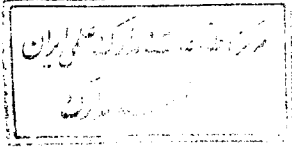


بِسْمِ اللَّهِ الرَّحْمَنِ الرَّحِيمِ

دانشکده علوم اداری و مدیریت بازرگانی  
پایان نامه تحصیلی برای اخذ درجه دکترای مدیریت  
(گرایش مالی)



شناخت قراردادهای تحویل آتی و اختیار معاملات  
و ارائه الگویی جهت راه اندازی بازار آنها در ایران

013406

اعضای هیئت داوران :  
استاد راهنما: دکتر علی جهان خانی

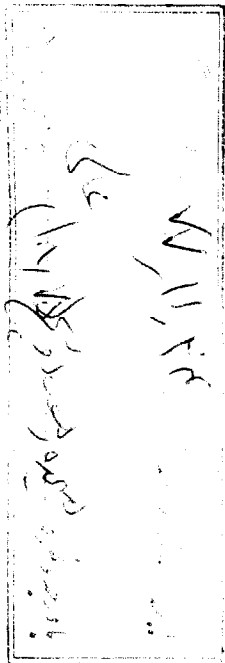
اساتید مشاور :  
دکتر بهروز اخلاقی      دکتر حیدر پوریان

اساتید ناظر :  
دکتر غلامرضا اسلامی      دکتر ایرج نوروش

نگارش :  
محمد هاشم بت شکن

زمستان ۱۳۷۷

۳۹۵۵۴



به پاس تمام زحمتهای و فداکاریها ،

باقلبی سرشار از خضوع

تقدیم به :

پدر و مادر عزیزم

همسر و فرزند فداکارم

برادر و خواهران مهربانم

آقا و خانم هنری

و روح بلند و ملکوتی خواهرم

که همواره رهین محبتهای آنان بوده و هستم

# سپاس و تقدیر

## «من لم يشكر المخلوق لم يشكر الخالق»

سپاس خداوند متعال را که توفیق طی طریق در وادی علم و معرفت را به من ارزانی فرمود .

وظیفه خویش می دانم از کوشش ها و رهنمودهای مشفقانه و بسیار ارزنده استاد بزرگوارم جناب آقای دکتر علی جهان خانی که باهمت و صبری توصیف ناپذیر در مدت ۲ سال ، بنده را در کلیه مراحل تحقیق و تدوین این رساله یاری نموده و مرا رهین منت خود قرار داده اند ، صمیمانه سپاسگزاری کرده و در رثای ایشان فقط بگویم :

هم مگر پیش نهد لطف شما کامی چند

ما بدان مقصد عالی نتوانیم رسید

همچنین از اساتید محترم مشاور ، جناب آقای دکتر بهروز اخلاقی و جناب آقای دکتر حیدر پوریان که با نظرات تکمیلی خود موجبات بارورتر شدن این پژوهش را فراهم آوردند ، صمیمانه سپاسگزارم .

از راهنمائیهای ارشادی اساتید محترم ناظر جناب آقای دکتر ایرج نوروش و جناب آقای دکتر غلامرضا اسلامی بیدگلی تقدیر و تشکر می نمایم .

در اینجا لازم می دانم از رهنمودهای صمیمانه آقایان مهندس شاهین شایان ، دکتر پرویز عقیلی ، دکتر علی معنوی راد ، دکتر هوشنگ شجری ، دکتر محسن نوربخش تقدیر نمایم . همچنین بر خود واجب می دانم از زحمات کلیه دوستان و آشنایان بالخصوص حاج آقا مهدوی ، دکتر رضا راعی ، دکتر علی بقائی ، دکتر ابراهیم معین ، دکتر مسعود حجاریان و آقای اصغر عارفی سپاسگزاری نمایم .

در پایان از زحمات طاقت فرسای سرکار خانم دوست محمدی که وظیفه تایپ این رساله را عهده دار بوده اند ، صمیمانه قدردانی می شود .

بِسْمِ اللّٰهِ الرَّحْمٰنِ الرَّحِیْمِ

اَحَلَّ اللّٰهُ<sup>٣</sup> الْبَيْعَ<sup>٤</sup> وَ حَرَّمَ<sup>٣</sup> الرِّبَا<sup>٤</sup>

سوره بقره - آیه ۲۷۶

دل گرچه در این بادیه بسیار شتافت

یک موی ندانست ولی موی شکافت

اندر دل من هزاران خورشید بتافت

آخر به کمال ذره ای راه نیافت

## پیش درآمد

سرمایه یکی از حساس ترین عواملی است که تولید از آن تبعیت می کند . این مهم بویژه در کشورهای در حال توسعه از اهمیت بیشتری برخوردار است ، چه از یک طرف ، منابع مالی به میزان کافی در دسترس نبوده و از طرف دیگر بدلیل فقدان بازارهای مالی منسجم ، تجهیز و کانالیزه شدن این وجوه محدود به مجاری تولید ، به راحتی صورت نمی گیرد . امروزه توسعه بازار سرمایه در کشورهای پیشرفته به حدی بوده است که بخش عمده ای از منابع مالی مورد نیاز واحدهای تولیدی و اقتصادی از طریق ساز و کار اوراق بهادار تأمین گشته است . این رقم در ایران (سهم بورس در تشکیل سرمایه) در حدود ۵٪ درصد است .

بازار سرمایه ، نقش بسیار مهمی در نظام مالی کشور ایفا نموده و مثابه پلی است که پس انداز و سرمایه گذاری را به همدیگر متصل و سبب می گردد تا وجوه مازاد یک بخش به بخش اقتصادی دیگری که با کمبود منابع مالی مواجه است ، منتقل گردد .

نگاهی به روند فعالیت بورس تهران در طی سه دهه گذشته ، نمایانگر سهم ناچیز این بازار در تجهیز منابع پس اندازی به طرف مصارف سرمایه گذاری است . در این میان صرف نظر از تنگناهای ساختاری ، مقرراتی و مدیریتی بازار سرمایه ، به نظر می آید عدم تنوع در اوراق بهادار ، یکی از عمده ترین دلایل رکود این بازار است . چه یکی از شرایط کارآمد شدن بازار سرمایه و در نتیجه تخصیص بهینه سرمایه ، وجود اوراق بهادار متنوع است .

با ایجاد تنوع در اوراق بهادار ، بویژه اوراق مشتقه (قرارداد تحویل آتی و اختیار معامله) ، با توجه به درجه ریسک گریزی افراد جامعه ، قسمت اعظم مازاد نقدینگی ، جذب واحدهای تجاری و اقتصادی خواهد شد . یکی از ابزارهای مهمی که می تواند دولت را در امر تهیه و تدوین برنامه و بودجه و بالا بردن درجه اطمینان نسبت به آن ، شرکتهای تولیدی را در اطمینان نسبت به قیمت مواد اولیه و تأمین سرمایه در گردش ، کشاورزان را در امر تأمین نقدینگی فوری و بالاخره سرمایه گذاران را در امر مصونیت نسبت به ریسک و کسب سود کمک نماید ، قراردادهای تحویل آتی و اختیار معامله است .

با عنایت به این مهم ، محقق بر آن است تا با شناسایی کامل این ابزارها و بازارهای آن ، به همراه تجزیه و تحلیل مقایسه ای چند بورس مشتقه دنیا ، الگوی بومی شده متناسب با شرایط ایران ارائه نماید .

## فهرست مطالب

صفحه	عنوان مطالب
۱- ۱۷	فصل اوّل : کلیات تحقیق
۱	۱- مقدمه
۳	۲- معامله گران بازار مشتقه
۳	۳- تاریخچه پیدایش
۴	۳-۱- تاریخچه پیدایش بازار معاملات تحویل آتی
۵	۳-۲- تاریخچه پیدایش بازار اختیار معاملات
۶	۳-۳- تاریخچه پیدایش معاملات سلف در ایران
۷	۴- معاملات ابزارهای مشتقه در کشورهای صنعتی
۱۵	۵- معاملات ابزارهای مشتقه در کشورهای در حال توسعه
۱۵	۶- تعریف موضوع
۱۶	۷- ضرورت تحقیق
۱۶	۸- اهداف تحقیق
۱۷	۹- تعریف واژه ها
۱۸- ۱۲۵	فصل دوّم : مرور ادبیات تحقیق
۱۸- ۷۲	بخش اوّل : بازار معاملات تحویل آتی
۱۸- ۲۲	قسمت اوّل : مفاهیم پایه در بازار قراردادهای تحویل آتی
۱۸	۱- مقدمه
۱۹	۲- انواع قراردادهای تحویل آتی
۲۲	۳- به روز کردن وضعیت قرارداد
۲۳- ۷۲	قسمت دوّم : ساختار و نظام معاملاتی بازار قراردادهای تحویل آتی
۲۳	الف - ساختار بازار قراردادهای تحویل آتی
۲۳	۱- الف) نظام تشکیلاتی بازار تحویل آتی
۲۸	ب - مراحل انجام معامله
۲۸	۱- ب) سفارشات معامله
۳۲	۲- ب) اعلان قیمت و سایر اطلاعات
۳۸	۲- ب) اجرای معامله



۴۷	..... ج - مکانیزم تهاتر و ودیعه
۴۷	..... ۱ - ج) تعریف تهاتر
۴۹	..... ۲ - ج) نظام ودیعه در قراردادهای تحویل آتی
۵۸	..... ۳ - ج) حساب مشتری
۶۰	..... ۴ - ج) انواع تهاتر
۶۸	..... ۵ - ج) صورت حساب مشتری
۷۲	..... ۶ - ج) کمیسیون
۷۳ - ۱۲۵	..... بخش دوم: بازار اختیار معاملات
۷۳ - ۱.۳	..... قسمت اول: مفاهیم پایه در بازار اختیار معاملات
۷۳	..... ۱- مقدمه
۷۵	..... ۲- مزایای بازار اختیار معامله
۷۷	..... ۳- انواع اختیار معامله
۷۹	..... ۴- عوامل تعیین کننده ارزش برگ اختیار معامله
۸۵	..... ۵- چرا سرمایه گذاران از برگهای اختیار معاملات استفاده می کنند
۱.۴ - ۱۲۵	..... قسمت دوم: ساختار و نظام معاملاتی بازار اختیار معاملات
۱.۴	..... الف - ساختار بازار اختیار معاملات
۱.۴	..... ۱ - الف) شرایط پذیرش اختیار معاملات در بورس
۱.۶	..... ۲ - الف) سازمان اداری بورس
۱.۹	..... ب - مکانیزم معامله
۱.۹	..... ۱ - ب) نحوه ارائه يك سفارش
۱.۹	..... ۲ - ب) انواع سفارشها
۱۱.	..... ۳ - ب) نحوه اجرای معامله
۱۱۳	..... ج - مکانیزم تهاتر
۱۱۷	..... ۱ - ج) ارائه يك سفارش خنثی کننده
۱۱۸	..... ۲ - ج) اعمال يك اختیار معامله
۱۱۹	..... د - نحوه فعالیت بورس اختیار معاملات

۱۳۶-۱۳۴	..... فصل سوّم : متدلوژی تحقیق
۱۳۶	..... ۱- پارادایم تحقیق
۱۳۶	..... ۲- نوع تحقیق
۱۳۷	..... ۳- روش تحقیق
۱۳۴	..... ۴- قلمرو تحقیق
۱۳۴	..... ۵- منابع اطلاعاتی

فصل چهارم : مطالعه تطبیقی ..... ۱۳۵-۲۱۱

قسمت اوّل : تجزیه و تحلیل قایسه ای ساختار کلان بازارهای مالی ..... ۱۳۵-۱۵۵

۱۳۵	..... ۱- مقدمه
۱۳۵	..... ۲- مدل‌های تئوریک
۱۴۰	..... ۳- بررسی مقایسه ای ساختار کلان بازارهای مالی
۱۴۰	..... الف- فرانسه
۱۴۳	..... ب- انگلیس
۱۴۷	..... ج- ایالات متحده آمریکا
۱۵۳	..... د- مالزی

قسمت دوّم : تجزیه و تحلیل مقایسه ای بورسهای مشتقه ..... ۱۵۶-۲۱۱

۱۵۶	..... ۱- مقدمه
۱۵۷	..... ۲- بورس بین المللی پیمانهای تحویل آتی و اختیار معامله پاریس
۱۷۰	..... ۳- بورس بین المللی پیمانهای تحویل آتی و اختیار معامله لندن
۱۸۵	..... ۴- بورس پیمانهای تحویل آتی شیکاگو
۱۹۷	..... ۵- بورس پیمانهای تحویل آتی و اختیار معامله کوالامپور

فصل پنجم : گزارش شناخت ایران ..... ۲۱۲-۳۱۴

قسمت اوّل : آشنائی با بازار سرمایه کشور ..... ۲۱۲-۲۶۲

۲۱۲	..... ۱- تاریخچه شکل گیری بازار سرمایه ایران
۲۱۳	..... ۲- وضعیت کلی بازار سرمایه ایران
۲۱۴	..... ۱-۲- ساختار بازار سرمایه ایران
۲۲۰	..... ۲-۲- مقایسه عملکرد بازار سرمایه با متغیرهای کلان اقتصادی

۲۲۲	۲-۳- موقعیت بورس تهران در مقایسه با سایر بورسهای جهان .....
۲۲۷	۲-۴- عملکرد بورس اوراق بهادار در آئینه آمار و ارقام .....
۲۳۴	۳- بستر حقوقی - قانونی بازار سرمایه ایران .....
۲۳۴	۳-۱- قانون اساسی .....
۲۳۶	۳-۲- قانون برنامه پنج ساله دوم توسعه اقتصادی .....
۲۴۰	۳-۳- محورهای اساسی برنامه سوم توسعه .....
۲۴۱	۳-۴- قانون مدنی .....
۲۴۳	۳-۵- قانون تجارت .....
۲۴۶	۳-۶- قانون مالیات .....
۲۴۷	۳-۷- قانون بورس .....
۲۵۷	۴- مکانیزمها و عوامل فعال بازار سرمایه کشور .....
۲۵۸	۴-۱- ترتیب اجرای دستورات مشتریان .....
۲۵۹	۴-۲- حق العمل کارگزاری .....
۲۵۹	۴-۲- مکانیسم تسویه معاملات در بورس تهران .....
۲۶۱	۵- ساختار سازمانی بورس اوراق بهادار تهران .....
۲۶۲-۲۸۹	قسمت دوم: آشنائی با نظام مالی اسلام .....
۲۶۳	۱- مقدمه .....
۲۶۳	الف- اختیار معامله و انواع قراردادهای اسلامی مشابه آن .....
۲۶۴	۱- الف) اختیار معامله و بیمه .....
۲۷۰	۲- الف) اختیار معامله و قولنامه .....
۲۷۱	۳- الف) اختیار معامله و بیع العربون .....
۲۷۲	۴- الف) اختیار معامله و بیع .....
۲۷۳	۵- الف) اختیار معامله و حق مالی .....
۲۷۸	ب- قراردادهای تحویل آتی و انواع قراردادهای اسلامی مشابه آن .....
۲۷۹	۱- ب) بیع در فقه .....
۲۸۳	۲- ب) جعاله در فقه و حقوق اسلام .....
۲۸۶	۳- ب) عقد صلح در فقه و حقوق اسلام .....

قسمت سوم: بررسی بازارهای غیررسمی اختیار معاملات و قراردادهای ۳۱۴-۲۹۰

تحویل آتی کشور

- ۲۹۱ ..... ۱- بازار سلف قند تبریز
- ۲۹۳ ..... ۲- بازار غیررسمی طلای آب شده و سکه اصفهان
- ۲۹۶ ..... ۳- بورس غیررسمی طلا و سکه تهران
- ۲۹۹ ..... ۴- بازار سلف ارز
- ۳۰۲ ..... ۵- بازار اختیار معامله زیره سبزوار و نیشابور
- ۳۰۵ ..... ۶- بازار سلف نفت

فصل ششم: تجزیه و تحلیل، ارائه الگو و پیشنهادات ..... ۳۱۶-۳۲۲

قسمت اول: تجزیه و تحلیل شرایط کشور ..... ۳۱۶-۳۲۲

- ۳۱۶ ..... الف - تجزیه و تحلیل وضعیت کلی بازار سرمایه
- ۳۱۶ ..... ب - تجزیه و تحلیل بستر حقوقی - قانونی
- ۳۱۶ ..... ۱- قانون اساسی
- ۳۱۷ ..... ۲- قانون برنامه پنج ساله دوم توسعه
- ۳۱۷ ..... ۳- محورهای اساسی برنامه سوم توسعه طرح ساماندهی اقتصاد
- ۳۱۸ ..... ۴- قانون مدنی
- ۳۱۸ ..... ۵- قانون تجارت
- ۳۱۹ ..... ۶- قانون مالیاتها
- ۳۱۹ ..... ۷- قانون بورس
- ۳۲۱ ..... ج - تجزیه و تحلیل محدودیتهای موجود بازار سرمایه
- ۳۲۲ ..... د - تجزیه و تحلیل بازارهای غیررسمی قراردادهای تحویل آتی و اختیار معامله

قسمت دوم: تجزیه و تحلیل مقایسه ای بورسهای مشتقه ..... ۳۲۵-۳۲۴

قسمت سوم: ارائه الگو ..... ۳۲۳-۳۲۲

- ۳۲۷ ..... ۱- اهداف بازار سرمایه
- ۳۲۸ ..... ۲- اهداف بازار مشتقه
- ۳۲۹ ..... ۳- الگوی بازار مالی
- ۳۳۱ ..... ۴- هماهنگی با سازمان IOSCO

۳۳۱	..... ۵- اصول حاکم بر طراحی بازار مشتقه
۳۳۱	..... ۶- بستر قانون
۳۳۱	..... الف - قوانین پیش نیاز
۳۴۰	..... ب - قوانین ایجاد بازار
۳۴۹	..... ج - مقررات بورس مشتقه
۳۴۹	..... ۷- فعالان بازار ابزارهای مشتقه
۳۵۸	..... ۸- نحوه نظارت در بازار ابزارهای مشتقه
۳۶۴	..... ۹- ساختار بورس مشتقه
۳۶۷	..... ۱۰- پیش بینی زیرساختها و پیش شرطهای لازم
۳۶۷	..... ۱۱- مکانیزم اصلی معاملات ابزار مشتقه
۳۶۷	..... الف - مکانیسم و روش اجرای قراردادهای تحویل آتی
۳۶۹	..... ب - مکانیسم و روش اجرای اختیار معاملات
۳۷۲	..... قسمت چهارم : پیشنهادات

## ضمائم

.....	ضمیمه شماره (۱) : لایحه قانونی اوراق بهادار
.....	ضمیمه شماره (۲) : متن قانون ابزارهای مشتقه
.....	ضمیمه شماره (۳) : متن آئین نامه اجرائی بورس مشتقه
.....	۱- فهرست منابع فارسی - کتب
.....	۲- فهرست منابع فارسی - پایان نامه ها
.....	۳- فهرست منابع فارسی - نشریات
.....	۴- فهرست منابع لاتین - کتب
.....	۵- فهرست منابع لاتین - بروشورها و سایر منابع اطلاعاتی

## فهرست جداول ، تصاویر و نمودارها

شماره	عنوان	صفحه
۱-۱	سهام بازار بورس در تشکیل سرمایه ملی در کشورهای صنعتی و در حال رشد	۱
۱-۲	حجم بورسهای بین المللی سهام	۱۲
۱-۳	حجم بورسهای اوراق مشتقه اروپا	۱۳
۲-۱	ساختار اصلی يك بازار تحويل آتی	۲۳
۲-۲	نمونه تابلوی اعلانات کامپیوتری بورس شیکاگو	۲۴
۲-۳	نمونه ای از سمبل های موجود در سیستم اطلاعاتی الکترونیکی بورس شیکاگو	۳۵
۲-۴	نمایش سیستم اطلاعاتی الکترونیکی اعلان قیمت	۳۶
۲-۵	قسمتی از صفحه قراردادهای تحويل آتی روزنامه وال استریت	۳۸
۲-۶	سکوی معاملات فرآورده های تحويل آتی	۴۱
۲-۷	علائم دست معاملات	۴۲
۲-۸	سمبل های ماه تحويل	۴۳
۲-۹	يك کارت معامله گر	۴۴
۲-۱۰	يك نمونه درخواست مشتری	۴۵
۲-۱۱	درخت ودیعه	۵۰
۲-۱۲	تسویه مجدد و تغییر ودیعه	۵۶
۲-۱۳	يك قرارداد تحويل آتی اختصاصی	۶۲
۲-۱۴	تسویه مستمر روزانه قرارداد تحويل آتی	۶۳
۲-۱۵	نمونه تأییدیه کتبی	۶۸
۲-۱۶	نمونه صورتحساب خرید و فروش	۷۰
۲-۱۷	نمونه صورتحساب ماهیانه	۷۱
۲-۱۸	عوامل تعیین کننده ارزش اختیار معامله	۸۳
۲-۱۹	برابری پورتهوی سهام - اوراق قرضه با اختیار معاملات سهام	۸۹
۳-۱	مراحل و خلاصه تحقیق	۱۳۳
۴-۱	مدل متمرکز	۱۳۶
۴-۲	مدل غیرمتمرکز	۱۳۷
۴-۳	مدل مختلط	۱۳۸
۴-۴	مدل مختلط	۱۳۸
۴-۵	ساختار کلان بازار مالی فرانسه	۱۴۲
۴-۶	ساختار کلان بازار مالی انگلستان	۱۴۶

## فهرست جداول ، تصاویر و نمودارها

شماره	عنوان	صفحه
۴-۷	ساختار کلان بازار مالی آمریکا	۱۵۲
۴-۸	ساختار کلان بازار مالی مالزی	۱۵۵
۴-۹	جدول مقایسه ای مراجع قانونی در بخشهای مختلف بازار سرمایه	۱۵۵
۴-۱۰	ساختار کلان بورس مشتقه فرانسه	۱۶۱
۴-۱۱	نمودار سیکل سفارش در بورس فرانسه	۱۶۵
۴-۱۲	نمودار درخواست ودیعه در بورس فرانسه	۱۶۷
۴-۱۳	فرآیند تحویل فیزیکی در بورس فرانسه	۱۶۸
۴-۱۴	میزان مالکیت کشورهای مختلف در بورس بین النظمی تحویل آتی لندن	۱۷۰
۴-۱۵	ساختار سازمانی LIFFE	۱۷۳
۴-۱۶	خلاصه ای از فعالان بازار	۱۷۵
۴-۱۷	نمودار انجام معاملات	۱۷۹
۴-۱۸	نحوه تهاتر	۱۸۱
۴-۱۹	اتاق تهاتر بعنوان واسطه مرکزی	۱۸۲
۴-۲۰	جریان گزارش دهی به هیئت نظارت	۱۸۴
۴-۲۱	پیمانهای تحویل آتی بر روی کالاهای اساسی	۱۸۶
۴-۲۲	پیمانهای تحویل آتی بر روی فرآورده های مالی	۱۸۷
۴-۲۳	ساختار کلان بازار تحویل آتی آمریکا	۱۹۰
۴-۲۴	ساختار سازمانی بورس معاملات تحویل آتی شیکاگو	۱۹۱
۴-۲۵	فرآیند پردازش معامله	۱۹۳
۴-۲۶	نمودار سیکل اجرای سفارش	۱۹۵
۴-۲۷	ساختار کلان بورس ابزار مشتقه مالزی	۲۰۰
۴-۲۸	ساختار بورس پیمانهای مالی تحویل آتی و اختیار معامله مالزی	۲۰۱
۴-۲۹	انواع عضویت در بورس پیمانهای آتی	۲۰۶
۴-۳۰	انجام سفارش از طرق سیستم معاملاتی الکترونیکی	۲۰۸
۴-۳۱	جدول مقایسه ای بورسهای مشتقه	۲۰۹
۵-۱	ارزش بازار سهام تهران ، نیویورک ، توکیو ...	۲۱۵
۵-۲	حجم کل سهام معامله شده در بورسهای تهران ...	۲۱۶
۵-۳	حجم سهام خریداری شده توسط نهادهای جدید دولتی	۲۱۷