

پژوهشکده پولی و بانکی  
بانک مرکزی جمهوری اسلامی ایران



## الزامات تشکیل بازار آتی ارز در ایران

گزارش سیاستی

خرداد ۱۴۰۰

[www.mbri.ac.ir](http://www.mbri.ac.ir)





پژوهشکده پولی و بانکی

بانک مرکزی جمهوری اسلامی ایران

MBRI-PR-9913

شناسنامه گزارش

عنوان گزارش سیاستی: الزامات تشکیل بازار آتی ارز در ایران

نویسنده: رسول خوانساری

ناظر علمی: دکتر سیداحمدرضا جلالی نائینی

داور علمی: دکتر مجید شاکری

واژگان کلیدی: مشتقات ارزی، بازار آتی، آتی ارز، سلف ارز

طبقه‌بندی JEL: O24، E58، G15، F31

تاریخ انتشار گزارش: خرداد ۱۴۰۰



## خلاصه مدیریتی

قرارداد آتی ارز، تعهدی دو طرفه است که بر اساس آن مقدار مشخصی از یک پول پایه (پول خارجی) به نرخ معاوضه مشخص در تاریخ سررسید مشخص، با پول دیگر (معمولاً پول داخلی)، معاوضه می‌شود. عمده معاملات مشتقات ارزی در سررسید کوتاه مدت انجام می‌شود. برای بیشتر ارزهای مهم بازار پیمان آتی ارز (به صورت خارج از بورس) بسیار نقدشونده با سررسیدهای یک تا شش ماه بیشتر رایج است و در موارد معدودی سررسیدهای سه تا پنج سال نیز برای آن‌ها وجود دارد. سررسید کمتر از یک ماه برای مشتقات ارزی و نیز سایر مشتقات در بورس‌های متشکل مرسوم نیست، ولی در بازار خارج از بورس سررسیدهای کمتر از یک ماه نیز وجود دارد.

امروزه در کنار مشکلات موجود برای بازار نقدی ارز، نبود یک بازار متشکل برای مشتقات ارزی از جمله قرارداد آتی در داخل کشور هزینه‌های گوناگونی برای سیاست‌گذاران، تولیدکنندگان و سرمایه‌گذاران ایجاد کرده است. وجود بازار مشتقات ارزی می‌تواند دست‌کم بخشی از ریسک‌های قیمتی ارز را پوشش دهد و افقی ولو کوتاه مدت برای فعالان اقتصادی فراهم کند. با وجود ابلاغ آیین‌نامه اجرایی معاملات آتی ارز-ریال در ۲۹ تیر ۱۳۸۹ به منظور پوشش نوسان نرخ ارز برای صادرکنندگان، به دلیل مسائلی از قبیل غیرقابلیت بودن نرخ تعیین شده برای ارز توسط بانک، تحمیل کارمزدهای قابل توجه به طرفین، وجود سررسید حداقل یک ماه و حداکثر دوازده ماه، هزینه‌های جانبی تعهد پیمان‌های آتی، امکان عقد پیمان تنها برای بنگاه‌های بزرگ و عدم وجود بازار ثانوی برای خرید و فروش این پیمان و وجود ریسک اعتباری در اتاق پایاپای، زمینه تشکیل بازار آتی ارز به شکل منسجم فراهم نشده است.

در سال‌های اخیر بازاری غیررسمی در اقتصاد کشور تشکیل شده است که به «بازار معاملات فردایی ارز» مشهور است. در این بازار ذی‌نفعان بازار ارز در پایان روز معاملاتی، در رابطه با قیمت ارز در روز آینده وارد معامله شده و بر اساس پیش‌بینی‌هایی که از نرخ ارز در روزهای آینده دارند، تعهدات دوطرفه را بر عهده می‌گیرند؛ برآوردها نشان می‌دهد در حال حاضر روزانه حدود ۱۰۰ میلیون دلار معامله در بازار آزاد ارز انجام می‌شود که حدود ۷۰ میلیون دلار آن مربوط به بازار معاملات فردایی است. با توجه به مشکلات مختلفی که این بازار از جهاتی همچون عدم شفافیت، شبهه‌دار بودن معاملات و مانند آن دارد، تشکیل بازار آتی ارز به شکل منسجم و رسمی می‌تواند ضمن برطرف کردن این مشکلات، منافی را نیز برای ذی‌نفعان مختلف از جمله سیاستگذار پولی، تولیدکنندگان و ... داشته باشد. برخی از مهم‌ترین الزامات تشکیل این بازار به شرح ذیل است:

- با توجه به لزوم تفکیک بازار آتی ارز در سطح خرد و کلان بهتر است در وهله اول این بازار به صورت محدود در بین کارگزاران عمده و با مبالغ کمتر شروع شود و در صورت موفقیت‌آمیز بودن، به تدریج دامنه آن گسترش یابد.
- لازم است محوریت تشکیل بازار معاملات آتی ارزی نیز بر عهده بانک مرکزی باشد. گرچه انتقال شبکه معاملات آفشور خارج از کشور به داخل می‌تواند نقش مهمی در تقویت بازار آتی ارز و فراهم شدن امکان مدیریت بهتر آن توسط بانک مرکزی داشته باشد ولی لزومی ندارد که تشکیل این بازار را منوط به انتقال شبکه معاملات آفشور به داخل کرد و می‌توان در شرایط کنونی نیز این بازار را تشکیل داد.
- اگر بانک مرکزی بخواهد خود به عنوان عرضه‌کننده اصلی در این بازار ایفای نقش کند، نگرانی از عدم تحویل ارز در سررسید وجود دارد و ممکن است ریسک زیادی به بانک مرکزی تحمیل شود. لذا ضرورت دارد بانک مرکزی بیشتر زمینه فعالیت سایر مشارکت‌کنندگان در این بازار را فراهم سازد و خود در قامت بازارگردان در این بازار ایفای نقش نماید.



- در کوتاه‌مدت می‌توان معاملات آتی ارز را بر اساس دو قالب حقوقی یعنی: «تعهد بیع در آینده» و «عقد صلح» و با در نظر گرفتن برخی ملاحظات، طراحی کرد. برای اجرای صحیح هر دو قالب حقوقی، لازم است تدابیر مشخصی در نظر گرفته شود تا معاملات مذکور حقیقتاً بر روی کالا (ارز) اتفاق بیفتند و نه بر روی تغییرات نرخ ارز.
- با توجه به اینکه در سطح خرد، معاملات بیشتر به صورت توافقی انجام می‌شود، بهتر است در وهله اول معاملات آتی ارز به صورت پیمان آتی ارزی (Currency Forward) انجام شود تا انعطاف‌پذیری بیشتری از جهت سررسید و مبلغ قرارداد وجود داشته باشد.
- با توجه به لزوم به حداقل رساندن جهت‌دهی بازار آتی به بازار نقدی ارز، بهتر است نخست این بازار با سررسید کوتاه‌مدت حداکثر پنج روزه تشکیل شود و در عین حال امکان بستن موقعیت معاملاتی از طریق انجام معامله معکوس برای فعالان این بازار (در صورت تأیید ناظر) فراهم باشد.
- با توجه به نزدیک بودن نرخ سنا (میانگین موزون نرخ بازار ارز) به نرخ بازار، بهتر است تا پیش از تعیین نرخ واحد برای بازار نقدی، این نرخ به عنوان مرجع کشف قیمت در بازار آتی ارز ملاک قرار گیرد.
- با توجه به احتمال جهت‌دهی بازار آتی به بازار نقدی ارز و بروز اختلال در نرخ‌های آتی، قرارداد آتی ارز باید به‌گونه‌ای طراحی شود که بنای اصلی در قرارداد بر تحویل فیزیکی ارز باشد، مگر اینکه با تأیید ناظر امکان تسویه نقدی نیز فراهم شود.
- بهتر است همزمان با تشکیل بازار آتی ارز در کوتاه‌مدت، سیاست‌های لازم برای مدیریت بازارهای موازی به‌ویژه طلا نیز مد نظر قرار گیرد.
- به منظور افزایش جذابیت بازار آتی ارز و کمک به تعمیق آن، می‌توان از ابزارهای مالی مکمل همانند گواهی سپرده ارزی، صکوک ارزی و ... نیز استفاده کرد.
- تشکیل بازار رسمی معاملات آتی ارز در بورس کالای ایران، راهکار میان‌مدت و بنیادین در این رابطه محسوب می‌شود و می‌توان از این بستر معاملاتی جهت تشکیل بازار معاملات مشتقه ارز در سطح خرد استفاده کرد.

## فهرست مطالب

۱.....	مقدمه	۱
۱.....	بازار مشتقات ارزی	۲
۳.....	آتی ارزی	۳
۴.....	تجربه بازار آتی ارز در ایران	۴
۵.....	الزامات تشکیل بازار آتی ارز در ایران	۵
۱۱.....	فهرست منابع	۱۱





## ۱ مقدمه

امروزه مشتقات یا ابزارهای مشتقه نقش مهمی در نظام‌های مالی دنیا ایفا می‌کنند و به عنوان یکی از ابزارهای مالی جدید، مورد توجه فعالان بازار قرار گرفته‌اند. در بازارهای ارز نیز مشتقات از اهمیت زیادی برخوردارند و در کنار معاملات نقدی، حجم بسیار زیادی از معاملات این بازار را به خود اختصاص داده‌اند. در بازار مشتقات ارزی، انواع قراردادهای مشتقه روی یک دارایی پایه معین (ارز) مبادله می‌شوند. ابزارهای مشتقه ارزی شامل قراردادهای آتی ارز، اختیار معامله ارز و سوآپ ارز است.

در حال حاضر معاملات آتی ارز به شکل غیررسمی و با عنوان «بازار معاملات فردایی ارز» در کشور انجام می‌شود که به دلیل عدم شفافیت و نبود چارچوب منسجم برای آن، همواره مورد انتقاد سیاستگذار پولی بوده است. در کنار مشکلات موجود برای بازار نقدی ارز، نبود یک بازار متشکل برای مشتقات ارزی هزینه‌های گوناگونی برای سیاستگذاران، تولیدکنندگان و سرمایه‌گذاران ایجاد کرده است. وجود بازار مشتقات ارزی می‌تواند دست‌کم بخشی از ریسک‌های قیمتی ارز را پوشش دهد و افقی ولو کوتاه مدت برای فعالان اقتصادی فراهم کند. باید توجه داشت که برای تشکیل یک بازار مناسب مشتقات ارزی، وجود بازار نقدی ارز نقش مهمی دارد و معمولاً شکل‌گیری نرخ‌های نقدی و تثبیت نرخ ارز در بازار نقدی اثرگذار باشد، لذا می‌توان تشکیل بازار آتی ارز را به صورت جداگانه مد نظر قرار داد و در عین حال همزمان با تشکیل این بازار، زمینه‌های لازم در بازار نقدی را فراهم ساخت. در گزارش حاضر تلاش می‌شود تا ضمن بررسی وضعیت کنونی بازار معاملات فردایی، الزامات و راهکارهای تشکیل بازار آتی ارز به شکل منسجم تشریح گردد.

## ۲ بازار مشتقات ارزی

ابزار مشتقه، قراردادی است که ارزش خود را از عملکرد یک موجودیت پایه که معمولاً یک دارایی است دریافت می‌کند. این موجودیت می‌تواند شاخص‌های گوناگون، نرخ بهره، نرخ ارز و مانند آن باشد. ابزارهای مشتقه یا مشتقات، در کنار سهام و اوراق قرضه، سه مورد از مهم‌ترین ابزارهای مالی را تشکیل می‌دهند (فرهنگ لغات پالگریو، ۲۰۱۶، ص ۲۰۱).

مهم‌ترین ابزارهای مورد استفاده در بازار مشتقات ارزی عبارت‌اند از: قراردادهای آتی ارزی<sup>۱</sup>، قراردادهای اختیار معامله ارزی<sup>۲</sup> و قراردادهای سوآپ ارزی<sup>۳</sup>. در ادامه این ابزارها به طور خلاصه معرفی شده‌اند (هال، ۲۰۱۸، صص ۳۲-۲۸؛ سیمپسون، ۲۰۱۵، ص ۲۳۵).

الف) اختیار معامله ارزی

اختیار معامله ارزی، قراردادی بین دارنده<sup>۴</sup> و واگذارنده<sup>۵</sup> است که براساس آن دارنده قرارداد، حق دارد که مقدار معینی از ارز مندرج در قرارداد را با قیمت معین و در زمانی مشخص بخرد یا بفروشد. در واقع، دو طرف توافق می‌کنند که در آینده معامله‌ای انجام دهند. معاملات اختیار معامله همانند آتی، معمولاً در بورس انجام می‌شود.

1 Currency Futures Contracts

2 Currency Option Contracts

3 Currency Swap Contracts

4 Holder

5 Writer



در این قرارداد، دارنده اختیار معامله در ازای پرداخت مبلغی معین به واگذارنده اختیار (که به اصطلاح صرف یا فی اختیار معامله<sup>۱</sup> نامیده می‌شود) حق خرید یا فروش دارایی مندرج در قرارداد را در زمانی مشخص با قیمتی که هنگام بستن قرارداد تعیین شده، به دست می‌آورد. از طرف دیگر، واگذارنده قرارداد اختیار معامله، در مقابل اعطای این حق به دارنده (با دریافت مبلغی معین)، متعهد به خرید یا فروش دارایی مذکور است.

چنانکه از تعریف قرارداد اختیار معامله ارزی پیداست، دارنده (خریدار) قرارداد در اعمال حق خود مختار است و هیچ تعهد و الزامی ندارد. از این رو، در صورت صرف نظر از اجرای قرارداد، صرفاً مبلغ کمی را که در ازای خرید حق پرداخته است، از دست می‌دهد. از طرف دیگر، واگذارنده (فروشنده) در صورت درخواست خریدار، متعهد به اجرای قرارداد است. نکته مهم در رابطه با قرارداد اختیار ارزی، مزیت آن نسبت به قرارداد آتی ارزی است. زیرا برخلاف قرارداد آتی که خریدار نسبت به انجام معامله تعهد دارد، در قرارداد اختیار، خریدار تعهدی به انجام معامله نداشته و دارای حق انتخاب است. یعنی می‌تواند با در نظر گرفتن مجموع شرایط، نسبت به اعمال یا عدم اعمال حق خود تصمیم بگیرد.

### ب) آتی ارزی

در قراردادهای نوعی آتی ارزی، طرفین معامله متعهد می‌شوند که در تاریخ مشخصی در آینده، مقدار مشخصی از دو نوع ارز گوناگون را با نرخ توافقی مربوط به قیمت‌های آتی، مبادله کنند. علاوه بر این، تعهد می‌کنند در خلال مدت قرارداد، مبلغی را نزد اتاق پایاپای به صورت ودیعه قرار دهند تا در صورت تغییر ارزش ارزهای مورد توافق، اتاق پایاپای به تسویه روزانه تفاوت‌های موجود بین نرخ‌ها بپردازد.

از جمله مزیت‌های اصلی این قرارداد برای طرفین معامله، پوشش ریسک تغییرات نرخ ارز است. زیرا فروشنده ارز می‌داند که در زمان مشخصی در آینده می‌تواند ارز خود را به قیمت مشخصی به خریدار بفروشد. خریدار نیز اطمینان دارد که در سررسید، می‌تواند ارز مورد نیاز خود را به قیمت مشخص شده خریداری کند. مزیت مهم دیگر این قرارداد، امکان استفاده از فرصت‌های سفته‌بازی بر اساس پیش‌بینی نوسانات نرخ ارز در آینده است.

### ج) سوآپ ارزی

سوآپ ارزی، یک قرارداد مالی است که در آن طرفین اصل و فرع یک نوع ارز را با اصل و فرع ارزی دیگر معاوضه می‌کنند و در زمانی دیگر (سررسید)، وجوه مبادله شده به طرفین مسترد می‌گردد.

بر این اساس، قرارداد سوآپ ارزی دارای برخی ویژگی‌های کلیدی است که آن را از سایر انواع مشتقات ارزی متفاوت می‌کند. برخی از مهم‌ترین این ویژگی‌ها عبارت‌اند از: متفاوت بودن واحد ارزی طرفین معامله، معاوضه همزمان جریان‌های نقدی دو نرخ ارز متفاوت، معاوضه اصل سرمایه در ابتدا و انتهای قرارداد، طولانی بودن مدت قراردادها (سررسید قراردادهای سوآپ، به طور معمول بین سه تا پنج سال است) و نهایتاً معادل بودن با انتشار اوراق قرضه در یک واحد ارزی خاص (مانند یورو) و سرمایه‌گذاری آن در واحد ارزی متفاوت (مانند دلار).

لازم به ذکر است که قرارداد سوآپ ارزی (همانند پیمان آتی) معمولاً به صورت خارج از بورس (OTC) و بر اساس توافق بین طرفین انجام می‌شود. همچنین، کارکرد اصلی این ابزار تبدیل «ارز در دسترس» به «ارز مورد نیاز» در یک دوره زمانی مشخص (معمولاً بیش از یک سال) می‌باشد.

مشارکت‌کنندگان اصلی بازار مشتقات ارزی سه گروه‌اند: اول، پوشش‌دهندگان ریسک که با هدف پوشش ریسک خود در برابر تغییرات نرخ ارز در آینده از این ابزارها استفاده می‌کنند؛ دوم، سفته‌بازان که به منظور کسب سود، در مقابل پوشش‌دهندگان ریسک، موقعیت خرید یا فروش اتخاذ می‌کنند و نقدینگی به بازار می‌آورند و سوم، آربیتراژگران که با ورود همزمان به معاملات در دو یا چند بازار مختلف، به دنبال کسب سود بدون ریسک هستند (هال، ۲۰۱۸، ص ۳۳-۳۹). برای مثال بانک‌های مرکزی



در این بازار با هدف ایجاد ثبات ارزی در سطح کلان و سیاست‌گذاری وارد می‌شوند، برخی سرمایه‌گذاران با هدف کسب سود از پیش‌بینی خود و تجار و تولیدکنندگان با هدف پوشش ریسک در این بازار حضور می‌یابند. لازم به ذکر است گرچه گروه‌هایی مانند سفته‌بازان می‌توانند نقدینگی به بازار وارد کنند، ولی به منظور کنترل نوسانات می‌توان محدودیت‌هایی را برای ورود این نوع وجوه به بازار در نظر گرفت.

فراهم شدن امکان سیاست‌گذاری در راستای تثبیت نرخ ارز، امکان پوشش ریسک برای سرمایه‌گذاران، تولیدکنندگان و تجار، ضابطه‌مند شدن فعالیت‌های سفته‌بازانه در بازار ارز، کمک به کشف قیمت ارز در بازار نقدی، کاهش هزینه‌های تنوع‌بخشی به سبد دارایی‌ها و شفاف شدن مسیر آتی نرخ ارز به‌ویژه در افق کوتاه‌مدت از جمله مزایای بازار مشتقات ارزی است. یکی از مهم‌ترین کارکردهای مشتقات ارزی و از جمله قرارداد آتی ارز، کنترل نوسان‌های ارزی است که به ویژه از طریق ابزارهای مشتقه با سررسیدهای کوتاه‌مدت حاصل می‌شود.

### ۳ آتی ارزی

آنچه بازار نقدی ارز را از بازار آتی آن جدا می‌کند، زمان تحویل است. در بازار ارز، معامله نقدی شامل مبادله ارزها یا سپرده‌های بانکی به صورت فوری با نرخ‌های جاری بازار است. در مقابل، معامله آتی ارز (به شکل پیمان آتی یا سلف و قرارداد آتی)، شامل توافق برای مبادله ارزها یا سپرده‌های بانکی در تاریخ معینی در آینده با نرخ مشخص است که به آن نرخ سلف یا آتی می‌گویند. قرارداد آتی ارز، تعهدی دو طرفه است که بر اساس آن مقدار مشخصی از یک پول پایه (پول خارجی) به نرخ معاوضه مشخص در تاریخ سررسید مشخص، با پول دیگر (معمولاً پول داخلی)، معاوضه می‌شود (کاتیرسون و نیچه، ۲۰۰۴، ص ۳۰۱). طرفین معامله، بر اساس سازوکار قراردادهای آتی، وجهی را به‌عنوان ضمانت ایفای تعهدات یا وجه تضمین نزد کارگزار یا اتاق پایاپای می‌گذارند که این وجه تضمین، متناسب با تغییرات نرخ آتی ارز، طی عملیات به‌روزرسانی حساب‌ها تعدیل می‌شود. لازم به ذکر است قراردادهای آتی ارزی، عموماً بر روی جفت ارزهای اصلی (جهان‌روا) انجام می‌شود.

پیمان آتی ارزی از جهاتی با قرارداد آتی ارزی فرق دارد. در حالی که پیمان آتی ارزی به شکل توافق‌نامه خصوصی بین معامله‌گران به منظور مبادله مبلغ مشخصی ارز در تاریخ معینی در آینده صورت می‌گیرد، قرارداد آتی ارزی در بورس‌های متشکل مبادله می‌شود و از این رو مبلغ قرارداد و تاریخ تسویه در آن، به شکل استاندارد تعیین می‌گردد. در پیمان آتی ارزی، نرخ مبادله ارز در زمان انعقاد توافق‌نامه ثابت می‌شود و تا سررسید باقی می‌ماند، ولی در قرارداد آتی ارزی، نرخ مبادله ارز به‌طور پیوسته با خرید و فروش قرارداد در بورس تغییر می‌یابد. هرچند پیمان آتی با قرارداد آتی ارزی از جهاتی متفاوت‌اند، ولی از نظر تحلیل مشابه یکدیگرند. در جدول ۱ تفاوت پیمان آتی ارزی و قرارداد آتی ارزی به طور خلاصه نشان داده شده است.

جدول ۱ - تفاوت پیمان آتی ارزی و قرارداد آتی ارزی

قرارداد آتی ارزی	پیمان آتی ارزی	
در بورس‌های آتی مانند بورس تجاری شیکاگو	خارج از بورس؛ اغلب بین بانک‌ها	نحوه مبادله قرارداد
تغییر به موازات مبادله قرارداد	ثابت به هنگام انعقاد توافق‌نامه	نرخ مبادله ارز
تعیین شده توسط بورس	منعطف؛ تسویه بر اساس مذاکره بین خریدار و فروشنده	شرایط قرارداد
تعیین شده توسط بورس	منعطف؛ قابل مذاکره توسط خریدار و فروشنده	تاریخ تسویه
ندارد؛ بر عهده بورس است.	بالقوه زیاد؛ گرچه به دلیل انجام معاملات بین مؤسسات مالی بزرگ تا حدی کاهش می‌یابد.	ریسک طرف قرارداد

منبع: هوبارد و اوبرین (۲۰۱۸)



عمده معاملات مشتقات ارزی در بازار فرابورس انجام می‌شود و در این میان پیمان‌های آتی و سوآپ ارز و نیز معاملات اختیار معامله، گونه‌های اصلی مشتقات ارزی به شمار می‌آیند. در جدول ۲ حجم مشتقات ارزی سررسید نشده تا پایان سال ۲۰۲۰ نشان داده شده است.

جدول ۲ - حجم مشتقات ارزی سررسید نشده تا پایان سال ۲۰۲۰ (ارقام به میلیارد دلار)

مجموع	سررسید بیشتر از پنج سال	سررسید یک سال تا پنج سال	سررسید یک سال یا کمتر	
۸۵,۸۴۲	۶,۲۷۶	۱۳,۶۰۰	۶۵,۹۶۶	پیمان آتی و سوآپ ارزی
۱۱,۶۷۲	۲۹۸	۱,۳۳۶	۱۰,۰۳۸	اختیار معامله ارزی
۹۷,۵۱۴	۶,۵۷۴	۱۴,۹۳۶	۷۶,۰۰۴	مجموع

منبع: BIS (۲۰۲۰)

آمار بانک تسویه بین‌المللی (BIS) نشان می‌دهد که بیشتر معاملات مشتقات ارزی مربوط به پیمان‌های آتی و سوآپ ارزی است، به‌گونه‌ای که معاملات اختیار معامله ارزی تنها حدود ۱۲ درصد از مشتقات ارزی را به خود اختصاص داده است. حجم قراردادهای ارزی سررسید نشده شامل پیمان‌های آتی ارزی و سوآپ ارزی تا پایان سال ۲۰۲۰، حدود ۸۵ هزار میلیارد دلار بوده است که از این رقم، حدود ۶۶ هزار میلیارد یعنی ۷۷ درصد آن به سررسید یک سال یا کمتر از آن تعلق دارد. از این رو می‌توان گفت عمده معاملات مشتقات ارزی در سررسید کوتاه‌مدت انجام می‌شود (BIS، ۲۰۲۱). برای بیشتر ارزهای مهم بازار پیمان آتی ارز (به صورت خارج از بورس) بسیار نقدشونده با سررسیدهای یک تا شش ماه بیشتر رایج است و در موارد معدودی سررسیدهای سه تا پنج سال نیز برای آن‌ها وجود دارد. دلیل این امر نیز آن است که نرخ سلف در زمان فعلی مورد توافق قرار می‌گیرد، هرچند معامله نقدی در زمان آینده (برای مثال یک سال بعد) اتفاق می‌افتد و لذا هرچه سررسید طولانی‌تر باشد، امکان پیش‌بینی نرخ آتی و در نتیجه تمایل طرفین برای ورود به چنین قراردادی کمتر می‌شود (کاتیرسون و نیچه، ۲۰۰۴، ص ۳۰۱). لازم به ذکر است طبق بررسی انجام شده سررسید کمتر از یک ماه برای مشتقات ارزی و نیز سایر مشتقات در بورس‌های متشکل مرسوم نیست، ولی در بازار خارج از بورس سررسیدهای کمتر از یک ماه نیز وجود دارد (بورس تجاری شیکاگو، ۲۰۲۰).

#### ۴ تجربه بازار آتی ارز در ایران

به دنبال اعطای مجوز از سوی شورای پول و اعتبار، بانک مرکزی آیین‌نامه اجرایی معاملات آتی ارز- ریال را در ۲۹ تیر ۱۳۸۹ ابلاغ کرد تا بدین وسیله امکان پوشش نوسان نرخ ارز را برای صادرکنندگان فراهم سازد. طبق این آیین‌نامه، دو طرف قرارداد (بانک‌های عامل و صادرکننده) متعهد می‌شوند میزان معینی ارز یا ریال را در مقابل مقدار معینی ریال یا ارز به نرخ آتی ارز، در سررسید با یکدیگر مبادله کنند. طبق این آیین‌نامه که شامل ۱۰ ماده و ۴ تبصره است، بانک متعهد می‌شود در تاریخ سررسید نسبت به تأمین و فروش ارز به ریال توافق شده به مشتری اقدام کند. در ماده ۲ این آیین‌نامه سررسید قرارداد حداقل یک ماه و حداکثر ۱۲ ماه ذکر شده است. در ماده ۳ حداقل مبلغ مورد معامله در هر قرارداد معادل ۱۰۰ هزار دلار تعیین شده است (بانک مرکزی ج.ا.ا، ۱۳۸۹).

غیررقابتی بودن نرخ تعیین شده برای ارز توسط بانک، تحمیل کارمزدهای قابل توجه به طرفین، وجود سررسید حداقل یک ماه و حداکثر دوازده ماه، هزینه‌های جانبی تعهد پیمان‌های آتی، تفاوت بسیار زیاد میان نرخ سود اسمی در ایران و نرخ بهره اسمی در کشورهایی با اسعار معتبر بین‌المللی (دلار، یورو و ین)، امکان عقد پیمان تنها برای بنگاه‌های بزرگ و عدم وجود بازار ثانوی برای خرید و فروش این پیمان و نیز وجود ریسک اعتباری در اتاق پایاپای از جمله اشکالاتی بوده که به این آیین‌نامه وارد شده است. لذا در مجموع این آیین‌نامه نتوانست در عمل زمینه تشکیل بازار آتی ارز را به شکل منسجم فراهم سازد. البته با وجود عدم استقبال از این آیین‌نامه در شعب داخلی بانک‌ها، عملیات آتی ارز توسط برخی شعب خارجی بانک‌ها ایرانی در سطح محدودی انجام شد.



با توجه به اینکه در نظام پولی و بانکی کشور معاملات آتی ارز به رسمیت شناخته نمی‌شود و بر اساس مقررات و ضوابط بانک مرکزی انجام این فعالیت‌ها غیرقانونی است، در سال‌های اخیر بازاری غیررسمی در اقتصاد کشور تشکیل شده است که به «بازار معاملات فردایی ارز» مشهور است. در این بازار ذی‌نفعان بازار ارز در پایان روز معاملاتی، در رابطه با قیمت ارز در روز آینده وارد معامله شده و بر اساس پیش‌بینی‌هایی که از نرخ ارز در روزهای آینده دارند، تعهدات دوطرف را بر عهده می‌گیرند؛ در واقع تلاش می‌کنند تا با پیش‌بینی درست نرخ ارز در روز آینده، به سود مرتبط دست پیدا کنند و طبعاً زیان ناشی از پیش‌بینی نادرست خود را می‌پردازند. برآوردها نشان می‌دهد در حال حاضر روزانه حدود ۱۰۰ میلیون دلار معامله در بازار آزاد ارز انجام می‌شود که حدود ۷۰ میلیون دلار آن مربوط به بازار معاملات فردایی است (پژوهشکده پولی و بانکی، ۱۳۹۹).

تجربه عملی معاملات مذکور، بدین صورت است که مجموعه‌ای از افراد دارای اعتبار نسبت به تشکیل یک گروه جهت انجام معاملات فردایی اقدام می‌کنند و یک نفر به عنوان سرگروه تعیین می‌شود. تعداد اعضای هر گروه معمولاً بین ۲۰ تا ۵۰ نفر می‌باشد که زیر نظر سرگروه به مبادله دلار فردایی با یکدیگر می‌پردازند. سرگروه معمولاً از معتمدین و فعالان بازار ارز می‌باشد؛ بدین معنی که مورد اعتماد اکثر فعالان بازار می‌باشد.

سرگروه جهت بالا بردن تضمین معاملات و پرداخت غرامت در صورت انجام پیش‌بینی نادرست (که اصطلاحاً تاوان نامیده می‌شود) متناسب با سقف فعالیت مورد تقاضای عضو، از وی چک تضمین (اصطلاحاً چک گارانتی) دریافت می‌کند. برای مثال، اگر عضو تقاضای معامله بالای یک میلیون دلار (اصطلاحاً بالای یک خط) را داشته باشد، باید چک تضمین به مبلغ بالاتری بپردازد.

جهت انجام معاملات فردایی ارز، معمولاً در پایان یک روز کاری طرفین معامله بر اساس پیش‌بینی خود از قیمت ارز در روز آینده، با یکدیگر معامله می‌کنند و در پایان روز کاری آتی (معمولاً ساعت ۱۵) تسویه انجام می‌شود. در واقع، هر طرفی که پیش‌بینی ناصحیح انجام داده بود باید تفاوت نرخ واقعی ارز در روز آینده و نرخ پیش‌بینی شده را به عنوان غرامت (اصطلاحاً تاوان) به طرف مقابل بپردازد. فردی هم که به هر دلیل از پرداخت تاوان خودداری کند، از گروه (و طبعاً از بازار) اخراج خواهد شد و اعتبارش جهت انجام معاملات فردایی از بین خواهد رفت. در این دسته از معاملات ارزی، هیچ نوع متن قرارداد مکتوبی بین طرفین امضا نمی‌شود و توافقات به صورت حضوری یا تلفنی صورت می‌پذیرد. همچنین، تحویل ارز هیچگونه موضوعیتی برای طرفین ندارد و در عمل هم بر اساس اظهارات فعالان بازار، حتی یک مورد هم مشاهده نشده است که این معاملات به تحویل ارز منجر شده باشد (میثمی، ۱۳۹۷، صص ۶-۷).

## ۵ الزامات تشکیل بازار آتی ارز در ایران

### الف) سطح تشکیل بازار آتی ارز

یکی از مسائل مهم در بازار آتی ارز، لزوم تفکیک بازار در سطح خرد و کلان است. معاملات مشتقات ارزی در سطح خرد، بیشتر با هدف سفته‌بازی (کسب سود در کوتاه‌مدت) و توسط اشخاص حقیقی انجام می‌شود، ولی معاملات مشتقات ارزی در سطح کلان غالباً توسط اشخاص حقوقی با هدف پوشش ریسک<sup>۱</sup> صورت می‌گیرد و ذی‌نفعان اصلی آن را بانک‌ها، صرافی‌ها، واردکنندگان، صادرکنندگان، تولیدکنندگان و غیره تشکیل می‌دهند. همان‌طور که گفته شد، امروزه معاملات خرده‌فروشی ارز در ایران با عنوان «معاملات فردایی ارز» به صورت غیررسمی انجام می‌شود. لذا در صورتی که بازار آتی ارز بخواهد تشکیل شود، باید نخست زمینه سوق دادن فعالیت‌های غیررسمی به یک بازار رسمی نظام یافته فراهم شود.

از آنجا که در کوتاه‌مدت امکان کاهش یا افزایش نرخ ارز وجود دارد و افرادی پیدا می‌شوند که هم پیش‌بینی افزایش و هم پیش‌بینی کاهش قیمت را داشته باشند، لذا امکان تشکیل بازار آتی در کوتاه‌مدت وجود دارد. بر این اساس بهتر است در وهله

۱ ناگفته نماند که در سفته‌بازی نیز در نهایت هدف پوشش ریسک پس‌انداز با کسب بازده بیشتر است و در واقع کمینه ساختن ضرر دوگان بیشینه کردن سود است. با وجود این به لحاظ هدف اولیه و غالب در بازارهای مالی، معمولاً چنین تفکیکی بین دو گروه سفته‌بازان و پوشش‌دهندگان ریسک انجام می‌شود.



اول بازار آتی ارز به صورت محدود در بین کارگزاران عمده و با مبالغ کمتر شروع شود و در صورت موفقیت‌آمیز بودن، به تدریج دامنه آن گسترش یابد.

### ب) نقش بانک مرکزی در بازار آتی ارز

با توجه به مسئولیت بانک مرکزی در زمینه مدیریت بازار ارز، لازم است محوریت تشکیل بازار معاملات آتی ارزی نیز بر عهده این نهاد باشد. عمده این نقش در قالب نظارت مؤثر بر بازار انجام می‌شود، ولی ممکن است به اشکال دیگری همچون پذیرش نهایی ریسک‌ها یا تقویت عملیات بازارگردانی نیز بروز یابد که هر یک به نوبه خود در تقویت بازار اثر خواهد داشت.

مقررات ارزی سال ۱۳۸۹ در شرایطی مطرح شد که نوسانات ارزی زیادی وجود نداشت، بازار بین بانکی ارز فعال بود و نیز معاملات آفشور ارزی در کیش انجام می‌شد. در آن مقطع شرایط بهتری برای تشکیل بازار آتی ارز وجود داشت، زیرا محدودیت جدی برای گردش ارز با خارج از کشور وجود نداشت و بازار نقدی با محدودیت‌های کمتری مواجه بود. با اعلام ممنوعیت معاملات ارزی خارج از سیستم بانکی در سال ۱۳۹۷، شبکه صرافی‌ها به مناطقی همچون سلیمانیه، هرات، استانبول و ... منتقل شد و مدیریت بازار برای بانک مرکزی دشوارتر شد. در این وضعیت چون بیشتر تمرکز معاملات آفشور، در خارج از کشور است، اثرگذاری معاملات خارج از کشور بر قیمت بیشتر است و بازارگردانی در داخل به راحتی میسر نیست. بنابراین انتقال شبکه معاملات آفشور خارج از کشور به داخل می‌تواند نقش مهمی در تقویت بازار آتی ارز و فراهم شدن امکان مدیریت بهتر آن توسط بانک مرکزی داشته باشد. البته انتقال این شبکه مستلزم آن است که بتوان نقش عرضه‌کننده اصلی را در آن ایفا کرد یا شبکه گسترده‌ای از بانک‌های آفشور رسمی در داخل داشت. از این رو لزومی ندارد که تشکیل این بازار را منوط به انتقال شبکه معاملات آفشور به داخل کرد و می‌توان در شرایط کنونی نیز این بازار را تشکیل داد.

نکته دیگر درباره نقش بانک مرکزی این است که اگر این نهاد بخواهد خود به عنوان عرضه‌کننده اصلی در این بازار ایفای نقش کند، نگرانی از عدم تحویل ارز در سررسید وجود دارد و ممکن است ریسک زیادی به بانک مرکزی تحمیل شود. لذا ضرورت دارد بانک مرکزی بیشتر زمینه فعالیت سایر مشارکت‌کنندگان در این بازار را فراهم سازد و خود در قامت بازارگردان در این بازار ایفای نقش نماید. برای مثال بانک مرکزی می‌تواند یک کریدور هدف برای نرخ آزاد ارز تعیین نماید و در شرایطی که تقاضای ارز در بازار زیاد شده و بازار در صدد عبور از نرخ سقف تعیین شده کریدور است، به فروش ارز در نرخ سقف کریدور اقدام نماید و در مقابل در شرایطی که بازار با کاهش تقاضای ارز مواجه شده و در صدد عبور از نرخ کف کریدور است، اقدام به خرید ارز نماید و منابع ارزی را جمع‌آوری نماید (زمان‌زاده، ۱۳۹۱). البته اجرای این سیاست در زمان تحریم کار دشواری است و پیچیدگی‌های خاصی به همراه خواهد داشت.

نکته دیگر آنکه چون تسویه این بازار به صورت روزانه و در قالب ریالی خواهد بود، بانک مرکزی به دلیل نبود محدودیت ریالی امکان مداخله گسترده‌تری در مقایسه با مداخلات مبتنی بر اسکناس خواهد داشت. به عبارت دیگر، بانک مرکزی در چاپ ریال محدودیتی ندارد؛ اما در تهیه اسکناس ارز به دلایل مختلف با هزینه‌ها و محدودیت‌های مختلفی روبه‌رو است که قدرت مداخله‌گری وی را محدود می‌کند.

### ج) قالب حقوقی معاملات آتی ارز در کوتاه‌مدت

در کوتاه‌مدت می‌توان معاملات آتی ارز را بر اساس دو قالب حقوقی یعنی: «تعهد بیع در آینده» و «عقد صلح» و با در نظر گرفتن برخی ملاحظات، طراحی کرد. در قالب اول، فروشنده بر اساس قرارداد متعهد می‌شود تا در سررسید مشخص (یک روز کاری)، مقدار معینی از یک ارز خارجی را به قیمتی که در زمان حال تعیین می‌شود، بفروشد. در مقابل، خریدار آتی ارز متعهد می‌شود که ارز مذکور را با مشخصات ذکر شده خریداری کند. قالب حقوقی دوم (عقد صلح) نیز مشابه قالب حقوقی اول است. در واقع، فروشنده فردایی ارز بر اساس قرارداد صلح، مقدار معینی از یک ارز خارجی را در مقابل قیمتی معین به خریدار ارز صلح می‌کند. همچنین، متعهد می‌شود ارز مذکور را با مشخصات ذکر شده، در سررسید (یک روز کاری) تحویل دهد. در مقابل، خریدار ارز متعهد می‌شود که ارز مذکور را با مشخصات ذکر شده خریداری کند.



در عمل برای اجرای صحیح هر دو قالب حقوقی، لازم است تدابیر مشخصی در نظر گرفته شود تا معاملات مذکور حقیقتاً بر روی کالا (ارز) اتفاق بیفتند و نه بر روی تغییرات نرخ ارز. به طور مشخص، لازم است امکان تحویل فیزیکی در معاملات در نظر گرفته شود؛ به نحوی که اگر یکی از طرفین معامله به هر دلیل نیازمند ارز فیزیکی بود، بتواند بدون مشکل آن را تحویل بگیرد. البته طبیعی است که طرفین می‌توانند با توافق یکدیگر به صورت نقدی (بدون تحویل فیزیکی) تسویه کنند؛ اما این اختیار نباید نافی حق تحویل گرفتن ارز به صورت فیزیکی باشد (میثمی، ۱۳۹۷، ص ۱۴).

بدین ترتیب امکان هدایت معاملات فردایی فعلی که به لحاظ شرعی و قانونی دچار اشکال‌اند و به صورت غیررسمی صورت می‌پذیرند، به صورت مشروع و قانونی فراهم شده و می‌توان این معاملات را به بخش رسمی بازار پول منتقل کرد.

#### د) مشخصات قرارداد آتی ارز

با توجه به اینکه در سطح خرد، معاملات بیشتر به صورت توافقی انجام می‌شود، بهتر است در وهله اول معاملات آتی ارز به صورت پیمان آتی ارزی (Currency Forward) انجام شود تا انعطاف‌پذیری بیشتری از جهت سررسید و مبلغ قرارداد وجود داشته باشد. به تدریج با توسعه بازار، امکان طراحی معاملات در قالب استاندارد بیش از پیش فراهم خواهد شد و می‌توان معاملات را به شکل بورسی یعنی قرارداد آتی ارزی انجام داد. همچنین با توجه به لزوم به حداقل رساندن جهت‌دهی بازار آتی به بازار نقدی ارز، بهتر است نخست این بازار با سررسید کوتاه‌مدت حداکثر پنج روزه تشکیل شود و در عین حال امکان بستن موقعیت معاملاتی از طریق انجام معامله معکوس برای فعالان این بازار (در صورت تأیید ناظر) فراهم باشد.

#### ه) قیمت‌گذاری در بازار آتی ارز

قیمت پایه قراردادهای آتی ارز تابعی از نرخ‌های آتی بازارهای نقدی در زمان معامله و نیز مؤلفه‌های دیگری از قبیل جهت‌گیری نرخ‌های سود سیاستی آتی، بردار نرخ‌های ریسک کلان، پایداری موازنه پرداخت‌ها و نیز متوسط بازده مورد انتظار بازار دارایی‌ها (مالی و غیرمالی) است که در بازه‌های مختلف زمانی شکاف میان نرخ‌های نقدی و آتی را متأثر می‌سازند. روند تغییرات مؤلفه‌های مذکور در طی زمان لزوماً همسو نبوده و همچنین شدت اثرگذاری هر یک از آن‌ها بر شکاف زمانی میان نرخ‌های برابری نقدی و آتی نیز متناسب نیست. در اقتصادهایی همانند اقتصاد ایران شوک‌های ساختاری ناشی از ناپایداری مستمر بخش مبادلات مالی ترازپرداخت‌ها، نرخ‌های پایه بالای متوسط سود سیاستی در کنار بازده مورد انتظار بالای ابزارهای سرمایه‌گذاری مالی (در میان فعالان اقتصادی) و نیز ریسک‌های بالای نهادی عملاً زمینه افزایش بالقوه شکاف میان نرخ‌های نقدی و آتی بازار ارز را فراهم کرده که مستقیماً موجب رشد سهم تقاضای سوداگران در مجموع تقاضای کل (نقدی و آتی) بازارهای مذکور خواهد شد (باستان‌زاد، ۱۳۹۹).

طبق نظریه برابری نرخ بهره در رابطه با قیمت‌گذاری نرخ ارز، قیمت آتی نرخ ارز بر اساس نرخ بهره داخلی و نرخ بهره مربوط به ارز مد نظر تعیین می‌شود. طبق این رابطه، قیمت آتی نرخ ارز با نرخ بهره داخلی نسبت مستقیم و با نرخ بهره خارجی نسبت عکس دارد. هرچه تفاوت بین نرخ بهره داخلی و نرخ بهره خارجی بیشتر باشد، اثر آن بر نرخ ارز آتی بیشتر خواهد بود و امکان تغییر قیمت آتی نرخ ارز نیز افزایش خواهد یافت (هال، ۲۰۱۸، ص ۱۴۰).

هرچند نرخ آتی و نقدی نرخ ارز قبل از سررسید می‌تواند متفاوت از یکدیگر باشد، ولی به دلیل وابستگی به هم تمایل به حرکت موازی دارند و بدون توجه به شرایط بازار، نرخ آتی و نقدی نرخ ارز تمایل به یکسان شدن در تاریخ سررسید دارند. به عبارت دیگر، هر چه به زمان سررسید قرارداد آتی ارز نزدیک‌تر می‌شویم، نرخ آتی به سمت نرخ نقدی میل می‌کند و در سررسید قرارداد آتی، نرخ آتی با نرخ نقدی تقریباً برابر می‌شود که به آن «اصل همگرایی» می‌گویند. این اصل به دلیل حضور آربیتراژگران در بازار و معاملات سودجویانه آن‌ها است. از سویی دیگر، به دلیل وجود دامنه نوسان در بازار آتی که از داده‌های تاریخی نوسان روزانه نرخ ارز طی سال‌های گذشته استخراج می‌شود، نوسان نرخ آتی ارز در بازار آتی همواره با نوسان تاریخی نرخ نقدی برابر خواهد بود. همچنین برای هر کدام از مشارکت‌کنندگان بازار به ازای قراردادهای آتی ارز مختلف با سررسیدهای متفاوت، سقف موقعیت‌های تعهدی باز تعیین می‌شود که باعث کاهش تأثیرگذاری اشخاص بر نرخ آتی ارز می‌شود. در عین حال نیز همگرایی



نرخ‌ها در زمان سررسید را تسهیل می‌کند. سقف موقعیت‌های تعهدی باز در سطح مشتری، کارگزار و بازار بر اساس داده‌های تاریخی میزان عرضه و تقاضا تعیین می‌شود. بنابراین سازوکارهای کنترلی مناسبی در این بازار وجود دارند که می‌توانند در مواقع لازم به کار گرفته شوند.

یکی از مسائل مهم در کشف قیمت معاملات آتی ارز، وجود نرخ واحد در بازار نقدی است. در حال حاضر چند نوع نرخ برای معاملات نقدی ارز در کشور وجود دارد و عملاً نمی‌توان به یک نرخ مرجع استناد کرد. لذا به‌ناچار باید تا پیش از دستیابی به یک نرخ واحد، یکی از نرخ‌های اعلام شده را مرجع کشف قیمت در بازار آتی ارز قرار داد. با توجه به نزدیک بودن نرخ سنا (میانگین موزون نرخ بازار ارز) به نرخ بازار، بهتر است تا پیش از تعیین نرخ واحد برای بازار نقدی، این نرخ به عنوان مرجع کشف قیمت در بازار آتی ارز ملاک قرار گیرد.

### و) اثرگذاری بازار آتی بر بازار نقدی ارز

هدف اصلی از تشکیل بازار آتی ارز، «پوشش ریسک نرخ ارز» است و در صورتی که شرایط محیطی مناسب و بازار نقد و آتی خوب عمل کنند، ثبات نسبی نرخ ارز منجر به ایجاد افق دید در آینده می‌شود و به این ترتیب در مدیریت انتظارات در رابطه با نرخ ارز مؤثر خواهد بود. از جمله نگرانی‌هایی که ممکن است در رابطه با تشکیل بازار آتی ارز وجود داشته باشد، احتمال جهت‌دهی این بازار به بازار نقدی ارز و بروز اختلال در نرخ‌های آتی است.

بحث تأثیر بازار آتی و به‌طور کلی‌تر ابزارهای مشتقه، بر قیمت (نقدی) دارایی پایه سابقه نسبتاً طولانی دارد و منحصر به بازار ارز نیست. تا پیش از میانه قرن بیستم، این ادعا که ابزارهای مشتقه موجب بی‌ثباتی بازار نقدی می‌شود و سفته‌بازان در این بازارها عامل بی‌ثباتی قیمت‌ها هستند، نظر غالب بود. در این میان میلتون فریدمن، اقتصاددان معروف، در سال ۱۹۵۳ بیان کرد که ادعای بی‌ثبات شدن قیمت‌ها در نتیجه وجود سفته‌بازان به این معناست که این سفته‌بازان در قیمت‌های بالاتر از ارزش ذاتی می‌خرند (و لذا موجب دور شدن هرچه بیشتر قیمت از ارزش ذاتی می‌شوند) و در قیمت‌های کمتر از ارزش ذاتی می‌فروشند (و لذا باعث کاهش قیمت و فاصله گرفتن بیشتر آن از ارزش ذاتی می‌شوند). نتیجه طبیعی این رفتار، زیان سفته‌باز خواهد بود؛ زیرا به هر حال در بلندمدت قیمت‌ها ناچار به نزدیک شدن به ارزش ذاتی هستند و بنابراین، ادعای بی‌ثبات کردن قیمت‌ها توسط سفته‌بازان به معنای ضرر کردن آن‌هاست که نمی‌تواند استمرار داشته باشد. با طرح این استدلال، مطالعات زیادی به بررسی اثرات ایجاد بازار مشتقه بر قیمت نقدی دارایی‌ها و رفتار سفته‌بازان در این بازارها پرداخته‌اند. برای نمونه، پژوهشی در سال ۱۹۷۰ و در راستای متقاعد کردن کنگره آمریکا در مورد رفع ممنوعیت‌های معاملات ابزارهای مشتقه در برخی محصولات کشاورزی ثابت می‌کند که هرچند وضع برخی محدودیت‌ها نتیجه نامعلومی بر بهبود وضع اقتصادی کل جامعه دارد، ولی منع کامل قراردادهای آتی مسلماً باعث کاهش کارایی بازارهای نقدی می‌شود. تا پیش از آن، در این کشور محدودیت‌های زیادی بر معاملات آتی اعمال می‌شد. براساس قانون مصوب ۱۹۵۸، بر معاملات آتی اکثر محصولات کشاورزی محدودیت‌های زیادی اعمال می‌شد و برای مثال، معاملات آتی پیاز که تا پیش از آن پر معامله‌ترین قرارداد بود، براساس قانونی به نام «قانون قراردادهای آتی پیاز» به‌طور کامل ممنوع بود. بعدها بسیاری از مطالعات مختلف، شواهدی دال بر بی‌ثبات کردن قیمت پیاز به دلیل معاملات آتی آن را یافت نکردند؛ اما به‌رغم رفع محدودیت از سایر قراردادهای آتی، ممنوعیت معاملات آتی پیاز تاکنون در آمریکا پابرجا مانده است.

درباره بازار ارز، برخی مطالعات انجام شده در بازارهای توسعه یافته نشان می‌دهند که با معرفی قراردادهای اختیار معامله ارز و اختیار معامله آتی ارز، نوسانات در بازار نقدی مربوطه کاهش می‌یابد و همچنین بر حجم معاملات و تعداد موقعیت‌های باز نیز افزوده می‌شوند. به‌علاوه، ابزارهای مشتقه موجب تثبیت بازار نقدی شده و به افزایش عمق بازار و نقدشوندگی بیشتر آن کمک می‌کنند. به‌طور مشابه، مجموعه مطالعات دیگری نیز ادعا می‌کنند که قراردادهای آتی ارز نقش کلیدی در کشف قیمت نقدی ایفا می‌کنند و موجب عمیق‌تر شدن بازار نقدی ارز می‌شوند و کارایی و شفافیت این بازار را می‌افزایند. همچنین این قراردادها موجب شکل‌گیری فرصت‌های پوشش ریسک نرخ ارز برای متقاضیان می‌شوند (ابراهیم‌نژاد و غنی‌پور، ۱۳۹۷).





حتی اگر بازار آتی به لحاظ زمان بندی نوسانات قیمتی نقش پیشرو را در تعیین قیمت بازار نقدی داشته باشد، به عنوان دلیلی بر نقش بی ثبات کننده بازار آتی نیست، بلکه نشان دهنده آن است که بازار آتی با ویژگی هایی که دارد سریع تر و روان تر به اخبار واکنش نشان می دهد (مدهون، ۲۰۰۰). در تأیید این فرضیه، پژوهش ها در بورس کالای شیکاگو (CME) نشان می دهد که در سال ۱۹۹۶ بازار آتی ارز نقش پررنگ تری در فرآیند کشف قیمت بازار نقدی داشته، اما در سال ۲۰۰۶ فرایند برعکس شده و راهبر بازار، بازار نقدی بوده است. چنین تغییر رویه ای به شفاف تر و کارآتر شدن بازار نقدی در گذر زمان نسبت داده می شود (روزنبرگ و تراب، ۲۰۰۹، ص ۲۲).

در کل می توان گفت در مطالعات انجام شده در بازارهای توسعه یافته و در حال توسعه، در مورد افزایش نوسانات قیمت در بازار نقدی ارز در نتیجه راه اندازی بازار آتی جمع بندی قاطعی وجود ندارد و بسیاری از مطالعات، این فرضیه را که وجود بازار آتی لزوماً به بی ثباتی قیمت ها در بازار نقدی می انجامد، تأیید نمی کند. همچنین، برخی پژوهش ها بازار آتی را به دلیل ساختار متمرکز و الکترونیکی در مقایسه با بازار نقدی، در فرآیند کشف قیمت سریع تر و کارآتر می دانند و نشان می دهند، این بازار معمولاً پیش از بازار نقدی به انتشار اطلاعات واکنش نشان می دهد که این تقدم و تأخر در واکنش به اطلاعات لزوماً به معنای وجود رابطه علیت از سمت بازار آتی به نقدی نیست (ابراهیم نژاد و غنی پور، ۱۳۹۷).

یکی از راهکارهایی که می تواند تا حدی موجب کاهش احتمال جهت دهی بازار آتی به بازار نقدی ارز شود آن است که قرارداد آتی ارز به گونه ای طراحی شود که بنای اصلی در قرارداد بر تحویل فیزیکی ارز باشد، مگر اینکه با تأیید ناظر امکان تسویه نقدی نیز فراهم شود. در این خصوص تفاوت میان نرخ های اسمی بهره و صرف ریسک ارزی در فرآیند قیمت گذاری قراردادهای آتی و سلف باید مد نظر قرار گیرد.

### ز) توجه به بازارهای موازی

بسیاری از مطالعات نشان می دهند بازارهای موازی به ویژه بازار طلا بر معاملات ارز اثرات متقابل دارند و مدیریت هر یک از این بازارها مستلزم توجه به برهم کنش های آن با بازارهای دیگر است. برای مثال سوئی و سون (۲۰۱۵) ارتباط متقابل بین بازار ارز و بازار سهام را بررسی کرده اند. همچنین آرفوی و بن رجب (۲۰۱۷)، طبق بررسی خود به این نتیجه رسیده اند که بین بازارهای گوناگون نفت، طلا، ارز و سهام برهم کنش قدرتمندی وجود دارد و اینگالالی، پورنیا و ردی (۲۰۱۶) از رابطه علی بین این بازارها صحبت کرده اند. در واقع فرصت های سرمایه گذاری های جایگزین همانند سپرده های بانکی، اسناد خزانه، طلا و ... می تواند بر وضعیت معاملات در بازار آتی ارز اثرگذار باشد و نیز از آن اثر بپذیرد. برای مثال عدم مدیریت و سیاست گذاری همزمان بازار ارز و طلا به ویژه در شرایط اختلالات ادواری در بازار ارز، زمینه شکل گیری نرخ های آربیتراژی (در بازه های مختلف زمانی) و رشد تقاضای سوداگرانه در دو بازار ارز و طلا را فراهم می سازد. از این رو بهتر است همزمان با تشکیل بازار آتی ارز در کوتاه مدت، سیاست های لازم برای مدیریت بازارهای موازی به ویژه طلا نیز مد نظر قرار گیرد.

### ح) استفاده از ابزارهای مالی مکمل

وجود ابزارهای مالی متنوع در یک بازار می تواند به برآورده کردن سلیق سرمایه گذاران مختلف و انتخاب راهبردهای معاملاتی گوناگون کمک نماید. در این خصوص برای افزایش جذابیت بازار آتی ارز و کمک به تعمیق آن، می توان از ابزارهای مالی مکمل نیز استفاده کرد. گواهی سپرده ارزی، اوراق (صکوک) ارزی و ... از جمله ابزارهایی است که می توان از آن ها استفاده کرد. ضمن اینکه تشکیل بازار آتی ارز نیز می تواند به تقویت بازار این گونه ابزارها کمک نماید.

### ط) استفاده از ظرفیت بورس کالا در تشکیل بازار آتی ارز

از آنجا که بازارهای نقدی ارز اکثراً غیرمتمثل و غیرمتمرکز هستند و معاملات در مکان های مختلف و با قیمت های مختلف شکل می گیرند، سرعت پاسخ این بازارها به اخبار به کندی صورت می گیرد. در واقع اگر کالا یا اوراقی در بازارهای متمرکز و از طریق سامانه های الکترونیکی معامله شود، انتشار اطلاعات و کشف قیمت سریع تر اتفاق می افتد. برای مثال پژوهش ها نشان



می‌دهند که در مورد یورو، بازار آتی نقش پیشرو را در تعیین قیمت نقدی آن ایفا می‌کند و برعکس، در مورد ین ژاپن، نقش پیشرو بر عهده بازار نقدی است. در واقع هر دو بازار پیشرو با اینکه یکی از نوع آتی و دیگری از نوع نقدی است، به صورت الکترونیکی هستند و بنابراین انتشار اطلاعات در آن‌ها در مقایسه با بازارهای غیرالکترونیکی سریع‌تر اتفاق می‌افتد (ابراهیم‌نژاد و غنی‌پور، ۱۳۹۷).

ایجاد یک بازار متشکل آتی ارز به صورت مسنجم می‌تواند نقش مؤثری در مدیریت بازار ارز ایفا کند و تشکیل بازار رسمی معاملات آتی ارز در بورس کالای ایران، راهکار میان‌مدت و بنیادین در این رابطه محسوب می‌شود. به ویژه اینکه در حال حاضر تجربه و چهارچوب مقرراتی مشخصی<sup>۱</sup> در رابطه با تشکیل بازار مشتقات بر روی سایر دارایی‌های پایه (مانند سکه بهار آزادی یا زعفران) در بورس کالا وجود دارد و می‌توان از این بستر معاملاتی جهت تشکیل بازار معاملات مشتقه ارز در سطح خرد استفاده کرد (میثمی، ۱۳۹۷، ص ۱۴).

در عمل بازار معاملات آتی ارز در بورس کالا می‌تواند پس از موافقت بانک مرکزی و بر اساس دو قالب حقوقی تعهد بیع در آینده و یا عقد صلح طراحی شود. همچنین، طرفین به صورت شرط ضمن عقد متعهد می‌شوند مبلغی را به عنوان وجه تضمین نزد اتاق پایاپای بورس کالا بگذارند و موظف می‌گردند تا متناسب با تغییرات قیمت آتی، وجه تضمین را تعدیل کنند. اتاق پایاپای از طرف آنان و کالت دارد تا متناسب با تغییرات، بخشی از وجه تضمین هر یک از طرفین را در اختیار طرف دیگر معامله قرار دهد و او حق استفاده از آن را خواهد داشت تا در سررسید با هم تسویه کنند. در این روش، هر یک از متعهد فروش یا متعهد خرید می‌توانند در مقابل مبلغ معینی، تعهد خود را در بازار ثانوی به شخص ثالث واگذار کنند. در این صورت شخص ثالث جایگزین طرفین در انجام تعهدات خواهد شد (پیره، ۱۳۸۹، ص ۱۱).

فرآیند معاملات در بورس کالا و کشف قیمت واقعی در این بورس با میزان عرضه و تقاضا ارتباط مستقیم و منطقی دارد. در واقع عرضه، تقاضا و کشف قیمت واقعی سه ضلع مثلثی هستند که برآیند آن‌ها در بورس کالا نمود می‌یابد. در بورس کالا با استفاده از قابلیت‌هایی همچون امکان تعیین محدوده نوسان قیمت، در نظر گرفتن ابزارهای تشویقی و تنبیهی برای عرضه‌کنندگان و خریداران عمده، ارتقای شفافیت معاملات و ... امکان قیمت‌گذاری و مدیریت نرخ ارز به شکل بهتری فراهم می‌شود. به نظر می‌رسد زیرساخت‌های راه‌اندازی بازار آتی ارز نیز تا حدی در بورس کالا فراهم باشد و در صورت هماهنگی میان بانک مرکزی و ارکان بازار سرمایه می‌تواند امید داشت تا معاملات آتی ارز از این طریق به شکل شفاف‌تر عملیاتی شود.

۱ لازم به ذکر است که «دستورالعمل اجرایی معاملات قراردادهای آتی در بورس کالای ایران» عمومی بوده و شامل تمامی دارایی‌های پایه از جمله ارز می‌گردد. البته لازم است برای ارز هم مانند سایر دارایی‌های پایه، امیدنامه و مشخصات قرارداد (contract specification) اختصاصی تهیه شود.



## ۶ فهرست منابع

## الف- منابع فارسی

- ابراهیم‌نژاد، علی و غنی‌پور، مجید (۱۳۹۷). *بازار آتی ارز؛ ثبات‌سازی یا نوسان‌ساز*، روزنامه دنیای اقتصاد، ۱۴ آبان ۱۳۹۷.
- باستان‌زاد، حسین (۱۳۹۹). *چالش‌های تشکیل بازار سلف ارز در اقتصاد ایران*، خبرگزاری ایبنا، ۲۹ شهریور ۱۳۹۹.
- بانک مرکزی ج.ا.ا. (۱۳۸۹). *آیین‌نامه اجرایی معاملات آتی ارز-ریال*، ۲۹ تیر ماه ۱۳۸۹، دریافت از نشانی <https://www.cbi.ir/page/7390.aspx>
- پژوهشکده پولی و بانکی (۱۳۹۹). *جلسه مشورتی درباره بازار آتی ارز*، ۹ مهر ۱۳۹۹.
- پیره، مجید (۱۳۸۹). *مصوبات کمیته فقهی سازمان بورس و اوراق بهادار*. تهران: انتشارات سازمان بورس و اوراق بهادار.
- زمان‌زاده، حمید (۱۳۹۱). *بانک مرکزی و بازارگردانی بازار ارز*. اقتصاد آنلاین، ۱۰ تیر ماه ۱۳۹۱، دریافت از نشانی <https://b2n.ir/723274>
- میثمی، حسین (۱۳۹۷). *آسیب‌شناسی فقهی معاملات فردایی ارز و طراحی ابزارهای جایگزین در چهارچوب اسلامی*، بیست‌وهشتمین همایش سالانه سیاست‌های پولی و ارزی، ۲۹ و ۳۰ خرداد ۱۳۹۷، پژوهشکده پولی و بانکی.
- میثمی، حسین (۱۳۹۸). *تشکیل بازار مشتقات ارزی؛ گامی تکمیلی در مدیریت بازار ارز*. دوماهنامه تازه‌های اقتصاد، تیر ماه ۱۳۹۸، شماره ۱۵۶.

## ب- منابع لاتین

- Arfaoui, M. and Ben Rejeb, A. (2017). *Oil, Gold, US Dollar and Stock Market Interdependencies: a Global Analytical Insight*. European Journal of Management and Business Economics, Vol. 26 No. 3, pp. 278–293, <https://doi.org/10.1108/EJMBE-10-2017-016>
- BIS (2021). Bank of International Settlement, <https://stats.bis.org/statx/srs/table/d9>
- CMEGroup (2020). *FX Delayed Quotes*, <https://www.cmegroup.com/market-data/delayed-quotes/fx.html>
- Cuthbertson, Keith and Nitzsche, Dirk (2004). *Futures and Forwards*, in Alexander, Carol, & Sheedy, Elizabeth (2004). *The Professional Risk Managers' Handbook: A Comprehensive Guide to Current Theory and Best Practices*, edited by Carol Alexander and Elizabeth Sheedy, Wilmington, Del.: PRIMA Publications.
- Hull, John (2018). *Options, Futures, and Other Derivatives*, Pearson.
- Hubbard, R. Glenn, & O'Brien, Anthony Patrick (2018). *Money, Banking, and the Financial System* (Third Edition). Newyork: Pearson.
- Ingallhalli, Varsha., Poornima B. G., & Reddy, Y. V. (2016). *A Study on Dynamic Relationship Between Oil, Gold, Forex and Stock Markets in Indian Context*. *Paradigm*, 20(1), 83–91. <https://doi.org/10.1177/0971890716637706>
- Madhavan, Ananth. (2000). Market microstructure: A Survey. *Journal of Financial Markets*, 3(3), 205–258.
- Rosenberg, Joshua. V., & Traub, Leah. G. (2009). *Price Discovery in the Foreign Currency Futures and Spot Market*. *The Journal of Derivatives*, 17(2), 7–25.



Sui, Lu, Sun, Lijuan (2015). *Spillover Effects between Exchange Rates and Stock Prices: Evidence from BRICS around the Recent Global Financial Crisis*. Research in International Business and Finance , <http://dx.doi.org/10.1016/j.ribaf.2015.10.011>