

## تحلیل حقوقی کارکرد و نقش اتاق پایاپای در معاملات مشتقه مالی

دانا معبدی\*\*

جواد حسین زاده\*

### چکیده

اتاق پایاپای یکی از ارکان مهم و اساسی در بازار ابزارهای مشتقه مالی است. کارکرد این اتاق به گونه‌ای طراحی شده است که نه تنها نقض عهد در این بازار را به حداقل می‌رساند، ثبات و اطمینان آن را تضمین و تسویه معاملات در آن را نیز تسهیل می‌کند. این تحقیق با هدف آشنایی جامعه حقوقی و فعالان بازار بورس با کارکرد و نقش اتاق پایاپای در این بازار نگارش یافته است. بنابراین کارکرد و نقش اتاق در بازار مشتقات پرسش اصلی این تحقیق است. در این تحقیق ابتدا کارکرد اتاق و نحوه دخالت آن در بازار مشتقات مورد بررسی قرار گرفته است، سپس این کارکرد با نهادهایی نظیر ایجاب مفتوح، نمایندگی، ضمان و تبدیل تعهد مقایسه شده و در نهایت به این نتیجه رسیده است که کارکرد و نقش اتاق ضمن شباهت‌هایی که با این نهادها دارد از جهات عدیده با آن‌ها متفاوت است. بنابراین، باید نقش اتاق را به عنوان نهادی منحصر به فرد و با ویژگی‌های خاص خود تحلیل کرد.

**واژگان کلیدی:** ابزارهای مشتقه مالی، اتاق پایاپای، بازار بورس، قرارداد آتی، قرارداد اختیار معامله.

\*دانشیار گروه حقوق، دانشگاه علم و فرهنگ، تهران، ایران (نویسنده مسئول) hoseinzadeh@usc.ac.ir

\*\*دانش آموخته کارشناسی ارشد حقوق خصوصی، دانشگاه علم و فرهنگ، تهران، ایران

### مقدمه

قانون‌گذار ایرانی ابزارهای مشتقه مالی یا قراردادهای مالی را که در بازار بورس عرضه می‌شود در بند ۱۱ ماده ۱ قانون بازار اوراق بهادار<sup>۱</sup> شامل دو قرارداد آتی و اختیار معامله دانسته است. به طور کلی مشتقات به اوراق بهادار یا قراردادهایی گفته می‌شود که ارزش آن‌ها نه به خودشان، بلکه به دارایی پایه یعنی اسناد یا اموال دیگری مربوط می‌شود. این دارایی پایه می‌تواند کالا، سهام، ارزش‌های خارجی، اسناد خزانه، اوراق قرضه و هر دارایی مالی دیگری باشد (Gibson, Tagliani, 2009: 223; Gupta, 2006: 5). (2009: 159).

قرارداد آتی یکسان<sup>۲</sup> و اختیار معامله<sup>۳</sup> نسخه تکامل یافته سایر مشتقات و حاصل فرآیند تضاد مقررات در بازار سرمایه و بروز دیدگاه جدید در این بازار است (Andreloni, 2009: 22). از جمله ویژگی قراردادهای آتی و اختیار معامله این است که در بازارهای رسمی بورس معامله می‌شوند. این امتیاز مهم سبب شده است که ساختار و نحوه معامله آن‌ها کاملاً متفاوت از مشتقاتی نظیر آتی خاص<sup>۴</sup> یا معاوضه<sup>۵</sup> باشد. از جمله امتیازات بازار مشتقه وجود اتاق پایاپای و نقش مهم آن در روند انجام این معاملات است، زیرا طرفین آتی یکسان و اختیار معامله غالباً هیچ‌گونه رابطه و شناختی از یکدیگر ندارند و ایفای تعهدات با وساطت و نظارت اتاق پایاپای صورت می‌پذیرد. به عبارت دیگر، اتاق پایاپای ضمن تسویه و پایاپای تعهدات طرفین به ایفای نقش «طرف مقابل» می‌پردازد؛ یعنی در مقابل خریدار نقش فروشنده و در مقابل فروشنده نقش خریدار را بازی می‌کند (اندرائوس، ۲۰۰۵: ۲۴). در این تحقیق ابتدا مفهوم اتاق پایاپای به اختصار مورد بررسی قرار گرفته است، سپس ضمن بیان کارکردهای اتاق، روند انجام معاملات در بازار مشتقات تشریح و به نقش اتاق در هرکدام از مراحل چهارگانه معامله اشاره شده است؛ در پایان نیز منشأ ایفای نقش طرف مقابل اتاق از

۱. مصوب ۱۳۸۴/۹/۱. عبارت مذکور در بند ۱۱ ماده ۱ دستورالعمل معاملات قرارداد اختیار معامله سهام نیز تکرار شده است.

2. Future Contract

3. Option Contract

4. Forward Contract

5. Swap

لحاظ حقوقی تحلیل و مورد بررسی قرار گرفته است. به رغم اینکه درباره نقش اتاق پایاپای در حقوق غرب تحقیقات متعددی صورت گرفته است، در ایران به دلیل تازگی ایجاد معاملات ابزارهای مشتقه مالی در بازار بورس کشور، تحقیق جامع و قابل توجهی در این خصوص صورت نگرفته است. شایان ذکر است، مطالعه و تبیین نقش و کارکرد اتاق پایاپای صرفاً به لحاظ ارزش نظری آن در علم حقوق نیست. به عنوان مثال، از آنجا که اتاق در ارتباط تنگاتنگ با بازار بورس است، تعیین نقش حقوقی اتاق به درک صحیح از مجموعه‌ای از عوامل دخیل در این بازار نظیر مشتری، کارگزار عضو اتاق و حساب ودیعه کمک می‌کند. افزون بر این تعیین جایگاه حقوقی اتاق به لحاظ عملی در تعیین حقوق و تعهدات متقابل اتاق با کارگزاران اهمیت بسیار دارد.

### ۱. مفهوم و کارکردهای اتاق پایاپای

اتاق پایاپای در بازار مشتقه مالی دارای مفهوم و کارکرد ویژه‌ای است. در این مبحث، ابتدا مفهوم اتاق در این بازار بررسی و سپس کارکردهای متنوع آن تشریح می‌شود.

#### ۱-۱. مفهوم اتاق پایاپای

هر بازاری که در آن معاملات مشتقه صورت می‌گیرد نهاد پایاپای را در میان خود جای داده است؛ به گونه‌ای که به مثابه شالوده‌ای اساسی، تمام بازار بورس بر روی آن بنا نهاده شده است (Kumar, 2008: 21). نهاد مذکور در منابع مختلف با عناوینی نظیر سازمان پایاپای مشتقات<sup>۱</sup>، همکار تسویه<sup>۲</sup>، شرکت پایاپای<sup>۳</sup>، اتاق تهاتر<sup>۴</sup> و بیشتر از همه «اتاق پایاپای»<sup>۵</sup> قابل شناسایی است (Damodaran, 2001: 476؛ طاهری، ۲۰۰۹: ۱۶۳).

1. Derivatives Clearing Organization
2. Clearing Association
3. Clearing Corporation
4. chamber de Compensation or Cambium Room
5. Clearing House

اتاق پایاپای، تمام معاملات اوراق بهادار را در بازار تسویه و پایاپای می‌کند، این نهاد معمولاً توسط مقام ناظر - سازمان بورس - یا اعضای بازار - کارگزاران بورس - تشکیل می‌شود. به عبارت دیگر، اتاق پایاپای یا یک شرکت تجاری مستقل یا واحدی از آن و یا یک شرکت تابعه بورس است (Lofton, 2005: 10). در ایران اتاق پایاپای به عنوان واحدی از یک شرکت به فعالیت می‌پردازد، به طوری که دو شرکت بورس کلای ایران و شرکت سپرده‌گذاری مرکزی اوراق بهادار و تسویه وجوه هرکدام بخشی از فعالیت‌های خود را به تسویه و پایاپای معاملات بازار مشتقات اختصاص داده‌اند. قانون‌گذار ایرانی تنها تعریفی که در موارد متعدد از اتاق پایاپای ارائه داده است به این عبارت محدود می‌شود: «واحدی که تسویه و پایاپای از طریق آن صورت می‌گیرد»<sup>۱</sup>، اما برخلاف ظاهر، اتاق پایاپای تنها یک واحد ساده محسوب نمی‌شود، زیرا در معاملاتی که در بازار مشتقات انجام می‌شود نقش بسیار مهم‌تری ایفاء می‌کند و وظیفه آن تنها به تسویه و پایاپای محدود نمی‌شود بلکه «نقش اتاق پایاپای» در این قراردادها عمل به عنوان طرف معامله جدید است؛ یعنی اتاق با ورود به رابطه قراردادی بین متعاملین، در «مقابل کارگزار فروشنده نقش خریدار و در مقابل کارگزار خریدار نقش فروشنده بازی می‌کند»<sup>۲</sup>.

## ۱-۲. کارکردهای اتاق پایاپای

جهت سهولت و یکنواختی معاملات در بازار مشتقه، اتاق پایاپای کارکردها و وظایف متعددی بر عهده دارد. از جمله مهم‌ترین این وظایف می‌توان به موارد ذیل اشاره کرد:

**الف. ثبت معاملات:** اتاق پایاپای تمام قراردادهای موجود در بازار را ثبت می‌کند

۱. بند ۲ ماده ۱ آیین‌نامه اتاق پایاپای، بند ۲ ماده ۱ دستورالعمل معاملات قرارداد اختیار معامله سهام، بند ۲ ماده ۱ دستورالعمل اجرایی معاملات قراردادهای آتی، بند ۲ ماده ۱ دستورالعمل معاملات قرارداد آتی سهام و بند ۱ ماده ۱ دستورالعمل معاملات کالا و اوراق بهادار مبتنی بر کالا در بورس کلای ایران.

۲. ماده ۷ آیین‌نامه اتاق پایاپای مصوب ۱۳۸۴/۳/۹.

و از این طریق دارای مخزنی عظیم از اطلاعات ریز قراردادهای معامله شده و معامله‌گران آن است. وجود این اطلاعات سبب می‌شود تا اتاق بتواند محاسبات پیچیده مربوط به وضعیت‌های معاملی هر کدام از طرفین معامله را انجام داده (Clark, 2004: 23) به همین دلیل، می‌توان اتاق پایاپای را به سازمان ثبت معاملات مشتقه مالی تشبیه کرد.<sup>۱</sup>

**ب. تسویه حساب روزانه:** اتاق همواره در معرض ریسک اعتباری هر کدام از طرفین معامله قرار دارد، در نتیجه ناگزیر است که حساب هر یک از معامله‌گران در بازار مشتقات را به دقت بررسی کند. این امر در گرو تسویه حساب روزانه<sup>۲</sup> یا به‌روز رسانی حساب‌ها است. به همین دلیل، اتاق پایاپای فرآیند موسوم به عملیات به‌روز رسانی حساب‌ها را در بازار مشتقات مدیریت می‌کند<sup>۳</sup> و بر اساس آن سود و زیان هر کدام از متعاملین را به طور روزانه محاسبه می‌کند (Gupta, 2006: 48). تسویه روزانه حساب‌ها یکی از طرق به حداقل رساندن ریسک اعتباری طرف معامله برای اتاق پایاپای است،<sup>۴</sup> چون هر شخصی که وضعیت معاملی وی به طور روزانه تسویه می‌شود بی می‌برد که سود یا ضرری داشته یا خیر و این روند اجازه نمی‌دهد که تعهدات هیچ یک از طرفین معامله افسار گسیخته، در یک روز بیشتر شود (Durbin, 2011: 27).

**پ. نظارت بر اعتبار مالی اعضاء:** اتاق با دقت تمام کارگزاران بورس و طرفین معامله را زیر نظر قرار داده و وضعیت‌های معاملی آن‌ها را نظارت می‌کند. نظارت اتاق با این منظور انجام می‌پذیرد که تا جای ممکن توانایی مالی افراد مذکور در پاسخگویی آن‌ها به تعهداتشان را شناسایی کند. نظارت مستمر شامل تخمین اعتبار و حسابرسی است. همچنین منابع مالی کارگزاران در مورد حداقل وجه تضمین و تغییرات حساب ودیعه بررسی می‌شود (Lees, 2012: 1088).

**ت. اداره صندوق تضمین معاملات:** یکی از کارکردهای کلیدی اتاق پایاپای،

۱. بند ۸ و ۱۹ ماده ۱ دستورالعمل تسویه و پایاپای معاملات بورس کالای ایران.

## 2. Daily Settlement

۳. بند ۱۶ ماده ۱ دستورالعمل معاملات قرارداد آتی سهام مصوب ۱۳۸۹/۴/۱۲ و بند ۱۶ ماده ۱ دستورالعمل معاملات قرارداد اختیار معامله سهام مصوب ۱۳۹۰/۱۲/۱۳.

۴. برای اطلاع از کارکرد تسویه حساب روزانه مراجعه شود به: (حسین‌زاده و دیگران، ۱۳۹۵: ۳۳)

ایجاد و مدیریت صندوق تضمین معاملات<sup>۱</sup> بورس است.<sup>۲</sup> صندوق مزبور مؤثرترین ابزار کنترل ریسک در بازار است که با هدف احتیاط و مراقبت از قصور احتمالی کارگزاران یا سایر بازیگران عرصه بازار مشتقه، تضمین تسویه به موقع قراردادهای و حمایت از منافع سرمایه‌گذاران تشکیل شده است (Tripathy, 2008: 59).

ث. **ایفای نقش طرف مقابل:** مهم‌ترین کارکرد اتاق پایاپای ایفای نقش طرف مقابل، از طریق مداخله در قرارداد است. این نقش اتاق از زمان قطعیت یافتن معامله آغاز می‌شود و بر این اساس فرض می‌شود که اتاق نقش طرف مقابل را در برابر هرکدام از طرفین معامله دارد و ریسک اعتباری ناشی از قصور یا نکول هرکدام از متعاملین را عهده‌دار می‌شود، (James, 2013: 5) همچنین هرکدام از طرفین معامله برای خروج از قرارداد مجبور نیست تا موافقت طرف دیگر قرارداد را جلب کند ( Powers, Ismath Basha, 2013: 296؛ 1991: 20).

## ۲. روند انجام معاملات در بازار مشتقه

انجام معاملات در بازار مشتقه از سازوکار خاص، پیچیده و منحصر به فردی برخوردار است؛ به گونه‌ای که تعامل طرفین معامله در قراردادهای آتی یکسان و اختیار معامله از آنچه که در سایر قراردادهای وجود دارد، بسیار متفاوت است. از این جهت درک این روابط و کشف منشاء حقوقی عملکرد اتاق پایاپای نیازمند فهم روند انجام این‌گونه معاملات در بازار بورس است.

### ۲-۱. پیش از انعقاد

اشخاص حقیقی یا حقوقی که به عنوان خریدار یا فروشنده در بازار مشتقات قصد معامله دارند برای شروع فعالیت ابتدا باید به یکی از شرکت‌های کارگزاری بورس که

1. Trade Guarantee Fund

۲. بند ۶ ماده ۱ دستورالعمل صندوق تضمین تسویه معاملات بورس اوراق بهادار تهران و فرا بورس ایران مصوب ۱۳۹۱/۳/۶ سازمان بورس اوراق بهادار.

دارای مجوز معاملاتی در بازار مشتقات هستند مراجعه کنند.<sup>۱</sup> سپس مشتری باید اقدام به انعقاد قرارداد مشتری-کارگزار<sup>۲</sup> کند.<sup>۳</sup> بعد از آن، مشتریان علاوه بر تکمیل فرم درخواست کد، باید فرم بیانیه ریسک را هم تکمیل و امضاء کنند.<sup>۴</sup> بر اساس قرارداد منعقد شده، مشتری باید سفارش خود را اعلام کند؛ به این معنی که از کارگزار انتظار انجام چه عملی را دارد. به عبارت دیگر، سفارش مشتری تعیین کننده موقعیت تعهدی خرید یا فروش وی خواهد بود.<sup>۵</sup> همچنین مشتری باید اقدام به افتتاح حساب عملیاتی نزد یکی از بانک‌های عامل کند. علاوه بر این، کارگزار قبل از ثبت سفارش هر مشتری باید از واریز وجوه تضمین توسط مشتری اطمینان حاصل کند در غیر این صورت، مسئولیت پرداخت این وجوه با کارگزار خواهد بود.<sup>۶</sup>

## ۲-۲. هنگام انعقاد

سامانه معاملاتی بورس، نظامی مکانیزه و الکترونیکی مبتنی بر سفارش است؛ به این صورت که سفارش خرید و فروشی که از طرف مشتریان به کارگزار داده شده است توسط وی وارد سامانه معاملاتی می‌شود و بر اساس اولویت قیمت و زمان در صف خرید و یا فروش قرار می‌گیرد. معامله هنگامی انجام می‌شود که فرآیند تطبیق صورت گیرد یعنی سفارش‌های خرید و فروشی که از نظر قیمت و دیگر شرایط یکسان باشند به یکدیگر پیوسته و قرارداد را تشکیل می‌دهند. اما فرآیند تطبیق مرحله پایانی انعقاد معامله نیست، زیرا تمامی معاملات اوراق بهادار در بورس در صورتی قطعیت

۱. بند ۴۹ ماده ۱ و ماده ۱۶ دستورالعمل معاملات قرارداد اختیار معامله سهام و ماده ۵ دستورالعمل معاملات قرارداد آتی سهام.

### 2. Back-to-Back Contract

۳. بند ۴۰ ماده ۱ دستورالعمل معاملات قرارداد آتی سهام و ماده ۱۹ دستورالعمل معاملات قرارداد اختیار معامله سهام.

۴. بند ۱۱ ماده ۱ دستورالعمل اجرایی معاملات آتی و بند ۱۷ ماده ۱ دستورالعمل معاملات آتی سهام.

۵. بند ۵۱، ۵۳ و ۵۴ ماده ۱ دستورالعمل معاملات قرارداد آتی سهام، بند ۳۹، ۴۱ و ۴۲ دستورالعمل اجرایی معاملات

قراردادهای آتی در شرکت بورس کالای ایران و بند ۳۷ ماده ۱ دستورالعمل معاملات قرارداد اختیار معامله سهام.

۶. ماده ۱۳ دستورالعمل اجرایی معاملات قراردادهای آتی و ماده ۲۰ دستورالعمل معاملات قرارداد اختیار معامله سهام.

می‌بایند که به تأیید برسد.<sup>۱</sup> بورس پس از بررسی و احراز شرایط صحت معاملات و رعایت قوانین مربوطه معاملات را تأیید می‌کند. در واقع، تأیید بورس به منزله جزء اخیر علت تامه انعقاد قرارداد است. پس از تأیید بورس قرارداد به‌طور کامل بین دو نماینده (کارگزاران) خریدار و فروشنده منعقد شده است؛ قرارداد اخیر را قرارداد صحن<sup>۲</sup> یا قرارداد بورس<sup>۳</sup> می‌گویند.

## ۲-۳. پس از انعقاد

پس از انعقاد قرارداد در بورس، جزئیات و اطلاعات مربوط به معامله به اتاق پایاپای ارسال می‌شود. دقیقاً بعد از ارائه این گزارش است که نقش طرف مقابل اتاق آغاز می‌شود. در واقع، پس از انعقاد قرارداد صحن یا بورس (بین دو کارگزار) و ارسال گزارش به اتاق، قرارداد اخیر جای خود را به دو قرارداد جدید می‌دهد که بین اتاق با هرکدام از کارگزاران عضو اتاق منعقد می‌شود که به آن قرارداد اتاق-عضو<sup>۴</sup> می‌گویند. این دو قرارداد عبارت‌اند از: ۱. قرارداد بین اتاق و کارگزار خریدار؛ ۲. قرارداد بین اتاق و کارگزار فروشنده.<sup>۵</sup> از این لحظه است که اتاق به عنوان معامله‌گر جدیدی در میان دو معامله‌گر سابق جایی برای خود باز می‌کند و در مقابل کارگزار خریدار به عنوان فروشنده و در مقابل کارگزار فروشنده به عنوان خریدار عمل می‌کند.<sup>۶</sup>

اتاق در مرحله پیش از انعقاد معامله و هنگام انعقاد آن هیچ نقشی ندارد (Saati, 2002: 16)، زیرا نه ایجابی می‌دهد و نه ایجابی را قبول می‌کند، در نتیجه دخالت اتاق فرع بر تشکیل معامله است؛ به این معنی که اتاق هیچ موضع اولیه‌ای در بازار ندارد. از این حالت غالباً به «بی طرفی بازار»<sup>۷</sup> تعبیر می‌شود؛ یعنی اتاق پایاپای همواره

۱. ماده ۲۹ دستورالعمل اجرایی نحوه انجام معاملات در بورس.

2. Floor Contract

3. Exchange Contract

4. Principle-To-Principle Contract

۵. بند ۱ ماده ۱۰ آیین‌نامه اتاق پایاپای و تبصره ۳ ماده ۱ آیین‌نامه معاملات بورس کالا.

۶. ماده ۷ آیین‌نامه اتاق پایاپای مصوب ۱۳۸۴/۳/۹.

7. Market Neutral



در بازار در موقعیت بی تفاوت قرار دارد (Kumar, 2008: 21). به عبارت دیگر، اتاق رأساً نمی تواند اقدام به خرید و فروش کند بلکه بعد از انعقاد قرارداد اولیه وارد رابطه قراردادی بین دو کارگزار می شود (Veljanovski, 1985: 34). در این میان، نباید فراموش کرد که طرفین معامله با هم هیچ ارتباطی ندارند. طرف حساب اتاق پایاپای، کارگزاران عضو اتاق هستند و اتاق در مقابل کارگزاران عضو و کارگزاران عضو در مقابل اتاق متعهد به انجام تعهداتشان هستند.<sup>۱</sup> از نظر قانونی، اتاق با قطع رابطه قراردادی بین کارگزار خریدار و کارگزار فروشنده و با میانجیگری به عنوان فروشنده در مقابل خریدار و به عنوان خریدار در مقابل فروشنده ظاهر می شود. از این طریق است که هرکدام از طرفین معامله تنها با اتاق به داد و ستد می پردازند و تنها او را در مقابل خود می بینند.

#### ۲-۴. خاتمه قرارداد

استاندارد بودن قراردادهایی که در بازار مشتقات معامله می شوند سبب شده است که سرمایه گذاران بتوانند به طرق مختلفی به تعهدات خود در این بازار پایان دهند، زیرا در بازار مشتقات به جای خریدار و فروشنده، دو گروه خریداران و فروشندگان - که یکدیگر را نمی شناسند - در دو طرف بازار حضور دارند. به واقع، این اتاق پایاپای است که در مقابل آنان قرار می گیرد؛ گویا خریدار از اتاق پایاپای خرید کرده و فروشنده نیز به اتاق پایاپای فروخته است (درخشان، ۱۳۹۰: ۱۵۸). خروج از بازار مشتقات حداقل به چهار روش میسر است:

#### ۲-۴-۱. تحویل یا تسویه فیزیکی<sup>۲</sup>

وفای به عهد یا اجرای تعهد معمولی ترین شیوه سقوط تعهد است (شهیدی، ۱۳۷۰: ۲۰)؛ اما در بازار مشتقه این شیوه به طور معمول نادرترین وسیله خاتمه تعهدات است،

۱. ماده ۳۰ دستورالعمل معاملات قرارداد اختیار معامله سهام.

زیرا سرمایه‌گذاران می‌توانند بدون تسلیم یا تسلیم دارایی پایه، به طرق دیگری به تعهدات خود خاتمه دهند. به همین دلیل، معمولاً اکثر قراردادهای آتی و اختیار معامله قبل از سررسید تسویه نقدی می‌شوند، زیرا معامله‌گران عموماً برای پوشش ریسک یا بورس بازی چنین معاملاتی را انجام می‌دهند (Mishra, 2007: 42). به طور کلی تسویه فیزیکی با توجه نوع قرارداد، تسویه نهایی قرارداد از طریق انتقال دارایی پایه و پرداخت ارزش آن قرارداد است.<sup>۱</sup> اگر دارنده موقعیت باز فروش را به عنوان سرمایه‌گذار (الف) و دارنده موقعیت باز خرید را سرمایه‌گذار (ب) بشناسیم و هر دوی آن‌ها تصمیم به تحویل دارایی پایه بگیرند، (الف) به اتاق پایاپای تحویل می‌دهد و (ب) از اتاق پایاپای تحویل می‌گیرد. به عبارت دیگر (الف) به اتاق فروخته و (ب) از اتاق خریده است. رویه عملی و قانونی چنین است که در قرارداد آتی هنگام سررسید قرارداد، دارندگان موقعیت تعهدی باز خرید یا فروش باید طی مهلت اعلام آمادگی تحویل، توسط کارگزار خود گواهی آمادگی تحویل را به اتاق پایاپای ارائه دهند<sup>۲</sup> و در اختیار معامله دارنده موقعیت باز خرید در صورت تمایل به اعمال قرارداد باید در زمان یا زمان‌های معینی طبق قرارداد درخواست اعمال خود را به کارگزار تسلیم کند.<sup>۳</sup> در هر دو صورت نیز طرف مقابلی که اتاق‌گزینش کرده است موظف به انجام تعهدات تسویه فیزیکی است.<sup>۴</sup> هرچند به نظر بسیاری از حقوقدانان و فقها، به طور کلی اجرای قرارداد به حکم قانون بوده و نیازی به اعلام رضایت و اراده انشائی اجرا کننده یا گیرنده تعهد ندارد (قاسم زاده، ۱۳۸۳: ۱۷۷)، اما در بازار مشتقه معامله‌گران باید قصد خود بر تحویل را به اطلاع اتاق پایاپای برسانند.

در فرآیند تحویل هیچ ضرورتی ندارد که سرمایه‌گذار (الف) یا (ب) همچنان در بازار حضور داشته باشد تا عمل تحویل انجام شود. چه بسا سرمایه‌گذار (ب) موضع

۱. مضمون بند ۱۸ ماده ۱ و ماده ۵۰ دستورالعمل قرارداد آتی سهام، بند ۱۳ ماده ۱ و مواد ۳۹ الی ۴۷ دستورالعمل اجرایی معاملات قراردادهای آتی و بند ۱۹ ماده ۱ دستورالعمل معاملات قرارداد اختیار معامله سهام.  
 ۲. مواد ۳۹ به بعد دستورالعمل اجرایی معاملات قراردادهای آتی.  
 ۳. ماده ۴۱ دستورالعمل معاملات قرارداد اختیار معامله سهام.  
 ۴. ماده ۱۴ دستورالعمل معاملات قرارداد اختیار معامله سهام و تبصره ماده ۵۰ دستورالعمل قرارداد آتی سهام.

معاملاتی خود را در معامله با سرمایه‌گذار (ج) بسته باشد. یعنی (ج) جایگزین (ب) شده و طرف معامله اتاق قرار گرفته باشد. از آنجا که اتاق تمام معاملات و اقدامات صورت گرفته بر روی هر قرارداد را ثبت می‌کند، ضمن اینکه طرف معامله جدید را جایگزین شخص خارج شده از قرارداد می‌کند، نقش طرف معامله را نیز در مقابل وی ایفاء می‌کند؛ در نتیجه خریدار نهایی از اتاق خریده و فروشنده نهایی به اتاق می‌فروشد. فایده اصلی حاصل از این نقش اتاق حذف ریسک اعتباری ناشی از احتمال نکول هر کدام از طرفین معامله است (Khan, 2004:35).

## ۲-۴-۲. تسویه نقدی<sup>۱</sup>

در بازار مشتقه ممکن است طرفین به هر دلیلی مایل به ادامه حضور نباشند. یکی از راه‌های نیل به مقصود این است که در سررسید به جای تحویل کالا یا دریافت حواله آن، سود ناشی از تفاوت قیمت قید شده در قرارداد و قیمت روز انقضاء را محاسبه و به عنوان سود یا جبران زیان به یکدیگر پرداخت کنند (Doboves, 2014: 203)، زیرا در قراردادهای مشتقه همیشه ایفاء عین تعهد، اقتصادی و مفید نیست. گاهی منظور طرفین معامله از انعقاد قرارداد ضرورتاً اجرای آن نیست بلکه در اکثر موارد کسب سود حاصل از قرارداد و مدیریت ریسک است. اما از آنجا که نمی‌توان متعهد له را مجبور به قبول چیز دیگری به غیر آنچه که موضوع تعهد است کرد (ماده ۲۷۵ قانون مدنی) لاجرم هر کدام از طرفین قرارداد (خریدار یا فروشنده) که قصد تسویه نقدی را دارند باید موافقت طرف دیگر را تحصیل کنند<sup>۲</sup> تا تسویه نقدی بتواند منجر به سقوط تعهدات طرفین شود.<sup>۳</sup> بی‌گمان این اقدام نوعی تأدیه است ولی یک تأدیه عادی نیست (کاتوزیان، ۱۳۸۶: ۲۲۲-۲۲۴)، زیرا منظور دو طرف قرارداد در تسویه نقدی این است که تعهد جدیدی را با موضوعی جدید به جای تعهد اصلی ایجاد کنند، به این صورت که تنها

### 1. Cash Settlement

۲. بند ۱۴ ماده ۱ دستورالعمل اجرایی معاملات قراردادهای آتی.

۳. بند ۱۹ ماده ۱ دستورالعمل معاملات قراردادهای آتی سهام.

مورد تعهد از کالا یا سهام به پول نقد تغییر کند.

در بورس کشورهای توسعه یافته، هیچ یک از سرمایه گذاران برای تسویه نقدی ناچار نیست توافق طرف دیگر را جلب کند (Lofton, 2005: 10)، در حالی که بورس ایران دارای وضعیتی دوگانه است: از یک سو، قانون گذار در بازار آتی ها جلب رضایت طرف معامله را ضروری دانسته است، از سوی دیگر در اختیار معامله به چنین شرطی اشاره نکرده است. به نظر می رسد از آنجا که هر کدام از طرفین معامله پس از انعقاد قرارداد صحن یا بورس از طریق اتاق به رفتار معاملی خود ادامه می دهند نباید تسویه نقدی به جلب رضایت طرف دیگر معامله نیاز داشته باشد.

## ۲-۴-۳. معامله جبرانی یا خنثی کردن تعهد<sup>۱</sup>

هر یک از طرفین معامله که حسب مورد دارای موقعیت تعهدی خرید یا فروش هستند، می توانند با اتخاذ موقعیتی عکس موقعیت قبلی، موضع خود را در بازار بسته و از آن خارج شوند.<sup>۲</sup> یعنی موقعیت قراردادی خود را با جمیع حقوق و تعهدات ناشی از آن به ثالثی واگذار کنند. برای خروج از بازار لازم نیست با همان فردی که قرارداد با او منعقد شده است معامله جبرانی انجام شود، زیرا هر معامله گر در نهایت با اتاق طرف معامله قرار می گیرد. فرض کنید شخص (الف) قرارداد آتی ۵۰ سکه طلا را خریداری کرده و شخص (ب) به عنوان فروشنده قرارداد متعهد است در تاریخ معین این تعداد سکه را به شخص (الف) تحویل دهد. حال اگر شخص (الف) بنا بر دلیلی نظیر پیش بینی افزایش قیمت سکه در آینده تصمیم به بستن موقعیت خود بگیرد، این کار را با باز کردن یک قرارداد فروش انجام می دهد. یعنی در این حالت شخص (الف) موضع معاملاتی خود را از طریق اتاق به شخص دیگری مثل (ج) فروخته است و به این وسیله شخص (الف) موقعیت خود را بسته و قراردادهای خود را خنثی کرده است؛ اتاق در اینجا شخص (ج) را به صورت تصادفی جایگزین (الف) کرده (Kevin, 2010: 1).

1. Offsetting Transaction or Reversing Trade

۲. بند ۱۴ ماده ۱ دستورالعمل معاملات قرارداد آتی و بند ۱۴ ماده ۱ دستورالعمل معاملات قرارداد اختیار معامله سهام.

158) بدون اینکه (الف)، (ب) و (ج) یکدیگر را بشناسند. در نتیجه چون معامله گر (ب) و (ج) موقعیت‌های معاملی مکمل هم دارند هر دو در مقابل اتاق متعهدند، موضع معاملاتی اتاق نیز با قبل تفاوت نکرده است.

### ۲-۴-۴. تسویه خارج از پایاپای<sup>۱</sup>

در این شیوه طرفین می‌خواهند قبل از سررسید، معامله به تحویل بینجامد؛ به این ترتیب که دو معامله‌گری که هرکدام موقعیت تعهدی مخالف هم دارند - خرید و فروش - از طریق کارگزاران خود می‌توانند در مورد تعهداتشان مذاکره کرده و به توافقی دست پیدا کنند مبنی بر اینکه قرارداد پیشین را که حاوی تعهد به خرید یا فروش بوده اقاله و معامله جدیدی را صورت دهند. مهم‌ترین اثر توافق جدید حذف اتاق پایاپای از میان آن‌ها خواهد بود، زیرا کلیه مسئولیت‌های ناشی از عدم پرداخت وجه یا تحویل کالا از سوی هرکدام از طرفین به عهده خود آن‌ها و کارگزارانشان است و در این خصوص هیچ‌گونه حق رجوعی به اتاق ندارند. به علاوه با این توافق هرکدام از طرفین، طرف دیگر را از بازار مشتقه خارج می‌سازد. برای این منظور، هرکدام از کارگزاران طرفین باید فرم درخواست تسویه خارج از پایاپای را تکمیل و به اتاق ارائه دهد. پس از تأیید اتاق تسلیم و تسلیم مبیع و ثمن توسط طرفین معامله انجام خواهد شد.

### ۳. تحلیل حقوقی نقش طرف مقابل اتاق

پس از شناخت کارکرد کلیدی اتاق در روند معاملات در بازار مشتقات لازم است به تحلیل حقوقی این جایگاه توجه کرد. مهندسان مالی و حقوقدانان در مورد اینکه اتاق پایاپای بر چه مبنایی در مقابل کارگزار خریدار به عنوان فروشنده و در مقابل کارگزار فروشنده به عنوان خریدار عمل می‌کند، آراء مختلفی مطرح کرده‌اند که به مهم‌ترین آن‌ها در ادامه اشاره می‌شود.

### ۳-۱. ایجاب مفتوح<sup>۱</sup>

ایجاب مفتوح عنوان تازه‌ای است که عده‌ای کوشیده‌اند منشأ حقوقی عملکرد اتاق را با توسل به آن توجیه کنند. با این توضیح که اتاق نظام تسویه منحصر به فردی است که ریسک مالی را ضمن اطمینان بخشی به سرمایه‌گذاران در خصوص اجرای کامل تعهدات قراردادی مدیریت می‌کند. طرز عمل اتاق چنین است که خود را در گروهی از کارگزاران داخل می‌کند و به عنوان اصیل وارد هر معامله‌ای شده و عهده‌دار تعهداتی می‌شود. ایجاب مفتوح یک ابداع نوین در حقوق قراردادها است، با این شرح که اتاق پس از اینکه فرآیند تطبیق بین خریدار و فروشنده کامل شد از ایجاب مفتوح استفاده کرده و به صورت خودکار داخل در قرارداد می‌شود. (9: CPSS-IOSCO, 2012) در واقع، از زمانی که بازار مشتقات شروع به فعالیت کرده و اتاق پایاپای ایجاد شده است اتاق پیوسته دست به انشای ایجاب مفتوح می‌زند؛ به عبارتی، وجود اتاق در عرف بازار مشتقات به منزله انشای مستمر ایجاب مزبور است. مفاد ایجاب اتاق شامل خرید و فروش هر دارایی مالی است که قبلاً در بورس دو سفارش خرید و فروش بر آن دارایی با هم تطبیق پیدا کرده است. اتاق از متقاضی فروش می‌خرد تا در مقابل وی نقش خریدار را ایفاء کند و به متقاضی خرید می‌فروشد تا در مقابل وی نقش فروشنده را ایفاء کند. در این نوع ایجاب چون اتاق خدمت تسویه و پایاپای خود را به تمامی بازیگران عرصه بازار مشتقه عرضه می‌کند مصداق ایجاب عام است و از آنجا که در قراردادهای مشتقه شخصیت هیچ‌کدام از طرفین معامله علت عمده عقد نیست پس ایجاب عام مزبور مؤثر و صحیح است (صفایی، ۱۳۵۱: ۷۷). قبول کارگزاران نیز باید در شکلی از رفتار واقعی قابل شناسایی باشد؛ بدین نحو که آن‌ها ایجاب اتاق را با ورودشان به بازار مشتقه (ثبت سفارش و واریز وجوه تضمین) که از ترتیبات تسویه است می‌پذیرند، یعنی تسویه و پایاپای قراردادها منوط به قبول اجباری ایجاب اتاق است. به‌رغم جذابیت نظریه مورد بحث، پذیرش آن در بازار مشتقات ایران به دلایل زیر دشوار است:

1. Open Offer

الف. سیستم ایجاب مفتوح موافق با اصل سرعت در اعمال تجاری در برخی بازارهای مدرن بورس مورد توجه قرار گرفته است، اما در بازار مشتقات ایران همچون دیگر بازارهای بورس پس از فرآیند تطبیق میان دو سفارش، قرارداد بورس میان دو کارگزار منعقد می‌شود که بر اساس آن یک رابطه قراردادی دوجانبه میان آن‌ها برقرار شده و دو تعهد با یکدیگر مبادله می‌شود (Helewits, 2010: 7). سپس قرارداد اخیر جای خود را به دو قرارداد بین اتاق با هر کدام از کارگزاران می‌دهد و از این پس دو رابطه قراردادی دوجانبه بین اتاق با هر کدام از طرفین معامله ایجاد می‌شود؛ ولی در سیستم ایجاب مفتوح از همان ابتدا هیچ رابطه قراردادی میان کارگزاران طرفین معامله برقرار نمی‌شود، (Mohammadi, 2010: 25) بلکه اتاق به عنوان اصیل اولیه طرف معامله قرار می‌گیرد.

ب. بر فرض پذیرش نظر فوق، در حقوق اسلامی، ایجاب تا زمانی که به قبول ملحق نشود اثر حقوقی ندارد و ایجاب دهنده می‌تواند از ایجاب خود رجوع کند، امری که به هیچ وجه به نفع بازیگران بازار مشتقه نیست. به علاوه، ایجاب اتاق خصوصیات یک ایجاب کامل را ندارد، زیرا ضمن اینکه مبیع و ثمن را مشخص نکرده، اوصاف آن‌ها را نیز تعیین نکرده است.

### ۲-۳. نمایندگی<sup>۱</sup>

برخی معتقدند اتاق پایاپای به طور هم‌زمان نمایندگی دو طرف معامله را بر عهده دارد، زیرا در حقوق اسلامی منعی ندارد که اتاق از روی حسن نیت هم‌زمان نماینده خریدار و فروشنده باشد. به علاوه اتاق پاسخگوی هر مسئولیتی است که در توافقات قراردادی به آن تصریح شده باشد (AL-Bashir, 2008: 29). در همین راستا، برخی نیز اتاق را وکیل طرفین معامله تلقی کرده‌اند (مؤمن قمی، ۱۳۸۲: ۵۴). بر اساس این نظر، اتاق با دو اعتبار در معامله دخالت می‌کند که به مقتضای هر عنوان می‌تواند اراده‌ای مستقل داشته باشد و در نتیجه اراده اتاق جایگزین اراده طرفین می‌شود.

1. Agency

مقررات گذار نیز در بند ۳ و ۴ ماده ۱ آیین‌نامه سابق معاملات بورس کالا به سمت نمایندگی اتاق تصریح کرده است. در این بندها چنین آمده: «قرارداد خرید قراردادی است که در آن اتاق پایاپای به نمایندگی از طرف فروشنده فلز عمل می‌کند و مشتری خریدار آن است». همین‌طور «قرارداد فروش قراردادی است که در آن اتاق پایاپای به نمایندگی از طرف خریدار فلز عمل می‌کند و عرضه‌کننده فروشنده آن است». هرچند با وجود ماده ۱۹۸ قانون مدنی هیچ مانعی برای نمایندگی دوجانبه اتاق وجود ندارد، اما با توجه به کارکرد اتاق به این نظر ایرادات زیر وارد است:

**الف.** اتاق پایاپای وکیل طرفین نیست، زیرا رابطه تبعیت و کتتری که خاص و ذاتی عقد وکالت است در این مورد وجود ندارد. اذنی بودن عقد وکالت این نتیجه را در پی دارد که حق کنترل و نظارت موکل بر وکیل، ذاتی و اسقاط آن ناممکن باشد (کاشانی، ۱۳۸۸: ۱۹۵)؛ این در حالی است که در رابطه اتاق با طرفین معامله، این اتاق است که بر طرفین معامله نظارت می‌کند و طرفین بر اتاق نظارتی ندارند.

**ب.** گفته شد اگر معامله‌گر (الف) از طریق معامله جبرانی از قرارداد خارج شود، اتاق معامله‌گر (ج) را جایگزین وی می‌کند، شخص (ج) هیچ ارتباطی با معامله‌گر (الف) یا (ب) ندارد؛ بنابراین اتاق را طرف خود می‌داند. در این ساختار اتاق اصیل ظاهری در رابطه با معامله‌گر (ج) نیست بلکه او در مقابل وی اصیل واقعی است. در نتیجه، تمامی قواعدی که میان طرفین اصیل یک معامله اجرا می‌شود در رابطه بین اتاق با معامله‌گران (ب) و (ج) نیز جاری می‌شود. چنین ساختاری نمی‌تواند با نظریه نمایندگی منطبق باشد، زیرا در رابطه اتاق با طرفین معامله، اتاق باید تعهدات قراردادی را اجرا کند، در حالی که به طور معمول نماینده وظیفه اجرای تعهدات قراردادی و حتی حق مطالبه حقوق ناشی از قرارداد را ندارد (کاتوزیان، ۱۳۸۲: ۱۹۱؛ کاتوزیان، ۱۳۸۵: ۷۸).

**ج.** در نمایندگی صرفاً اراده انشایی از طرف نماینده ابراز می‌شود در عین حال آثار حقوقی عقد برای اصیل است گویا اعلام اراده از ناحیه خود او صادر شده است. پس نقش نماینده چیزی بیش از یک واسطه نیست. در نتیجه، پس از انعقاد قرارداد تمام



حقوق و تعهداتی که از عقد حاصل می‌شود به طور مستقیم متوجه اصیل می‌شود؛ ولی در بازار مشتقه، اتاق پس از مداخله در قرارداد از آن خارج نمی‌شود و تمام حقوق و تعهدات حاصله از آن دامن‌گیر اتاق می‌شود؛ طرفین تنها او را می‌شناسند و او را در مقابل خود مسئول قلمداد می‌کنند. از سوی دیگر، فروشنده در مقابل خریدار مسئولیتی ندارد بلکه در قبال اتاق مسئول است، به طور مشابه تعهدات خریدار هم در مقابل اتاق قرار دارد.

خلاصه آنکه نمی‌توان اتاق را صرفاً یک نماینده یا میانجی‌گر<sup>۱</sup> ساده دانست، زیرا در این صورت اتاق را باید همانند برخی در شمار کارگزاران بورس تلقی کرد که خریدار و فروشنده را به یکدیگر ارتباط می‌دهند (معصومی‌نیا، ۱۳۸۹، ۱۸۶)، در حالی که این استنباط با قواعد حاکم بر بازار موافق نیست. در واقع اتاق از لحاظ فنی طرف معامله هرکدام از خریدار و فروشنده قرار می‌گیرد و به این طریق به عنوان یک بازیگر کامل عمل می‌کند (Skeel, 2012: 157).

رد ادعای نماینده یا وکیل بودن اتاق به این معنا نیست که اتاق در موارد خاص وکیل طرفین به حساب نیاید. از آنجا که اتاق مدیریت عملیات تسویه حساب روزانه را به عهده دارد از جانب هرکدام از متعاملین وکالت دارد (محمود البعلی، ۱۴۲۰: ۲۷) تا متناسب با تغییرات قیمت، بخشی از وجه تضمین هر یک از طرفین را به عنوان اباحه تصرف در اختیار دیگری قرار دهد، امری که قانون‌گذار در موارد متعدد به آن اشاره داشته است.<sup>۲</sup>

### ۳-۳. ضمانت<sup>۳</sup>

برخی از مهندسان مالی معتقدند، اتاق به عنوان ضامن جایگزین طرفین معامله

1 . Middleman

۲. بند ۴۱ ماده ۱ دستورالعمل معاملات قرارداد آتی سهام در بورس اوراق بهادار، بند ۳۲ ماده ۱ و ماده ۲۸ دستورالعمل

اجرائی معاملات قراردادهای آتی در شرکت بورس کالای ایران و بند ۴۶ ماده ۱ دستورالعمل معاملات قرارداد اختیار معامله سهام.

3 . Guarantee

می‌شود (Durbin, 2011: 7) و بر این اساس تعهدات خریدار را در مقابل فروشنده و تعهدات فروشنده را در مقابل خریدار ضمانت می‌کند (Group of Reseavchers, 2009: 198) در توجیه این ادعا می‌توان بیان داشت که در بازار مشتقه طرفین قرارداد پس از ثبت سفارش، ضمن انعقاد قرارداد بورس، ضمانت اتاق پایاپای را به عنوان لوازم عرفی قراردادهای مشتقه قبول کرده‌اند (مواد ۲۲۰ و ۲۲۵ قانون مدنی)، زیرا التزام به شیء التزام به لوازم آن نیز هست. بر فرض پذیرش این نظر، از آنجا که مدافعان نظریه مورد بحث نوع ضمانت اتاق را مشخص نکرده‌اند ابتدا باید احراز کرد که ضمانت اتاق از چه نوع ضمانتی است. مسلماً نمی‌توان پذیرفت که ذمه اتاق به ذمه هرکدام از متعاملین ضمیمه می‌شود، زیرا بعد از تحقق ضمانت تضامنی، ضامن و مدیون اصلی هر دو در برابر متعهدله مسئول اجرای تعهد هستند و متعهد له قادر است به هر یک از آن‌ها منفرداً یا مجتمعاً مراجعه کند (کاتوزیان، ۱۳۸۹: ۳۷۸)، در حالی که در بازار مشتقه پس از مداخله اتاق، خریدار و فروشنده در کنار اتاق قرار نمی‌گیرند، در مقابل او هستند و اتاق در میان آن‌ها جای می‌گیرد. در نتیجه نمی‌توان برای توجیه ضامن بودن اتاق به نظریه ضمان تضامنی متوسل شد، زیرا سرمایه‌گذاران نمی‌توانند همزمان به یکدیگر و اتاق مراجعه کنند و یگانه متعهد در مقابل آن‌ها اتاق است. با توجه به توضیحات فوق و تکیه بر اصل بودن نقل ذمه در حقوق ایران، می‌توان اتاق را ضامنی تلقی کرد که ضمانت او مفید نقل ذمه است. اینک با مشخص شدن نوع ضمان اتاق، می‌توان تفاوت‌های زیر را میان نقش اتاق و عقد ضمان ملاحظه کرد:

**الف.** یکی از آثار مسلم ضمان نقل ذمه این است که تعهدی که بر عهده بدهکار بوده، بر عهده ضامن قرار گیرد و رابطه حقوقی بین ضامن و بستانکار برقرار شود. از طرفی اصل در تعهدات این است که کسی که متعهد شده خود به تعهداتش وفادار مانده و از عهده آن برآید. در حالی که اتاق پایاپای هرگز در مقام ضامن پرداخت بدهی از اموال خود را تعهد نمی‌کند. افزون بر این، در عقد ضمان ضامن پس از پرداخت دین حق مراجعه به مضمون عنه را دارد (ماده ۷۰۹ قانون مدنی). در حالی که در بازار مشتقات اتاق قبل از پرداخت دین معادل دین را از معامله گران یا نمایندگان آنان - به

عنوان مضمون عنه - تحت عنوان حساب ودیعه دریافت کرده است. به بیان دیگر، به طور معمول اتاق بعد از پرداخت دین به مضمون عنه مراجعه نمی‌کند.

ب. هیچ ضامنی ضمن اینکه متعهد محسوب می‌شود، اصیل و طرف معامله نیز شناخته نمی‌شود. در بازار مشتقات، اتاق در برابر سرمایه‌گذاران نقش اصیل جدید را بازی می‌کند. بنابراین جمع میان اصیل و ضامن در رابطه حقوقی واحد بعید به نظر می‌رسد.

بنابراین فرض ضامن دانستن اتاق پایاپای در بازار بورس ایران متفی است، زیرا مسئولیت ایفای تعهدات سرمایه‌گذاران همواره بر عهده خود آنان است. تضمین تعهدات سرمایه‌گذاران مستلزم تعهد و التزام اتاق پایاپای است، در حالی که در هیچ یک از مقررات مربوطه از چنین تعهدی و شیوه‌های اجرای آن سخنی به میان نیامده است. اتاق تنها ابزاری که برای ایفای نقش در اختیار دارد همان وجوه موجود در «حساب ودیعه» مشتریان است که اتاق پایاپای نیز مالکیتی نسبت به این وجوه ندارد و تنها از سوی مشتریان برای تصرف در این حساب و تسویه معاملات دارای اختیار است. در نتیجه، باید گفت «تضمین تعهدات» که از سوی نویسندگان «علم مهندسی مالی» به عنوان مهم‌ترین وظیفه «اتاق پایاپای» بیان شده است (درخشان، ۱۳۹۰: ۱۵۲) از دیدگاه حقوقی در بورس ایران نمی‌تواند مبنایی داشته باشد. به نظر می‌رسد که چنین تضمینی را باید در معنای «غیرحقوقی» آن تفسیر کرد و آن را صرفاً به معنی سازوکاری دانست که احتمال نقض تعهد و نکول سرمایه‌گذاران را به حداقل می‌رساند. افزون بر این، با نگاهی به قوانین نیز می‌توان دریافت که در هیچ یک از مقررات موجود وظیفه تضمین به معنای حقوقی آن بر عهده اتاق پایاپای نهاده نشده است. برای مثال، دستورالعمل‌های پیش‌گفته اتاق را صرفاً واحدی می‌داند که وظیفه تسویه و پایاپای قراردادهای بر عهده دارد. بنابراین، اتاق پایاپای را باید از نظر ساختار «تسهیل‌کننده معامله» دانست که با استفاده از اختیار از سوی سرمایه‌گذاران و با سازوکار ویژه‌ای که در مقررات مربوطه پیش‌بینی شده است، اقدام به «تسویه و پایاپای» معاملات مشتقه می‌کند.

### ۳-۴. تبدیل تعهد<sup>۱</sup>

مهم‌ترین نظری که از سوی متخصصان بازارهای مالی در مورد منشأ ایفای نقش طرف مقابل اتاق مطرح شده است تئوری تبدیل تعهد به اعتبار تبدیل متعهد است. بر اساس این نظریه، قرارداد دوجانبه بین دو معامله‌گر (قرارداد صحن یا بورس) با دو قرارداد مجزا بین اتاق با هرکدام از کارگزاران طرفین معامله (قرارداد اتاق-عضو) جایگزین می‌شود. این دو قرارداد جدید به ترتیب شامل قرارداد اتاق با کارگزار خریدار و قرارداد اتاق با کارگزار فروشنده می‌شود (Loader, 2005: 192). این جایگزینی بر مبنای فرآیند تبدیل تعهد صورت می‌گیرد، به طوری که در نتیجه آن، اتاق پایاپای به عنوان متعهد جدید طرف معامله عمومی برای تمام قراردادها واقع می‌شود. یعنی پس از مداخله اتاق، اتاق به عنوان خریدار در مقابل فروشنده و به عنوان فروشنده در مقابل خریدار ظاهر می‌شود و از این طریق از اجرای تعهدات قراردادی اطمینان حاصل می‌شود (CPSS-IOSCO, 2012: 9).

بر این نظریه نیز ایرادات ذیل وارد است:

**الف.** تبدیل تعهد به اعتبار تبدیل متعهد با اراده یک طرف تحقق پیدا نمی‌کند. به همین خاطر از یک طرف رضایت متعهد له و از طرف دیگر اراده اتاق به عنوان متعهد جدید لازم است. وانگهی اتاق در صورتی می‌تواند برای مطالبه آنچه پرداخته است به مدیون اصلی مراجعه کند که ایفای تعهد با موافقت و رضایت وی صورت گرفته باشد. بنابراین، شرط چنین تبدیل تعهدی قصد تبدیل تعهد است. به این معنا که طرفین باید قصد انجام تبدیل تعهد را داشته باشند با این هدف که تعهد پیشین زایل و تعهد جدید جایگزین آن شود (کاتوزیان، ۱۳۸۲: ۲۱۴). البته قصد تبدیل تعهد به این صورت قابل توجیه است که ورود معامله‌گر در قرارداد مشتقه به همراه اعلام رضایتی مبنی بر تبدیل تعهد و پرداخت توسط اتاق پایاپای است، زیرا رویه و عرف مسلم در این‌گونه قراردادها این است که این‌گونه پرداخت‌ها توسط اتاق پایاپای انجام گیرد؛ بنابراین هر قرارداد حاوی یک شرط ضمنی عرفی مبنی بر رضایت نسبت به تبدیل تعهد است. اما

1 . Novation

در حقوق ایران قانون گذار فرض تبدیل تعهد را نپذیرفته و اثبات تحقق آن را ضروری دانسته است. افزون بر این، در موضع شک اصل بر عدم تبدیل تعهد است؛ بدین معنا که در مقام تردید نسبت به وقوع تبدیل تعهد باید اصل عدم را جاری ساخت. همین بیان در کامن لا تحت عنوان قاعده «Novatio non Presumitur» به رسمیت شناخته شده (Wharton's, 2012: 523) و در ماده ۳۵۴ قانون مدنی مصر و ماده ۱۲۷۳ قانون مدنی فرانسه به صراحت اعلام شده است. به همین دلیل برخی با در نظر داشتن ماهیت قراردادی تبدیل تعهد امکان صحت نظریه مورد بحث را منوط به این دانسته‌اند که طرفین قصد خود بر تغییر مدیون را از طریق یک قرارداد جدید اعلام کرده باشند (درخشان، ۱۳۹۰: ۶۳۰).

ب. از آثار قطعی تغییر مدیون در نتیجه تبدیل تعهد این است که رابطه حقوقی بین مدیون سابق و متعهد له گسسته شده و رشته جدیدی بین مدیون جدید و متعهد له به وجود آید، در قرارداد اخیر صرفاً متعهد جدید مدیون محسوب می‌شود، زیرا بر اساس تبدیل تعهد صورت گرفته شخص ثالث متعهد شده است که دین متعهد سابق را پرداخت کند. به عبارت دیگر، نامبرده تنها ایفای تعهدات را بر عهده گرفته است و از حقوق قراردادی بی‌بهره است (Mittal, 2011: 78). در حالی که در قراردادهای مشتقه هر کدام از طرفین به اعتباری متعهد و به اعتبار دیگر متعهد له محسوب می‌شوند و اگر قرار است اتاق پایاپای طرف معامله جدید تلقی شود باید از همان موقعیت قراردادی برخوردار باشد که متعهد اصلی برخوردار بوده است، امری که از طریق تبدیل تعهد محقق نمی‌شود و باید از نهاد حقوقی دیگری نظیر انتقال قرارداد که به همین منظور ایجاد شده است به مقصود رسید. با این وجود حتی با توسل به نهاد اخیر نیز نمی‌توان نقش طرف مقابل اتاق را تفسیر کرد زیرا هرگز اتاق پایاپای به عنوان طرف معامله، مالی از دارایی خود در مقام ایفای تعهدات قراردادی خارج نمی‌سازد و همواره بعد از اعلام طرفین مبنی بر انجام فرآیند تحویل به خود طرفین مراجعه می‌کند.

ج. نوع تبدیل تعهد و ارکان آن از جمله میزان بدهی متعهد باید در هنگام تبدیل تعهد معلوم باشد، یعنی باید معلوم باشد که تبدیل تعهد به چه اعتباری (تبدیل متعهد یا

تبدیل متعهد له) و به چه مقداری صورت گرفته است. اگر فرض این باشد که قرارداد (اتاق - عضو) نوعی تبدیل تعهد به اعتبار تبدیل متعهد است که بر اساس آن اتاق جایگزین سرمایه‌گذاران می‌شود، در این هنگام میزان تعهدات اتاق معلوم نیست، زیرا میزان سود و زیان طرفین و میزان بدهی آنان در هنگام انعقاد قرارداد (اتاق - عضو) مشخص نمی‌شود. میزان سود و زیان و در نتیجه بدهی هر یک از طرفین در طول حیات قرارداد و با توجه به نوسانات قیمت بازار متغیر بوده و نهایتاً در هنگام سررسید قرارداد یا معامله معکوس معلوم می‌شود؛ امری که به یقین با لزوم تعیین نوع تبدیل تعهد و میزان بدهی متعهد در هنگام انعقاد قرارداد تبدیل تعهد کاملاً مباین است دارد.

### ۳-۵. ماهیتی خاص

در مورد نقش اتاق نباید مبالغه کرد. واقعیت آن است که حقوق و تکالیف قراردادی طرفین معامله نسبت به قراردادهای مشتقه تنها از طریق اتاق پایاپای ساده و شفاف‌سازی شده است. به عبارت دیگر، ساختار اتاق پایاپای تنها به منظور ایجاد سهولت در فرآیند تسویه و پایاپای قراردادهای مشتقه در بازارهای مالی ایجاد شده است (Gertrude, 2007: 4). بسیاری از تحلیل‌ها در مورد نقش اتاق پایاپای با تکیه بر طرف معامله تلقی کردن آن ارائه شده‌اند، در حالی که این پیش‌فرض خود می‌تواند محل اشکال قرار گیرد:

**الف.** هرچند پس از انعقاد قراردادهای اتاق - عضو آثار قرارداد مشتقه به‌طور مستقیم متوجه اتاق پایاپای می‌شود اما نمی‌توان اتاق را یک طرف معامله کامل تلقی کرد، زیرا فرض اخیر مستلزم این است که تعهد و التزامی به عهده اتاق قرار گیرد در حالی که در هیچ یک از مقررات از چنین تعهد و التزامی برای اتاق پایاپای و شیوه‌های اجرای این تعهدات سخنی به میان نیامده است. به علاوه، هیچ‌گونه منابع مالی برای ایفای این تعهدات از سوی اتاق در مقررات در نظر گرفته نشده است و اتاق تنها ابزاری که برای ایفای نقش خود در بازار مشتقه در اختیار دارد همان تضمین‌هایی است که مشتریان تحت عنوان حساب ودیعه و کارگزاران به عنوان منابع مالی صندوق

تضمین معاملات<sup>۱</sup> به اتاق سپرده‌اند و خود رأساً مسئولیتی در این خصوص ندارد.

ب. هرچند فروشنده در قرارداد صحن یا بورس موافقت کرده تا به طرف معامله‌اش بفروشد و خریدار موافقت کرده که از وی بخرد، اما پس از انعقاد قراردادهای اتاق- عضو فروشنده موافقت کرده که به اتاق بفروشد و خریدار موافقت کرده که از اتاق بخرد (Atkin, 1995: 128). در حالی که هنگام سررسید قرارداد و اعلام طرفین مبنی بر انجام فرآیند تحویل، اتاق در مقام طرف معامله و در زمان ایفای عهد، کالا یا سهامی را که به عنوان فروشنده به خریدار تسلیم می‌کند، مالک نبوده بلکه از جانب مالک اصلی موظف به تسلیم مبیع به خریدار است و از جانب خریدار مکلف به واریز ثمن معامله به حساب فروشنده است. آنچه رخ داده است تأدیه دین اتاق یعنی خروج میزان ثمن یا کالا از اموال اتاق نیست بلکه انتقال مستقیم آن‌ها به دارایی طرفین معامله و سقوط تعهدات خریدار و فروشنده است. هنگامی که اتاق اقدام به تحویل قبض انبار در موردی که موضوع قرارداد کالا است یا تغییر کد مالکیت سهام در موردی که موضوع قرارداد سهام است، می‌کند؛ اصطلاحاً مالک اسمی یا صوری<sup>۲</sup> و نه واقعی کالا، سهام یا ثمن بوده به طوری که آن‌ها به طور اسمی داخل در مالکیت اتاق و از آنجا وارد در مالکیت فروشنده و خریدار می‌شود. بر همین اساس می‌توان با تکیه بر واژه «نقش» در ماده ۷ آیین‌نامه اتاق پایاپای گفت که اتاق به طور فرضی طرف معامله هرکدام از طرفین قرارداد واقع می‌شود.

بنابراین، نمی‌توان اتاق را یک طرف معامله معادل آنچه که عموماً حقوقدانان از طرف معامله می‌پندارند، محسوب داشت. به همین دلیل برخی از اتاق پایاپای به طرف سوم یا طرف معامله مرکزی<sup>۳</sup> تعبیر کرده‌اند (Santomero, 2001: 130)؛ به این صورت که اتاق با عنوان طرف معامله مرکزی، خود را بین دو مشارکت‌کننده بازار که وضعیت‌های معاملی مخالف هم دارند (خریدار و فروشنده) قرار می‌دهد، با این دخالت، اتاق به عنوان خریدار در مقابل فروشنده و فروشنده در مقابل خریدار ظاهر می‌شود تا

۱. فصل سوم دستورالعمل صندوق تضمین معاملات.

2. Nominal Owner

3. Central Counter Party

قراردادهای مشتقه به نحو مؤثر و کارا تسویه شود. به این صورت وضعیت نامنظم بازار مشتقات سامان می‌یابد. در واقع، اتاق به مانند مرکز و نقطه ثقل یک چرخ است که معامله‌گران (خریداران و فروشندگان) پیوسته پیرامون آن در حال چرخش هستند و بدون اینکه با یکدیگر ارتباطی داشته باشند، به رفتار معاملی خود می‌پردازند ( Griffith, VanSetten, 2006: 280; 2012: 1176).

### نتیجه‌گیری

از آنجا که قراردادهای آتی یکسان و اختیار معامله در بازارهای رسمی بورس معامله می‌شوند ساختار و نحوه معاملات آنها کاملاً متمایز از سایر قراردادها است. از جمله تفاوت‌های اساسی این قراردادها مداخله نهاد اتاق پایپای در روند انجام معاملات است. ثبت و نگهداری تمامی اطلاعات مربوط به معاملات، مدیریت فرآیند تسویه روزانه قراردادها از طریق حساب تضمین، نظارت بر وضعیت معاملی طرفین قراردادها و کارگزاران آنها، اداره صندوق تضمین تسویه معاملات و ایفای نقش خریدار در مقابل فروشنده و فروشنده در مقابل خریدار از اهم وظایف اتاق است. وظایف فوق، موقعیتی ممتاز و نقشی به بدیل به اتاق پایپای بخشیده است. به همین دلیل، در خصوص نقش اتاق آراء مختلفی ارائه شده است. به نظر می‌رسد هرچند نقش طرف مقابل اتاق دارای شباهت‌های ظاهری با هر یک از نهادهای ایجاب مفتوح، نمایندگی، ضمانت و تبدیل تعهد است، ولی به دلیل کارکردهای متنوع اتاق، نقش آن نیز تفاوت فاحش با هر یک از این نهادها دارد. بنابراین، باید نقش اتاق را به دلیل تنوع وظایف آن به عنوان نهادی مستقل در نظر گرفت که ویژگی‌های آن کاملاً منحصر به فرد است، زیرا مقررات گذار خواسته است تا بدون اینکه دین یا طلب ناشی از قرارداد صحن به اتاق منتقل شود اتاق بر رفتار سرمایه‌گذاران و اعضا نظارت کند، ریسک اعتباری آنان را کنترل کند و حقوق و تعهدات متعاملین قرارداد را ساده و شفاف کند. به ویژه اینکه مشارکت‌کنندگان در بازار قادراند تا از طریق اتاق به صورت مستقل وارد بازار شده یا از آن خارج شوند.



مقررات ایران، در خصوص نقش حقوقی اتاق پایاپای در معاملات مشتقه مالی متعدد و غیر شفاف است. از این رو، به نظر می‌رسد برای رفع برخی ایرادات و ابهامات قانونی و جلوگیری از ایجاد تزلزل در روابط فعالان این بازار، کاستن از تنوع و تعدد دستورالعمل‌های مرتبط با موضوع، تنقیح و اصلاح و رفع ابهام هرچه بیشتر از آنان امری ضروری به نظر می‌رسد، زیرا برخی از این مقررات از نهادهای حقوقی‌ای سخن به میان آورده است که نمی‌تواند پاسخگویی تمامی ابعاد و زوایای اتاق پایاپای باشد.

### منابع

#### الف. فارسی

- حسین‌زاده جواد و دیگران (۱۳۹۵) «ماهیت حقوقی حساب ودیعه در معاملات مشتقه مالی»، مجله دیدگاه‌های حقوق قضایی، شماره ۷۵ و ۷۶، صص ۳۳-۵۴
- درخشان، مسعود (۱۳۹۰) مشتقات و مدیریت ریسک در بازارهای نفت، چ ۲، تهران: موسسه مطالعات بین‌المللی انرژی.
- شهیدی، مهدی (۱۳۷۰) سقوط تعهدات، چ ۱، تهران: انتشارات دانشگاه شهید بهشتی.
- صفایی، سید حسین (۱۳۵۱) دوره مقدماتی حقوق مدنی، چ ۲، تهران: انتشارات موسسه عالی حسابداری.
- قاسم‌زاده، سید مرتضی (۱۳۸۳) اصول قراردادها و تعهدات، تهران: نشر دادگستر.
- کاتوزیان، ناصر (۱۳۸۲) نظریه عمومی تعهدات، تهران: میزان.
- کاتوزیان، ناصر (۱۳۸۲) حقوق مدنی، عقود معین، چ ۴، تهران: شرکت سهامی انتشار، با همکاری بهمن برنا.
- کاتوزیان، ناصر (۱۳۸۵) قواعد عمومی قراردادها، چ ۲، تهران: شرکت سهامی انتشار.
- کاتوزیان، ناصر (۱۳۸۶) اعمال حقوقی، تهران: شرکت سهامی انتشار.
- کاشانی، محمود (۱۳۸۸) حقوق مدنی - قراردادهای ویژه، تهران: میزان.

معصومی نیا، غلامعلی (۱۳۸۹) ابزارهای مشتقه بررسی فقهی و اقتصادی، چ ۲، تهران: پژوهشگاه فرهنگ و اندیشه اسلامی.

مؤمن قمی، محمد (۱۳۸۲) «عقد اختیار»، مجله فقه اهل بیت، شماره ۳۳، صص ۶۵-۷۳.  
ب. عربی

أندراوس، عاطف ولیم (۲۰۰۵) السياسة المالية و اسواق الاوراق المالية خلال فترة التحول لاقتصاد السوق، اسکندریه: موسسه شباب الجامعة اسکندریه.

طاهری، فاطمه الزهراء (۲۰۰۹) «العقود المستقبلية كوسيلة لتسيير مخاطر السعر في الاسواق الزراعية»، أبحاث اقتصادية و إدارية، جامعه محمد خيضر بسكرة، الجزائر، العدد الخامس، صص ۱۵۶-۱۷۳.

محمود البعلی، عبد الحمید (۱۴۲۰) المشتقات الماليه في الممارسه العلميه و في الرويه الشرعيه، باللجنه العليا لتطبيق الشريعة الاسلاميه، بالديوان الاميري - الكويت

ج. انگلیسی

AL-Bashir, Muhammad; Al-Amine, Muhammad (2008) **Risk Management In Islamic Finance, An Analysis of Derivatives Instrument Commodity Markets**, Brill.

AL-Saati, Abdul Rahim (2002) "Sharia Compatible Futures", **J.KAU: Islamic Econ**, Vol 15, pp.3-25

Andreloni, Luisa; T.Llewelin, David; H.Schmidt, Reinhard (2009) **Financial Innovation In Retail And Corporate Banking**, Edward Elgar Publishing Limited.

Atkin, Michael (1995) **The International Grain Trade**, Woodbead Publishing.

Clark, Ephraim; Kumar Ghosh, Dilip (2004) **Arbitrage, Hedging and Speculation: The Foreign Exchange Markets**, Greenwood Publishing Group.

CPSS-IOSCO (2012) **Principles for financial market infrastructures**, Technical Committee of the International Organization of Securities Commissions.

Damodaran, Aswath (2001) **Finance d'entreprise: théorie et pratique**, John Wiley & Sons.

Doboves, Marck (2014) **Law of Securities, Commodities and Bank Account**, Edwar Elgar Publishing.

- Durbin, Michael (2011) **All About Derivatives**, MC Graw-Hill Companies.
- Gertrude, Tumpel-Gugerell (2007) **The Role of Central Counter Parties**, ECB-FED CHICAGO Conference.
- Gibson.H,Charles (2009) **Financial Reporting and Analysis**, South-Western Cengage Learning.
- Griffith, Sean .J. (2012) "Governing Systematic Risk: Toward A Governance Structure For Derivatives Clearing House", **Emory Law Journal**, Vol .61, pp.1153-1240.
- Group of Researchers (2009) **Issues in the International Financial Crisis**, From an Islamic perspective, Islamic Economic Research Center king Abdulaziz University.
- Cummings, Kevin,S. (2010) **Commodity and Financial Derivatives**, PHI Learning Limited.
- Gupta,S.L. (2006) **Financial Derivatives Theory Concepts And Problems**, Prentice-Hall Of India Private Limited.
- Helewits,A.Jeffrey (2010) **Basic Contract Law for Paralegals**, Aspen Publisher.
- Ismat Basha,Obiyathulla;Mirakhor,Abbas (2013) **Islamic Capital Markets**, John Wiley & Sons Singapore.
- James,Simon (2013) **The Law of Derivatives**, LLP Reference Publishing.
- Khan,M.Y; Jain,P.K; (2004). **Financial Management: Text Problems and Cases**, Tata McGraw-Hill.
- Kumar,S.S.S. (2008) **Financial Derivatives**, PHI Learning Private Limited.
- Lees Allen, Julia (2012) "Derivatives Clearing House and Systemic Risk: A Bankruptcy And Doddfrank Analysis", **Standford Law Review**, Vol. 64, pp. 1079-2009
- Loader, Daivid (2005) **Clearing and Settlement of Derivatives**, Elsevier Butterworth.
- Lofton,Todd (2005) **Getting Started in Futures**, John Wiley & Sons.
- Mishra,Bishnupriya; Swaroop; Sathy,Anurag (2007) **Financial Derivatives**,Jain-New Delhi.
- Mittal, Himanshi (2011) **Universal Law Series Law of Contract and Specific Relief**, Universal Law Publishing.
- Mohammadi, Hossein; Soltani-nejad, Hamed (2010) **OIC Capital Markets Interlinking Using Samip**, Central Securities Depository of Iran.
- Powers. Mark J;Castelino, Mark G. (1991) **Inside the Financial**

- Futures Markets**, John Wiley & Sons.
- Santomero, M. Anthony; Viotti, Staffan; Vredin, Anders (2001) **Challenges for Central Banking**, Kluwer Academic Publishers.
- Skeel, David, Jakson, Thomas (2012) "Transaction Consistency and The New Finance In Bancruptcy", **Columbia Law Review**, Vol.112, pp.152-202
- Tagliani, Matthew (2009) **The Practical Guide to Wall Street**, John Wiley & Sons.
- Tripathy, Nalini Prava (2008) **Financial Services**, Prentice- Hill of India.
- Wharton's (2012) **Wharton's Pocket Law Dictionary**, Universal Law Publishing.
- VanSetten, Lodewijk (2006) **The Law of Institutional Investment Management**, Oxford University Press.
- Veljanovski, Cento G. (1985) "Organized Future Contracting", **International Review of Law and Economic**, Vol. 5, pp.25-38

