

## نظام حقوقی حاکم بر اوراق مشتقه در حقوق ایران و آمریکا

محمد سعید ژرفا

کارشناسی ارشد حقوق خصوصی، دانشگاه آزاد اسلامی واحد شهر قدس

### چکیده

امروزه ابزار مشتقه یکی از ابزارهای مالی نوین هستند و ارزش خود را از کالای فیزیکی (دارایی پایه) می‌گیرند. دارایی پایه می‌تواند به شکل سهام، کالا، نرخ‌های بهره، صنعت ساخت و ساز یا هر نوع دارایی دیگر باشد. این ابزار در حقوق ایران به رسمیت شناخته شده‌اند ولی در رابطه با مشروعیت این ابزار در فقه اختلاف نظر وجود دارد و نظر غالب عدم مشروعیت این ابزار است. در نظام حقوقی ایران قانون بورس و اوراق بهادار ۱۳۸۴ و چند دستورالعمل مهم بر ابزار مشتقه حاکم هستند. در نظام حقوقی آمریکا دو قانون در سال‌های ۱۹۳۳ و ۱۹۳۴ به ترتیب تحت عناوین «قانون اوراق بهادار» و «قانون بازار اوراق بهادار» به تصویب رسیدند و تا حال حاضر همچنان معتبر و مورد اجراء هستند. در نظام آمریکا قوانین بسیار زیادی از جمله قانون راه اندازی کسب و کار ۲۰۱۲ بر این ابزار حاکم است. در خصوص ماهیت ابزارهای مشتقه در نظام حقوقی ایران باید گفت که ماهیت این ابزار با توجه به یکسری احتمالات و در مقایسه با سایر قراردادهای موجود در نظام حقوقی ایران برآورد می‌شود. همچنین در نظام حقوقی آمریکا نیز این ماهیت با توجه به شرایط و اوضاع و احوال موجود در زمان عقد طبق توافق طرفین انتخاب می‌شود و در حقیقت مطالبات مربوط به آینده نامیده می‌شوند. پس برای این ابزار ماهیت خاصی در نظر گرفته نشده است. این ابزار دارای معایب و مزایایی هستند ولی بیشترین مزیت آن کاهش عدم اطمینان و ریسک در بازار مالی آینده است.

واژه‌های کلیدی: نظام حقوقی، اوراق مشتقه، حقوق ایران و آمریکا

## مقدمه

در فعالیت های اقتصادی همواره ریسک و عدم اطمینان وجود دارد. برخی کالاها مانند کالاهای کشاورزی و گروهی از مواد اولیه از قبیل نفت، قیمت به شدت ناپایداری دارند که معلول عوامل تأثیرگذار بر عرضه و تقاضای آنهاست. متخصصان امور مالی برای حل این مشکل و ایجاد اطمینان برای فعالان اقتصادی ابزارهای جدید بسیاری را ابداع نموده اند که روز به روز بر تنوع آنها افزوده می شود. یکی از این نوآوری ها « ابزارهای مالی مشتقه » است که افزون بر حذف ریسک نوسان قیمت ها آثار مثبتی از قبیل افزایش حجم معاملات، بالابودن درجه نقدشوندگی، پایین بودن هزینه خطر را دارند که این آثار موجب بالارفتن جاذبه مشتقات شده است. اگرچه « کارایی » رفتن اصل برخی از این قراردادها در گذشته هم وجود داشته است؛ اما به صورت پیشرفته امروزی می توان گفت که این قراردادها از نوآوری های متخصصان امور مالی در دوران جدید محسوب می شود. برای حصول به این آثار لازم است شرایط رقابتی در بازار حاکم باشد. یعنی تعداد فروشندگان و خریداران زیاد باشند به طوری که هیچ معامله گری قدرت انحصاری نداشته باشد. در سال های اخیر، شاهد رشد چشمگیر استفاده از اوراق مشتقه اعتباری در صنایع مالی هستیم. اوراق مشتقه اعتباری جهت تنوع بخشی، انتقال ریسک اعتباری و ایجاد اهرم مورد استفاده قرار می گیرند. با توجه به مزیت های این نوع اوراق بهادار برای سرمایه گذاران نهادی، کارگزاران بورس، صندوق های سرمایه گذاری کم ریسک و شرکت های بیمه، انتظار می رود استفاده از این اوراق بهادار همچنان افزایش یابد. در این مقاله به اختصار مهم ترین انواع اوراق مشتقه اعتباری نظیر سوآپ نکول، سوآپ بازده کل و اختیار معامله ما به التفاوت اعتباری معرفی می گردد. در مباحث سرمایه گذاری و مدیریت مالی، استفاده از ابزارهای مالی امری اجتناب ناپذیر است و انتخاب آن با توجه به موقعیت و شرایط بازار صورت می گیرد. آنچه که در ادبیات بازار سرمایه از آن همواره به عنوان یکی از راهکارهای فرآیند توسعه نام برده می شود، استفاده از ابزارهای جدید مالی است. در واقع بکارگیری این ابزارها باعث افزایش کارایی بازار سرمایه و انگیزش و مشارکت بیشتر مردم در تأمین منابع مالی فعالیت های اقتصادی بلند مدت می شود. ماهیت اقتصاد مدرن شرایط را به سمت و سویی برده که کارکرد دیگری برای این بازارها تعریف می شود و آن مدیریت و کنترل ریسک است. اگرچه اغلب ابزارهای تأمین مالی به سهام و انواع اوراق مبتنی بر بدهی یا دارایی (مثل گواهی سپرده، اوراق مشارکت و صکوک) خلاصه می شود اما ابزارهای مدرنی چون اوراق مشتقه از جمله ی مواردی است که در جهت کنترل و به حداقل رساندن ریسک ها و تأمین امنیت ذهنی سرمایه داران، ابداع و مورد استفاده قرار گرفته اند. اوراق مشتقه ابزاری است که در معاملات، اصل دارایی جابه جا نشده و عملکرد قیمت آن ناشی از تغییرات قیمت کالای مربوطه است. معاملات در این بازار نسبت به بازار نقدی، سرعت و قدرت نقد شوندگی بیشتری دارد و هزینه کمتری در بازار ایجاد می کند و می تواند از نظر اقتصادی در انتقال خطر بازار و کاهش هزینه تأمین مالی، افزایش بازده دارایی، تعدیل سریع ساختار جریان نقدی و گریز از مالیات و در نهایت تغییر نرخ ثابت بدهی به نرخ شناور مؤثر باشد. یک ابزار مشتقه، قراردادی است که ارزش آن مستقیماً به ارزش سایر اوراق بهادار، نرخ بهره بازار، قیمت موجودی کالاها یا شاخص های مالی بستگی دارد.

## ابزار مشتقه

در مباحث مالی ابزاری است که ساختار پرداخت و ارزش آن از ارزش دارایی پایه و شاخص های مربوطه نشأت می گیرد. این ابزار به دارنده آن اختیار یا تعهد خرید و یا فروش یک دارایی معین را می دهد و ارزش آن از ارزش دارایی مربوطه مشتق می شود. معمول ترین ابزارهای مشتقه عبارتند از: **سوآپ ها**، قراردادهای آتی، **اختیار معامله** و نیز **سلف یا فوروارد**. در واقع معنای حقیقی مشتقات توافق میان دو گروه مشروط بر خروجی آتی دارایی پایه می باشد. تصور رایج آن است که ابزارهای مشتقه خود دارایی می باشند، در صورتی که این تصور نادرست است، زیرا که یک ابزار مشتقه خود به تنهایی نمی تواند ارزشی داشته و ایجاد نماید. اما بسیاری از ابزارهای معمول مانند سوآپ ها، معاملات آتی و اختیار معامله که دارای ارزش ذاتی نظری می باشند می توانند از طریق فرمول هایی همچون بلک شولز محاسبه شده و به صورت مکرر در بازارهای آزاد قبل از تاریخ سررسید مورد معامله قرار گیرند.

## قراردادهای آتی

قراردادی است که در آن دو طرف تعهد می‌کنند که در یک تاریخ مشخص (تعیین شده طبق ضوابط بازار رسمی بورس) و با یک قیمت مشخص (تعیین شده طبق ضوابط بازار رسمی بورس) یک کالا با کیفیت مشخص (تعیین شده طبق ضوابط بازار رسمی بورس) را مبادله نمایند. در این قرارداد دو طرف متعهد هستند که طبق ضوابط قرارداد عمل کنند. خریدار معمولاً نگران است که قیمت کالا در آینده بالا رود و فروشنده نگران است که قیمت کالا ثابت مانده یا پایین بیاید. این قراردادها در بازارهای رسمی یا بورس انجام می‌گیرند و به نوعی نوسان‌های شدید قیمت کالا در آینده را کاهش می‌دهند. در این نوع قرارداد، پول کالای مورد معامله تا زمان تحویل پرداخت نمی‌شود ولی هر دو طرف معامله جهت حسن انجام معامله هنگام عقد قرارداد ودیعه‌ای به اتاق پایاپای به عنوان وجه تضمین حسن انجام قرارداد می‌سپارند. برخی از قراردادهای آتی قابل معامله و واگذاری به دیگران در بورس (بازار دست دوم) هستند. بنابراین این نوع قراردادها به عنوان ابزارهای سفته بازی نیز مورد استفاده قرار می‌گیرند.

## قراردادهای سلف یا تحویل در آینده یا فوروارد (Forward)

قراردادی است که در آن دو طرف تعهد می‌کنند که در یک تاریخ مشخص (توافقی است) و با یک قیمت مشخص (توافقی است) یک کالا با کیفیت مشخص (توافقی است) را مبادله کنند. در این قرارداد دو طرف متعهد هستند که طبق ضوابط قرارداد عمل کنند. خریدار نگران است که قیمت کالا در آینده بالا رود و فروشنده نگران است که قیمت کالا ثابت مانده یا پایین بیاید. این قرارداد در بازار غیررسمی (خارج از بورس) در کشورهای اسلامی صورت می‌گیرند. در این قراردادها کل مبلغ مورد معامله ابتدا به تحویل دهنده کالا پرداخت می‌شود، یعنی تحویل دهنده کالا در ابتدا پول را می‌گیرد و در سررسید، کالا را تحویل می‌دهد. معاملات سلف به نوعی در شمار قراردادهای آتی قرار می‌گیرند. البته میان معاملات سلف و قراردادهای آتی تفاوت‌هایی وجود دارد. از آنجا که معاملات سلف در اغلب کشورها در خارج از بورس انجام می‌شود، فاقد استانداردهای لحاظ شده در قراردادهای آتی هستند. بنابراین دو طرف معامله می‌توانند قرارداد را به نحو دلخواه و براساس نیاز خود به صورت توافقی تنظیم کنند. در معاملات آتی، اتاق پایاپای (نهاد تسویه) وجود دارد که مبلغی را به عنوان ودیعه از هر دو طرف در هنگام عقد قرارداد دریافت می‌کند، در حالی که در قرارداد سلف اتاق پایاپای موجود نیست و هر طرف مستقیماً نسبت به دیگری مسئول است. قراردادهای آتی در بورس کالا تحت مقررات و نظارت کمیته معاملات است اما بازارهای سلف تحت مقررات و ضوابط خاصی نیستند.

## قراردادهای معاوضه‌ای یا سوآپ (Swap)

قراردادی است که در آن دو طرف متعهد هستند که برای مدت مشخص (توافقی است)، دو دارایی یا منافع حاصله از دو دارایی را با کیفیت مشخص (توافقی است) به نسبت تعیین شده، معاوضه کنند. پس از سررسید قرارداد، دو دارایی یا منافع این دو دارایی به صاحبان اولیه آنها برمی‌گردد. این دارایی‌ها می‌توانند فیزیکی مثل گندم، طلا، نفت، چوب و غیره یا مالی مثل اوراق قرضه، مشارکت، وام و غیره باشند. در این قرارداد دو طرف متعهد هستند که طبق ضوابط قرارداد عمل کنند. این قراردادها به صورت غیر رسمی (خارج از بورس) انجام می‌گیرند.

## قراردادهای اختیار معامله یا اختیاری

### الف) اختیار خرید

قراردادی است که صاحب اختیار (خریدار اختیار خرید) پس از پرداخت مبلغی مشخص (تعیین شده توسط بازار رسمی بورس) به فروشنده اختیار، این حق را پیدا می‌کند که تا زمانی مشخص (تعیین شده توسط بازار رسمی بورس) دارایی رسمی مشخص را با کیفیت مشخص با قیمت مشخص (تعیین شده توسط بازار رسمی بورس) اگر بخواهد از فروشنده اختیار، خریداری کند؛ این تنها یک حق یا امتیاز خرید است نه اجبار. فروشنده اختیار خرید تا زمانی که خریدار اختیار خرید حق خود را اجراء نکرده، هیچ تعهدی در این قرارداد ندارد. زمانی که خریدار اختیار خرید حق خود را اجراء کند، فروشنده اختیار خرید اجبار دارد که

تعهد را طبق قرارداد انجام دهد. به عبارتی دیگر، خریدار اختیار خرید دارای یک حق است و فروشنده اختیار خرید در زمان اجرای این حق دارای تعهد می‌شود، این یک نوع تعهد احتمالی برای فروشنده اختیار خرید تلقی می‌شود. صاحب اختیار خرید (خریدار) فکر می‌کند که قیمت دارایی بالا می‌رود و فروشنده اختیار خرید فکر می‌کند که قیمت دارایی پایین می‌آید. این قراردادها به صورت رسمی در بورس‌های دنیا به روی دارایی‌های واقعی و مالی معامله می‌شوند. چنانچه صاحب اختیار به دلایل قیمت‌های بازار، از حق خود استفاده کند، حالتی ایجاد می‌شود که به آن درون پولی اطلاق می‌شود.

### ب) اختیار فروش

قراردادی است که صاحب اختیار (خریدار اختیار فروش) پس از پرداخت مبلغی مشخص (تعیین شده توسط بازار رسمی بورس) به فروشنده اختیار این حق را پیدا می‌کند که تا زمان مشخص (تعیین شده توسط بازار رسمی بورس) دارایی مشخص را با کیفیتی مشخص با قیمتی مشخص (تعیین شده توسط بازار رسمی بورس) اگر بخواهد به فروشنده اختیار بفروشد. این تنها یک حق یا امتیاز فروش است نه اجبار. فروشنده اختیار فروش تا زمانی که خریدار اختیار فروش حق خود را اجراء نکرده، هیچ تعهدی در این قرارداد ندارد. زمانی که خریدار اختیار فروش حق خود را اجرا کند، فروشنده اختیار فروش اجبار دارد که تعهد را طبق قرارداد انجام دهد. به عبارتی دیگر، خریدار اختیار فروش دارای یک حق است و فروشنده اختیار فروش در زمان اجرای این حق دارای تعهد می‌شود؛ این یک نوع تعهد احتمالی برای فروشنده اختیار فروش تلقی می‌شود. صاحب اختیار فروش (خریدار) فکر می‌کند که قیمت دارایی پایین می‌رود و فروشنده اختیار فروش فکر می‌کند که قیمت دارایی بالا می‌رود. این قراردادها به صورت رسمی در بورس‌های دنیا به روی دارایی‌های فیزیکی و مالی معامله می‌شوند. اگر قرارداد اختیار معامله به گونه‌ای بسته شود که دارنده برگه بتواند در هر زمان (پیش از سررسید نهایی) از حق خود استفاده کند، آن را «اوراق آمریکایی» و اگر در برگ قرارداد این جمله قید شده باشد که دارنده تنها در زمان انقضاء می‌تواند از آن حق استفاده کند، آن را «اوراق اروپایی» می‌نامند. گواهی اختیار معامله قابل معامله در بازار دست دوم (بورس) نیز هست.

ابزارهای مشتقه در نظام حقوقی ایران

### ابزارهای مالی نوین

امروزه دستیابی به منابع مالی ارزان و مناسب، یکی از مهم‌ترین دغدغه‌های مدیران و سیاست‌گذاران اقتصادی است. شناخت انواع ابزار مالی و انتخاب آن‌ها به عنوان منبع تأمین مالی، بسیار مهم است. ابزارهای مالی به پنج دسته کلی ابزار مالکیت، ابزار بدهی، ابزار مشتقه، ابزار ترکیبی و ابزار مالی نوین تقسیم می‌شوند.

امروزه تنوع ابزار مالی در هر بازاری و به ویژه بازار سرمایه، نشان دهنده رشد و بالندگی آن بازار است؛ چنان که میزان به روز بودن و پیشرفت یک بازار را اکنون با تنوع ابزار مالی آن کشور مورد قیاس و سنجش قرار می‌دهند. در طول سال‌های اخیر و با توسعه بورس، تصویب قانون اوراق بهادار در سال ۱۳۸۴ و سپس قانون توسعه ابزار مالی در سال ۱۳۸۸، راه بازار سرمایه ایران برای بکارگیری ابزار نوین مالی، گشوده شد.

### اوراق سرمایه‌ای یا مالکانه

سرمایه‌گذاری یک شرکت در سهام عادی یک شرکت دیگر بر طبق درصد سهام دارای حق رای سرمایه‌پذیر که توسط سرمایه‌گذار نگهداری می‌شود، طبقه بندی می‌شود. در این مورد اگر بهره مالکانه کمتر از ۲۰ درصد باشد، حسابداری و گزارشگری، مشابه عملیات انجام شده برای اوراق بهادار می‌باشد، حسابداری و سرمایه‌گذاری بیشتر از ۲۰ درصد در مالکیت سرمایه‌پذیر، بعداً تحت عنوان سرمایه‌گذاری بلند مدت توضیح داده می‌شود.

### اوراق بدهی

اوراق بهادار با نام بی نامی است که به موجب قانون یا مجوز بانک مرکزی جمهوری اسلامی ایران به قیمت اسمی مشخص برای مدت معین و برای تأمین بخشی از منابع مالی مورد نیاز طرح‌های عمرانی - انتفاعی یا برای تأمین منابع مالی مورد نیاز جهت ایجاد، تکمیل و توسعه طرح‌های سود آور تولیدی، ساختمانی و خدماتی شامل منابع مالی لازم برای تهیه مواد اولیه

مورد نیاز واحد های تولیدی منتشر می شود. این اوراق به عنوان روش کارآمد سیاست های پولی و مالی در تأمین مالی طرح های زیربنایی تولیدی و خدماتی از منابع مالی بخش خصوصی جامعه مؤثر می باشد. در طول سال ها، موارد استفاده از اوراق مشارکت گسترش یافته و اموری چون اجرای طرح های بزرگ و سود آور و تأمین مالی طرح های توسعه مؤسسات عمومی و خصوصی نیز اضافه گردیده است.

تعریفی که از اوراق قرضه می توانیم بیان کنیم این است که این اوراق اسنادی هستند که به موجب آنها ناشر متعهد می شود مبالغ معینی (بهره سالانه) را در فاصله های زمانی مشخص به دارنده پرداخت کند و در سررسید اصل مبلغ را بازپرداخت کند. اوراق قرضه یک ابزار بدهی دراز مدت برای تأمین مالی است و با تعهدات مشخصی همراه است. دارندگان این اوراق برخلاف صاحبان سهام عادی، ادعای مالکیت یا حق رأی در شرکت ندارند و در واقع فقط وام دهنده گان به ناشر هستند. آنها پول خود را به ناشر قرض می دهند و در عوض بهره دریافت می کنند و در سررسید نیز اصل سرمایه خود را پس می گیرند. اوراق قرضه از طریق پذیره نویسی به عموم ارائه می شوند. پذیره نویسی معمولاً به صورت مذاکره ای و گاهی به صورت رقابتی است. در پذیره نویسی مذاکره ای، مدیریت شرکت و پذیره نویسان با بررسی وضعیت شرکت و بازار، در مورد انتشار اوراق قرضه تصمیم می گیرند. این اوراق عمدتاً در بازار خارج از بورس داد و ستد می شوند. اوراق پذیرفته شده در بورس نسبت کوچکی از کل اوراق قرضه منتشر شده در دنیا را تشکیل می دهد. بازار اوراق قرضه نسبت به بازار سهام از ثبات قیمتی بیشتری برخوردار است و دو ویژگی قابل توجه دارد. اول بازار بسیار بزرگی است و دوم اینکه با سرعت بسیار زیادی در حال رشد است. اوراق قرضه برخلاف سهام عمر محدودی دارند و اعتبار آنها در تاریخ معینی در آینده که سررسید نام دارد، به پایان می رسد. اگر چه ورقه قرضه، تاریخ های معینی برای پرداخت بهره به همراه دارد، اصل سرمایه (مبلغ اسمی ورقه قرضه) فقط در تاریخ سررسید بازپرداخت می شود.

### اوراق سهام

ورقه سهم سند قابل معامله ای است که نماینده مالکیت تعداد سهامی است که صاحب آن در شرکت سهامی دارد. بنابر تعریف، مجموع ارزش اسمی سهام، سرمایه شرکت را تشکیل می دهد. در کشور ما، ورقه سهم در زمان انتشار دارای ارزش اسمی است. در شرکت های سهامی خاص برای تعیین حداکثر مبلغ اسمی سهام محدودیتی وجود ندارد اما در شرکت سهامی عام، مبلغ مزبور نباید از ده هزار ریال بیشتر باشد. دلیل اصلی محدود کردن حداکثر مبلغ اسمی در شرکت های سهامی عام، امکان گسترش مشارکت هر چه بیشتر مردم در فعالیت های تولیدی و صنعتی کشور می باشد.

### نظام حقوقی ابزار های مشتقه در ایران

وجود ابزارهای مالی گوناگون در بازار اوراق بهادار، انگیزش و مشارکت بیشتر مردم را در تأمین منابع مالی فعالیت های اقتصادی دراز مدت به همراه می آورد. تنوع ابزارهای مالی از نظر ترکیب ریسک و بازده، ماهیت سود و شیوه مشارکت در ریسک، گروه های مختلفی را به سوی خود می کشاند. با وجود این رویکرد گوناگونی ابزارهای مالی بدون شناسایی گونه ها و زمینه های بکارگیری آنها چاره ساز نیست. روش های متفاوتی برای تأمین مالی فعالیت های تجاری وجود دارد که بانک ها و مؤسسه های مالی مختلف می توانند از آنها برای تأمین مالی شرکت ها استفاده نمایند. بهترین شکل تأمین مالی سرمایه گذاری های دراز مدت، از محل پس انداز و نقدینگی بخش خصوصی و از طریق بورس اوراق بهادار محقق می شود. بورس اوراق بهادار در هدایت پس اندازهای کوچک به سرمایه گذاری های مولد، جذب پس اندازهای راکد در تولید، اصلاح ساختار بخش های اقتصاد، افزایش درآمد ملی، افزایش درآمد دولت و ... نقش مهمی می تواند ایفا کند. دستیابی به این اهداف مستلزم گسترش بازار اوراق بهادار است که این نیز به نوبه خود در گرو تنوع بخشیدن به ابزارهای مالی می باشد. وجود تنوع در اوراق بهادار به کارآمد شدن بازار سرمایه و تخصیص بهینه سرمایه می انجامد و امکان مشارکت طیف وسیعی از احاد جامعه را در امر سرمایه گذاری فراهم می سازد.

حقوق حاکم بر ابزارهای مشتقه در نظام حقوقی امریکا

## ماهیت ابزارهای مشتقه در نظام حقوقی آمریکا

ابزارهای مشتقه به محصولات یا ابزارهایی مالی اشاره دارد که قیمت آن‌ها با توجه به قیمت دارایی‌های اساسی مشخص می‌شود. دارایی‌های اساسی شامل سهام، اوراق قرضه، ارز خارجی یا نرخ بهره می‌باشد. ساده‌ترین و ابتدایی‌ترین نوع ابزار مشتقه، قرارداد سلف می‌باشد که انواع پیچیده‌ای دارد نظیر قرارداد اختیاری، قرارداد آتی و انواع فرعی این قراردادها. اوراق بهادار مشتقه، مطالبات موکول به آینده نیز نام دارند. ابزار مشتقه مالی ویژگی‌های خاصی دارند. ارزش ابزار مشتقه با توجه به سایر دارایی‌ها مشخص می‌شود. همچنین از ابزار مشتقه به عنوان ابزاری برای انتقال ریسک از سرمایه‌گذاران ریسک‌گریز به سرمایه‌گذاران ریسک‌پذیر استفاده می‌شود. علاوه بر این، ابزار مشتقه مالی نوعی تعهدات را برای نرخ سود و قیمت در تاریخ آینده ایجاد می‌کند و یا به نوعی از تغییر قیمت‌ها یا نرخ ارز جلوگیری می‌کند و به این وسیله شدت ریسک مالی را کاهش می‌دهد.

ابزارهای مشتقه در نظام حقوقی آمریکا دارای انواعی است که هر کدام تحت شرایطی و برای رفع مشکل یا مشکلاتی به وجود آمده‌اند.

## ماهیت قراردادهای آتی

قراردادهای آتی خود به دو نوع قراردادهای آتی خاص و قراردادهای آتی یکسان تقسیم می‌شوند. این قراردادها با یکدیگر تفاوت ماهوی ندارند و تفاوت عمده آن‌ها دو چیز است:

- قراردادهای آتی خاص بر خلاف قراردادهای آتی یکسان که در همه موارد بازار ثانوی دارند، در اغلب موارد بازار ثانوی ندارند.

- در قراردادهای آتی خاص اغلب وجه التزامی در کار نیست ولی در قراردادهای آتی یکسان در آن وجه التزام در نظر گرفته شده است.

در این قرارداد تحویل کالا و پرداخت قیمت آن در زمان آینده انجام می‌شود. پیمان آتی نوع استاندارد قرارداد آتی است. در این قرارداد خریدار و فروشنده، مبلغی را برای ضمانت اجرای قرارداد نزد اتاق پایاپای می‌گذارند. بازار اوراق بهادار در آمریکا، اروپا و آسیای شرقی صورت می‌گیرد. در بسیاری از بنگاه‌های معامله‌گر اوراق قرضه دولتی و شرکتی معامله می‌کنند. بنگاه‌های کارگزاری نیز در بازار حضور فعال دارند و با استفاده از شبکه الکترونیک، خریداران و فروشندگان را گرد هم می‌آورند و به یکدیگر معرفی می‌کنند و معاملات نقدی و قرارداد آتی زیادی را روی اوراق بهادار دولتی به انجام می‌رسانند. پیمان آتی از سال ۱۹۷۲ شروع شد و در سال ۱۹۷۵ هیأت بازرگانی شیکاگو اولین پیمان آتی را روی اوراق بهادار انجام داد. پیمان آتی دو نوع دارد:

۱- **پیمان آتی نرخ ارز:** روشی است برای کاهش ریسک نرخ ارز که از مهم‌ترین آن‌ها بورس بازار بین‌المللی پول وابسته به بورس مریکانتل شیکاگو است و اولین آن نیز در سال ۱۹۷۲ انجام گرفت.

۲- **پیمان آتی نرخ سود:** این پیمان در مورد اوراق دولتی به کار می‌رود، در آمریکا و در اکثر کشورها اوراق بهادار با درآمد ثابت از طرف این قراردادها معامله می‌شود.

برای تعیین ماهیت باید ببینیم می‌توانیم این قراردادها را مصداق کدام یک از عقود و قراردادهای مطرح در قانون آمریکا بیاوریم به عنوان مثال معاملات نفت خام برنت در انگلیس، بازار سلف نفت و گازوئیل در اروپا، بازار سلف نفت خام و فرآورده‌های نفتی در آمریکا و بازار دویی به صورت دوم (قراردادهای آتی یکسان) انجام می‌گیرد. طرفین قرارداد هنگام انعقاد قرارداد، خودشان ماهیت قرارداد را تعریف می‌کنند، بدین صورت که در زمان عقد قرارداد تعیین می‌کند ماهیت قرارداد منعقد چه باشد و همچنین قیمت مورد توافق، قیمت آتی و تاریخ تحویل مورد معامله، تاریخ سررسید یا تاریخ تحویل نامیده می‌شود که از طریق نهادهای واسطه با عنوان مؤسسه پایاپای انجام می‌گیرد.

## ماهیت اختیار معامله

اختیار معامله<sup>۱</sup> انواع مختلفی دارد از جمله :

✓ **اختیار خرید** : دارنده اختیار خرید می تواند در قبال ارائه اختیار در تاریخ مشخصی از آینده سهام خاص را با قیمت توافقی خریداری کند.

✓ **اختیار فروش** : دارنده اختیار در قبال ارائه اختیار در تاریخ مشخصی از آینده، می تواند سهام مورد نظر را با قابلیت توافقی به فروش رساند.

علاوه بر دو نمونه فوق، دو نوع دیگر اختیار معامله داریم

- ۱- **اختیار معامله آمریکایی** : بیان می دارد که در هر زمانی اختیار معامله پیش از سر رسید قابل اعمال است.
- ۲- **اختیار معامله اروپایی** : می گوید که تنها در تاریخ انقضاء قابل اعمال باشد. اگر پیش بینی دارنده اختیار معامله در مورد قیمت های آتی درست نباشد آن را اعمال نمی کند و تنها هزینه اندکی و به اندازه مبلغ اولیه خواهد بود. در توضیح اختیار معامله آمریکایی می گوئیم که قابلیت انجام در هر دوره ای از زمان و در هر لحظه را از لحظه ای که به وجود آمده تا لحظه انقضاء را دارد. برای شناسایی و معرفی ماهیت اختیار معامله موارد متعددی باید مشخص شود از جمله : دارایی مورد نظر، نوع اختیار معامله (خرید یا فروش)، قیمت توافقی، تاریخ انقضاء، نام بازار بورس و ... . از موارد ذکر شده در بالا نتیجه می گیریم که اختیار معامله توافقی است بین فروشنده و خریدار دارایی تعهد شده، بدین صورت که دارنده اختیار حق خرید یا فروش دارایی را با قیمت مشخص و در تاریخ معین در زمان آینده خواهد داشت.

#### ماهیت قرارداد تاخت

از ابزارهای پر استفاده در مدیریت ریسک می توان از قرارداد تاخت<sup>۲</sup> نام برد. این قرارداد در سال ۱۹۷۹ در لندن طراحی شد و در سال ۱۹۸۱ قرارداد تاخت پول توسط شرکت معروف سالومان برادرز طراحی و عرضه شد که اولین مشتریان این قرارداد بانک جهانی بودند. منشأ قرارداد تاخت، وام های متقابل و وام های دو به دو بودند که توسط شرکت های تابعه شرکت IBM در کشورهای مختلف صورت می گرفت. به علت قوانین منعقد در آمریکا در زمان پیدایش قرارداد تاخت، نرخ سود دلار در آمریکا بالاتر از خارج آن بود و همین انگیزه برای دریافت وام از طریق بانک های لندن شد، چرا که هزینه کم تری در بر داشت. اولین قوانین مربوط به قرارداد تاخت تنظیم و در سال ۱۹۸۶ و ۱۹۸۷ تلاش این انجمن ادامه داشت و در مرحله قوانین مورد تجدیدنظر قرار گرفت و قوانین جدید به آن اضافه شد، این امر باعث رسمیت و مقبولیت بازار و کاهش هزینه و زمان انجام معاملات شد که خود عاملی در جهت گسترش سریع تر آن به حساب می آید. قرارداد تاخت مجموعه ای از جریان های نقدی با نرخ ثابت و مجموعه ای از جریان های نقدی است که با نرخ شناور با یکدیگر تاخت زده می شوند. بدین ترتیب افرادی که به دنبال مواجهه با نوسانات قیمت اند جریان نقد ثابت و سایر مشارکت کنندگان بازار که به واسطه حرفه خود از این فرصت ها با قبول ریسک استفاده می کنند، جریان نقد شناور بر می گزینند. قرارداد تاخت به علت سهولت استفاده و کارایی در پوشش ریسک و حتی کاهش هزینه ها و نیز یافتن شرایطی با فرصت های بیش تر از هنگام معرفی تا کاربرد، از سایر ابزارهای مشتقه بیشتر مورد استفاده قرار گرفت.

در معاملات تاخت طرفین واسطه وجود دارند که معامله گر تاخت (بانک تاخت- بازار ساز) نام دارد. در این معامله طرفین به معامله گر تاخت مراجعه کرده و درخواست های خود را عنوان می کنند. یکی از طرفین به دنبال یک یا چند جریان نقدی براساس نرخ ثابت است و معامله گر طرف مقابل را برای وی جستجو می کند تا همان درخواست را با نرخ شناور داشته باشد. مقادیر ثابت پرداخت شده به عنوان کوپن تاخت معرفی می شوند و با دریافت این مبلغ ثابت طرف اول ریسک تغییرات نرخ دارایی را از بین می برد. قرارداد تاخت جزء ابزارهای خارج از بورس است و در بورس نیز مورد معامله قرار می گیرد. این بازار از

<sup>1</sup> Options

<sup>2</sup> Swaps

بانک های تجاری و سرمایه گذاری تشکیل می شود که با استفاده از شبکه مخابراتی و شبکه رایانه ای به معامله قرارداد تاخت می پردازد. در رابطه با ماهیت قرارداد تاخت با توجه به انواع آن به نظر می رسد آن را یک قرارداد معاوضه بدانیم زیرا در همه انواع قرارداد تاخت چیزی با چیز دیگر مبادله و معاوضه می گردد بدون اینکه بتوان یکی را قیمت دیگری قرار داد. به عنوان مثال : در قرارداد تاخت نرخ سود به عنوان یکی از انواع قرارداد تاخت، نرخ سود ثابت با نرخ سود شناور به وسیله نرخ لایبور معاوضه می شود. که این خود نیز شامل دو نوع تاخت نرخ سود استاندارد و تاخت نرخ سود غیر استاندارد است. در این قرارداد می توانیم آن را قرارداد معاوضه بدانیم. در نوع دیگری از انواع قرارداد تاخت با عنوان تاخت نرخ ارز که این قراردادی است دو طرفه برای مبادله دو ارز مختلف، مجموعه ای از قراردادهای آتی نرخ ارز، در تاخت نرخ ارز در تاریخ سر رسید متعدد، خرید و فروش می شود. در سومین نوع تاخت یعنی تاخت کالا که روی کالاهایی مثل نفت، محصولات پتروشیمی، انرژی و فلزات گران بها مرسوم است و بیشترین حجم استفاده آن مربوط به قرارداد بین شرکت نفت و پالایشگاه و یا شرکت تولیدی محصولات پتروشیمی است.

در این قرارداد دو نوع تاخت کالا داریم که شامل :

✓ مبادله نرخ ثابت قرارداد و نرخ شناور شاخص و قیمت کالای خاص.

✓ مبادله دو نوع جریان نقدی یکی براساس شاخص قیمت نوع خاص از کالا و دیگر جریان نقدی ناشی از یک دارایی بازار پول.

در نوع چهارم که به آن تاخت مالکیت می گویند یک طرف جریان نقدی سود ناشی از سرمایه گذاری سهام ( سود تقسیم نشده، درآمد ناشی از تغییر قیمت سهام) و یا شاخص های مختلف است. به طوری که مجموعه ای از جریان نقد را در مقابل بازدهی ناشی از سایر دارایی های با نرخ لایبور و یا مرجع دیگر قرار دهد. بنابراین حاصل ضرب نرخ لایبور در اصل مبلغ فرضی عبارت است از جریان نقدی که طرف مقابل پرداخت می کند.

بازخوانی رویه قضایی ایالات متحده آمریکا درخصوص ابزارهای مشتقه در این میان بررسی بازارهای مالی در کشورهای مختلف به ویژه در کشورهای توسعه یافته و در حال توسعه نشان از تمرکز بسیار بازارهای سرمایه بر ارائه محصولات و ابزارهای مالی در بورس ها دارد. به طوری که روند فراگیر ادغام بورس ها و همچنین ارائه ابزارهای مالی گوناگون توسط آنها به روندی ناگزیر برای توسعه بازار سرمایه بدل شده است. هزینه های بالای اجرایی و نظارتی، قابلیت بهره گیری از بسترهای نرم افزاری جامع برای پوشش طیف وسیعی از معاملات ابزارهای مالی، مزایای تمرکز دارایی در محاسبات مربوط به ریسک سرمایه گذاران و تسهیل فرآیند سرمایه گذاری در صورت تمرکز ابزارهای مالی در بستر معاملاتی واحد همگی به ادغام بورس ها و محصولات در مجموعه هایی واحد دامن زده اند. در این میان می توان به یکپارچگی بورس های اروپایی (لندن با ایتالیا، یورونکست، OMX و...)، بورس های آمریکایی (بورس بین قاره ای آمریکا ICE)، بورس شیکاگو، بورس تورنتو، بورس آمریکا و نیویورک، بورس های برزیل و...)، بورس های آسیایی (ژاپن، کره جنوبی، ترکیه، هنگ کنگ و...) و بورس های میان قاره ای (نیویورک با یورونکست، استرالیا با تایوان، نیویورک با دوپچه بورس که بر اساس قوانین ضد تراست اتحادیه اروپا متوقف شد) اشاره کرد که همگی نشانگر عزم جدی دست اندرکاران بازار سرمایه در کشورهای توسعه یافته برای افزایش توان، تحکیم موقعیت رقابتی و متنوع سازی عرضه محصولات مالی خود است. فرآیندی که در سال های اخیر دامن کشورهای کم تر توسعه یافته ای همچون ویتنام و پاکستان را نیز گرفته است تا در آینده ای نزدیک به جزء مواردی معدود دیگر شاهد حضور بورس هایی کوچک و متوسط در عرصه جهانی نباشیم. بورس بین قاره ای به عنوان بورس بزرگ و مشهور ایالات متحده آمریکا در سال ۲۰۰۰ میلادی با توجه به نیاز به ایجاد پلت فرم معاملاتی الکترونیکی با شفافیت و قابلیت بالا در بازارهای انرژی راه اندازی شد. محصولات و ابزارهای مالی قابل معامله در بورس بین قاره ای مشتمل بر قرارداد آتی و اختیار معامله روی محصولات کشاورزی، قراردادهای آتی شاخص های اعتباری، قراردادهای آتی و اختیار معامله انرژی، قراردادهای آتی و اختیار معامله مشتقات سهام، انواع مختلف قراردادهای آتی و اختیار معامله ارز بسیاری از کشورهای بزرگ دنیا، انواع مختلف قراردادهای آتی و اختیار معامله، حمل و نقل خشکی و دریایی، انواع مختلف قراردادهای آتی و اختیار معامله روی نرخ بهره کوتاه مدت، میان مدت و بلندمدت، اختیار



معامله و قراردادهای آتی فلزات مختلف و قراردادهای آتی و اختیار معامله روی گازهای گلخانه‌ای در حوزه کشورهای اروپایی و ایالات متحده آمریکا می‌شود. همچنین در بخش خارج از بور (OTC) بورس بین قاره‌ای نیز معاملات مربوط به گاز طبیعی، برق، نفت خام، محصولات پالایشگاهی و امثال آن به صورت نقدی یا با تحویل چند ماهه مورد داد و ستد قرار می‌گیرد.

### نظام حقوقی آمریکا

نظام حقوقی آمریکا، بیشتر از غالب کشورهای جهان، چند لایه است. یکی از دلایل آن مجزا بودن قوانین فدرال و ایالتی می‌باشد. برای درک این مطلب، باید یاد آوری کنیم که ایالات متحده آمریکا به عنوان یک کشور واحد بنیانگذاری نشد بلکه بنیاد آن بر ۱۳ مستعمره بود که هر کدام مدعی استقلال از سلطنت بریتانیا شدند. در اعلامیه استقلال (۱۷۷۶) این گونه از "مردمان خوب این مستعمرات" سخن به میان می‌آمد و گفته می‌شد که "این مستعمرات متحد حق دارند ایالات آزاد و مستقل باشند" وجود تنش میان مردم و ایالات متعدد موضوع همیشگی تاریخ قضایی آمریکا بوده است. همان طور که در زیر توضیح داده می‌شود قانون اساسی آمریکا (که در سال ۱۷۸۷ تدوین و در سال ۱۷۸۸ تصویب گردید) به تدریج قدرت و اختیارات قضایی را از ایالات سلب و آن را در دولت فدرال متمرکز نمود که این انتقال، در دوره‌هایی از تاریخ با اعتراضات پر حرارتی هم روبرو شد. هنوز که هنوز است، ایالات، استقلال قابل ملاحظه‌ای برای خود حفظ کرده‌اند. هر دانشجوی رشته حقوق باید بداند که اختیارات قضایی به چه نسبت میان دولت فدرال و دولت‌های ایالتی تقسیم شده است.

### قانون بورس ۱۹۳۳

بر اساس قانون اوراق بهادار سال ۱۹۳۳ هر شرکتی که بخواهد اوراق بهادار را به عموم مردم عرضه کند باید ابتدا تقاضای پذیرش خود را به کمیسیون اوراق بهادار ارائه کند. طبق این قانون در صورتی که تقاضای پذیرش حاوی تحریفی با اهمیت باشد یا اطلاعات با اهمیتی از آن حذف شده باشد، ممکن است هم شرکت متقاضی و هم حساب‌برسان آن در برابر خریداران اولیه اوراق بهادار شرکت مسئول باشند. مفاد بند الف ماده ۱۱ قانون ۱۹۳۳ در این باره به شرح زیر است: چنان چه پس از پذیرفته شدن تقاضای پذیرش معلوم شود که قسمتی از آن، اطلاعات با اهمیتی را به طور نادرست ارائه کرده است یا اطلاعاتی را ندارد که ارائه آن طبق قانون و برای جلوگیری از گمراه‌کنندگی متقاضی پذیرش ضروری است، هر شخصی که سهام آن شرکت را خریداری کند (مگر ثابت شود که در زمان خرید سهام، از نادرستی یا حذف اطلاعات آگاه بوده است) می‌تواند تحت پیگرد قانونی قرار دهد. حقوق شاکی طبق قانون ۱۹۳۳ تنها گروه محدودی از سرمایه‌گذاران را تحت پوشش قرار می‌دهد یعنی خریدارانی که اوراق بهادار (سهام اوراق قرضه) را در مرحله عرضه اوراق به عموم خریداری کرده‌اند. اما این قانون، این گروه از سرمایه‌گذاران اولیه را نه تنها محق به دریافت خسارت بابت قصور یا تقلب حساب‌برسان بلکه بابت سهل‌انگاری آنان نیز می‌داند. علاوه بر این، قانون ۱۹۳۳ بخش بزرگی از وظیفه اثبات ادعا را از شاکی به متهم منتقل می‌کند. شاکی (خریدار اوراق بهادار) تنها باید ثابت کند که:

(۱) زیان دیده است و (۲) تقاضای پذیرش، گمراه‌کننده است. نیازی نیست که ثابت کند بر تقاضای پذیرش اتکا کرده است یا حساب‌برسان، سهل‌انگاری کرده‌اند. وظیفه اثبات این موارد از شاکی به متهم انتقال یافته است.

### قانون اوراق بهادار ۱۹۳۴

قانون مصوب ۱۹۳۴ همین امور را تکمیل کرد و نهاد جدیدی را تحت عنوان کمیسیون اوراق بهادار و معاملات تأسیس نمود و به خزانه‌داری فدرال نیز اختیاراتی برای تنظیم مقررات اعطای اعتبار به سرمایه‌گذاران واگذار کرد. با تصویب این قوانین و قوانین و مقررات بعدی به تدریج نظم حاکم بر بازار اوراق بهادار توسعه و قوت بیشتری یافت. بنا بر تفحص انجام‌شده، مهم‌ترین ادبیات قانونی رژیم حقوقی حاکم بر بازارهای مالی این کشور از این قرار است.

### قانون تراست ۱۹۳۹

کمیسیون بورس اوراق بهادار آمریکا (SEC) به عنوان یک آژانس مستقل تنظیم‌کننده و به موجب قانون بورس اوراق بهادار ۱۹۳۴ تشکیل شده است. (SEC) قوانینی را برای حمایت از سرمایه‌گذاران وضع کرده است که طبق آن به افشای کامل گزارشات فایل شده تنظیم بازارهای اوراق بهادار و سیاست‌گذاری و جلوگیری از هرگونه دست‌کاری و سوء استفاده در بازارهای

مالی و بازارهای اوراق بهادار می‌پردازد. مهم‌ترین و ابتدایی‌ترین راه ایجاد یک بازار باز و عادلانه، افشای کامل اطلاعات به شرکت‌ها می‌باشد.

### قانون سرمایه‌گذاری شرکت‌ها ۱۹۴۰

بخشی از قانون ۱۹۴۰ شرکت‌های سرمایه‌گذاری که بعضی از شرکت‌های سرمایه‌گذاری را از الزامات کمیسیون بورس و اوراق بهادار در موارد خاصی به شرط احراز شرایط معینی معاف می‌کند. از جمله شرایط ذکر شده این است که تمام سرمایه‌گذاران از نوع سرمایه‌گذاران مجرب (Accredited Investor) باشند. بعضی از شرکت‌های سرمایه‌گذاری پوشش ریسک، در انتخاب سرمایه‌گذاران خود دقت می‌کنند تا از استثناهای قانونی برخوردار گردند. در کشور آمریکا شرکت‌های سرمایه‌گذاری بر طبق قانون ۱۹۴۰ مربوط تشکیل و اداره می‌شود. از طریق فرایند شرکت‌های سرمایه‌گذاری، سرمایه‌گذاران انفرادی می‌توانند با تحمل هزینه‌های کم به تنوع‌سازی بالایی دست پیدا کنند، چرا که این شرکت‌ها پول‌های جمع‌آوری شده را در طیف گسترده‌ای از دارایی‌ها سرمایه‌گذاری می‌کنند و عایدی‌های این سرمایه‌گذاری‌ها را به سهامداران انتقال می‌دهند. درآمد خود شرکت‌ها از طریق حق‌الزحمه‌ها و یا کارمزدهایی است که به‌صورت درصد از سهامداران می‌گیرند.

### قانون مشاوران سرمایه‌گذاری ۱۹۴۰

در بازارهای سرمایه پیشرفته، ایجاد ضابطه برای فعالیت مشاوران سرمایه‌گذاری از طریق تصویب قوانین مشاور سرمایه‌گذاری محقق شده است. به‌عنوان مثال در ایالات‌متحده آمریکا، قانون مشاوران سرمایه‌گذاری مصوب سال ۱۹۴۰ این الزام را به وجود می‌آورد که کلیه مشاوران سرمایه‌گذاری نزد کمیسیون بورس و اوراق بهادار این کشور به ثبت برسند. در بازار سرمایه ایران بر اساس ماده ۲۸ قانون بازار اوراق بهادار تأسیس نهادهای مالی موضوع این قانون منوط به ثبت نزد سازمان است و فعالیت‌های آن‌ها تحت نظارت سازمان انجام می‌شود. تصدی به فعالیت مشاور سرمایه‌گذاری، مستلزم اخذ مجوز فعالیت از سازمان بورس و اوراق بهادار است. بر اساس بند ۱۶ ماده یک قانون بازار اوراق بهادار، مشاور سرمایه‌گذاری، شخص حقوقی است که در قالب قراردادی مشخص، درباره خرید و فروش اوراق بهادار، به سرمایه‌گذار مشاوره می‌دهد

### منابع و مآخذ

- [۱] ربیعا اسکینی؛ ۱۳۸۵ش؛ حقوق تجارت، تهران: سمت
- [۲] علی اسماعیل زاده / حمیده امیری، بررسی ابزارهای نوین تأمین مالی و راهکارهای اجرایی نمودن آن در بانک تجارت، فصلنامه علوم اقتصادی، شماره ۳۱، ۱۳۹۴
- [۳] اسماعیلی، اسماعیل، اکل مال به باطل در بینش فقهی شیخ انصاری، مجله فقه (کاوشی نو در فقه اسلامی)، ش ۱
- [۴] حسن امامی، حقوق مدنی، جلد ۲، تهران، اسلامیه، چاپ ۶، ۱۳۷۰
- [۵] امینی هرندی، سعیده. (۱۳۹۵)، اوراق بهادار مشتقه قراردادهای آتی، نخستین کنفرانس بین‌المللی پارادیم‌های نوین مدیریت هوشمندی تجاری و سازمانی، تهران، دانشگاه شهید بهشتی
- [۶] آیتی، محمد رضا، ۱۳۸۹، بررسی فقهی قرارداد استصناع در بازار بورس، مجله پژوهشنامه فقه و حقوق اسلامی، شماره ۵، ص ۳۵
- [۷] پژوهشکده پولی و بانکی (۱۳۸۳)، اوراق اختیار معامله در بازار سرمایه ایران، مجمع الفقه الاسلامی، الجزء السابع، تهران
- [۸] حسین زاده، جواد. (۱۳۸۷)، تبیین قرارداد اختیار معامله، فقه و حقوق، سال پنجم، شماره ۱۹
- [۹] حسین زاده، جواد. (۱۳۸۷)، تبیین قرارداد اختیار معامله، فقه و حقوق، سال پنجم، شماره ۱۹
- [۱۰] جواد حسین زاده، بررسی حقوقی ساختار و اعتبار قرارداد آتی یکسان، مجله حقوقی دادگستری، شماره ۸۰، ۱۳۹۱
- [۱۱] حسین زاده، جواد، مفهوم و ماهیت قراردادهای آتی، مجله پژوهش‌های حقوقی، مؤسسه مطالعات و پژوهش‌های حقوقی شهردانش، شماره ۲۰
- [۱۲] جواد حسین زاده، وضعیت حقوقی ابزارهای مشتقه شاخص سهام، پژوهشنامه حقوق اسلامی، شماره ۲، ۱۳۹۳

- [۱۳] علی خوزین و مرتضی دنکوب، اولویت بندی عوامل مؤثر در بکارگیری اوراق مشتقه در بورس اوراق بهادار تهران، مجله مهندسی مالی و مدیریت اوراق بهادار، شماره ۷، ۱۳۹۰
- [۱۴] مسعود درخشان، مشتقات و مدیریت ریسک در بازارهای نفت، تهران، مطالعات بین المللی انرژی، چاپ ۱، ۱۳۸۳
- [۱۵] مسعود درخشان؛ مشتقات و مدیریت خطر در بازارهای نفت؛ چاپ اول، تهران : مؤسسه مطالعات بین المللی انرژی، ۱۳۸۳
- [۱۶] راعی، رضا و علی سعیدی؛ مبانی مهندسی مالی و مدیریت ریسک؛ تهران : انتشارات سمت، ۱۳۸۷
- [۱۷] رضایی، مجید، ۱۳۸۲: بررسی فقهی ابزارهای مالی مشتقه، مجله اقتصاد اسلامی، شماره ۱۱، ص ۵۶
- [۱۸] رضایی مجید، بررسی فقهی ابزارهای مالی مشتقه، مجله اقتصاد اسلامی، ۱۳۸۲
- [۱۹] رفیعی، محمد تقی، ۱۳۸۵، بررسی حقوقی اوراق اختیار معامله در بازار بورس اوراق بهادار، مجله حقوق خصوصی، شماره ۱۰، ص ۸۰
- [۲۰] رویا، دارابی؛ احمد، اشعری؛ (۱۳۹۲)، ابزارهای مالی در بازارهای مالی اسلامی، مجله : بورس «، دی ۱۳۹۲ - شماره ۱۰۷ (۳ صفحه - از ۷۷ تا ۷۹)
- [۲۱] ستوده تهرانی، ۱۳۸۶، حسن، حقوق تجارت، جلد دوم، انتشارات سمت