

## وضعیت حقوقی ابزارهای مشتقه شاخص سهام

جواد حسین زاده\*

تاریخ دریافت: ۱۳۹۳/۰۸/۲۱

تاریخ پذیرش: ۱۳۹۳/۱۰/۲۹

### چکیده

بازار مشتقه مالی که در آن قرارداد آتی و قرارداد اختیار معامله عرضه می‌شود، مدتی است که به تجویز بند ۱۱ ماده ۱ قانون بازار اوراق بهادار جمهوری اسلامی ایران (مصوب ۱۳۸۴) در سطحی محدود آغاز شده است. دارایی پایه در این قراردادها ممکن است کالا یا اوراق بهادار باشد. از دیدگاه فقه امامیه و حقوق ایران، اعتبار این قراردادها به‌طور کلی و صرف‌نظر از مورد آن (دارایی پایه) اثبات شده است. ولی در این میان اعتبار قراردادهای مشتقه‌ای که دارایی پایه آن شاخص سهام است، پیوسته محل تأمل و اشکال بوده است.

این تحقیق تلاش دارد تا با رد نظراتی که تاکنون در خصوص عدم اعتبار ابزارهای مشتقه واقع بر شاخص سهام بیان شده است. دلایل بطلان آن را با رویکردی متفاوت بیان کند. از نتایج این تحقیق می‌توان به بطلان قراردادهای شاخص سهام به‌دلیل عدم امکان تملک شاخص سهام، مالیت نداشتن آن و فقدان مفهوم واقعی معاوضه در این قراردادها اشاره کرد. همچنین در این تحقیق راهکاری برای اعتبار قراردادهای واقع بر شاخص سهام نیز ارائه شده است.

### واژگان کلیدی

شاخص سهام، ابزارهای مشتقه مالی، قرارداد آتی، قرارداد اختیار معامله، بازار سرمایه.

## مقدمه

در اقتصاد مالی مشتقات به معنی مجموعه ابزاری است که دارای خصوصیات مشترک است. این واژه بر کلیه ابزارهای قابل معامله در بهابازار و خارج از بهابازار که مرتبط با معامله اوراق بهادار، ارز، نرخ بهره، کالا و غیره باشد، اطلاق می‌شود (Brown, 1996, p.4). علت نام‌گذاری «ابزارهای مشتقه» آن است که ارزش آن‌ها مشتق از قیمت «دارایی پایه» آن‌هاست (درخشان، ۱۳۸۳، ص ۷۷). تغییرات قیمت هر یک از مشتقات تابعی از تغییرات قیمت دارایی پایه آنهاست، برای مثال ارزش یک قرارداد آتی سهام تابعی از تغییرات قیمت خود سهام است؛ یعنی با افزایش قیمت سهام به‌عنوان مال موضوع قرارداد اصلی، ارزش ابزارهای مشتقه افزایش می‌یابد و با کاهش قیمت آن، ارزش و قیمت ابزارهای مزبور کاهش می‌یابد.

بند ۱۱ ماده یک قانون بازار اوراق بهادار جمهوری اسلامی ایران، مصوب آذرماه ۱۳۸۴ به‌منظور تنوع بخشیدن به ابزارهای قابل معامله در بازار سرمایه ایران، قراردادهای آتی و قراردادهای اختیار معامله را به‌عنوان ابزارهای مشتقه قابل معامله در بهابازار معرفی کرده است.

آتی قراردادی است<sup>۱</sup> که دو طرف آن در خصوص خرید و فروش کالا و یا دارایی مالی معلومی به قیمت معین در آینده مشخص توافق می‌کنند (Kamali, 2003, p.6). در این قرارداد هر دو طرف آن به اجرای مفاد قرارداد در آینده ملزم می‌باشند (برای اطلاع بیشتر رک. حسین‌زاده، ۱۳۹۰، ص ۷۷).

اختیار معامله نیز قراردادی است<sup>۲</sup> میان خریدار و فروشنده که به‌موجب آن خریدار اختیار<sup>۳</sup> با پرداخت وجهی به فروشنده اختیار<sup>۴</sup> حق خرید یا فروش مالی معلومی را با قیمت معین، در آینده‌ای مشخص به دست می‌آورد (Hudson, 2006, p.28). در این قرارداد فروشنده اختیار متعهد به اجرای مفاد آن است ولی خریدار اختیار در اجرای مفاد قرارداد مختار است (برای اطلاع بیشتر رک. حسین‌زاده، ۱۳۹۱، ص ۳۸).

در هر دو قرارداد مذکور به مالی که مقرر است نسبت به آن در آینده معامله‌ای صورت گیرد «دارایی پایه» گفته می‌شود. به‌طورکلی قراردادهای آتی و اختیار معامله را

می‌توان بر اساس نوع دارایی پایه به دو دسته کلی قراردادهای مبتنی بر اوراق بهادار و قراردادهای مبتنی بر کالا تقسیم کرد.

یکی از رایج‌ترین ابزارهای مشتقه مالی مبتنی بر اوراق بهادار در بهابازارهای مهم دنیا، قراردادهای آتی و اختیار معامله واقع بر شاخص سهام است. بسیاری از محققان اهل سنت به‌طورکلی قراردادهای مذکور را، صرف‌نظر از دارایی پایه آن، غیرشرعی و باطل اعلام کرده‌اند (عصمت پاشا، ۱۳۸۲، ص ۱۳۸؛ البرواری، ۲۰۰۲، صص ۳۴ و ۲۳۵؛ عبدالحمید رضوان، ۱۴۱۷، صص ۳۴۳ و ۳۶۳؛ Al-Amin, cit, p.212). محققان امامیه نیز به‌رغم آن که قراردادهای مذکور را به‌طورکلی معتبر می‌دانند، (المومن القمی، ۱۴۱۵، ص ۲۴۳؛ حسین‌زاده، ۱۳۹۱، ص ۲۵۴)؛ ولی ابزارهای مشتقه واقع بر شاخص سهام را با دلایلی قابل نقد، باطل اعلام کرده‌اند (صالح‌آبادی، ۱۳۸۱، ص ۱۲۶؛ معصومی‌نیا، ۱۳۸۷، ص ۲۵۸).

در این تحقیق که در دو مبحث ارائه شده است، ابتدا در مبحث اول مفهوم شاخص سهام، ساختار قراردادهای آتی و اختیار معامله واقع بر شاخص سهام و طرق خاتمه و مزایای قرارداد شاخص بیان شده است. در مبحث دوم، اعتبار قرارداد شاخص سهام مورد ارزیابی قرار گرفته است. در این مبحث ابتدا مطالبی که برخی از نویسندگان به‌عنوان دلایل بطلان قراردادها واقع بر شاخص سهام مطرح کرده‌اند، نقد شده؛ سپس، با رویکردی متفاوت، دلایل واقعی بطلان این‌گونه قراردادها مطرح و راهکاری برای تصحیح آن ارائه گردیده است.

#### ۱. مفهوم، طرق خاتمه و مزایای قراردادهای واقع بر شاخص سهام

شاخص سهام و قراردادهای که بر اساس آن شاخص سهام مورد معامله واقع می‌شود برای جامعه حقوقی مفهومی کاملاً جدید به شمار می‌آید. پس به ناچار در ابتدا باید در خصوص این مفاهیم و ساختار قراردادهای آتی و اختیار معامله واقع بر شاخص سهام سخن گفت، سپس در خصوص اعتبار آن‌ها بحث کرد.

## ۱-۱. مفهوم شاخص سهام

کلمه شاخص به معنای نمودار یا نشان‌دهنده یا نماینده است. شاخص کمی است که نماینده چند متغیر همگن و وسیله‌ای برای اندازه‌گیری و مقایسه پدیده‌هایی است که دارای ماهیت و خاصیت مشخصی هستند که بر مبنای آن می‌توان تغییرات ایجاد شده در متغیرهای معینی را در طول یک دوره بررسی کرد. شاخص‌ها بر اساس نوع طراحی آن حرکت عمومی موضوعات خاص را در زمینه‌های مختلف اقتصادی، اجتماعی و... نشان می‌دهند.

به شاخص‌هایی که تغییر در متوسط قیمت سهام یا یک گروه سهام را نشان می‌دهد؛ شاخص سهام گفته می‌شود (خلعتبری، ۱۳۷۱، ص ۹۸۰). شاخص قیمت سهام و تغییرات آن بیان‌کننده روند بازار سرمایه و درجه ریسک آن است. سیر صعودی یا نزولی این شاخص در دوره‌های طولانی، می‌تواند علامت رونق یا رکود بازار سرمایه محسوب شود. شاخص سهام از نظر سرمایه‌گذاران برای خرید یا فروش سهامی خاص و از نظر اقتصاد کلان، به‌عنوان یک شاخص اقتصادی کاربرد فراوان دارد.

به‌طور کلی شاخص‌های سهام در بهابازارهای مهم دنیا به دو دسته تقسیم می‌شوند. «شاخص‌های قیمتی»<sup>۵</sup> و «شاخص‌های ارزشی»<sup>۶</sup> در شاخص‌های قیمتی روند بازار فقط بر اساس تغییرات قیمت بررسی می‌شود و به تعداد سهام و تأثیر آن در شاخص توجه نمی‌شود. در این نوع از شاخص، تفاوت شرکت‌ها فقط در قیمت سهام آن‌هاست و به بزرگی یا کوچکی آن توجه نمی‌شود؛ بنابراین، از نظر تعداد سهام آن‌ها ضریبی اعمال نمی‌گردد. معروف‌ترین شاخص قیمتی، شاخص داو جونز آمریکا است که تغییرات سهام ۳۰ شرکت بزرگ در آن درج می‌شود. در شاخص‌های ارزشی سهام، شاخص از طریق حاصل ضرب ارزش سهام در تعداد سهام به دست می‌آید. شاخص بیشتر بهابازارهای مهم دنیا از جمله بهابازار تهران از نوع ارزشی است.

شاخص کل قیمت سهام در بازار بورس اوراق بهادار تهران از ابتدای سال ۱۳۶۹ شروع به کار کرده است و در سطح بین‌المللی با نام اختصاری «TEPIX» شناخته می‌شود.<sup>۷</sup> شاخص کل قیمت یکی از اصلی‌ترین شاخص‌های بورس اوراق بهادار تهران است. این شاخص گویای آن است که ارزش کل نسبت به سال پایه (یا همان سال

۱۳۶۹ که عدد ۱۰۰ بوده است) چند برابر شده است. در هر بازار بورس اوراق بهاداری می‌توان حسب نیاز، شاخص‌های زیادی را تعریف و محاسبه کرد.

شاخص کل قیمت در بهابازار تهران دارای سه ویژگی است:

اولاً، شاخصی جامع است؛ زیرا دربردارنده تمامی سهام پذیرفته‌شده در بهابازار تهران است. ثانیاً، موزون است؛ زیرا تمامی سهام پذیرفته‌شده در بهابازار در تعیین شاخص موثر هستند. بدین معنا که ارزش سهام هر شرکت در تعداد سهام منتشره ضرب و در محاسبه شاخص منظور می‌گردد. یعنی هر قدر تعداد سهام منتشره شرکتی بیشتر باشد تغییرات قیمت سهام مورد نظر تأثیر بیشتری بر روی شاخص خواهد گذاشت. ثالثاً، در دسترس است؛ زیرا به‌صورت لحظه‌ای محاسبه و از طریق شبکه رایانه‌ای در اختیار اشخاص قرار می‌گیرد.

اینک پس از شناخت مفهوم شاخص سهام؛ شایسته است با ابزارهای مشتقه یا قراردادهایی که بر شاخص سهام واقع می‌شود، آشنا شویم.

## ۲-۱. قرارداد آتی شاخص سهام

قرارداد آتی شاخص سهام<sup>۱</sup> با توجه به بهابازار که در آن شاخص معامله می‌شود متفاوت است. برای مثال یک قرارداد آتی شاخص داوجونز که در بهابازار شیکاگو معامله می‌شود، معادل خرید یا فروش ۱۰ مرتبه شاخص در قیمت تحویل است، یا یک قرارداد آتی شاخص نیکی ژاپن در بهابازار شیکاگو برابر با موضع خرید یا فروش پنج مرتبه شاخص در قیمت تحویل است (هال، ۱۳۸۴، ص ۱۱۶).

شاخص‌های سهام به‌صورت ریاضی از قیمت‌های سهام و ارزش بازار شرکت‌ها ناشی می‌شود و اطلاعاتی راجع به حرکت نسبی قیمت‌های سهام را نشان می‌دهد. این امر ناشی از ارزش اولیه شاخص است که یک عدد اختیاری به‌عنوان مبنا در نظر گرفته شده است. تغییر سطح شاخص سهام باید به چیز معناداری تبدیل شود تا بتوان ارزش پولی برای هر سطحی از شاخص تعیین کرد. برای مثال در بهابازار مالزی تغییر هر واحد شاخص با تخصیص ۱۰۰ رینگیت به ارزش پولی تبدیل شده است؛ بنابراین، شاخص ۵۰۰ مقدار ۵۰۰۰۰ رینگیت ارزش دارد. بدین ترتیب قرارداد آتی شاخص

سهام را باید قراردادی دانست که در آن ارزش اسمی دارایی پشتوانه شاخص سهام خرید و فروش می‌شود. ارزش اسمی، ارزش شاخص است که در واحد پولی ضرب می‌شود (صالح‌آبادی، ۱۳۸۱، صص ۲۱-۲۲).

اگر سرمایه‌گذاری پیش‌بینی کند، قیمت‌های سهام در آینده بالا خواهد رفت به خرید قرارداد آتی شاخص سهام اقدام می‌کند. اگر پیش‌بینی وی درست باشد، از افزایش قیمت‌ها سود خواهد برد و در صورت عدم تحقق پیش‌بینی وی از کاهش قیمت‌ها زیان خواهد کرد. در نقطه مقابل اگر وی کاهش قیمت سهام را پیش‌بینی کند، به فروش قرارداد آتی شاخص سهام اقدام می‌کند. در صورت تحقق پیش‌بینی وی، از کاهش قیمت‌ها منتفع خواهد شد و در صورت عدم تحقق پیش‌بینی وی از افزایش قیمت‌ها زیان خواهد کرد. به مثال‌های زیر توجه کنید.

چنانچه شخصی در موضع فروش قرارداد آتی، شاخص سهامی را به قیمت توافقی ۷۰۰ برای تحویل در دو ماه دیگر فروخته باشد و در سررسید، شاخص عدد ۷۰۶ را نشان دهد، فروشنده قرارداد آتی متعهد است در سررسید شاخص مذکور را، صرف‌نظر از قیمت روز آن، با قیمت توافقی بفروشد در مقابل خریدار قرارداد نیز متعهد است شاخص مذکور را به همان قیمت خریداری کند. چون این مبلغ از قیمت واقعی شاخص پایین‌تر است، فروشنده باید معادل تفاوت ارزش آن را که معادل ۶۰۰ واحد است را به خریدار قرارداد آتی پرداخت کند. بدین ترتیب در این قرارداد، خریدار قرارداد آتی شاخص سود کرده و فروشنده قرارداد نیز معادل همان مبلغ زیان کرده است.

$$600 = 100 \times (706 - 700)$$

همچنین چنانچه شخصی در موضع خرید قرارداد آتی، شاخص سهامی را به قیمت توافقی ۷۰۰ برای تحویل در دو ماه دیگر خریده باشد و در سررسید شاخص عدد ۶۹۶ را نشان دهد خریدار قرارداد آتی متعهد است در سررسید شاخص مذکور را، صرف‌نظر از ارزش روز آن، با قیمت توافقی خریداری کند در مقابل فروشنده قرارداد نیز متعهد است شاخص مذکور را به همان قیمت بفروش رساند. چون این مبلغ از قیمت واقعی شاخص بالاتر است، خریدار باید معادل تفاوت ارزش آن را که معادل

۴۰۰ است به فروشنده قرارداد آتی پرداخت کند. بدین ترتیب در این قرارداد فروشنده قرارداد آتی سود کرده و خریدار قرارداد نیز معادل همان مبلغ زیان کرده است.

$$400 = 100 \times (700 - 696)$$

### ۳-۱. قرارداد اختیار معامله شاخص سهام

اختیار معامله شاخص سهام<sup>۹</sup> عبارت است از: حق خرید یا فروش صد مرتبه شاخص در قیمت معین شده و توافقی (Hull, 2005, p.187). اولین قراردادهای اختیار معامله شاخص سهام در مارس ۱۸۹۳ میلادی انتشار یافت و به سرعت در سایر بهابازارها متداول گشت. برای مثال در بهابازار شیکاگو حجم مبادلات اختیار معامله شاخص بیش از یک سوم کل مبادلات اختیار معامله سهام است (Don, 1992, p.42).

قرارداد اختیار معامله بر اساس نوع حقی که برای خریدار آن ایجاد می شود به دو صورت اختیار خرید و اختیار فروش تقسیم می شود.

اختیار خرید شاخص سهام، این حق را به خریدار می دهد که در صوت تمایل، شاخص را در سررسید به قیمت توافقی خریداری کند. برای مثال اگر شخصی اختیار خرید شاخصی را به قیمت توافقی ۶۰۰ خریده باشد، بر اساس تغییرات احتمالی شاخص در سررسید حالت های زیر قابل تصور است.

(۱) اگر در سررسید شاخص عدد ۶۰۵ را نشان دهد، در این حالت قرارداد اختیار خرید شاخص به دلیل اینکه برای خریدار اختیار ۵۰۰ واحد سود دارد، اعمال می شود.

$$500 = 100 \times (605 - 600)$$

(۲) اگر در سررسید شاخص عدد ۶۰۰ را نشان دهد، در این حالت قرارداد اختیار خرید شاخص به دلیل خنثی بودن برای خریدار اختیار فاقد سود است؛ بنابراین، اعمال نمی شود.

$$0 = 100 \times (600 - 600)$$

(۳) اگر شاخص در سررسید عدد ۵۹۶ را نشان دهد، در این حالت قرارداد اختیار خرید شاخص به دلیل اینکه برای خریدار اختیار زیان آور است، در سررسید اعمال نمی شود؛ زیرا شاخص مذکور با ۴۰۰ واحد کمتر از قیمت توافقی در بازار موجود است

$$۴۰۰ = ۱۰۰ \times (۵۹۶^\circ ۶۰۰)$$

اختیار فروش شاخص سهام، این حق را به خریدار اختیار می‌دهد تا در صورت تمایل، شاخص مزبور را در سررسید به قیمت توافقی بفروشد. برای مثال اگر شخصی اختیار فروش شاخصی را به قیمت توافقی ۶۰۰ واحد خریده باشد بر اساس تغییرات شاخص در سررسید حالت‌های زیر قابل تصور است.

(۱) اگر در سررسید شاخص عدد ۶۰۵ را نشان دهد، در این حالت قرارداد اختیار فروش شاخص به دلیل این که برای خریدار اختیار زیان‌آور است، اعمال نمی‌شود؛ زیرا شاخص مذکور با ۵۰۰ واحد کمتر از قیمت توافقی در بازار موجود است. به بیان دیگر کسی حاضر نیست شاخصی را که به قیمت بیشتری می‌توان فروخت با قیمت کمتر به فروش رساند.

$$۵۰۰ = ۱۰۰ \times (۶۰۰^\circ ۶۰۵)$$

(۲) اگر در سررسید شاخص عدد ۶۰۰ را نشان دهد، در این حالت قرارداد اختیار فروش به دلیل خنثی و به قیمت بودن برای خریدار اختیار فاقد سود است؛ بنابراین، اعمال نمی‌شود.

$$۰ = ۱۰۰ \times (۶۰۰^\circ ۶۰۰)$$

(۳) اگر در سررسید شاخص عدد ۵۹۶ را نشان دهد، در این حالت قرارداد اختیار فروش شاخص به دلیل این که برای خریدار اختیار ۴۰۰ واحد سود دارد، اعمال می‌شود.

$$۴۰۰ = ۱۰۰ \times (۵۹۶^\circ ۶۰۰)$$

#### ۴-۱. طرق خاتمه قراردادهای واقع بر شاخص سهام

قراردادهای واقع بر شاخص سهام به دو طریق خاتمه می‌یابد.

(۱) تسویه حساب نقدی: وجه تمایز اصلی قراردادهای شاخص سهام با سایر ابزارهای مشتقه روش «تسویه حساب نقدی»<sup>۱۰</sup> آن است از آنجاکه هر شاخص سهام متشکل از یک سری سهام خاص است، تهیه و مبادله مجموعه‌ای از سهام که عیناً همانند ترکیب تشکیل‌دهنده شاخص باشد کار آسانی نیست. از این رو، برای تسهیل مبادله از روش تسویه حساب نقدی استفاده می‌شود. یعنی متعهد قرارداد در سررسید



ملزم به تسلیم اوراق بهادار موضوع شاخص در قبال قیمت توافقی نیست بلکه به شیوه‌ای که در فوق توضیح داده شد تفاوت سطح شاخص و قیمت توافقی را محاسبه و در عدد مقرر ضرب می‌کنند و معادل حاصل این محاسبات پول نقد به خریدار پرداخت خواهد شد.

۲) معامله معکوس:<sup>۱۱</sup> مشکلات تحویل کالا، اجتناب از زیان و انگیزه به دست آوردن سود بیشتر در بازار سرمایه باعث شده است که اغلب سرمایه‌گذاران ترجیح دهند قبل از سررسید قرارداد، موضع معاملاتی خود را 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 نسبت به فروش قراردادی مشابه قرارداد خرید شده، اقدام کند و اگر موضع او فروش بوده است نسبت به خرید قراردادی مشابه قرارداد فروخته شده، اقدام کند. در عمل تعداد کمی از معاملات در سررسید به شیوه تحویل یا تسویه نقدی خاتمه می‌یابد، عمده معامله‌گران قبل از سررسید و با شیوه انجام معامله معکوس به حضور خود در بازار مشتقات پایان می‌دهند (حسین‌زاده، ۱۳۹۰، ص ۸۹).

#### ۵-۱. مزایای قراردادهای واقع بر شاخص سهام

معامله ابزارهای مشتقه شاخص سهام در گذر زمان رشد قابل توجهی داشته است این رشد به دلیل مزایای عدیده این گونه معاملات است. در ذیل به برخی از مزایای ابزارهای مشتقه شاخص سهام اشاره می‌شود:

۱) قراردادهای واقع بر شاخص سهام برای مدیران ریسک فرصت پوشش ریسک را فراهم می‌آورد. طراحی قراردادهای شاخص سهام امکان می‌دهد که ریسک قیمت از خطرگریزان<sup>۱۲</sup> به خطرپذیران و بورس‌بازان<sup>۱۳</sup> انتقال یابد. خطرگریزان با استفاده از قرارداد شاخص سهام می‌کوشند تا سرمایه خود را در قبال نوسانات احتمالی قیمت در آینده پوشش دهند و خطر تغییرات نامطلوب قیمت را به حداقل رسانند. هدف این دسته از معامله‌گران به حداکثر رساندن سود خود نیست. هدف این گروه از ورود به

بازار شاخص سهام تضمین و تثبیت وضعیت خود نسبت به کاهش یا افزایش قیمت‌ها در آینده است.

۲) یکی دیگر از مزایای ابزاری مشتقه شاخص سهام حق معامله نسبت به قسمت وسیعی از بازار است. به دیگر سخن، از آنجاکه شاخص سهام بیانگر مجموعه‌ای از سهام است. معامله بر شاخص سهام به معنی معامله بر گستره وسیعی از بازار است؛ بنابراین، سرمایه‌گذاران بجای این که در میان سهام موجود در بازار بهترین را جستجو کنند، ترجیح می‌دهند نسبت به مجموعه‌ای از بازار معامله کنند (فطانت و آقاپور، ۱۳۸۳، ص ۲۴).

۳) معامله بر شاخص سهام به سرمایه‌گذار در بازار سهام امکان می‌دهد که به جای خرید نقدی سهام و انجام هزینه‌های معاملات از این ابزار کمک جوید و هزینه‌های معاملاتی خود را کاهش دهد.

۴) ورود به بازار شاخص سهام منوط به سپردن تضمین‌های مقرر در این بازار است (حسین‌زاده، ۱۳۹۰، ص ۸۳). استفاده از سیستم سپرده‌گذاری جهت حسن انجام قرارداد باعث می‌شود که سرمایه‌گذاران در بازار شاخص سهام بدون داشتن تمام سرمایه حضور کامل یابند و از حرکت قیمت‌های سهام بهره‌برداری کنند. این سیستم سپرده‌گذاری به‌طور طبیعی ایجاد اهرم می‌کند در نتیجه نقدینگی معاملات در این بازارها به مراتب بیشتر از بازارهای نقدی است (صالح‌آبادی، ۱۳۸۱، ص ۴۲).

۵) مدیران پرتفوی که مسئول پرتفوی بزرگی از سهام هستند می‌توانند ارزش سرمایه خود را در مقابل کاهش قیمت‌ها بدون فروش فیزیکی سهام خود پوشش ریسک دهند این منافع فرصت‌های جدید و ارزشمندی را برای سرمایه‌گذاران و همچنین بورس بازان فراهم می‌سازد (صالح‌آبادی، ۱۳۸۱، ص ۴۲).

## ۲. ارزیابی اعتبار قراردادهای واقع بر شاخص سهام

هرچند محققان پیروی مکتب امامیه قراردادهای آتی و اختیار معامله را صحیح دانسته‌اند (معصومی‌نیا، ۱۳۸۷؛ حسین‌زاده، ۱۳۹۱)؛ ولی به‌طور استثناء قراردادهای آتی و اختیار معامله واقع بر شاخص سهام را باطل می‌دانند (معصومی‌نیا، ۱۳۸۷، صص ۲۵۸ و ۳۲۵).

در خصوص بطلان قراردادهای واقع بر شاخص سهام استدلال‌های متفاوتی ارائه شده است. درحالی‌که عمده این استدلال‌ها قابل نقد است و از منظر حقوقی محکمی پیروی نمی‌کند. در این مبحث ابتدا آراء موجود ارائه و مورد نقد واقع می‌شود. سپس با رویکردی متفاوت، دلایل فقهی و حقوقی بطلان این قراردادها و روش تصحیح آن ارائه می‌گردد.

## ۲-۱. بررسی و نقد نظرات موجود

یک. فقدان قدرت بر تسلیم: برخی معتقدند در قراردادهای واقع بر شاخص سهام قدرت بر تسلیم مورد معامله موجود نیست؛ زیرا شاخص قابلیت تحویل فیزیکی ندارد و طرفین قرارداد نیز از ابتدا به عدم امکان تسلیم سهام موضوع شاخص آگاه هستند؛ بنابراین، فقدان قدرت بر تسلیم موجب غرر در معامله می‌شود و معامله غرری نیز باطل است (صالح‌آبادی، ۱۳۸۱، ص ۱۲۶).

در پاسخ به این ایراد باید به ماده ۳۶۹ ق.م.ا.ستناد کرد. برابر ماده مذکور «تسلیم به اختلاف مبیع به کیفیات مختلفه است و باید به نحوی باشد که عرفاً آن را تسلیم گویند.» این ماده نشان می‌دهد در چگونگی تسلیم قاعده ثابتی وجود ندارد (کاتوزیان، ۱۳۷۶- الف، ص ۱۶۷)؛ بنابراین، تسلیم و تسلیم در هر عقدی متناسب با موضوع آن صورت می‌پذیرد. فقط باید به گونه‌ای باشد که عرفاً بتوان گفت تسلیم تحقق یافته است. در جایی که موضوع قرارداد امری اعتباری است کالای مادی به خریدار تسلیم نمی‌شود. وانگهی، اگر مبنا و هدف از شرط قدرت بر تسلیم، ساختمان حقوقی معاوضه و دسترسی متعهدله به مورد معامله است (شهیدی، ۱۳۷۷، ص ۳۱۰). این هدف در قراردادهای شاخص سهام با وجود سپرده تضمین و اطاق پایاپای به نحو مطلوب و حتی بیش از قراردادهای معمول تضمین شده است. افزون بر این، وجود راه‌های مختلف قانونی برای خاتمه یک قرارداد خود به معنی اجرای تعهدات ناشی از آن قرارداد و براءت ذمه متعهد است، به گونه‌ای که نظیر آن را در سایر قراردادهای معمول نیز می‌توان مشاهده کرد. برای مثال تسویه نقدی خود نوعی تسلیم و ایفای عهد است که بجای تحویل دارایی پایه، ذینفع را در موقعیتی قرار می‌دهد تا بتواند دارایی پایه را با هزینه‌ای

حتی کمتر از تحویل موضوع تعهد در بازار نقدی فراهم کند. معامله معکوس را نیز در همین راستا باید تحلیل نمود که معامله‌گر قبل از موعد تسلیم ذمه خود را از تعهد کلی که بر عهده دارد با تمسک به یکی از وسایل قانونی سقوط تعهد- تهاتر- بری می‌کند و این امر هیچ منافاتی با تسلیم و تسلّم موضوع عقد ندارد. به بیان دیگر، صحت و اعتبار یک قرارداد ملازمه‌ای با تسلیم و تسلّم موضوع آن ندارد؛ زیرا راه‌های سقوط تعهد متعدد بوده و الزاماً به تسلیم یا ایفای عهد منتهی نمی‌شود.

دو. قماری بودن: برخی از صاحب‌نظران اهل سنت یکی از شائبه‌های موجود در قراردادهای واقع بر شاخص سهام را وصف قماری بودن آن دانسته‌اند و معتقدند که قراردادهای شاخص سهام مشابه قمار است و روشن است که قماربازی محرک اساسی این معامله است (مجمع فقه اسلامی، ش ۶، به نقل از: معصومی‌نیا، ۱۳۸۷، ص ۲۵۷).

آنچه شائبه قماری بودن قراردادهای واقع بر شاخص سهام را تقویت می‌کند شیوه تسویه حساب نقدی آن و دریافت تفاضل قیمت‌هاست؛ زیرا این شیوه نوعی شرط‌بندی بر روی درآمد ناشی از تغییر قیمت‌ها در بازار تلقی می‌شود. در این حالت سرمایه‌گذار، بجای قبض و اقباض دارایی پایه، تفاوت میان قیمت توافقی و قیمت روز دارایی پایه را از متعهد دریافت می‌دارد. به بیان دیگر، گویا طرفین قرارداد بر واقعه‌ی محتمل تغییر قیمت‌ها شرط‌بندی می‌کنند که با قطعیت این واقعه یکی از آن‌ها مبلغی پول از دیگری طلبکار می‌شود. و این چیزی شبیه قمار است.

در حقوق ایران، برای تشخیص این‌که آیا قراردادهای شاخص سهام نوعی قمار است بدو باید قمار را از نظر مفهوم و ماهیت شناخت و سپس وضعیت قرارداد مزبور را با آن مقایسه کرد.

در فرهنگ‌نامه‌های لغت فارسی قمار شامل «هر بازی است که در آن غالباً شرط شود که برنده چیزی از بازنده بگیرد» (دهخدا، ۱۳۷۷، ج ۱۱، ص ۱۱). واژه‌های قمار، گروبنندی، شرط‌بندی و میسر، از نظر لغوی کم و بیش به یک معنا به کار رفته است (ابن‌منظور، ۱۹۹۵، ج ۵، ص ۱۱۳؛ طریحی، ۱۳۷۵، ج ۳، ص ۵۲۰). فقیهان امامیه قمار را عبارت از هر نوع برد و باخت با آلات قمار که در آن عوض باشد، می‌دانند (محقق اردبیلی، ۱۴۰۳، ج ۸، ص ۴۱؛ حر عاملی، ۱۴۰۹، ج ۱۷، ص ۳۲۴؛ انصاری، ۱۴۲۰، ج ۱،

ص ۳۷۳). حقوقدانان نیز عموماً به دو عنصر بازی خاص و برد و باخت در تعریف قمار اشاره کرده‌اند (امامی، ۱۳۷۰، ج ۱، ص ۲۱۰؛ کاتوزیان، ۱۳۷۶، ص ۲۷۷). امام خمینی نیز قمار را بازی با هر وسیله‌ای که در آن شرط شود برنده از بازنده عوضی دریافت کند، می‌دانند (خمینی، ۱۴۱۵، ج ۲، ص ۹). با توجه به این تعاریف، می‌توان قمار را از نظر فقهی و حقوقی عملی دانست که صرفاً به باخت و شانس متکی بوده و بر اساس آن ممکن است شخصی مالی را بلاعوض از دست داده یا بلاعوض به دست آورد. با روشن شدن تعریف قمار، تفاوت‌های زیر میان قراردادهای شاخص سهام و قمار مشاهده می‌شود:

اول، فقها و حقوقدانان عمدتاً قمار را مبتنی بر دو عامل بازی خاص و برد و باخت می‌دانند درحالی‌که اولاً، در قرارداد شاخص سهام بازی خاصی صورت نمی‌گیرد، از نظر عرف سامانه معاملات مشتقات بازی تلقی نمی‌شود. ثانیاً، سرمایه‌گذاران با هدف برد و باخت وارد این بازار نمی‌شوند، جوهره اصلی قراردادهای شاخص سهام تجارت و سرمایه‌گذاری است که در آن خطرگریزان و خطرپذیران با تجزیه و تحلیل علمی و هوشمندانه بازار آن را مدیریت می‌کنند نه بازی مبتنی بر برد و باخت تصادفی. اقدام به معامله شاخص، الزاماً به انگیزه بردن تفاوت قیمت توافقی و قیمت اعمال نیست. هدف سرمایه‌گذار این است که اگر احتمالاً قیمت‌ها به ضرر وی تغییر کرد از تأمین مناسب برای حفظ موقعیت خود در بازار برخوردار باشد. در صورتی‌که در قمار عنصر تأمین و جبران مافات از اساس جایی ندارد. چگونه می‌توان اشخاصی را که با انگیزه مشروع و با هدف تجارت به دادوستد تأمینی در بازار ابزارهای مشتقه شاخص سهام می‌پردازند، قمارباز نامید! به همین دلیل است که متخصصان مالی به وضوح فرآیند بحث و استدلال در خصوص مشتقات مالی را چیزی بیش از صرف شرط‌بندی و قمار می‌دانند (Hudson, 2006, p.258).

دوم، یکی از تفاوت‌های اصلی میان قمار و معاملات شاخص سهام در عنصر ریسک است. آنچه یک معامله را قمار می‌کند ریسک و خطر نیست بلکه عدم قطعیت و ابهام است. در قمار اطلاعات مورد نیاز برای تصمیم‌گیری یا به‌طورکلی موجود نیست و یا به میزان کافی در دسترس نمی‌باشد؛ درحالی‌که در وضعیت ریسک

میزانی از اطلاعات برای پیش‌بینی نتیجه موجود است. به بیان دیگر، از آنجاکه نامشخص بودن واقعه و شانسی بودن عوضین مهم‌ترین خصیصه قراردادهای قماری است، این نوع قراردادها حاوی عدم قطعیت و ابهام هم در ارکان و هم در وضعیت آینده عقد است. طرفین یک قرارداد قماری نمی‌دانند در مقابل عوضی که می‌پردازند چه چیز عایدشان می‌گردد. اما در قرارداد شاخص سهام، طرفین با مطالعه و دید باز وارد معامله می‌شوند. افزون بر این، نقش طرفین در تعیین سرنوشت عقد انکارناپذیر است؛ زیرا آنان در طول زمان اعتبار معامله با سنجش دائمی بازار و انجام محاسبات فنی و ریاضی می‌توانند سودی را کسب یا از زیانی جلوگیری کنند. به بیان دیگر، طرفین قرارداد می‌توانند بر اساس شواهد موجود و آگاهی از شرایط گذشته بازار، به‌طور معقول و هوشمندانه جریان آینده قیمت‌ها را پیش‌بینی کنند و حسب مورد برای جلب منفعت یا دفع ضرر قرارداد شاخصی را بخرند یا بفروشند؛ بنابراین، سرنوشت این قرارداد کاملاً خارج از اراده طرفین و بسته به شانس و اتفاق نیست. نتیجه اینکه اولاً، قراردادهای قمار خود تولیدکننده ابهام، عدم قطعیت و ریسک هستند. درحالی‌که قراردادهای شاخص سهام از اساس به‌عنوان ابزاری برای مدیریت و پوشش ریسک ابداع شده است. طرفین قرارداد شاخص خود در تولید این خطر نقشی ندارند بلکه با انجام محاسبات مالی و فنی به دنبال مدیریت ریسک موجود در این بازار هستند. ثانیاً، ریسک موجود در قمار ریسکی است که ماهیت آن از نوع عدم قطعیت و ابهام است به‌گونه‌ای که عقلاً اصولاً بر آن اقدام نمی‌کنند و در متون فقهی نیز به‌عنوان غرر نفی شده است. درحالی‌که ریسک موجود در قراردادهای شاخص سهام ریسکی است که لازمه سرمایه‌گذاری و تولید است و عرف جامعه آن را به‌عنوان نوعی تأمین در مقابل نوسانات قیمت عقلایی می‌داند.

سوم، در تقسیم‌بندی عقود، قمار از جمله عقود شانسی و احتمالی است که تحقق یکی از دو مورد آن مبتنی بر شانس و تصادف است درحالی‌که قرارداد شاخص سهام از جمله عقود قطعی است که عوضین و حدود تعهدات طرفین در هنگام انعقاد عقد معلوم است و هیچ عامل غرری در آن ندارد. آنچه در قرارداد مزبور نامعلوم است مقدار دقیق سود و زیان هر یک از طرفین عقد در آینده است نه میزان تعهدات فعلی

آنان، درحالی که همگان می دانند معین نبودن قطعی سود و زیان هر یک از طرفین در هنگام عقد در همه عقود وجود داشته و از این حیث میان عقود قطعی و شانسی تفاوتی وجود ندارد؛ زیرا معین نبودن سود و زیان طبیعت واقعی عقد را دگرگون نمی کند (کاتوزیان، ۱۳۷۶- ب، ج ۱، ص ۱۲۴). وانگهی روش های مستدل قیمت گذاری و مذاکرات تجاری که برای ایجاد قراردادهای شاخص سهام انجام می شود به گونه ای است که نمی توان آن را مبتنی بر شانس و تصادف دانست. به تعبیر برخی نویسندگان انتظار کسب سود از نوسانات محتمل آینده بازار که مبتنی بر محاسبات ریاضی و اقتصادی است، نمی تواند همانند قمار که به منزله پرتاب تیر در تاریکی و انتظار کسب سود است، باشد (Hudson, 2006, p.260).

همان گونه که ملاحظه شد، علی رغم وجوه اشتراک میان قمار و شاخص سهام وجوه افتراق این دو بسیار است. به واقع هر دو قرارداد سرمایه را به امید کسب سود به خطر می اندازند اما قمار معمولاً یک فعالیت کوتاه مدت، گذرا و پرخطر است. (Louge, 2011, p.154). قمارباز معمولاً مجبور است در یک محیط کاملاً مبهم و شانسی تصمیم بگیرد و هیچ عاملی جز شانس و احتمالات در آن تأثیرگذار نیست؛ بنابراین، به خطر انداختن سرمایه در این زمینه با به خطر انداختن سرمایه در موارد دیگر بسیار متفاوت است. از این رو، سرمایه گذاری در قرارداد شاخص سهام را نباید قمار دانست؛ چراکه تفاوت های بسیار بین عمل سرمایه گذاری و قماربازی وجود دارد.

سه. صوری بودن: برخی معتقدند دلیل اصلی بطلان قرارداد شاخص سهام صوری بودن قرارداد است؛ زیرا طرفین قرارداد آگاهی دارند که سهامی در آینده مبادله نخواهد شد پس معامله جنبه صوری دارد. طرفین به امری اقدام می کنند که قصد آن را ندارند و تنها هدف آنان این است که با دادن و گرفتن تفاوت قیمت ها معامله را تسویه کنند (معصومی نیا، ۱۳۸۷، ص ۲۵۸).

به نظر می رسد معامله شاخص را نمی توان صوری دانست؛ زیرا از نظر حقوقی در معامله صوری اصولاً قصد انشای معامله که عامل سازنده و خالق عقد است، وجود ندارد. صرفاً صورت ظاهری از عقد به منظور گمراه ساختن اشخاص ثالث به نمایش گذاشته می شود. بدیهی است که چنین عقدی به دلیل فقدان قصد انشا در عالم حقوق

واقع نمی‌شود یا به تعبیر دیگر، چنین معامله ظاهری باطل است (شهیدی، ۱۳۷۷، ص ۳۷۱)؛ درحالی‌که قراردادهای واقع بر شاخص سهام یک معامله واقعی است که طرفین آن دارای قصد انشای معامله هستند ولی انگیزه آنان این است که واقعاً دادوستد سهامی انجام نشود و سود و زیان آنان به شیوه تسویه نقدی صورت پذیرد؛ بنابراین، در بازار شاخص سهام طرفین دقیقاً همان موضوعی را که قصد و اراده کرده‌اند، واقع می‌سازند. سرمایه‌گذاران در بازار شاخص قصد مبادله سهامی را ندارند بلکه از ابتدا می‌خواهند با تسویه نقدی، به حضور خود در این بازار خاتمه دهند. پس آنچه در بازار شاخص سهام در عمل اتفاق می‌افتد با آنچه طرفین اراده کرده‌اند، کاملاً منطبق است و از این جهت ایرادی به قرارداد مذکور وارد نیست.

چهار. مالیت نداشتن: یکی از ایراداتی که می‌تواند در خصوص قراردادهای شاخص سهام مطرح شود ایراد مالیت نداشتن شاخص سهام به‌عنوان مورد معامله است. درحالی‌که برابر نظر مشهور و مفاد ماده ۲۱۵ قانون مدنی مالیت داشتن یکی از شرایط اساسی صحت معامله است. در پاسخ به این ایراد چند نکته قابل توجه است.

اول، برای بررسی مالیت شاخص سهام در گام نخست باید معنی مال را شناخت. از تعاریف متعددی که اهل لغت از مفهوم مال بیان کرده‌اند چنین استنباط می‌شود که مال مفهومی عرفی است و نیازی به تعریف ندارد، چیزی را که مردم مال بدانند لغت نیز آن را مال می‌داند. به همین دلیل عالمان علم لغت مال را چیزی می‌دانند که موضوع رغبت آدمی و مطلوب او باشد (شرتونی، ۱۴۰۳؛ ۱۲۵۲؛ جوهری، ۱۴۰۷، ص ۱۸۲۱). مالیت در متون اسلامی نیز به همان معنای عرفی خود به کار رفته است (موسوی بجنوردی، ۱۳۸۹، ص ۲۰)؛ یعنی هر چیزی که دارای مطلوبیت و مورد رغبت مردم باشد و از نظر عرفی نیز بتواند به‌عنوان عوض یا معوض قرار گیرد، مال تلقی می‌شود و می‌تواند دارای ارزش اقتصادی باشد. بدین ترتیب، مهم‌ترین عنصر مقوم مالیت، مطلوب بودن شی در بازار دادوستد است و دلیل این مطلوبیت برآورده ساختن نیازی مادی یا معنوی انسان‌هاست (محقق داماد و همکاران، ۱۳۸۹، ص ۳۸۱).

چنانچه از این دیدگاه به شاخص سهام نگریسته شود شاخص به‌خودی‌خود مال محسوب نمی‌شود. شاخص سهام هرچند یک نماد اقتصادی مهم در بازار سرمایه و



اقتصاد کلان کشور محسوب می‌شود و می‌تواند منشأ بسیاری از تحلیل‌های اقتصادی باشد. ولی از دیدگاه عرف و به‌خودی‌خود مطلوب اشخاص برای دادوستد به حساب نمی‌آید و نمی‌تواند به‌عنوان عوض یا معوض در عقود معاوضی مورد معامله واقع شود. دوم، از دیدگاه مشهور که مالیت مورد معامله را شرط صحت عقود معاوضی می‌دانند، لازم نیست که عنصر مالیت قبل از انعقاد عقد وجود داشته باشد بلکه ممکن است همزمان با انعقاد عقد مالیت نیز به وجود آید و همین امر برای صحت عقد کافی است. برای مثال کار انسان به‌خودی‌خود در نظر مشهور مالیت ندارد ولی همزمان با انعقاد عقدی همچون اجاره اشخاص، مالیت می‌یابد و اگر کارگر در اجاره غیر را حبس کنند موجب ضمان می‌گردد. در کلی در ذمه نیز همین توجیه جریان دارد؛ یعنی قبل از فروش عین کلی، مالی وجود ندارد ولی با انعقاد عقد به‌طور همزمان مالیت نیز پدید می‌آید و همین امر برای درستی عقد کافی است (محقق داماد و همکاران، ۱۳۸۹، ص ۳۸۱).

به نظر می‌رسد از این دیدگاه شاخص سهام دارای مالیت و ارزش اقتصادی است؛ زیرا شاخص سهام هرچند قبل از انعقاد قرارداد و به‌خودی‌خود مالیت ندارد. ولی همزمان با انعقاد قرارداد آتی یا اختیار معامله شاخص سهام و معادل‌سازی شاخص سهام با واحد پول، مالیت حاصل می‌شود. به بیان دیگر، قبل از خرید یا فروش شاخص، مالی وجود ندارد. ولی با انعقاد قرارداد شاخص و تعهد هر دو طرف قرارداد یا یکی از آنها، حسب مورد، به خرید یا فروش شاخص در آینده، به‌طور همزمان مالیت نیز پدید می‌آید و از این لحظه است که سیر صعودی و نزولی شاخص برای طرفین عقد دارای ارزش اقتصادی و معنادار می‌شود؛ بنابراین، با توجه به مزایایی که در مبحث قبل برای قراردادهای شاخص سهام برشمرده شد. این قراردادها می‌تواند مطلوب و مورد رغبت فعالان بازار سرمایه واقع گردد و نیاز مادی آنان را برآورده سازد. از نظر عرف، در این حالت می‌توان به شاخص سهام به‌عنوان مال نگریست و در عقود معاوضی به‌عنوان عوض یا معوض مورد معامله قرارداد. شایان ذکر است چنین مالیتی صرف‌نظر از عقلایی و مشروع بودن آن، که هر یک شرط مستقلی برای درستی مورد معامله هستند، مورد توجه واقع شده است.

سوم، صرف نظر از مالیت داشتن شاخص سهام، برخی از فقها با ارائه ادله متعدد شرط لزوم مالیت مورد معامله را نفی کرده و معتقدند اگر طرفین معامله یا یکی از آنها اقدام به معامله چیزی نمایند که فاقد وصف مالیت باشد، ولی اقدام کننده از معامله خود غرض منطقی و عقلایی را دنبال نماید، نباید معامله او را به دلیل مالیت نداشتن باطل دانست (خویی، ۱۳۶۵، ص ۳۹۴؛ منتظری، ۱۴۱۵، ص ۱۴)؛ بنابراین، هرگاه افراد با انگیزه عقلایی اقدام به خرید و فروش چیزی نمایند که عرفاً مالیت ندارد، در صورتی که قانون نقل و انتقال آن را ممنوع نکرده باشد، معامله آنها بلاشکال بوده و عمومات «اوفوا بالعقود» و «المؤمنون عند شروطهم» آن را شامل می‌گردد. به همین دلیل ملاحظه می‌شود که خرید و فروش اعضاء و جوارح انسان برای پیوند به بیماران یا خرید و فروش بعضی حیوانات موذی نظیر موش، برای تحقیقات علمی و پزشکی صحیح تلقی می‌شود، هرچند عرفاً به اعضا و جوارح انسان یا موش مال گفته نمی‌شود اما از آنجاکه در ورای این معاملات غرض عقلایی و انسان دوستانه وجود دارد همین غرض عقلایی مجوز صحت معامله می‌باشد.

بدیهی است از این دیدگاه نیز وصف عدم مالیت شاخص نمی‌تواند در صحت این قراردادها اثرگذار باشد.

## ۲-۲. نظریه برگزیده

ابزارهای مشتقه مالی از جمله قراردادهای مقدماتی و موقتی هستند که زمینه انعقاد عقد اصلی و دائمی را در آینده فراهم می‌کنند، به بیان دیگر در تمامی ابزارهای مشتقه مالی طرفین تعهد می‌کنند یا اختیار می‌یابند که مالی را در آینده بخرند یا بفروشند به همین دلیل نیز بسیاری از عناصر عقد اصلی که در آینده قرار است مورد معامله واقع شود (نظیر جنس، اوصاف و مقدار مبیع و ثمن) در قرارداد مقدماتی مورد تراضی قرار می‌گیرد؛ بنابراین، برای اعتبار قراردادهای مشتقه مالی، نه تنها باید شرایط اساسی صحت معامله موجود باشد بلکه باید توجه داشت که عوضین قرارداد اصلی نیز واجد تمامی شرایط اساسی صحت مورد معامله باشد تا تعهد به انجام آن در آینده و در ذیل قراردادهای مشتقه مالی صحیح تلقی شود؛ زیرا نمی‌توان تعهد به بیعی نمود که موضوع

آن با مقررات قانونی و احکام شرعی مغایرت دارد. به بیان دیگر، تعهد به بیع باطل، خود نیز باطل است. به طور مثال تعهد به فروش مشترکات عمومی در آینده به دلیل قابل انتقال نبودن مبیع همانند بیع مشترکات عمومی قانوناً ممنوع است (ماده ۳۸۴) و یا تعهد به فروش مسکرات در آینده، همانند بیع آن، باطل خواهد بود.

واقعیت این است که قراردادهای آتی و اختیار معامله شاخص سهام قراردادهای باطل هستند ولی بطلان آن مربوط به خود قرارداد آتی یا اختیار معامله نیست. آن گونه که محققان اثبات کرده‌اند قراردادهای آتی و اختیار معامله (به‌طور کلی) از نظر شرایط اساسی صحت معامله فاقد هرگونه مشکل بوده و صحیح تلقی می‌شود. علت بطلان قراردادهای آتی و اختیار معامله شاخص سهام از آن جهت است که مبیع عقد اصلی آن فاقد برخی از شرایط اساسی صحت مورد معامله است؛ بنابراین، چون بیع شاخص سهام باطل است، تعهد به چنین بیعی نیز باطل تلقی می‌شود. اهم دلایل بطلان بیع شاخص سهام به شرح ذیل است.

یک. فقدان قابلیت تملک: فقها یکی از شرایط عوضین در عقد بیع را قابل تملک بودن مبیع می‌دانند به همین دلیل نیز بیع انسان حر را باطل می‌دانند (جبعی العاملی، بی تا، ص ۱۹۲). به بیان دیگر، ملکیت در عقود معاوضی شرط مورد معامله است؛ زیرا در این عقود که برای مبادله و تملیک وضع گردیده‌اند، تملیک بدون ملکیت منطقی نیست (محقق داماد و همکاران، ۱۳۸۹، ص ۳۸۹). در قراردادهای واقع بر شاخص سهام نیز مبیع عقد اصلی شاخص سهام است. چنین مبیعی همانند اموال عمومی، به ملکیت شخصی در نمی‌آید تا بتوان آن را به دیگری تملیک و عوض آن را دریافت کرد. افزون بر این، ارزش هر چیز وابسته به میزان استفاده از آن است. چیزی که در اختیار خریدار قرار نگیرد، استفاده‌ای برای او ندارد (نایینی، ۱۳۷۳ق، ص ۳۸۷)؛ وانگهی، ناتوانی در تملک شاخص سهام اختصاص به طرفین عقد ندارد بلکه نسبت به همگان یکسان و مطلق است.

دو. یکسانی شرایط خریدار و فروشنده: به غیر از اموال عمومی، مباحات (که گاه مشترکات عمومی خوانده می‌شود) نیز از جمله اموالی است که نمی‌تواند قبل از تملک از طریق حیازت موضوع نقل و انتقال قرار گیرد (محقق داماد و همکاران، ۱۳۸۹،

ص ۳۹۹)؛ زیرا متعاملین نسبت به مباحث قبل از تملک و حیات و وضعیت یکسانی دارند. در بیع شاخص سهام نیز - همانند بیع مباحث قبل از حیات - خریدار و فروشنده نسبت به مبیع دارای وضعیت یکسانی هستند؛ زیرا هیچ‌یک از آنان رجحان یا دارای حق و امتیازی نسبت به مبیع نیستند تا بتوانند آن را در برابر دریافت عوض به دیگری منتقل کنند.

سه. مغایرت با ساختمان حقوقی معاوضه: بطلان اختیار معامله شاخص سهام را می‌توان به مغایرت آن با ساختمان حقوقی معاوضه نیز نسبت داد. در قرارداد مزبور فروشنده شاخص متعهد به خرید یا فروش (تعهد به بیع) شاخص سهام در آینده می‌شود. عقد بیع از عقود معوض است که میان دو عوض آن رابطه همبستگی و تقابلی وجود دارد. به بیان دیگر، در این‌گونه قراردادها، انتقال مال یا تعهد یکی از طرفین قرارداد جزئی از مجموع مرکب اثر عقد است که جزء دیگر آن انتقال مال طرف نخست یا تعهد وی به سود طرف دیگر است. یکی از نتایج مهم پیوستگی دو عوض در این است که اگر در زمان عقد یکی از دو موضوع مبادله موجود نباشد یا انتفاع یا تصرف در آن غیرقانونی و نامشروع باشد یا یکی از دو تعهد متقابل به هر علت و از جمله عدم مشروعیت به وجود نیاید، ماهیت مقصود طرفین یعنی عقد مور نظر تحقق نخواهد یافت یا به عبارت دیگر باطل خواهد بود (شهیدی، ۱۳۷۷، ص ۳۸۷). افزون بر این عوض باید به دارایی کسی بپیوندد که معوض از حساب او خارج شده است (خمینی، بی‌تا، ج ۲، صص ۱۸۹، ۱۹۲؛ خوئی، ۱۴۱۲ق، ج ۳، ص ۲۷۷). در قراردادهای شاخص سهام اگر چه سخن از خرید و فروش شاخص سهام در آینده است، ولی معاوضه‌ای در آن صورت نمی‌گیرد، با اعمال معامله شاخص سهام در سررسید صرفاً یکی از طرفین وجهی را از دیگری دریافت داشته و متقابلاً چیزی به وی تملیک نمی‌کند. درحالی‌که وجود عوض از ارکان ذات و جوهر عقد بیع است؛ بنابراین، چندان بی‌ربط نیست اگر چنین قراردادی را از مصداق‌های خوردن مال باطل به مواردی نظیر مالیت نداشت موضوع معامله، بیان مصداق‌های خوردن مال به باطل به مواردی نظیر مالیت نداشت موضوع معامله، منفعت حلال نداشتن موضوع معامله، موجب تضييع حقوق دیگران شدن و ... اشاره کرده‌اند (اسماعیلی، ۱۳۷۳، ص ۱۳۸).

شایان ذکر است، اگر شاخص به معنی مجموعه‌ای از سهام در نظر گرفته شود که واقعاً موضوع معامله قرار می‌گیرد و امکان تحویل آن نیز در صورت درخواست ذینفع وجود داشته باشد، در وجاهت شرعی و قانونی چنین معامله نمی‌توان تردید کرد؛ زیرا در این فرض موضوع قرارداد اصلی خرید یا فروش تعداد مشخصی از سهام است که شاخص مورد نظر متضمن و مشتمل بر آن است. از آنجاکه چنین بیعی فاقد مانع قانونی است، تعهد به انجام آن نیز نمی‌تواند با موانع قانونی مواجه باشد، هرچند طرفین ممکن است، همانند معامله سایر مشتقات، پس از انعقاد عقد نهایی، تعهد به تسلیم سهام را به تعهد پرداخت وجه نقد تبدیل کنند و به دریافت تفاوت قیمت سهام در روز اعمال، تراضی نمایند. بدیهی است طراحی شاخص در این معنا اصولاً باید نسبت به شاخص‌های فرعی و محدود بازار سرمایه صورت پذیرد؛ زیرا اگر شاخص مزبور مشتمل بر کل بازار باشد در عمل امکان تسلیم گستره وسیعی از مجموعه‌ای از سهام که شاخص معرف آن است، وجود نخواهد داشت. افزون بر این، نکات دیگری را نیز باید در طراحی معاملات چنین شاخصی مد نظر قرارداد.

باید توجه داشت، قرارداد شاخص به معنای فوق با آنچه در بازارهای مالی جهانی رایج است، دارای تفاوت بسیار است؛ زیرا در بازارهای مالی جهانی، شاخص سهام صرفاً یک عدد یا کمیت است که تغییرات دارایی‌های زیرمجموعه خود را نشان می‌دهد. با این تعبیر، قرارداد شاخص هیچ‌گاه به معنی معامله سهام زیرمجموعه آن تلقی نمی‌شود.

### جمع‌بندی

فقیهان و نویسندگان اهل سنت به‌طور کلی معامله ابزارهای مشتقه مالی مشتمل بر قراردادهای آتی و اختیار معامله را باطل می‌دانند. برخلاف این گروه، فقیهان و نویسندگان امامیه این قراردادها را صحیح می‌دانند ولی در عین حال ماهیت «دارایی پایه» در این قراردادها نقش اساسی در اعتبار آن ایفا می‌کند. برای مثال قراردادهای مشتقه واقع بر شاخص سهام به دلیل ماهیت دارایی پایه آن باطل اعلام شده است.

در خصوص بطلان معامله شاخص سهام دلایل مختلفی بیان شده است. برخی نویسندگان قرارداد مزبور را به دلیل فقدان مالیت، قماری بودن، صوری بودن و نبودن قدرت بر تسلیم و در نتیجه غرری بودن آن باطل اعلام کرده‌اند، در حالی که به نظر می‌رسد بطلان این قراردادها مستند به موارد پیش‌گفته نیست. به واقع بطلان قراردادهای واقع بر شاخص سهام را باید در دلایلی نظیر؛ قابل تملک نبودن شاخص، یکسانی وضعیت فروشنده و خریدار و عدم تحقق مفهوم واقعی معاوضه جستجو کرد. هر چند راه‌اندازی معاملات واقع بر شاخص سهام، در مفهوم بین‌المللی آن، در بازار سرمایه ایران به دلیل مغایرت با موازین شرعی و قانونی امکان‌پذیر نیست. ولی، راه‌اندازی آن برای شاخص‌های فرعی و محدود بازار سرمایه امکان‌پذیر است، به شرط اینکه به گونه‌ای طراحی شود تا سهامی که شاخص نشانگر آن است قابلیت تملک و تحویل داشته باشد.

#### یادداشت‌ها

1. Future Contract
2. Option contract
3. Option Buyer, Option Holder
4. Option Seller, Option Writer
5. price index
6. value index
7. TEHRAN PRICE INDEX
8. Index Future
9. Index Option
10. Cash Settlement
11. Reversing Trade
12. Hedgers
13. Speculators

#### کتابنامه

- ابن منظور، محمد بن مکرم (۱۹۹۵)، *لسان العرب*، بیروت، دار احیاء التراث العربی، ج ۵.
- اردبیلی، احمد (محقق اردبیلی)، (۱۴۰۳ق)، *مجمع الفوائد و البرهان فی شرح ارشاد الاذهان*، قم، انتشارات جامعه مدرسین حوزه علمیه قم، ج ۸.
- انصاری، مرتضی (۱۴۲۰ق)، *المکاسب*، قم، مجمع الفکر الاسلامی، ج ۱.

اسماعیلی، اسماعیل (۱۳۷۳)، «اکل مال به باطل در بینش فقهی شیخ انصاری»، مجله فقه (کاووشی نو در فقه اسلامی)، ش ۱.

امامی، حسن (۱۳۷۰)، حقوق مدنی، تهران، کتاب فروشی اسلامیة، ج ۸، ج ۱.  
برواری شعبان محمد اسلام (۲۰۰۲)، بورصه الاوراق المالیه من منظور اسلامی، دمشق: دارالفکر.

جبعی عاملی، زین الدین (شهید ثانی)، (بی تا)، الروضه البهیة فی شرح اللمعه الدمشقیة، بیروت: دارالتعارف للمطبوعات، ج ۳

جوهری، اسماعیل بن حماد (۱۴۰۷ق)، الصحاح (تاج اللغة و صحاح العربیة)، بیروت: دارالعلم للملایین.

حر عاملی، محمد بن حسن (۱۴۰۹)، وسائل الشیعه، قم: مؤسسه آل البيت علیهم السلام لاحیاء التراث، ج ۱۷.

حسینزاده، جواد (۱۳۹۰)، «مفهوم و ماهیت قراردادهای آتی»، مجله پژوهش های حقوقی، موسسه مطالعات و پژوهش های حقوقی شهر دانش، ش ۲۰.

حسینزاده، جواد (۱۳۹۱)، قرارداد اختیار معامله بررسی حقوقی و فقهی، تهران: سازمان انتشارات پژوهشگاه فرهنگ و اندیشه اسلامی.

خلعت بری، فیروزه (۱۳۷۱)، مجموعه ای مفاهیم پولی بانکی و بین المللی، تهران: شرکت افست، ج ۱.

خمینی، روح الله (بی تا)، کتاب البیع، تهران: مؤسسه تنظیم و نشر آثار امام خمینی، ج ۱، ج ۲.

همو (۱۴۱۵)، مکاسب المحرمه، قم: مؤسسه تنظیم و نشر آثار امام خمینی، ج ۲.

خوئی، سید ابوالقاسم (۱۳۶۵)، مستند العروه الوثقی، کتاب اجاره، قم: دار العلم.

همو (۱۴۱۲ق)، مصباح الفقاهه، بیروت: انتشارات دارالهادی، ج ۳.

درخشان مسعود (۱۳۸۳)، مشتقات و مدیریت ریسک در بازارهای نفت، تهران: مؤسسه مطالعات بین المللی انرژی، ج ۱.

دهخدا، علی اکبر (۱۳۷۷)، لغت نامه دهخدا، تهران: مؤسسه انتشارات دانشگاه تهران، ج ۲، ج ۱۱.

شرتونی، سعید (۱۴۰۳ق)، اقرب الموارد فی فصیح العربیة و الشوارد، قم: المکتبه المرعشیة.

- شهیدی، مهدی (۱۳۷۷)، تشکیل قراردادهای و تعهدات، تهران: نشر حقوقدان، چ ۱.
- صالح آبادی، علی (۱۳۸۱)، امکان‌سنجی راه اندازی بازار آتی سهام شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار، پایان‌نامه کارشناسی ارشد، دانشگاه امام صادق (ع).
- طریحی، فخرالدین بن محمد (۱۳۷۵)، مجمع البحرین، تهران: انتشارات مرتضوی، چ ۳.
- عصمت‌پاشا، عبیدالله (۱۳۸۲)، «فلسفه و سیر تکاملی ابزارهای مالی مشتقه و دیدگاه‌های فقهی»، ترجمه علی صالح آبادی، فصلنامه تخصصی اقتصاد اسلامی، ش ۹.
- فطانت، محمد و آقاپور ابراهیم (۱۳۸۳)، اوراق اختیار معامله (option) در بازار سرمایه ایران، تهران: پژوهشکده پولی و بانکی، چ ۲.
- کاتوزیان، ناصر (۱۳۷۶- الف)، حقوق مدنی، معاملات معوض، عقود تملیکی، تهران: شرکت سهامی انتشار، چ ۳.
- همو (۱۳۷۶- ب)، قواعد عمومی قراردادها، تهران: شرکت سهامی انتشار، چ ۴، چ ۱.
- محقق داماد، سیدمصطفی و همکاران (۱۳۸۹)، حقوق قراردادها در فقه امامیه، تهران: سمت، چ ۱، چ ۲.
- معصومی‌نیا، غلامعلی (۱۳۸۷)، ابزارهای مشتقه بررسی فقهی و اقتصادی، تهران: پژوهشگاه فرهنگ و اندیشه اسلامی، چ ۱.
- موسوی بجنوردی، حسن (۱۳۸۹ق)، القواعد الفقہیہ، نجف: مطبعه الآداب.
- مؤمن قمی، محمد (۱۴۱۵)، کلمات سدیدہ فی مسائل جدیدہ، قم: موسسه النشر الاسلامی، چ ۱.
- منتظری، حسین علی (۱۴۱۵)، دراسات فی مکاسب المحرمہ، قم: نشر تفکر، چ ۱، چ ۱.
- نائینی، محمدحسین و شیخ نجفی خوانساری، موسی (۱۳۷۳ ق)، منیة الطالب، قم: مکتبه محمدیه، چ ۱.
- هال، جان (۱۳۸۴)، مبانی مهندسی مالی و مدیریت ریسک، ترجمه سجاد سیاح و علی صالح‌آبادی، تهران: رایانه تدبیر پرداز، چ ۱.



- Al-Amin, M. Al-bashir, (2008), *Risk management in Islamic finance: An analysis of derivatives instruments in commodity market*, Boston
- Brown, Meredith M., (1996), *Managing and Disclosing Risks of Investing in Derivatives*, Kluwer Law.
- Don, M. (1992), *An Introduction to Options and Futures*, Harcourt School Press, 2ed.
- Hudson, Alastair (2006), *The Law on Financial Derivatives*, London, Sweet & Maxwell, 4ed.
- Hull John C., (2005), *Fundamentals of Futures and Options Markets*, Prentice Hall, 4ed.
- Kamali M.H., (2002), *Islamic Commercial Law: an Analysis of Futures and Option*, Islamic Texts Society, Cambridge, UK.
- Louge, Ann C., (2011), *Day Trading for Dummies*, USA: John Wiley & Sons.





پروہشگاہ علوم انسانی و مطالعات فرہنگی  
پرتال جامع علوم انسانی