

بِسْمِ اللَّهِ الرَّحْمَنِ الرَّحِيمِ

به نام خدا

تاییدیه اعضای هیات داوران حاضر در جلسه دفاع از رساله دکتری

اعضای هیات داوران نسخه نهایی رساله آقای مهران محمدی دانشجوی مقطع دکتری رشته علوم اقتصادی با عنوان "امکان سنجی راه اندازی قراردادهای آتی و اختیار معامله شاخص در بورس اوراق بهادار تهران و بررسی پیامدهای اقتصادی آن" را از نظر فرم و محتوا بررسی نموده و پذیرش آن را برای تکمیل درجه دکتری پیشنهاد می کنند.

اعضای هیات داوران	نام و نام خانوادگی	رتبه علمی	امضا
۱- استاد راهنما	دکتر رضا نجار زاده	دانشیار	
۲- استاد مشاور	دکتر سیدعباس موسویان	استاد	
۳- استاد مشاور	دکتر علی صالح آبادی	استادیار	
۴- استاد ناظر	دکتر حسن حیدری	استادیار	
۵- استاد ناظر	دکتر لطفعلی عاقلی	استادیار	
۶- استاد ناظر	دکتر نادر مهرگان	استاد	
۷- استاد ناظر	دکتر حسین توکلیان	استادیار	
۸- نماینده تحصیلات تکمیلی	دکتر لطفعلی عاقلی	استادیار	

آیین‌نامه چاپ پایان‌نامه (رساله)‌های دانشجویان دانشگاه تربیت مدرس

نظر به اینکه چاپ و انتشار پایان‌نامه (رساله)‌های تحصیلی دانشجویان دانشگاه تربیت مدرس، مبین بخشی از فعالیت‌های علمی - پژوهشی دانشگاه است بنابراین به‌منظور آگاهی و رعایت حقوق دانشگاه، دانش‌آموختگان این دانشگاه نسبت به رعایت موارد ذیل متعهد می‌شوند:

ماده ۱: در صورت اقدام به چاپ پایان‌نامه (رساله)ی خود، مراتب را قبلاً به‌طور کتبی به «دفتر نشر آثار علمی» دانشگاه اطلاع دهد.

ماده ۲: در صفحه سوم کتاب (پس از برگ شناسنامه) عبارت ذیل را چاپ کند:

«کتاب حاضر، حاصل پایان‌نامه کارشناسی ارشد/ رساله دکتری نگارنده در رشته
که در سال در دانشکده دانشگاه تربیت مدرس به راهنمایی
سرکار خانم/جناب آقای دکتر ، مشاوره سرکار خانم/جناب آقای دکتر
و مشاوره سرکار خانم/جناب آقای دکتر از آن دفاع شده است.»

ماده ۳: به‌منظور جبران بخشی از هزینه‌های انتشارات دانشگاه، تعداد یک درصد شمارگان کتاب (در هر نوبت چاپ) را به «دفتر نشر آثار علمی» دانشگاه اهدا کند. دانشگاه می‌تواند مازاد نیاز خود را به نفع مرکز نشر در معرض فروش قرار دهد.

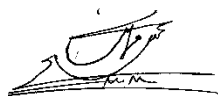
ماده ۴: در صورت عدم رعایت ماده ۳، ۵۰٪ بهای شمارگان چاپ‌شده را به‌عنوان خسارت به دانشگاه تربیت مدرس، تأدیه کند.

ماده ۵: دانشجو تعهد و قبول می‌کند در صورت خودداری از پرداخت بهای خسارت، دانشگاه می‌تواند خسارت مذکور را از طریق مراجع قضایی مطالبه و وصول کند؛ به‌علاوه به دانشگاه حق می‌دهد به‌منظور استیفای حقوق خود، از طریق دادگاه، معادل وجه مذکور در ماده ۴ را از محل توقیف کتاب‌های عرضه‌شده نگارنده برای فروش، تأمین نماید.

ماده ۶: این‌جناب مه‌ران محمدی دانشجوی رشته اقتصاد نظری مقطع دکتری
تعهد فوق و ضمانت اجرایی آن را قبول کرده، به آن ملتزم می‌شوم.

نام و نام خانوادگی: مه‌ران محمدی

تاریخ و امضا: ۲۰ مهرماه ۱۳۹۶



آیین‌نامه حق مالکیت مادی و معنوی در مورد نتایج پژوهش‌های علمی دانشگاه تربیت مدرس

مقدمه: با عنایت به سیاست‌های پژوهشی و فناوری دانشگاه در راستای تحقق عدالت و کرامت انسان‌ها که لازمه شکوفایی علمی و فنی است و رعایت حقوق مادی و معنوی دانشگاه و پژوهشگران، لازم است اعضای هیئت‌علمی، دانشجویان، دانش‌آموختگان و دیگر همکاران طرح، در مورد نتایج پژوهش‌های علمی که تحت عناوین پایان‌نامه، رساله و طرح‌های تحقیقاتی با هماهنگی دانشگاه انجام شده است، موارد زیر را رعایت نمایند:

ماده ۱- حق نشر و تکثیر پایان‌نامه/ رساله و درآمدهای حاصل از آن‌ها متعلق به دانشگاه است ولی حقوق معنوی پدیدآورندگان محفوظ خواهد بود.

ماده ۲- انتشار مقاله یا مقالات مستخرج از پایان‌نامه/ رساله به صورت چاپ در نشریات علمی و یا ارائه در مجامع علمی باید به نام دانشگاه بوده و با تأیید استاد راهنمای اصلی، یکی از اساتید راهنما، مشاور و یا دانشجو مسئول مکاتبات مقاله باشد. ولی مسئولیت علمی مقاله مستخرج از پایان‌نامه و رساله به عهده اساتید راهنما و دانشجو است.

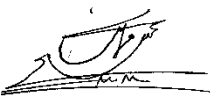
تبصره: در مقالاتی که پس از دانش‌آموختگی به صورت ترکیبی از اطلاعات جدید و نتایج حاصل از پایان‌نامه/ رساله نیز منتشر می‌شود نیز باید نام دانشگاه درج شود.

ماده ۳- انتشار کتاب، نرم‌افزار و یا آثار ویژه (اثری هنری مانند فیلم، عکس، نقاشی و نمایشنامه) حاصل از نتایج پایان‌نامه/ رساله و تمامی طرح‌های تحقیقاتی کلیه واحدهای دانشگاه اعم از دانشکده‌ها، مراکز تحقیقاتی، پژوهشکده‌ها، پارک علم و فناوری و دیگر واحدها باید با مجوز کتبی صادره از معاونت پژوهشی دانشگاه و بر اساس آئین‌نامه‌های مصوب انجام شود.

ماده ۴- ثبت اختراع و تدوین دانش فنی و یا ارائه یافته‌ها در جشنواره‌های ملی، منطقه‌ای و بین‌المللی که حاصل نتایج مستخرج از پایان‌نامه/ رساله و تمامی طرح‌های تحقیقاتی دانشگاه باید با هماهنگی استاد راهنما یا مجری طرح از طریق معاونت پژوهشی دانشگاه انجام گیرد.

ماده ۵- این آیین‌نامه در ۵ ماده و یک تبصره در تاریخ ۸۷/۴/۱ در شورای پژوهشی و در تاریخ ۸۷/۴/۲۳ در هیئت‌رئیس دانشگاه به تأیید رسید و در جلسه مورخ ۸۷/۷/۱۵ شورای دانشگاه به تصویب رسیده و از تاریخ تصویب در شورای دانشگاه لازم‌الاجرا است.

«این جانب مه‌ران محمدی دانشجوی رشته اقتصاد نظری ورودی سال تحصیلی ۱۳۹۱ مقطع دکتری دانشکده مدیریت و اقتصاد متعهد می‌شوم کلیه نکات مندرج در آیین‌نامه حق مالکیت مادی و معنوی در مورد نتایج پژوهش‌های علمی دانشگاه تربیت مدرس را در انتشار یافته‌های علمی مستخرج از پایان‌نامه / رساله تحصیلی خود رعایت نمایم. در صورت تخلف از مفاد آئین‌نامه فوق‌الاشعار به دانشگاه وکالت و نمایندگی می‌دهم که از طرف این‌جانب نسبت به لغو امتیاز اختراع بنام بنده و یا هرگونه امتیاز دیگر و تغییر آن به نام دانشگاه اقدام نماید. ضمناً نسبت به جبران فوری ضرر و زیان حاصله بر اساس برآورد دانشگاه اقدام خواهم نمود و بدین‌وسیله حق هرگونه اعتراض را از خود سلب نمودم»

امضا: 

۲۰ مهرماه ۱۳۹۶: تاریخ



دانشگاه تربیت مدرس

دانشکده: مدیریت و اقتصاد

رساله دکتری رشته: علوم اقتصادی گرایش: اقتصاد مالی و پولی

امکان سنجی راه اندازی قراردادهای آتی و اختیار معامله شاخص در بورس اوراق بهادار تهران و
بررسی پیامدهای اقتصادی آن

مهران محمدی

استاد راهنما:

دکتر رضا نجار زاده

استاد مشاور (اول):

دکتر سید عباس موسویان

استاد مشاور (دوم):

دکتر علی صالح آبادی

شهریورماه ۱۳۹۶

تقدیم به پدر و مادرم

ماحصل آموخته‌هایم را تقدیم می‌کنم به آنان که مهر آسمانی‌شان آرام‌بخش آلام زمینی‌ام است

به استوارترین تکیه‌گاهم، دستان پر مهر پدرم

به سبزترین نگاه زندگیم، چشمان سبز مادرم

که هرچه آموختم، در کتب عشق شما آموختم و هرچه بگویم، قطره‌ای از دریای بی‌کران مهربانی‌تان را

سپاس توانم بگویم.

امروز، هستی‌ام به امید شماست و فردا کلید باغ بهشتم رضای شما

ره‌آوردی کران‌سنگ‌تر از این ارزان‌نداشتم تا به خاک پایتان نثار کنم،

باشد که حاصل تلاشم، نسیم‌گونه، غبار محبتی‌تان را برزنداید.

بوسه بر دستان پر مهرتان

تشکر و قدردانی

سپاس خدای را که جز او خدایی نیست و اوست که سزاوار ستایش و تمجید حقیقی است. سپاس و ستایش بی حد، خداوند منان را که علم، زیبایی خلقت اوست و کسب علم فرمان اوست. سپاس ایزد منان را که بدون بذل عنایتش طی طریق میسر نمی‌گردد. خدایا تو را با تمام وجود سپاس می‌گویم و از تو مدد می‌گیرم تا سپاس خود را بر تمامی آنانی که گام‌های استوارشان و دستان پر از لطفشان، تکیه گاه من بودند تقدیم کنم.

به خانواده‌ام، که زندگی را برایم آموختند و مسیرش را هموار کردند، آنانکه لحظه‌ی اندوه زندگی‌ام را سهیم شدند و مرا فقط در لحظه‌های شادی زندگی‌شان سهیم کردند.

به پیشگاه استاد راهنمای گرانقدرم جناب دکتر رضا نجارزاده، بخاطر راهنمایی‌های ارزنده‌شان، که بدون صبر و حوصله ایشان انجام این پایان نامه ممکن نبود و بخاطر تمامی محبت‌هایی که در عرصه تحصیل، بر من عنایت داشته‌اند.

اساتید مشاور بسیار ارجمند و گرانمایه‌ام که مرا از نظرات و پیشنهادات ارزنده‌ی خود بهره‌مند ساختند، جناب آقای دکتر سید عباس موسویان بخاطر زحماتی که در طی تکمیل این تحقیق متحمل شدند و شاگردی ایشان افتخاری بزرگ برای من بوده و جناب آقای دکتر علی صالح‌آبادی که در طول انجام این تحقیق از هیچ گونه محبت و مشاوره علمی دریغ نکرده‌اند.

اساتید داور محترم این رساله جناب آقای دکتر لطفعلی عاقلی، جناب آقای دکتر حسن حیدری، جناب آقای دکتر نادر مهرگان و جناب آقای دکتر حسین توکلیان که زحمت داوری رساله را تقبل نمودند و با ارائه نظرات ارزنده و مفید بر غنای رساله افزودند.

در نهایت سپاس از هر یاری دهنده‌ای که همراهی‌اش حتی به قدر لحظه‌ای مرا به سپاسی ابدی موظف نمود و تمامی انسان‌هایی که مزرع اندیشه را سبز می‌خواهند و با سرانگشتان مشتاق خویش افق‌های روشن را نشانه رفته‌اند.

چکیده

اوراق مالی مشتقه، ابزارهای جدیدی هستند که در یک اقتصاد مدرن برای پوشش ریسک، سرمایه‌گذاری و آربیتراژ بکار می‌روند. گرچه از واژه اوراق مشتقه، چیزی که به ذهن خطور می‌کند، قرارداد آتی یا اختیار معامله سهام است، اما تمرکز اصلی بازار در دنیا بر اوراق مشتقه شاخص است. باوجود مزایایی که معاملات قرارداد آتی و اختیار معامله شاخص دارند، به لحاظ شرعی نمی‌توانند مورد معامله قرار گیرند (چون شاخص فاقد مالیت است). به همین جهت امکان راه‌اندازی این ابزارها در بورس تهران فراهم نیست.

هدف این تحقیق، طراحی الگوی قرارداد آتی و اختیار معامله سبد سهام، به‌منظور دستیابی به کارکردهای آتی و اختیار معامله‌ی شاخص است. سبدهای که مبنای قرارداد آتی و اختیار معامله قرار می‌گیرد، علاوه بر اینکه مالیت دارد و قابل تحویل فیزیکی است از جهت کمیت به‌گونه‌ای است که کارکردهای آتی و اختیار معامله‌ی شاخص را دارد. بر این اساس آتی سبد سهام، قراردادی است که فروشنده تعهد می‌کند در سررسید تعیین‌شده، سبد پایه (کسری از سبد معیار) را به قیمتی که در زمان انعقاد قرارداد تعیین می‌شود، بفروشد و در مقابل خریدار متعهد می‌شود آن سبد پایه را در تاریخ سررسید خریداری کند و اختیار معامله سبد سهام، قراردادی است بین خریدار و فروشنده که حق، نه الزام، خرید یا فروش سبد پایه را تا زمان انقضای اختیار معامله و به قیمت مورد توافق، به خریدار می‌دهد. به‌بیان دیگر سبد سهام پایه، به‌گونه‌ای طراحی می‌شود که افزون بر مشروعیت، تمامی کارکردهای اوراق مشتقه شاخص را می‌توان به دست آورد.^۱

کلمات کلیدی: اوراق مشتقه شاخصی، آتی شاخص، اختیار معامله شاخص، آتی سبد سهام، اختیار معامله سبد سهام.

۱. لازم به ذکر است که الگوی ارائه شده در این تحقیق از منظر فقهی در تاریخ ۱۳۹۴/۰۳/۰۶ به تأیید کمیته‌ی فقهی سازمان بورس و اوراق بهادار رسیده است.

فهرست مطالب

مقدمه	۱
۱- فصل اول	۱
۱-۱- تعریف مسئله	۲
۱-۲- ضرورت تحقیق	۵
۱-۳- سؤالات تحقیق	۹
۱-۴- اهداف تحقیق	۱۰
۱-۵- فرضیه/فرضیات تحقیق	۱۱
۱-۶- جنبه‌های نوآوری	۱۱
۱-۷- روش تحقیق	۱۳
۲- فصل دوم	۱۵
۲-۱- مقدمه	۱۶
۲-۲- تاریخچه مشتقات	۱۶
۲-۳- قراردادهای آتی	۲۱
۲-۳-۱- اتاق پایاپای و نقش آن	۲۴
۲-۳-۲- انجام قرارداد آتی	۲۸
۲-۳-۳- تسویه نقدی	۳۰
۲-۳-۴- قرارداد آتی شاخص سهام	۳۱
۲-۴- قراردادهای اختیار معامله	۳۴
۲-۴-۱- مزایای قراردادهای اختیار معامله	۳۸
۲-۴-۲- مؤلفه‌های اختیار معامله	۴۰
۲-۴-۳- اصول ارزش‌گذاری اختیار معامله	۴۲
۲-۴-۴- ریسک‌های اختیار معامله	۴۵
۲-۴-۵- اختیار معامله‌ی شاخص	۴۸
۲-۵- معاملات قراردادهای مشتقه مبتنی بر شاخص در جهان	۵۱
۲-۶- پیامدهای راه‌اندازی معاملات قراردادهای آتی و اختیار معامله شاخص	۶۳
۲-۶-۱- کارکردهای قراردادهای آتی و اختیار معامله‌ی شاخص	۶۴
۲-۶-۲- تأثیرات راه‌اندازی معاملات مشتقات شاخصی بر بازار نقد	۷۲
۲-۷- جمع‌بندی	۸۱
۳- فصل سوم	۸۲
۳-۱- مقدمه	۸۳
۳-۲- مطالعات گذشته در زمینه‌ی قراردادهای آتی و قراردادهای اختیار معامله	۸۴
۳-۳- تفاوت این تحقیق با مطالعات گذشته	۹۵

۹۶	۳-۴- بررسی شبهات قراردادهای مشتقه.....
۹۶	۳-۴-۱- شبهه‌ی غرر.....
۹۹	۳-۴-۲- شبهه کالی به کالی.....
۱۰۱	۳-۴-۳- شبهه انحراف از فلسفه اصلی.....
۱۰۳	۳-۴-۴- شبهه‌ی قماری بودن.....
۱۰۷	۳-۴-۵- مسئله‌ی حساب وجه‌تضمین.....
۱۱۰	۳-۴-۶- سایر شبهات.....
۱۱۱	۳-۵- نظر کمیته‌ی فقهی سازمان بورس در رابطه با قراردادهای آتی و اختیار معامله.....
۱۱۴	۳-۶- بررسی قراردادهای مشتقه مبتنی بر شاخص.....
۱۱۵	۳-۶-۱- صوری بودن قراردادهای مشتقه مبتنی بر شاخص.....
۱۱۶	۳-۶-۲- فقدان قدرت بر تسلیم.....
۱۱۷	۳-۶-۳- مالیت نداشتن.....
۱۲۱	۳-۶-۴- فقدان قابلیت تملک.....
۱۲۱	۳-۶-۵- یکسانی شرایط خریدار و فروشنده.....
۱۲۲	۳-۶-۶- مغایرت با ساختمان حقوقی معاوضه.....
۱۲۳	۳-۷- جمع‌بندی.....
۱۲۵	۴- فصل چهارم.....
۱۲۶	۴-۱- مقدمه.....
۱۲۶	۴-۲- معرفی ابزار مالی جدید.....
۱۳۲	۴-۳- روش‌شناسی مباحث فقهی اقتصادی.....
۱۳۷	۴-۴- روش‌شناسی بخش سنجش پیامدهای اقتصادی راه‌اندازی ابزار جدید.....
۱۳۸	۴-۴-۱- اعتبار یا روایی پرسشنامه.....
۱۳۸	۴-۴-۲- پایایی (قابلیت اعتماد) ابزار اندازه‌گیری.....
۱۴۲	۴-۵- جمع‌بندی.....
۱۴۳	۵- فصل پنجم.....
۱۴۴	۵-۱- مقدمه.....
۱۴۶	۵-۲- ایده‌ی اول.....
۱۴۷	۵-۲-۱- صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک.....
۱۵۳	۵-۲-۲- بررسی ایده‌ی اول.....
۱۵۸	۵-۳- ایده‌ی دوم: انتشار قرارداد مشتقه بر روی سبدی از سهام.....
۱۶۰	۵-۳-۱- شاخص.....
۱۶۷	۵-۳-۲- نحوه‌ی تشکیل سبد سهام به‌عنوان سبد پایه قرارداد آتی.....
۱۸۷	۵-۴- جمع‌بندی.....
۱۸۹	۶- فصل ششم.....

۱-۶-۱- مقدمه.....	۱۹۰
۲-۶- بررسی میزان انطباق مدل آتی و اختیار معامله سبد سهام با قراردادهای استاندارد جهانی (قراردادهای آتی و اختیار معامله شاخص).....	۱۹۱
۳-۶- بررسی فقهی قرارداد آتی و اختیار معامله سبد سهام.....	۲۰۱
۱-۳-۶- شرایط مبیع.....	۲۰۲
۲-۳-۶- توقف نماد.....	۲۱۵
۳-۳-۶- تعدیلات سبد پایه.....	۲۱۶
۴-۳-۶- استفاده از شرط ضمن عقد برای گنجاندن تعدیلات سبد در قرارداد.....	۲۲۳
۴-۶- نظر کمیته‌ی فقهی در مورد قرارداد آتی و اختیار معامله‌ی سبد سهام.....	۲۲۵
۵-۶- تفاوت قرارداد مبتنی بر سبد سهام و قرارداد مبتنی بر شاخص.....	۲۲۷
۶-۶- پیامدهای راه‌اندازی معاملات قراردادهای آتی و اختیار معامله سبد سهام.....	۲۳۱
۱-۶-۶- تحلیل توصیفی بخش سؤالات عمومی.....	۲۳۴
۲-۶-۶- تحلیل توصیفی گزاره‌های مرتبط با پیامدهای اقتصادی.....	۲۳۵
۳-۶-۶- ارزیابی آماری پیامدهای اقتصادی.....	۲۳۵
۴-۶-۶- تحلیل نتایج.....	۲۳۷
۷-۶- پاسخ به سؤالات تحقیق.....	۲۴۰
۸-۶- بررسی فرضیات.....	۲۴۲
۹-۶- جمع‌بندی.....	۲۴۴
۷- فصل هفتم.....	۲۴۶
۸- منابع.....	۲۵۶
۹- پیوست‌ها.....	۲۶۴
واژه‌نامه (همراه با معادل انگلیسی).....	۲۶۵
پیوست شماره ۱: مراحل معرفی ابزار مالی جدید.....	۲۷۵
۱- عوامل بحرانی موفقیت.....	۲۷۷
۲- معیارها.....	۲۷۸
۳- معیارها و عوامل بحرانی موفقیت مراحل فرایند معرفی محصول جدید.....	۲۷۹
۱-۳- استراتژی محصول جدید.....	۲۷۹
۲-۳- تولید ایده.....	۲۸۳
۳-۳- غربالگری و تحلیل کسب‌وکار.....	۲۸۷
۴-۳- تولید.....	۲۹۲
۵-۳- آزمون.....	۲۹۷
۴- چارچوب عوامل بحرانی موفقیت، معیارها، ابزارها و تکنیک‌های NPD.....	۳۰۰
پیوست شماره ۲: مصوبه کمیته‌ی فقهی - قراردادهای آتی و اختیار معامله سبد سهام.....	۳۰۲
پیوست شماره ۳: دستورالعمل پیشنهادی معاملات آتی سبد سهام.....	۳۰۵

پیوست شماره ۴: دستورالعمل پیشنهادی معاملات اختیار معامله سبد سهام ۳۲۴

فهرست شکل‌ها

- شکل ۱: عملکرد اتاق پایاپای در بازار آتی..... ۲۶
- شکل ۲: سازوکار معامله‌ی معکوس..... ۳۰
- شکل ۳: وضعیت حقوق و تعهدات خریدار و فروشنده در اختیار خرید و فروش..... ۳۴
- شکل ۴: مراحل تولید محصول جدید (NPD) (Booz, Allen & Hamilton, 1982)..... ۱۳۱
- شکل ۵: نحوه‌ی تعیین ترکیب سبد پایه..... ۱۶۸
- شکل ۶: مراحل تولید محصول جدید (NPD) (Booz, Allen & Hamilton, 1982)..... ۲۷۵

فهرست جدول‌ها

- جدول ۱: اندازه جست و مضرب قراردادهای مشتقه شاخصی معتبر..... ۳۳
- جدول ۲: مقایسه خرید اختیار خرید با سهم..... ۳۹
- جدول ۳: اختیار خرید در سود..... ۴۳
- جدول ۴: اختیار فروش در سود..... ۴۴
- جدول ۵: تفاوت‌های اساسی میان اختیار معامله‌ی سهام و شاخص..... ۵۱
- جدول ۶: حجم معاملات قراردادهای مشتقه شاخص و قراردادهای مشتقه سهام در سال ۲۰۱۲..... ۵۸
- جدول ۷: ده بورس برتر در معاملات قراردادهای آتی و اختیار معامله شاخص..... ۵۹
- جدول ۸: حجم معاملات مشتقات سهامی در سراسر دنیا..... ۶۱
- جدول ۹: حجم معاملات تمامی قراردادهای آتی و اختیار معامله در جهان..... ۶۲
- جدول ۱۰: مقایسه‌ی قرارداد اختیار معامله با قمار..... ۹۳
- جدول ۱۱: میزان آلفای کرونباخ و پایایی درونی متناظر..... ۱۴۱
- جدول ۱۲: ترکیب سبد پایه قرارداد آتی یا اختیار معامله ۳ میلیون تومانی..... ۱۷۰
- جدول ۱۳: ترکیب سبد پایه و سبد معیار در روزهای اول تا هفتم..... ۱۷۳
- جدول ۱۴: تعیین ترکیب سبد پایه پس از افزایش سرمایه ۵۰ درصدی شرکت A از محل آورده..... ۱۷۴
- جدول ۱۵: تعیین ترکیب سبد پایه پس از افزایش سرمایه ۵۰ درصدی شرکت A از محل آورده..... ۱۷۵
- جدول ۱۶: ترکیب سبد پایه و سبد معیار در روزهای هشتم تا دوازدهم..... ۱۷۶
- جدول ۱۷: تعیین ترکیب سبد پایه پس از تقسیم سود ۲۵ تومانی شرکت B..... ۱۷۷
- جدول ۱۸: تعیین ترکیب سبد پایه پس از تقسیم سود ۲۵ تومانی شرکت B..... ۱۷۸
- جدول ۱۹: ترکیب سبد پایه و سبد معیار در روزهای سیزدهم تا هیجدهم..... ۱۸۰
- جدول ۲۰: تعیین ترکیب سبد پایه پس از افزایش سرمایه ۵۰ درصدی شرکت B از محل سود انباشته..... ۱۸۰
- جدول ۲۱: تعیین ترکیب سبد پایه پس از افزایش سرمایه ۵۰ درصدی شرکت B از محل سود انباشته..... ۱۸۳
- جدول ۲۲: ترکیب سبد پایه و سبد معیار در روزهای نوزدهم تا بیست و سوم..... ۱۸۳

جدول ۲۳: تعیین ترکیب سید پایه پس از جایگزینی شرکت C به جای شرکت B در سید معیار.....	۱۸۴
جدول ۲۴: ترکیب سید پایه و سید معیار در روزهای بیست و چهارم تا سی ام.....	۱۸۶
جدول ۲۵: ترکیب سید پایه و سید معیار برای روزهای اول تا هفتم.....	۱۹۴
جدول ۲۶: ترکیب سید پایه و سید معیار در روزهای هشتم تا دوازدهم.....	۱۹۵
جدول ۲۷: ترکیب سید پایه و سید معیار در روزهای سیزدهم تا هیجدهم.....	۱۹۶
جدول ۲۸: ترکیب سید پایه و سید معیار در روزهای نوزدهم تا بیست و سوم.....	۱۹۶
جدول ۲۹: ترکیب سید پایه و سید معیار در روزهای بیست و چهارم تا سی ام.....	۱۹۷
جدول ۳۰: مشتقات مبتنی بر شاخص.....	۲۰۰
جدول ۳۱: مشتقات مبتنی بر سید سهام.....	۲۰۰
جدول ۳۲: ارزش بازار سهام (تریلیون دلار امریکا).....	۲۲۸
جدول ۳۳: شکل کلی و امتیازبندی پرسشنامه براساس طیف لیکرت.....	۲۳۲
جدول ۳۴: تحلیل توصیفی پرسشنامه.....	۲۳۵
جدول ۳۵: آزمون آماری تفاوت امتیاز زیرعنصر پیامد اقتصادی از ۳ (وضعیت بی تفاوتی).....	۲۳۶
جدول ۳۶: عوامل بحرانی موفقیت و معیارها برای مراحل فرایند NPD.....	۳۰۰

فهرست نمودارها

نمودار ۱: سود و زیان در موقعیت‌های مختلف در قرارداد اختیار معامله.....	۳۸
نمودار ۲: حجم معاملات قراردادهای مشتقه مبتنی بر سهم و شاخص.....	۵۱
نمودار ۳: حجم معاملات قراردادهای آتی و اختیار معامله در سال ۲۰۱۳.....	۵۲
نمودار ۴: حجم معاملات مشتقات در بورس نزدیک.....	۵۳
نمودار ۵: حجم معاملات مشتقات در بورس هنگ‌کنگ.....	۵۳
نمودار ۶: حجم معاملات مشتقات در بورس ورشو.....	۵۴
نمودار ۷: حجم معاملات مشتقات در بورس وین.....	۵۴
نمودار ۸: حجم معاملات مشتقات در بورس ملی هند.....	۵۵
نمودار ۹: حجم معاملات مشتقات در بورس مشتقه تایوان (تایفکس).....	۵۵
نمودار ۱۰: حجم معاملات مشتقات در بورس اسلو.....	۵۶
نمودار ۱۱: حجم معاملات مشتقات در بورس مکزیک.....	۵۶
نمودار ۱۲: حجم معاملات مشتقات در بورس بووسپا.....	۵۷
نمودار ۱۳: ارزش معاملات سهام در مقایسه با معاملات آتی و اختیار معامله‌ی شاخص.....	۶۰
نمودار ۱۴: حجم معاملات تمامی قراردادهای آتی و اختیار معامله در جهان.....	۶۲

مقدمه

سیستم مالی نقشی اساسی در عملکرد صحیح اقتصاد دارد. امروزه هیچ اقتصاد مدرنی را نمی‌توان یافت که رشد و بحران‌هایش با سیستم مالی آن گره نخورده باشد. سیستم‌های مالی برای تخصیص منابع در یک اقتصاد مدرن حیاتی هستند. این سیستم‌ها، پس‌انداز خانوارها را به بخش شرکت‌ها هدایت کرده و منابع سرمایه‌ای را میان بنگاه‌ها تخصیص می‌دهند. یک سیستم مالی امکان تسطیح بین دوره‌ای مصرف خانوارها و مخارج بنگاه‌ها را فراهم می‌کند و خانوارها را قادر می‌سازد که ریسک را به اشتراک بگذارند. این نوع عملکردها میان توسعه‌یافته‌ترین اقتصادها مشترک هستند.^۱ به عبارت دیگر وظیفه‌ی اصلی یک سیستم مالی هدایت نقدینگی از بخش‌های دارای مازاد به بخش‌های دارای کسری است. عملکرد صحیح و کارایی بخش مالی منجر به تشویق پس‌انداز و استفاده‌ی کارا از منابع ایجادشده از این پس‌اندازها خواهد شد.

مهم‌ترین اجزای سیستم‌های مالی عبارت‌اند از بازارهای مالی، ابزارهای مالی، زیرساخت‌ها، نهادهای مالی، بانک مرکزی و یک بدنه‌ی نظارتی. از میان این اجزاء، دامنه‌ی تمرکز این تحقیق بر ابزارهای مالی و به‌طور خاص بر ابزارهای مشتقه مبتنی بر شاخص متمرکز است. نخستین نقش ابزارهای مشتقه، فراهم کردن یک راه ارزان برای پوشش ریسک است. در واقع ابزارهای مشتقه یکی از نیازهای اساسی سرمایه‌گذاران و مدیران پرتفوی در بازار سرمایه است که به‌وسیله‌ی آن‌ها می‌توانند ریسک پرتفوی خود را نسبت به نوسانات قیمت، پوشش دهند. در میان ابزارهای مشتقه، ابزارهای مشتقه مبتنی بر شاخص نوعی از این ابزارها هستند که به سرمایه‌گذاران امکان می‌دهند که خود را نسبت به ریسک سیستماتیک پوشش دهند. این کارکرد به‌طور خاص برای ترغیب سرمایه‌گذاران خارجی به

^۱ Allen, Franklin; Douglas Gale (2001). Comparing Financial Systems. 55 Hayward Street, Cambridge, MA 02142-1493, USA: MIT press. p. 520.

سرمایه‌گذاری در یک کشور با نوسانات زیاد، لازم و ضروری است. همین کارکردها منشأ معاملات بسیار چشمگیر این ابزارها در بورس‌های معتبر شده است. علاوه بر این، هیچ بازار سرمایه‌ای بدون داشتن ابزارهای کافی نمی‌تواند بازار سرمایه‌ی توسعه‌یافته‌ای تلقی شود زیرا سرمایه‌گذاران بدون داشتن ابزارهای کافی، امکان بهره‌مندی از تمامی فرصت‌های بازار را ندارند. از این‌روست که یکی از ویژگی‌های یک بازار سرمایه‌ی توسعه‌یافته را تنوع ابزارهای مالی قابل معامله در این بازارها می‌دانند.

با وجود اهمیت ابزارهای مشتقه و کارکردهای آن‌ها، برخلاف بورس‌های معتبر که معاملات قراردادهای آتی و اختیار معامله در آن‌ها دارای پیشینه‌ای بسیار قدیمی است، سابقه‌ی قراردادهای مشتقه در کشورهای اسلامی بسیار اندک است. زیرا فراهم کردن امکان معامله‌ی این ابزارها برای سرمایه‌گذاران در کشورهای اسلامی از جمله کشور ما، برخلاف سایر کشورها تنها محدود به فراهم کردن سامانه‌های معاملاتی، ایجاد مقررات لازم و فرهنگ‌سازی نیست. بلکه قوانین کشور ما در صورتی اجازه معاملات یک ابزار مالی را می‌دهند که انطباق آن با الزامات فقهی اسلامی به اثبات رسیده باشد. لذا چون تا مدت‌ها بسیاری از مطالعات فقهی، قراردادهای آتی و اختیار معامله را به‌عنوان عقود غیر اسلامی می‌شناختند، به همین دلیل این قراردادها امکان راه‌اندازی در کشور ما را نداشت. تا اینکه انجام مطالعات تخصصی‌تر، امکان پاسخگویی به شبهات مطرح‌شده در مورد این قراردادها را فراهم کردند و در سال ۱۳۸۷، کمیته‌ی فقهی سازمان بورس الگوی این قراردادها را با تعدیلات اندکی که کارکردهای این قراردادها را تغییر نمی‌دهد، به‌عنوان ابزارهایی منطبق با الزامات شرعی مورد تصویب قرار داد و اجازه راه‌اندازی آن‌ها در بورس را صادر کرد. با صدور این مصوبه، معاملات قراردادهای آتی سکه و آتی سهم در ایران راه‌اندازی شد.

اما مصوبه مذکور، تمامی قراردادهای آتی و اختیار معامله را شامل نمی‌شود. بدین معنی که معاملات این قراردادها در صورتی مجاز بود که دارایی پایه‌ی آن‌ها دارای ویژگی‌های لازم باشد. از این‌رو

قراردادهای آتی شاخص و اختیار معامله شاخص، از دامنه‌ی این مصوبه و اجازه راه‌اندازی خارج بوده‌اند. زیرا بر اساس مطالعات علمی انجام‌شده، «شاخص» شرایط لازم برای قرار گرفتن به‌عنوان موضوع معامله را ندارد. در این مطالعات، شباهت زیادی در زمینه‌ی انطباق قراردادهای آتی شاخص و اختیار معامله شاخص با الزامات فقهی مطرح‌شده و مورد بررسی قرار گرفته‌اند. اگرچه حوزه‌ی شباهت مطرح‌شده در مورد آتی و اختیار معامله شاخص متفاوت بوده و هر یک از این مطالعات شبه‌ی بخصوصی را مدنظر قرار داده‌اند، اما نتیجه مشترک تمامی این مطالعات این بوده که قراردادهای آتی و اختیار معامله‌ی شاخص به هیچ نحوی با الزامات فقهی اسلامی سازگار نیستند و امکان اصلاح آن‌ها نیز وجود ندارد. این امر منجر به بی‌نصیب ماندن بازار سرمایه کشور ما و سایر کشورهای اسلامی از کارکردهای مفید این قراردادها شده است. عدم انطباق قراردادهای مشتقه مبتنی بر شاخص در مطالعات انجام‌گرفته از سوی محققین اسلامی، این سؤال را در ذهن ایجاد می‌کند که آیا راهی وجود دارد که بتوان ابزاری طراحی کرد که از یک طرف با الزامات اسلامی سازگار باشد و از طرفی کارکردهای آتی و اختیار معامله شاخص را برای سرمایه‌گذاران فراهم کند. این سؤال منشأ ایجاد این تحقیق است و لذا هدف این تحقیق، فراهم کردن امکان معاملات قراردادهای آتی و اختیار معامله شاخص در بازار سرمایه ایران است. به عبارت دیگر می‌توان گفت که شکست نظریه‌های اصلاحی در مورد ابزارهای مشتقه مبتنی بر شاخص، سبب شد تلاش برای معرفی ابزار جایگزین در این تحقیق مدنظر قرار گیرد.

۱- فصل اول

مقدمه و کلیات طرح تحقیق

۱-۱- تعریف مسئله

دلایل بسیاری وجود دارد که به جای تک تک سهام، کل بازار سهام مورد معامله قرار گیرد. در متون مالی متداول است که گفته می‌شود، عملکرد سهام را سه عامل تعیین می‌کنند: (۱) جهت حرکت کل بازار، (۲) صنعت و (۳) ناشر سهام. بسیاری از تحلیل‌گران معتقدند که بزرگ‌ترین عامل، جهت حرکت کل بازار است که برخی ادعا می‌کنند ۷۰ درصد عملکرد هر سهم را حرکت کل بازار توضیح می‌دهد. عقیده‌ی غالب این است که عامل مهم دوم روند صنعت و زیربناهای آن است. معمولاً اثر صنعت بر عملکرد سهام را ۲۰ درصد دانسته‌اند. بنیادهای مربوط به خود شرکت را تنها ۱۰ درصد بر حرکت قیمت سهام مؤثر دانسته‌اند. این اعداد ۷۰، ۲۰ و ۱۰ درصد بدین معنی هستند که اگر بازار در حال صعود باشد، به‌سادگی و تنها با خرید چند سهم می‌توان با بازار همراه شد؛ خصوصاً اگر سهامی خریداری شوند که هدایت‌کننده و رهبر بازار باشند. اگرچه گرفتن نتیجه مثبت تضمین‌شده نیست. اما اگر کل بازار در حال سقوط باشد، آنگاه پیدا کردن تعداد اندکی از سهام که روند صعودی دارند مشکل خواهد بود. معامله‌ی خود بازار - از طریق آتی شاخص و اختیار معامله‌ی شاخص - به معامله‌گر امکان اخذ موقعیت را به شکل بسیار ساده‌تری فراهم می‌کند و اهمیتی هم ندارد که روند چه باشد. دلایل دیگری نیز وجود دارد که به جای تک تک سهام، کل بازار معامله شود. اول، پیش‌بینی تأثیر یک رویداد کلان اقتصادی بر هر یک از شرکت‌ها اغلب مشکل‌تر از کل بازار است. برای مثال، یک گزارش دولتی که نشان می‌دهد رشد اقتصادی و تورم اندکی در پیش است، می‌تواند به‌عنوان یک عامل مثبت بر کل بازار تفسیر شود اما ضرورتاً این تفسیر برای یک سهم درست نیست. مزیت دوم برای معامله‌ی بازار، در نحوه‌ی ساختاربندی قراردادهای مشتقه مبتنی بر شاخص است. بسیاری از قراردادهای مشتقه مبتنی بر شاخص، اهرم بالاتری نسبت به مشتقات مبتنی بر سهام دارند. این بدان معنی است که سود یا زیان نشأت گرفته از آتی و اختیار معامله‌ی شاخص، هنگامی که شاخص ۱ یا ۲ درصد تغییر کند، ممکن است برابر یا بیشتر

از سود یا زیان ناشی از معامله‌ی آتی یا اختیار معامله‌ی سهامی باشد که قیمت آن ۵ تا ۱۰ درصد تغییر کرده است. همچنین، مردم اغلب در مورد بازار بسیار بیشتر از یک سهم خاص صحبت می‌کنند و از این رو اغلب پیش‌بینی یک معامله‌گر برای کل بازار بهتر از یک سهم خاص است. در نتیجه، معامله‌ی بازار بر اساس باور عمومی و از طریق مشتقات مبتنی بر شاخص بسیار ساده‌تر از معامله‌ی تک سهم بر این اساس است.^۱

نکته‌ی مهم دیگر در مورد مشتقات مبتنی بر شاخص، کاربرد آن‌ها در پوشش ریسک است. نوسان قیمت سهام و سود تقسیمی آن‌ها موجب نوسان بازدهی سهام می‌شود و وجود ریسک در بازدهی سهام را امری اجتناب‌ناپذیر می‌سازد. این ریسک از دو بخش تشکیل شده است که یکی مربوط به شرکت ناشر سهام است که ریسک غیر سیستماتیک نام دارد و می‌توان آن را از طریق متنوع‌سازی مدیریت کرد؛ دیگری ریسک مربوط به کل بازار سهام که ریسک سیستماتیک نام دارد. این ریسک را نمی‌توان از طریق متنوع‌سازی از بین برد. البته می‌توان ریسک یک سبد را با متنوع‌سازی، کاهش وزن سهام با ریسک بالا در سبد و افزایش دارایی‌های با ریسک پایین مثل اوراق مشارکت کاهش داد. اما راه‌حل واضح و بدیهی برای پوشش ریسک، معامله‌ی قراردادهای آتی روی شاخص سهام و قراردادهای اختیار معامله روی شاخص سهام است. مشتقات مبتنی بر شاخص، ابزارهای قدرتمند مدیریت ریسک برای دارندگان سبد سهام هستند. سرمایه‌گذاران و مدیران پرتفولیو با استفاده از آتی شاخص و اختیار معامله شاخص می‌توانند سبد خود را در مقابل ریسک سیر نزولی در بازار پوشش دهند. سهولت خرید و فروش، قابلیت نقدشوندگی و اهرم مالی بالای بازار قراردادهای آتی و اختیار معامله شاخص سهام، ابزارهای مفید و کم‌هزینه‌ای برای پوشش ریسک فراهم می‌کنند.

^۱Bittman, James B (1998). *Trading index options*. McGraw-Hill. P. 2.

از جمله‌ی دیگر استفاده‌کنندگان از قراردادهای مشتقه مبتنی بر شاخص، سفته‌بازان و آربیتراژگران هستند. سفته‌بازان از نوسانات قیمت در بازار آتی سود کسب می‌کنند و حضور آن‌ها باعث افزایش نقدشوندگی بازار آتی و اختیار معامله می‌شود. آربیتراژگران هم با معاملات خود، علاوه بر افزایش نقدشوندگی بازار مشتقه و نقد، باعث می‌شوند اشتباه بازار نقد و مشتقه در تعیین قیمت، اصلاح شود و قیمت‌ها در بازار نقد و مشتقه رابطه‌ای منطقی باهم داشته باشند.

با وجود تمامی این کارکردها و مزایایی که برای راه‌اندازی معاملات قراردادهای آتی شاخص و اختیار معامله شاخص وجود دارد از یک طرف و علاقه‌ی گسترده‌ای که سرمایه‌گذاران به این ابزارها دارند از طرف دیگر، تا به حال این ابزارها در بورس تهران راه‌اندازی نشده‌اند. اگرچه بحث‌های گسترده‌ای در مورد ماهیت خود قراردادهای آتی و اختیار معامله، ماهیت حساب ودیعه، نحوه‌ی تسویه‌ی نقدی یا فیزیکی و ... به لحاظ فقهی و حقوقی وجود داشته و دارد، لیکن این تحقیق با فرض صحت اصل قرارداد آتی و اختیار معامله به لحاظ فقهی و حقوقی، تنها قصد دارد که بر روی قرارداد آتی شاخص و اختیار معامله‌ی شاخص متمرکز شود. زیرا کمیته‌ی فقهی سازمان بورس به‌عنوان نهادی که صلاحیت بررسی و تأیید ابزارهای قابل معامله در بازار سرمایه‌ی جمهوری اسلامی ایران را به لحاظ شرعی دارد، در مصوبه‌هایی به ترتیب در تاریخ ۱۳۸۷/۰۷/۱۷، جلسه شماره ۲۹ کمیته تخصصی فقهی و در تاریخ ۱۳۸۷/۰۸/۲۹، جلسه شماره ۳۱ کمیته تخصصی فقهی، انطباق قراردادهای آتی و قراردادهای اختیار معامله را تأیید کرده است. بر همین اساس بازار قرارداد آتی سهام در بورس اوراق بهادار تهران و بازار قرارداد آتی سکه، زیره سبز و کنجاله سویا در بورس کالای ایران در سال ۸۹ راه‌اندازی شده است. همچنین راه‌اندازی معاملات قراردادهای اختیار معامله‌ی مبتنی بر سهم و کالا هم در دست راه‌اندازی هستند.