

تبیین قرارداد اختیار معامله

تاریخ دریافت: ۸۷/۸/۳۰

تاریخ تأیید: ۸۷/۹/۶

جواد حسین زاده*

چکیده

اختیار معامله، قراردادی مقدماتی است که زمینه انعقاد عقد اصلی را در مدت زمان مقرر میان طرفین فراهم می‌سازد. این قرارداد نه تنها می‌تواند در مراودات مالی روزمره جامعه نقش ایفا کند، بلکه اکنون در بورس‌های مهم دنیا به‌عنوان ابزار مالی کارآمد میان فعالان بورس کاربرد بسیار دارد. بند ۱۱ ماده ۱ قانون بازار اوراق بهادار جمهوری اسلامی ایران، قرارداد اختیار معامله را به‌عنوان یکی از ابزارهای مشتقه مالی قابل معامله در بازار بورس معرفی کرده است، ولی درباره مفهوم یا ماهیت آن سخنی به میان نیاورده است. اختیار معامله قراردادی نوظهور و در متون حقوقی ایران فاقد سابقه است. در این تحقیق نگارنده - صرف نظر از ماهیت یا آثار قرارداد مزبور - سعی دارد قرارداد اختیار معامله را از نظر مفهوم، اصطلاحات رایج، انواع، مزایا و معایب به جامعه حقوقی معرفی کند.

واژگان کلیدی: قرارداد اختیار معامله، ابزارهای مشتقه مالی، بازار بورس، بازارهای مالی،

قانون بازار اوراق بهادار جمهوری اسلامی ایران.

مقدمه

دگرگونی اقتصاد جهانی در دهه‌های اخیر و توسعه اقتصادی باعث ابداع و تکامل ابزارهای متعدد مالی شده است. علاوه بر گسترش معاملات سنتی، مبادلات ابزارهای مشتق مالی شامل قرارداد آتی خاص، قرارداد آتی یکسان، قرارداد اختیار معامله و قرارداد معاوضه، شتاب روزافزونی یافته است، به طوری که ارزش جاری قراردادهای منتشر شده در سال ۲۰۰۴ حدود پنج تریلیون دلار برآورد شده است (Pollack, 2003: 3).

معاملات ابزارهای مشتق، فقط وسیله‌ای برای پوشش خطرهای تغییرات نامطلوب قیمت نیست، بلکه به صورت ابزاری برای رقابت در صحنه بازاریابی نیز استفاده می‌شود (عصمت پاشا، ۱۳۸۲: ۱۳۰). در میان ابزارهای مشتقه، قرارداد اختیار معامله از اهمیت بیشتری برخوردار است؛ زیرا اختیار معامله تنها قراردادی است که در بازارهای بورس و خارج از بورس قابل معامله است، به گونه‌ای که بازارهای فرابورس اختیار معامله با سرعت قابل توجهی رشد می‌کنند و اکنون از بازار معاملاتی بورس آن گسترده‌تر شده‌اند. از سوی دیگر، انعطاف‌پذیری قرارداد اختیار معامله در مقایسه با دیگر ابزارهای مشتقه مالی باعث شده است تا بدین وسیله بهتر بتوان خطر ناشی از نوسانات قیمت کالاها را پوشش داد.

وجود بازار قراردادهای اختیار معامله این امکان را فراهم می‌کند که خریداران این گونه قراردادها با پرداخت وجهی اندک، حق معامله‌ای را که قرار است بعداً انجام گیرد، به دست آورند و بدین طریق خود را از نوسان قیمت کالا در آینده مصون نگاه دارند. خریداران این گونه قراردادها کسانی‌اند که نیاز به مصرف (کالا، ارز، سهام و...) در آینده دارند و می‌خواهند حق خرید یا فروش کالای مورد نظر را با قیمت معین، امروز کسب کنند و یا قصد بورس‌بازی و استفاده از پیش‌بینی‌های خود را دارند.

قرارداد اختیار معامله که موضوع آن انتقال حق خرید یا فروش کالای معلوم به دیگری در قبال دریافت وجه است، عقدی با ساختار و موضوع خاص است که مانند و مشابه آن را در حقوق اسلامی به وضوح نمی‌توان یافت. به همین دلیل، بسیاری از نویسندگان ایرادهای شرعی بسیاری بر آن وارد دانسته‌اند، در حالی که به نظر می‌رسد بسیاری از ایرادهای مزبور ناشی از عدم شناخت دقیق آن است.

بنابراین، مقاله حاضر شامل معرفی اجمالی از ابزارهای مشتقه مالی و تصویری جامع از قرارداد اختیار معامله و مفاهیم اساسی آن است. همچنین، شناخت انواع مختلف قرارداد مزبور، معامله‌گران اختیارات و مزایا و معایب آن نیز از موضوعات مورد مطالعه در این تحقیق است.

۱. ابزارهای مشتقه مالی

ابزارهای مشتقه مالی (financial derivative instrument) یا «مشتقات»^۱ (derivatives)، واژه‌ای جدید و مظهری از توسعه و نوآوری در دانش اقتصاد مالی و مدیریت خطر است. در اقتصاد مالی، مشتقات به معنای مجموعه ابزاری است که خصوصیات مشترک دارند. این واژه بر همه ابزارهای قابل معامله در بورس و خارج از بورس که مرتبط با معامله اوراق بهادار، ارز، نرخ بهره، کالا و... باشد، اطلاق می‌شود (Brown, 1996: 4). علت نام‌گذاری «ابزارهای مشتقه» آن است که ارزش آنها مشتق از قیمت «دارایی پایه» آنهاست. به طور کلی مشتقات را می‌توان به چهار گروه قراردادهای آتی خاص (forward contracts)، قراردادهای آتی یکسان (future contracts)، قراردادهای اختیار معامله (option contracts) و قراردادهای معاوضه (swap contracts) تقسیم کرد (درخشان، ۱۳۸۳: ۷۷). تغییرات قیمت هر یک از مشتقات، تابعی از تغییرات قیمت دارایی پایه آنهاست. بنابراین، ارزش یک قرارداد آتی ذرت در بورس شیکاگو (Chicago Board Of Trade "CBOT")، تابعی از تغییرات قیمت ذرت است؛ یعنی با افزایش قیمت مال موضوع قرارداد، ارزش ابزارهای مشتقه افزایش می‌یابد و با کاهش قیمت آن، ارزش و قیمت ابزارهای مزبور تقلیل می‌یابد.

در حقوق ایران، قانون جدید بازار اوراق بهادار جمهوری اسلامی ایران، مصوب

۱. «Derivative» از نظر لغوی به معنای مشتق شدن، برآمدن و بیرون کشیدن است و در اصطلاح، از معامله‌ای سود بردن است «to derive a profit from a transaction» و یا درآمدی که از سرمایه‌گذاری حاصل شده است «income derived from an investment». بنابراین، قراردادهای آتی و قراردادهای اختیار معامله، از آنجا که در واقع متضمن سود بردن و تحصیل درآمد از دارایی پایه و براساس فرایندی خاص است، به آنها «ابزارهای مشتقه مالی» می‌گویند.

آذر ماه ۱۳۸۴، اوراق مشتقه را به صراحت به عنوان ابزارهای مالی قابل معامله در بورس اوراق بهادار پیش‌بینی کرده است. بند ۱۱ ماده ۱ قانون مزبور، بدون اینکه تعریفی از ابزارهای مشتقه ارائه دهد، با ذکر برخی از مصادیق ابزارهای مشتقه، قراردادهای آتی و اختیار معامله را به عنوان نهادی جدید وارد حقوق موضوعه ایران کرده است. این قانون در تعریف بازار مشتقه مقرر می‌دارد: «بازار مشتقه: بازاری است که در آن قراردادهای آتی و اختیار معامله مبتنی بر اوراق بهادار یا کالا دادوستد می‌شود». قانون‌گذار جز در ماده مذکور، در هیچ‌یک از مواد دیگر این قانون از اوراق مشتقه، ماهیت و شرایط معامله آن ذکری به میان نیاورده است.

از آنجا که شناخت یک‌یک این ابزارها در تبیین مباحث آتی مؤثر است، هریک از ابزارهای (قراردادهای) مزبور به اختصار بررسی می‌شود.

۱. قراردادهای آتی خاص: قرارداد آتی خاص نخستین و ساده‌ترین ابزار مشتقه مالی است. قرارداد مزبور توافقی است که به وسیله آن، طرفین قرارداد به خرید یا فروش مالی معلوم در زمان معین در آینده و به قیمتی مشخص متعهد می‌شوند. به بیان دیگر، فروشنده قرارداد آتی خاص متعهد می‌شود موضوع قرارداد اصلی یعنی دارایی پایه را که ممکن است کالا، ارز یا اوراق بهادار باشد، در سررسید قرارداد تهیه کند و خریدار قرارداد آتی خاص نیز تعهد می‌کند ثمن مبیع را تهیه و آن را خریداری کند. وجود ایرادهای بسیاری از جمله فقدان بازار ثانویه، قابلیت نقدشوندگی پایین و خطر نکول و ورشکستگی یکی از طرفین قرارداد، باعث شد تا ابزار مالی جدیدی با عنوان «قراردادهای آتی یکسان»^۱ پا به عرصه وجود گذارد. البته پیدایش قراردادهای آتی و یا مشتقات دیگر - به رغم سهولت آن - نمی‌تواند به طور کلی جایگزین قراردادهای آتی خاص شود. در بازار مشتقات هر ابزاری جایگاه و مشتریان خاص خود را دارد؛ برای نمونه، در سال‌های اخیر حجم معاملات در بازارهای آتی خاص ارز حدود ۲۰ برابر حجم معاملات ارز در بازار قراردادهای آتی یکسان بوده است (درخشان، ۱۳۸۳: ۱۳۹).

۱. واژه «future contracts» به دلیل استاندارد بودن، به «قراردادهای آتی یکسان» ترجمه شده است؛ در مقابل قرارداد آتی خاص که استاندارد و یکنواخت نیست.

۲. قراردادهای آتی یکسان: قرارداد آتی یکسان یکی از مهم‌ترین مشتقات مالی است که بازار وسیعی را با عنوان «بازار آتی‌ها» به خود اختصاص داده است. قرارداد آتی یکسان از نظر تعریف و ماهیت حقوقی با قراردادهای آتی خاص تفاوتی ندارد. کارکرد اصلی قراردادهای آتی، ایجاد فرصت مقابله با حرکت قیمتی نامطلوب برای مشارکت‌کنندگان در بازار است (Fabozzi and Modigliani, 1992: 160). ویژگی اصلی قراردادهای آتی یکسان، استاندارد و متحدالشکل بودن آن است؛ یعنی کمیت، کیفیت و خصوصیات فنی موضوع قرارداد و تاریخ و محل تحویل آن باید بر طبق ضوابط بورس، استاندارد باشد. برای نمونه، مقادیر استاندارد معاملات نفت خام در بورس‌های نفتی، مضربی از ۱۰۰۰ بشکه نفت خام است؛ یعنی ۱۰۰۰ بشکه نفت خام، «یک قرارداد» محسوب می‌شود (درخشان، ۱۳۸۳: ۱۳۶).

بازار قراردادهای آتی یکسان به‌منظور رفع کاستی‌ها و کمبودهای موجود در بازار قراردادهای آتی خاص ابداع شده است. مشکلات اصلی قراردادهای آتی خاص که در واقع بیانگر تفاوت میان این دو ابزار مالی نیز هست، به موارد ذیل خلاصه می‌شود:

اول: قراردادهای آتی یکسان فقط در بورس معامله می‌شوند و آتی‌های خاص در بازارهای فرابورس (Hull, 2005: 5). بنابراین، برخلاف آتی‌های خاص که معمولاً سازمان نیافته‌اند و محل مشخصی برای معامله ندارند، بازار قراردادهای آتی یکسان کاملاً سازمان یافته است.

دوم: قراردادهای آتی خاص را برای هر کالایی و با هر مقداری و برای هر تاریخ تحویلی می‌توان منعقد کرد. به بیان دیگر، شرایط آتی مزبور از حیث سررسید، نوع و مقدار و موضوع قرارداد و مکان تسلیم آن با توافق طرفین تعیین می‌شود، در حالی که شرایط قراردادهای آتی یکسان از جهات مذکور به شکل استاندارد و یکنواخت از سوی بورس‌های ناشر تعیین می‌شود و طرفین قرارداد نمی‌توانند مفاد آن را تغییر دهند.

سوم: قرارداد آتی یکسان به‌دلیل ارائه در بورس، نقدینگی بالا دارد و به‌راحتی می‌توان آن را به دیگری انتقال داد. در صورتی که قراردادهای آتی خاص به‌دلیل توافقی بودن شرایط آن، فاقد بازار ثانویه منسجمی است؛ یعنی طرفین نمی‌توانند قرارداد را قبل از سررسید آن از طریق بورس به شخص دیگری منتقل کنند، مگر در بازارهای خارج از بورس برای آن مشتری پیدا شود.

چهارم: قراردادهای آتی خاص وقت‌گیر و هزینه‌برند و همواره خطر نکول و عدم اجرای آن و یا ورشکستگی طرفین قرارداد وجود دارد. در حالی که در قراردادهای آتی یکسان، با وجود سپرده حُسن انجام تعهد (margin) و نقشی که اتاق پایاپای بورس در این باره ایفا می‌کند، این مشکل برطرف شده است.

۳. قراردادهای اختیار معامله: اختیار معامله، قراردادی است میان خریدار و فروشنده که طبق آن، خریدار اختیار (option buyer, option holder) با پرداخت وجهی به فروشنده اختیار (option writer, option seller)، حق خرید یا فروش دارایی مشخصی (مالی مشخص) را با قیمت معین، در آینده به دست می‌آورد. این قرارداد نیز مانند هر قراردادی دارای عوضین است. خریدار به فروشنده وجهی پرداخت می‌کند که در واقع همان قیمت اختیار معامله است. فروشنده نیز حق خرید یا فروش دارایی مذکور را با قیمت معین به خریدار اعطا می‌کند (Don, 1991: 17/ Hudson, 2006: 28).

تبیین دقیق این قرارداد، انواع و مفاهیم اساسی آن، به این دلیل که موضوع اصلی تحقیق است، به مباحث آتی موكول می‌شود. در این مجال بر آنیم تا پس از شناخت اجمالی قرارداد مزبور، علت شکل‌گیری و دلیل ایجاد آن را بررسی کنیم و وجه تمایز آن را با قراردادهای آتی برشماریم.

دلیل اصلی ایجاد قرارداد اختیار معامله، وجود دو نقیصه در قراردادهای آتی بوده است: نخست اینکه چون قراردادهای آتی برای هر دو طرف آن تعهد ایجاد می‌کند، هیچ‌یک از آنان نمی‌تواند از تفاوت قیمت‌ها سودی کسب کند و باید حتماً با قیمت مشخص در قرارداد به تعهد خود عمل کنند. در صورتی که اختیار معامله، به دارنده حق می‌دهد که چنانچه تغییرات قیمت‌ها به نفع دارنده حق باشد، این حق را اعمال و در غیر این صورت، از آن صرف‌نظر کند. در این قرارداد حداکثر ضرر دارنده، همان مبلغی است که بابت کسب اختیار پرداخته است؛ دوم اینکه از قراردادهای آتی نمی‌توان برای مدیریت «تعهدات احتمالی» استفاده کرد، در صورتی که قرارداد اختیار معامله چنین قابلیت را دارد (عصمت پاشا، ۱۳۸۲: ۱۳۵)؛ یعنی می‌توان با خرید اختیار معامله، مالی معین و با قیمت مشخص در آینده تعهدات احتمالی را مدیریت کرد، بدون اینکه الزامی نسبت به انجام معامله مذکور وجود داشته باشد.

اگرچه قرارداد اختیار معامله از این نظر که یکی از مشتقات و وسیله‌ای برای پوشش خطر است، شبیه قرارداد آتی است، ولی از جهاتی با قراردادهای آتی متمایز است. بدین ترتیب، وجوه تمایز این دو قرارداد را می‌توان به شرح ذیل خلاصه کرد:

اول: طرفین قرارداد آتی صرف‌نظر از سود یا زیان، مکلف‌اند به تعهدات خود در قبال قرارداد عمل کنند. بنابراین، تعهدات ایجاد شده برای خریدار و فروشنده قراردادهای آتی متقارن است، در حالی که خریدار قرارداد اختیار معامله به اجرای مفاد قرارداد مکلف نیست. نامبرده زمانی مفاد قرارداد را اجرا می‌کند که از این اقدام سودی عایدش شود. در عین حال، فروشنده اختیار - در صورت تمایل خریدار به اجرای قرارداد - راهی جز اجرای تعهداتش ندارد. به بیان دیگر، قرارداد مزبور برای خریدار «حق» و برای فروشنده «تعهد» ایجاد می‌کند. از این رو، خطر معاملات در بازار اختیارات نامتقارن است و برای جبران این خطر نامتقارن، خریدار باید مبلغی به فروشنده پرداخت کند.

دوم: در انعقاد قرارداد آتی، مبلغی پرداخت نمی‌شود. به بیان دیگر، قرارداد مزبور عقدی عهدی و مشتمل بر تعهدات متقابل طرفین است، بدون اینکه وجهی میان آنان رد و بدل شود، در حالی که خریدار قرارداد اختیار برای جبران خطر فروشنده (متعهد) و در قبال اختیار خرید یا فروشی که به دست می‌آورد، باید مبلغی به فروشنده پرداخت کند. همان‌گونه که ملاحظه می‌شود، رابطه خطر و بازده میان دو قرارداد نیز متفاوت است. بدین صورت که خریدار قراردادهای آتی متناسب با میزان افزایش قیمت دارایی پایه قرارداد، سود می‌برد و با کاهش قیمت آن، به همان میزان متضرر می‌شود، در مقابل، فروشنده قراردادهای مذکور متناسب با افزایش قیمت دارایی پایه قرارداد متضرر می‌شود و با کاهش قیمت دارایی پایه قرارداد به همان میزان منتفع می‌شود. در قراردادهای اختیار معامله چنین رابطه متفاوتی میان خطر و بازده وجود ندارد، چون حداکثر ضرر خریدار قرارداد محدود به قیمت قرارداد اختیار معامله است و از آن فراتر نمی‌رود و حداکثر سود فروشنده قرارداد نیز به قیمت قرارداد محدود می‌شود (Dubofsky, 1992: 300).

سوم: اختیار معامله در میان مشتقات، تنها قراردادی است که هم در بورس و هم در

بازارهای خارج از بورس قابل معامله است، در حالی که قراردادهای آتی را فقط در بورس می‌توان معامله کرد (درخشان، ۱۳۸۳: ۹۴).

۴. **قراردادهای معاوضه:** اولین قراردادهای معاوضه در اوایل دهه ۱۹۸۰ منعقد شده‌اند. از آن زمان تاکنون بازار معاوضات رشد قابل توجهی داشته است. قرارداد معاوضه (سوآپ) توافقی است میان دو شخص مبنی بر معاوضه پرداخت‌های مربوط به اصل و فرع دو نوع متفاوت از بدهی یا دارایی‌ها در آینده (Hull, 2005: 151 and Cortes, 2003: 1). نیازهای مختلف شرکت‌ها و مؤسسات از یک سو و امکانات متفاوت آنان در دسترسی به منابع و بازارهای مالی از سوی دیگر، باعث ایجاد تنوع در نیازها و امکانات و به تبع آن، خلق ابزارهای مالی جدید برای مرتفع ساختن این نیازها شده است؛ به‌عنوان مثال، برخی از شرکت‌ها دسترسی کاملی به بازار مالی کشور یا منطقه‌ای خاص دارند و برخی دیگر به منابع مالی با نرخ متغیر و یا نرخ ثابت نیازمندند. چنین وضعیتی این تمایل را در شرکت‌های مزبور ایجاد کرده است که پرداخت‌های خود را با یکدیگر معاوضه کنند. در این میان، یکی از ابزارهای کارآمد و اثربخش، معاوضه (سوآپ نرخ بهره و سوآپ ارز) است. به‌وسیله این تکنیک می‌توان یک بدهی یا دارایی را از یک شکل به شکل دیگری درآورد و بدین‌وسیله نیازهای مالی خود را برطرف کرد.

معاوضه همانند قراردادهای آتی و اختیار معامله، جهت مواجهه با خطر مالی به‌کار گرفته می‌شود؛ یعنی از ابزارهای مهم در کنترل و مدیریت خطر است (گردشکنان، ۱۳۸۱: ۱۶). لازم به ذکر است، قرارداد معاوضه به‌عنوان ورقه‌ای به‌دار فقط در بازارهای خارج از بورس معامله می‌شود (درخشان، ۱۳۸۳: ۹۴).

۲. مفهوم قرارداد اختیار معامله

قرارداد اختیار معامله یکی از شایع‌ترین مشتقات مالی و صورت تکامل‌یافته قراردادهای آتی خاص و قراردادهای آتی یکسان است. همان‌گونه که دنیای تجارت هر روز تخصصی‌تر می‌شود، محصول مالی جدیدی به‌منظور پاسخ‌گویی بهتر به نیازهای تغییر یافته جدید شکل می‌گیرد. هر ابزار جدیدی که ایجاد می‌شود، باید ارزش افزوده‌ای بیشتر از ابزارهای موجود پدید آورد تا بتواند به حیات خود ادامه دهد. قرارداد اختیار

معامله به دلیل ویژگی و مزایای خاصی که دارد، این ارزش افزوده و جایگاه را در بازارهای مالی به دست آورده است؛ زیرا فعالان بازار به خوبی دریافته‌اند که انعطاف‌پذیری اختیارات در مقایسه با قراردادهای آتی بیشتر است و به همین دلیل، بهتر می‌توان خطر ناشی از نوسانات نامطلوب قیمت‌ها را با آن پوشش داد.

اختیار معامله در واقع قراردادی است که به خریدار حق می‌دهد مال معینی را با قیمتی که هم‌اکنون تعیین می‌شود، در مدت زمان مقرر میان طرفین، بخرد یا بفروشد (Cuthbertson k. and Nitzsche, 2000: 169). بنابراین، خریدار اختیار معامله ممکن است با توجه به نوع قراردادی که با فروشنده منعقد می‌کند، «حق خرید» یا «حق فروش» مال معینی را به دست آورد. مالی که در قرارداد مزبور حق خرید یا فروش آن مبادله می‌شود، ممکن است کالا (commodity option) یا دارایی مالی مانند اوراق بهادار (security option) باشد. اکنون برای درک بهتر ماهیت و آثار قرارداد اختیار معامله، برای هر دو نوع «اختیار خرید» (call option) و «اختیار فروش» (put option) و مزایای آنها مثالی ارائه می‌شود:

۱. اختیار خرید: فرض کنید اکنون آذر ماه است. شخصی برای سفر به خارج از کشور در اسفند ماه نیاز به تهیه ارز دارد، ولی تهیه ارز تا چهار ماه دیگر برای او مقدور نیست. در عین حال، نگران است که قیمت دلار در خلال این مدت افزایش یابد. بنابراین، با صرافی وارد مذاکره می‌شود و با وی به توافق می‌رسد که نامبرده با دریافت مبلغ نود هزار ریال، حق خرید هزار دلار را به قیمت نُه میلیون ریال در اسفند ماه در اختیار وی قرار دهد. با این قرارداد، خریدار این «حق» یا «اختیار» را به دست می‌آورد که در خلال این مدت یا در پایان آن - با توجه به نوع قرارداد - به صراف مراجعه کند و دلارهای مورد نظر را به همان قیمت توافقی خریداری کند، ولی متعهد به خرید آن نیست؛ یعنی اگر نظر او تغییر کرد، می‌تواند از خرید دلارهای مذکور صرف‌نظر کند، در حالی که نود هزار ریال پرداخت شده‌ او قابل استرداد نیست. در مقابل، صراف متعهد است حتی اگر قیمت دلار در خلال سه ماه افزایش یابد، دلارها را به همان قیمت توافقی به او بفروشد. به چنین توافقی در اصطلاح، «اختیار خرید» گفته می‌شود.

«اختیار خرید» را می‌توان خرید یا فروخت. هرگاه معامله‌کننده‌ای اختیار خریدی را

بخرد، معامله‌کننده دیگری وجود دارد که آن اختیار خرید را فروخته است. بنابراین، معامله‌کننده اول در موضع «خرید اختیار خرید» و معامله‌کننده دوم در موضع «فروش اختیار خرید» قرار دارد. اختیار خرید برای خریدار ابعاد مثبت بسیاری دارد که برخی از آنها در ذیل بیان می‌شود:

اول: خریدار فرصت می‌یابد تا مبلغ لازم برای خرید دلارها را تهیه کند.

دوم: اگر در این فاصله قیمت دلار پایین بیاید، خریدار می‌تواند با اسقاط حق خود و تحمل ضرر نود هزار ریالی که به صراف اول پرداخته است، هزار دلار مزبور را با قیمت کمتری از صراف دیگری تهیه کند.

سوم: اگر در این فاصله قیمت دلار افزایش یابد، حق خرید هزار دلار مزبور با قیمت توافقی همچنان برای خریدار محفوظ است.

چهارم: اگر خریدار به هر دلیل از سفر یا خرید دلار صرف‌نظر کند، هیچ تعهدی برای خرید دلارها ندارد. مهم‌ترین نکته در قرارداد اختیار معامله این است که قرارداد مذکور همواره برای خریدار ایجاد حق و برای فروشنده ایجاد تکلیف می‌کند. به بیان دیگر، خریدار اختیار، حق دارد اختیار به‌دست آمده را اعمال یا از آن صرف‌نظر کند؛ به‌عنوان مثال، اگر قیمت دلار در خلال مهلت مقرر چنان کاهش یابد که منفعت خریدار در این باشد که قرارداد را اعمال نکند، نامبرده می‌تواند از نود هزار ریال حق اختیاری که پرداخته است صرف‌نظر کند و دلار مورد نظر را در وضعیت قیمت جدید خریداری کند. بنابراین، حداکثر زیان خریدار اختیار، مبلغی است که بابت قیمت اختیار پرداخته است. در حالی که با تغییرات مطلوب قیمت، گاهی سود زیادی نصیب خریدار می‌شود. برخلاف خریدار که هیچ‌گونه تعهدی نسبت به فروشنده ندارد، فروشنده متعهد است در صورت تمایل خریدار به اعمال حق خود، به مفاد قرارداد عمل کند و دارایی پایه را به قیمت مندرج در قرارداد و بدون توجه به قیمت جاری، در بازار به خریدار بفروشد. تنها سودی که فروشنده اختیار می‌تواند به‌دست آورد، وجهی است که خریدار برای کسب امتیاز حق خرید به وی پرداخته است. در حالی که زیان فروشنده تابع وضعیت بازار است و در مواردی این زیان ممکن است قابل توجه باشد.

۲. **اختیار فروش:** فرض کنید اکنون شهریور ماه است و باغداری نگران فروش

مرکبات خود در آبان ماه و کاهش ارزش آن به دلیل عرضه زیاد مرکبات در این ماه است. بنابراین، با ورود به بازار اختیارات، می‌خواهد خود را از تأثیرات سوء کاهش احتمالی قیمت مصون نگاه دارد. نامبرده تصمیم می‌گیرد اختیار فروش یک تن از محصولاتش را از فروشنده‌ای بخرد. اگر قیمت توافقی این قرارداد پنج میلیون ریال باشد، نامبرده مثلاً باید مبلغ پانصد هزار ریال به عنوان (قیمت اختیار) به فروشنده بپردازد تا بتواند محصولاتش را در قبال تغییرات نامطلوب قیمت پوشش دهد؛ زیرا با پرداخت این قیمت، مطمئن می‌شود که در آبان ماه می‌تواند مرکبات خود را به قیمت پنج میلیون ریال بفروشد. روشن است خریدار با این قرارداد الزاماً به فروش محصولات خود متعهد نمی‌شود. به عبارت دیگر، اگر معلوم شود قیمت مرکبات در خلال سه ماه به بیش از پنج میلیون ریال (مثلاً شش میلیون ریال) افزایش خواهد یافت، خریدار ضرورتی به اجرای قرارداد نخواهد داشت؛ زیرا نفع او ایجاب می‌کند که مرکبات خود را با قیمت جاری که بیش از قیمت توافقی است به فروش رساند، ولی در هر حال مبلغی که بابت اختیار فروش پرداخته است، قابل استرداد نیست. بنابراین، زیان خریدار در این معامله فقط محدود به قیمت اختیاری است که فروشنده پرداخته است. از سوی دیگر، اگر قیمت مرکبات مزبور در خلال سه ماه کاهش یابد مثلاً به چهار میلیون ریال برسد، سود خریدار ایجاب می‌کند که با اِعمال قرارداد از منافع آن بهره‌مند شود. در چنین حالتی فروشنده قرارداد متعهد به اجرای مفاد قرارداد است. سود خریدار در چنین وضعیتی یک میلیون ریال است که برای رسیدن به سود خالص باید قیمت اختیار را که در ابتدا پرداخت شده است، از این مبلغ کسر کرد ($500000 = 1000000 - 500000$). همان‌گونه که ملاحظه می‌شود، خرید اختیار فروش فقط حق انجام معامله را ایجاد می‌کند. خریدار نه مالک دارایی پایه می‌شود و نه ملزم به انجام معامله می‌شود. بنابراین، خریدار همیشه این حق را دارد که از اختیار خود صرف‌نظر کند، در حالی که در فروش اختیار، فروشنده حتماً ملزم به رعایت مفاد قرارداد است.

«اختیار فروش» را می‌توان خرید یا فروخت. هرگاه معامله‌کننده‌ای «اختیار فروش» را بخرد، معامله‌کننده دیگری وجود دارد که آن «اختیار فروش» را فروخته است. بنابراین، معامله‌کننده اول در موضع «خرید اختیار فروش» و معامله‌کننده دوم در موضع

«فروش اختیار فروش» قرار دارد. معامله مذکور در مثال پیش گفته برای خریدار واجد ابعاد مثبت متعددی است که به برخی از آنها در ذیل اشاره می‌شود:

اول: خریدار اختیار فروش فرصت می‌یابد تا کالای مورد معامله را اگر در اختیار ندارد تهیه و برای فروش عرضه کند.

دوم: اگر در این فاصله قیمت مرکبات افزایش یابد، می‌تواند با اسقاط حق خود و تحمل ضرر پانصد هزار ریالی که به فروشنده پرداخته است، مرکباتش را با قیمت بیشتری به دیگری بفروشد.

سوم: اگر در این فاصله قیمت مرکبات کاهش یابد، حق فروش مرکبات با قیمت توافقی همچنان برای خریدار محفوظ است.

چهارم: اگر خریدار به هر دلیل از فروش مرکبات خود صرف نظر کند، هیچ تعهدی برای فروش میوه‌ها ندارد. در این صورت حداکثر زیان خریدار، مبلغی است که بابت قیمت اختیار پرداخته است، در حالی که با تغییرات مطلوب قیمت، گاهی سود زیادی نصیب خریدار می‌شود.

در هر قرارداد اختیار معامله، دو طرف وجود دارد؛ یک طرف معامله، سرمایه‌گذاری است که در «موقعیت خرید» (long position) قرار گرفته است و اختیار معامله را خریده است. طرف دوم قرارداد، شخصی است که «موقعیت فروش» (short position) اتخاذ کرده است و اختیار معامله را فروخته است. بنابراین، به‌طور کلی چهار حالت یا موقعیت برای اختیار معامله قابل تصور است. «فروش اختیار خرید» (short call option)، «خرید اختیار خرید» (long call option)، «فروش اختیار فروش» (short put option)، «خرید اختیار فروش» (long put option).

یکی دیگر از تفاوت‌های عمده بازار اختیارات با بازار قراردادهای آتی این است که در بازار قراردادهای آتی، خریدار در «موضع خرید» دارایی پایه قرار می‌گیرد و فروشنده در «موضع فروش» دارایی پایه است، ولی در بازار اختیارات، خریدار می‌تواند برحسب اینکه اختیار از نوع خرید یا فروش باشد، در موضع خرید یا فروش دارایی پایه قرار داشته باشد. بنابراین، در بازار اختیارات چهار حالت قابل تصور است (درخشان، ۱۳۸۳: ۲۰۲).

برای درک بهتر روابط طرفین قرارداد، می‌توان حالات مذکور را به شکل ذیل ترسیم کرد:

فروشنده	خریدار
فروش اختیار خرید	خرید اختیار خرید
فروش اختیار فروش	خرید اختیار فروش

۳. اصطلاحات مرتبط با قرارداد اختیار معامله

اینک با توجه به تعریف قرارداد اختیار معامله و مثال‌های مذکور در مبحث پیشین، به تبیین مفاهیم و اصطلاحات رایج در این قرارداد می‌پردازیم:

۱. قیمت اختیار (option premium, option price): مبلغی است که خریدار اختیار معامله با توجه به قرارداد، برای کسب حق خرید یا فروش به فروشنده می‌پردازد (clam dictionary, 2003: 201). به بیان دیگر، قیمت اختیار، مبلغی است که خریدار حاضر است برای به‌دست آوردن حق خرید یا فروش مالی به طرف دیگر قرارداد بپردازد. این مبلغ تحت تأثیر عوامل مختلفی از قبیل سررسید قرارداد، قیمت توافقی، نوسان قیمت دارایی پایه در بازار و نرخ بهره تعیین می‌شود.

از آنجا که قرارداد اختیار معامله بسیار شبیه معاملات در صنعت بیمه است، بدین جهت معادل انگلیسی «قیمت اختیار» مترادف واژه «حق بیمه» است.

۲. دارایی پایه (the underlying asset): «دارایی» در علم اقتصاد و مدیریت مالی و در معنای عام خود شامل پول، مطالبات پولی و به‌طور کلی هر مالی که به سهولت قابل تبدیل به وجه نقد باشد اطلاق می‌شود (Black, 2003: 174). دارایی را به دو دسته تقسیم می‌کنند: مشهود و نامشهود. دارایی مشهود به اموالی اطلاق می‌شود که معمولاً مستهلک نمی‌شوند؛ مانند زمین و هر نوع دارایی ثابت که بتوان آن را با حواس ظاهری درک کرد (فرهنگ، ۱۳۷۱: ۲۱۸۳). دارایی نامشهود به دارایی‌های غیرقابل رؤیت گفته می‌شود؛ مانند سرقفلی، حق تألیف و انواع حق امتیازها (گلریز، ۱۳۸۰: ۲۲۸). اوراق بهادار مانند اوراق مشارکت و سهام نیز از این دسته محسوب می‌شوند.

منظور از «دارایی پایه» در قرارداد اختیار معامله، مال موضوع قرارداد نهایی است که

حق خرید یا فروش آن به دارنده اختیار داده شده است. دارایی پایه در قرارداد مزبور ممکن است مشهود مانند کالا، غلات، نفت یا نامشهود مانند سهام و اوراق بهادار باشد. در هر حال، شرایط این دارایی از نظر جنس، کمیت و کیفیت باید میان طرفین قرارداد معلوم باشد.

۳. قیمت توافقی یا قیمت اعمال (exercise price, strike price, contract price):

مبلغی است که می‌توان با آن دارایی پایه مذکور در قرارداد اختیار معامله را در آینده مورد معامله قرار داد (butler and isaacs, 1996: 102). روشن است این قیمت در بازارهای خارج از بورس با توافق طرفین و پس از مذاکره تعیین می‌شود، ولی در مورد اختیاراتی که در بورس‌ها معامله می‌شوند، امکان چنین توافقی وجود ندارد؛ زیرا قیمت این‌گونه اختیارات به صورت استاندارد رأساً از سوی بورس اعلام می‌شود. با وجود این، از آنجا که طرفین قرارداد اختیار با رضایت به چنین قیمتی اقدام به معامله می‌کنند، به قیمت مزبور در اصطلاح «قیمت توافقی» می‌گویند.

۴. سررسید یا تاریخ انقضا (expiration date, maturity or declaration date):

در قرارداد اختیار معامله، مدت اعتبار و دوام قرارداد مزبور را مشخص می‌کند. به بیان دیگر، برخلاف اسناد تجاری که پس از حصول سررسید قابل مطالبه‌اند، قرارداد اختیار معامله تا سررسید معتبر و قابل اعمال است و با اتمام مهلت سررسید، از اعتبار ساقط می‌شود. تاریخ انقضای قراردادهای اختیار معامله‌ای که در بازارهای معمولی معامله می‌شود، با توافق طرفین تعیین می‌شود، ولی این تاریخ در بورس‌های مهم دنیا استاندارد و فقط در ماه‌های خاص انجام می‌گیرد.

لازم به ذکر است که «تاریخ اعمال» (exercise date) را نباید با «تاریخ انقضا» خلط کرد؛ منظور از «تاریخ اعمال» زمانی است که خریدار قبل از سررسید و انقضای قرارداد برای اجرای حق خود به فروشنده مراجعه می‌کند (butler and isaacs, 1996: 102).

۵. حجم قرارداد: مقدار دارایی است که اختیار خرید یا فروش آن با قیمت توافقی،

تا سررسید مقرر به خریدار اعطا شده است. در زمان انعقاد قرارداد اختیار معامله باید دقیقاً مشخص شود که در سررسید چه نوع دارایی و به چه اندازه، مورد معامله واقع می‌شود. این حجم اگرچه در قراردادهای خارج از بورس با توافق طرفین تعیین می‌شود،

ولی در قراردادهای اختیار معامله‌ای که در بورس انجام می‌شود، مقدار آن استاندارد و تحویل آن نیز از سوی اتاق پایایی بورس تضمین شده است. به همین دلیل به آن «دارایی تضمین شده» (underling assets, underling instrument) نیز اطلاق می‌شود.

تصمیم‌گیری درباره اندازه یک قرارداد از اهمیت زیادی برخوردار است؛ زیرا اگر اندازه یک قرارداد خیلی زیاد باشد، بیشتر اشخاصی که قصد پوشش خطر یا بورس‌بازی نسبت به مقدار کمی از دارایی مورد نظر را دارند، نمی‌توانند از این قراردادها استفاده کنند. از سوی دیگر، چنانچه اندازه قرارداد خیلی کم باشد، با توجه به اینکه برای هر قراردادی که معامله می‌شود، هزینه‌ای تعلق می‌گیرد، هزینه معاملات افزایش می‌یابد. اندازه صحیح یک قرارداد به نوع کاربرد آن بستگی دارد (هال، ۱۳۸۴: ۵۵).

برای مثال، در بازار بورس، نفت خام در واحدهای هزار بشکه‌ای معامله می‌شود. بنابراین، حجم یک قرارداد اختیار معامله نفت خام، معادل هزار بشکه نفت خام است. به همین ترتیب، هر قرارداد گازوئیل معادل صد تن گازوئیل است. قراردادهای مس، طلا و غلات به ترتیب معادل بیست و پنج هزار پوند مس و پنج هزار اونس طلا و پنج هزار بوشل^۱ غله (گندم، جو و ذرت) است.

۴. انواع قرارداد اختیار معامله

قرارداد اختیار معامله از جهات مختلف دارای انواع گوناگونی است که این تنوع از اختلاف در شرایط، احکام و آثار قراردادهای اختیار معامله ناشی می‌شود. به بیان دیگر، قرارداد اختیار معامله را می‌توان به اعتبار نوع حق مورد انتقال، ارزش موضوع قرارداد، تاریخ انقضا یا سررسید، نوع عرضه و بازاری که اختیارات در آن معامله می‌شود و همچنین از نظر مال موضوع قرارداد نهایی به انواع گوناگونی تقسیم کرد. در این مبحث به اختصار به این تقسیمات اشاره می‌شود:

۱. به اعتبار نوع حق مورد انتقال: قرارداد اختیار معامله را به اعتبار نوع حقی که به خریدار منتقل می‌کند، می‌توان به دو نوع «اختیار خرید» (call option) و

۱. «bushel» واحد اندازه‌گیری غلات در ایالات متحده (معادل ۸ گالن انگلیسی) و در حدود ۳۶/۴ لیتر است.

«اختیار فروش» (put option) تقسیم کرد.

اختیار خرید، قراردادی است که طبق آن، خریدار حق می‌یابد مال معلومی را به قیمت مشخص، در مدت زمان معینی خریداری کند (Back, 2005: 5). در واقع خریدار در قبال پرداخت وجهی به فروشنده، این حق را پیدا می‌کند که فروش مال موضوع معامله را در مدت زمان مشخص و با قیمتی که قبلاً به توافق رسیده‌اند، از فروشنده بخواهد.

موارد کاربرد اختیار خرید را به شرح ذیل می‌توان خلاصه کرد:

اول: اختیار خرید در واقع از جانب کسانی که افزایش قیمت‌ها را در بازار انتظار دارند، انجام می‌شود. بنابراین، چنین معامله‌ای می‌تواند وسیله کسب درآمد و تجارت تلقی شود؛ به‌عنوان مثال، کسی که حق خرید کالایی را به‌دست آورده است، در صورت افزایش قیمت‌ها، کالای مذکور را به قیمت مقرر در قرارداد اختیار خرید که کمتر از قیمت فعلی است می‌خرد و سپس با فروش آن به‌صورت نقدی، سود می‌برد.

دوم: اختیار خرید می‌تواند به‌عنوان وسیله‌ای برای پوشش خطر و کسب اطمینان از قیمت آتی کالاها باشد؛ برای مثال، شخصی که کالایی را به‌صورت کلی برای تحویل در آینده فروخته است و اکنون کالای مذکور را در اختیار ندارد، برای اینکه خود را در برابر خطر ناشی از تغییرات نامطلوب قیمت‌ها پوشش دهد، بهتر است اختیار خرید کالای مذکور را خریداری کند تا بتواند به تعهدات خود عمل کند.

سوم: اختیار خرید می‌تواند به‌عنوان وسیله‌ای برای بورس‌بازی و سقوط کاذب قیمت‌ها در بازار به‌کار رود (Dice & Eiteman, 1952: 252)؛ به‌عنوان مثال، شخصی که سهام‌دار عمده‌ای در بازار است و انتظار کاهش قیمت‌ها را دارد، اگر سهام خود را یک‌باره در معرض فروش بگذارد، خورده سهام‌داران نیز در این حرکت یعنی فروش سهام خود، او را همراهی می‌کنند. روشن است چنین اقدامی به‌دلیل عدم توازن میان عرضه و تقاضا باعث سقوط قیمت‌ها می‌شود. در چنین وضعیتی سهام‌دار مذکور برای در امان ماندن از تغییرات ناگهانی بازار، به معامله دیگری نیز متمسک می‌شود که نتیجه‌ای جز کاهش مجدد قیمت‌ها و کسب سود از قبل آن ندارد و آن فروش اختیار خرید سهام مذکور به قیمت توافقی پایین و وسوسه برانگیز برای خریداران است. معلوم است در شرایطی که قیمت‌ها در سراسیمگی سقوط‌اند، هیچ دارنده اختیار خریدی

حق خود را اعمال نمی‌کند؛ زیرا می‌تواند سهام مذکور را به قیمت ارزان‌تر از بازار تهیه کند. پس تاجر فروشنده از قبل اختیار خریدهایی که به خریداران فروخته است نیز سود کسب می‌کند.

اختیار فروش، قراردادی است که طبق آن، خریدار حق می‌یابد مال معلومی را با قیمت مشخص و در مدت زمان معینی بفروشد (Back, 2005: 550). در واقع خریدار در قبال پرداخت وجهی به فروشنده، این حق را پیدا می‌کند که خرید مال موضوع معامله را در مدت زمان مشخص و با قیمتی که قبلاً توافق شده است، از فروشنده بخواهد. قرارداد اختیار فروش نیز همانند قرارداد اختیار خرید، کاربردهای فراوانی دارد: اول: قرارداد اختیار فروش در اصل از جانب کسانی که کاهش قیمت‌ها را در بازار انتظار دارند، منعقد می‌شود. بنابراین، چنین معامله‌ای می‌تواند وسیله‌ای برای کسب درآمد و تجارت تلقی شود.

دوم: اختیار فروش می‌تواند به‌عنوان بدل فروش نقدی به‌کار رود. بنابراین، معامله‌کننده‌ای که کاهش قیمت‌ها را در بازار پیش‌بینی می‌کند، دو راه پیش روی دارد: یا مال خود را به‌صورت نقدی و قبل از کاهش قیمت‌ها بفروشد و یا اختیار فروش آن را بخرد. برخی روش دوم را بر روش اول ترجیح می‌دهند؛ زیرا بدین وسیله می‌توان قبل از سررسید اختیار فروش، مال مورد نظر را با قیمت ارزان‌تر از بازار خرید و سپس همان مال را با قیمت توافقی در قرارداد اختیار فروش - که معمولاً بالاتر از قیمت روز کالا است - فروخت و بدین طریق از حاصل تفاوت دو قیمت، سود برد.

سوم: اختیار فروش به‌عنوان ابزاری برای پوشش خطر ناشی از تغییر نامطلوب قیمت‌ها نیز استفاده می‌شود؛ به‌عنوان مثال، معامله‌کننده‌ای سهام معینی را به امید افزایش قیمت آن می‌خرد تا پس از مدتی با فروش آن سودی عایدش شود. هم‌زمان اگر نگران کاهش قیمت سهام مذکور باشد، می‌تواند با خرید اختیار فروش آن - به قیمت سهام خریداری شده - خود را در قبال کاهش قیمت سهام مذکور پوشش دهد. چنین اقدامی این امکان را برای وی فراهم می‌کند که بتواند سهام خود را حداقل به قیمتی که خریده است، بفروشد. البته باید توجه داشت که اگر قیمت سهام مزبور در بازار افزایش یابد، دیگر اعمال اختیار فروش ضرورتی ندارد و نامبرده می‌تواند سهام خود را با قیمت بیشتری

در بازار بفروشد، در این صورت آنچه از دست داده است فقط «قیمت اختیار» است. **چهارم:** اختیار فروش می‌تواند به‌عنوان وسیله‌ای برای تأثیر بر قیمت‌ها در بازار - بورس‌بازی - به‌کار رود. اگر یکی از معامله‌گران بزرگ بازار که دارای سهام عمده‌ای است، به افزایش قیمت سهام خود تمایل داشته باشد، می‌تواند اختیار فروش سهام‌های مذکور را با قیمت توافقی نازلی به دیگران بفروشد. با چنین اقدامی، نامبرده در آینده‌ای نزدیک، در صورت مطالبه خریداران، ملتزم به خرید سهام موضوع معامله است، ولی وی مطمئن نیست که واقعاً خریداران سهام موضوع معامله را جهت فروش ارائه خواهند کرد یا خیر. از آنجا که اقدامات سهام‌داران عمده در بازار پیوسته طبق نظر معامله‌کنندگان جزء قرار دارد، معامله‌گران جزء در پیروی از اقدام معامله‌کننده عمده مزبور و به امید افزایش قیمت‌ها، به خرید سهمی که موضوع قرارداد اختیار فروش بوده است، اقدام می‌کنند. چنین اقدامی به دلیل افزایش تقاضای بازار، خودبه‌خود باعث افزایش قیمت سهام مذکور خواهد شد. روشن است در چنین شرایطی دارندگان اختیار فروش، اختیار خود را اعمال نخواهند کرد؛ زیرا می‌توانند کالای خود را با قیمت بالاتری در بازار بفروشند. در چنین شرایطی این بورس‌باز است که از «قیمت اختیار» سود می‌برد و ارزش سهام وی افزایش یافته است.

۲. به اعتبار ارزش قرارداد: با توجه به ارتباط میان قیمت توافق شده و قیمت جاری دارایی پایه در بازار، قرارداد اختیار معامله از نظر ارزش معاملاتی به سه دسته «بازارزش» (money - the - in)، «به ارزش» (money - the - at) و «بی ارزش» (the - of - out - money) تقسیم می‌شود.^۱ با توجه به تقسیم قرارداد اختیار معامله به اختیار خرید و اختیار فروش، به اختیار خریدی که قیمت جاری دارایی پایه آن در بازار بیشتر از قیمت اعمال آن باشد، «بازارزش» یا «سودآور» گفته می‌شود. چنین اختیاری در صورت اجرا برای دارنده آن دستاورد نقدی مثبت به ارمغان می‌آورد. اگر قیمت جاری دارایی پایه در بازار برابر قیمت اعمال باشد، اختیار خرید را «به ارزش» یا «خنثی» می‌نامند. بنابراین،

۱. در اصطلاحات مالی زبان انگلیسی، هر معامله سودآور را «ITM» (مخفف: In-The-Money)، هر معامله زیان‌آور را «OTM» (مخفف: Out-Of-The-Money) و هر معامله خنثی و بی تفاوت را «ATM» (مخفف: At-The-Money) می‌گویند.

چنین اختیار معامله‌ای در صورت اجرا هیچ دستاورد مثبت یا منفی برای دارنده آن به همراه ندارد. در نهایت، اگر قیمت جاری دارایی پایه کمتر از قیمت اعمال شده باشد، آن اختیار خرید را «بی‌ارزش» یا «زیان‌ده» گویند. چنین اختیاری در صورت اجرا برای دارنده آن دستاورد نقدی منفی به همراه دارد. اختیار خرید با ارزش ممکن است اعمال شود، ولی اختیار خرید بی‌ارزش هیچ‌گاه اعمال نمی‌شود (Redhead, 1992: 64).

به همین ترتیب، به اختیار فروشی که قیمت جاری دارایی پایه آن در بازار کمتر از قیمت اعمال باشد، اختیار فروش «با ارزش» گویند. اگر قیمت جاری دارایی پایه در بازار برابر قیمت اعمال باشد، اختیار فروش را «به ارزش» می‌نامند و در نهایت، اگر قیمت جاری دارایی پایه در بازار بیشتر از قیمت اعمال باشد، اختیار فروش را «بی‌ارزش» گویند. اختیار فروش با ارزش معمولاً اعمال می‌شود در حالی که اختیار فروش بی‌ارزش هیچ‌گاه اعمال نمی‌شود.

۳. به اعتبار سررسید: قراردادهای اختیار معامله از نظر سررسید یا تاریخ انقضا، به انواع گوناگونی تقسیم می‌شوند که شایع‌ترین آنها «اختیار معامله آمریکایی» (american option) و «اختیار معامله اروپایی» (european option) است.

اختیار معامله آمریکایی به اختیاری گفته می‌شود که در هر زمانی از طول دوره خود قابل اعمال است (Webber, 1994: 4). بنابراین، خریدار می‌تواند در هر زمانی که اجرای قرارداد را مناسب تشخیص داد (تا پیش از تاریخ انقضا)، اختیار معامله را اعمال کند. اختیار معامله اروپایی به اختیاری گفته می‌شود که فقط در تاریخ انقضا قابل اعمال است (Arditti, 1996: 7). بنابراین، خریدار در طول دوره قرارداد نمی‌تواند آن را اعمال کند. در این‌گونه اختیارات، خریدار باید میان انتقال اختیار معامله به دیگری یا انتظار تا تاریخ انقضا، یکی را انتخاب کند.

تقسیم‌بندی اختیار به آمریکایی و اروپایی، به موقعیت جغرافیایی ربطی ندارد و فقط زمان اجرای اختیار را بیان می‌کند. بنابراین، اختیار اروپایی در بورس‌های آمریکا و اختیار آمریکایی در بورس‌های اروپا کاملاً رایج است، ولی بیشتر اختیاراتی که در بورس‌های رسمی معامله می‌شود از نوع آمریکایی است (درخشان، ۱۳۸۳: ۱۹۵).
غیر از اختیارهای آمریکایی و اروپایی، نوع سومی نیز وجود دارد که میان این دو

قرار می‌گیرد. بدین معنا که قبل از انقضای اختیار، خریدار فقط در تاریخ معینی می‌تواند آن را به اجرا گذارد. به همین دلیل، به این گونه اختیارات در اصطلاح «اختیار آتلانتیکی» (atlantic option) یا «اختیارهای با زمان اجرای محدود» (limited option) و یا «اختیار شبه‌امریکایی» (american option - quasi) گفته می‌شود (درخشان، ۱۳۸۳: ۱۹۵).

۴. به اعتبار نوع عرضه: اختیار معامله را از نظر نوع عرضه می‌توان به دو دسته اختیاراتی که در بازار معاملات «اولیه» (primary market) و اختیاراتی که در بازار معاملات «ثانویه» (secondary market) عرضه می‌شوند، تقسیم کرد. اوراق جدید تازه انتشار یافته، در بازار اولیه مبادله می‌شوند. بند ۹ ماده ۱ قانون بازار اوراق بهادار جمهوری اسلامی ایران در تعریف بازار اولیه می‌گوید: «بازار اولیه، بازاری است که اولین عرضه و پذیره‌نویسی اوراق بهادار جدیدالانتشار در آن انجام می‌شود و منابع حاصل از عرضه اوراق بهادار در اختیار ناشر قرار می‌گیرد». بازار ثانویه که به آن بازار دست دوم نیز گفته می‌شود، به بازاری اطلاق می‌شود که در آن اوراق مالی که قبلاً در بازار اولیه منتشر شده است، دادوستد می‌شود (بند ۱۰ ماده ۱ قانون مذکور). این بازار مکمل بازار اولیه و جزئی از بازارهای مالی محسوب می‌شود. در این بازار، قیمت‌ها براساس مکانیزم عرضه و تقاضا تعیین می‌شود و شرایط لازم برای تبدیل دارایی‌های مالی به نقدینگی فراهم می‌شود. این تقسیم‌بندی صرف‌نظر از ابعاد اقتصادی، دارای آثار حقوقی متعددی است.

۵. به اعتبار نوع بازار: قرارداد اختیار معامله به اعتبار نوع بازاری که این قراردادها در آن معامله می‌شوند، به دو نوع قابل معامله در «بازار بورس» و قابل معامله در بازارهای «خارج از بورس» (counter - the - over) تقسیم می‌شود. طبق بند ۳ ماده ۱ قانون بازار اوراق بهادار: «بورس اوراق بهادار بازاری متشکل و خودانتظام است که اوراق بهادار در آن به وسیله کارگزاران و یا معامله‌گران، طبق مقررات این قانون دادوستد می‌شود». همچنین، طبق بند ۸ ماده ۱ قانون مذکور: «بازار خارج از بورس، بازاری است در قالب شبکه ارتباط الکترونیک یا غیرالکترونیک که معاملات اوراق بهادار در آن بر پایه مذاکره صورت می‌گیرد». این دو بازار تفاوت‌های اساسی با یکدیگر دارند. یکی از مهم‌ترین تفاوت‌ها این است که بازارهای فرابورس، تسهیلات بیشتری را برای

خریداران فراهم می‌کنند؛ زیرا طرفین، شرایط قرارداد را آزادانه و در گفت‌وگوی مستقیم تعیین می‌کنند، در حالی که اختیارات ارائه شده در بورس، استاندارد و متحدالشکل‌اند. از سوی دیگر، مهم‌ترین ایراد اختیارات خارج از بورس، نبود ضمانت اجرای مؤثر برای تعهدات فروشنده است.

۶. به اعتبار مال موضوع قرارداد نهایی: به‌طور کلی قراردادهای اختیار معامله را می‌توان براساس نوع مال موضوع قرارداد اصلی، به دو دسته کلی «قراردادهای مبتنی بر کالا» و «قراردادهای مبتنی بر اوراق بهادار» تقسیم کرد.

«اختیار معامله مبتنی بر کالا» (commodity option) قراردادی است که موضوع آن مالی غیر از اوراق بهادار مانند طلا، فلزات، انرژی (نفت، گاز و برق)، فرآورده‌های نفتی، محصولات کشاورزی و دامی است، در حالی که «اختیار معامله مبتنی بر اوراق بهادار» (security option) قراردادی است که موضوع آن یکی از اوراق بهادار مانند سهام یا اوراق قرضه است. با توجه به ویژگی خاص قراردادهای اختیار معامله واقع بر اوراق بهادار و شیوع آن در بازارهای مالی، فقط به بررسی اهم مصادیق این‌گونه از اختیارات خواهیم پرداخت:

اول. اختیار معامله سهام (stock option): اختیار معامله‌ای است که بر روی تعداد سهام خاصی ایجاد می‌شود. این نوع اختیار معامله پُررونق‌ترین نوع اختیار معامله است. قرارداد اختیار معامله سهام، به دارنده آن حق می‌دهد صد سهم با قیمت مورد توافق بخرد یا بفروشد.

دوم. اختیار معامله شاخص سهام (index option): قراردادی است که بر روی شاخص سهام ایجاد می‌شود. هر شاخص سهام در بورس، نمایانگر مجموعه‌ای از یک سری سهام خاص است. بنابراین، قرارداد اختیار معامله شاخص عبارت است از: حق خرید یا فروش صد مرتبه شاخص در قیمت معین شده و توافقی (Hull, 2005: 187).

وجه تمایز اصلی قرارداد اختیار معامله شاخص سهام با قرارداد اختیار معامله سهام، روش «تسویه حساب نقدی» (cash settlement) آن است. از آنجا که هر شاخص سهام نمایانگر سبب صعودی یا نزولی قیمت یک سری سهام خاص ارائه شده در بورس است، خاص است، تهیه و مبادله مجموعه‌ای از سهام که عیناً همانند ترکیب تشکیل‌دهنده

شاخص باشد، کار دشواری است. به همین دلیل، برای تسهیل مبادله، از روش تسویه حساب نقدی استفاده می‌شود؛ یعنی چنانچه دارنده حق خرید شاخص، حق خود را اعمال کند، فروشنده تفاوت سطح شاخص و قیمت توافقی را محاسبه می‌کند و در تعداد سهام موجود در شاخص ضرب می‌کند و معادل حاصل این محاسبات، پول نقد به خریدار می‌پردازد؛ به‌عنوان مثال: چنانچه یک اختیار خرید شاخص که ۱۰۰ سهم دارد، خریداری شود. فرضاً شاخص ۳۰۰ و قیمت توافقی ۲۹۵ باشد. اگر اختیار معامله مزبور اعمال شود، فروشنده مذکور معادل $500 = 100 \times (300 - 295)$ دلار وجه نقد به خریدار اختیار می‌پردازد و هیچ‌گونه سهامی تحویل نمی‌شود.

سوم. اختیار معامله قراردادهای آتی (future options): در اختیار معامله آتی، دارایی پایه، یک قرارداد آتی است. تاریخ قرارداد آتی مورد بحث، معمولاً کمی پس از انقضای تاریخ اختیار معامله به پایان می‌رسد. در حال حاضر، در بیشتر دارایی‌هایی که موضوع قراردادهای آتی واقع می‌شوند، اختیار معامله قراردادهای آتی آنها وجود دارد (هال، ۱۳۸۴: ۳۱۳).

قراردادهای اختیار معامله‌ای که تاکنون بررسی کردیم، این حق را برای دارنده آن به‌وجود می‌آورد تا بتواند دارایی مشخصی را در تاریخ معینی بخرد یا بفروشد. از این اختیارات به‌عنوان «اختیار معاملات نقدی» یاد می‌شود؛ زیرا وقتی اختیار معامله مذکور اعمال می‌شود، خرید یا فروش دارایی با قیمت توافق شده بلافاصله انجام می‌گیرد. در حالی که در اختیار معامله قراردادهای آتی، دارنده با اعمال آن، صاحب یک قرارداد آتی می‌شود. بنابراین، اختیار معامله‌های آتی، حق ورود در یک قرارداد آتی با قیمت آتی معین و در زمان مشخص است. اگرچه خریدار اختیار معامله آتی، به ورود به قرارداد آتی مکلف نیست، ولی با اعمال اختیار و ورود به قرارداد آتی - با توجه به موضع معاملاتی قرارداد آتی خریداری شده - به خرید و فروش دارایی پایه در سررسید متعهد می‌شود (هال، ۱۳۸۴: ۴۸۱).

«اختیار خرید قرارداد آتی» به‌معنای حق ورود در یک قرارداد آتی و اتخاذ موضع خرید با قیمت مشخص و معلوم است. بنابراین، هرگاه دارنده اختیار خرید قرارداد آتی، تصمیم بگیرد آن را اجرا کند، از آن به بعد در حکم دارنده قرارداد آتی است و مبلغی

پول نقد معادل مازاد قیمت آتی به قیمت توافقی به دست می‌آورد. همچنین، «اختیار فروش قرارداد آتی» به معنای حق ورود در یک قرارداد آتی و اتخاذ موضع فروش با قیمت مشخص است. بنابراین، هرگاه دارنده اختیار فروش قرارداد آتی، تصمیم بگیرد آن را به اجرا گذارد، از زمان اجرا به بعد، وی در حکم «فروشنده قرارداد آتی» است و مبلغی پول نقد معادل مازاد قیمت توافقی به قیمت آتی کسب می‌کند (هال، ۱۳۸۴: ۴۹۹).

چهارم. اختیار معامله ارز (foreign currency option): مهم‌ترین بورس مبادله اختیار معامله ارز، بورس سهام فیلادلفیاست. این بورس هر دو نوع اختیار معامله امریکایی و اروپایی را بر ارزشهای: دلار امریکا، پوند انگلیس، دلار کانادا، مارک آلمان، فرانک فرانسه، ین ژاپن و فرانک سوئیس ارائه می‌دهد. حجم قرارداد، بستگی به نوع ارز دارد؛ به عنوان مثال: یک قرارداد اختیار معامله پوند انگلیس، حق خرید یا فروش ۳۱۲۵۰ پوند را به دارنده آن می‌دهد. در حالی که قرارداد اختیار معامله ین ژاپن، مشتمل بر حق خرید یا فروش ۶/۲۵ میلیون ین است (Hull, 1993: 137).

البته حجم قابل توجهی از قراردادهای اختیار معامله ارزشهای خارجی در خارج از بورس‌های سازمان یافته نیز معامله می‌شود. بسیاری از بانک‌ها و مؤسسات مالی، خرید و فروش قراردادهای اختیار معامله ارزشها را انجام می‌دهند تا نیازهای مشتری از قبیل: قیمت توافقی، تاریخ انقضا و ویژگی‌های دیگر مورد نظر وی را برآورده کنند.

۵. فعالان بازارهای اختیار معامله^۱

سرمایه‌گذاران و تولیدکنندگان با اهداف و مقاصد گوناگون به بازار اختیارات وارد می‌شوند. صرف نظر از کارگزاران که با دریافت کمیسیون، واسطه میان خریدار و فروشنده می‌شوند، فعالان واقعی بازار اختیارات را می‌توان به سه گروه «پوشش دهندگان خطر»، «بورس‌بازان» و «برقرارکنندگان موازنه» تقسیم کرد.

۱. پوشش دهندگان خطر (hedgers): کسانی که با استفاده از قرارداد اختیار معامله می‌کوشند تا سرمایه خود را در قبال نوسانات احتمالی قیمت در آینده پوشش دهند و

1. option traders, option dealer.

خطر تغییرات نامطلوب قیمت را به حداقل رسانند. بیشتر شرکت‌هایی که در زمینه تولید، خرده‌فروشی یا ارائه خدمات فعالیت می‌کنند، درباره متغیرهایی مانند نرخ بهره، نرخ ارز و قیمت کالاها، از تخصص کافی برخوردار نیستند. بنابراین، منطقی است که به پوشش خطر ناشی از متغیرهای مذکور اقدام کنند و از این راه فقط بر فعالیت‌های اصلی خود متمرکز شوند. در واقع شرکت‌ها با استفاده از عملیات پوشش خطر می‌توانند خود را در مقابل رویدادهای غیرمترقبه مانند افزایش ناگهانی قیمت یک کالا بیمه کنند؛ به‌عنوان مثال: صادرکننده‌ای که نگران افت ارز خارجی و کاهش درآمدهای آینده خود است، می‌تواند با خرید اختیار فروش ارز حاصل از صادرات، خود را در مقابل حرکت نامطلوب قیمت ارز محافظت کند و در عین حال، از حرکت مطلوب قیمت ارز منتفع شود. برعکس، واردکننده‌ای که نگران افزایش نرخ ارز خارجی و افزایش هزینه‌های خود است، می‌تواند با خرید اختیار خرید، ارز مورد نیاز خود برای واردات را با نرخ ثابت تأمین و خود را در مقابل تغییرات نامطلوب قیمت ارز پوشش دهد.

هدف این دسته از معامله‌گران، به حداکثر رساندن سود خود نیست، بلکه از اختیار معامله به‌عنوان ابزاری برای تضمین و تثبیت وضعیت خود نسبت به کاهش یا افزایش قیمت‌ها استفاده می‌کنند. دقیقاً همانند بیمه‌گری که با بیمه خود قصد سود ندارد، ولی می‌خواهد در قبال خطرات احتمالی، از تضمین مناسبی برخوردار باشد.

۲. سفته‌بازان (speculators): پوشش‌دهندگان خطر از مواجه شدن با تغییرات نامطلوب قیمت دارایی‌ها اجتناب می‌کنند، در حالی که سفته‌بازان به استقبال خطر می‌روند و متناسب با نوع پیش‌بینی خود درباره تغییر قیمت‌ها، موقعیت‌هایی را کسب می‌کنند (هال، ۱۳۸۴: ۴۰). بنابراین، به معامله‌گرانی که برای حداکثر کردن سود، آگاهانه به استقبال خطر می‌روند، در اصطلاح «سفته‌باز» می‌گویند.

سفته‌بازان یا سوداگران برخلاف پوشش‌دهندگان خطر، با خرید و فروش اختیارات فقط به دنبال کسب منفعت‌اند؛ به‌عنوان مثال: زمانی که پیش‌بینی می‌شود قیمت‌های بازار در آینده افزایش خواهد یافت، اقدام به خرید و زمانی که قیمت‌های بازار افزایش می‌یابد، اقدام به فروش می‌کنند. برعکس، چنانچه پیش‌بینی شود قیمت‌های بازار در آینده کاهش می‌یابد، اقدام به فروش و در زمان کاهش قیمت‌های بازار، اقدام به خرید

می‌کنند و در نتیجه سود زیادی از تحولات بازار عایدشان می‌شود (بت‌شکن، ۱۳۷۷: ۳۰۷).
 سفته‌بازان به گرمی و روانی معاملات کمک می‌کنند؛ زیرا با حضور فعال در بازار،
 اختیارات حجم معاملات را افزایش می‌دهند. تکیه‌گاه اصلی این معامله‌گران در بازار
 فضایی است که پوشش‌دهندگان خطر ایجاد می‌کنند. در واقع تعداد قراردادهایی
 که دسته‌ای از پوشش‌دهندگان خطر قصد خرید آن را دارند، با تعداد قراردادهایی
 که دسته‌ای دیگر از پوشش‌دهندگان خطر قصد فروش آن را دارند، برابر نیست.
 سفته‌بازان شکافی را که به وسیله پوشش‌دهندگان خطر ایجاد شده است پُر می‌کنند.
 فعالیت آنان باعث می‌شود احتمال وجود خریدار یا فروشنده برای آن دسته از
 پوشش‌دهندگان خطر که قصد فروش یا خرید دارند، بیشتر شود. همین امر باعث
 می‌شود قیمت قراردادها کاهش یا افزایش بیش از حد نداشته باشد و بازار به نحوی به
 تعادل میل کند (درخشان، ۱۳۸۳: ۱۶۰).

۳. برقرارکنندگان موازنه (arbitrageurs):^۱ معامله‌گرانی‌اند که از تفاوت قیمت در دو
 بازار در یک لحظه، سود می‌برند (shim and constas, 2001: 21). به بیان دیگر، آنها با
 تعقیب و مقایسه نرخ‌های موجود در بازارهای مختلف، مترصد خرید از یک بازار و
 فروش هم‌زمان آن در بازار دیگر با نرخ بالاتر و سود هرچند کم ولی تضمین شده‌اند.
 فرض کنید در قیمت فرآورده‌های نفتی در دو بازار آمریکا و انگلستان عدم توازن
 وجود دارد. در چنین حالتی برقرارکنندگان موازنه به خرید نفت در بازار آمریکا و
 فروش هم‌زمان آن در بازار معاملات نفت لندن اقدام می‌کنند. چنین معاملات هم‌زمانی
 «آربیتراژ»، تا زمانی سودآور است که اختلاف قیمت دو بازار بیش از هزینه‌های
 معاملاتی باشد.

برخلاف سفته‌بازان که برای کسب سودهای کلان به معاملات پُرخطر تن می‌دهند،
 معاملات برقرارکنندگان موازنه با سود کم و بدون خطر است.

۱. «arbitrageurs» برقرارکنندگان موازنه، ترجمه دقیقی برای کلمه «آربیتراژ» نیست. در واقع، ترجمه مذکور براساس نتیجه اقدام آربیتراژکنندگان که همان ایجاد توازن در قیمت‌هاست، به عمل آمده است، در حالی که نامبردگان با انگیزه کسب سود، به خرید از یک بازار و فروش هم‌زمان در بازار دیگری اقدام می‌کنند نه ایجاد توازن در بازار، ولی چون این عمل آنان خودبه‌خود باعث توازن قیمت‌ها در بازار می‌شود، معادل فارسی برقرارکنندگان موازنه برای آن انتخاب شده است.

لازم به ذکر است که عملیات فروش هم‌زمان، قابلیت استمرار ندارد؛ زیرا این معاملات تفاوت قیمت‌های موجود در بازارهای مختلف را از بین می‌برد و صحت و سلامت نرخ‌های اعلام شده در بازارهای مختلف را برای معامله‌کنندگان دیگر به ارمغان می‌آورد (لافتن، ۱۳۸۳: ۱۶).

۶. مزایای قرارداد اختیار معامله

۱. مدیریت خطر: از دیدگاه نظری، هر فعالیت اقتصادی توأم با درجه‌ای از خطر است. خطر را نمی‌توان به‌طور کلی حذف کرد، ولی در عمل می‌توان آن را مدیریت کرد. دیدیم که پوشش‌دهندگان خطر چگونه خطر ناشی از نوسانات قیمت کالاهای مورد نیاز خود را با تمسک به بازار اختیارات، مدیریت می‌کنند و بدین‌وسیله خود را در مقابل خطر کاهش یا افزایش قیمت‌ها بیمه می‌کنند. از سوی دیگر، سفته‌بازان با هدف سودجویی چگونه به استقبال این خطر می‌روند و فضای ایجاد شده از سوی پوشش‌دهندگان خطر را پُر می‌کنند؛ برای مثال: فرض کنید سرمایه‌گذاری در فروردین ماه صد سهم شرکت سایپا را در اختیار دارد. قیمت فعلی هر سهم دوازده هزار ریال است و انتظار می‌رود که اقامه دعوا علیه شرکت، باعث آفت شدید قیمت در دو ماه آینده شود. این سرمایه‌گذار می‌تواند اختیار فروش با سررسید خرداد ماه را از بورس با قیمت توافقی دوازده هزار ریال برای هر سهم بخرد. این کار به سرمایه‌گذار تضمین می‌دهد که حداقل قیمت فروش سهام برای هر سهم تا زمان سررسید اختیار دوازده هزار ریال باشد. اگر قیمت بازار سهام کاهش یابد، شخص می‌تواند اختیار فروش را اعمال کند و یک میلیون و دویست هزار بابت فروش سهام دریافت کند که با کسر هزینه خرید اختیار، درآمد خالص تضمین شده‌ای را برای وی به‌همراه خواهد داشت. روشن است در صورتی که قیمت بازار بیش از دوازده هزار ریال شود، اختیار فروش اعمال نمی‌شود.

بدین ترتیب، بازار اختیارات به اشخاص خطرگریز فرصت می‌دهد تا خطر خود را به اشخاصی که خطرپذیرند، منتقل کنند. از آنجا که این بازار در توزیع مجدد خطر میان سرمایه‌گذاران نقش قابل توجهی دارد، هیچ سرمایه‌گذاری ناگزیر از تحمل خطر نامطلوب

نیست؛ زیرا می‌تواند به آسانی آن را به دیگری منتقل کند. این ویژگی باعث می‌شود تا سرمایه‌گذاران اقبال بیشتری نسبت به سرمایه‌گذاری در بازار اختیارات از خود نشان دهند؛ زیرا ضمن افزایش سرمایه، هزینه سرمایه‌گذاری خود را نیز پایین نگاه می‌دارند.

۲. **انعطاف‌پذیری:** برخلاف قراردادهای آتی که طرفین آن به مفاد قرارداد خود مبنی بر خرید یا فروش دارایی پایه پای‌بندند، در بازار اختیارات، دارنده اختیار به اجرای مفاد قرارداد الزامی ندارد. وی مختار است تا در صورت تمایل و براساس نوع قرارداد، نسبت به خرید دارایی پایه یا ارائه آن برای فروش اقدام کند.

۳. **برآورد قیمت:** معامله‌کنندگان در بازار اختیار معامله براساس پیش‌بینی خود از سیر نزولی یا صعودی قیمت‌ها نسبت به قیمت دارایی پایه‌ای که در آینده قصد خرید یا فروش آن را دارند، به توافق می‌رسند. بدین ترتیب اگرچه پیش‌بینی و انتظار معامله‌کنندگان از قیمت آینده کلایی خاص قطعی نیست، ولی می‌تواند اطلاعات مفیدی درباره ثبات یا عدم ثبات بازار در آینده داشته باشد.

۴. **افزایش کارایی بازار:** وجود فرصت آربیتراژ در یک بازار، حکایت از عدم کارایی آن بازار دارد؛ زیرا فرصت آربیتراژ بیانگر این مهم است که قیمت برخی کالاها بی‌تناسب با قیمت واقعی آن تغییر کرده است. سهولت انجام قراردادهای اختیار معامله و هزینه اندک آن باعث تسهیل معاملات آربیتراژ و نهایتاً تعدیل قیمت‌ها می‌شود. روشن است، در مقابل، تعدیل قیمت‌ها فرصت‌های آربیتراژ را منتفی می‌کند و باعث افزایش کارایی بازار می‌شود.

۵. **نتایج عملیاتی:** مهم‌ترین نتایج عملیاتی بازارهای اختیار معامله، به شرح ذیل است:
اول. **هزینه معاملاتی اندک:** هزینه معاملاتی قراردادهای اختیار معامله نسبت به هزینه معاملاتی بازارهای نقد، پایین‌تر است. از این رو، سرمایه‌گذاران استفاده از این بازار را به‌عنوان مکمل بازار سهام مطلوب‌تر می‌دانند (فطانت و آقاپور، ۱۳۸۳: ۱۱).

دوم. **به‌کارگیری سرمایه‌های اندک:** اشخاص می‌توانند با سرمایه اندک در این بازار شرکت کنند و گاهی معادل یک سرمایه‌گذار کلان از آن سود ببرند؛ به‌عنوان مثال: همان‌گونه که می‌توان با خرید یک واحد آپارتمان به مبلغ دو میلیارد ریال از افزایش احتمالی قیمت آن سود برد، می‌توان به‌جای خرید آپارتمان مذکور، حق خرید آن را به

قیمتی اندک خرید و از افزایش قیمت آن به همان مقدار سود به دست آورد، بدون اینکه نیازی به سرمایه‌گذاری دو میلیاردی برای آپارتمان مذکور باشد.

سوم. قدرت نقدینگی: حضور در بازارهای اختیار معامله نیاز به سرمایه‌هنگفت ندارد. بنابراین، اشخاصی که سرمایه‌اندکی دارند، بیشتر جذب این بازار می‌شوند. اقبال بیشتر به یک بازار، خودبه‌خود قدرت نقدشوندگی محصول آن بازار را افزایش می‌دهد. یکی از دلایل مهم موفقیت قابل توجه بازار اختیار معاملات، توانایی این بازار برای جذب تعداد زیادی از انواع معامله‌گران و ایجاد قابلیت نقدینگی فراوان برای انجام معاملات است، به گونه‌ای که چنانچه سرمایه‌گذاری بخواهد در این بازار معامله کند، معمولاً مشکلی برای یافتن طرف دوم معامله ندارد.

۷. معایب قرارداد اختیار معامله

اگر اختیارات در شرایط معمولی بازار دادوستد شود (یعنی بازار در انحصار عده‌ای خاص نباشد) و اطلاعات بازار شفافیت کامل داشته باشد، می‌تواند به‌عنوان ابزار مفیدی تلقی شود، ولی گاهی عده‌ای خاص با انحصار بازار و ایجاد شرایط مصنوعی، بازار را به نفع خود و به ضرر سرمایه‌گذاران دیگر تغییر می‌دهند. در چنین وضعیتی، دیگر نمی‌توان از قرارداد اختیار معامله به‌عنوان ابزاری کارآمد یاد کرد. علاوه بر این، به برخی از معایب قرارداد اختیار معامله - از دیدگاه مخالفان آن - به شرح ذیل می‌توان اشاره کرد:

۱. پیچیدگی و دشواری: قرارداد اختیار معامله در طول زمان، تنوع و پیچیدگی زیادی پیدا کرده است. آشنایی کامل با این ابزار مالی چندان ساده نیست، بلکه نیاز به آشنایی با مدل‌های ریاضی پیچیده دارد، به گونه‌ای که علاوه بر چندین سال مطالعه دانشگاهی، نیاز به آگاهی از چگونگی انجام معاملات در بازارهای بورس و خارج از بورس دارد. حتی اگر شخصی به مرز دانش نظری و عملی در این باره رسیده باشد، باید بتوان فرصت و انگیزه لازم برای روزآمد نگه‌داشتن اطلاعات علمی خود را داشته باشد تا بتواند خود را همچنان در مرز دانش حفظ کند. بنابراین، افراد کمی بر آن تسلط می‌یابند که باعث می‌شود بسیاری از مؤسسات در طول زمان نسبت به کنترل سود و زیان ناشی از به‌کارگیری این ابزار، ناتوان باشند. در چنین وضعیتی همواره امکان ورشکستگی

بسیاری از بنگاه‌های اقتصادی وجود دارد. امری که در واقع آثار منفی و جبران‌ناپذیری بر اقتصاد جوامع وارد خواهد ساخت.

۲. توسعه اقتصاد کاغذی: هرچند قرارداد اختیار معامله در ابتدا برای مدیریت ریسک ابداع شده است، ولی در طول زمان، بورس‌بازی به پدیده غالب در آن تبدیل شده است، تا آنجا که امروزه بیشتر ابزارهای مشتقه از جمله اختیارات، با انگیزه بورس‌بازی انجام می‌شود. به همین دلیل، برخی معتقدند رشد سریع مشتقات در بورس‌ها و در خارج از بورس، خطری جدی برای ثبات اقتصادی در بازارهای بین‌المللی است؛ زیرا معاملات کاغذی مبنای معامله اختیارات است. پس توسعه آن، چیزی جز توسعه معاملات کاغذی در بازارهای مالی نیست. بنابراین، یکی از پیامدهای توسعه اختیارات، جدایی هرچه بیشتر بازارهای مالی از بازارهای واقعی مانند تولید، سرمایه‌گذاری و اشتغال است. منزوی شدن اقتصادهای واقعی و توسعه سریع اقتصاد کاغذی، تا آنجا پیش می‌رود که کنترل و نظارت مؤثر اقتصادی و مالی بر تحولات بازارهای کاغذی عملاً از دست می‌رود و زمینه بحران‌های بزرگ اقتصادی فراهم می‌شود. طبق این دیدگاه، توسعه بورس‌ها برای رونق دادن به معامله مشتقات [از جمله قرارداد اختیار معامله] همچون توسعه کازینوها برای قماربازان است (درخشان، ۱۳۸۳: ۴۴۲).

اگرچه این ابزارها به منظور ایجاد اطمینان تولیدکنندگان ابداع شده‌اند، ولی اگر ضوابط حساب شده‌ای بر آن حاکم نباشد، به ضد خود تبدیل می‌شوند و نه تنها باعث ناامنی بازار داخلی می‌شوند، بلکه به دلیل شدت و سرعت تأثیرگذاری، بازار کشورهای دیگر را نیز تحت تأثیر مخرب خود قرار می‌دهند و به بحران جهانی تبدیل می‌شوند (معصومی‌نیا، ۱۳۸۷: ۴۹).

نتیجه و پیشنهاد

قرارداد اختیار معامله از جمله ابداعات مهندسی مالی در غرب است که بخش عمده‌ای از مبادلات مالی بورس‌های مهم دنیا را به خود اختصاص داده است. ابعاد مالی و محاسبات اقتصادی این قرارداد در حال حاضر در رشته مدیریت مالی تدریس می‌شود، ولی ابعاد حقوقی این موضوع به‌عنوان بحثی مستقل، کمتر مورد تجزیه و تحلیل واقع

شده است. از آنجا که این قراردادها در بازارهای بورس و فرابورس در جریان است و از نظر ساختار، ویژگی‌های خاصی دارد، تجزیه و تحلیل جامع این‌گونه قراردادها در هر دو بازار و تطبیق آن با حقوق ایران از جمله مواردی است که مطالعه و تحقیق بیشتر حقوقدانان را می‌طلبد.

ضرورت این‌گونه مطالعات در توسعه و رونق بازارهای سرمایه و در نهایت پویایی اقتصاد کشور امری اجتناب‌ناپذیر و مورد تأکید مسئولان و صاحب‌نظران مدیریت مالی است. بنابراین، تحقیق حاضر می‌تواند راهنمای مفیدی برای حقوقدانان برای مطالعه و تحقیق بیشتر درباره ماهیت و آثار قرارداد اختیار معامله باشد؛ زیرا نه در کاوش‌های اقتصادی می‌توان به قواعد حقوقی بی‌اعتنا ماند و نه در وضع و اجرای قوانین ممکن است عوامل اقتصادی را نادیده گرفت. مطالعات اقتصادی حاکی از این واقعیت است که قراردادهای اختیار معامله، نگرانی طرفین قرارداد را از نوسان قیمت‌ها برطرف می‌کند و امکان جذب منابع جدید مالی را فراهم می‌آورد و قیمت‌ها را نیز اصلاح و به تعادل می‌رساند. بنابراین، حقوقدانان باید با ارج نهادن به مطالعات اقتصادی، موانع حقوقی و شرعی این قراردادها را شناسایی کنند و در جهت رفع آن بکوشند و امکان مشارکت وسیع جامعه را در هدایت پس‌اندازها به‌سوی سرمایه‌گذاری فراهم کنند. علاوه بر این، چنین مطالعاتی می‌تواند حقوق و تعهدات طرفین قرارداد مزبور را روشن سازد و دستگاه قضایی کشور را در مرحله حل منازعه، راهنما باشد.

پژوهشگاه علوم انسانی و مطالعات فرهنگی
پرتال جامع علوم انسانی

منابع

۱. بت‌شکن، محمد‌هاشم؛ شناخت قراردادهای تحویل آتی و اختیار معامله و ارائه الگویی جهت راه‌اندازی بازار آنها در ایران؛ پایان‌نامه دکتری دانشکده مدیریت دانشگاه تهران، ۱۳۷۷.
۱. درخشان، مسعود؛ مشتقات و مدیریت خطر در بازارهای نفت؛ چاپ اول، تهران: مؤسسه مطالعات بین‌المللی انرژی، ۱۳۸۳.
۲. عصمت پاشا، عبدالله؛ «فلسفه و سیر تکاملی ابزارهای مالی مشتقه و دیدگاه‌های فقهی»؛ ترجمه: علی صالح‌آبادی، فصلنامه تخصصی اقتصاد اسلامی، بهار ۱۳۸۲، ش ۹.
۳. فرهنگ، منوچهر؛ فرهنگ بزرگ علوم اقتصادی؛ چاپ اول، ج ۲، تهران: نشر البرز، ۱۳۷۱.
۴. فطانت، محمد و آقاپور، ابراهیم؛ اوراق اختیار معامله (option) در بازار سرمایه ایران؛ چاپ دوم، تهران: پژوهشگاه پولی و بانکی، ۱۳۸۳.
۵. گردشکنان، حبیب‌محمد؛ امکان‌سنجی طراحی ابزارهای سوآپ با توجه به فقه و عقود اسلامی؛ پایان‌نامه کارشناسی ارشد رشته مدیریت مالی، دانشگاه امام صادق علیه السلام، ۱۳۸۱.
۶. گلریز، حسن؛ بانکداری و مالیه بین‌المللی؛ چاپ اول، تهران: پژوهشکده پولی و بانکی، ۱۳۸۰.
۷. لافتن، تد؛ قراردادهای آتی؛ ترجمه: شرکت کارگزاری بانک صنعت و معدن، اول، تهران: شرکت کارگزاری بانک صنعت و معدن، ۱۳۸۳.
۸. معصومی‌نیا، غلامعلی؛ ابزارهای مشتقه مالی؛ بررسی فقهی و اقتصادی؛ چاپ اول،

تهران: پژوهشگاه فرهنگ و اندیشه اسلامی، ۱۳۸۷.

۹. *هال، جان؛ مبانی مهندسی مالی و مدیریت خطر؛ ترجمه: سجاد سیاح و علی صالح‌آبادی، چاپ اول، تهران: رایانه تدبیرپرداز، ۱۳۸۴.*

10. *Arditti Fred D., Derivatives: A Comprehensive Resource For Options, Futures, Interest Rate Swaps, and Mortgage Securities, U.S.A, Harvard Business Scholl Press, 1996.*
11. *Back Kerry, a Course in Derivative Securities: Introduction to Theory and Computation, Springer. 2005.*
12. *Black John, Oxford Dictionary of Economics, Oxford University Press, U.S.A, 2003.*
13. *Brown Meredith M., Managing and Disclosing Risks of Investing in Derivatives, Kluwer Law, 1996.*
14. *Butler Brian and Isaacs Alan, A Dictionary of Finance, Oxford University Press, 1996.*
15. *Clam Dictionary of Finance and Accounting, Bloomsbury, London, 2003.*
16. *Cortes Fabia, Understanding and Modeling Swap Spreads, 2003, P.1, Available a1://Http://pspers.ssrn.com/so13/papers.cfm? abstract _ id= 706830.*
17. *Cuthbertson k. and Nitzsche, Financial Engineering - Derivatives and Risk Management, John Wiley & Sons Ltd, 2000.*
18. *Dice Charles Amos & Eiteman, The Stock Market, 3ed, Network, Toronto, London, Mc. Grow, Hill, 1952.*
19. *Don M.C hance, An Introduction to Options and Futures, Dryden Press, 1991.*
20. *Dubofsky David A., Option and Financial Futures, McGraw _ Hill, Inc, 1992.*
21. *Fabozzi j Frank and Modigliani Franco, Copital Markets: Institution and*

Instruments, U. S. A, Pretice – Hall International, Inc, 1992.

22. *Hudson, Alastair*, **The Law on Financial Derivatives**, London, Sweet & Maxwell, 4ed, 2006.
23. *Hull John C.*, **Fundamentals of Futures and Options Markets**, 4ed, Prentice Hall, 2005.
24. *Hull John C.*, **Option Futures and Other Derivatives**, 2ed, Prentice Hall, 1993.
25. *Pollack Emily R.*, **Assessing the Usage and Effect of Credit Derivatives**, International Finance Seminar, 2003.
26. *Redhead Kelth*, **Introduction to Financial Futures and Option**, 1992.
27. *Shim Jae K. and Constas Michael*, **Encyclopedic Dictionaey of International Finance and Banking**, 1ed, U.S.A, CAC press LLC, 2001.
28. *Webber Alan*, **Dictionary of Futures & Options**, Vision Books, Pvt.Ltd.