌دهد که موضوع اصلی در قرارداد اختیار معامله سهام، اختیار یا حق مزبور است و نه سهام موضوع آن.

۱-۱-۲- انتقال اختیار به ثالث

چنانچه تغییرات قیمت سهام پایه مطابق با انتظار دارنده اختیار باشد، اختیار خرید ارزش پیدا می‌کند و وی می‌تواند به جای اعمال اختیار، آن را به ثالث منتقل نماید. در واقع، اختیار انجام معامله در زمره حقوق مالی است و وفق بند ۴۶ ماده ۱ دستورالعمل، دارنده آن می‌تواند در مقابل دریافت مبلغی معین، اختیار را به شخص ثالث واگذار نماید که این شخص جایگزین وی خواهد شد. همچنان که ملاحظه می‌گردد در قرارداد اختیار معامله سهام شخصیت طرف قرارداد، علت عمده عقد نیست و امکان انتقال اختیار به دیگری وجود دارد.

۱. بند ۳۶ ماده ۱ دستورالعمل: "یکی از روش‌های مختلف اعمال است که تعیین‌کننده مواعد زمانی مجاز اعمال است". قرارداد اختیار معامله سهام از حیث زمان اجرای اختیار، به قرارداد اختیار معامله اروپایی، قرارداد اختیار معامله آمریکایی و قرارداد اختیار معامله آتلانتیکی تقسیم‌بندی می‌گردد. اختیار اروپایی، اختیار معامله‌ای را گویند که فقط در تاریخ سررسید قابل اجراست. اختیار آمریکایی را در هر زمان قبل از تاریخ سررسید و یا در تاریخ سررسید می‌توان اجرا کرد. اختیار آتلانتیکی فقط در تاریخ معینی قابل اجراست. برای مطالعه بیشتر رک. درخشان، پیشین، ص ۲۰۳.

۳-۱-۱- بستن موقعیت باز خرید

ماده ۲۹ دستورالعمل به دارنده این اجازه را می‌دهد که تا پیش از پایان معاملات آخرین روز معاملاتی، اقدام به بستن موقعیت باز خرید خود نماید. منظور از بستن موقعیت باز خرید وفق بند ۱۴ ماده ۱ دستورالعمل، سلب اختیار (حق) دارنده آن با اتخاذ موقعیت باز فروش در همان نماد معاملاتی است. در واقع، چنانچه تحولات قیمت سهام پایه مطابق با انتظارات دارنده اختیار معامله در حال تغییر نباشد بلکه مطابق با انتظارات صادرکننده‌ی اختیار معامله در حال تغییر باشد، دارنده اختیار می‌تواند موقعیت خود را در خصوص سهام پایه‌ی مورد قرارداد، از وضعیت خرید به وضعیت فروش تغییر دهد و در نتیجه، از تغییرات آتی قیمت سهام پایه ضرر نکند. این اقدام مشابه نهاد حقوقی مالکیت مافی الذمه است؛ با این تفاوت که در مالکیت مافی الذمه تعهد به علت وحدت مدیون و داین ساقط می‌گردد ولی در اینجا خریدار اختیار (طلب‌کار قرارداد) به فروشنده آن (بده‌کار) تبدیل می‌شود.

۲-۱- تکالیف دارنده اختیار معامله

۱-۲-۱- پرداخت قیمت اختیار

به دست آوردن هر امتیاز و اختیاری مستلزم پرداخت هزینه مربوط به آن است. اختیار انجام معامله نیز از این قاعده کلی مستثنا نبوده و به صورت مجانی و بلاعوض به دست نمی‌آید. دارنده اختیار معامله به موجب قرارداد مکلف به پرداخت قیمت اختیار به فروشنده آن است و قبل از پرداخت قیمت اختیار، هیچ‌گونه اختیار و حقی برای خریدار آن به وجود نمی‌آید. از مفاد بند ۴۶ ماده ۱ دستورالعمل این تکلیف مهم خریدار اختیار معامله استنباط می‌گردد.

۲-۲-۱- تامین ارزش معامله یا سهام پایه

تکلیف مهم دیگر دارنده اختیار معامله، تامین ارزش اعمال در قرارداد اختیار خرید و وجود سهام به تعداد اندازه قرارداد در سید مالکیت وی در قرارداد اختیار فروش است. در غیر این صورت، وی نمی‌تواند اعمال قرارداد را از کارگزار خود درخواست نماید. تبصره ۱ ماده ۴۱ دستورالعمل تکلیف مزبور را تصریح می‌نماید.

۲- حقوق و تکالیف صادرکننده اختیار معامله سهام

صادرکننده اختیار معامله سهام در قرارداد اختیار معامله سهام اعم از خرید یا فروش از یک سلسله حقوق و تکالیف برخوردار است.

۲-۱- حقوق صادرکننده اختیار معامله

۲-۱-۱- انتقال تعهد به ثالث

همانند دارنده اختیار معامله، فروشنده اختیار نیز می‌تواند تعهد خود مبنی بر انعقاد معامله را به ثالث منتقل نماید. براساس بند ۴۶ ماده ۱ دستورالعمل، وی می‌تواند در ازای دریافت مبلغ معین تعهد خود را به دیگری انتقال دهد. ممکن است پرسیده شود چگونه ممکن است شخصی حاضر گردد تعهد به انعقاد معامله‌ای را برعهده بگیرد و در عین حال مبلغی نیز بپردازد. در پاسخ می‌توان گفت انتقال‌دهنده‌ی تعهد با پرداخت مبلغ معین (قیمت اختیار) وی را مجاب می‌نماید که تعهد مزبور را بپذیرد و یا آنکه این مقررره ناظر به حالتی است که تغییرات آتی قیمت سهام پایه، مطابق با انتظار دارنده‌ی موقعیت باز فروش است. دراین صورت، امکان خریداری این تعهد از سوی ثالث توجیه منطقی و اقتصادی خواهد داشت.

۲-۱-۲- بستن موقعیت باز فروش

صادرکننده‌ی اختیار معامله وفق ماده ۲۹ دستورالعمل می‌تواند موقعیت باز فروش خود را ببندد. در حقیقت وی می‌تواند تا پیش از پایان معاملات آخرین روز معاملاتی با اتخاذ موقعیت باز خرید در همان نماد معاملاتی، تعهد خود مبنی بر انعقاد معامله را از خود ساقط نماید؛ یعنی صادرکننده اختیاری که نسبت به سهام خاص متعهد به خرید یا فروش است، نسبت به همان سهام با همان مشخصات قراردادی اقدام به خریداری برگ اختیار معامله نماید. وی با این عمل وفق بند ۱۴ ماده ۱ دستورالعمل تعهد خود را ساقط می‌کند و خود را در موضع خرید آن سهام قرار می‌دهد. در واقع، نظیر حالت بستن موقعیت باز خرید، چنانچه تحولات آتی قیمت سهام پایه مطابق با انتظارات صادرکننده اختیار معامله در حال تغییر نباشد بلکه مطابق با انتظارات دارنده اختیار معامله در حال تغییر باشد، صادرکننده اختیار می‌تواند موقعیت خود را در خصوص سهام پایه مورد قرارداد، از وضعیت فروش به وضعیت خرید تغییر دهد و در نتیجه، از تغییرات آتی قیمت سهام

پایه متحمل زیان نشود. این اقدام نیز مشابه نهاد حقوقی مالکیت مافی الذمه است. با این تفاوت که در مالکیت مافی الذمه تعهد به علت وحدت مدیون و داین ساقط ولی در اینجا فروشنده اختیار (بده کار) به خریدار آن (طلب کار) مبدل می گردد.

۳-۱-۲- مطالبه مبلغ مزاد تضمین

صادرکننده اختیار معامله مکلف به سپردن تضمین نزد اتاق پایاپای است. در عین حال، وی می تواند مزاد مبلغی را که به عنوان تضمین تودیع نموده است از طریق کارگزار خود از اتاق پایاپای مطالبه نماید. اتاق پایاپای نیز نسبت به رد آن اقدام خواهد نمود. ماده ۳۳ دستورالعمل در مقام پیش بینی این حق مقرر می دارد: "اگر موجودی حساب عملیاتی کارگزار از وجه تضمین لازم بیشتر باشد، کارگزار می تواند حداکثر تا پایان معاملات روزانه از اتاق پایاپای درخواست خود را برای دریافت مبلغ مزاد به اتاق پایاپای ارائه کند. اتاق پایاپای حداکثر تا پایان روز کاری بعد، وجه مذکور را به کارگزار پرداخت می کند". ذکر دو نکته در مورد این ماده ضروری است؛ نکته اول اینکه اتاق پایاپای برخلاف کاهش وجه تضمین، در صورت افزایش آن تکلیفی به ارسال اخطاریه و یا واریز مبلغ مزاد به حساب کارگزار ندارد مگر به درخواست کارگزار. نکته دوم اینکه، مبلغ مزاد مذکور مجزا از وجه تضمین اضافی است. وجه تضمین اضافی، وجه تضمینی است که اتاق پایاپای آن را محاسبه و وفق ماده ۳۸ دستورالعمل در وجه تضمین لازم لحاظ می نماید. اگر موجودی حساب عملیاتی کارگزار با اعمال وجه تضمین اضافی کمتر شود، اخطاریه افزایش وجه تضمین به کارگزار ارسال می گردد.

۲-۲- تکالیف صادرکننده اختیار معامله

۱-۲-۲- انعقاد معامله موضوع اختیار

صادرکننده اختیار طبق توافق به عمل آمده تعهد می نماید که معامله ی موضوع اختیار را منعقد نماید. بند ۴۶ ماده ۱ دستورالعمل در بیان تعریف قرارداد اختیار معامله سهام، این تکلیف مهم فروشنده را مورد شناسایی قرار می دهد. از آنجا که تکلیف مزبور مهم ترین تعهد قرارداد اختیار معامله را تشکیل می دهد، نقض آن با ضمانت اجراهای مهمی همراه است. مطابق ماده ۱۴ دستورالعمل، در صورت عدم ایفای تعهد مزبور، قرارداد تسویه ی نقدی خواهد شد و علاوه بر آن،

خسارت دریافت می‌شود. بنابراین، به‌جای اعمال ضمانت اجراهای کلاسیک و سنتی نظیر الزام متعهد به اجرای تعهد یا فسخ قرارداد منعقدۀ توسط ذوالخیار که هزینه‌بر و زمان‌بر هستند، بر اساس بند ۲۰ ماده ۱ دستورالعمل، مابه‌التفاوت ارزش اعمال قرارداد اختیار معامله و ارزش بازار سهم پایه به حساب طرفین معامله براساس ضوابط دستورالعمل منظور می‌گردد. خسارت مزبور نیز به عنوان وجه التزام از وی اخذ و مطابق با مفاد ماده ۶ دستورالعمل دریافت می‌گردد.

۲-۲-۲- تودیع تضمین و تعدیل آن

با توجه به بند ۴۶ ماده ۱ دستورالعمل، به منظور جلوگیری از امتناع صادرکننده اختیار معامله از انجام قرارداد، وی ضمن قرارداد متعهد می‌شود مبلغی را به عنوان وجه تضمین نزد کارگزار بورس یا اتاق پایاپای قرار دهد و متناسب با تغییرات قیمت اوراق اختیار معامله، آن را تعدیل نماید. بنابراین، تکلیف وی صرفاً سپردن وجه تضمین نیست؛ بلکه چنانچه مبلغ تضمین از وجه تضمین لازم کم‌تر گردد، وی مکلف خواهد بود وفق شق ۳ ماده ۳۹ دستورالعمل پس از دریافت اخطاریه افزایش وجه تضمین تا یک ساعت پس از شروع معاملات روز بعد، وجه تضمین را تا وجه تضمین لازم روز معاملاتی قبل افزایش دهد والا کارگزار باید در همان روز معاملاتی راساً موقعیت باز فروش وی را ببندد و سفارش مشتری دیگر را در آن نماد معاملاتی ثبت نماید. ملاحظه می‌گردد که مقررات‌گذار، در مورد این تکلیف قانونی نیز به‌جای اعمال ضمانت اجراهای سنتی همچون الزام متخلف به ایفای تعهد، پیش‌بینی نموده است که فروشنده متخلف از طرفیت قرارداد کنار گذاشته شود و شخص دیگر جایگزین وی گردد.

۳- تکالیف مشترک طرفین قرارداد اختیار معامله سهام

۳-۱- دریافت کد مشتری

هر سرمایه‌گذار به منظور فعالیت در تالار بورس باید کد مشتری داشته باشد. برای این منظور فرد به یکی از شرکت‌های کارگزاری که مجوز فعالیت در زمینه قراردادهای اختیار معامله را دارند، مراجعه و درخواست دریافت کد مشتری می‌نماید. وی توسط کارگزار به یکی از بانک‌های عامل معرفی می‌گردد تا حسابی تحت عنوان "حساب در اختیار" نزد بانک گشایش نماید. پس از گشایش حساب و تایید بانک، کارگزار فرد را به اتاق پایاپای بورس معرفی نموده و برای وی

تقاضای دریافت کد مشتری می‌نماید. اتاق پایاپای نیز با بررسی مشخصات فرد و استعلام از بانک عامل نسبت به صدور کد مشتری برای فرد اقدام می‌نماید. فرد پس از اعلام کد توسط اتاق پایاپای به کارگزار، قابلیت انجام معاملات در تالار را به دست می‌آورد.

۳-۲- تنظیم فرم بیانیه ریسک

سرمایه‌گذاری در بازار مشتقه با ریسک همراه است. در نتیجه، طرفین قرارداد اختیار معامله قبل از انعقاد قرارداد مزبور موظف به تنظیم و امضای فرم بیانیه‌ی ریسک هستند. امضای این فرم مبین آگاهی کامل طرف قرارداد از ریسک معاملات در بازار مشتقه است.

۳-۳- تنظیم قرارداد مشتری - کارگزار

انعقاد و اجرای معامله در بازار مشتقه باید با دخالت کارگزار باشد. در نتیجه، سرمایه‌گذار باید به منظور انجام معامله در بازار مشتقه به یکی از شرکت‌های کارگزاری مراجعه و با وی یک قرارداد منعقد نماید که به آن در اصطلاح قرارداد مشتری - کارگزار می‌گویند. بنابراین، قرارداد مشتری - کارگزار قراردادی است بین هر یک از طرفین قرارداد و کارگزار که حقوق و تعهدات آن‌ها در برابر یکدیگر براساس آن مشخص می‌گردد.

۳-۴- پرداخت هزینه‌های معاملاتی

آخرین تکلیف مشترک طرفین قرارداد، پرداخت هزینه‌های معاملاتی اعم از کارمزد کارگزار و کسورات قانونی است. هزینه‌های مزبور مطابق با ماده ۲۰ دستورالعمل در زمان اخذ سفارش خرید یا فروش باید توسط طرف قرارداد به کارگزار پرداخت گردد.

نتیجه‌گیری

از نظر حقوقی، مالی و اقتصادی قرارداد اختیار معامله سهام صرف‌نظر از مشابهت‌هایی که با بعضی عقود معین دارد، به واقع یک قرارداد مستقل و مشمول ماده ۱۰ قانون مدنی است. قرارداد اختیار معامله سهام یک نوع داد و ستد یا خرید و فروش تأمین‌ی و ناظر به آینده است که معمولاً به منظور به حداقل رساندن خطرات ناشی از تغییرات قیمت منعقد می‌گردد. در واقع، در معاملات همچون بیع که همواره این نگرانی وجود دارد که مبادا پس از انعقاد معامله، ارزش اقتصادی مورد

معامله کم یا زیاد گردد و زیان قابل توجهی وارد آید؛ به منظور جلوگیری از ورود این ضرر و مقابله با آن، طرفین راهحل‌ها و راهکارهایی را پیش رو دارند. یکی از این راهحل‌ها، پیش‌بینی اختیار فسخ در هنگام انعقاد معامله برای یکی از طرفین یا هردو آنهاست که بتوانند وفق ماده ۳۳۹ قانون مدنی در صورت تغییرات نامطلوب قیمت در آینده معامله را فسخ نمایند. راهحل دیگر، انعقاد قرارداد اختیار معامله است. بدین معنی که طرفی که از آینده‌ی قیمت‌ها نگران است، تعهد طرف مقابل مبنی بر انعقاد معامله را در ازای پرداخت مبلغ معین به دست آورد و به موجب آن، مختار گردد که در مهلت زمانی معین، معامله را منعقد نماید. به عبارت دیگر، برخلاف روش سنتی قراردادهای که طبق آن هر دو طرف قرارداد صرف‌نظر از اینکه تغییرات آتی قیمت مطابق با انتظارات آن‌ها باشد یا نباشد، متعهد به انعقاد معامله هستند، در وضعیت جدید یک معامله‌گر در جایگاه طرف متعهد و معامله‌گر دیگر در جایگاه طرف مختار قرار می‌گیرد و به شخص اخیر قدرت انتخاب و تصمیم‌گیری در خصوص انعقاد یا عدم انعقاد معامله داده می‌شود. وی نیز با توجه به تحولات آینده، اقدام به اعمال اختیار انجام معامله یا انصراف از آن می‌نماید که در صورت انصراف تنها به میزان قیمت اختیار متحمل زیان می‌شود که در ارتباط با ثمن معامله مبلغ بسیار اندکی است.

از طرف دیگر، هر یک از طرفین قرارداد اختیار معامله سهام می‌توانند ریسک ناشی از تغییرات قیمت را مدیریت کنند و خود را در برابر ضرر ایمن نمایند. بدین توضیح که هنگامی که تغییرات قیمت برخلاف انتظار دارنده اختیار خرید کاهش یابد و یا برخلاف انتظار دارنده اختیار فروش افزایش یابد، دارنده اختیار می‌تواند اختیار خود را به ثالث منتقل نماید یا اینکه در همان نماد معاملاتی موضع فروش را اتخاذ نماید و بدین ترتیب ضرر را از خود دفع نماید. همچنین، هنگامی که تغییرات قیمت برخلاف انتظار صادرکننده اختیار خرید افزایش یابد و یا اینکه برخلاف انتظار صادرکننده اختیار فروش کاهش یابد، وی می‌تواند با پرداخت مبلغی تعهد خود را به ثالث واگذار نماید یا اینکه در همان نماد معاملاتی موضع خرید را اتخاذ نماید و به این طرق ضرر را دفع کند. بنابراین، این قرارداد به واسطه‌ی گزینه‌های مختلفی که در اختیار هر یک از طرفین قرار می‌دهد، در پرتو تحلیل اقتصادی کارایی بسیار بالایی دارد و با منطق هزینه - فایده سازگار است. مضافاً اینکه، دو نهاد "تسویه نقدی قرارداد" و "سیستم جایگزینی" انعقاد عقد بیع

از طریق قرارداد اختیار معامله را بسیار کارآمد ساخته است، زیرا با به کارگیری این دو نهاد احتیاجی به مراجعه به مراجع قضایی و قانونی به منظور اجرای مفاد قرارداد نخواهد بود. در نتیجه، هزینه‌های معاملاتی به شدت کاهش می‌یابد.

فهرست منابع

الف - فارسی

۱. بابایی، ایرج، حقوق بیمه، تهران: انتشارات سمت، چاپ دوم، ۱۳۸۳.
۲. جعفری لنگرودی، محمدجعفر، مبسوط در ترمینولوژی حقوق، جلد سوم، تهران: انتشارات گنج دانش، چاپ اول، ۱۳۷۸.
۳. درخشان، مسعود، مشتقات و مدیریت ریسک در بازارهای نفت، تهران: انتشارات مؤسسه مطالعات بین‌المللی انرژی، چاپ دوم، ۱۳۹۰.
۴. رفیعی، محمدتقی؛ و عبدالصمدی، راضیه، "بررسی حقوقی اوراق اختیار معامله در بازار بورس اوراق بهادار"، مجله اندیشه‌های حقوقی، سال چهارم، شماره دهم، بهار و تابستان ۱۳۸۵، صص ۷۷ - ۱۱۴.
۵. صفایی، حسین، دوره مقدماتی حقوق مدنی (قواعد عمومی قراردادها)، جلد دوم، تهران: انتشارات میزان، چاپ چهارم، ۱۳۸۵.
۶. کاتوزیان، ناصر، دوره مقدماتی حقوق مدنی (اعمال حقوقی)، تهران: انتشارات شرکت سهامی انتشار، چاپ دوازدهم، ۱۳۸۶.
۷. کاتوزیان، ناصر، دوره مقدماتی حقوق مدنی (درس‌هایی از عقود معین)، جلد اول، تهران: انتشارات گنج دانش، چاپ یازدهم، ۱۳۸۷.
۸. کاتوزیان، ناصر، دوره مقدماتی حقوق مدنی (درس‌هایی از عقود معین)، جلد دوم، تهران: انتشارات گنج دانش، چاپ دهم، ۱۳۸۶.
۹. لطفیان، حسین، قولنامه - ماهیت حقوقی و آثار آن؛ مطالعه تطبیقی در حقوق ایران و بعضی کشورها، تهران: انتشارات روزنامه رسمی کشور، ۱۳۷۱.

۱۰. لیارد، پی. آر. جی و والترز، ا. ا، تئوری اقتصاد خرد، ترجمه عباس شاکری، تهران: انتشارات نی، چاپ اول، ۱۳۸۰.
۱۱. معصومی نیا، غلام‌علی، ابزارهای مشتقه - بررسی فقهی و اقتصادی، چاپ دوم، تهران: انتشارات سازمان انتشارات پژوهشگاه فرهنگ و اندیشه اسلامی، ۱۳۸۷.
۱۲. مرادی، مهدی، "اوراق اختیار معامله قراردادهای تحویل آتی و قراردادهای اسلامی مشابه با آنها"، مجله دانش و توسعه (ویژه مدیریت و حسابداری)، نیمه دوم سال ۱۳۸۶، صص ۲۶ - ۳.
۱۳. هال، جان، مبانی مهندسی مال و مدیریت ریسک، ترجمه علی صالح‌آبادی و سجاد سیاح، تهران: انتشارات شرکت کارگزاری مفید، چاپ دوم، تابستان ۱۳۸۸.
۱۴. هوشمند، محمود؛ و تشکری صالح، پروین، "نقش صنعت بیمه در کاهش سرمایه‌گذاری در بازار بورس اوراق بهادار"، مجله علوم اجتماعی دانشکده ادبیات و علوم انسانی دانشگاه فردوسی مشهد، پاییز و زمستان ۱۳۸۶، صص ۱۶۶ - ۱۴۹.

ب- انگلیسی

15. Anderson, R. & Danthing, J.P., "Hedger Diversity in Futures Markets", Economic Journal 93, 2004, pp. 370 – 389.
16. Black, Fischer, & Scholes, Myron, "The Pricing of Options and Corporate Liabilities", the University of Chicago Press, The Journal of Political Economy, Vol. 81, No. 3, 2008, pp. 637 – 654.
17. Chorafas, Dimitris, Introduction to Derivative Financial Instruments: Bonds, Swaps, Options, and Hedging, McGraw Hill Professional, 2008.
18. Cooter, Robert & Ulen, Thomas, Law and Economics: International Edition, Prentice Hall, 2011.
19. Cuthbertson, Keith & Dirk, Nitzche, Financial Engineering Derivatives and Management, New York: John Wiley, 2001.
20. Henry Cao, H. & Ou-Yang, Hui, "Differences of Opinion of Public Information and Speculative Trading in Stocks and Options", Oxford Journals Economics & Social Sciences Review of Financial Studies, Volume 22, Issue 1, 2008, pp. 299–335.

21. Gibson, Rajna & Zimmermann, Heinz, "The Benefits and Risks of Derivative Instruments: An Economic Perspective", *Finanzmarkt und Portfolio Management* – 10. Jahrgang, 1996, pp. 12 – 44.
22. Mishra, Bishnupriya & Debasish, Sathya Swaroop, *Financial Derivatives*, Excel Books India, 2009.
23. Naughton, Shahnaz & Naughton, Tony, "Religion Ethics and Stock Trading: The Case of an Islamic Equities Market", *Journal of Business Ethics*, Volume 23, Issue 2, 2000, pp. 145 – 159.
24. Sanep, Ahmad & Shah Mohd Dali, Nuradli Ridzwan, "A Review of Forward, Futures and Options from the Shariah Perspective", *Seminar Ekonomi & Kewangan Islam (SEKI)*, Esset Bangi, 2005, pp. 1–14.
25. Spence, Donald, *Introduction to Futures and Options*, Woodhead Publishing, 1997.
26. Swan, Edvard, *Derivatives Instruments Law*, London, Cavendish Publisher, 1995.