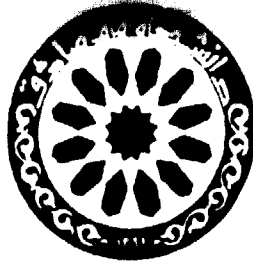




۱۴۵۳۹

کتابخانه مرکزی دانشگاه امام صادق (ع)

شماره ثبت ۲۸
شماره ۴



دانشگاه امام صادق (ع) (عالم السلام)

دانشکده معارف اسلامی و مدیریت

امکان سنجی طراحی اختیار معامله (OPTION)
در بازار سرمایه ایران

مرکز تحقیقات و پژوهش
معارف اسلامی

۱۵ / ۱۲ / ۱۳۷۷

پایان نامه کارشناسی ارشد پیوسته

استاد راهنما : جناب آقای دکتر حسین عبده تبریزی

اساتید مشاور:

جناب حجة الاسلام غلامرضا مصباحی جناب آقای دکتر ایرج توتونچیان

نگارش از: ابراهیم آقاپور کد: ۶۸

تاریخ: مهرماه ۱۳۷۶

۱۴۵۳۹

۰۰۴۳۷۷

دانشکده معارف اسلامی و مدیریت مسؤول عقایدی که

نویسنده در پیرین پایان نامه اظهار نموده است، نمی باشد.

کلیه حقوق ناشی از این اثر متعلق به دانشگاه امام صادق علیه السلام است.

می باشد و هر نوع استفاده از کل یا بخشی از آن مانند واگذاری به دیگر

مؤسسات، چاپ و مانند آن منوط به اجازه کتبی از دانشگاه می باشد.

به پاس تمام زحمتهای فداکاریها،
با قلبی سرشار از خضوع،

تقدیم به:

روح بلند و ملکوتی پدرم،

و

مادر عزیزتر از جانم،
که همواره رهین محبتهای اویم

با سپاس بی پایان از تلاش‌های بی دریغ استاد گرانمایه جناب آقای دکتر حسین عبده تبریزی استاد محترم راهنما و آقایان حجة الاسلام و المسلمین غلامرضا مصباحی و دکتر ایرج توتونچیان، اساتید محترم مشاور، که با راهنمایی‌های خود، مرا در تهیه این پایان نامه یاری نمودند.

همچنین با تشکر و سپاس از جناب آقای مهندس رضوی، جناب آقای دکتر مشبکی، جناب آقای مهیمنی، و نیز با سپاس از کلیه عزیزانی که صادقانه با اینجانب در تهیه این پایان نامه همکاری نمودند.

فهرست کلی مطالب

عنوان	صفحه
فصل اول: کلیات	۲
فصل دوم: طیف گسترده «اختیار معاملات» در جهان و عملکرد این ابزار در بازارهای سرمایه آن کشورها	۱۵
فصل سوم: ابزارهای موجود در بازار سرمایه ایران و نیاز به ابزار جدید	۳۳
فصل چهارم: امکان‌سنجی طراحی اختیار معامله با توجه به مبانی فقهی و شرایط بازار سرمایه ایران	۴۹
فصل پنجم: مباحث عملی مربوط به اختیار معامله	۱۳۳
فصل ششم: نتیجه‌گیری و پیشنهادات	۱۵۴

- الف -

فهرست تفصیلی مطالب

صفحه	عنوان
۱	- چکیده پایان نامه.....
	فصل اول: کلیات
۳	۱- فرضیه تحقیق.....
۴	۲- انگیزه انتخاب موضوع.....
۴	۳- هدف از انجام تحقیق.....
۴	۴- قلمرو زمانی و مکانی تحقیق.....
۴	۵- استفاده کنندگان از تحقیق.....
۴	۶- روش تحقیق.....
۵	۷- محدودیتهای تحقیق.....
۵	۸- کلید واژه ها.....
۷	۹- برخی مفاهیم مهم در بازارهای مالی و بازارهای اختیار معامله.....
۷	۹-۱- بازده و ریسک.....
۹	۹-۲- کارآیی بازار.....

- ب -

- ۱۰- حلقه‌های ارتباطی اساسی بین بازارهای نقد و بازارهای اختیار معامله ۱۰
- ۱۰-۱- آربیتراژ و قانون تک‌نرخی ۱۰
- ۱۰-۲- مکانیسم ذخیره‌سازی ۱۱
- ۱۱- مزایای استفاده از بازارهای اختیار معامله ۱۲
- ۱۱-۱- مدیریت ریسک ۱۲
- ۱۱-۲- برآورد قیمت ۱۲
- ۱۱-۳- نتایج عملیاتی ۱۲
- ۱۱-۴- افزایش کارآیی بازار ۱۳

فصل دوم: طیف گستردهٔ اختیار معاملات در جهان و عملکرد این ابزار در بازارهای سرمایه آن کشورها

- ۱- مقدمه ۱۶
- ۲- تعریف اختیار معامله ۱۷
- ۳- تاریخچه بازارهای اختیار معامله ۱۹
- ۴- اختیار خرید ۲۰
- ۵- اختیار فروش ۲۱
- ۶- انواع اختیار معامله ۲۲
- ۶-۱- اختیار معامله روی سهام ۲۳
- ۶-۲- اختیار معامله روی شاخص ۲۳
- ۶-۳- اختیار معامله روی اوراق قرضه ۲۴
- ۶-۴- اختیار معامله روی پیمانهای آتی ۲۴
- ۶-۵- سایر انواع اختیار معامله ۲۵
- ۷- بازارهای اختیار معامله ۲۵
- ۷-۱- بازارهای سازمان یافته ۲۵
- ۷-۱-۱- بازارهای اختیار معامله روی ارزها ۲۷

- ۲۷ ۲-۱-۷- بازارهای اختیار معامله روی شاخص ها
- ۲۷ ۳-۱-۷- بازارهای اختیار معامله روی قراردادهای آتی
- ۲۸ ۲-۷- بازارهای خارج از بورس (OTC)
- ۲۸ ۸- اوراق بهاداری که خصوصیتی شبیه اختیار معامله دارند
- ۲۹ ۱-۸- واران
- ۲۹ ۲-۸- حق تقدم
- ۳۰ ۳-۸- شرایط بازخرید اوراق قرضه
- ۳۱ ۴-۸- اوراق بهادار قابل تبدیل

فصل سوم: ابزارهای موجود در بازار سرمایه ایران و نیاز به ابزار جدید

- ۳۴ ۱- نگاهی گذرا به سیستم اقتصادی کشور
- ۳۴ ۱-۱- بازار داراییهای واقعی و خدمات
- ۳۵ ۲-۱- بازار داراییهای مالی
- ۳۵ ۱-۲-۱- بازار پول
- ۳۶ ۲-۲-۱- بازار سرمایه
- ۳۶ ۱-۲-۲-۱- بازار سهام
- ۳۷ ۲- شیوه‌های تأمین مالی شرکتها در شرایط کنونی بازار سرمایه ایران
- ۴۴ ۳- مهندسی مالی و طراحی ابزارهای مالی جدید
- ۴۵ ۴- نیاز به طراحی اوراق بهادار منطبق با بازار سرمایه ایران
- ۴۶ ۵- ارتباط ابزارها و بازارها
- ۴۸ ۶- نتیجه گیری

فصل چهارم: امکان سنجی طراحی اختیار معامله با توجه به مبانی فقهی و شرایط بازار سرمایه ایران

- ۵۰ - پیش گفتار
- ۵۱ - گفتار اول: امکان سنجی طراحی اختیار معامله با توجه به مبانی فقهی شرع مبین اسلام

۵۱	.....	مقدمه
۵۲	.....	الف - اختیار معامله و بیمه
۵۳	.....	۱- آیا اختیار معامله نوعی بیمه است؟
۵۵	.....	۲- وجوه تشابه قرارداد بیمه و قرارداد اختیار معامله
۵۵	.....	۳- وجوه اختلاف قرارداد بیمه و قرارداد اختیار معامله
۵۵	.....	۴- نحوه استدلال
۵۷	.....	۵- قرارداد بیمه در حقوق اسلام و ایران
۵۷	.....	۱-۵- کلیات
۵۷	.....	۵-۱-۱- تعریف بیمه
۵۷	.....	۵-۱-۲- اصطلاحات مهم بیمه
۵۸	.....	۵-۲- ماهیت بیمه
۵۸	.....	۵-۲-۱- بیمه عقد است یا قرارداد
۵۹	.....	۵-۳- مختصات حقوقی بیمه
۵۹	.....	۵-۳-۱- بیمه عقدی لازم است
۶۰	.....	۵-۳-۲- بیمه عقدی اضطراری، تحمیلی، تصویبی، الحاقی و اذعانی است
۶۰	.....	۵-۳-۳- بیمه از عقود رضایی است
۶۱	.....	۵-۳-۴- بیمه عقدی مستمر است
۶۱	.....	۵-۳-۵- بیمه عقدی معلق است
۶۱	.....	۵-۳-۶- بیمه عقدی مستقل است
۶۱	.....	۵-۳-۷- بیمه عقدی معاوضی است
۶۲	.....	۵-۴- نحوه استدلال فقها در برابر اشکالات وارده به قرارداد بیمه
۶۲	.....	۵-۴-۱- بیمه و جهل به عوضین
۶۴	.....	۵-۴-۲- بیمه و تعلیق در عقد

- ث -

۶۵	..... ۵-۴-۳- بیمه و معامله غرری
۶۷	..... ۵-۴-۴- بیمه و قمار
۶۸	..... ۵-۴-۵- بیمه و عقد سفهی
۶۹	..... ۵-۴-۶- بیمه و اکل مال به باطل
۶۹	..... ۵-۴-۷- بیمه و بیع معدوم
۷۰	..... ۵-۴-۸- بیمه و بیع کالی به کالی (دین به دین)
۷۱	..... ۵-۵- تطبیق بیمه با عقود اسلامی
۷۲	..... ۶- طرح سؤال
۷۲	..... ۷- نتیجه گیری
۷۵	..... ۸- اشکالات وارده به استدلال اختیار معامله و بیمه
۷۶	..... ب- اختیار معامله و قولنامه
۷۶	..... ۱- تعریف قولنامه
۷۶	..... ۲- تعریف اختیار معامله
۷۶	..... ۳- وجوه تشابه اختیار معامله و قولنامه
۷۷	..... ۴- وجوه اختلاف اختیار معامله و قولنامه
۷۷	..... ۵- نحوه استدلال
۷۷	..... ۶- مفهوم قولنامه
۷۸	..... ۷- عقاید گوناگون پیرامون ماهیت قولنامه
۷۸	..... ۱-۷- قولنامه وعده بیع است
۷۸	..... ۱-۱-۷- نقد نظریه فوق
۷۹	..... ۲-۷- قولنامه شرط ابتدایی است
۷۹	..... ۱-۲-۷- نقد نظریه فوق
۷۹	..... ۱-۱-۲-۷- انواع شرط

- الف - شرط ضمن عقد ۷۹
- ب - شرط تبانی ۸۰
- ج - شرط ابتدایی ۸۰
- ۷-۲-۱-۲- آیا شرط ابتدایی الزام آور است؟ ۸۰
- ۷-۲-۱-۳- آیا قولنامه شرط ابتدایی است؟ ۸۱
- ۷-۲-۱-۴- تفسیر ماده ۱۰ قانون مدنی ۸۲
- ۷-۲-۱-۵- قولنامه و عقود عهدی و تملیکی ۸۴
- ۷-۲-۱-۶- نتیجه: قولنامه بک عقد عهدی است نه شرط ابتدایی ۸۴
- ۷-۳- قولنامه موجب پیدایش تعهد است ۸۴
- ۷-۴- نظریه مختلط (تفسیر اینکه قولنامه بیع است یا تعهد به انجام بیع) ۸۵
- ۸- وجه التزام ۸۷
- ۸-۱- مفهوم وجه التزام ۸۷
- ۸-۲- ماهیت وجه التزام ۸۷
- ۸-۲-۱- وجه التزام جریمه عدم انجام تعهد است ۸۷
- ۸-۲-۲- وجه التزام خسارت احتمالی پیش بینی شده در قرارداد است ۸۸
- ۸-۳- صحت وجه التزام ۸۸
- ۸-۴- خصایص وجه التزام ۸۹
- ۸-۴-۱- مقطوع بودن وجه التزام ۸۹
- ۸-۴-۲- وجه التزام یا جانشین اصل تعهد است یا خسارت تأخیر در اجرای تعهد ۸۹
- ۹- طرح سؤال ۹۰
- ۱۰- نتیجه گیری ۹۰
- ۱۱- اشکالات وارده به استدلال اختیار معامله و قولنامه ۹۱
- ج- اختیار معامله و بیع العربون ۹۲

- ۱- تعریف بیع العربون ۹۲
- ۲- صحّت بیع العربون ۹۲
- ۳- مقایسه و نتیجه گیری ۹۳
- د- اختیار معامله و بیع ۹۴
- ه- اختیار معامله و حق مالی ۹۵
- ۱- اقسام حق از دیدگاه حقوقی ۹۵
- ۱-۱- حق غیرمالی ۹۵
- ۲-۱- حق مالی ۹۵
- ۳-۱- اقسام حقوق مالی: ۹۶
- ۱-۳-۱- حقوق عینی ۹۶
- ۲-۳-۱- حقوق دینی یا شخصی ۹۷
- ۴-۱- مقایسه حقوق عینی و دینی ۹۷
- ۲- اختیار معامله یک حق مالی دینی است ۹۸
- ۳- آیا خرید و فروش حق در شرع مبین اسلام جایز است؟ ۱۰۰
- ۱-۳- اقسام حق از دیدگاه فقهی ۱۰۰
- الف) حقوقی که قابل معاوضه و اسقاط نیستند ۱۰۰
- ب) حقوقی که قابل معاوضه نیستند ولی قابل اسقاط هستند ۱۰۱
- ج) حقوقی که هم قابل معاوضه هستند و هم قابل اسقاط ۱۰۱
- ۲-۳- آیا حق می تواند عوض بیع واقع شود؟ ۱۰۱
- و- بررسی فقهی اختیار معامله شاخص ۱۰۳
- ز- نتیجه گیری ۱۰۴
- گفتار دوم: امکان سنجی طراحی اختیار معامله با توجه به شرایط کنونی بازار سرمایه ایران
- از دیدگاه اقتصادی ۱۰۵

- ۱- تعریف پول و سرمایه از دیدگاه اقتصادی ۱۰۵
- ۲- بازار پولی و پیآمدهای آن ۱۰۵
- ۳- دلایل اساسی وجود عدم تعادل در اقتصاد سرمایه‌داری ۱۰۶
- ۴- بررسی وضعیت اقتصادی کشور و چند پیشنهاد در ارتباط با بورس اوراق بهادار ۱۰۷
- ۵- اشکالات وارده به بورس اوراق بهادار ۱۰۹
- ۵-۱- اشکال اول: نتیجه سفته بازی چیست؟ ۱۰۹
- ۵-۲- اشکال دوم: سفته‌بازی نوعی احتکار است و موجب افزایش تورم می‌شود ۱۱۰
- ۵-۳- اشکال سوم: بازار بورس و سفته‌بازی چه ارتباطی با عملکرد شرکت دارد؟ ۱۱۲
- ۶- نتیجه‌گیری ۱۱۴

۳- گفتار سوم: امکان سنجی طراحی اختیار معامله با توجه به شرایط کنونی بازار سرمایه ایران

- از دیدگاه مدیریت مالی ۱۱۶
- ۱- مقدمه ۱۱۶
- ۲- اطلاعات و کارآیی بازار ۱۱۸
- ۳- ویژگیهای بازار کارآ ۱۱۹
- ۴- تئوری بازار کارآ و تخصیص بهینه منابع ۱۲۱
- ۵- نظریه بازار کارآ ۱۲۲
- ۶- گونه‌های سه‌گانه کارآیی بازار سرمایه ۱۲۳
- ۶-۱- شکل ضعیف نظریه ۱۲۴
- ۶-۲- شکل نیمه قوی ۱۲۵
- ۶-۳- شکل قوی ۱۲۵
- ۷- کارآیی بازار، لازمه موفقیت اوراق اختیار معامله ۱۲۶
- ۸- آیا بازار سرمایه ایران کارآست؟ ۱۲۶
- ۹- نتیجه‌گیری ۱۲۷

- ۱۰- پاسخ به شبهات مقدر ۱۲۹
- ۱۰-۱ شبهه اول: اختیار معامله بحث بازار پول است نه بازار سرمایه ۱۲۹
- ۱۰-۲ پاسخ شبهه اول ۱۲۹
- ۱۰-۳ شبهه دوم: وجه دریافتی در اختیار معامله در قبال ریسک است نه خدمت ۱۳۰
- ۱۰-۴ پاسخ شبهه دوم ۱۳۰
- ۱۰-۵ شبهه سوم: ریسک موجود در بازارهای اختیار معامله،

- ریسک تصنعی است نه طبیعی ۱۳۱
- ۱۰-۶ پاسخ شبهه سوم ۱۳۱

فصل پنجم: مباحث عملی مربوط به اختیار معامله

- ۱- مقدمه ۱۳۴
- ۲- مشخصات اختیار معامله های سهام ۱۳۵
- ۲-۱- نوع قرارداد ۱۳۵
- ۲-۱-۱- اختیار معامله امریکایی ۱۳۵
- ۲-۱-۲- اختیار معامله اروپایی ۱۳۵
- ۲-۲- حجم قرارداد ۱۳۵
- ۲-۳- تاریخ انقضاء ۱۳۵
- ۲-۴- قیمتهای مورد توافق (قیمتهای اعمال) ۱۳۶
- ۲-۵- تقسیم سود، افزایش سرمایه و تأثیر آنها بر قرارداد اختیار معامله ۱۳۷
- ۲-۶- محدودیتهای موقعیتی و محدودیتهای اعمالی ۱۳۸
- ۲-۷- نحوه گزارشگری در روزنامه ها ۱۳۹
- ۳- شرایط پذیرش اختیار معاملات در بورس ۱۴۴
- ۴- سازمان اداری بورس: ۱۴۶
- ۴-۱- سیستم بازارساز ۱۴۶

۱۴۶	۱-۱-۴- بازارسازها
۱۴۶	۲-۱-۴- کارگزار تالار
۱۴۷	۳-۱-۴- مسئول دفتر سفارش
۱۴۷	۲-۴- سیستم بازارساز متخصص
۱۴۸	۵- مکانیسم داد و ستد اختیار معامله
۱۴۸	۱-۵- نحوه ارائه یک سفارش
۱۴۸	۲-۵- انواع سفارش‌ها
۱۵۰	۳-۵- نقش شرکت پایابای اختیار معامله (OCC)
۱۵۱	۴-۵- ارائه یک سفارش خنثی کننده
۱۵۲	۵-۵- اعمال یک اختیار معامله

فصل ششم: نتیجه‌گیری و پیشنهادات

۱۵۵	۱- خلاصه
۱۵۷	۲- نتیجه‌گیری
۱۵۷	۳- پیشنهادات
۱۶۲	- فهرست منابع و مآخذ

— چکیده پایان نامه:

اوراق اختیار معامله، یکی از ابزارهای مالی بسیار رایج در بازارهای سرمایه کشورهای صنعتی است که با سابقه‌ای نزدیک به یک قرن، به عنوان یکی از مهمترین ابزارهای کنترل ریسک، نقش عمده‌ای در هر چه کارآتر نمودن بازارهای مذکور، بازی می‌کند. نظر به اهمیت موضوع و عدم وجود بررسیهای شایسته در مورد این ابزار بسیار حیاتی در کتب فارسی، بر آن شدیم که در تحقیقی جامع پس از تبیین موضوع، به امکان سنجی طراحی این ابزار در شرایط کنونی بازار سرمایه ایران پردازیم.

لذا پس از بیان کلیاتی از تحقیق در فصل اول، در فصل دوم به تبیین بیشتر اختیار معامله و نحوه عملکرد آن در کشورهای صنعتی پرداختیم. فصل سوم را به معرفی ابزارهای مالی موجود در بازار سرمایه ایران و بررسی نیازهای این بازار اختصاص دادیم. فصل چهارم، که مهمترین بخش تحقیق است، در سه گفتار ارائه شده است: گفتار نخست به بررسی فقهی اختیار معامله اختصاص دارد، در این راستا، راههای مختلفی را برای استدلال فقهی اوراق اختیار معامله مورد بررسی قرار دادیم: «اختیار معامله و بیمه»، «اختیار معامله و قولنامه»، «اختیار معامله و بیع»، «اختیار معامله و بیع العربون»، و «اختیار معامله و حق مالی»، از جمله مباحث این گفتار هستند. در نهایت این گفتار، با جمع بندی چهار استدلال اول و تأکید بر استدلال اخیر - که اختیار معامله را به عنوان یک حق مالی قابل تقویم و دادوستد می‌دانست - چنین معامله‌ای، از لحاظ شرعی جایز شناخته شد. در گفتار دوم، به بررسی اقتصادی موضوع پرداختیم و از دیدگاه اقتصادی به این نتیجه رسیدیم که در شرایط کنونی بازار سرمایه ایران، امکان انتشار این اوراق وجود ندارد. گفتار سوم این فصل را به بررسی امکان انتشار این اوراق، از دیدگاه مدیریت مالی اختصاص دادیم و این نتیجه حاصل شد که در شرایط کنونی بازار سرمایه ایران، به دلیل عدم وجود کارآیی در این بازار، امکان انتشار اوراق اختیار معامله وجود ندارد و برای انتشار این اوراق، ابتدا باید، موانع موجود در راه کارآیی بازار از میان برداشته شود تا بستر مناسب برای این امر مهیا گردد.

در فصل پنجم نیز یک مدل تفصیلی از نحوه عملکرد اختیار معامله در بازارهای سرمایه جهان و نهادهای مورد نیاز آن، ارائه شده است. در نهایت نیز فصل ششم به نتیجه گیری و پیشنهادات اختصاص یافته است.

فصل اول:

کلیات

فصل اول

۱- فرضیه تحقیق:

فرضیه اصلی این تحقیق عبارت است از:

«انتشار اوراق اختیار معامله در شرایط کنونی بازار سرمایه ایران بلامانع است»

از آنجا که برای انتشار هرگونه اوراق بهاداری در نظام مقدس جمهوری اسلامی ایران، قبل از تطبیق با شرایط بازار سرمایه، بایستی عدم مغایرت آن با مبانی فقهی و اسلامی به اثبات برسد، لذا فرضیه اصلی تحقیق، به فرضیه‌های فرعی زیر قابل تفکیک می‌باشد:

۱- انتشار اوراق اختیار معامله با توجه به مبانی فقهی شرع مبین اسلام بلامانع است.

۲- انتشار اوراق اختیار معامله با توجه به شرایط کنونی بازار سرمایه ایران، از دیدگاه اقتصادی بلامانع است.

۳- انتشار اوراق اختیار معامله با توجه به شرایط کنونی بازار سرمایه ایران، از دیدگاه مدیریت مالی بلامانع

است.

بدیهی است نتایج حاصل از بررسی فرضیه‌های فرعی فوق، منجر به نتیجه‌گیری در مورد فرضیه اصلی

تحقیق خواهد شد.

۲- انگیزه انتخاب موضوع:

از آنجا که تنوع بخشیدن به ابزارهای مالی می‌تواند در مهار تورم و هدایت بهینه منابع مالی سرگردان، به بخشهای زیربنایی اقتصاد کشور منشأ تأثیر باشد، و نیز با توجه به عدم وجود ابزارهای مالی کافی در بازار سرمایه ایران، و به ویژه کمبود بررسیهای شایسته در خصوص موضوع مورد بحث، پرداختن به این مبحث ضروری تشخیص داده شد.

۳- هدف از انجام تحقیق:

اختیار معامله در بازار سرمایه ایران مسبوق به سابقه نیست، لذا ایجاد آن نیاز به طراحی دارد و از طرفی، با توجه به اینکه ایجاد هرگونه ابزار مالی جدید در جمهوری اسلامی، بایستی منطبق با موازین شرع مقدس اسلام باشد، بر آنیم که امکان طراحی چنین ابزاری را با توجه به مبانی متقن فقه جعفری، مورد بررسی قرار داده و دلایل منع یا جواز انتشار چنین اوراقی را شرح دهیم. و در صورت جواز، با توجه به شرایط و ویژگیهای بازار سرمایه ایران، راههای عملی برای ایجاد این ابزار را بیان نماییم.

۴- قلمرو زمانی و مکانی تحقیق:

تحقیق حاضر به بررسی وضعیت بازارهای اختیار معامله کشورهای صنعتی در دو دهه اخیر پرداخته و امکان ایجاد چنین ابزاری را در بازار سرمایه ایران مورد تحقیق قرار می‌دهد.

۵- استفاده کنندگان از تحقیق:

سرمایه‌گذاران بازار سرمایه ایران، سرمایه‌پذیران و واسطه‌های مالی بازار سرمایه، اقتصاددانان و برنامه‌ریزان کلان کشور، بانکها، شرکتهای سرمایه‌گذاری و سایر مؤسسات مالی.

۶- روش تحقیق:

کتابخانه‌ای، تحلیلی، تطبیقی و مطالعات میدانی به شکل مصاحبه با صاحب‌نظران.