

# پژوهشهای حقوقی

شماره ۲۰

هزار و سیصد و نود - نیمسال دوم

## مقالات

- تفاوت اشتباه و جهل نسبت به موضوع قرارداد
- ورشکستگی به تقلب و تقصیر؛ از قانون تجارت تا قانون مجازات اسلامی
- معاونت در جرایم غیر عمدی
- تحلیل تئوری متحدالشکل سازی حقوق قراردادهای تجاری فراملی
- مفهوم و ماهیت قراردادهای آتی
- صلح و حقوق بشر در برنامه درسی با تأکید بر اسناد بین المللی
- موضوع ویژه: حقوق میراث فرهنگی: ظرفیت‌ها و چالش‌ها
- شمشیر کند عدالت در صیانت از میراث فرهنگی
- ساخت، معرفی، حمل، نگهداری و خریداری نمونه تقلبی آثار فرهنگی - تاریخی
- حمایت کپی رایت از آثار معماری
- برخی تحولات راهبردی استرداد اموال فرهنگی در نظام بین المللی معاصر
- تحولات جدید اعاده اموال فرهنگی با نگاهی به بازگرداندن اموال فرهنگی به بومی‌ها
- حمایت از اموال فرهنگی در هنگام مخاصمات مسلحانه
- تکامل مفهوم «کارکردی» اموال فرهنگی در پرتو انسانی‌تر شدن حقوق بین الملل
- آسیب‌شناسی قوانین حمایت از میراث فرهنگی
- حق بر نام تاریخی خلیج فارس در آیین حقوق بین الملل
- تأملی در حل و فصل اختلافات راجع به اموال فرهنگی





## مفهوم و ماهیت قراردادهای آتی

دکتر جواد حسین زاده\*

**چکیده:** قراردادهای آتی خاص و آتی یکسان از ابزارهای مشتقه مالی و حاصل ابداع و نوآوری بازارهای مالی جهانی است. بازار سرمایه ایران نیز اخیراً با استناد به بند ۱۱ ماده ۱ قانون بازار اوراق بهادار جمهوری اسلامی ایران مصوب ۱۳۸۴ عرضه قراردادهای آتی یکسان را در سطحی محدود آغاز کرده است. نظر به لزوم آشنایی جامعه حقوقی کشور با ابزارهای مالی نوین، مقاله حاضر بر آن است تا ضمن تشریح ساختار آتی‌های یکسان، به بیان تفاوت‌های این قرارداد با آتی خاص بپردازد. افزون بر این، تبیین موضوع قرارداد آتی یکسان، تحلیل حقوقی نحوه خاتمه و خروج از بازار آتی‌ها و مبانی اعتبار قرارداد مذکور از موضوعاتی است که در تحقیق حاضر مورد توجه واقع شده است.

**کلیدواژه‌ها:** قرارداد آتی یکسان، قرارداد آتی خاص، ابزارهای مشتقه مالی، بازار بورس، بازارهای مالی، قانون بازار اوراق بهادار

### مقدمه

سال‌ها، سهام تنها ابزار مالی قابل عرضه در بازار بورس ایران بوده است در حالی که یکی از عوامل اساسی توسعه و رونق بازار سرمایه، تنوع ابزارهای مالی قابل عرضه در آن است. امروزه ابزارهای مالی مورد استفاده در بازارهای بورس دنیا به قدری گسترش یافته است که شمارش انواع مختلف آن در یک تحقیق امکان‌پذیر نیست. به طور کلی اوراق نقدی شامل (انواع مختلف اوراق قرضه، انواع اوراق سهام و اوراق خزانه) و همچنین اوراق غیر نقدی که از آن به ابزارهای مشتقه مالی یاد می‌شود از اوراق ارائه شده در این بازارها هستند.

ابزارهای مشتقه مالی<sup>۱</sup> یا «مشتقات»<sup>۲</sup> که در سال‌های اخیر مبادله آن در بازارهای مالی رشد قابل

\* استادیار دانشگاه علم و فرهنگ hz.usc@gmail.com

توجه‌ای داشته است به چهار گروه اصلی قراردادهای آتی خاص،<sup>۳</sup> قراردادهای آتی یکسان،<sup>۴</sup> قراردادهای اختیار معامله<sup>۵</sup> و قراردادهای معاوضه<sup>۶</sup> تقسیم می‌شود.<sup>۷</sup> در اقتصاد مالی مشتقات به مجموعه قراردادهایی اطلاق می‌شود که دارای خصوصیات مشترکی بوده و قابل معامله در بازارهای بورس و خارج از بورس می‌باشد.<sup>۸</sup> علت نامگذاری «ابزارهای مشتقه» آن است که ارزش آنها از ارزش دارایی‌های دیگری «دارایی پایه» نظیر اوراق بهادار، نرخ بهره، کالاهای اساسی و شاخص اوراق بهادار ناشی می‌شود. برای مثال ارزش یک قرارداد آتی طلا تابعی از تغییرات قیمت خود طلا است. یعنی با افزایش قیمت طلا به‌عنوان مال موضوع قرارداد اصلی، ارزش ابزارهای مشتقه افزایش می‌یابد و با کاهش قیمت آن، ارزش و قیمت ابزارهای مزبور کاهش می‌یابد.

ابزارهای مشتقه مالی صرفاً وسیله‌ای برای پوشش خطرات تغییرات نامطلوب قیمت نیست، بلکه به‌صورت ابزاری برای رقابت در صحنه بازاریابی نیز مورد استفاده واقع می‌شود.<sup>۹</sup> بنابراین فعالان بازار مشتقات می‌توانند قبل از انعقاد قرارداد به خوبی ماهیت و گستره خطر موجود در معاملات خود را مورد سنجش قرار دهند و در خصوص عملکرد آینده خود برنامه‌ریزی کنند. به علاوه، تسهیل معاملات و جذب منابع جدید، کنترل نوسانات شدید بازار و تعادل آن، امکان مشارکت وسیع سرمایه‌گذاران با توجه به میزان ریسک‌پذیری آنان، تعمیق و افزایش کارایی بازار سرمایه از مزایای دیگر مشتقات است

در میان چهار ابزار مشتقه مالی قرارداد آتی یکسان و اختیار معامله در بازارهای بورس و قرارداد آتی خاص و معاوضه در بازارهای خارج از بورس معامله می‌شوند به همین دلیل نیز بند ۱۱ ماده یک قانون جدید بازار اوراق بهادار جمهوری اسلامی ایران، مصوب آذرماه ۱۳۸۴ به منظور تنوع بخشیدن به ابزارهای قابل معامله در بازار سرمایه ایران، صرفاً قراردادهای آتی (یکسان) و قراردادهای اختیار معامله را به عنوان ابزارهای مشتقه قابل ارائه در بورس معرفی کرده است، ولی در قانون مذکور از ماهیت و ویژگی‌های قراردادهای مذکور سخنی نگفته است.

نظر به اینکه شناخت جامع و دقیق هر یک از مشتقات در پاسخ به شبهات و ایرادات مطرح شده در خصوص ماهیت آنها تأثیر قابل توجهی دارد، نوشتار حاضر بر آن است تا ضمن تشریح ساختار قراردادهای آتی یکسان و وجوه تمایز این قرارداد با قرارداد آتی خاص، زمینه آشنایی

2. Derivatives
3. Forward Contracts
4. Future contracts
5. Option contracts
6. Swap contracts

۷. سیداحمد میرمطهری سیداحمد، «فرصت‌های سرمایه و مدیریت ریسک»، مجموعه مقالات سیزدهمین همایش

بانکداری اسلامی، تهران، مؤسسه عالی بانکداری ایران، بانک مرکزی، ۱۳۸۱، ص ۱۳۵.

8. Meredith M. Brown, *Managing and Disclosing Risks of Investing in Derivatives*, Kluwer Law, 1996, p. 4.

۹. عبیدالله عصمت پاشا، «فلسفه و سیر تکاملی ابزارهای مالی مشتقه و دیدگاه‌های فقهی»، ترجمه علی صالح‌آبادی،

فصلنامه تخصصی اقتصاد اسلامی، بهار ۱۳۸۲، ش ۹، ص ۱۳۰.

جامعه حقوقی کشور با قرارداد مذکور را فراهم نماید. بنابراین، تحقیق حاضر شامل تصویری جامع از این دو قرارداد، مفاهیم اساسی و تفاوت‌های آن دو با یکدیگر و تحلیل حقوقی نحوه خاتمه قرارداد و اعتبار حقوقی آن است.<sup>۱۰</sup>

قابل ذکر است، مطالعه و تبیین قراردادهای آتی صرفاً به لحاظ ارزش نظری آن در علم حقوق نیست. به عنوان مثال: از آنجا که آتی‌های یکسان صرفاً در بورس‌ها ارائه می‌شوند. تعیین نقش مجموعه‌ای از عوامل دخیل نظیر مشتری، کارگزار عضو بورس، اتاق پایاپای و حساب ودیعه به لحاظ عملی و تعیین حقوق و تعهدات طرفین قرارداد و ضمانت اجراهای آن اهمیت بسیار دارد. افزون بر این، قراردادهای آتی خاص از این جهت که عقدی مقدماتی و زمینه‌ساز عقد اصلی است، در بازارهای فرابورس نیز به عنوان عقدی مهم و تأثیرگذار ارزیابی می‌شود. بنابراین، شناخت شرایط انعقاد، ماهیت، اوصاف، آثار و روابط طرفین آن، جایگاه این نهاد حقوقی را در ساختمان حقوقی کشور تثبیت می‌کند و از تشت آرا در این زمینه جلوگیری می‌نماید.

### ۱- قرارداد آتی خاص

آتی خاص<sup>۱۱</sup> قراردادی است که به موجب آن بر خرید یا فروش مالی معلوم در تاریخ معین در آینده و با قیمت مشخص توافق می‌شود<sup>۱۲</sup> به دیگر سخن، فروشنده قرارداد آتی خاص متعهد می‌شود موضوع قرارداد اصلی یعنی دارایی پایه را که ممکن است کالا، ارز یا اوراق بهادار باشد را در سررسید قرارداد تهیه کند و خریدار قرارداد آتی خاص نیز تعهد می‌کند ثمن معامله را تهیه و آن را خریداری کند.

قرارداد آتی خاص نخستین و ساده‌ترین ابزار مشتقه مالی است که بازار آن قدمتی دیرینه دارد، هدف از ایجاد این بازارها، برآورده ساختن نیازهای کشاورزان و تجار بوده است، به عنوان مثال: اگر کشاورزی در فروردین ماه نگران فروش گندم خود در فصل برداشت به دلیل عرضه زیاد و کاهش قیمت‌ها باشد و متقابلاً شخص دیگری که نیازمند محصول مزبور است، نگران افزایش قیمت‌ها به دلیل عرضه کم محصول باشد، دو طرف قرارداد با خطر تغییر قیمت مواجه هستند ولی خطر هر یک در جهت مخالف دیگری است. کشاورز نگران کاهش قیمت محصول خود و دیگری

۱۰. برای آشنایی با قرارداد اختیار معامله به مقاله نگارنده تحت عنوان (تبیین قرارداد اختیار معامله) در فصلنامه فقه و حقوق شماره ۱۹ مراجعه شود.

۱۱. واژه «Forward Contract» به سه صورت «قرارداد آتی خاص»، «پیمان آتی»، «قرارداد سلف» ترجمه شده است. شایان ذکر است، قرارداد مزبور با بیع سلف که آن نیز نوعی خرید و فروش تأمینی است، متفاوت است. زیرا در بیع سلف، مبیع کلی برای تحویل در آینده به‌طور قطعی معامله و ثمن آن نیز نقداً دریافت می‌شود در حالی که قرارداد آتی خاص توافقی برای خرید یا فروش کالایی در آینده و با قیمتی مشخص است. بنابراین بر خلاف بیع سلف که معامله به صورت قطعی محقق می‌گردد، در این قراردادها برای خرید کالا و تملک آن نیاز به عقد مجزایی در آینده است.

12. John C. Hull, *Fundamentals of Futures and Options Markets*, Prentice Hall, 4ed, 2005, p. 4.

نگران افزایش قیمت کالای مذکور است. بدین ترتیب راه حل منطقی آن است که کشاورز و شرکت مزبور با مذاکره با یکدیگر در خصوص فروش مقدار معلوم از گندم و با قیمت مشخص در زمان معین توافق کنند. چنین توافقی یک قرارداد آتی خاص است. انجام این معامله باعث می‌شود تا هر یک از طرفین قرارداد خود را در مقابل تغییر نامطلوب قیمت‌ها مصون نگاه دارد. افزون بر این، هر دو طرف قرارداد در وضعیتی مناسب می‌توانند فعالیت‌های خود را برای ماه‌های آینده برنامه‌ریزی کنند. بنابراین مزیت قراردادهای آتی خاص به پوشش خطر محدود نمی‌شود. وجود ایرادات عدیده از جمله فقدان بازار ثانویه، قابلیت نقد شوندگی پایین و خطر نکول و ورشکستگی یکی از طرفین قرارداد سبب شد تا ابزار مالی جدیدی تحت عنوان «قراردادهای آتی یکسان»<sup>۱۳</sup> پا به عرصه وجود گذارد.

## ۲- قرارداد آتی یکسان

قرارداد آتی یکسان از نظر تعریف همانند آتی خاص است ولی از نظر ساختار تفاوت‌های اساسی با قرارداد آتی خاص دارد. مهم‌ترین وجه تمایز قرارداد آتی یکسان نسبت با آتی خاص در این است که قرارداد آتی یکسان در بورس‌ها معامله می‌شود در حالیکه قرارداد آتی خاص در بازارهای فرابورس عرضه می‌شود.<sup>۱۴</sup> بنابراین به شخصی که متعهد شده است مالی را در زمان مشخص و با قیمت معین در آینده بفروشد در اصطلاح گفته می‌شود «موضع فروش»<sup>۱۵</sup> اتخاذ کرده است در مقابل شخصی که متعهد شده است مالی را در همان زمان و با همان قیمت خریداری کند در اصطلاح می‌گویند «موضع خرید»<sup>۱۶</sup> اتخاذ کرده است. قیمت مورد توافق برای خرید کالا در آینده، «قیمت آتی»<sup>۱۷</sup> یا «قیمت توافقی»<sup>۱۸</sup> و تاریخ تحویل مورد معامله در آینده، تاریخ سررسید یا «تاریخ تحویل»<sup>۱۹</sup> نامیده می‌شود. همچنین به مورد معامله که در آینده تحویل خواهد شد «دارایی پایه»<sup>۲۰</sup> می‌گویند.

قرارداد آتی یکسان هر چند در بازار بورس اوراق بهادار ایران بسیار نوپا است، ولی در بورس‌های مهم دنیا به عنوان یکی از مهم‌ترین مشتقات مالی بازار وسیعی را تحت عنوان «بازار آتی‌ها» به خود اختصاص داده است. کارکرد اصلی قراردادهای آتی ایجاد فرصت مقابله با حرکت قیمتی نامطلوب برای مشارکت‌کنندگان در بازار است.<sup>۲۱</sup> از آنجا که قرارداد آتی خاص از ایجاد

۱۳. واژه «Future contracts» به دلیل استاندارد بودن آن به «قراردادهای آتی یکسان» ترجمه شده است. در مقابل

قرارداد آتی خاص که استاندارد و یکنواخت نیست.

14. Alastair Hudson, *The Law on Financial Derivatives*, London, Sweet & Maxwell, 4ed, 2006, p. 44.

15. Short Position

16. Long Position

17. Future Price

18. Exercise Price

19. Delivery Date

20. The underling asset

21. J. Frank Fabozzi and Franco Modigliani, *Capital Markets: Institution and Instruments*, U.S.A, Practice-Hall International, Inc, 1992, p. 160.

ارزش افزوده در بازارهای مالی ناتوان بوده است، جای خود را به قرارداد آتی یکسان داده است. بنابراین، بازار قراردادهای آتی یکسان به منظور رفع کاستی‌ها و کمبودهای موجود در بازار قراردادهای آتی خاص ابداع شده و صورت کامل شده قراردادهای آتی خاص است.

در ابتدا موضوع قراردادهای آتی عموماً محصولات کشاورزی از قبیل گندم، حیوانات اهلی، یا تولیدات صنعتی بوده است. با توسعه بازارهای مالی امریکا از نیمه دوم دهه هشتاد معامله قراردادهای آتی با موضوع دارایی‌های مالی نیز رواج یافت. امروزه، موضوع قراردادهای آتی را دارایی‌های مختلفی، همچون ذرت، گندم، جو، سویا، لوبیا، روغن، اوراق خزانه، انواع مختلف ارزها، تشکیل می‌دهد.

قراردادهای آتی مربوط به کالاهای کشاورزی یا صنعتی را «قراردادهای آتی کالا»<sup>۲۲</sup> و پیمان‌های مربوط به دارایی‌های مالی را «قراردادهای آتی مالی یا قراردادهای آتی اوراق بهادار»<sup>۲۳</sup> می‌نامند.

قراردادهای آتی مالی به سه دسته کلی تقسیم می‌شود. قراردادهای آتی ارز،<sup>۲۴</sup> قراردادهای آتی نرخ بهره<sup>۲۵</sup> و قرارداد آتی شاخص سهام.<sup>۲۶</sup>

از آنجا که وجوه تفاوت دو قرارداد آتی خاص و یکسان عمدتاً به ساختار و ویژگی‌های قرارداد آتی یکسان مربوط می‌شود، شایسته است بدو ساختار حقوقی قرارداد مزبور به دقت بررسی شود. بدیهی است معرفی ساختار قرارداد مذکور نه تنها امر مقایسه را تسهیل می‌کند، بلکه می‌تواند به عنوان آموزش نحوه انعقاد قرارداد مذکور در بازار بورس نیز مؤثر باشد. افزون بر این، تبیین ساختار قرارداد مزبور به تحلیل حقوقی نقش هر یک از عوامل دخیل در این بازار نیز کمک شایانی خواهد کرد.

### ۳- ساختار قراردادهای آتی یکسان

آن‌گونه که بیان شد، مهم‌ترین وجه تمایز قرارداد آتی یکسان نسبت به آتی خاص، عرضه آن در بازارهای بورس است، این ویژگی اساسی سبب شده است که ساختار آتی یکسان صورتی کاملاً متمایز از آتی خاص داشته باشد. ساختار مزبور نه تنها به دلیل عرضه قرارداد مذکور در بورس بلکه عمدتاً به دلیل رفع کاستی‌ها و نواقص آتی‌های خاص طراحی شده است.

#### ۳-۱. یکنواخت بودن دارایی پایه

قرارداد آتی یکسان به دلیل عرضه در بورس از جهات مختلف «استاندارد شده»<sup>۲۷</sup> و یکنواخت است. علت یکنواخت بودن آتی‌های یکسان تسهیل معامله آن در بازارهای بورس و امکان مبادله

22. Commodity Futures  
23. Financial or Security Futures  
24. Currency Futures  
25. Interest Rate Futures  
26. Stock Index Futures  
27. Standardized

آنها با یکدیگر است. همین امر سبب شده است که بازارهای آتی یکسان نسبت به آتی خاص از رونق بیشتری برخوردار باشد. چنانچه دارایی پایه کالا باشد، بورس‌ها شرایط قابل قبول آن را از قبل اعلام می‌کنند به گونه‌ای که صرفاً در چارچوب آن ضوابط معامله انجام می‌شود. بنابراین، دارایی پایه باید از نظر کمیت، کیفیت، تاریخ و محل تحویل یکسان باشد.

۱. کمیت: مقدار استاندارد دارایی پایه و کالا در قراردادهای آتی یکسان در اصطلاح «یک قرارداد» نامیده می‌شود، برای مثال: یک قرارداد نفت خام در بورس بین‌المللی نفت لندن معادل ۱۰۰۰ بشکه نفت، یک قرارداد طلا معادل ۱۰۰ اونس<sup>۲۸</sup> طلا و یک قرارداد ذرت در بورس شیکاگو معادل ۵۰۰۰ بوشل<sup>۲۹</sup> می‌باشد. در بورس اوراق بهادار ایران هر قرارداد آتی سکه معادل ۱۰ سکه تمام بهار آزادی است بنابراین در چنین بازاری نمی‌توان ۱۵ سکه بهار آزادی خرید زیرا هر قرارداد آتی سکه معادل ۱۰ سکه است. در این بازار هر شخص حقیقی می‌تواند حداقل یک قرارداد ۱۰ سکه‌ای و حداکثر ده قرارداد (۱۰۰ سکه) در یک دوره قرارداد یک‌ساله معامله کند.<sup>۳۰</sup>

۲. کیفیت: نوع کالا و درجه کیفیت آن نیز از سوی بورس به نحو استاندارد اعلام می‌شد البته در پاره‌ای موارد ممکن است گزینه‌های مختلفی در مورد کیفیت کالای مورد قبول بورس وجود داشته باشد که در این گونه موارد سرمایه‌گذار قرارداد آتی می‌تواند کالای مورد نظر خود را انتخاب کند برای مثال بورس آتی سکه طلا ایران صرفاً بر روی سکه تمام بهار آزادی طرح امام خمینی (ره) انجام می‌شود.

۳. تاریخ تحویل: تاریخ و ماه‌های تحویل هر قرارداد به دارایی پایه آن قرارداد بستگی دارد. برای مثال در بورس نفت لندن تاریخ تحویل نفت می‌تواند د رهر ماهی از ۱۲ ماه متوالی در آینده باشد که شروع آن از ماه بعد از ماهی که در آن معامله صورت گرفته آغاز می‌شود<sup>۳۱</sup> در بورس تجاری شیکاگو<sup>۳۲</sup> قرارداد آتی ارز فقط در یکی از ماه‌های مارس، ژوئن، سپتامبر و دسامبر قابل تحویل است. در بورس شیکاگو<sup>۳۳</sup> قرارداد آتی غلات در ماه‌های ژانویه، مارس، مه، ژوئیه، سپتامبر، نوامبر و دسامبر تحویل می‌شود.<sup>۳۴</sup>

۴. مکان تحویل: مکان تحویل کالا نیز توسط بورس‌ها تعیین می‌شود. مکان تحویل در خصوص کالاهایی که حجیم بوده و هزینه حمل و نقل بالایی دارند اهمیت بسیار دارد از این رو

۲۸. هر اونس معادل ۳۱/۱ گرم است.

۲۹. (Bushel) هر بوشل معادل ۳۶/۴ لیتر است.

30. www.boursekala.com

۳۱. مسعود درخشان، مشتقات و مدیریت ریسک در بازارهای نفت، تهران، مؤسسه مطالعات بین‌المللی انرژی، چ

۱، ۱۳۸۳، ص ۱۴۰.

32. Chicago Mercantile Exchange (CME)

33. Chicago Board Of Trade (CBOT)

۳۴. جان هال، مبانی مهندسی مالی و مدیریت خطر، سجاد سیاح و علی صالح‌آبادی، تهران، رایانه تدبیرپرداز، چ ۱،

۱۳۸۴، ص ۵۶.

ممکن است تحویل کالا در مکان‌های خاص تعریف شده باشد که در صورت تعدد آن، مکان تحویل توسط فروشنده انتخاب و بر اساس آن قیمت تعدیل می‌شود.

۵. قیمت: قیمت قراردادهای آتی تنها موردی است که بدون دخالت بورس و در فضای رقابتی بازار تعیین می‌شود. بنابراین قیمت تابع قانون عرضه و تقاضا است. در عین حال، برای اینکه محاسبات به آسانی انجام پذیرد و گزارش تغییرات قیمت منظم باشد، حداقل تغییر قیمت استاندارد است. از این رو، تغییرات مختصر و ناچیز قیمت در تابلوی بورس منعکس نمی‌شود. به حداقل تغییر قیمت که از سوی بورس تعیین می‌شود «تیک»<sup>۳۵</sup> گفته می‌شود. برای مثال در بورس بین‌المللی نفت لندن یک تیک برابر با یک سنت برای هر بشکه نفت خام است. بنابراین، مقدار تیک برای یک قرارداد آتی نفت خام (۱۰۰۰ بشکه) ۱۰ دلار است. در بسیاری موارد بورس‌ها محدوده تغییرات روزانه قیمت را نیز تعیین می‌کنند تا مانع نوسانات بسیار شدید قیمت‌ها شوند برای مثال قیمت قرارداد آتی گندم در بورس شیکاگو نمی‌تواند بیش از ۲۰ سنت برای هر بوشل - نسبت به قیمت آن در پایان روز قبل - افزایش یابد.<sup>۳۶</sup>

### ۲-۳. سپرده تضمین

طرفین قرارداد آتی به منظور جلوگیری از نقض تعهدات قراردادی خود باید وجهی را به عنوان تضمین نزد کارگزار بورس بسپارند که به آن «حساب تضمین»<sup>۳۷</sup> گفته می‌شود (بند ۵۷ ماده ۱ دستورالعمل معاملات آتی سهام در بورس اوراق بهادار تهران)، هدف از دریافت این وجه جلوگیری از نقض تعهدات و زیان احتمالی یکی از طرفین قرارداد آتی است. از آنجا که دریافت وجه مذکور نوعی محدودیت در فعالیت معامله‌گران بازار آتی‌ها محسوب می‌شود، تعیین مبالغ آن معمولاً به گونه‌ای است که مانع رونق این بازارها نباشد. فعالان بازار آتی‌ها از هنگام ورود به این بازار تا خاتمه قرارداد با سه نوع تضمین مواجه هستند.

۱. تضمین اولیه: «تضمین اولیه»<sup>۳۸</sup> وجهی است که سرمایه‌گذار قرارداد آتی باید برای تضمین ایفای تعهدات خود قبل از انجام معامله به کارگزار خود پرداخت کند. میزان این تضمین در هر قرارداد آتی تابع نوسانات قیمت دارایی پایه می‌باشد که ممکن است بین ۱ تا ۱۰ درصد ارزش دارایی پایه متغیر باشد. هر چه نوسان قیمت دارایی پایه بیشتر باشد، سطح تضمین اولیه بیشتر خواهد بود. برای مثال: وجه تضمین اولیه قراردادهای آتی سکه در بورس کالای ایران ۱۰ درصد ارزش سکه است. بدیهی است تضمین مذکور پس از انجام تعهدات قراردادی طرفین مسترد می‌شود. (بند ۵۹ ماده ۱ دستورالعمل مذکور)

۲. تضمین ثابت: حداقل مبلغی که همواره باید در حساب تضمین حفظ شود را «تضمین

35. Tick

۳۶. مسعود درخشان، پیشین، ص ۱۴۱ - ۱۴۰.

37. Margin account

38. Initial margin



ثابت<sup>۳۹</sup> می‌نامند. میزان حداقل تضمین ثابت معمولاً ۷۵ درصد مبلغ تضمین اولیه است. (بند ۲۳ ماده ۱ دستورالعمل مذکور)

۳. تضمین متغیر: «تضمین متغیر»<sup>۴۰</sup> عبارت است از تفاوت حساب فعلی تضمین نسبت به تضمین اولیه، به بیان دیگر اگر حساب تضمین سرمایه‌گذاری کمتر از حداقل تضمین ثابت شود نامبرده باید حساب تضمین خود را به سطح تضمین اولیه برساند. به مبلغی که سرمایه‌گذار برای رساندن حساب خود به سطح تضمین اولیه پرداخت می‌کند. «تضمین متغیر» می‌گویند. (بند ۶۰ ماده ۱ دستورالعمل مذکور) تضمین متغیر انعکاس دهنده سود و زیان معامله آتی‌ها در هر روز کاری است. هرگاه ارزش قرارداد آتی به نفع دارنده آن تغییر کند متناسب با این تغییر وجهی به حساب تضمین او واریز می‌شود و در صورتی که ارزش آتی‌ها به زیان دارنده تغییر نماید وجهی از حساب تضمین او برداشت می‌شود. بند ۴۱ ماده ۱ دستورالعمل معاملات قرارداد آتی سهام در بورس اوراق بهادار تهران در این خصوص مقرر می‌دارد: «... برای جلوگیری از امتناع طرفین از عمل به تعهدات قرارداد، طرفین به صورت شرط ضمن عقد متعهد می‌شوند مبلغی را به عنوان وجه تضمین طبق ضوابط این دستورالعمل نزد کارگزار یا اتاق پایاپای بگذارند و متناسب با تغییرات قیمت آتی، وجه تضمین را تعدیل کنند و کارگزار یا اتاق پایاپای از طرف آنان وکالت دارد متناسب با تغییرات، بخشی از وجه تضمین هر یک از طرفین را به عنوان اباحه تصرف در اختیار دیگری قرار دهد و وی حق استفاده از آن را خواهد داشت تا در دوره تحویل با هم تسویه کنند...».

به محاسبه مستمر سود و زیان در هر روز اصطلاحاً «تسویه حساب روزانه»<sup>۴۱</sup> گفته می‌شود، تسویه حساب روزانه از افزایش بدهی معامله‌گران جلوگیری می‌کند. زیرا اتاق پایاپای با مشاهده اولین بدهی راسماً مبلغ بدهی را از حساب تضمین مشتری برداشت می‌کند. در صورتی که سرمایه‌گذاری نتواند بر اساس اخطار تضمین متغیر را پرداخت کند و حساب خود را به سطح تضمین اولیه برساند به حضور او در بازار آتی‌ها خاتمه داده می‌شود. برای درک بهتر انواع تضمین و نحوه عملکرد آن به مثال زیر توجه کنید.

سرمایه‌گذاری برای خرید قرارداد آتی سکه اقدام می‌کند. هر قرارداد آتی سکه شامل ۱۰ قطعه سکه تمام بهار آزادی است. اگر در اول مهرماه قرارداد آتی سکه به قیمت توافقی هر قطعه ۴/۵۰۰/۰۰۰ ریال برای تحویل در سه ماه دیگر منعقد شود. تضمین اولیه قرارداد مذکور مبلغ ۴/۵۰۰/۰۰۰ ریال معادل ۱۰٪ ارزش اولیه دازایی پایه است. و حداقل تضمین ثابت آن (معادل ۷۵٪ تضمین اولیه) مبلغ ۳/۳۷۵/۰۰۰ خواهد بود. قیمت توافقی یک قرارداد آتی سکه برای تحویل در سه ماه دیگر:  $۱۰ \times ۴/۵۰۰/۰۰۰ = ۴۵/۰۰۰/۰۰۰$

39. maintenance margin

40. Variation margin

41. Daily Settlement

مبلغ تضمین اولیه:  $۴۵۰۰۰/۰۰۰ \times ۱۰\% = ۴۵۰۰/۰۰۰$

مبلغ حداقل تضمین ثابت:  $۳/۳۷۵/۰۰۰ = ۴۵۰۰/۰۰۰ \times ۷۵\% *$  چنانچه در روز دوم مهر قیمت آتی‌های سکه  $۵۰/۰۰۰$  ریال کاهش یافته به قیمت هر سکه  $۴/۴۵۰/۰۰۰$  ریال برسد حساب تضمین با  $۵۰۰/۰۰۰$  ریال کاهش به مبلغ  $۴/۰۰۰/۰۰۰$  ریال تقلیل می‌یابد. مبلغ مذکور بیانگر زیان سرمایه‌گذار در روز دوم معامله است که راسا از حساب تضمین وی برداشت و به حساب سرمایه‌گذاری که همین قرارداد آتی را فروخته است، واریز می‌شود.

میزان کاهش قیمت یک قرارداد آتی سکه:  $۵۰/۰۰۰ \times ۱۰ = ۵۰۰/۰۰۰$

میزان حساب تضمین اولیه در روز دوم مهر:  $۴/۵۰۰/۰۰۰ - ۵۰۰/۰۰۰ = ۴/۰۰۰/۰۰۰$   
 \* اگر در روز سوم مهر قیمت آتی‌های سکه  $۸۰/۰۰۰$  ریال دیگر کاهش یابد و قیمت هر سکه به  $۴/۳۷۰/۰۰۰$  ریال برسد حساب تضمین به میزان  $۸۰/۰۰۰$  ریال دیگر کاهش و به مبلغ  $۳/۲۰۰/۰۰۰$  ریال می‌رسد.

میزان کاهش قیمت یک قرارداد آتی سکه در سوم مهر:  $۸۰/۰۰۰ \times ۱۰ = ۸۰۰/۰۰۰$

میزان حساب تضمین اولیه در روز سوم مهر:  $۴/۰۰۰/۰۰۰ - ۸۰۰/۰۰۰ = ۳/۲۰۰/۰۰۰$   
 در روز سوم مهر چون وجه تضمین سرمایه‌گذار از حداقل تضمین ثابت ( $۳/۳۷۵/۰۰۰$ ) کمتر شده است به وی اخطار می‌شود تا نسبت به پرداخت تضمین متغیر و رساندن آن به مبلغ تضمین اولیه اقدام کند. بنابراین نامبرده باید مبلغ  $۱/۳۰۰/۰۰۰$  ریال به حساب تضمین واریز نماید. والا موقعیت معاملاتی او در بورس مسدود می‌شود.

مقدار تضمین متغیر که در سوم مهر باید پراخت شود:  $۴/۵۰۰/۰۰۰ - ۳/۲۰۰/۰۰۰ = ۱/۳۰۰/۰۰۰$

\* چنانچه در روز چهارم مهر قیمت آتی‌های سکه  $۱۰۰/۰۰۰$  ریال افزایش یابد سود او از قرارداد آتی در روز چهارم مهر مبلغ  $۱۰۰۰/۰۰۰$  ریال خواهد بود که می‌تواند آن را برداشت یا در حساب تضمین ذخیره نماید که در صورت ذخیره، حساب تضمین او مبلغ  $۵/۵۰۰/۰۰۰$  ریال خواهد بود.

میزان افزایش حساب تضمین اولیه در چهارم مهر:  $۱۰۰/۰۰۰ \times ۱۰ = ۱۰۰۰/۰۰۰$

میزان حساب تضمین اولیه در روز چهارم مهر:  $۴/۵۰۰/۰۰۰ + ۱۰۰۰/۰۰۰ = ۵/۵۰۰/۰۰۰$

### ۳-۳. اتاق پایاپای

اتاق پایاپای واحد سازمانی است که در قالب شرکت تأسیس و بخش الحاقی به بورس‌های ارائه‌کننده آتی‌ها می‌باشد. وظیفه اتاق مزبور تضمین تعهدات طرفین معامله است به گونه‌ای که تمام موقعیت‌های خرید و فروش آتی‌ها را ثبت و نگهداری می‌نماید (بند ۸ و ۱۹ ماده ۱ دستورالعمل تسویه و پایاپای معاملات بورس کالای ایران) با انجام معامله آتی‌ها توسط کارگزاران و ورود آن در سیستم ثبت معاملات بورس، اتاق پایاپای وارد عمل می‌شود و نقش خریدار را برای فروشنده و نقش فروشنده را برای خریدار ایفا می‌کند. از نظر حقوقی، نقش اتاق پایاپای را باید به عنوان

ضامنی دانست که ضمانت او مفید نقل ذمه است. بنابراین خریداری که قصد اعمال یک قرارداد آتی را دارد اتاق پایاپای را متعهد خود می‌داند. فروشنده نیز هنگام اعمال یک قرارداد آتی ثمن معامله را از اتاق پایاپای دریافت می‌کند. بنابراین معامله‌گران بازار آتی‌ها نیاز به شناسایی طرف معامله و میزان اعتبار او ندارند زیرا اتاق مزبور خطر اعتباری فروشنده را برای خریدار و خطر اعتباری خریدار را برای فروشنده بر عهده می‌گیرد. تنها خطری که در این معاملات مطرح است خطر اعتبار شرکت پایاپای است. از آنجا که این اتاق‌ها از ذخایر مالی مناسب و تجربیات فراوان برخوردارند مورد اعتماد معامله‌گران بوده و کمتر با خطر اعتباری مواجه می‌شوند.

اتاق پایاپای متشکل از مجموعه‌ای از اعضا است (بند ۳ ماده ۱ دستورالعمل تسویه و پایاپای معاملات بورس کالای ایران) که انعقاد تمام قراردادهای آتی باید از طریق آنان انجام شود. چنانچه کارگزاری خود عضو شرکت پایاپای نباشد الزاماً باید معاملات خود را از طریق اعضای شرکت مذکور انجام دهد.

همان‌گونه که لازم است یک سرمایه‌گذار جهت تضمین انجام تعهدات خود حسابی نزد کارگزار خود داشته باشد (حساب تضمین) اعضای اتاق پایاپای نیز باید یک حساب تضمین نزد اتاق داشته باشند. به این حساب «حساب تضمین پایاپای»<sup>۴۲</sup> گفته می‌شود. برابر بند ۹ ماده ۱ دستورالعمل اخیرالذکر. این تضمین ممکن است به صورت نقد، ضمانت‌نامه بانکی بدون قید و شرط یا اوراق مشارکت باشد.

همان‌گونه که حساب تضمین سرمایه‌گذاران روزانه تعدیل می‌شود، حساب تضمین هر یک از اعضای اتاق نیز مطابق سود و زیان روزانه تسویه می‌شود. با این تفاوت که اعضای اتاق پایاپای حساب تضمین ثابت ندارند. آنان باید حساب تضمین اولیه خود را پیوسته حفظ کنند بنابراین مانده حساب هر قرارداد آنان در روز باید معادل مبلغ ودیعه اولیه ضرب در تعداد قراردادهایی که هنوز با یک معامله معکوس خنثی نشده، باشد با توجه به معاملاتی که در طول روز انجام می‌شود و همچنین تغییرات قیمت، ممکن است اعضای اتاق پایاپای مجبور به افزایش تضمین خود در پایان روز باشند و یا با مازاد تضمین روبه‌رو شده و از حساب تضمین خود برداشت کنند.<sup>۴۳</sup>

### ۳-۴- نحوه خاتمه قرارداد آتی یکسان

یکی دیگر از تفاوت‌های عمده قرارداد آتی یکسان با آتی خاص نحوه خروج از بازار و خاتمه آن است با خروج از بازار آتی‌ها موضع معاملاتی شخص در این بازار بسته می‌شود. شیوه‌های خروج از این بازار به چهار روش ذیل انجام می‌شود.

۱. تحویل دارایی پایه: قراردادهای آتی معمولاً به تحویل فیزیکی کالا منتهی نمی‌شود. زیرا تسلیم و تسلیم دارایی پایه اغلب مشکل و در مواردی پرهزینه است. بنابراین سرمایه‌گذاران ترجیح

می‌دهند قبل از فرارسیدن زمان تحویل، به شیوه‌های دیگری موضع معاملات خود را مسدود کنند. در عین حال، اغلب قراردادهای آتی سهام، ارز و سکه به تحویل منتهی می‌شود، زیرا در این قراردادها هزینه و مشکلات حمل و نقل و انبارداری وجود ندارد.

دوره زمانی که تحویل در آن صورت می‌گیرد بسته به نوع کالا متفاوت بوده و از سوی بورس تعیین می‌شود. در قراردادهای آتی یکسان، این فروشنده است که تصمیم به تحویل می‌گیرد. فروشنده‌ای که مایل به تحویل دارایی پایه است به کارگزار خود موضوع را اطلاع می‌دهد وی نیز به نوبه خود اطلاعیه برنامه تحویل را به اتاق پایاپای ارائه می‌کند. در این اطلاعیه تعداد قراردادهایی را که تحویل خواهد شد و همچنین مکان تحویل و کیفیت محصول مشخص می‌شود. سپس شرکت پایاپای نیز به‌طور تصادفی یکی از شرکت‌های کارگزاری عضو خود را که قبلاً مشابه همین قرارداد آتی را خریده است انتخاب می‌کند. شرکت کارگزاری نیز با راهکاری که برای مشتریانش شناخته شده است یک نفر را که قبلاً مشابه همین قرارداد را خریده است را برای تحویل انتخاب می‌کند.<sup>۴۴</sup>

از نظر حقوقی، تحویل دارایی پایه به معنی ایفای عهد و سبب زوال تعهد می‌شود. در قراردادهای معمول ایفای عهد شایع‌ترین وسیله سقوط تعهد است، ولی بر اساس آمار درصد کمی از آتی‌ها به تحویل مال موضوع قرارداد اصلی می‌انجامد. معامله‌گران در بازارهای آتی یکسان عمدتاً بورس‌بازانی هستند که تلاش می‌کنند با هزینه کمتر سود بیشتری بدست آورند. از آنجا که تحویل کالا هزینه‌های گزاف حمل و نقل و انبارداری را بر آنها تحمیل می‌کند کم‌تر به تحویل کالای نهایی اقبال نشان می‌دهند. حتی پوشش دهندگان خطر که معمولاً نیازمند دارایی پایه هستند، معمولاً ترجیح می‌دهند به دلایل پیش گفته از تحویل کالا اجتناب کنند و با مسدود کردن موضوع معاملات، خرید یا فروش مورد نیاز خود را به شیوه معمول در بازارهای نقدی انجام دهند.

۲. تسویه حساب نقدی: در مواردی که تحویل دارایی پایه غیر ممکن یا با دشواری همراه است. قراردادهای آتی در سررسید به روش «تسویه نقدی»<sup>۴۵</sup> خاتمه می‌یابد زیرا نسبت به روش تحویل از سهولت بیشتری برخوردار است. قراردادهای آتی شاخص سهام از جمله قراردادهایی است که همواره به صورت نقد تسویه می‌شود. در این روش به جای تحویل دارایی پایه تفاوت بین قیمت خرید یا قیمت فروش آتی‌ها را با قیمت دارایی پایه در تاریخ انقضا محاسبه کرده به عنوان سود یا جبران زیان به طرف دیگر می‌پردازند. سرمایه‌گذار با دریافت مبلغی که بر اساس قیمت جاری آن کالا محاسبه شده است، می‌تواند دارایی پایه را در بازار به صورت نقد خریداری کند.

از نظر حقوقی، ماهیت تسویه نقدی را می‌توان چنین تحلیل نمود که طرفین قرارداد پس از انعقاد عقد نهایی با انجام تبدیل تعهد به اعتبار تبدیل موضوع، موضوع قرارداد را از کالا یا اوراق

بهادار به پول تبدیل کرده و با یکسان شدن موضوع تعهد طرفین معامله، میان دو دین آنان به میزان کمترین آن تهاتر شده و سپس بدهکار تفاوت میان دو دین را به طلبکار پرداخت می‌کند. این نظریه با این ایراد مواجه است که در قراردادهای آتی چنین تبدیل تعهدی صورت نمی‌گیرد و عملاً نیز طرفین قرارداد اراده چنین تبدیل تعهدی نمی‌کنند. مگر اینکه طرفین در هنگام انعقاد قرارداد بر تبدیل تعهد مزبور به صورت شرط ضمن عقد توافق کنند. با چنین تبدیل تعهدی، طلبی که موضوع آن کالا یا اوراق بهادار بوده ساقط می‌شود و تعهد جدیدی نسبت به تأدیه وجه نقد استقرار می‌یابد. شایان ذکر است برخی از فقها نیز بر مشروعیت تبدیل تعهد مزبور نظر داده‌اند.<sup>۴۶</sup>

برخی از حقوقدانان معتقدند: لازمه تغییر موضوع تعهد، تبدیل تعهد یعنی سقوط تعهد پیشین و ایجاد تعهد جدید نیست. طرفین می‌توانند موضوع دین موجود را بدون اینکه نیازی به ایجاد تعهد جدیدی به جای دین سابق باشد، دگرگون سازند. در عمل فراوان دیده می‌شود که بازرگانان و مشاوران حقوقی آنان برای تغییر موضوع تعهد یا اوصاف آن در اندیشه جانشین ساختن تعهدی جدید به جای دین سابق نیستند و به‌طور معمول هنگام وفای به عهد و گاه پیش از آن، شرایط و موضوع دین را تغییر می‌دهند و با اعتراض یا ایرادی هم رویه‌رو نمی‌شوند. اگر آنان قادرند تعهدی را ساقط کنند چرا توان تغییر آن را نداشته باشند. چه لزومی دارد که برای این گونه تغییرها بکلی رابطه موجود را بگسلند و چیزی نو بیافرینند.<sup>۴۷</sup> از این دیدگاه، ساده‌ترین روش این است که در هنگام انعقاد قرارداد آتی شرط شود که ذی‌نفع حق دارد در سر رسید قرارداد بجای مطالبه دارایی پایه، قیمت آن را خواستار شود. وانگهی تسویه نقدی می‌تواند عرف بازاری‌های یکسان شناخته شده و با استناد مواد ۲۲۰ و ۲۲۵ ق.م به عنوان امری متعارف به منزله ذکر در عقد تلقی شده و متعاملین را ملتزم کند.

۳. معامله معکوس: به دلایل پیش گفته، سرمایه‌گذاران اغلب ترجیح می‌دهند موضع معاملاتی خود را قبل از سر رسید قرارداد، مسدود کنند و خرید و فروش را در بازار نقدی انجام دهند. برای بستن موضع معاملاتی سرمایه‌گذار باید معامله جدیدی عکس معامله قبلی خود منعقد کند. یعنی اگر موضع او خرید بوده است به فروش همان قرارداد آتی خریداری شده، اقدام نماید و اگر موضع او فروش بوده است اقدام به خرید قرارداد آتی با مشخصات قرارداد فروخته شده نماید. در عمل تعداد کمی از معاملات در سر رسید به شیوه تحویل یا تسویه نقدی خاتمه می‌یابد، عمده معامله‌گران قبل از سر رسید و با شیوه انجام «معامله معکوس»<sup>۴۸</sup> به حضور خود در بازار آتی‌ها پایان می‌دهند.

مثال: سرمایه‌گذار (الف) در مهر ماه ۱۰ قرارداد آتی سکه طلا به ارزش هر سکه ۴/۵۰۰/۰۰۰

۴۶. حسین علی منتظری، استفتاء مورخ ۱۳۸۶/۲/۶ به نقل از حسینی سید محمد، تحلیل فقهی - اقتصادی مشتقات،

رساله دکتری علوم اقتصادی دانشگاه امام صادق، ۱۳۸۶، ص ۳۲۴

۴۷. ناصر کاتوزیان، نظریه عمومی تعهدات، تهران، نشر میزان، چ ۲، ۱۳۸۲، ص ۳۰۱.

ریال از (ب) جهت تحویل در بهمن ماه خریداری کرده است. پس از انجام معامله ارتباط آنها با اتاق پایاپای برقرار می‌شود یعنی (الف) متعهد است در بهمن ماه سکه‌ها را تحویل بگیرد و ثمن آن را به اتاق پردازد و (ب) نیز مکلف است سکه‌ها را در بهمن ماه به اتاق تسلیم و ثمن خود را دریافت کند. حال اگر (الف) قصد دریافت سکه را در بهمن نداشته باشد می‌تواند قبل از سررسید با انجام معامله معکوس به حضور خود در این بازار خاتمه دهد. بنابراین (الف) ۱۰ قرارداد سکه طلای خود به تحویل بهمن ماه را به قیمت هر سکه  $\frac{4}{600000}$  ریال در آبان ماه به سرمایه‌گذار (ج) می‌فروشد. بعد از انجام این معامله موضع معاملاتی (الف) بسته می‌شود و (ج) قائم مقام وی در انجام حقوق و تعهدات قراردادی وی در برابر اتاق پایاپای می‌گردد. (الف) با توجه به افزایش  $\frac{1000000}{1000000}$  ریالی قیمت سکه مبلغ  $\frac{10}{1000000}$  ریال از این معامله سود برده است.

تعداد سکه در ۱۰ قرارداد سکه:  $100 = 10 \times 10$

میزان سود حاصل از ۱۰ قرارداد آتی سکه برای (الف):  $\frac{10}{1000000} = 100 \times \frac{1000000}{1000000}$  سرمایه‌گذار (ب) هنوز در موضع فروش خود باقی است. بنابراین هنوز در برابر اتاق متعهد است نامبرده اگر بخواهد قبل از سررسید موضع معاملاتی خود را مسدود کند باید نسبت به خرید یک قرارداد آتی مشابه قرارداد فروخته شده اقدام نماید.

از نظر تحلیل حقوقی، معامله معکوس نوعی تهاتر است که موجب سقوط تعهد می‌شود. همان‌گونه که گذشت، وظیفه و نقش شرکت پایاپای در بازار آتی‌ها تضمین معاملات طرفین است و نوع ضمانت شرکت مذکور از نوع نقل ذمه است. یعنی خریدار و فروشنده آتی‌ها پس انعقاد معامله برای انجام تعهدات و وصول مطالباتشان اتاق را طرف حساب خود می‌دانند. بدین ترتیب انجام معامله معکوس سبب می‌شود که معامله کننده در مقابل شرکت پایاپای نسبت به موضوع واحد با زمان و مکان تأدیه واحد هم طلبکار و هم بدهکار شود و بدین طریق میان این دو دین یا دو طلب همسان به صورت قهری تهاتر صورت گیرد. برای مثال، فروشنده آتی‌ها در مقابل شرکت پایاپای متعهد به تسلیم دارایی پایه در سررسید است. حال اگر وی اقدام به خرید آتی دیگری با همان موضوع و همان خصوصیات نماید، با اتخاذ موضع خرید طلبکار شرکت پایاپای برای دریافت همان دارایی پایه می‌شود. به همین ترتیب خریدار آتی‌ها طلبکار شرکت پایاپای برای دریافت دارایی پایه است حال اگر اقدام به فروش همان آتی نماید با اتخاذ موضع فروش بدهکار شرکت پایاپای برای تسلیم همان دارایی پایه می‌شود. بدیهی است هر گاه دو شخص در مقابل یکدیگر هم بدهکار و هم طلبکار شوند و موضوع دین آنان و زمان و مکان تأدیه آن نیز یکسان باشد؛ میان دو دین آنان در حد کم‌ترین آن تهاتر واقع خواهد شد. بنابراین، یکی از دلایل عمده یکسان بودن موضوع قراردادهای آتی از جهات گوناگون، تسهیل معامله معکوس آن در بازارهای بورس است.

۴. مبادله آتی‌ها با کالا: روش «مبادله آتی‌ها با کالا»<sup>۴۹</sup> به عنوان چهارمین شیوه خروج از بازار آتی‌ها بدین صورت است که دو سرمایه‌گذاری که دو موضع معاملاتی عکس یکدیگر دارند با مذاکره و توافق بر مبيع و ثمن نسبت به مبادله کالا اقدام و موضع معاملاتی خود را با گزارش به بورس مسدود می‌کنند. برای مثال: سرمایه‌گذار (الف) دارای یک قرارداد آتی فروش سکه است و قصد دارد در سررسید سکه‌ها را تحویل دهد، متقابلاً سرمایه‌گذار (ب) یک قرارداد آتی خرید سکه دارد و نیز مایل است در سررسید ۱۰ سکه موضوع قرارداد را تحویل گیرد. در روش مبادله آتی‌ها این دو با مذاکره مستقیم نسبت به قیمت سکه به توافق می‌رسند و (ب) با پرداخت ثمن توافقی سکه‌های (الف) را خریداری می‌کند و (الف) نیز با دریافت ثمن، سکه‌ها را به او تحویل می‌دهد. با گزارش این مبادله به بورس و ثبت آن در سامانه معاملات، موضع معاملاتی این دو سرمایه‌گذار مسدود و بدین ترتیب از بازار آتی‌ها خارج می‌شوند. شیوه فوق با روش تحویل متفاوت است. زیرا در شیوه تحویل، قیمت بر اساس معیارها و ضوابط بورس تعیین می‌شود در حالی که در شیوه مشیوه مبادله آتی‌ها با کالا طرفین به صورت خصوصی در مورد قیمت به توافق می‌رسند به همین دلیل شیوه فوق استثنایی بر قاعده کلی معامله قراردادهای آتی یکسان در بورس‌ها تلقی می‌شود.<sup>۵۰</sup> وانگهی، در روش تحویل واسطه و ضامن تحویل کالا افاق پایاپای است در حالی که در این شیوه فروشنده خود مستقیماً مسؤولیت تحویل را عهده‌دار است.

#### ۴- تفاوت قراردادهای آتی خاص با قرارداد آتی یکسان

با شناخت ویژگی‌های قرارداد آتی یکسان اینک می‌توان موارد ذیل را به عنوان اهم تفاوت‌های این قرارداد با قرارداد آتی خاص برشمرد.

۱. قراردادهای آتی یکسان فقط در بورس‌ها معامله می‌شوند و آتی‌های خاص در بازارهای فرابورس.<sup>۵۱</sup> بنابراین بر خلاف آتی‌های خاص که معمولاً سازمان نیافته‌اند و محل مشخصی برای معامله ندارند، بازار قراردادهای آتی کاملاً سازمان یافته است و طرفین قرارداد مشکل یافتن یکدیگر را ندارند.

۲. در آتی خاص قرارداد بر اساس نیازهای طرفین تنظیم می‌شود. بنابراین، آتی خاص را برای هر کالایی و با هر مقداری و برای هر تاریخ تحویلی و در هر مکان و زمانی می‌توان منعقد کرد. به بیان دیگر، شرایط آتی مزبور از حیث زمان و مکان انعقاد، سررسید، نوع و مقدار و موضوع قرارداد و مکان تسلیم آن با توافق طرفین تعیین می‌شود. درحالی‌که شرایط قراردادهای آتی یکسان از جهات فوق به شکل استاندارد و یکنواخت از سوی بورس‌های ناشر تعیین می‌گردد و طرفین قرارداد نمی‌توانند مفاد آن را تغییر دهند. به علاوه تنها بورس‌های خاصی در دنیا اقدام به عرضه

49. Exchange of Future For Physical

۵۰. مسعود درخشان، پیشین، ص ۱۵۲.

51. John C. Hull, op. cit., p. 5.

قراردادهای آتی یکسان می‌نمایند. علت استاندارد بودن قراردادهای آتی یکسان این است که بتوان آنها را با یکدیگر معامله کرد.

۳. استاندارد بودن، فضای رقابتی و مجموعه قوانین و مقررات حاکم بر بازار بورس، سبب شده است تا بازار آتی‌های یکسان بازاری شفاف و با گردش اطلاعات مناسب باشد از این رو سرمایه‌گذاران دقیقاً می‌دانند چه قراردادهایی و با چه قیمتی برای معامله وجود دارد و ویژگی‌های دقیق کالای موضوع قرارداد چیست. چنین شفافیت و نظارتی در بازار آتی‌های خاص وجود ندارد. بنابراین طرفین خود باید به ارزیابی دقیق شرایط بازار، قیمت، اوصاف موضوع معامله و اعتبار طرف قرارداد بپردازند.

۴. قرارداد آتی یکسان به دلیل ارائه در بورس دارای نقدینگی بالا است و به راحتی می‌توان آن را به دیگری انتقال داد. در صورتی که قراردادهای آتی خاص به دلیل توافقی بودن شرایط آن فاقد بازار ثانویه منسجمی است، یعنی طرفین نمی‌توانند قرارداد را قبل از سررسید از طریق بورس به شخص دیگری منتقل کنند البته انتقال آن در بازارهای خارج از بورس امکان‌پذیر است، ولی به دلیل فقدان مشتری برای آن، در عمل متعاملین قادر به انتقال آن نیستند.<sup>۵۲</sup> در صورتی که در قراردادهای آتی به دلیل وجود بازار ثانویه چنانچه معامله‌کننده‌ای بخواهد قرارداد آتی با سررسید طولانی را بفروشد و قرارداد آتی با سررسید نزدیک‌تر بخرد، این امکان وجود دارد.

۵. قراردادهای آتی خاص وقت‌گیر و هزینه‌برند و همواره خطر نکول و عدم اجرای آن و یا ورشکستگی طرفین قرارداد وجود دارد. در حالی که، در قراردادهای آتی یکسان با وجود سپرده تضمین انجام تعهدات و نقشی که اتاق پایاپای بورس در این زمینه ایفا می‌کند این مشکل برطرف شده است. بازارهای بورس برای اینکه دو طرف قرارداد در صورت افزایش یا کاهش قابل توجه قیمت روز کالا نسبت به قیمت توافقی، از اجرای قرارداد امتناع نکنند، وجهی را تحت عنوان سپرده حسن انجام قرارداد اخذ می‌کند.<sup>۵۳</sup> و بدین وسیله اجرای مفاد قرارداد تضمین می‌گردد. بنابراین خطر نکول در قراردادهای آتی خاص نسبت آتی یکسان بیشتر است.<sup>۵۴</sup>

۶. خروج از بازار آتی‌های خاص معمولاً در سررسید قرارداد و اغلب از طریق تحویل یا نهایتاً تسویه نقدی انجام می‌شود در حالی که خروج از بازار آتی‌های یکسان به چهار طریق تحویل، تسویه نقدی، معامله معکوس و مبادله آتی با کالا امکان‌پذیر است که عمدتاً نیز از طریق معامله معکوس صورت می‌پذیرد.

۷. معامله‌گران آتی‌های خاص عمدتاً خطرگریزان<sup>۵۵</sup> یعنی بانک‌ها و سرمایه‌گذارانی هستند که

۵۲. اسدالله افشاری، مدیریت مالی در تنوری و عمل، تهران، انتشارات سروش، ج ۱، ۱۳۷۹، ص ۹۹.

۵۳. حجت‌الله غنیمی‌فرد و محمد آرام بنیار، «امکان سنجی فقهی تأسیس بورس آتی نفت در جمهوری اسلامی ایران»، فصلنامه پژوهشی دانشگاه امام صادق (ع)، بهار ۸۴، ش ۲۵، ص ۱۷۶.

۵۴. رضا راعی و علی سعیدی، مبانی مهندسی مالی و مدیریت ریسک، تهران، سمت، ج ۱، ۱۳۸۳، ص ۱۷۶.



به دارایی پایه نیاز داشته و با انجام معامله قصد پوشش خطر را دارند. آنان بدین وسیله سرمایه خود را در قبال نوسانات احتمالی قیمت در آینده پوشش می‌دهند و خطر تغییرات نامطلوب قیمت را به حداقل می‌رسانند. هدف این دسته از معامله‌گران به حداکثر رساندن سود خود نیست، آنها از آتی‌ها به عنوان ابزاری برای تضمین و تثبیت وضعیت خود نسبت به کاهش یا افزایش قیمت‌ها استفاده می‌کنند. در حالی که معامله‌گران بازار آتی‌های یکسان عمدتاً خطرپذیران و بورس بازاری<sup>۵۶</sup> هستند که آگاهانه به استقبال خطر می‌روند و سودی را متناسب با نوع پیش‌بینی خود از تغییر قیمت‌ها کسب می‌کنند. هدف این گروه از خرید و فروش آتی‌ها صرفاً کسب منفعت است. از این رو ورودشان به بازار آتی‌ها ناگهانی است و برای کسب سود بیشتر پیوسته با خرید و فروش آتی‌ها موضع معاملاتی خود را در بازار تغییر می‌دهند.

۸. یکی از مهم‌ترین تفاوت‌های این دو قرارداد در سازوکار عملیاتی و روش حسابداری آن است که از آن به تسویه حساب روزانه یاد شد. بنابراین، در قراردادهای آتی خاص هیچ جریان نقدی تا تاریخ انقضاء قرارداد وجود ندارد و تسویه حساب در پایان مدت قرارداد انجام می‌گیرد در حالی که در قراردادهای آتی یکسان این جریان نقدی و تسویه حساب به صورت روزانه و از روزی به روز دیگر متفاوت است. تفاوت این دو قرارداد از حیث تسویه حساب روزانه، در قیمت‌گذاری قراردادهای آتی خاص و آتی یکسان تأثیرگذار است.<sup>۵۷</sup>

۹. تاریخ تحویل دارایی پایه در قراردادهای آتی خاص که با توافق طرفین تعیین می‌شود محدود به ماه خاصی نیست بنابراین در هر ماهی از سال امکان تحویل وجود دارد و انگهی، در قرارداد مزبور بیش از یک تاریخ مشخص و ساده برای تحویل وجود ندارد. در حالی که در قراردادهای آتی یکسان تحویل دارایی پایه فقط در ماه‌های خاصی که از سوی بورس اعلام می‌شود، ممکن است. بنابراین در قرارداد مزبور دامنه‌ای از تاریخ‌های تحویل وجود دارد.

## ۵- اعتبارسنجی قراردادهای آتی

بر اساس بند ۳۲ ماده ۱ دستورالعمل اجرایی معاملات قراردادهای آتی در شرکت بورس کالای ایران<sup>۵۸</sup> و بند ۴۱ ماده ۱ دستورالعمل معاملات قرارداد آتی سهام در بورس اوراق بهادار تهران،<sup>۵۹</sup>

56. Speculators

۵۷. رضا راعی و احمد پویان‌فر، مدیریت سرمایه‌گذاری پیشرفته، تهران، سمت، ج ۳، ۱۳۸۹، ص ۵۳۳.

۵۸. «قرارداد آتی، قراردادی است که فروشنده بر اساس آن متعهد می‌شود در سررسید معین مقدار معینی از کالای مشخص را به قیمتی که آن تعیین می‌کنند، بفروشد و در مقابل، طرف دیگر قرارداد متعهد می‌شود آن کالا را با آن مشخصات خریداری کند...»

۵۹. «قرارداد آتی: قرارداد آتی سهام است که فروشنده تعهد می‌کند در سررسید تعیین شده، تعداد معینی از سهم پایه را به قیمتی که در زمان انعقاد قرارداد تعیین می‌شود، بفروشد و در مقابل خریدار متعهد می‌شود آن سهام را در تاریخ سررسید خریداری کند...»

موضوع قراردادهای آتی را باید تعهد به فعل حقوقی انشای عقد بیع در آینده دانست. از آنجا که هر یک از طرفین در برابر دیگری متعهد به انشای بیع می‌شود، قرارداد مزبور عقدی دو عهدی است که بر اساس آن هر یک از طرفین تعهدی کرده و تعهد یکی از آنان در مقابل تعهد طرف دیگر است. به واقع عوضین قرارداد آتی تعهد یکی از طرفین به انجام فعل حقوقی فروختن مالی معین در فرجه زمانی مشخص است و تعهد طرف دیگر قرارداد تعهد به خریدن همان مال و پرداخت بهای آن است.

از آنجا که تعهد رابطه حقوقی است که به موجب آن شخص می‌تواند از دیگری انجام امری را بخواهد.<sup>۶۰</sup> باید اذعان نمود که رابطه ایجاد شده از نگاه هر یک از طرفین قرارداد، دارای دو چهره متفاوت مثبت و منفی است. زیرا فروشنده نه تنها متعهد به فروش است بلکه حق دارد خریدار را به خریدن و پرداخت ثمن الزام نماید. متقابلاً خریدار نیز نه تنها متعهد به خرید است بلکه حق دارد فروشنده را به فروش و تسلیم مبیع الزام کند. بنابراین در حقوق اعتباری و حوزه قراردادها هر کجا حقی برای کسی ثابت گردد حتماً تکلیفی برعهده دیگری به همراه خواهد داشت؛ و کسی که به نفع او حقوقی بر عهده دیگران اعتبار شده معمولاً دیگران نیز حقوقی بر عهده او دارند؛ به همین دلیل است که گفته می‌شود حق و تکلیف بین افراد متبادل و متلازم می‌باشد.<sup>۶۱</sup>

فقها تعهد بر انجام عمل حقوقی را صحیح دانسته‌اند. ولی آن را به صورت شرط ضمن عقد مورد بررسی قرار داده و معتقدند: بنابر نظر قوی‌تر، اجبار مشروط علیه به انجام عمل حقوقی، در صورت خودداری او از انجام شرط ممکن است.<sup>۶۲</sup> به کمک تحلیل مسأله و در نظر گرفتن ضوابط فقهی، مانعی برای اعتبار قراردادی که موضوع آن عمل حقوقی باشد، به نظر نمی‌رسد، زیرا از حیث عمل مورد تعهد در قرارداد تفاوتی بین عمل مادی و عمل حقوقی وجود ندارد.<sup>۶۳</sup>

از دیدگاه قانون مدنی نیز میان فعل حقوقی و فعل مادی تفاوتی وجود ندارد زیرا قانونگذار در ماده ۲۱۴ خود مورد معامله را مال یا عملی دانسته است که هر یک از متعاملین تعهد تسلیم یا ایفای آن را می‌نمایند، بدیهی است کلمه «عملی» که در ماده مذکور به عنوان مورد معامله معرفی شده است با اطلاق خود شامل عمل حقوقی نیز می‌شود. بنابراین، متعهدله یا صاحب حق می‌تواند انجام عمل حقوقی موضوع قرارداد را از متعهد درخواست نماید. به همین دلیل است که برخی از حقوقدانان «حق مطالبه» را در کنار (دین و طلب یا حق و تعهد) به عنوان یکی از عناصر اصلی هر

۶۰. ناصرکاتوزیان، دوره مقدماتی حقوق مدنی، ج ۱، تهران، انتشارات دانشگاه تهران، چ ۶، ۱۳۵۴، ص ۲۳۲.

۶۱. حسین علی منتظری، رساله حقوق، انتشارات سرایی، قم، ج ۱، ۱۳۸۳، ص ۱۲.

۶۲. میرزا حسن موسوی بجنوردی، القواعد الفقهیه، ج ۳، قم، دارالکتب العلمیه اسماعیلیان نجفی، بی‌تا، ص ۲۷۴ و

حسین علی منتظری، پیشین، ۱۳۸۶، ص ۳۲۴.

۶۳. مهدی شهیدی، مجموعه مقالات حقوقی، تهران، نشر حقوقدان، چ ۱، ۱۳۷۵، ص ۲۴.

تعهد بر شمرده‌اند.<sup>۶۴</sup>

در حقوق ایران با وضع ماده ۱۰ قانون مدنی و مبانی فقهی قوی آن، دیگر مجالی برای تردید در اعتبار حقوقی قراردادهای آتی و به‌طور کلی قراردادهایی که دارای الگوی عقود با نام نیستند و نیز مخالفتی با موازین قانونی ندارند، باقی نمی‌ماند. قرارداد آتی که موضوع آن انشای بیع در آینده است، از یک‌سو، اگر نتوان آن را در قالب عقود بانام جای داد، به یقین از مصادیق عقود است که در ماده ۱۰ ق.م با نام قراردادهای خصوصی معرفی شده است. از سوی دیگر، هیچ مانع قانونی و دلیل حقوقی اعتبار آن را نفی نمی‌کند. بنابراین قرارداد مزبور را باید از این حیث مشمول قراردادهای معتبر، صحیح و لازم‌الوفا دانست.

از مجموع مطالبی که در مورد ادله فقهی اصل آزادی قراردادی بیان شده است، می‌توان نتیجه گرفت که کلیه قراردادهایی که در نظر عرف، عقد تلقی شود و مخالفتی با موازین شرعی نداشته باشد، صحیح و لازم‌الوفاء است. بنابراین طرفین عقد ملزم نیستند اراده انشائی خود را از طریق یکی از عقود بانام ابراز نمایند. اطلاق و عمومیت ادله لفظی به این دلیل است که قراردادهای مورد نیاز مردم که بر حسب ضرورت‌های اجتماعی و اقتصادی، ممکن است از نوع و کیفیت گوناگونی برخوردار باشد، نافذ و صحیح تلقی شود. بدین ترتیب در تمامی اعصار، فعلیت حکم تکلیفی و جوب وفا به عقود و حکم وضعی صحت آن، مشروط به وجود و تحقق موضوع است و همین که یکی از مصادیق موضوع (عقد و قرارداد) تحقق یابد، بدون تردید مشمول حکم و جوب به وفا و صحت خواهد بود.<sup>۶۵</sup> زیرا، قانونگذار اسلام با ارائه کلان‌پایه‌هایی چون «اوفوا بالعقود»، «المؤمنون عند شروطهم»، «الناس مسلطون علی اموالهم»، نه فقط بر عرف‌ها، عادت‌ها، عقود و شروط مطرح و رایج در زمان و مکان خویش مهر تأیید زده است بلکه راه را برای پذیرش عرف‌ها در زمان‌های بعد و دیگر مکان‌ها باز نموده است.<sup>۶۶</sup>

دین اسلام، آیین جهانی و متضمن احکامی است که در هر عصری از اعصار و با تفاوت شرایط و اوضاع و احوال باید بتوان از آن برنامه زندگی فردی و اجتماعی را استخراج نمود، بنابراین استنباط از مقررات شرعی باید به نحوی صورت گیرد که با مجموع مختصات عقیدتی اسلام سازگار باشد. این مختصات (جهانی بودن، کامل بودن، مقید به زمان نبودن) اقتضا دارد که عقود نظیر آتی‌ها که در فایده، ضرورت و عقلایی بودن آن تردید وجود ندارد، مشمول منع شارع نباشد.

بدیهی است عدم پذیرش دیدگاه فوق نظام اقتصادی جوامع را مختل و با عسر و حرج مواجه

۶۴. سیدحسین صفایی، حقوق مدنی، مؤسسه عالی حسابداری، تهران، ۱۳۵۶، ص ۵.

۶۵. مسعود حائری، مبانی فقهی اصل آزادی قراردادها و تحلیلی از ماده ۱۰ قانون مدنی، تهران، مؤسسه کیهان،

ج ۲، ۱۳۷۳، ص ۱۸۶.

۶۶. ابوالقاسم علیدوست، فقه و عرف، تهران، پژوهشگاه فرهنگ و اندیشه اسلامی، ج ۲، ۱۳۸۵، ص ۳۰۰.

می‌سازد زیرا روابط تجاری میان اشخاص و دولت‌ها در عرصه داخلی و بین‌المللی آن قدر پیچیده و دگرگون شده است که دیگر صرف عقود بانام نمی‌تواند پاسخ‌گوی نیاز متنوع جوامع باشد. و لذا اصرار بر اتکا به عقود بانام جامعه را با عسر و حرج مواجه می‌سازد.<sup>۶۷</sup>

### نتیجه‌گیری

بازار سرمایه ایران در دهه‌های گذشته به لحاظ عدم تنوع ابزارهای مالی، عدم شفافیت بازار و فقدان ساختارهای مناسب سازمانی از یک فعالیت مالی کارآمد و پویا بهره‌مند نبوده است. در سال‌های اخیر گام‌های ابتدائی در جهت بهبود چنین وضعیتی برداشته شده است که به عنوان نمونه می‌توان به تصویب قانون جدید بازار اوراق بهادار جمهوری اسلامی ایران در آذرماه ۱۳۸۴ و عرضه ابزارهای مالی نوین مثل قراردادهای آتی یکسان طلا و سهام اشاره کرد.

قرارداد آتی یکسان از نظر ماهیت و اعتبار شبیه قرارداد آتی خاص است. از این رو، هر دو قرارداد را باید با استناد به ماده ۱۰ قانون مدنی قراردادی معتبر تلقی کرد. افزون بر این، برخی از فقیهان و همچنین کمیته فقهی سازمان بورس اوراق بهادار به صحت قراردادهای مذکور نظر داده‌اند.

قرارداد آتی یکسان از جهاتی با قرارداد آتی خاص متفاوت است. از یک‌سو قرارداد مذکور برای رفع کاستی‌ها و نواقص آتی‌های خاص ابداع شده است؛ از سوی دیگر از آنجا که آتی‌های یکسان صرفاً در بورس عرضه می‌شوند، شرایط ویژه این بازار سبب شده است تا قرارداد مزبور متناسب با این بازار از ساختاری متمایز از آتی‌های خاص برخوردار باشد، ساختاری ویژه که نظیر آن را در هیچ‌یک از عقود معمول نمی‌توان مشاهده کرد.

هر چند ممکن است ارتباط میان هر یک از عوامل دخیل در این بازار نظیر سرمایه‌گذاران، کارگزاران، شرکت پایاپای و همچنین وجود حساب تضمین و نحوه خاتمه قرارداد مسائل حقوقی متنوع و تحلیل‌های مختلفی را در باره قراردادهای آتی یکسان ایجاد نماید؛ ولی مزیت خاص این قرارداد را باید وجود حساب تضمین و تسویه حساب روزانه دانست، مزیتی که خطر نکول و عهدشکنی در این قراردادها را تقریباً به صفر می‌رساند و در نتیجه از بروز دعاوی حقوقی پیشگیری می‌کند. امری که امروزه دستگاه قضایی کشور به شدت محتاج آن است.

# Concept and Nature of Future Contracts

Javad Hosseinzadeh (Ph. D.)

## Abstract:

Future and forward contracts are regarded as a case of financial derivative instruments the public offering of which on a limited level in Iranian capital market, has recently come to commence by virtue of clause 11 of article 1 of Iran's Securities Market Act 1384. This article, by the lack of any legal definition of the contracts and for making law community familiar with such new financial instruments, seeks to explain the structure of future contracts in capital market, while describing the characteristics that distinguish them from forward contract. Moreover, the explanation of subject-matter of future contracts, how to terminate the contracts and how to exit the futures market and legal grounds of validity of such contracts shall constitute the discussions of this article.

**Keywords:** Future contract, Forward contract, Financial derivative instruments, Securities market, Capital markets, Securities Market Act



# JOURNAL OF LEGAL RESEARCH

VOL. X, No. 2

2011-2

## Articles

- The Differences between Mistake and Ignorance to the Subject-Matter of Contract
- Bankruptcy in Fault and Fraud: From Commercial Code to Islamic Penal Code
- Complicity in Unintentional Crimes
- Concept and Nature of Future Contracts
- Analysis The Theory of the Unification of Transnational Commercial Contracts Law
- Peace and Human Rights in Curriculum under the International Instruments

## Special Issue: Cultural Heritage Law: Capacities and Challenges

- Unable Justice and Preservation of Cultural Heritage
- Islamic Penal Code of Iran on Crimes against Cultural Property: 566 bis Article
- Copyright Protection for Architectural Works
- Some Strategic Developments in Restitution of the Cultural Property in Contemporary International Law
- New Developments in Restitution of Cultural Property with a View to Restitution of Indigenous People's Cultural Property
- The Protection of Cultural Property in Times of Armed Conflicts: The Practice of the International Criminal Tribunal for the Former Yugoslavia
- "Functional" Concept Evolution of Cultural Property in a More Humanization of International Law
- Deficiencies in Legislations for Protection of Cultural Heritage
- Right on the Historical Name of the Persian Gulf from the Perspective of International Law
- Examining Various Mechanisms for International Disputes over Cultural Properties

ISSN: 1682-9220



S. D. I. L.

The S.D. Institute of Law  
Research & Study