

1. چشم انداز مدیریت بازرگانی	1
2. مدیریت بازرگانی	2
3. مدیریت بازرگانی در ایران	3
4. مدیریت بازرگانی در جهان	4
5. مدیریت بازرگانی در آینده	5
6. مدیریت بازرگانی در عصر دیجیتال	6
7. مدیریت بازرگانی در عصر اینترنت	7
8. مدیریت بازرگانی در عصر موبایل	8
9. مدیریت بازرگانی در عصر شبکه‌های اجتماعی	9
10. مدیریت بازرگانی در عصر هوش مصنوعی	10
11. مدیریت بازرگانی در عصر داده‌ها	11
12. مدیریت بازرگانی در عصر بلوک چین	12
13. مدیریت بازرگانی در عصر اینترنت اشیا	13
14. مدیریت بازرگانی در عصر واقعیت مجازی	14
15. مدیریت بازرگانی در عصر واقعیت افزوده	15
16. مدیریت بازرگانی در عصر اینترنت اشیاء	16
17. مدیریت بازرگانی در عصر اینترنت اشیا	17
18. مدیریت بازرگانی در عصر اینترنت اشیا	18
19. مدیریت بازرگانی در عصر اینترنت اشیا	19
20. مدیریت بازرگانی در عصر اینترنت اشیا	20

امکان سنجی به کارگیری اختیار معامله در بازار سرمایه ایران

پدیدآورنده (ها) : یحیی زاده، محمود؛ حسن نژاد، محمد

مدیریت :: نشریه چشم انداز مدیریت بازرگانی :: زمستان ۱۳۸۴ و بهار ۱۳۸۵ - شماره ۱۷ و ۱۸ (ISC)

صفحات : از ۸۵ تا ۱۰۸

آدرس ثابت : <https://www.noormags.ir/view/fa/articlepage/1062654>

تاریخ دانلود : ۱۴۰۲/۰۸/۰۶

مرکز تحقیقات کامپیوتری علوم اسلامی (نور) جهت ارائه مجلات عرضه شده در پایگاه، مجوز لازم را از صاحبان مجلات، دریافت نموده است، بر این اساس همه حقوق مادی برآمده از ورود اطلاعات مقالات، مجلات و تألیفات موجود در پایگاه، متعلق به "مرکز نور" می باشد. بنابر این، هرگونه نشر و عرضه مقالات در قالب نوشتار و تصویر به صورت کاغذی و مانند آن، یا به صورت دیجیتالی که حاصل و بر گرفته از این پایگاه باشد، نیازمند کسب مجوز لازم، از صاحبان مجلات و مرکز تحقیقات کامپیوتری علوم اسلامی (نور) می باشد و تخلف از آن موجب پیگرد قانونی است. به منظور کسب اطلاعات بیشتر به صفحه [قوانین و مقررات](#) استفاده از پایگاه مجلات تخصصی نور مراجعه فرمائید.



مقالات مرتبط

- کارگزار رضوی از دیروز تا امروز
- عملکرد ضعیف است! دیدگاه منتقدانه عضو کمیسیون اقتصادی به وصول مطالبات بانک ها
- تبیین مدل شرطی قیمت گذاری دارایی های سرمایه ای (CAPM) در بورس اوراق بهادار تهران
- تدوین شاخص های مؤثر بر سرمایه گذاری در کشورهای خارجی و رده بندی کشورها براساس آن با استفاده از تکنیک های تصمیم گیری چندشاخصه
- توافق نامه با خرید (ریپو) در بازار بین بانکی اسلامی
- یکصد تن از فعالان بازار و سرمایه به رییس جمهور توصیه کردند، ضرورت حضور حرفه ای ها در شورای عالی بورس

عناوین مشابه

- مطالعات امکان سنجی بکارگیری فرمول حساسیت یونانی ها در بازار سرمایه ایران
- بررسی و امکان سنجی ایجاد مؤسسات امین (صندوق سرمایه گذاری مشترک) در بازار سرمایه ایران
- مسائل بازار سرمایه ایران (۶) امکان سنجی تنوع اوراق بهادار در بازار سرمایه ایران
- امکان سنجی اجرایی گواهی سپرده قابل معامله به عنوان ابزار عملیات بازار باز در نظام بانکداری بدون ربا
- امکان سنجی نظارت قضایی بر اشتباه موضوعی مقام اداری در حقوق اداری ایران با رویکردی تطبیقی به نظام حقوقی فرانسه
- امکان سنجی استفاده از دفاع اضطرار توسط برنامه نویس خودروی خودران بر اساس مبانی حقوق کیفری ایران و رویه های مربوط به قتل ناشی از اضطرار در کامن لا
- امکان سنجی تغییر حاکمیت نظام جمهوری اسلامی ایران از ریاستی به پارلمانی در پرتو استقرار نظام سیاسی مبتنی بر ولایت فقیه
- کاربرد علوم رفتاری در ارائه خدمات به مشتری با نگرش بازار سرمایه ایران
- ریشه یابی عوامل بروز بحران اقتصادی ۲۰۰۹ - ۲۰۰۷، در نقایص نظام نولیبرالیسم، همراه با نگاهی به تاثیرات این بحران بر اقتصاد کلان و بازار سرمایه ایران
- امکان سنجی فقهی طراحی سوآپ مالکیت متناسب با بازار سرمایه ایران

امکان سنجی به کارگیری اختیار معامله در بازار سرمایه ایران

دکتر محمود یحیی زاده* - محمد حسن نژاد**

چکیده

این تحقیق با هدف امکان سنجی به کارگیری اختیار معامله در بورس اوراق بهادار تهران با توجه به ساختار آن انجام شده است. ابعاد مفهومی به کارگیری اختیار معامله در بازار سرمایه ایران از دو بعد فنی - ساختاری و بازار سنجی در بورس اوراق بهادار تهران مورد بررسی قرار گرفت. اطلاعات مورد نیاز جهت بررسی بازار سنجی اختیار معامله در بورس اوراق بهادار تهران از طریق پرسشنامه با استفاده از نمونه‌گیری تصادفی ساده از شرکتهای سرمایه گذاری جمع‌آوری گردید. به منظور بررسی ساختار بورس اوراق بهادار تهران از بعد فنی - ساختاری جهت استفاده از اختیار معامله، اطلاعات مورد نیاز از طریق مصاحبه با مسئولین و خبرنگاران بازار سرمایه جمع‌آوری شد. نتایج تحقیق نشان می‌دهد که شرکتهای سرمایه گذاری علاقه مند به استفاده از اختیار معامله سهام و اختیار معامله شاخص، در بورس اوراق بهادار تهران می‌باشند و همچنین امکان به کارگیری اختیار معامله در بورس اوراق بهادار تهران وجود دارد.

مرکز تحقیقات کامپیوتر علوم اسلامی

واژه‌های کلیدی: اختیار معامله، مدیریت ریسک، کارایی بازار و قیمت توافقی

* عضو هیات علمی گروه مدیریت بازرگانی دانشگاه مازندران

** دانشجوی دکتری مدیریت مالی دانشگاه شهید بهشتی

مقدمه

وجود ابزارهای مالی متنوع در بورس اوراق بهادار، عامل موثری در ایجاد تقاضا برای مشارکت آحاد افراد جامعه در بازار سرمایه است. این امر زمینه رشد، تحکیم و ثبات بورس را فراهم ساخته و بدین وسیله بورس می‌تواند از جایگاه مستحکمی در اقتصاد برخوردار باشد. اوراق اختیار معامله یکی از ابزارهای مالی رایج در بازارهای سرمایه کشورهای توسعه یافته است که با سابقه ای نزدیک به یک قرن به عنوان یکی از مهمترین ابزارهای کنترل ریسک و افزایش بازده محسوب می‌شود. اوراق اختیار معامله می‌تواند نقش عمده ای را در کارایی بازارهای سرمایه ایفا نماید. قدمت بورس اوراق بهادار در ایران تقریباً سی و هشت سال است و در این دوره شاهد فطرتی طولانی بودیم که گسست قابل توجهی در فعالیتهای این بازار فراهم آورد. نقش نظارتی سازمان بورس در مقاطعی کم رنگ بوده است و به همین دلیل فراز و فرودهایی در بازار بوجود آمد. در سالهای اخیر تلاش زیادی شده است که این نقش با جدیت بیشتر پیگیری شود و بستر مناسب برای این کار فراهم شود تا منافع سهامداران به بهترین نحو رعایت شود. بازار سرمایه ایران به دلیل عدم تنوع در ابزارهای مالی عرضه شده، نتوانسته است آن طور که باید، موجب جذب سرمایه های موجود در اقتصاد گردیده و با ارائه تنها یک نوع ابزار مالی (سهام عادی) در پاسخگویی به نیازها و گرایشهای مختلف سرمایه گذاران موفق نبوده است. استفاده از قرارداد اختیار معامله در بازار سرمایه ایران به عنوان یکی از مهمترین و جدیدترین ابزار مشتقه می‌تواند نقش بسیار مهمی را در کارایی بورس اوراق بهادار، مدیریت ریسک، کاهش هزینه‌ها و نهایتاً جذب سرمایه گذاران با علائق مختلف ایفا نماید. طراحی و ارایه چنین ابزار نوین مالی، زمانی میسر است که بورس اوراق بهادار تهران توانایی ساختاری و فنی لازم را برای طراحی، عرضه و مدیریت مبادلات آن داشته باشد. با توجه به اینکه قرارداد اختیار معامله یکی از مهمترین اوراق بهادار مشتقه برای کنترل ریسک و افزایش بازده می‌باشد،

ضروری است تا معلوم شود که آیا بورس اوراق بهادار تهران توان انجام این کار را دارد یا خیر؟

بیان مساله تحقیق

مدیریت ریسک کاربرد بسیار گسترده‌ای در جهان امروز دارد و در برگیرنده مجموعه متنوعی از روشها و فنون مختلف برای ارزیابی، تحلیل و کنترل انواع مختلف ریسک است. یکی از راهها و روشهای مدیریت ریسک استفاده از ابزارهای مشتقه می‌باشد که متداولترین آنها قراردادهای اختیار معامله و قراردادهای تحویل آتی است. با توجه به تنوع در قراردادهای اختیار معامله به خریدار و فروشنده اجازه داده می‌شود تا در برابر نوسانهای قیمت کالا مصون بمانند. همچنین قراردادهای اختیار معامله دارای مزایایی از قبیل برآورد قیمت، افزایش کارایی بازار، کاهش هزینه‌های عملیاتی بازار، قدرت نقدینگی بیشتر و اختیار سرمایه‌گذاری کلان آتی با سرمایه اندک فعلی است. این اوراق در اکثر بورسهای معتبر جهان مورد استفاده قرار گرفته و مزایای فراوانی را نصیب اقتصاد کشورها، سرمایه‌گذاران و شرکتها می‌نماید.

بورس اوراق بهادار تهران به عنوان اصلی‌ترین نهاد بازار سرمایه ایران محسوب می‌گردد و سرمایه‌گذاری در آن همواره با ریسک بالا همراه می‌باشد. کاهش ریسک سرمایه‌گذاری در بورس اوراق بهادار تهران و جذب سرمایه‌گذاران با علایق مختلف مستلزم طراحی و به کارگیری ابزارهای نوین مالی می‌باشد. از آنجائیکه اختیار معامله یکی از مفیدترین و مؤثرترین ابزارهای نوین مالی جهت مدیریت ریسک و افزایش بازده، می‌باشد، تحقیق حاضر به دنبال این است که مشخص نماید که آیا به کارگیری اختیار معامله در بورس اوراق بهادار تهران امکان‌پذیر است یا خیر؟

ضرورت انجام تحقیق

با وجود اینکه اختیار معامله از سالیان قبل در بازارهای خارج از بورس معامله می‌شد ولی از سال ۱۹۷۱ برای اولین بار در بورس معاملات تحویل آتی شیکاگو به صورت استاندارد و

سازمان یافته مورد استفاده قرار گرفت. هدف از طراحی این ابزار نوین مالی با توجه به کارکردهای تئوریک آن کاهش ریسک سرمایه‌گذاری برای برخی سرمایه‌گذاران و افزایش بازده برای برخی دیگر با توجه به اهداف و ویژگیهای آنان بوده است. اختیار معامله علاوه بر کارکردها و مزایای فوق، مزایای دیگری مانند افزایش کارایی بورس و کاهش هزینه‌های عملیاتی دارد که به کارگیری آن می‌تواند مزایای فراوانی برای سرمایه‌گذاران و بازار سرمایه داشته باشد. بر اساس یافته‌های تحقیقات قبلی بورس اوراق بهادار تهران از کارآیی برخوردار نمی‌باشد که یکی از علل مهم آن، عدم تنوع ابزارهای مالی ارائه شده می‌باشد. همچنین سرمایه‌گذاری در بورس اوراق بهادار تهران مستلزم تحمل ریسک بالا می‌باشد که این امر موجب رویگردانی سرمایه موجود در اقتصاد از بورس اوراق بهادار گردیده است. بنابراین بورس اوراق بهادار تهران جهت کارا شدن و کاهش ریسک سرمایه‌گذاری جهت جذب سرمایه‌های سرگردان اقتصاد ناگزیر به استفاده از ابزارهای متعدد و نوین مالی می‌باشد که یکی از آنها اختیار معامله می‌باشد. بنابراین در این تحقیق امکان طراحی و به کارگیری اختیار معامله در بورس اوراق بهادار تهران مورد بررسی قرار می‌گیرد.

روش شناسی تحقیق

شوئینگ و جانسون^۱ مدلی را برای ارائه محصولات جدید مالی پیشنهاد کرده اند. این مدل که با جمع‌آوری نظرات اعضای انجمن بازاریابی نهادهای مالی طراحی شده است، با در نظر گرفتن محیط‌های داخلی و خارجی سازمان به چهار بخش اصلی یعنی جهت دهی، طراحی، آزمایش و معرفی محصول جدید تقسیم می‌شود. مدل فوق یک مدل کلی است که مرحله ایده تا ارائه محصولات جدید را تشریح می‌نماید (Scheuing and Jounson, 1989). به منظور بررسی امکان‌سنجی طراحی اختیار معامله در ایران، ضروری است تا محیط داخلی و خارجی

^۱. Scheuing & Jounson

سازمان مورد توجه قرار گیرد. محیط خارجی به عواملی از قبیل کسب مجوز و توجه به بازار و بازاریابی تأکید دارد. استفاده از هر کدام از ابزارهای مالی در بورس اوراق بهادار تهران از قبیل اختیار معامله باید ابعاد مختلف قانونی، شرعی، بازار و ساختاری - فنی مورد بررسی قرار گیرد. از آنجاییکه امکان سنجی به کارگیری اختیار معامله از بعد شرعی قبلاً بررسی گردیده است^۱، محققین با فرض اجرایی بودن بعد قانونی آن، مدل مفهومی زیر را برای امکان سنجی به کارگیری اختیار معامله طراحی نموده و به بررسی ابعاد مفهومی آن با دو بعد فنی - ساختاری و بازارسنجی در بورس اوراق بهادار تهران می پردازند. ابعاد مفهومی مساله امکان سنجی به کارگیری اختیار معامله در بورس اوراق بهادار تهران در نمودار ۱ نشان داده شده است.

قبل از طراحی و ارائه هر محصول جدیدی بایستی امکان سنجی بازار صورت پذیرد. امکان سنجی بازار برای اختیار معامله در بورس اوراق بهادار تهران به معنی شناسایی اینکه آیا استفاده کنندگان بالقوه اختیار معامله خواهان استفاده از این محصول جدید می باشند یا خیر؟ مبادله اختیار معامله به عنوان یک فعالیت سرمایه گذاری مستلزم وجود توان و تمایل در سرمایه گذار جهت استفاده از این ابزار مالی می باشد. امکان سنجی بازار اختیار معامله در بورس اوراق بهادار تهران با سنجش توان و تمایل سرمایه گذاران انجام می شود. در نظریه رهبری وضعیتی هرسی و بلانچارد بیشترین میزان احتمال موفقیت زمانی است که افراد مسئول اجرای یک امر هم تمایل زیادی نسبت به اجرای کار داشته و هم توانایی انجام آن کار را داشته و از عهده آن برآیند (رضائیان، ۱۳۷۹). بنابراین در بعد بازارسنجی یا بررسی علائق و نظرات استفاده کنندگان بالقوه که از طریق توزیع پرسشنامه ها جمع آوری می گردد، ابتدا توان سرمایه گذاران بورس اوراق بهادار تهران و سپس تمایل آنها به استفاده از اختیار معامله مورد بررسی قرار می گیرد. در سنجش توان سرمایه گذاران، میزان آشنایی آنان با مفهوم اختیار

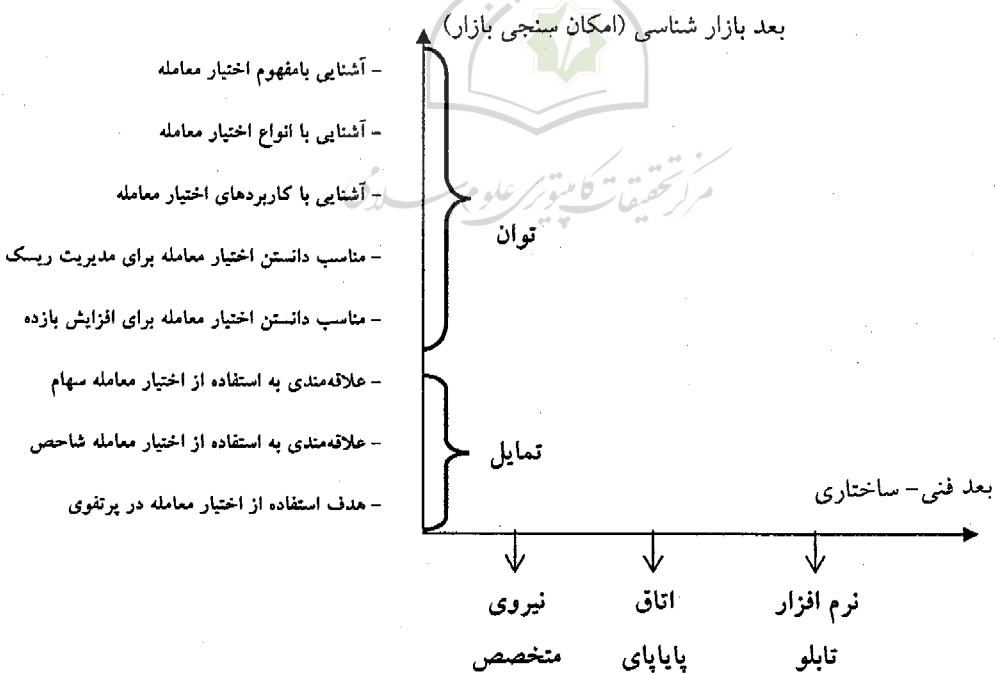
^۱. امکان سنجی بکارگیری اختیار معامله از بعد شرعی مورد بررسی قرار گرفته و بکارگیری اختیار معامله از لحاظ شرعی مورد تأیید قرار گرفته

معامله، انواع اختیار معامله، کاربردها و اهداف استفاده از اختیار معامله مورد بررسی قرار می‌گیرد. اما به منظور سنجش تمایل سرمایه‌گذاران به استفاده از اختیار معامله، علاقه‌مندی آنها به استفاده از اختیار معامله سهام و شاخص پرتفوی سرمایه‌گذاری آنها بررسی می‌گردد. بنابراین امکان سنجی بازار به کارگیری اختیار معامله در بورس اوراق بهادار تهران عبارت است از پاسخگویی به سوالات زیر:

۱- آیا سرمایه‌گذاران توان لازم برای به کارگیری اختیار معامله را دارند؟

۲- آیا سرمایه‌گذاران تمایل لازم برای به کارگیری اختیار معامله را دارند؟

اگر پاسخ سوالات فوق مثبت باشد، می‌توان نتیجه گرفت که امکان به کارگیری اختیار معامله در بورس اوراق بهادار تهران از بعد بازار سنجی وجود دارد.



نمودار ۱- ابعاد مفهومی مسأله امکان‌سنجی اختیار معامله در بورس اوراق بهادار تهران

در محیط داخلی، مدل مذکور عواملی از قبیل طراحی و آزمون فرایند و سیستم و آموزش پرسنل را در کانون توجه قرار می‌دهد که این عوامل می‌توانند در قالب امکان سنجی فنی با تمرکز بر نرم افزار تابلو، اتاق پایاپای و پرسنل متخصص جهت مدیریت مبادلات اختیار معامله مورد بررسی قرار گیرند.

برای امکان سنجی فنی به کارگیری اختیار معامله در بورس اوراق بهادار تهران لازم است تا ابتدا مکانیزم مبادله اختیار معامله در بورسهای معتبر جهان مورد مطالعه قرار گیرد تا فرایندها و سیستم مبادله شناسایی و در بورس اوراق بهادار تهران مورد توجه قرار گیرد. مطالعات نشان می‌دهد که قبل از هر چیز وجود تابلو و نرم افزار تابلو جهت نمایش اطلاعات مربوط به قیمت و سایر جزئیات مربوط به معاملات اختیار معامله ضروری بوده و باید اتاق پایاپای جهت ثبت و انجام معاملات وجود داشته باشد. همچنین وجود پرسنل متخصص جهت مدیریت مبادلات اختیار معامله ضروری می‌باشد.

بنابراین امکان سنجی فنی - ساختاری طراحی اختیار معامله در بورس اوراق بهادار تهران مستلزم پاسخگویی به سوالات زیر می‌باشد:

۱- آیا نرم افزار تابلوی بورس اوراق بهادار تهران قابلیت نمایش اطلاعات مربوط به مبادله اختیار معامله را دارد؟

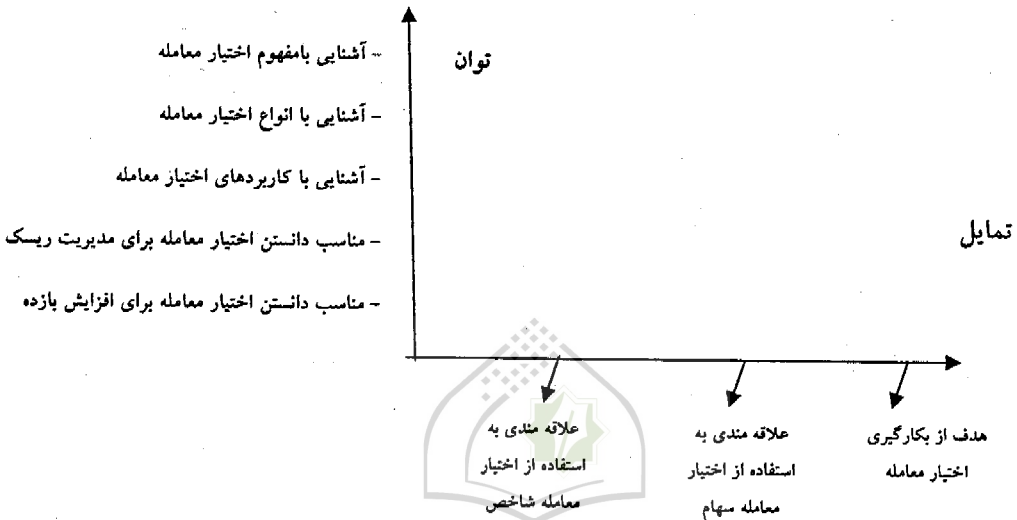
۲- آیا اتاق پایاپای بورس اوراق بهادار تهران توانایی ثبت و اعمال مبادلات اختیار معامله را دارد؟

۳- آیا بورس اوراق بهادار تهران پرسنل متخصص لازم را جهت مدیریت مبادلات اختیار معامله در اختیار دارد؟

بنابراین اگر پاسخ سوالات فوق مثبت باشد، می‌توان نتیجه گرفت که از بعد فنی - ساختاری امکان طراحی و ارائه اختیار معامله در بورس اوراق بهادار تهران وجود دارد.

نمودار (۲) مدل مفهومی بازارسنجی اختیار معامله در بورس اوراق بهادار تهران را نشان

می دهد.



نمودار ۲- ابعاد مفهومی مسئله بازارسنجی اختیار معامله در بورس اوراق بهادار تهران

منبع: این نمودار بر اساس تئوری وضعیت رهبری هرسی و بلانچارد برای استفاده از اختیار معامله در بورس اوراق بهادار تهران طراحی گردیده است

مروری بر ادبیات موضوع

اختیار معامله^۱ قراردادی است دو طرفه - بین خریدار و فروشنده - به نحوی که براساس آن به دارنده آن این حق داده می شود که بدون هیچ التزام و یا تعهدی، مقدار معینی از دارایی خاص (سهام) را با قیمت توافقی معین در سررسید معین یا قبل از آن خریداری نماید یا بفروشد (investopedia.com;2002). اختیار معامله به انواع و اقسام مختلفی با توجه به جنبه های

1. Option

مختلف قابل تقسیم است. تقسیم بندی اختیار معامله با توجه به نوع معامله می تواند به دو دسته کلی اختیار خرید^۱ و اختیار فروش^۲ تقسیم شود. اختیار خرید یک نوع اوراق بهاداری است که به مالک یا دارنده اش اختیار می دهد که تعداد معینی از یک کالای خاص را به قیمت معین طی مدت مشخصی خریداری کند. اختیار فروش اوراق بهادار است که دارنده آن حق دارد تعداد معینی از یک کالا را به قیمت مشخص تا تاریخ معین بفروشد. (Kleinman, 1997)). همچنین می توان اختیار معامله را با توجه به نحوه اعمال به دو دسته کلی اختیار معامله آمریکایی^۳ و اختیار معامله اروپایی^۴ تقسیم بندی نمود. تفاوت این دو نوع اختیار معامله در زمان استفاده از آنها است. اختیار معامله آمریکایی در هر زمانی از شروع قرارداد تا اتمام مهلت قرارداد قابل اعمال می باشد در حالی که اختیار معامله اروپایی تنها در سررسید یا تاریخ انقضاء قابل تبدیل به دارایی تضمین شده بوده و قبل از آن غیر قابل اعمال می باشد (Rend leman, 2002). اصولاً اختیار معامله با توجه به دارا بودن ویژگی خاص بر روی هر نوع دارایی ایجاد می گردد. با توجه به رونق استفاده از اختیار معامله در بورسهای معتبر دنیا می توان آنها را به پنج دسته تقسیم نمود که مهمترین آنها اختیار معامله سهام^۵ می باشد. اختیار معامله سهام پر استفاده ترین نوع اختیار معامله بوده و تقریباً بیشترین متقاضی و حجم مبادله را دارد. در حال حاضر اختیار معامله سهام بیش از ۲۲۰۰ شرکت در کل دنیا مبادله می گردد. دومین نوع اختیار معامله که بعد از اختیار معامله سهام رونق بیشتری داشته و در حجم بالا مبادله می گردد، اختیار معامله شاخص^۶ می باشد و آن اختیار معامله ای است که روی

1. Call Option

2. Put Option

3. American Option

4. European Option

5. Stock Option

6. Index Option

شاخص سهام ایجاد می‌گردد. اولین اختیار معامله شاخص یعنی CBOE100 که بعدها به S&P تغییر نام داد در تاریخ مارس ۱۹۸۳ بوجود آمد. سپس سایر بورسها نیز یکی پس از دیگری اختیار معامله روی شاخص را به بازار خود افزودند. تفاوت این نوع اختیار معامله با اختیار معامله سهام در نحوه اعمال آن می‌باشد که در شاخص از یک روشی به نام تسویه حساب نقدی استفاده می‌گردد (Lusy F. Ackert, 2001). سومین نوع اختیار معامله که حق خرید یا فروش اوراق قرضه و اسناد خزانه را در یک سررسید معین با یک قیمت معین اعطاء می‌کند **اختیار معامله اوراق قرضه**^۱ می‌باشد که از اوایل دهه ۱۹۸۰ ایجاد گردیده، اما تاکنون موفقیتی به دست نیاورده و حجم مبادله آنها حتی کمتر از یک درصد حجم مبادلات اختیار معاملات می‌باشد. (John C. Hall, 2000). چهارمین نوع اختیار معامله که می‌توان آن را ترکیب دو ابزار پر کاربرد بازار مشتقه یعنی اختیار معامله و قرارداد تحویل آتی نیز برشمرد **اختیار معامله پیمانهای آتی**^۲ می‌باشد که گاهی اوقات اختیار معامله کالاهای اساسی نامیده می‌شود. این نوع اختیار معامله به خریدار حق خرید یا فروش یک قرارداد تحویل آتی و با قیمتی که امروز توافق می‌شود را می‌دهد که تاریخ قراردادهای تحویل آتی مذکور معمولاً اندکی پس از انقضاء تاریخ اختیار معامله به پایان می‌رسد (John F. Summu, 2002). اما پنجمین نوع اختیار معامله که کمی با بقیه متفاوت بوده و بیشتر مورد توجه بازرگانان بوده و در تجارت خارجی کاربرد دارد، اختیار معامله ارز می‌باشد که مهمترین بورس مبادله آن بورس فیلادلفیا (PHLX) می‌باشد و روی ارزهای معتبر که در تجارت جهانی استفاده زیادی دارند ایجاد می‌گردد. نحوه قرارداد آن بدین شکل می‌باشد که از الان اختیار خرید یا فروش یک پول خارجی را به قیمت مشخص پول داخلی به خریدار اعطاء می‌نماید که اکثراً برای تجار کاربرد داشته و ریسک نوسان نرخ ارز را پوشش می‌دهد (John C. Hall, 1993). اختیار معامله که انواع و ویژگیهای

1. Bond Option

2. Option on Futures

مختلف آن بیان گردید؛ به عنوان یک ابزار نوین مالی کارکردها و مزایای گوناگونی برای سرمایه گذاران و بازار سرمایه دارد. از مزایای اختیار معامله برای سرمایه گذاران می توان به کاربرد فیراوان اختیار معامله در مدیریت ریسک و افزایش بازده پرتفوی سرمایه گذاران اشاره نمود. همچنین از مزایا و کارکردهای اختیار معامله در بازار سرمایه می توان به کارآتر نمودن بورس؛ برآورد قیمت و نتایج عملیاتی آن اشاره نمود. (Paul Brockman & H.J.Turtle;2003). در یک تقسیم بندی کلی و جامع معامله گران^۱ و استفاده کنندگان اختیار معامله را می توان به سه دسته اصلی زیر تقسیم نمود:

۱- پوشش دهندگان^۲

بزرگترین گروه استفاده کنندگان اختیار معامله سرمایه گذارانی می باشند که قصد پوشش سرمایه گذاری خود از ریسک ناشی از کاهش احتمالی قیمت در آینده را دارند. اکثر این گروه در بازار سهام خریداران اختیار فروش بوده و با استفاده از این استراتژی خود را از خطر کاهش قیمت سهام در آینده و زیانهای متعاقب آن مصون می نمایند. اما در سایر اختیار معاملات مانند اختیار معامله ارز که صادرکنندگان نگران افت ارز خارجی و کاهش درآمدهای آتی خود می باشند، اقدام به خرید اختیار فروش و واردکنندگان که نگران افزایش نرخ ارز خارجی و افزایش هزینه های آتی خود می باشند، اقدام به خرید اختیار خرید می نمایند. (John C.Hall, 2001).

¹. Option Traders

². Hedgers

۲- سفته بازان^۱

سفته بازان افرادی می‌باشند که با پذیرش ریسک، به بازار عمق بخشیده و خود به دنبال سود ناشی از پذیرش ریسک هستند. اختیار معامله با ویژگی‌هایی که دارد به شدت مورد توجه این گروه از معامله‌گران می‌باشد. سفته بازان با پیش‌بینی‌هایی که در قیمت آتی سهام می‌کنند، اقدام به خرید اختیار خرید سهامی می‌نمایند که انتظار می‌رود قیمت آنها در آینده افزایش یابد. همچنین این افراد اقدام به خرید اختیار فروش سهام به صورت استقراضی برای سهامی می‌نمایند که احتمال می‌رود که قیمت آنها در آینده افت شدید داشته باشد. به گونه‌ای که اگر پیش‌بینی‌ها محقق گردد، سهام را با قیمت پایین‌تر از بازار خریداری و به بیش از قیمت توافقی فروخته و به سود کلانی دست پیدا می‌کنند. (John C.Hall, 1998).

۳- آربیتراژ کنندگان^۲

این گروه 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 اندک می‌باشد. با این عمل بلافاصله تفاوت‌های موجود در بازارهای مختلف از بین می‌رود و صحت و سلامت نرخهای اعلام شده در بازارهای مختلف برای سایر شرکت کنندگان در بازار به ارمغان می‌آورند. (John C.Hall, 1998)

بنابراین با توجه به سه دسته اصلی معامله‌گران اختیار معامله مشخص می‌شود که این سه دسته کلیه سرمایه‌گذاران را شامل می‌گردد که با توجه به هدف سرمایه‌گذاری و ویژگی خاص شخصیتی در قالب یکی از سه دسته مذکور اقدام به معامله اختیار معامله می‌نمایند. نگاره ۱ مبانی تئوریک اختیار معامله را به صورت خلاصه نشان می‌دهد.

1. Speculators

2. Arbitragists

استفاده کنندگان	مزایا و کاربرد	انواع اختیار معامله	
پوشش دهندگان	مدیریت ریسک	اختیار خرید	باتوجه به نوع معامله
		اختیار فروش	
آرپیتر از کنندگان ها	افزایش بازده	اختیار معامله سهام	باتوجه به دارایی تعهد شده
		اختیار معامله شاخص سهام	
		اختیار معامله قرارداد تحویل آتی	
سفته بازان	نتایج عملیاتی	اختیار معامله اوراق قرضه	باتوجه به نحوه اعمال
		اختیار معامله آمریکایی	
		اختیار معامله اروپایی	

نگاره ۱: تقسیم‌بندی انواع اختیار معامله، مزایا و استفاده کنندگان از آن

مزایای استفاده از اختیار معامله

می‌توان مزایای استفاده از اختیار معامله را به شرح زیر خلاصه نمود:

الف- بازار اختیار معامله این توانایی را دارد تا فرصتی به افرادی که خواهان ریسک کمتری می‌باشند، بدهد تا ریسک خود را به آنهایی که طالب ریسک بالاتری هستند منتقل نمایند. با توجه به اینکه این بازار در تخصیص مجدد ریسک بین سرمایه‌گذاران تاثیر زیادی دارد، هیچ کس مجبور به تحمل یک سطح ناخوشایندی از ریسک نمی‌باشد. (Gunter Frank; 1998)

ب- اگر چه بازار اختیار معامله بر آورد قطعی از قیمت آتی کالای مورد نظر را ارائه نمی‌دهد، ولی می‌تواند اطلاعات مربوط به بی ثباتی قیمت کالای مذکور را ارائه دهد. در حقیقت قیمت معاملات اختیار معامله بیانگر انتظار بازار از نوسان‌پذیری قیمت‌های آتی کالاها می‌باشند. (paul Brockman & H.J. Turtle; 2003)

ج- بازار اختیار معامله دارای هزینه‌های معاملاتی پایین تری نسبت به بازار سهام هستند. به این معنی که برای معامله‌گران این بازار، حق کمیسیون و سایر هزینه‌های معاملاتی کمتر است.

د- بازار اختیار معامله به سرمایه‌گذاران اجازه می‌دهد تا فروش استقراضی را ساده‌تر انجام دهند. با توجه به اینکه در بازار سهام سرمایه‌گذاران نسبت به فروش استقراضی محدودیت‌هایی دارند، ولی این محدودیت‌ها در بازار اختیار معامله اعمال نمی‌شود. بنابراین بسیاری از سرمایه‌گذاران به جای فروش استقراضی در بازار سهام، اقدام به انجام معامله بر روی برگ‌های اختیار معامله می‌کنند.

ه- استفاده از اختیار معامله باعث افزایش کارایی بورس اوراق بهادار می‌شود، زیرا قیمت کالاهایی که اختیار معامله روی آنها انجام می‌شود با دقت بیشتری ارزش واقعی اقتصادی آنها را منعکس می‌سازد.



نحوه جمع آوری اطلاعات

همانطور که اشاره شد هر دو بعد بازار و ساختاری - فنی در این تحقیق مورد بررسی قرار می‌گیرد. این تحقیق که با استفاده از روش توصیفی - پیمایشی و با استفاده از ابزار پرسشنامه در پیوستاری از یک تا پنج تعریف عملیاتی شده است، به بازار سنجی اختیار معامله پرداخته است. همچنین با انجام مصاحبه با صاحب نظران مالی اقدام به امکان‌سنجی از بعد ساختاری و فنی در بورس اوراق بهادار تهران نموده است. جامعه آماری تحقیق حاضر برای بازارسنجی شامل کلیه شرکتهای سرمایه‌گذاری است اقدام به خرید و فروش سهام در بورس اوراق بهادار تهران می‌نمایند. تعداد آنها در حاضر ۶۰ شرکت است که نزدیک به ۸۰ درصد حجم مبادلات سهام را در اختیار دارند. جمع آوری داده‌ها از شرکتهای سرمایه‌گذاری با استفاده از نمونه‌گیری تصادفی ساده انجام شده است. از بین شرکتهای جامعه آماری موصوف با توجه به سطح اطمینان ۹۵ درصد، تعداد ۴۶ شرکت به عنوان نمونه آماری انتخاب شده‌اند.

جهت تصمیم گیری در مورد امکان به کارگیری اختیار معامله از بعد فنی و ساختاری در بورس اوراق بهادار تهران، ۳۰ نفر از صاحب نظران مالی نظیر مسئولین بورس اوراق بهادار تهران و تالارهای منطقه‌ای، بورس فلزات، مدیران عامل شرکتهای سرمایه گذاری و کارگزاری و اساتید مالی انتخاب و مصاحبه به عمل آمده و در نهایت در قالب یک پرسشنامه تصمیم گیری نهایی به عمل آمد.

تحلیل اطلاعات جمع آوری شده برای آزمون فرضیات تحقیق با استفاده از آزمون فرض آماری نسبت یک جامعه صورت گرفته است و آزمون مورد استفاده آزمون دو جمله‌ای می باشد.

در این تحقیق (P_0) معرف درصد افرادی می باشند که به سوالات پاسخ موافق داده اند. سؤالاتی که به صورت پنج گزینه‌ای می باشند، از ۱ تا ۵ امتیاز گرفته اند. نحوه امتیازدهی سؤالات در رد یا تایید فرضیه‌ها در نگاره ۲ نشان داده می شود.

گزینه‌ها	خیلی زیاد	زیاد	متوسط	کم	خیلی کم
امتیاز	۵	۴	۳	۲	۱

نگاره ۲: نحوه امتیاز دهی به گزینه های پرسشنامه

با توجه به اینکه میانگین امتیازات برای هر سؤال $\mu_0=3$ می باشد، اگر فرد پاسخ دهنده با سوال مطرح شده به اندازه خیلی کم، کم و یا متوسط موافق باشد، نظر ایشان به عنوان مخالف در نظر گرفته می شود و بالعکس. بنابراین اگر نسبت افرادی که از سوالات، امتیاز بیش از ۳ آورده باشند کمتر یا مساوی ۶۰ درصد باشد، فرضیه تحقیق (H_0) قبول و در غیر اینصورت فرضیه مخالف یا H_1 مورد پذیرش واقع می گردد. از اینرو فرضیات آماری بر حسب نوع فرضیه پژوهشی مشخص شده اند که در قسمت بعدی خواهند آمد.

تحلیل یافته‌ها و آزمون فرضیه‌ها

از آنجائی که تحقیق حاضر درصدد کسب دو هدف مجزا (بازارسنجی و امکان‌سنجی فنی - ساختاری) می‌باشد و داده‌ها نیز از دو جامعه آماری متفاوت و با ابزار متفاوت گردآوری گردیده است، فرضیه‌ها مربوطه در دو قسمت به شرح زیر تحلیل می‌گردد.

تحلیل یافته‌ها و آزمون فرضیه‌ها از بعد بازارسنجی

فرضیه اصلی:

فرضیه صفر: امکان به کارگیری اختیار معامله با توجه به بعد بازارسنجی در بورس اوراق بهادار تهران وجود ندارد.

فرضیه یک: امکان به کارگیری اختیار معامله با توجه به بعد بازارسنجی در بورس اوراق بهادار تهران وجود دارد.

فرضیه‌های آماری:

$$H_0: P_0 \leq 0.60$$

$$H_1: P_0 > 0.60$$

شرح	طبقه	تعداد	احتمال مشاهده شده	احتمال آزمون	سطح معنی داری
گروه ۱	≤ 3	۹	۰/۲		
گروه ۲	$>$	۳۷	۰/۸	۰/۶	۰/۰۰۰
جمع		۴۶	۱/۰		

نگاره ۳: آزمون دو جمله‌ای

همانطور که در نگاره فوق نشان داده شده است، سطح معنی داری $0/000$ است که کمتر از $0/05$ می باشد، بنابراین فرض H_0 رد می گردد. و می توان با سطح اطمینان ۹۵ درصد ادعا نمود.

که شرکتهای سرمایه گذاری علاقه مند به استفاده از اختیار معامله در بورس اوراق بهادار تهران می باشند.

فرضیه های فرعی:

برای آزمون فرضیه های فرعی از بعد بازار سنجی و تحلیل یافته ها، فرضیه های صفر به شرح ذیل تدوین شده اند:

- شرکتهای سرمایه گذاری با مفهوم اختیار معامله آشنا می دارند.
- شرکتهای سرمایه گذاری با انواع اختیار معامله (با توجه به دارایی تضمین شده) آشنایی دارند.
- شرکتهای سرمایه گذاری با کاربردهای اختیار معامله آشنایی دارند.
- شرکتهای سرمایه گذاری اختیار معامله را ابزار مناسبی جهت مدیریت ریسک می دانند.
- شرکتهای سرمایه گذاری اختیار معامله را ابزار مناسبی جهت افزایش بازده می دانند.
- شرکتهای سرمایه گذاری علاقه مند به استفاده از اختیار معامله می باشند.
- شرکتهای سرمایه گذاری متمایل به استفاده از اختیار معامله سهام می باشند.
- شرکتهای سرمایه گذاری متمایل به استفاده از اختیار معامله شاخص می باشند.
- هدف اصلی شرکتهای سرمایه گذاری از خرید و فروش اختیار معامله مدیریت ریسک می باشد.

فرضیه های آماری:

$$H_0: P_0 \leq 0.60$$

$$H_1: P_0 > 0.60$$

تصمیم گیری	سطح معنی داری	احتمال آزمون	احتمال مشاهده شده	تعداد	طبقه	شرح	فرضیات
تایید	۰/۰۰۰	۰/۶	۰/۲	۹	≤ 3	ناآشنا	فرضیه اول
				۳۷	> 3	آشنا	
				۴۶		کل	
تایید	۰/۰۰۰	۰/۶	۰/۳	۱۴	≤ 3	ناآشنا	فرضیه دوم
				۳۲	> 3	آشنا	
				۴۶		کل	
تایید	۰/۰۰۰	۰/۶	۰/۲	۱۱	≤ 2	ناآشنا	فرضیه دوم
				۳۵	> 2	آشنا	
				۴۶		کل	
تایید	۰/۰۰۰	۰/۶	۰/۳	۱۴	≤ 3	ناآشنا	فرضیه سوم
				۳۲	> 3	آشنا	
				۴۶		کل	
تایید	۰/۰۰۰	۰/۶	۰/۳	۱۵	≤ 1	ناآشنا	فرضیه سوم
				۳۱	> 1	آشنا	
				۴۶		کل	
تایید	۰/۰۰۰	۰/۶	۰/۲	۹	≤ 3	مخالف	فرضیه چهارم
				۳۷	> 3	موافق	
				۴۶		کل	
تایید	۰/۰۰۰	۰/۶	۰/۳	۱۴	≤ 3	مخالف	فرضیه پنجم
				۳۲	> 3	موافق	
				۴۶		کل	
تایید	۰/۰۰۰	۰/۶	۰/۲	۹	≤ 3	بی علاقه	فرضیه ششم
				۳۷	> 3	علاقه مند	
				۴۶		کل	
تایید	۰/۰۰۰	۰/۶	۰/۲	۱۰	≤ 3	بی علاقه	فرضیه هفتم
				۳۶	> 3	علاقه مند	
				۴۶		کل	
تایید	۰/۰۰۰	۰/۶	۰/۳	۱۶	≤ 3	بی علاقه	فرضیه هشتم
				۳۰	> 3	علاقه مند	
				۴۶		کل	
تایید	۰/۰۰۰	۰/۶	۰/۳	۱۵	≤ 1	افزایش بازده	فرضیه نهم
				۳۱	> 1	مدیریت ریسک	
				۴۶		کل	

نگاره ۴: آزمون دو جمله‌ای

همانطور که نگاره ۴ نشان می‌دهد، سطح معنی داری برای نه فرضیه فرعی برابر با ۰/۰۰۰ است که کمتر از ۰/۰۵ می‌باشد، بنابراین فرضیه H_1 پذیرفته می‌شود.

نتایج نشان می‌دهد که شرکتهای سرمایه‌گذاری با مفهوم اختیار معامله، با انواع اختیار معامله و کاربردهای آن آشنایی دارند. همچنین شرکتهای سرمایه‌گذاری، اختیار معامله را ابزار مناسبی جهت مدیریت ریسک و افزایش بازده می‌دانند. ضمناً شرکتهای سرمایه‌گذاری علاقه مند به استفاده از اختیار معامله سهام و اختیار معامله شاخص می‌باشند. بعلاوه هدف اصلی شرکتهای سرمایه‌گذاری از خرید و فروش اختیار معامله مدیریت ریسک می‌باشد.

تحلیل یافته‌ها و آزمون فرضیه از بعد امکان سنجی فنی - ساختاری

فرضیه اصلی:

فرضیه صفر: با توجه به بعد ساختاری و فنی، استفاده از اختیار معامله در بورس اوراق بهادار تهران امکان پذیر نمی‌باشد.

فرضیه یک: با توجه به بعد ساختاری و فنی، استفاده از اختیار معامله در بورس اوراق بهادار تهران امکان پذیر می‌باشد.

فرضیه‌های آماری:

$$H_0: P_0 \leq 0.60$$

$$H_1: P_0 > 0.60$$

فرضیات	شرح	طبقه	تعداد	احتمال مشاهده شده	احتمال آزمون	سطح معنی داری	تصمیم گیری
فرضیه اصلی	غیرممکن	≤ 0	۵	۰/۲	۰/۶	۰/۰۰۰	تایید
	ممکن	> 0	۲۵	۰/۸			
	کل		۳۰	۱/۰			

نگاره ۵: آزمون دو جمله ای

همانطور که در نگاره فوق نشان داده شده است، سطح معنی داری فرضیه فوق برابر با ۰/۰۰۰ است که کمتر از ۰/۰۵ می باشد، بنابراین فرضیه H_0 رد می گردد. و می توان با سطح اطمینان ۹۵ درصد ادعا نمود که با توجه به بعد ساختاری و فنی، استفاده از اختیار معامله در بورس اوراق بهادار تهران امکان پذیر می باشد.

برای آزمون فرضیه ها از بعد امکان سنجی فنی - ساختاری، فرضیات صفر به شرح ذیل تدوین شده اند:

- به کارگیری اختیار معامله در بورس اوراق بهادار تهران با توجه به قابلیت نرم افزار تابلو امکان پذیر نمی باشد.
- به کارگیری اختیار معامله در بورس اوراق بهادار تهران با توجه به قابلیت اتاق پایاپای امکان پذیر نمی باشد
- به کارگیری اختیار معامله در بورس اوراق بهادار تهران با توجه به نیروی متخصص موجود برای مدیریت معاملات اختیار معامله امکان پذیر نمی باشد
- به کارگیری اختیار معامله در بورس اوراق بهادار تهران در کل با توجه به شرایط ساختاری و فنی امکان پذیر نمی باشد.

فرضیه های آماری:

$$H_0: P_0 \leq 0.60$$

$$H_1: P_0 > 0.60$$

فرضیات	شرح	طبقه	تعداد	احتمال مشاهده شده	احتمال آزمون	سطح معنی داری	نصیم گیری
فرضیه اول	غیرممکن	≤ 0	۴	۰/۱	۰/۶	۰/۰۰۰	تایید
	ممکن	> 0	۲۶	۰/۹			
	کل		۳۰	۱/۰			
فرضیه دوم	غیرممکن	≤ 0	۵	۰/۲	۰/۶	۰/۰۰۰	تایید
	ممکن	> 0	۲۵	۰/۸			
	کل		۳۰	۱/۰			
فرضیه سوم	غیرممکن	≤ 0	۷	۰/۲	۰/۶	۰/۰۰۰	تایید
	ممکن	> 0	۲۳	۰/۸			
	کل		۳۰	۱/۰			

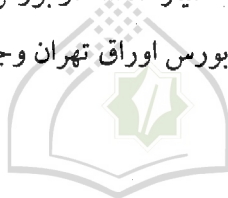
نگاره ۶: آزمون دوجمله ای

با توجه به نگاره (۶) سطح معنی داری در هر سه فرضیه برابر با ۰/۰۰۰ است. که کمتر از ۰/۰۵ می باشد لذا فرضیه H_1 در موارد مذکور پذیرفته می شود. به این معنی که، به کارگیری اختیار معامله در بورس اوراق بهادار تهران با توجه به قابلیت نرم افزار تابلو، قابلیت اتاق پایاپای نیروی متخصص موجود برای مدیریت معاملات اختیار معامله امکان پذیر می باشد. بنابراین در مجموع می توان گفت که به کارگیری اختیار معامله در بورس اوراق بهادار تهران با توجه به شرایط ساختاری و فنی امکان پذیر می باشد.

نتیجه گیری

همانگونه که قبلا بیان گردید، امکان سنجی به کارگیری اختیار معامله در بورس اوراق بهادار تهران تحت تأثیر ابعاد و مسائل مختلفی است که می توان آنها را به چهار بعد اصلی قانونی،

شرعی، بازار و فنی - ساختاری تقسیم نمود. با فرض اینکه از نظر قانونی و شرعی امکان طراحی و به کارگیری اختیار معامله وجود دارد، مقاله حاضر دو بعد امکان‌سنجی بازار و فنی - ساختاری را در بورس اوراق بهادار تهران مورد بررسی قرار داده است. از لحاظ ساختاری و فنی، وجود نیروی انسانی متخصص جهت مدیریت مبادلات اختیار معامله، نرم‌افزار جهت نمایش معاملات و اتاق پایاپای با تسویه جهت ثبت و انتقال معاملات و مالکیت برای طراحی و به کارگیری هر گونه ابزار مالی جدید ضروری می‌باشد. همچنین به کارگیری اختیار معامله در بورس اوراق بهادار تهران با توجه به بعد بازار و استقبال شرکتهای سرمایه‌گذاری از آن امکان‌پذیر می‌باشد. در مجموع، نتایج نشان می‌دهد که شرکتهای سرمایه‌گذاری مایل به استفاده از اختیار معامله و شاخص اختیار معامله در بورس اوراق بهادار تهران می‌باشند، همچنین امکان استفاده از اختیار معامله در بورس اوراق تهران وجود دارد.



منابع

۱. آقاپور، ابراهیم، «امکان سنجی طراحی اختیار معامله در بازار سرمایه ایران» رساله کارشناسی ارشد، دانشگاه امام صادق، رشته مدیریت مالی، ۱۳۷۶
 ۲. رضایان، علی، رفتار سازمانی، انتشارات سمت، سال ۱۳۷۹
 3. Gunter. Frank & others, "who buys and who sells options: The role of options in an economy with back ground risk", journal of economic Theory 82,89-109(1998).
 4. John F. Summa, www., Investopedia.com, june13th, 2002.
 5. John L. Lom & M. Rubinstein, "Option markets" prentice-Hall, 2003
 6. John. C. Hall, "Introduction to Futures and Option markets", Prentice Hall, 1998.
 7. John C .Hall, "Options, Futures and other Derivations", University of Toronto, 2001.
 8. John C .Hal, "Futures and Options markets" Third edition, 1998.
 9. Kleinman, George, "Mastering Commodity Futures and options", Great Britain, 1997.
 10. Lusy F. Ackert & Yisong S. Tian, "Efficiency in Index options markets and trading in stock baskets", Journal of Banking & Finance, volume 25, Issue 9, September 2001, pp 1607-1641.
 11. Pandey I M , "Financial Management, viskas publishing House PVT LTD", Eight Edition, 2003
 12. Paul Brockman & H. J. Turtle, "A barrier option framework for corporate security valuation", journal of financial economics, volume67, Issue3, March 2003, pp511-529.
 13. sheuing E.E. and Johnson E.M, "A proposed Model For New services Development" ,The Journal of services Marketing ,spring 1989, PP 25 - 34.
 14. Richard J. Randleman. Jr, "Applied Derivations, Option, Futures and Swaps" ,Oxford, Blackwell publishers, 2002.
- www.investopedia.com 13. "Options Basics Tutorial", 2002.

