

سیدنا محمد



شرکت بورس کالای ایران
(سهامی عام)

پوشی نوسانات نرخ ارز



شرکت بورس کالای ایران
(سهامی عام)

پوشش نوسانات نرخ ارز (بازار قراردادهای آتی)

حامد سلطانی نژاد، علیرضا ناصرپوراسد،
جواد فلاح، احمد محمدی، محمد حقانی نسب،
حمید شهاب‌الدینی پاریزی

عنوان و نام پدیدآور	: پوشش نوسانات نرخ ارز: (بازار قراردادهای آتی) / پدیدآورندگان حامد سلطانی نژاد... [و دیگران؛ [برای]
مشخصات نشر	: شرکت بورس کالای ایران تهران: مهر نوروز، ۱۳۹۴.
مشخصات ظاهری	: ۳۱۲ ص: جدول، نمودار.
شابک	: ۳-۳۲-۷۲۶۱-۶۰۰-۹۷۸-۲۵۰۰۰۰ ریال
وضعیت فهرست‌نویسی	: فیبا
یادداشت	: پدیدآورندگان حامد سلطانی نژاد، علیرضا ناصرپوراسد، جواد فلاح، احمد محمدی، محمد حقانی نسب، حمید شهاب‌الدینی پاریزی.
عنوان دیگر	: بازار قراردادهای آتی.
موضوع	: ارز - نرخ‌ها
موضوع	: ارز - ایران - نرخ‌ها
موضوع	: بازار ارز
موضوع	: بحران مالی - تاریخ - قرن ۲۱ م.
موضوع	: نوسان‌های اقتصادی
موضوع	: بورس
موضوع	: بورس - ایران
موضوع	: معاملات آتی ارز
موضوع	: معاملات آتی ارز - ایران
شناسه افزوده	: سلطانی نژاد، حامد، ۱۳۵۷ -
شناسه افزوده	: شرکت بورس کالای ایران
رده‌بندی کنگره	: ۹ ۱۳۹۴ / پ / HG۳۸۵۲
رده‌بندی دیویی	: ۳۳۲/۴۵۶۲
شماره کتابشناسی ملی	: ۴۱۶۵۳۱۳



نشر مهر نوروز

عنوان:	پوشش نوسانات نرخ ارز (بازار قراردادهای آتی)
پدیدآورندگان:	حامد سلطانی نژاد، علیرضا ناصرپوراسد، جواد فلاح، احمد محمدی، محمد حقانی نسب، حمید شهاب‌الدینی پاریزی.
طراحی گرافیک و صفحه‌آرایی:	آتلیه ساپاگرافیک
چاپ اول:	۱۳۹۵
شمارگان:	جلد ۲۰۰۰
شابک:	۳-۳۲-۷۲۶۱-۶۰۰-۹۷۸
نشانی الکترونیکی بورس کالای ایران:	info@ime.co.ir
قیمت:	۲۵۰۰۰ تومان

فهرست مطالب کتاب

الف	فهرست مطالب کتاب	۱
خ	سخنی با خوانندگان	۱
ذ	پیشگفتار	۱
۱	بخش اول: مبانی	۱
۳	فصل اول: پول و ارز	۳
۵	مقدمه	۵
۶	۱- کارکردهای پول در اقتصاد	۶
۱۰	۲- کلیاتی از اندازه بازار ارز	۱۰
۱۸	۳- مشتریان بازار ارز	۱۸
۱۹	۳-۱- شرکت‌های سهامی	۱۹
۲۰	۳-۲- سرمایه‌گذاران نهادی	۲۰
۲۰	۳-۳- صندوق‌های پوشش ریسک	۲۰
۲۱	۳-۴- مشتریان خصوصی	۲۱
۲۱	۳-۵- بانک‌ها	۲۱
۲۲	جمع‌بندی	۲۲
۲۳	منابع و مآخذ	۲۳
۲۵	فصل دوم: انواع نظام‌های ارزی	۲۵
۲۷	مقدمه	۲۷
۲۸	۱- نظام استاندارد طلا (۱۸۱۹ تا ۱۹۴۴ میلادی)	۲۸
۳۱	۲- نظام ارزی برتن‌وودز (۱۹۴۴ تا ۱۹۷۳ میلادی)	۳۱
۳۵	۳- انواع نظام‌های ارزی موجود	۳۵
۳۸	۳-۱- نظام ارزی بدون پول قانونی مشخص	۳۸
۳۸	۳-۲- نظام نرخ ارز ثابت	۳۸
۳۹	۳-۳- نظام میخکوب ارزی متداول	۳۹
۴۰	۳-۴- نظام ارزی باثبات	۴۰
۴۰	۳-۵- نظام ارزی میخکوب خرنده	۴۰

۴۱	۶-۳- نظام ارزی شبه خزنده
۴۱	۷-۳- نظام ارزی با نرخ مبادله میخکوب شده در محدوده افقی مشخص
۴۲	۸-۳- سایر نظام‌های ارزی مدیریت‌شده
۴۲	۹-۳- نظام ارزی شناور
۴۲	۱۰-۳- نظام ارزی شناور آزاد
۴۳	جمع‌بندی
۴۵	منابع و مآخذ
۴۷	فصل سوم: بحران‌های ارزی
۴۹	مقدمه
۴۹	۱- پایان برتون‌وودز (۱۹۷۳)
۵۱	۲- بانک هرستات (۱۹۷۴)
۵۲	۳- بحران اروپا (۱۹۹۲)
۵۳	۴- بحران آسیای شرقی (۱۹۹۷)
۵۳	۵- بحران روسیه (۱۹۹۸)
۵۴	۶- بحران ترکیه (۲۰۰۱)
۵۵	۷- بحران آرژانتین (۲۰۰۲)
۵۶	۸- بحران‌های ارزی در ایران
۵۸	۸-۱- شوک ارزی سال ۱۳۷۲ ایران
۵۹	۸-۲- شوک ارزی سال ۱۳۸۱ ایران
۵۹	۸-۳- شوک ارزی سال ۱۳۹۱ ایران
۶۰	۹- عوامل زمینه‌ساز بحران‌های ارزی
۶۱	۱۰- بازارهای ارز پس از بحران‌ها
۶۲	جمع‌بندی
۶۳	منابع و مآخذ
۶۵	فصل چهارم: نرخ ارز و نقش بانک‌های مرکزی در تعیین آن
۶۷	مقدمه
۶۸	۱- تحلیل عوامل مؤثر بر قیمت ارز
۷۳	۲- علل مداخلات بانک مرکزی در بازار ارز
۷۵	۲-۱- میزان مداخلات بانک‌های مرکزی در بازار ارز
۷۷	۲-۲- چگونگی مداخلات بانک مرکزی در بازار ارز

۷۸.....	۲-۳- تجربیات مداخلات بانک‌های مرکزی کشورها در بازار ارز.....
۸۶.....	جمع‌بندی.....
۸۹.....	منابع و مآخذ.....
۹۱.....	بخش دوم: بازارهای ارز و ابزارهای مشتقه.....
۹۳.....	فصل پنجم: جایگاه ابزارهای مشتقه در بازارهای ارز.....
۹۵.....	مقدمه.....
۹۵.....	۱- ابزارهای معاملاتی ارز.....
۹۷.....	۱-۱- قرارداد نقد.....
۱۰۱.....	۱-۲- پیمان‌های آتی.....
۱۰۷.....	۱-۳- قرارداد آتی ارز.....
۱۰۸.....	۱-۴- اختیار معامله‌ی ارز.....
۱۱۱.....	۱-۵- سوآپ ارزی.....
۱۱۳.....	۱-۶- سوآپ نرخ بهره.....
۱۱۴.....	۲- انواع بازارهای ارز.....
۱۱۵.....	۲-۱- بازار بین‌بانکی ارز.....
۱۱۵.....	۲-۲- بازار خرده‌فروشی.....
۱۱۶.....	۲-۳- بازار بورسی.....
۱۱۶.....	۲-۴- بازار فارکس.....
۱۲۲.....	۳- صندوق‌های ارزی.....
۱۲۴.....	۴- حجم معاملات بازار ارز بر اساس نوع معامله‌گران.....
۱۲۸.....	۵- حجم معاملات بازار ارز بر اساس نوع ابزارهای معاملاتی و سررسید آن‌ها.....
۱۳۷.....	جمع‌بندی.....
۱۴۰.....	منابع و مآخذ.....
۱۴۱.....	فصل ششم: بازارهای معاملاتی ارز در ایران.....
۱۴۳.....	مقدمه.....
۱۴۴.....	۱- ویژگی‌های کلیدی بازار ارز در ایران.....
۱۴۷.....	۲- بازار بین‌بانکی ارزی.....
۱۵۱.....	۳- معاملات صرافی‌ها.....
۱۵۳.....	۴- بازار سنتی یا غیررسمی ارز تهران.....
۱۵۵.....	۴-۱- موقعیت مکانی بازار غیررسمی ارز.....

۱۵۵.....	۲-۴- ارکان بازار غیررسمی ارز.....
۱۵۶.....	۳-۴- سازوکار تعیین نرخ ارز در بازار غیررسمی.....
۱۵۷.....	۴-۴- انواع معاملات ارز در بازار غیررسمی.....
۱۶۰.....	۵- بازار مشتقه ارزی در ایران.....
۱۶۱.....	جمع‌بندی.....
۱۶۳.....	منابع و مآخذ.....
۱۶۵.....	بخش سوم: قراردادهای آتی ارز.....
۱۶۷.....	فصل هفتم: معاملات قراردادهای آتی در ایران.....
۱۶۹.....	مقدمه.....
۱۶۹.....	۱- تاریخچه راه‌اندازی اولین قرارداد آتی در جهان.....
۱۷۱.....	۲- انواع فعالان بازارهای آتی.....
۱۷۳.....	۳- ورود به معاملات قراردادهای آتی در بورس کالای ایران.....
۱۷۴.....	۴- وجه تضمین مورد نیاز برای انجام معاملات آتی.....
۱۷۵.....	۵- انجام پرداخت‌های مورد نیاز تسویه‌های روزانه.....
۱۷۸.....	۶- اختطاریه افزایش وجه تضمین.....
۱۷۹.....	۷- نمای بازار آتی.....
۱۸۱.....	۸- روش‌های خروج از بازار.....
۱۸۴.....	جمع‌بندی.....
۱۸۵.....	منابع و مآخذ.....
۱۸۷.....	فصل هشتم: بورس‌های معاملات آتی ارز.....
۱۸۹.....	مقدمه.....
۱۹۱.....	۱- جایگاه قراردادهای آتی ارز در نظام مالی جهان.....
۱۹۳.....	۲- معرفی بورس‌های برتر دنیا در معاملات قراردادهای آتی ارز.....
۱۹۵.....	۲-۱- بورس بازرگانی شیکاگو.....
۱۹۶.....	۲-۲- بورس «بی ام اند اف بووسپا» برزیل.....
۱۹۸.....	۲-۳- بورس کالا و طلای دویی.....
۱۹۹.....	۲-۴- بورس کالای سنگاپور.....
۲۰۰.....	۲-۵- بورس آتی و اختیار روسیه.....
۲۰۲.....	۲-۶- بورس چند کالایی هند.....
۲۰۴.....	۲-۷- بورس ملی اوراق بهادار هند.....

۲۰۵.....	۸-۲- بورس متحد ارز هند.....
۲۰۷.....	۹-۲- بورس کره.....
۲۰۸.....	۱۰-۲- بورس قراردادهای آتی آرژانتین.....
۲۰۹.....	۱۱-۲- بورس ابزارهای مشتقه ترکیه.....
۲۱۰.....	جمع‌بندی.....
۲۱۲.....	منابع و مآخذ.....
۲۱۳.....	فصل نهم: رابطه قیمت‌های نقد و آتی.....
۲۱۵.....	مقدمه.....
۲۱۷.....	۱- دیدگاه‌های نظری و تجربی مربوط به تأثیر قراردادهای آتی بر بازار نقدی.....
۲۲۳.....	۲- شواهد تجربی مربوط به تأثیر قراردادهای آتی سکه طلا بر بازار نقدی در ایران.....
۲۲۳.....	۳- بررسی مطالعات گروه اول.....
۲۲۷.....	۴- بررسی مطالعات گروه دوم.....
۲۳۰.....	جمع‌بندی.....
۲۳۲.....	منابع و مآخذ.....
۲۳۵.....	فصل دهم: طراحی قراردادهای آتی ارز در ایران.....
۲۳۷.....	مقدمه.....
۲۳۹.....	۱- سابقه معاملات آتی در ایران.....
۲۴۱.....	۲- دلایل و ضرورت‌های راه‌اندازی قراردادهای آتی ارز در ایران.....
۲۴۴.....	۳- ملاحظات مربوط به راه‌اندازی قراردادهای آتی ارز در ایران.....
۲۴۷.....	۱-۳- اثرات تک‌نرخی نبودن ارز بر بازار آتی ارز.....
۲۵۳.....	۲-۳- اثرات عدم تعمیم بازار نقدی و نبود معاملات بین‌بانکی بر بازار آتی ارز.....
۲۵۵.....	۳-۳- جایگاه بانک مرکزی در بازار معاملات قراردادهای آتی.....
۲۵۷.....	۴- الزامات موفقیت قراردادهای آتی.....
۲۵۸.....	۵- طراحی مشخصات قرارداد.....
۲۵۹.....	۱-۵- استاندارد دارایی پایه.....
۲۵۹.....	۲-۵- حداقل تغییر قیمت هر سفارش.....
۲۵۹.....	۳-۵- اندازه قرارداد.....
۲۶۰.....	۴-۵- ماه قرارداد.....
۲۶۳.....	۵-۵- ساعات معاملاتی.....
۲۶۴.....	۶-۵- وجوه تضمین و دامنه‌ی تغییرات قیمتی روزانه.....

۲۶۴	۵-۷- سقف مجاز موقعیت‌های معاملاتی باز.....
۲۶۵	۵-۸- قیمت تسویه نهایی.....
۲۶۷	۵-۹- نحوه تسویه قرارداد.....
۲۶۷	جمع‌بندی.....
۲۶۹	منابع و مآخذ.....
۲۷۱	فصل یازدهم: بررسی ابعاد فقهی معاملات قراردادهای آتی ارز.....
۲۷۳	مقدمه.....
۲۷۴	۱- قراردادهای آتی و ماهیت حقوقی آن‌ها.....
۲۷۴	۱-۱- انواع ابزارهای مشتقه.....
۲۷۵	۱-۲- ماهیت حقوقی قراردادهای آتی و پیمان‌های آتی.....
۲۷۷	۲- بررسی نظر کمیته فقهی بورس.....
۲۷۸	۲-۱- بررسی فروض مختلف.....
۲۸۰	۲-۲- بررسی راهکارهای تصحیح.....
۲۸۴	۲-۳- بیان نظریه مرجع کمیته فقهی بورس.....
۲۸۷	جمع‌بندی.....
۲۸۹	منابع و مآخذ.....

سخنی با خوانندگان

بازار ارز در ایران که عبارت است از تبادل ریال ایران با واحد پول کشورهای دیگر، به دلیل این که کشف‌کننده‌ی نرخ تبدیل قیمت‌های خارجی به داخلی و بالعکس می باشد یکی از مهم‌ترین بازارها در اقتصاد است و نرخ کشف شده در این بازار بر زندگی تک‌تک ایرانیان از تولیدکننده تا مصرف‌کننده اثرگذار است. البته اهمیت نرخ ارز برای عموم مردم که به صورت مستقیم در معاملات ارز حضور ندارند، ممکن است به لحاظ مفهومی کمی ثقیل باشد. هرچند پس از افزایش قابل توجه نرخ ارز در سال‌های ۱۳۹۰ و ۱۳۹۱ حتی غیر متخصص‌ترین افراد در حوزه اقتصاد نیز به اهمیت این متغیر اقتصادی پی بردند، زیرا حتی آنان که در طول عمرشان اسکناس دلار را لمس نکرده بودند نیز متوجه شدند که تغییر نرخ ارز تا چه حد می‌تواند بر زندگی روزمره‌شان تأثیرگذار باشد.

با فروپاشی نظام برتن‌وودز که براساس آن نرخ ارز کشورهای مختلف در مقابل دلار تثبیت شده بود، نظام ارزی شناور مورد اقبال گسترده‌ای در کشورهای دنیا قرار گرفت. این تغییر ساختار باعث به وجود آمدن منشأ ریسک جدیدی تحت عنوان تغییرات نرخ ارز برای تصمیم‌گیران شد. مصرف‌کنندگان، تولیدکنندگان و دولت‌ها مجبور شدند که در تصمیم‌گیری‌های خود علاوه بر لحاظ ریسک‌های متعددی که از قبل در اقتصاد وجود داشتند، به دنبال ایجاد ابزارهایی برای پوشش نوسانات نرخ ارز نیز باشند و بازار مشتقات ارزی در پاسخ به این نیاز شکل گرفت.

در کشور ما نیز که نوسانات نرخ ارز در سه دهه اخیر همواره گریبان‌گیر اقتصاد ملی بوده است، نیاز به وجود ابزارهای پوشش نوسانات نرخ ارز همواره از سوی اقتصاددانان و فعالان اقتصادی مورد تأکید بوده است. در این راستا قانون رفع موانع تولید رقابت‌پذیر و ارتقای نظام مالی کشور، وزارت امور اقتصادی و دارایی را موظف کرده است که با همکاری بانک مرکزی جمهوری اسلامی ایران، سازمان بورس و اوراق بهادار و بیمه مرکزی جمهوری اسلامی ایران، آیین‌نامه پوشش نوسانات نرخ ارز را تهیه کرده و به تصویب هیأت وزیران

برساند. در همین راستا شورای عالی بورس طراحی و راه‌اندازی ابزارهای پوشش ریسک نوسانات نرخ ارز شامل ابزارهای مشتقه را تصویب کرد.

با توجه به مصوبه شورای عالی بورس، شرکت بورس کالای ایران با توجه به تجربه موفق خود در راه‌اندازی اولین و تنها بازار معاملات قراردادهای آتی موفق در ایران، مطالعات گسترده‌ای برای راه‌اندازی معاملات آتی ارز به عنوان یکی از ابزارهایی پوشش نوسانات نرخ ارز که کشورهای مختلف جهان اعم از کشورهای توسعه‌یافته و در حال توسعه در دسترس فعالان اقتصادی قرار داده‌اند، انجام داد. کتاب حاضر حاصل مطالعات مذکور است و امیدوارم این کتاب فتح بایی برای آغاز مطالعات بیشتر بر روی ابزارهای مشتقه در بازار ارز باشد. شایان ذکر است که علی‌رغم تلاش وافر در گردآوری و تألیف این مجموعه، با توجه به پیش‌گامی کتاب حاضر در زمینه به‌کارگیری ابزارهای مشتقه ارزی در ایران ممکن است کتاب حاضر خالی از ضعف و اشکال نباشد. لذا از تمامی مخاطبان این کتاب اعم از اساتید دانشگاه، دانشجویان، تجار، صنعت‌گران، مسئولین بازار پول و سرمایه و سایر تصمیم‌گیران در حوزه ارز، صمیمانه درخواست می‌نمایم که نقطه نظرات و اصلاحات خود را منتقل نمایند تا در چاپ‌های آتی کتاب لحاظ گردد.

در پایان لازم می‌دانم از همکاران خود در شرکت بورس کالای ایران آقایان علیرضا ناصرپور، جواد فلاح، احمد محمدی، محمد حقانی‌نسب، حمید شهاب‌الدینی، سید مهدی حسینی دولت‌آبادی، عبدالمحمد کاشیان، محبوبه نارویی و رحمان آراسته که در تألیف این کتاب نقش بسزایی داشتند تشکر نمایم.

حامد سلطانی نژاد

تهران

اسفندماه ۱۳۹۴

پیشگفتار

نرخ ارز، مهم‌ترین قیمت و بازار ارز، بزرگ‌ترین بازار مبادلاتی در سطح بین‌المللی و ملی است. تغییر و تحولات این بخش به‌طور مستقیم قدرت رقابت‌پذیری بنگاه‌های داخلی، فعالیت‌های کسب‌وکار در بخش‌های صادرات و واردات، انگیزه‌های سرمایه‌گذاری خارجی در ایران و قیمت‌های داخلی را تحت تأثیر قرار می‌دهد. مرور عملکرد بازار ارز در ایران طی چند دهه گذشته نشان می‌دهد که این بازار همواره در معرض شوک‌های شدیدی قرار داشته است. علی‌رغم اینکه بانک مرکزی به نمایندگی از دولت با فروش ارزهای حاصل از صادرات نفت از جایگاه انحصاری و قیمت‌گذاری در این بازار برخوردار بوده است، اما فعالان بازار همواره در معرض ریسک نوسانات این متغیر کلیدی قرار داشته‌اند.

از این رو یکی از نیازهای فعالان بازار دسترسی به ابزارهای مناسب جهت مدیریت ریسک نوسانات نرخ ارز است؛ امکانی که در حال حاضر بازارهای مالی ایران از داشتن آن محروم است. این موضوع در حالی است که استفاده از ابزارهای مشتقه و به‌خصوص قراردادهای آتی جهت مدیریت نوسانات قیمت به یک رویه و رویکرد استاندارد در جهان تبدیل شده است. بعد از فروپاشی نظام برتون‌وودز و شناور شدن نرخ‌های ارز، بورس‌های مطرح جهان به‌منظور مقابله با ریسک نوسانات نرخ‌های ارز که از مشخصات اساسی وضعیت جدید بود، قراردادهای آتی ارز را به بازارهای مالی معرفی نمودند. از آن زمان تاکنون بسیاری از کشورهای توسعه‌یافته و در حال توسعه، نسبت به راه‌اندازی قراردادهای مذکور اقدام کرده‌اند. در سال‌های اخیر به‌طور خاص کشورهای در حال توسعه با درک اهمیت این قراردادها به‌عنوان ابزاری برای ساماندهی بازار ارز راه‌اندازی آن را در دستور کار خود قرار داده‌اند که از آن جمله می‌توان به برزیل، روسیه، ترکیه، مکزیک، کره جنوبی، آرژانتین و هند اشاره نمود. رشد روزافزون بازارهای مشتقه ارزی و حرکت کشورهای جهان بدین سمت، از سودمندی این

ابزارها و ارزش افزوده‌ای که آن‌ها برای اقتصاد ملی ایجاد می‌نمایند، حکایت دارد چراکه در غیر این صورت فلسفه وجودی آن در جریان رقابت حذف می‌گردید.

مجموعه رخدادهای چند سال گذشته ایران و دورنمای اقتصاد ایران در سال‌های آتی لزوم پاسخ‌گویی به نیاز بازار به ابزارهای مشتقه ارزی را بیش از پیش نمایان ساخته است. نوسانات ارزی سال‌های ۱۳۹۰ تا ۱۳۹۱ یک‌بار دیگر توجه همه متخصصان و محققان را به ضرورت مدیریت ریسک نوسانات نرخ ارز جلب کرده است. عقب‌نشینی دولت از فعالیت‌های اقتصادی نیازمند تجهیز بخش خصوصی به ابزارهای لازم جهت مقابله با اثرات جانبی این موضوع با استفاده از نیروها و نهادهای بازار است. کاهش درآمدهای ارزی حاصل از صادرات نفت، افقی را ترسیم می‌نماید که در آن از نقش انحصاری بانک مرکزی در حوزه ارز کاسته خواهد شد. سرمایه‌گذاری خارجی جهت تأمین منابع مالی لازم برای تحقق رشد اقتصادی کشور با توجه به کاهش توان دولت به‌عنوان بازیگر برتر اقتصادی کشور، نیازمند اطمینان بخشی به سرمایه‌گذاران در زمینه مدیریت نوسانات ارزی است. افزایش حجم تجارت خارجی کشور در سال‌های پیشرو نیز به مفهوم افزایش حجم مبادلات ارزی و تشدید نیاز به ابزارهای مدیریت ریسک خواهد بود.

اکنون که یکی از نیازهای اساسی بازار ارز ایران دسترسی به ابزارهای مدیریت ریسک است، لزوم نگارش یک کتاب جامع در خصوص بازارهای ارزی و معاملات مشتقات ارزی به‌عنوان یک اولویت پژوهشی به خوبی احساس می‌گردد. متأسفانه علی‌رغم اهمیت این موضوع در حال حاضر کتاب و یا نوشتار مناسبی در این زمینه در کشور وجود ندارد. کتاب حاضر با هدف پر کردن خلأهای موجود و به‌طور مشخص، با اهداف ذیل به رشته تحریر درآمده است. هدف اول این کتاب، آشنایی خوانندگان با بازارهای ارز و مبانی آن است. هدف دوم، تبیین جایگاه ابزارهای مشتقه در بازارهای ارز دنیا تعریف گردیده است. هدف سوم،

تجزیه و تحلیل دقیق ابعاد و ویژگی‌های بازار ارز در ایران است. مطالعات اندکی در خصوص ساختار بازار ارز در ایران با وجود اهمیت فراوان آن برای اقتصاد ملی انجام شده است. هدف چهارم این کتاب که به نوعی مهم‌ترین هدف نیز است تجزیه و تحلیل دقیق نکات و ملاحظات است که لازم است در زمینه راه‌اندازی قراردادهای آتی در ایران مدنظر سیاست‌گذاران قرار گیرد. راه‌اندازی موفق قراردادهای آتی علاوه بر دانش و تجربه عملی، به شرایط و پارامترهای خاص وابسته است که لازم است با دقت نظر کامل مورد توجه قرار گیرد. برای نیل به اهداف مذکور شیوه خاصی برای نگارش این کتاب به کار گرفته شده است که در ادامه بدان پرداخته شده است.

شیوه نگارش کتاب

مطالب این کتاب در سه بخش و در قالب یازده فصل نگارش گردیده است.

در بخش اول (فصول یک تا چهار) مبانی بازار ارز تجزیه و تحلیل گردیده است. در فصل اول "پول و ارز" خوانندگان با کارکردهای پول و کلیاتی از بازار جهانی ارز (فارکس) از حیث حجم معاملات، شیوه انجام معاملات و مشتریان اصلی این بازار آشنا خواهند گردید. فصل دوم به سیر تحولات تاریخی نظام‌های ارزی اختصاص دارد. در این فصل دلایل و چگونگی حرکت نظام ارزی جهانی به سمت نظام ارز شناور مدیریت شده توضیح داده شده است. آشنایی با تغییر و تحولات صورت گرفته به درک کارکردهای بازار ارز کمک شایانی می‌نماید. در فصل سوم، بحران‌های ارزی مهم جهان و دلایل شکل‌گیری آن‌ها در بستر تاریخی تشریح گردیده است. بحران‌های ارزی ایران یکی از مطالبی است که در این فصل مورد تجزیه و تحلیل قرار گرفته است. مهم‌ترین نکته‌ای که در خصوص کشورهای درگیر بحران‌های ارزی وجود دارد این است که تمامی این کشورها پس از بحران‌ها به فکر ایجاد

ابزارهای پوشش ریسک ارز افتاده‌اند و در نهایت قراردادهای آتی ارز در این کشورها راه‌اندازی شده است.

در فصل چهارم عوامل مؤثر بر نرخ ارز و دلایل دخالت بانک‌های مرکزی در بازار ارز تشریح گردیده است. در این فصل خوانندگان ضمن آشنایی با دلایل تغییر نرخ ارز در بازار، با نحوه دخالت بانک‌های مرکزی در این بازار آشنا می‌گردند. برای کسانی که در بازارهای ارز فعالیت می‌کنند و یا به این حوزه علاقه‌مند هستند درک دلایل تغییرات نرخ‌های ارز لازم و ضروری است.

در بخش دوم (فصول ۵، ۶ و ۷) ساختار این بازار و ویژگی‌های بازار ارز در ایران به‌طور دقیق مورد تجزیه و تحلیل قرار گرفته‌اند.

در فصل پنجم جایگاه ابزارهای مشتقه ارزی در بازارهای جهانی ارز تبیین و انواع بازارهای ارز و شیوه‌های رایج انجام معاملات در این بازارها معرفی گردیده‌اند. با مطالعه این فصل خوانندگان با لایه‌های مختلف بازار ارز و انواع معاملات نقدی، پیمان‌های آتی، اختیار معامله و سوآپ ارزی آشنا شده و کارکردها و وجه تمایز هر یک از ابزارهای مذکور را فرا خواهند گرفت. در برخی از مورد از مثال‌های فرضی برای تشریح بهتر مطالب بهره گرفته شده است. علاوه بر این در فصل مذکور برای درک اهمیت بازارهای ارز آمارهایی در خصوص حجم معاملات ارزی در جهان ارائه گردیده است.

راه‌اندازی موفق قراردادهای آتی در وهله اول نیازمند شناخت ساختار بازار نقدی دارایی پایه آن است. به همین دلیل فصل ششم به معرفی بازار ارز در ایران اختصاص داده شده است. در این فصل ساختار بازار ارز در ایران، ارکان بازار، بخش‌های رسمی و غیررسمی آن، نحوه انجام معاملات در بخش غیررسمی و همچنین جنبه‌های رقابتی و انحصاری بازار

مورد تجزیه و تحلیل دقیق قرار گرفته است. مطالب این فصل اطلاعات مفیدی از ویژگی‌های بازار ارز ایران در اختیار خوانندگان قرار می‌دهد.

بخش سوم این کتاب (فصول ۷ تا ۱۱) به قراردادهای آتی ارز اختصاص داده شده است. همان‌طور که نیال فرگوسن اقتصاددان تاریخی دانشگاه هاروارد اشاره کرده است "اولین قدم به سوی درک پیچیدگی‌های نهادهای مالی و اصلاحات علمی و فنی مدرن، یافتن منشأ آن‌ها است". به همین دلیل بخشی از فصل هفتم به خواستگاه تاریخی قراردادهای آتی اختصاص داده شده است. علاوه بر این در فصل مذکور سازوکار معاملات قراردادهای آتی در بورس کالای ایران نیز به‌عنوان اولین و تنها بازار قراردادهای آتی فعال در ایران توضیح داده شده است. در این فصل نحوه ورود به بازار آتی بورس کالای ایران، شیوه انجام معاملات، سازوکار حساب وجه تضمین و شیوه‌های خروج از این بازار تشریح گردیده است.

در فصل هشتم ضمن تبیین جایگاه قراردادهای آتی در نظام مالی جهان، تجارب کشورهای در حال توسعه در زمینه راه‌اندازی قراردادهای آتی ارز مرور گردیده است. در این فصل مشخصات قراردادهای آتی ارز در کشورهای در حال توسعه به‌منظور آشنایی با سازوکار قراردادهای آتی و بهره‌گیری از تجارب موجود در این زمینه نیز ارائه شده است.

یکی از موضوعاتی که از زمان راه‌اندازی قراردادهای آتی ارز در جهان محل بحث بوده است نحوه تعامل قیمت‌های آتی و نقدی دارای پایه قراردادهای آتی است. لذا پس از معرفی مکانیسم معاملات آتی و نیز بازارهای معاملاتی قراردادهای آتی ارز در سطح جهان، در فصول ۷ و ۸، دیدگاه‌های تئوریک موجود در این زمینه و نتایج آخرین مطالعات تجربی مربوطه در فصل نهم مورد بررسی قرار گرفته است. مطالب این بخش نشان خواهد داد که قراردادهای آتی ثبات‌آفرین هستند. در فصل دهم با بهره‌گیری از مطالب فصول قبلی، تجارب کشورهای دیگر و مهم‌تر از تجارب مربوط به راه‌اندازی قراردادهای آتی در ایران ملاحظات و

نکاتی که لازم است در طراحی قراردادهای آتی ارز در ایران مورد توجه قرار گیرد، تشریح گردیده است. در این فصل ضمن مروری کوتاه بر سابقه مطالعات قراردادهای آتی در ایران و ذکر دلایل و ضرورت‌های راه‌اندازی قراردادهای آتی ارز، چالش‌های مربوط به راه‌اندازی قراردادهای آتی ارز در ایران تشریح و راه‌کارهای لازم برای حل این چالش‌ها ارائه گردیده است. چند نرخ بودی ارز، نبود بازار بین‌بانکی و تبیین جایگاه بانک مرکزی در بازار قراردادهای آتی از جمله مهم‌ترین چالش‌های راه‌اندازی قراردادهای آتی ارز در ایران است. تطابق مشخصات قراردادهای آتی با نیازهای فعالان بازار نقش بسیار مهمی در موفقیت راه‌اندازی قراردادهای آتی ارز و نیل آن به اهداف مورد نظر ایفا می‌نماید. بنابراین در ادامه این فصل، خطوط راهنمای اساسی در خصوص طراحی مناسب قراردادهای آتی ارز در ایران ترسیم گردیده است.

و در نهایت فصل یازدهم به بررسی ابعاد فقهی راه‌اندازی قراردادهای آتی ارز در ایران پرداخته است. در این فصل ماهیت حقوقی قراردادهای آتی، ادله شرعی به‌کارگیری قراردادهای آتی و نظر کمیته فقهی سازمان بورس در این زمینه بیان گردیده است.

مخاطبان کتاب

طراحی مطالب این کتاب به گونه‌ای بوده است که سیاست‌گذاران بازارهای پولی و ارزی کشور، فعالان بازار ارز، محافل دانشگاهی و تمامی علاقه‌مندان بازارهای پولی و مالی هر یک بتوانند به فراخور جایگاه خود از آن بهره‌مند گردند. از منظر سیاست‌گذاری در این کتاب تلاش گردیده است با تولید یک محصول فکری و بسته سیاستی مطابق با نیازهای کشور و استانداردهای جهانی، یک راهکار عملی جهت ساماندهی به بخشی از چالش‌های بازار ارز ارائه گردد.

فعالان واقعی بازارهای ارزی کشور ضمن مطالعه این کتاب با چارچوب کلی بازارهای ارز، شیوه‌های انجام معاملات در آن، انواع بازارها و دلایل تغییر و تحولات این بخش از اقتصاد آشنا می‌شوند. درعین حال نباید فراموش کرد که یکی از انگیزه‌های اصلی نگارش این کتاب پاسخگویی به نیاز و خواسته فعالان بازار در زمینه دسترسی به ابزارهای مدیریت ریسک بوده است.

اساتید و دانشجویان رشته‌های مالی، مدیریت و اقتصاد نیز می‌توانند از مطالب این کتاب جهت غنای مطالب عملی خود استفاده نمایند. متأسفانه علی‌رغم اینکه بیش از یک دهه از تأسیس رشته‌های مالی دانشگاه‌های کشور می‌گذرد عمده مطالب درسی که در این کلاس‌ها تدریس می‌گردد ترجمه بوده و مطابق با نیازهای بازار مالی کشور نیست. به ویژه آنکه در این کتاب‌ها اشاره چندانی به خواستگاه تاریخی ابزارهای مالی و چگونگی پیدایش و تکامل آن‌ها در طول زمان نگردیده و در نتیجه تدریس و یادگیری مطالب این حوزه علمی همواره مشکل و ناقص بوده است. مهم‌تر از همه آنکه در کتب موجود مطلبی در خصوص چگونگی راه‌اندازی موفق قراردادهای آتی یافت نمی‌شود. امید است که این کتاب بتواند کاستی‌های موجود در این زمینه را پوشش دهد. علاوه بر مطالب مربوط به مبانی بازار ارز، تجربیات شوک‌های ارزی و ویژگی‌های بازار ارز در ایران نیز می‌تواند در کلاس‌های درسی اقتصاد کلان، پول و ارز و اقتصاد ایران تدریس گردد.

بخش اول: مبانی

فصل اول: پول و ارز

مقدمه

درک اینکه بازار ارز شامل تبادل پول یک کشور با پول کشور دیگری است، شاید کمی برای مخاطبی که با این بازار آشنا نیست سخت باشد. عموم مردم به صورت مستقیم با ارز سروکار ندارند ولی پس از افزایش نرخ ارز در سال ۱۳۹۰ حتی غیرمتخصص‌ترین افراد در حوزه اقتصاد نیز به اهمیت این متغیر اقتصادی پی بردند زیرا حتی آن‌ها که در طول عمرشان اسکناس دلار را لمس نکرده بودند متوجه شدند تغییر نرخ ارز چقدر می‌تواند بر زندگی روزمره آن‌ها تأثیرگذار باشد.

مشخص است که بازار ارز فقط درباره معامله پول است، اما چرا معامله پول تا این حد مهم است؟ سال‌ها پیش دیوید هیوم^۱ اقتصاددانان مشهور و یکی از دوستان آدام اسمیت^۲ (پایه‌گذار علم اقتصاد مدرن) نوشت:

"پول به درستی یکی از موضوعات تجارت نیست، بلکه تنها وسیله‌ای است که بشر توافق کرده تا مبادله یک کالا با کالای دیگر را تسهیل نماید. پول چرخ تجارت نیست، روغنی است که چرخ‌های تجارت را به حرکت در می‌آورد" (دیوید هیوم، پول (۱۷۵۲)).

حال اگر این درست باشد (پول نباید به‌عنوان یکی از اهداف تجارت باشد) پس چرا بازار مبادلات ارزی تا این حد بزرگ است؟ حجم معاملات آن به‌طور معنادار و تعجب‌آوری بیشتر از جریان‌های نقدی موردنیاز برای انجام کل تجارت جهانی است. در واقع بازار مبادلات ارزی بزرگ‌ترین بازار مالی جهان است.

برای پاسخ دادن به این سؤالات که چرا بازار مبادلات ارزی تا این حد بزرگ و دارای اهمیت است، ابتدا لازم است کمی با پول و کارکردهای آن آشنا شویم. در این فصل ابتدا ۳

1 David Hume

2 Adam Smith

کارکرد اساسی پول در اقتصاد توضیح داده شده، سپس به منظور ایجاد درک بهتر از مبادلات ارزی در اقتصاد، جزئیاتی از حجم معاملات و مشتریان اصلی این بازار بیان گردیده است.

۱- کارکردهای پول در اقتصاد

اقتصاددانان سه کارکرد برای پول بیان می کنند:

۱. وسیله‌ی مبادله

۲. واحد سنجش ارزش

۳. وسیله‌ای برای ذخیره ارزش

اولین کارکرد پول، همان‌طور که هیوم اشاره کرده، وسیله‌ای برای تسهیل مبادله است. پیش از پیدایش پول بشر مجبور به تهاتر بوده است، به این معنی که افراد مجبور بودند یک کالا را در مقابل کالای دیگر مبادله نمایند. بدون شک این شیوه‌ی معامله، حتی در صورتی که از واسطه‌ها یا دلال‌ها برای تهاتر استفاده شود، فرآیند مبادله را سخت می‌کند. در حقیقت فقدان محصول جامعی که مورد توافق همه و مبنای مبادلات باشد گستره‌ی تجارت را به شدت محدود می‌کرد.

در طول تاریخ اشیاء مختلفی این نقش پول را به عهده داشته‌اند و بر اساس مستندات موجود کالاهای زیادی به‌عنوان پول مورد قبول واقع شده‌اند. کالاهایی از قبیل گوسفند، دندان وال، تنباکو، غلات، قلاب ماهیگیری، جواهرات، دم فیل و صدف. آنچه این‌ها را از سایر کالاهای مورد مبادله در سیستم تهاتری متمایز می‌کرده، این واقعیت است که این کالاها مورد قبول همه افراد بوده‌اند، به‌طوری که هدف افراد از گرفتن این کالاها مصرف کردن آن‌ها نبوده بلکه پرداخت آن‌ها در مقابل کالایی است که ممکن است در آینده به آن نیاز داشته باشند.

اقتصاددانان، پول را به‌عنوان وسیله‌ای جهت پرداخت که مقبولیت عمومی دارد، تعریف می‌کنند، که به‌عنوان عاملی در توسعه و رشد تجارت، مشوق تخصص‌گرایی، فراهم‌کننده امکان تقسیم نیروی کار، ابزار توسعه اقتصادی و به معنای واقعی کلمه، عامل ثروت ملت‌ها است. به‌راستی برخی از افراد حتی تلاش کرده‌اند، پول و ثروت را یکی کنند یا آن دو را یکسان فرض کنند. اما افرادی که در شرایط ابرتورم^۱ زندگی کرده‌اند می‌دانند که ارزش پول می‌تواند به‌سرعت تغییر کند.

چرا پول به‌طور عمومی مورد قبول قرار گرفته است؟ چرا بومیان آمریکا صدف را با محصولات واقعی مثل ذرت و گوشت مبادله می‌کردند؟ شاید گفته شود این عمل آن‌ها از روی حماقت بوده است، اما این بیان ساده‌لوحانه است. به‌طور کلی کسی که وسیله‌ای را به‌عنوان پول می‌پذیرد بر این باور است که همان پول را می‌تواند متعاقباً برای کسب سایر کالاها یا خدمات به‌کار ببرد. به گفته‌ی جورج گودمن^۲ "هرگونه پولی مبتنی بر اعتقاد و باور عموم است".

مقبولیت عام ویژگی ضروری پول است. به‌عنوان مثال اگرچه هیچ قانون یا حکم دادگاهی به‌طور رسمی نگاشته یا اعلان نشده که افراد و تجار خصوصی را به پذیرش واحد پول ایالات متحده به‌عنوان شکلی از پرداخت ملزم نماید ولی در طول سالیان، دولت آمریکا از این مقبولیت عمومی واحد پولش در راستای ایجاد تمامی بدهی‌های عمومی و خصوصی استفاده کرده است.

پول مقبولیت عام خود را می‌تواند از طریق اعلام رسمی دولت یا از طریق تأیید صریح یا ضمنی ارکان بازار به دست آورد. چرا دلار آمریکا بعد از جنگ جهانی دوم از جایگاه

1 Hyperinflation

2 George J. W. Goodman

پول بین‌المللی برخوردار شده است؟ زیرا به‌طور خلاصه، افراد و نهادهای سراسر جهان تمایل به نگهداری این پول داشته‌اند. پیش از پذیرش جهانی دلار آمریکا، این جایگاه در دست پوند بریتانیا بود.

اوراق اسکناس دلار آمریکا که گاهی از آن به‌عنوان اسکناس بدون پشتوانه^۱ یاد می‌شود، زمانی دارای پشتوانه‌ی پول واقعی از قبیل طلا یا نقره بود. اگرچه تمامی ارزهای اصلی جهان زمانی دارای پشتوانه طلا یا نقره بوده‌اند، اما امروزه دلار آمریکا و سایر ارزها، دیگر قابل تبدیل به فلزات گران‌بها نیستند و در حال حاضر طلا و نقره تنها به‌عنوان کالا شناخته می‌شوند.

وظیفه دوم پول، سنجش ارزش است که به کمک آن می‌توانیم ارزش هر کالا را برحسب واحدهای پول اندازه‌گیری کنیم. حساب بانکی، سودآوری کسب‌وکار و ارزش زمین و ملک خود را برحسب پول در نظر می‌گیریم. در مقیاس بزرگ‌تر، تولید ناخالص داخلی^۲ برحسب پول گزارش می‌شود. بر اساس آمار بانک جهانی در سال ۲۰۱۰ تولید ناخالص داخلی آمریکا ۱۵ تریلیون [دلار] بوده است. در همان سال تولید ناخالص داخلی ژاپن ۴۷۷ تریلیون [ین] بوده است. آیا واقعاً تولید ژاپن تقریباً ۳۲ برابر تولید آمریکا در سال ۲۰۱۰ بوده است؟

خیر، بزرگ‌تر بودن تولید ناخالص داخلی ژاپن نسبت به آمریکا به این دلیل است که تولید ناخالص داخلی ژاپن برحسب ین ژاپن و تولید ناخالص داخلی آمریکا برحسب دلار آمریکا گزارش شده است و حال آنکه ارزش ین ژاپن در مقایسه با دلار آمریکا کمتر است. اگر شما این دو تولید ناخالص داخلی را به یکی از این دو ارز تبدیل کنید آنگاه این دو قابل مقایسه خواهند بود. با تبدیل ین ژاپن به دلار آمریکا ارزش تولید ناخالص داخلی ژاپن در سال ۲۰۱۰ برابر ۵ تریلیون دلار معادل یک سوم تولید ناخالص داخلی آمریکا بوده است. اگرچه در

1 Fiat currency

2 Gross Domestic Product (GDP)

عمل چندین موضوع را هنگام این گونه تبدیل‌ها باید در نظر گرفت، اما به‌طور معمول شاخص‌ها و اعداد کلان از قبیل تولید ناخالص داخلی جهت دنبال کردن رشد متغیرها و سری‌های مختلف اقتصادی محاسبه می‌شوند. هنگام تبدیل یک ارز به ارز دیگر یک گسستگی بالقوه وجود دارد زیرا ارزش ارزها در طول زمان متغیر است. برای مثال فرض کنید تولید ناخالص داخلی ژاپن در سال ۲۰۱۱ برابر با همان میزان سال ۲۰۱۰ باشد اما نرخ تبدیل دلار به ین دو برابر شده باشد. سپس با مشاهده به تولید ناخالص داخلی ژاپن برحسب دلار به نظر می‌رسد که اقتصاد ژاپن از نظر حجم در طول یک سال نصف شده درحالی‌که طبق تعریف واقعاً همانند قبل بوده است و اینجاست که نرخ ارز می‌تواند گیج‌کننده باشد.

درحالی‌که ارزش دارایی‌های مختلف را با واحدهای ارز محاسبه و گزارش می‌کنیم، به‌طور مشخص بکار بردن پول به‌عنوان واحد حسابداری ممکن است مشکلاتی مشابه با اندازه‌گیری با خطاکشی که خودش مدام در حال کوچک و بزرگ شدن است، به وجود آورد. باوجود این، همچنان و به‌طور مکرر، ارزش ثروت و سایر متغیرهای اقتصادی را برحسب واحدهای پولی اندازه‌گیری، ثبت و گزارش می‌کنیم. به دلیل تغییر ارزش پول در طول زمان، متغیرهای اقتصادی علاوه بر مقادیر اسمی بر اساس مقادیر ثابت یا سال پایه نیز گزارش می‌شوند.

درنهایت سومین نقش پول وسیله‌ای برای ذخیره ارزش است. با محصولات و منابعی که برنامه‌ای برای مصرف امروز آن‌ها نداریم چه باید کرد؟ واضح است که ما تمایل داریم ثروت، پس‌انداز و پول خود را بکار بگیریم، اما حتی اگر پول هیچ‌گونه بهره‌ای نداشته باشد، کسانی هستند که برای روز مبادا، دوران بازنشستگی و یا متنوع کردن سبد دارایی تمایل به ذخیره کردن پول داشته باشند.

جالب است بدانند که مشاوران مالی و بانک‌ها معمولاً به افرادی با ثروت خالص نسبتاً بالا پیشنهاد می‌کنند که مقداری ارز در سبد دارایی خود نگهداری نمایند. اینکه یک فرد تمامی ثروت شخصی خود را به صورت نقد یا دارایی‌هایی با درجه نقدشوندگی بالا نگهداری کند، به سادگی قابل دفاع نیست، اما اختصاص دادن قسمتی از ثروت یک فرد به سبدهای مختلف به عنوان بخشی از فرآیند تصمیم‌گیری تخصیص دارایی‌ها قابل قبول است. ممکن است این تخصیص برای برخی شامل خرید دلار آمریکا، برخی دیگر یورو، برخی پوند و ... باشد. ارزشهای خارجی لزوماً دارای همبستگی بالایی با سهام، اوراق با درآمد ثابت، کالاها یا دارایی‌های دیگر از قبیل مسکن یا آثار هنری نیستند. اگرچه ممکن است عبارت "ارزشهای خارجی به عنوان یک طبقه از دارایی‌ها" تحت یک اصل سرمایه‌گذاری مورد قبول عام نباشد، اما به طور حتم یک ایده معقول و نسبتاً جذاب است.

۲- کلیاتی از اندازه بازار ارز

شکی وجود ندارد معاملات کالا قبل از به وجود آمدن مرزهای ملی و ارزشهای مدرن در دنیا وجود داشته است. اما زمانی که کشورها پول ملی برای خود مقرر کردند مبادلات ارز خارجی معنا و ضرورت پیدا کرد. بازار ارز در حال حاضر، بزرگ‌ترین بازار مالی جهان است. برخی از ارزها به دلیل اعتماد بین‌المللی به آن‌ها برای استفاده در مبادلات، به ارزشهای مطرح دنیا تبدیل شده‌اند. اصلی‌ترین متغیری که باعث ایجاد این اعتماد شده است قدرت اقتصادی کشوری است که ارز موردنظر در آن مورد استفاده قرار می‌گیرد. البته تعیین ارزشهای مهم دنیا به این معنی نیست که ارز سایر کشورها بی‌اهمیت یا ناچیز است، بلکه هدف تعیین ارزشهایی است که به میزان وسیعی در بازار مبادله می‌شوند. ارزشهای مطرح بین‌المللی عبارتند از:

- دلار ایالات متحده آمریکا
- یورو

- ین ژاپن
- پوند بریتانیای کبیر
- دلار استرالیا

البته فرانک سوئیس، دلار کانادا، کرون سوئد، ریل برزیل، رند آفریقای جنوبی، دلار نیوزیلند، پیروی مکزیک، بت تایلند و غیره هر روز معامله می‌شوند ولی حتی مجموع مبادلات آن‌ها نیز نزدیک حجم معامله یکی از ۵ ارز بزرگ اشاره شده نیست.

برآورد دقیق اندازه و وسعت بازارهای ارز جهانی به دلیل فقدان یک سازوکار مشخص امکان‌پذیر نیست، با این وجود آمارهای بانک تسویه بین‌المللی (BIS) که با همکاری بسیاری از بانک‌های مرکزی جهان جمع‌آوری و منتشر می‌شود، چشم‌انداز مناسبی از اندازه این بازار در اختیار علاقه‌مندان قرار می‌دهد. البته به‌طور قطع بانک تسویه بین‌المللی در ارائه آمارهای مربوطه با چالش‌های زیادی مواجه است اما با این وجود آمارهای ارائه شده به‌عنوان جامع‌ترین و قابل اعتمادترین آمار در زمینه بازارهای ارز است.

ارزیابی سه سالانه‌ی منتهی به سال ۲۰۱۳ میلادی نشان می‌دهد که حجم مبادلات بازار جهانی فارکس طی سه سال گزارش شده رشد قابل ملاحظه‌ای داشته به‌طوری‌که حجم مبادلات روزانه از ۴ تریلیون دلار در سال ۲۰۱۰ به ۵/۳ تریلیون دلار در سال ۲۰۱۳ رسیده است. بر اساس ارزیابی مذکور حجم کل مبادلات بازار جهانی فارکس طی سال‌های ۲۰۱۰ تا ۲۰۱۳ نسبت به حجم مبادلات طی سال‌های ۲۰۰۷ تا ۲۰۱۰ برحسب نرخ‌های جاری حدوداً ۳۵ درصد رشد داشته که نشان‌دهنده‌ی رشد قابل ملاحظه حجم مبادلات در ادامه روند گزارش شده در ارزیابی سه سالانه‌ی پیشین (۲۰۰۷ تا ۲۰۱۰) است. مقایسه‌ی نتایج برحسب نرخ‌های ثابت نیز همان رشد قابل توجه را در حجم مبادلات نشان می‌دهد. هر چند که رشد در حجم مبادلات سه سالانه‌ی ۲۰۱۳ نسبت به سه سالانه‌ی ۲۰۱۰ به میزان ۳۵ درصد از

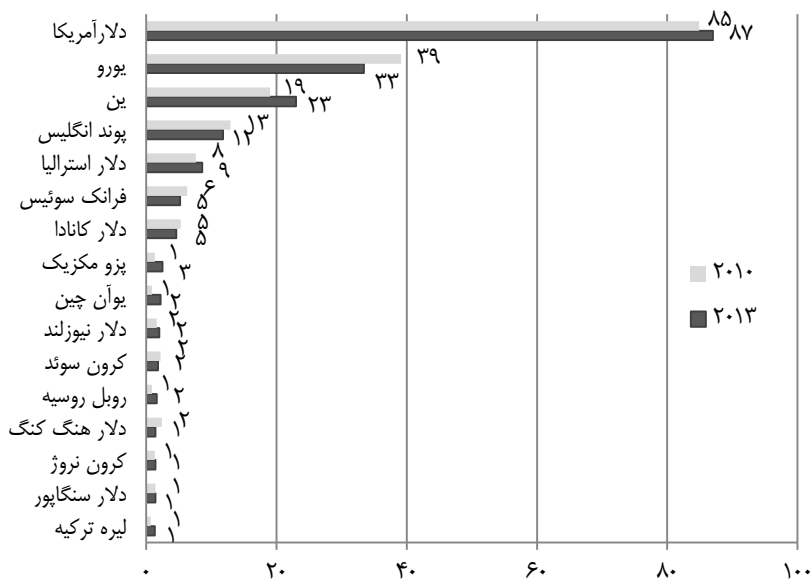
رشد ۱۹ درصدی حجم مبادلات سه سالانه‌ی ۲۰۱۰ نسبت به سه سالانه‌ی ۲۰۰۷ پیشی گرفته ولی نتوانسته بر رکورد رشد ۷۲ درصدی حجم مبادلات سه سالانه‌ی ۲۰۰۷ نسبت به سه سالانه‌ی ۲۰۰۴ غالب شود.

سهم ارزها از معاملات جهانی فارکس طی سال‌های ۲۰۱۰ تا ۲۰۱۳ نه تنها میان فعال‌ترین ارزهای جهان، بلکه میان ارزهای مهم بازارهای نوظهور نیز تغییر کرده است. به‌عنوان مثال این ژاپن نقش مهمی را در فعالیت‌های معاملاتی پیدا کرده، درحالی‌که نقش یورو به‌عنوان یک ارز بین‌المللی در این دوره کمرنگ‌تر شده است. افزایش سهم بازار پیروی مکزیکی و یوان چین نیز در میان ارزهای اصلی بازارهای نوظهور قابل توجه بوده است.

نقش دلار آمریکا به‌عنوان ارز غالب در مبادلات جهانی همچنان بلامنازع باقی مانده و معاملات انجام شده با دلار آمریکا در بازار فارکس، ۸۷ درصد از کل معاملات انجام گرفته بوده است که این آمار نسبت به سه سالانه‌ی گذشته حدوداً ۲ درصد رشد کرده است.

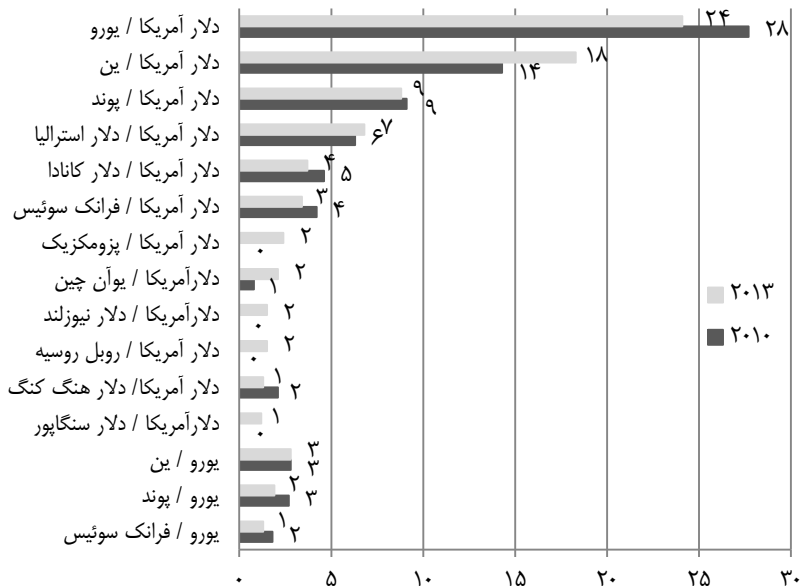
در میان ارزهای اصلی، معاملات این ژاپن با افزایش ۶۳ درصدی بیشترین رشد را نسبت به ارزیابی سه سالانه‌ی منتهی به ۲۰۱۰ نشان می‌دهد. حجم معاملات جفت ارز دلار/ین در طول دوره ۲۰۱۰ تا ۲۰۱۳ نسبت به دوره ۲۰۰۷ تا ۲۰۱۰ نیز حدود ۷۰ درصد افزایش یافته است. از طرف دیگر طی سال‌های ۲۰۱۰ تا ۲۰۱۳ ین سهم خود را در معاملات فارکس با ۴ درصد افزایش به ۲۳ درصد رسانده است.

نمودار ۱-۱- حجم معاملات بازار فارکس بر اساس ارز (متوسط روزانه در آوریل، به درصد)



منبع: بانک تسویه بین‌المللی (BIS)

نمودار ۲-۱- حجم معاملات جفت‌ارزها در بازار فارکس (متوسط روزانه در آوریل، به درصد)



منبع: بانک تسویه بین‌المللی (BIS)

از زمان شروع بحران بدهی منطقه یورو در سال ۲۰۱۰ ایفای نقش یورو در مبادلات جهانی کاهش یافته است. هرچند که معاملات یورو در این دوره رشد ۱۵ درصدی داشته ولی از آنجایی که رشد سهم بقیه ارزها بیش از این مقدار بوده سهم یورو به صورت نسبی کاهش داشته است. البته یورو همچنان به عنوان دومین ارز مهم دنیا باقی مانده است، اما سهم آن از بازارهای جهانی تقریباً با ۶ درصد کاهش، به ۳۳ درصد رسیده است که پایین ترین میزان سهم آن از زمان معرفی است.

در میان فعال ترین ارزهای مبادله شده متعلق به کشورهای توسعه یافته، دلار استرالیا و نیوزلند به افزایش خود در معاملات جهانی فارکس ادامه داده و در مقابل معاملات پوند، دلار کانادا، کرون سوئد و مهم تر از همه، فرانک سوئیس در معاملات جهانی فارکس به طور نسبی کمرنگ تر شده است.

ارزیابی سه سالانه منتهی به سال ۲۰۱۳ عمدتاً به افزایش قابل توجه اهمیت جهانی چند ارز اصلی بازارهای نوظهور اشاره می کند. طی این سالها حجم معاملات پزوی مکزیک به حدود ۱۳۵ میلیارد دلار رسیده، که در نتیجه سهم آن در بازار جهانی فارکس ۲/۵ درصد افزایش یافته است. پزوی مکزیک به این ترتیب به عنوان یکی از ۱۰ ارز فعال مبادلاتی دنیا شناخته شده است. روبل روسیه نیز افزایش قابل توجهی در سهم بازار نشان داده که آن را به دوازدهمین ارز فعال مبادلاتی جهان تبدیل نموده است.

نقش یوان چین در مبادلات فارکس با تلاش برای بین المللی کردن آن افزایش یافته است به صورتی که حجم معاملات یوان از ۳۴ میلیارد دلار به ۱۲۰ میلیارد دلار رسیده است. لذا یوان به عنوان نهمین ارز مبادلاتی فعال دنیا شناخته شده و معاملات آن حدود ۲/۲ درصد از حجم معاملات ارز دنیا را تشکیل داده است.

جدول ۱-۱- سهم ارزهای مختلف از حجم معاملات (سهم از متوسط حجم معاملات روزانه در ماه آوریل ۲۰۱۳)

ارز	۱۹۹۸		۲۰۰۱		۲۰۰۴		۲۰۰۷		۲۰۱۰		۲۰۱۳	
	رتبه	سهم	رتبه	سهم	رتبه	سهم	رتبه	سهم	رتبه	سهم	رتبه	سهم
دلار آمریکا	۱	۸۶/۸	۱	۸۹/۹	۱	۸۸/۰	۱	۸۵/۶	۱	۸۴/۹	۱	۸۷/۰
یورو	-	-	۳۲	۳۷/۹	۲	۳۷/۴	۲	۳۷/۰	۲	۳۹/۱	۲	۳۳/۴
ین	۲	۲۱/۷	۲	۲۳/۵	۳	۲۰/۸	۳	۱۷/۲	۳	۱۹/۰	۳	۲۳/۰
پوند انگلیس	۳	۱۱/۰	۳	۱۳/۰	۴	۱۶/۵	۴	۱۴/۹	۴	۱۲/۹	۴	۱۱/۸
دلار استرالیا	۶	۳/۰	۶	۴/۳	۷	۶/۰	۶	۶/۶	۶	۷/۶	۵	۸/۶
فرانک سوئیس	۴	۷/۱	۴	۶/۰	۵	۶/۰	۵	۶/۸	۵	۶/۳	۶	۵/۲
دلار کانادا	۵	۳/۵	۵	۴/۵	۶	۴/۲	۷	۴/۳	۷	۵/۳	۷	۴/۶
پزو مکزیک	۹	۰/۵	۹	۰/۸	۱۴	۱/۱	۱۲	۱/۳	۱۲	۱/۳	۱۴	۲/۵
یوان چین	۳۰	۰/۰	۳۵	۰/۰	۲۹	۰/۱	۲۰	۰/۵	۲۰	۰/۹	۱۷	۲/۲
دلار نیوزلند	۱۷	۰/۲	۱۶	۰/۶	۱۳	۱/۱	۱۱	۱/۹	۱۱	۱/۶	۱۰	۲/۰
کرون سوئد	۱۱	۰/۳	۱۱	۲/۵	۸	۲/۲	۹	۲/۷	۹	۲/۲	۹	۱/۸
روبل روسیه	۱۲	۰/۳	۱۲	۰/۳	۱۹	۰/۶	۱۷	۰/۷	۱۸	۰/۹	۱۶	۱/۶
دلار هنگ کنگ	۸	۱/۰	۸	۲/۲	۹	۱/۸	۹	۲/۷	۸	۲/۴	۸	۱/۴
کرون نروژ	۱۵	۰/۲	۱۵	۱/۵	۱۰	۱/۴	۱۰	۲/۱	۱۰	۱/۳	۱۳	۱/۴
دلار سنگاپور	۷	۱/۱	۷	۱/۱	۱۲	۰/۹	۱۴	۱/۲	۱۳	۱/۴	۱۲	۱/۴
لیره ترکیه	-	-	۳۳	۰/۰	۳۰	۰/۱	۲۸	۰/۲	۲۶	۰/۷	۱۹	۱/۳
وون کره جنوبی	۱۸	۰/۲	۱۸	۰/۸	۱۵	۱/۱	۱۱	۱/۲	۱۴	۱/۵	۱۱	۱/۲
راند آفریقای جنوبی	۱۰	۰/۴	۱۰	۰/۹	۱۳	۰/۷	۱۶	۰/۹	۱۵	۰/۷	۲۰	۱/۱
ریال برزیل	۱۶	۰/۲	۱۶	۰/۵	۱۷	۰/۳	۲۱	۰/۴	۲۱	۰/۷	۲۱	۱/۱
روپیه هند	۲۲	۰/۱	۲۲	۰/۲	۲۱	۰/۳	۲۰	۰/۷	۱۹	۱/۰	۱۵	۱/۰
کرون دانمارک	۱۴	۰/۳	۱۴	۱/۲	۱۱	۰/۹	۱۵	۰/۸	۱۶	۰/۶	۲۲	۰/۸
زلوتی لهستان	۲۶	۰/۱	۲۶	۰/۵	۱۸	۰/۴	۱۹	۰/۸	۱۷	۰/۸	۱۸	۰/۷
دلار جدید تایوان	۲۱	۰/۱	۲۱	۰/۳	۲۰	۰/۴	۱۸	۰/۴	۲۲	۰/۵	۲۳	۰/۵
فورینت مجارستان	۲۸	۰/۰	۲۸	۰/۰	۳۳	۰/۰	۳۳	۰/۲	۲۳	۰/۴	۲۴	۰/۴
رینگیت مالزی	۲۷	۰/۰	۲۷	۰/۱	۲۶	۰/۱	۳۰	۰/۱	۲۸	۰/۳	۲۵	۰/۴

۲۰۱۳		۲۰۱۰		۲۰۰۷		۲۰۰۴		۲۰۰۱		۱۹۹۸		ارز
رتبه	سهام	رتبه	سهام	رتبه	سهام	رتبه	سهام	رتبه	سهام	رتبه	سهام	
۲۶	۰/۴	۲۷	۰/۲	۲۴	۰/۲	۲۴	۰/۲	۲۲	۰/۲	۱۳	۰/۳	کرون چک
۲۷	۰/۳	۲۶	۰/۲	۲۵	۰/۲	۲۲	۰/۲	۲۴	۰/۲	۱۹	۰/۱	بت تایلند
۲۸	۰/۳	۲۹	۰/۲	۳۰	۰/۱	۲۵	۰/۱	۲۳	۰/۲	۲۴	۰/۱	پزو شیلی
۲۹	۰/۲	۳۱	۰/۲	۲۷	۰/۲	۲۶	۰/۱	۲۵	۰/۱	۳۴	-	شیقل اسرائیل
۳۰	۰/۲	۳۰	۰/۲	۲۹	۰/۱	۲۷	۰/۱	۲۸	۰/۰	۲۵	۰/۱	روپیه اندونزی
۳۱	۰/۱	۲۸	۰/۲	۳۱	۰/۱	۳۱	۰/۰	۲۹	۰/۰	۲۹	۰/۰	پزو فیلیپین
۳۲	۰/۱	۳۳	۰/۱	۳۴	۰/۰	۴۰	-	۳۷	-	۳۵	-	لتو رومانی
۳۳	۰/۱	۳۲	۰/۱	۳۳	۰/۱	۳۳	۰/۰	۳۱	۰/۰	۳۶	-	پزو کلمبیا
۳۴	۰/۱	۳۴	۰/۱	۳۲	۰/۱	۳۲	۰/۰	۲۷	۰/۱	۲۳	۰/۱	ریال عربستان
۳۵	۰/۱	۳۶	۰/۰	۳۶	۰/۰	۳۵	۰/۰	۳۲	۰/۰	۳۷	-	نونوسول پرو
	۱/۶		۴/۷		۷/۷		۶/۶		۶/۶		-	سایر
	۲۰۰/۰		۲۰۰/۰		۲۰۰/۰		۲۰۰/۰		۲۰۰/۰		۲۰۰/۰	کل

جدول ۱-۲- حجم معاملات بر اساس جفت ارزها (میانگین روزانه در آوریل ۲۰۱۳)، میلیارد دلار آمریکا

۲۰۱۳		۲۰۱۰		۲۰۰۷		۲۰۰۴		۲۰۰۱		جفت ارز
مقدار	درصد	مقدار	درصد	مقدار	درصد	مقدار	درصد	مقدار	درصد	
۱۲۸۹	۲۴/۱	۲۷/۷	۱۰۹۸	۲۶/۸	۸۹۲	۲۸/۰	۵۴۱	۳۰/۰	۳۷۲	دلار/یورو
۹۷۸	۱۸/۳	۱۴/۳	۵۶۷	۱۳/۲	۴۳۸	۱۷/۰	۳۲۸	۲۰/۲	۲۵۰	دلار/این
۴۷۲	۸/۸	۹/۱	۳۶۰	۱۱/۶	۳۸۴	۱۳/۴	۲۵۹	۱۰/۴	۱۲۹	دلار/پوند
۳۶۴	۶/۸	۶/۳	۲۴۸	۵/۶	۱۸۵	۵/۵	۱۰۷	۴/۱	۵۱	دلار آمریکا/دلار استرالیا
۲۰۰	۳/۷	۴/۶	۱۸۲	۳/۸	۱۲۶	۴/۰	۷۷	۴/۳	۵۴	دلار آمریکا/دلار کانادا
۱۸۴	۳/۴	۴/۲	۱۶۶	۴/۵	۱۵۱	۴/۳	۸۳	۴/۸	۵۹	دلار/افرانک
۱۲۸	۲/۴	-	-	-	-	-	-	-	-	دلار/پزو مکزیک
۱۱۳	۲/۱	۰/۸	۳۱	-	-	-	-	-	-	دلار/یوان
۸۲	۱/۵	-	-	-	-	-	-	-	-	دلار آمریکا/دلار نیوزلند
۷۹	۱/۵	-	-	-	-	-	-	-	-	دلار/روبل
۶۹	۱/۳	۲/۱	۸۵	-	-	-	-	-	-	دلار آمریکا/دلار هنگ کنگ
۶۵	۱/۲	-	-	-	-	-	-	-	-	دلار آمریکا/دلار سن گاپور

۲۰۱۳		۲۰۱۰		۲۰۰۷		۲۰۰۴		۲۰۰۱		جفت ارز
درصد	مقدار	درصد	مقدار	درصد	مقدار	درصد	مقدار	درصد	مقدار	
۱/۲	۶۳	-	-	-	-	-	-	-	-	دلار/لیره
۱/۱	۶۰	۱/۵	۵۸	-	-	-	-	-	-	دلار/لوان
۱/۰	۵۵	۱/۱	۴۵	۱/۷	۵۷	-	-	-	-	دلار/اکرون سوئد
۰/۹	۴۸	-۰/۶	۲۴	-	-	-	-	-	-	دلار/اراند
۰/۹	۵۰	-۰/۹	۳۶	-	-	-	-	-	-	دلار/روپیه
۰/۹	۴۸	-	-	-	-	-	-	-	-	دلار/اکرون نروژ
۰/۹	۴۸	-۰/۶	۲۵	-	-	-	-	-	-	دلار/ریال برزیل
۰/۴	۲۲	-	-	-	-	-	-	-	-	دلار/زلوتی
۰/۴	۲۲	-	-	-	-	-	-	-	-	دلار/آمریکا/دلار تایوان
۴/۰	۲۱۳	۱۱/۲	۴۴۵	۱۸/۴	۶۱۲	۱۵/۹	۳۰۷	۱۶/۰	۱۹۹	دلار/اسایر
۲/۸	۱۴۷	۲/۸	۱۱۱	۲/۶	۸۶	۳/۲	۶۱	۲/۹	۳۶	یورو/این
۱/۹	۱۰۲	۲/۷	۱۰۹	۲/۱	۶۹	۲/۴	۴۷	۲/۱	۲۷	یورو/یونند
۱/۳	۷۱	۱/۸	۷۱	۱/۹	۶۲	۱/۶	۳۰	۱/۱	۱۳	یورو/افرانک
۰/۵	۲۸	-۰/۹	۳۵	-۰/۷	۲۴	-	-	-	-	یورو/اکرون سوئد
۰/۴	۲۱	-۰/۳	۱۲	-۰/۳	۹	-۰/۲	۴	-۰/۱	۱	یورو/دلار استرالیا
۰/۴	۲۰	-	-	-	-	-	-	-	-	یورو/اکرون نروژ
۰/۳	۱۵	-۰/۳	۱۴	-۰/۲	۷	-۰/۱	۲	-۰/۱	۱	یورو/دلار کانادا
۰/۳	۱۴	-	-	-	-	-	-	-	-	یورو/زلوتی
۰/۲	۱۳	-	-	-	-	-	-	-	-	یورو/اکرون دانمارک
۰/۲	۹	-	-	-	-	-	-	-	-	یورو/فورینت
۰/۱	۶	-	-	-	-	-	-	-	-	یورو/لیره
۰/۰	۱	-	-	-	-	-	-	-	-	یورو/ایوان
۱/۰	۵۲	۲/۶	۱۰۲	۲/۵	۸۳	۱/۹	۳۸	۱/۶	۲۰	یورو/اسایر
۰/۸	۴۵	-۰/۶	۲۴	-	-	-	-	-	-	ین/دلار استرالیا
۰/۱	۶	-	-	-	-	-	-	-	-	ین/دلار کانادا
۰/۱	۵	-۰/۱	۴	-	-	-	-	-	-	ین/دلار نیوزلند
۰/۱	۴	-	-	-	-	-	-	-	-	ین/اراند آفریقای جنوبی
۰/۱	۳	-	-	-	-	-	-	-	-	ین/ریال برزیل
۰/۰	۱	-	-	-	-	-	-	-	-	ین/لیره
۰/۸	۴۲	۱/۲	۴۹	۱/۵	۴۹	-۰/۷	۱۴	-۰/۴	۵	ین/اسایر
۱/۷	۸۹	۱/۸	۷۲	۲/۷	۹۰	۱/۹	۳۶	۱/۸	۲۳	سایر جفت ارزها
/۰	۵,۳۴	/۰	۳,۹۷	/۰	۳,۳۲	/۰	۱,۹۳	/۰	۱,۲۳	تمام جفت
۱۰۰	۵	۱۰۰	۱	۱۰۰	۴	۱۰۰	۴	۱۰۰	۹	ارزها

۳- مشتریان بازار ارز

در این بخش با مشارکت‌کنندگان اصلی بازار ارز آشنا خواهیم شد. شرکت خدمات مالی UBS سوئیس به‌عنوان یکی از معتبرترین بنگاه‌های مالی در سطح جهان مشتریان خود در استفاده از بازار ارز را به پنج گروه زیر تقسیم کرده است:

۱. شرکت‌ها^۱: هر شرکتی که به نوعی فعالیت برون‌مرزی انجام دهد در بازار ارز اقدام به خرید و فروش ارز یا اوراق مبتنی بر ارز می‌نماید و بنابراین عمیقاً تحت تأثیر تغییرات نرخ ارز قرار می‌گیرد. البته حتی شرکت‌هایی که در بازارهای داخلی فعالیت می‌کنند نیز به دلیل رقابت در مقابل کالاهای وارداتی تحت تأثیر تغییرات نرخ ارز هستند؛

۲. سرمایه‌گذاران نهادی غیراهرمی^۲: بسیاری از نهادهای سرمایه‌گذاری نظیر صندوق‌های بازنشستگی و صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک به دلیل خرید و فروش اوراق بهادار در بازارهای بین‌المللی نیازمند فعالیت در بازار ارز و استفاده از ابزارهای پوشش ریسک تغییرات نرخ ارز هستند؛

۳. صندوق‌های پوشش ریسک^۳ (صندوق‌های پوششی): این گروه شاید فعال‌ترین و خیره‌ترین سرمایه‌گذاران بازار ارز هستند که با هدف کسب سود وارد بازارهای ارز می‌شوند. با توجه به این که نرخ ارز از متغیرهای اقتصادی بسیار پرنوسان و پرریسک است، سرمایه‌گذاری‌های مرتبط با ارز از سرمایه‌گذارهایی جذاب برای صندوق‌های پوشش ریسک هستند؛

1 Corporates

2 Unleveraged Institutional Investors

3 Hedge Fund

۴. مشتریان خصوصی^۱: این گروه سرمایه‌گذارانی هستند که در بازارهای خرده‌فروشی فعالیت می‌کنند. با توجه به این که ارز، خود یک دارایی است این گروه با سرمایه‌گذاری بر روی ارز یا اوراق بهادار مبتنی بر آن در این بازار فعالیت می‌کنند؛
۵. بانک‌ها: محصولات و خدمات بازار ارز برای بانک‌های منطقه‌ای، بانک‌های تجاری و همچنین بانک‌های سرمایه‌گذاری (شرکت‌های تأمین سرمایه) که قصد دارند خودشان را در معرض حداقل ریسک مستقیم بازار ارز نگه دارند، جذاب است. همچنین بانک‌های مرکزی کشورها به‌عنوان نهاد تنظیم‌کننده نرخ ارز در این بازار فعالیت می‌کنند.

۳-۱- شرکت‌های سهامی

هر شرکتی که در سطح بین‌المللی فعالیت می‌کند مجبور به خرید و فروش در بازار ارز است. شرکت‌های سهامی چندملیتی در معرض انواع مختلفی از ریسک‌های بازار ارز هستند. اولین و ساده‌ترین آن ریسک ناشی از تغییرات نرخ ارز بر فعالیت‌های بازرگانی^۲ است. فرض کنید یک شرکت آمریکایی که محصولات خود را در انگلستان نیز به فروش می‌رساند، در صورت تغییر نرخ برابری دلار-پوند میزان فروش و سود آن شرکت تغییر خواهد کرد.

یک ریسک کاملاً متفاوت دیگر که شرکت‌های چندملیتی با آن مواجه هستند ریسک ناشی از تغییرات نرخ ارز بر ترانزنامه^۳ است. این ریسک ناشی از این واقعیت است که شرکت‌های چندملیتی ممکن است خارج از کشور اصلی خود کارخانه‌ها، تجهیزات و موجودی‌های انبار داشته باشند. از آنجایی که شرکت‌های سهامی باید گزارش‌های فصلی و سالانه منتشر نمایند، لازم است که ارزش دارایی‌های خارج از کشور مبدأ خود را نیز بر اساس

1 Private Clients

2 Transactional exposure

3 Translational exposure

نرخ‌های برابری ارز تبدیل نمایند. بنابراین تغییر نرخ‌های برابری ارز روی ارزش ترازنامه‌ای این شرکت‌ها اثرگذار است.

سومین نوع ریسکی که شرکت‌های بزرگ با آن مواجه هستند ریسک ناشی از نرخ ارز بر رقابت‌پذیری اقتصادی^۱ است. این ریسک ناشی از این واقعیت است که تغییرات نرخ ارز روی قدرت رقابت محصولات داخلی و خارجی اثرگذار است. شرکتی که تمامی مواد اولیه و محصولات خود را در داخل تهیه و به فروش می‌رساند در صورت کاهش نرخ ارز و در نتیجه کاهش قیمت محصولات مشابه وارداتی به شدت تحت تأثیر قرار خواهد گرفت و ممکن است بخشی از بازار محصولات خود را از دست دهد.

۲-۳- سرمایه‌گذاران نهادی

منظور از سرمایه‌گذاران نهادی^۲ شرکت‌هایی هستند که در خرید و فروش سهام و اوراق قرضه فعال‌اند. گاهی اوقات آن‌ها اقدام به خرید و فروش اوراق بهادار سایر کشورها می‌کنند. بنابراین تغییرات نرخ برابری ارزها نیز به شدت درآمد و سرمایه‌گذاری‌های این شرکت‌ها را در معرض ریسک قرار می‌دهد.

۳-۳- صندوق‌های پوشش ریسک

صندوق‌های پوشش ریسک از چند جهت نسبت به صندوق‌های سرمایه‌گذاری مرسوم نظیر صندوق سرمایه‌گذاری مشترک و صندوق‌های بازنشستگی متمایز هستند. صندوق‌های پوشش ریسک حق تبلیغات عمومی برای جذب سرمایه‌گذاری ندارند. آن‌ها می‌توانند فروش استقراضی انجام دهند و از اهرم‌های بالای مالی در سرمایه‌گذاری‌های خود استفاده کنند که اغلب اوقات صندوق‌های مرسوم مجاز به این کار نیستند.

1 Economic exposure

2 Institutional Investors

صندوق‌های پوشش ریسک بین‌المللی^۱ به‌عنوان سرمایه‌گذاران بسیار فرصت‌طلب دیده می‌شوند. گاهی اوقات از آن‌ها به‌عنوان صندوق‌های با بازدهی مطلق^۲ نیز یاد می‌شود. استراتژی بسیاری از صندوق‌های پوشش ریسک، همان‌طور که از نام آن‌ها پیداست، تمرکز روی معاملاتی با فرصت بسیار خاص در بازار است. این صندوق‌ها معمولاً اقدام به خرید یک سهام و فروش سهام دیگر می‌کنند و روی اختلاف قیمت آن‌ها جهت کسب بازدهی متمرکز می‌شوند و یا اقدام به اخذ وام با نرخ بهره پایین در یک کشور و وام دادن همان مقدار در یک کشور دیگر با نرخ بهره بالاتر می‌کنند. بنابراین تغییرات نرخ ارز به شدت بازدهی این گونه سرمایه‌گذاری‌ها را با ریسک مواجه می‌کند.

۳-۴- مشتریان خصوصی

همان‌طور که بیان شد ارزشهای خارجی به‌عنوان یک طبقه از دارایی‌ها محسوب می‌گردند، بنابراین سرمایه‌گذاران خصوصی به استفاده از این حوزه مالی برای سرمایه‌گذاری علاقه‌مند هستند.

۳-۵- بانک‌ها

بانک‌ها اعم از تجاری، سرمایه‌گذاری، مرکزی یا فراملیتی ارتباط نزدیکی با بازار ارز دارند. گاهی اوقات از بانک‌های تجاری خواسته می‌شود که مشتریان محلی خود را در مقابل ریسک‌های بازار ارز یاری نمایند. بانک‌های تأمین سرمایه تمایل بیشتری به فعالیت در بازار ارز دارند و میزان معاملات آن‌ها بسته به هدف از انجام معامله (تسهیل مبادلات مشتریان خود، پوشش ریسک، انتشار اوراق برون‌مرزی، ادغام یا خرید سایر شرکت‌های بین‌المللی)

1 Global Macro Hedge Funds

2 Absolute returns funds

متفاوت است. فعالیت بانک‌های مرکزی نیز از مدیریت ذخایر ارزی تا دخالت در بازار را شامل می‌شود.

جمع‌بندی

پول با بر عهده داشتن سه کارکرد اصلی در اقتصاد شامل وسیله مبادله، واحد سنجش ارزش و وسیله‌ای برای ذخیره ارزش علاوه بر اینکه به‌عنوان روغنی برای گردش آسان‌تر چرخ‌های اقتصاد عمل می‌کند، در بازار ارز نیز تبدیل به یک دارایی قابل مبادله شده است و ارزش مبادلات آن از هر دارایی دیگری در بازارهای مالی پیشی گرفته است.

بر اساس آمار بانک تسویه بین‌المللی (BIS) در سال ۲۰۱۳، ارزش روزانه این بازار ۵/۳ هزار میلیارد دلار بوده درحالی‌که این رقم در سال ۲۰۱۰ میلادی ۴ هزار میلیارد دلار بوده که نشان‌دهنده رشد سریع این بازار است. در این سال از کل معاملات ارز به ترتیب ۴۳/۵، ۱۶/۷، ۱۱/۵ و ۵/۹ درصد آن متعلق به دلار آمریکا، یورو، ین ژاپن و پوند انگلستان بوده است.

به‌طور کلی می‌توان گفت هر فردی که به‌صورت مستقیم یا غیرمستقیم در معرض تأثیرپذیری از تغییرات نرخ ارز است می‌تواند به‌صورت بالقوه مشتری بازار ارز باشد. در یک تقسیم‌بندی که شرکت خدمات مالی UBS سوئیس به‌عنوان یکی از معتبرترین بنگاه‌های مالی در سطح جهان انجام داده است، شرکت‌های خصوصی، شرکت‌های سرمایه‌گذاری، صندوق‌های پوشش ریسک، سرمایه‌گذاران خرد و بانک‌ها اعم از بانک‌های تجاری، سرمایه‌گذاری و حتی بانک‌های مرکزی می‌توانند مشتری بازار ارز باشند و از خدمات این بازار بهره‌مند گردند.

منابع و مأخذ

۱. فرجی، یوسف، توتونچیان، ایرج. پول، ارز و بانکداری، شرکت چاپ و نشر بازرگانی، ۱۳۹۰.
۲. پژوهان، جمشید. پول و ارز و بانکداری، دانشگاه پیام نور، ۱۳۸۵.
3. Jacque, Laurent L. 2014. International Corporate Finance: Value Creation with Currency Derivatives in Global Capital Markets. New York: John Wiley & Sons.
4. Triennial Central Bank Survey of foreign exchange turnover in April 2013 - preliminary results released by the BIS. bis.org.
5. Weithers, Tim. 2006. Foreign Exchange: A Practical Guide to the FX Markets. New York: John Wiley & Sons.

فصل دوم: انواع نظام‌های ارزی

مقدمه

نظام^۱ مجموعه منظم عناصری است که میان آن‌ها روابطی وجود داشته باشد یا بتواند ایجاد شود و دارای هدف یا منظور باشد. منظور از نظام ارزی مجموعه عناصری است که ارزش پول رایج یک کشور را در مقابل پول‌های خارجی مشخص می‌کند. بررسی تاریخی در این خصوص نشان می‌دهد در دوره‌ای که پول‌های فلزی نظیر طلا و نقره در جهان رایج بوده‌اند، عملاً نرخ ارز بر اساس میزان طلا یا نقره‌ی به‌کاررفته در هر پول مشخص می‌شد و همین قاعده ساده، نظام حاکم بر تعیین نرخ ارز بود.

با پیدایش پول کاغذی دوران جدیدی در خصوص تعیین ارزش پول ملی در مقابل پول کشورهای دیگر آغاز شد. در دوران جدید اولین نظام ارزی به نظام استاندارد طلا^۲ مشهور شد که بنا بر نظر برخی از مورخین، بنیان‌گذار آن کشور انگلستان بوده و از سال ۱۸۱۹ میلادی تا جنگ جهانی اول اصلی‌ترین نظام تعیین نرخ ارز دنیا بوده است. نظام ارزی دیگری که در دنیا عمومیت پیدا کرد نظام برتن‌وودز^۳ بود که از سال ۱۹۴۴ تا سال ۱۹۷۳ میلادی به‌عنوان یک نظام پایه‌ی طلا-ارز شناخته می‌شد. بعد از فروپاشی برتن‌وودز نظام نرخ ارز شناور به عمومی‌ترین نظام ارزی دنیا تبدیل شد. در این فصل نظام ارزی پایه‌ی طلا، نظام ارزی برتن‌وودز و انواع نظام‌های ارزی که در حال حاضر بر اساس تقسیم‌بندی صندوق بین‌المللی پول، کشورهای مختلف دنیا از آن‌ها استفاده می‌کنند معرفی شده‌اند.

1 System

2 Gold Exchange Standard

3 Bretton Woods system

۱- نظام استاندارد طلا (۱۸۱۹ تا ۱۹۴۴ میلادی)

استاندارد طلا یک سیستم پولی است که در آن واحد محاسبه اقتصادی استاندارد، وزن ثابتی از طلا است. در این حالت پول رایج یا به صورت مسکوک بر اساس مقدار مشخصی از طلا محاسبه شده یا صادرکننده آن به صورت اسکناس بازپرداخت آن را به صورت طلا و به طور متعارف بر مبنای یک مقدار ثابت از پیش تعیین شده، تضمین می‌نماید. بنابراین در نظام پایه‌ی طلا، پول ملی کشورها و سایر اشکال پول (رسیدها و سپرده‌های بانکی) به راحتی قابل تبدیل به طلا در نسبت تعیین شده، بودند.

استفاده از استانداردهای طلا به صورت تدریجی در دنیا رایج گردید و نمی‌توان به صورت قاطع کشوری را آغازگر این مسیر دانست و این موضوع موجب بروز اختلافاتی بین مورخین مختلف اقتصادی گردیده است که چه زمانی کاربرد استاندارد طلا آغاز شده است.

پیش از سال ۱۹۰۰ میلادی بیشتر ارزهای ملی با طلا یا نقره پشتیبانی می‌شدند. بریتانیا استاندارد طلا (پایه‌ی طلا) را در حوالی ۱۸۲۰ میلادی وضع نمود. آلمان و فرانسه نیز در سال‌های ۱۸۷۰ و ۱۸۷۱ میلادی به سمت وضع استاندارد طلا برای ارزهایشان حرکت نمودند. در چین با پشتوانه طلا برای اسکناس مخالفت نمودند زیرا نقره در آنجا رواج بیشتری داشت. در آمریکا از سال ۱۸۳۴ میلادی تا سال ۱۹۳۳ میلادی هر اونس طلا معادل ۲۰/۶۷ دلار تنظیم شده بود. ایالات متحده در طول بازسازی پس از جنگ‌های داخلی، طبق قانون مسکوکات ۱۸۷۳ میلادی تضمین کرده بود که دلار به طور واقعی قابل تبدیل به طلا است.

لازم به ذکر است که پیش از ۱۹۰۰ به جز برخی استثنائات از قبیل انگلیس، اسپانیا و پرتغال، تجارت بین‌المللی بخش قابل توجهی از فعالیت اقتصادی بسیاری از کشورها نبود. بعد از جنگ جهانی اول آلمان متحمل به پرداخت غرامت‌های سنگینی شد. غرامت‌های آلمان به قدری سنگین بود که برخی اقتصاددانان از قبیل جان مینارد کینز، آن را غیرواقعی و به طور

بالقوه تضعیف‌کننده می‌پنداشتند. پس از آنکه آلمان (پولش دیگر با پشتوانه طلا نبود) عرضه پول خود را گسترش داد تا به کمک آن بتواند بخشی از تعهدات خود را بپردازد، اقتصادش از کنترل خارج شد. سال ۱۹۱۹ میلادی یعنی در پایان جنگ جهانی اول هر دلار آمریکا معادل ۸ مارک آلمان بود ولی در سال ۱۹۲۳ میلادی و در دوران اوج ابر تورم آلمان، هر دلار معادل ۴/۲ تریلیون مارک شده بود.

تا بحران جهانی در اواخر دهه‌ی ۱۹۲۰ میلادی بیشتر ارزشهای اصلی، به جز مارک آلمان، به راحتی معامله می‌شدند و بر اساس استاندارد طلا، قابل تبدیل به فلزات گران‌بها بودند. بحران بزرگ همه چیز را تغییر داد. در آوریل ۱۹۳۳ میلادی رئیس‌جمهور آمریکا فرانکلین روزولت^۱ استاندارد طلا را کنار گذاشت و قابلیت تبدیل دلار به طلا را معلق نمود و به تمامی شهروندان آمریکایی سفارش کرد که از نگهداری طلا صرف‌نظر کنند. میلتن فریدمن^۲ در مقاله خود تحت عنوان "تاریخچه پولی ایالات متحده ۱۸۶۷-۱۹۶۰" بیان می‌کند که بحران بزرگ تصدیق‌کننده اهمیت قدرت پول بود. به اعتقاد وی مهم‌ترین دلیل عمق و شدت آن بحران اقتصادی کاهش عرضه پول در اقتصاد بود. اگر پول وظیفه تسهیل معامله را دارد، به‌وضوح کمبود آن می‌تواند اقتصاد را به توقف بکشاند. همچنین به نظر می‌رسد که برای یک سیستم اقتصادی، پول زیاد و نبود پول کافی هر دو می‌توانند آثار مخربی داشته باشند.

اگرچه ایالات متحده پایه‌ی طلا را کنار گذاشت، باین‌وجود طلا به‌عنوان وسیله تسویه برای معاملات بین‌المللی در سطح بانک‌های مرکزی باقی ماند. در ۱۹۳۳ ایالات متحده به‌صورت رسمی هر اونس طلا را معادل ۳۵ دلار آمریکا قرارداد. این میخکوب کردن تا سال ۱۹۷۱ ادامه داشت.

1 Franklin Roosevelt

2 Milton Friedman

می‌توان گفت بزرگ‌ترین مزیت نظام پایه‌ی طلا توان آن در تضمین ثبات قیمتی بلندمدت بود. برای پی بردن به این امر کافی است متوسط نرخ تورم سالانه ۰/۱ درصدی آمریکا در دوره ۱۸۸۰ تا ۱۹۱۴ میلادی را با متوسط ۴/۲ درصدی ۱۹۴۶ تا ۱۹۹۰ میلادی مقایسه کرد. دلیل نادیده گرفتن دوره ۱۹۴۶-۱۹۱۴ میلادی آن است که در این محدوده نه نظام پایه‌ی طلای کلاسیک حاکم بود و نه دولت‌ها می‌دانستند که چگونه از مدیریت سیاست پولی بهره‌مند شوند.

از آنجاکه در نظام پایه‌ی طلا، اقتصاد کشورها در مقابل شوک‌های پولی و واقعی بسیار آسیب‌پذیر بودند، قیمت‌ها در کوتاه‌مدت به شدت بی‌ثبات می‌شدند. یک معیار سنجش بی‌ثباتی قیمت در کوتاه‌مدت، ضریب تغییرات است، که به صورت نسبت انحراف معیار درصد تغییرات سالانه قیمت‌ها به میانگین درصد تغییرات سالانه تعریف می‌شود. هرچه ضریب تغییرات بزرگ‌تر باشد، بی‌ثباتی کوتاه‌مدت نیز بیشتر است. در دوره اول این ضریب برای ایالات متحده ۱۷ بوده، که رقمی بسیار بالا است در حالی که در دوره دوم تنها ۰/۸ بوده است.

علاوه بر این، از آنجاکه نظام پایه‌ی طلا به دولت‌ها امکان بسیار کمی برای استفاده از سیاست‌های پولی می‌دهد، اقتصاد کشورهای مبتنی بر این نظام، از توان کمتری برای اجتناب یا خنثی نمودن آثار شوک‌های پولی و واقعی برخوردارند. بنابراین تولید واقعی در این نظام بی‌ثبات‌تر است. ضریب تغییرات تولید واقعی در دوره اول برابر ۳/۵ و در دوره دوم تنها ۱/۵ بوده که نشان‌دهنده‌ی افزایش ثبات تولید در دوره دوم است. متوسط نرخ بیکاری ایالات متحده در دوره اول ۶/۸ درصد و در دوره دوم ۵/۶ درصد بوده است. تصادفی نیست که با فقدان سیاست‌های پولی در اختیار دولت، در دوره نظام پایه‌ی طلا، بیکاری بالاتر بوده باشد.

در مجموع می‌توان نتیجه‌گیری کرد محدود شدن انتشار پول به طلا علی‌رغم این که باعث کنترل تورم می‌شود ولی همین محدودیت امکان اعمال سیاست‌های پولی را در موارد

لزوم سلب می‌نماید، به عبارت دیگر نقطه‌ی قوت این نظام یعنی عدم آزادی دولت در انتشار پول به نقطه‌ضعف آن تبدیل می‌شود.

۲- نظام ارزی برتن‌وودز (۱۹۴۴ تا ۱۹۷۳ میلادی)

همان‌طور که اشاره شد شرایط بین‌المللی بعد از جنگ جهانی اول تغییر یافته بود. آلمان که قبل از جنگ صادرکننده سرمایه بود، بعد از جنگ شدیداً به سرمایه احتیاج داشت. کشورهای فرانسه و انگلیس نیز در این زمان با کمبود سرمایه دست‌به‌گریبان بودند. آلمان علاوه بر احتیاج به سرمایه برای بازسازی خرابی‌های ناشی از جنگ، باید مبالغ هنگفتی نیز بابت خسارت به کشورهای پیروز جنگ پرداخت می‌کرد. این مسئله باعث افزایش تورم در کشورهای اروپایی گردید. برخی اقتصاددانان در این زمان برای از بین بردن بحران‌های مالی بین‌المللی توصیه می‌کردند که کشورها، مجدداً سیستم پایه‌ی طلا را برقرار کنند.

آلمان بر این اساس، در سال ۱۹۲۴ میلادی مجدداً سیستم پایه‌ی طلا را پذیرفت. انگلستان نیز در سال ۱۹۲۵ میلادی به برقراری سیستم مذکور تمایل نشان داد و با وضع قوانین و مقرراتی، سیستمی را پایه‌گذاری کرد که در آن طلا تنها پشتوانه پول داخلی نبود؛ بلکه ارزهای معتبر خارجی نیز می‌توانست، به‌عنوان قسمتی از ذخایر کشور و پشتوانه‌ی پول مورد استفاده قرار گیرد. این سیستم که به نظام پایه‌ی طلا-ارز مشهور است، قبل از جنگ جهانی دوم کم‌وبیش به‌صورت یک نظام بین‌المللی ارزی مورد پذیرش واقع شد. در این زمان پوند انگلیس و دلار آمریکا به‌عنوان ارزهای معتبر جهانی تلقی می‌شدند. سقوط سهام در بازار بورس نیویورک و بروز بحران مالی بین‌المللی در سال‌های ۱۹۲۹ میلادی پایه نظام بین‌المللی ارزی حاکم را به لرزه درآورد. بالاخره وقوع جنگ جهانی دوم در سال ۱۹۳۹ میلادی باعث فروپاشی کامل روابط اقتصادی جهانی شد.

ایجاد نظام نوین ارزی بین‌المللی با توجه به تحولاتی که در سیستم پولی بین‌المللی در خاتمه جنگ جهانی دوم به وجود آمد، اجتناب‌ناپذیر بود. سیستم پایه‌ی طلا که بعد از خاتمه جنگ اول جهانی، طرفدارانی پیدا کرد، جواب‌گوی نیازهای جوامع بعد از جنگ جهانی دوم نبود. سیستم پایه‌ی طلا-ارز در محدوده زمانی بین دو جنگ جهانی، کم‌وبیش جایگزین نظام پایه‌ی طلا شده بود و در آن زمان غیر از طلا، ارزهای معتبر جهان در برخی از کشورها پشتوانه‌ی پول داخلی شده بودند. برای اولین بار انگلستان و کشورهای مشترک‌المنافع در سال ۱۹۳۱ میلادی سیستم پایه‌ی طلا را رها کردند. فرانسه نیز که رهبری شش کشور دیگر را از نظر سیستم ارزی در دست داشت، در سال ۱۹۳۶ میلادی سیستم پایه‌ی طلا را ترک کرد.

از خصایص مهم دهه ۱۹۳۰ میلادی از بین رفتن سیستم متحداشکل ارزی بین‌المللی و ایجاد سیستم پایه‌ی طلا-ارز است. در این دهه، برقراری محدودیت‌های خروج ارز و رقابت در کاهش ارزش پول داخلی رواج یافت. یکی از مهم‌ترین موافقت‌نامه‌هایی که در دهه ۱۹۳۰ میلادی بین انگلستان، فرانسه و آمریکا منعقد شد، موافقت‌نامه‌ای است که در آن، اتخاذ سیاستی متحداشکل در رابطه با تبدیل نرخ ارز پیش‌بینی شده است. آمریکا و انگلیس بعد از جنگ جهانی دوم، به‌عنوان دارندگان ارزهای قوی بین‌المللی به ایجاد سیستم نرخ ارز ثابت و پرداخت‌های ارزی آزاد توافق نمودند.

مذاکرات نمایندگان ۴۴ کشور جهان در ژوئیه ۱۹۴۵ میلادی که در خاتمه منجر به انعقاد موافقت‌نامه برتون‌وودز شد، سه کمیسیون مهم به وجود آورد. موضوع ایجاد صندوق بین‌المللی پول در کمیسیون اول تحت بررسی قرار گرفت. کمیسیون دوم مسئله بانک بین‌المللی توسعه و ترمیم و سومین کمیسیون موضوع همکاری‌های مالی بین‌المللی را در دستور کار خود قرار دادند. در کمیسیون اول که دو سند بااهمیت یعنی برنامه کینز (پیشنهادی نمایندگان انگلیس) و برنامه وایت (پیشنهادی نمایندگان آمریکا) را بررسی می‌کرد؛ تصمیم به

ایجاد صندوق بین‌المللی پول گرفته شد. بر این اساس، نظام نوین بین‌المللی ارزی به وجود آمد که از سال ۱۹۴۵ تا ۱۹۷۳ میلادی عملاً اجرا می‌شد.

کینز اقتصاددان انگلیسی معتقد بود برای جلوگیری از بحران‌های اقتصادی در سطح جهانی باید کاهش نوسان‌های نرخ‌های برابری ارزها و بی‌نظمی در جریان سرمایه‌های مالی در اولویت قرار گیرد. به باور کینز برای عملی شدن این موضوع لازم بود که یک پول مرجع بین‌المللی و جدید به نام “بانکور” ایجاد کرد که به وسیله یک بانک جهانی به گردش درآمده و همه کشورها بتوانند با خریداری آن در ذخیره صندوق پولی این بانک شریک شوند.

در مقابل طرح وایت آمریکایی با اتکا بر قدرت مالی کشورش که در آن زمان بالاترین ذخیره طلای جهان را در دست داشت، عرضه شد. وی معتقد بود که ایجاد هرگونه نظام تمرکز یافته پولی و بانکی در جهان نیازمند سرمایه‌های بزرگی است که عمده آن‌ها را باید آمریکا تأمین نماید بنابراین به نظر نماینده آمریکا کاملاً منطقی بود که معماری نظام مالی جدید جهانی به گونه‌ای انجام گیرد که منافع کوتاه‌مدت و درازمدت آمریکا را نیز تأمین کند. وایت با زیر سؤال بردن اصول اساسی نظریه کینز توانست با اتکا به قدرت سیاسی کشور خود، طرحش را به کرسی نشاند. سیستم ارزی بین‌المللی که در کنفرانس برتون‌وودز توافق گردید، دارای سه اصل بود:

۱. نرخ ثابت درعین حال انعطاف‌پذیر ارز

۲. قابلیت تبدیل ارز به طلا

۳. دلار ارز قابل تبدیل و قابل ذخیره

دو اصل اول و دوم مورد پذیرش اعضا قرار گرفت؛ اما در مورد اصل سوم سکوت شد. سیستم ارزی در آن زمان بر اساس رابطه بین دلار و طلا (یک دلار آمریکا = ۰/۸۸۸۶۷۱ گرم طلا) عمل می‌کرد. نسبت ثابت بین ارزها، کشورهای عضو را متعهد می‌کرد که نرخ ارز خود را مقابل دلار بیش از ۱ درصد تغییر ندهند. حداکثر دامنه تغییر ارزهای

مختلف نیز ۴ درصد پیش‌بینی شد. تغییرات نرخ ارز کشورها خارج از معیارهای تعیین‌شده فقط در صورت وجود عدم تعادل اساسی در تراز پرداختها امکان‌پذیر بود. قابلیت تبدیل ارزها، درنهایت به معنی ممنوعیت از برقراری محدودیت‌های تجاری و ایجاد تبعیض در تجارت بین‌الملل بود؛ ولی اصل قابلیت تبدیل ارزها از دو جهت خدشه‌دار شد. اول اینکه صندوق نتوانست تعریف دقیق از کشورهای عضو ارائه دهد و ثانیاً عملاً محدودیت‌های ارزی امکان‌پذیر شد. دلار بعد از جنگ جهانی دوم نه تنها ارز مسلط و معیار سنجش ارزش در مقابل دیگر ارزها در رابطه با یک گرم طلای ناب بود، بلکه تبدیل به ارز قابل انتقال و قابل ذخیره نیز گردید.

دلار در خاتمه‌ی جنگ، قوی‌ترین ارز در کشورهای غربی و به‌عنوان وسیله پرداخت بین‌المللی مورد شناسایی قرار گرفته بود. از طرف دیگر، چون دلار قابلیت تبدیل به طلا را داشت و بانک مرکزی آمریکا هر مقدار دلار را به طلا تبدیل می‌کرد، به‌عنوان ارز قابل ذخیره نیز مورد قبول واقع گردید. چون کشورهای عضو موظف بودند که رابطه بین ارزش دلار و واحد پول داخلی خود را در محدوده معینی ثابت نگه دارند، از این جهت مشکلاتی در مورد نرخ تبدیل ارز و تراز پرداخت‌های خارجی برای آمریکا پیش نمی‌آمد. کسری مزمن تراز پرداخت‌های آمریکا که بی‌تأثیر بر وضعیت اقتصادی سایر کشورهای صنعتی نبود، یکی از دلایلی بود که نظام برتون‌وودز را دچار مخاطره کرد.

تراز تجاری آمریکا در سال ۱۹۶۹ میلادی مبلغ ۸/۶ میلیارد دلار مازاد داشت ولی در سال ۱۹۷۱ میلادی، قریب ۲/۷ میلیارد دلار و در سال ۱۹۷۲ میلادی به میزان ۶/۴ میلیارد دلار کسری داشت. در ماه دسامبر سال ۱۹۷۱ میلادی، نمایندگان ده کشور صنعتی (بلژیک، کانادا، فرانسه، آلمان، ایتالیا، ژاپن، هلند، سوئد، انگلیس و آمریکا) در مؤسسه اسمیت سونین در آمریکا دورهم گرد آمده و راه‌های بهبود نظام ارزی بین‌المللی را مورد بحث قرار دادند. در

خاتمه توافق شد که آمریکا نرخ برابری دلار را که به‌جای هر اونس ۳۵ دلار، به میزان هر اونس ۳۸ دلار تعیین کند.

این تغییر نرخ برابری به معنی کاهش ارزش دلار به میزان تقریبی ۸/۷۵ درصد در مقابل سایر ارزهای معتبر محسوب می‌شد. این توافق به موافقت‌نامه اسمیت سونین مشهور است.

اما اقدام فوق که در ابتدا با خوش‌بینی همراه بود، نتوانست مشکلات نظام ارزی بین‌المللی و همچنین تراز پرداخت‌های آمریکا را از بین ببرد. بدین ترتیب آمریکا مجدداً در فوریه ۱۹۷۳ میلادی اقدام به کاهش ارزش دلار به میزان ده درصد کرد و ارزش هر اونس طلا را به‌جای ۳۹ دلار، ۴۲/۲۲ دلار تعیین نمود. این اقدام آمریکا باعث ایجاد بدبینی بین سایر کشورهای صنعتی شده و موجب گردید که آن‌ها در ماه مارس ۱۹۷۳ میلادی نظام نرخ ثابت ارز را رها کرده و نظام ارز شناور کنترل شده را به مرحله اجرا درآوردند.

۳- انواع نظام‌های ارزی موجود

همان‌طور که اشاره شد در سال ۱۹۷۳ میلادی رابطه برخی از ارزهای معتبر جهان با طلا حذف گردیده و در اصطلاح شناور شدند. از این‌پس، تعیین نرخ ارز به مکانیسم بازار از طریق تعامل نیروهای عرضه و تقاضا واگذار شد. کشورهای عضو صندوق، ارز خود را به دلار و یا به بلوک‌های ارزی شناور دیگر (مانند پوند) وابسته کردند.

به این ترتیب، سیستم نرخ ارز ثابت از بین رفته و سیستم پولی بین‌المللی برتون‌وودز از هم‌پاشیده شد. شناور شدن ارزها و افزایش قیمت نفت در سال ۱۹۷۴ میلادی باعث شد که اصلاح سیستم پولی بین‌المللی بیش از هر زمان دیگر الزام‌آور گردد.

هرچند سیستم نرخ‌های ثابت ارز از میان‌رفته بود ولی جامعه اقتصادی اروپا^۱ اعتقاد داشت که سیستم نرخ ارز شناور مشکلات زیادی دارد و بنابراین در سال ۱۹۷۲ میلادی برای ارزهای کشورهای اروپایی محدوده کوچکی برای نوسان تعیین گردید. سال بعد از آن این سیستم با شکست مواجه شد و فرانک آلمان به قوی شدن و لیر ایتالیا به ضعیف شدن ادامه دادند. دلار آمریکا نیز حدود ۱۰ درصد کاهش ارزش داشت. در اواسط دهه ۱۹۷۰ میلادی سیستم نرخ ارز شناور به صورت مؤثری شروع به کار کرد.

کشورهای اروپایی همچنان اعتقاد داشتند که به یک ثبات بین ارزهایشان نیاز دارند. در سال‌های ۱۹۷۸ تا ۱۹۷۹ میلادی سیستم پولی اروپا^۲ تأسیس شد. این سیستم به صورت مؤثری نرخ‌های ارزهای اصلی اروپا را از طریق حمایت‌های بانک مرکزی اروپا نسبت به یکدیگر ثابت نگه می‌داشت. نام این مقررات جدید مکانیزم نرخ ارز^۳ بود. با وجود فشارهای مقطعی، این سیستم برای چندین سال کارآمد بود. در مقابل دلار آمریکا برای چندین سال به تضعیف شدن ادامه داد. در سال ۱۹۸۶ میلادی ارزش دلار نسبت به ارزهای اروپایی حدود ۲۵ درصد کاهش یافت. بسیاری از بانک‌های مرکزی با همکاری یکدیگر و در یک تلاش موفقیت‌آمیز مانع کاهش بیشتر ارزش دلار شدند. چنین دخالت‌هایی در محیط به اصطلاح نرخ شناور ارز، زمانی "شناور کثیف"^۴ نامیده می‌شد.

در سال ۱۹۹۲ میلادی یک اتفاق بی‌سابقه روی داد. جورج سوروس^۵ مدیر صندوق کوانتوم^۶، معاملات بزرگی در بازار ارز انجام داد. او اعتقاد داشت که پوند انگلیس و لیره ایتالیا هر دو بیش از ارزش واقعی خود در بازار هستند، لذا اقدام به فروش آن‌ها نمود. این عمل وی

1 European Economic Community (EEC)

2 European Monetary System (EMS)

3 Exchange Rate Mechanism (ERM)

4 Dirty float

5 George Soros

6 Quantum Fund

باعث تضعیف و درنهایت خنثی کردن مکانیزم نرخ ارز (ERM) که بر اساس آن کشورها متعهد بودند نرخ ارز خود را در دامنه محدودی تثبیت نمایند، کمک شایانی کرد و انگلستان مجبور شد از سیستم پولی اروپا انصراف دهد.

سال بعد از انعقاد پیمان ماستریخت^۱ اتحادیه اروپا^۲، جایگزین جامعه اقتصادی اروپا شد اما در ۱۹۹۳ میلادی محدوده تغییرات نرخ ارز از ۲/۵ درصد به ۱۵ درصد افزایش یافت و همچنین سیستم نرخ ارز شناور به صورت کارآمدی بین ارزهای اصلی اروپا برقرار شد و عملاً بخش عمده‌ای از کشورهای توسعه‌یافته به نظام ارزی شناور پیوستند.

با حرکت اقتصادهای بزرگ دنیا به نظام ارزی شناور، معاملات در بازار ارز نیز دچار دگرگونی‌هایی در زیرساخت‌های معاملاتی شد. پیشرفت‌های چشم‌گیری در تکنولوژی معاملات در اوایل دهه ۱۹۹۰ میلادی رخ داد. تا آن زمان بیشتر معاملات فارکس از طریق تلفن یا مراجعه حضوری به کارگزاران انجام می‌شد. سال ۱۹۹۳ میلادی به‌عنوان سال تولد معاملات الکترونیکی مدرن فارکس شناخته می‌شود. در آن سال سیستم کارگزاری الکترونیک، که به روبات^۳ مشهور بود، شفافیت بسیار زیادی برای معاملات فارکس به وجود آورد. این سیستم به‌وسیله ۱۵ بانک به‌عنوان یک ابزار معامله واسطه به‌واسطه^۴ بنیان‌گذاری گردید.

هرچند بعد از فروپاشی نظام برتون‌وودز صندوق بین‌المللی پول نظام نرخ ارز شناور را برای کشورهای عضو توصیه کرده است ولی آنچه در دنیای واقعی وجود دارد طیف متنوعی از نظام‌های ارزی است که از نظام ارزی میخکوب آغاز شده تا یک نظام کاملاً شناور ادامه دارد که در ادامه این بخش به آن‌ها پرداخته شده است.

1 Maastricht Treaty

2 European Union (EU)

3 The robot

4 Dealer-to-dealer

۳-۱- نظام ارزی بدون پول قانونی مشخص^۱

نظام ارزی بدون پول قانونی مشخص نوعی از نظام ارزی محسوب می‌شود که رسماً توسط مقامات ارزی یک کشور معرفی می‌شود. در این حالت، ارز یک کشور دیگر به‌عنوان تنها پول قانونی در گردش است. انتخاب چنین رویکردی برای تنظیم بازار به معنای از دست دادن کامل کنترل سیاست پولی داخلی توسط مقامات پولی کشور است؛ به‌عبارت‌دیگر در این نظام ارزی یک ارز خارجی به‌عنوان پول رسمی کشور مورد استفاده قرار می‌گیرد و عملاً مقامات پولی هیچ تسلطی بر آن ارز و در نتیجه سیاست‌های پولی ندارند. کشورهای اروپایی که در اتحادیه اروپا عضو هستند و از واحد پولی یورو تبعیت می‌کنند ساختاری شبیه به همین نظام ارزی دارند، با این‌وجود این نظام ارزی با آنچه در اروپا وجود دارد تفاوت‌هایی دارد. از ۱ ژانویه ۲۰۰۷ میلادی نظام ارزی کشورهایی که عضو یک اتحادیه پولی یا ارزی هستند و بر اساس پول یا ارز مشترک کار می‌کنند، ذیل نظام مدیریت ارزی مشترک^۲ طبقه‌بندی شده‌اند. این طبقه‌بندی مبتنی بر رفتار ارز مشترک است درحالی‌که طبقه‌بندی محل بحث این قسمت مربوط به شرایطی است که با فقدان یک پول معتبر داخلی مواجه هستیم.

۳-۲- نظام نرخ ارز ثابت^۳

این طبقه‌بندی از نظام ارزی نیز رسماً توسط مقامات ارزی یک کشور معرفی می‌شود. نظام نرخ ارز ثابت به این معناست که مقامات پولی کشور با قانون‌گذاری و تعیین یک نرخ ارز مشخص، تمام مبادلات ارزی را انجام می‌دهند. طبیعی است که در این نظام ارزی هدف اصلی تأمین ارز مورد نیاز برای عرضه در آن قیمت مشخص و انجام تعهدات

1 Exchange rate arrangement with no separate legal tender

2 Governing the joint currency

3 Currency board

است. این بدان معناست که معمولاً پول داخلی به‌طور کامل پشتوانه‌ای به نام ارز خارجی یا دارایی خارجی دارد و لذا نقش سنتی بانک مرکزی در کنترل پول از بین رفته است.

۳-۳- نظام میخکوب ارزی متداول^۱

این طبقه‌بندی از نظام ارزی نیز رسماً توسط مقامات ارزی یک کشور معرفی می‌شود. در این شیوه از نظام ارزی، مقامات پولی تصمیم می‌گیرند که پول داخلی کشور را با یکی از ارزهای معتبر یا سبدي از ارزهای معتبر در تجارت‌های بین‌المللی هماهنگ و همراه کنند و با تعیین نرخ ثابتی برای مبادله پول داخلی با آن ارز خارجی یا سبدي ارز خارجی، سیستم پولی و ارزی کشور را مدیریت نمایند. منظور از سبدي ارزی تعدادی از ارزهای مهم و تأثیرگذار در دنیا هستند که وزن آن‌ها در سبدي موردنظر بر اساس میزان استفاده از این ارزها در تجارت جهانی، گستره جغرافیایی استفاده و جریان سرمایه آن‌ها است. ارز موردنظر در این رژیم ارزی یا سبدي ارزی انتخاب شده در این نظام ارزی، به‌صورت رسمی به عموم مردم اطلاع‌رسانی شده و ضمناً اطلاعات آن به صندوق بین‌المللی پول نیز ارسال می‌شود. مقامات پولی کشورهایی که نظام میخکوب متداول را برمی‌گزینند آمادگی کامل دارند که برای ثابت نگه‌داشتن نرخ ارز اعلام شده، دخالت مستقیم و غیرمستقیم در بازار داشته باشند. شیوه دخالت مستقیم به این صورت است که با خرید و فروش ارز خارجی در بازار سعی می‌کنند بازار و نرخ ارز تعیین شده را مدیریت نمایند. در شیوه غیرمستقیم نیز با استفاده از سیاست‌های مختلفی از جمله سیاست‌های نرخ بهره، قانون‌گذاری در بازار داخلی ارز خارجی، ترغیب و توصیه‌های اخلاقی به‌منظور محدود کردن مبادلات خارجی و دخالت با استفاده از سایر ابزارهای عمومی می‌توانند هدف‌گذاری خود مبنی بر میخکوب کردن نرخ ارز را تحقق بخشند. با این وجود هیچ تعهد و الزامی وجود ندارد که بخواهد نرخ برابری دو ارز را ثابت نگه دارد. در واقعیت هم این‌گونه

1 Conventional peg

است که معمولاً این رژیم‌های ارزی با نوساناتی ± 1 درصدی حول یک قیمت مشخص و مرکزی مواجه هستند. در مجموع در این نظام ارزی به‌گونه‌ای رفتار می‌شود که نوسانات در طول یک دوره ۶ ماهه از ± 2 درصد بیشتر نباشد.

۳-۴- نظام ارزی باثبات^۱

نظام ارزی باثبات به این معناست که نوع مدیریت بازار ارز به‌گونه‌ای باشد که نرخ مبادلات ارز در بازار نقدی در یک دوره ۶ ماهه یا بیشتر از آن از ± 2 درصد بیشتر نباشد، ضمن اینکه نظام موردنظر شناور نیز نخواهد بود (جز در شرایطی خاص که در آن نرخ ارز تعدیل می‌شود، سعی بر آن است که نرخ ارز باثبات باشد). ارز موردنیاز برای تأمین این ثبات بر اساس یک ارز یا سبدهی از ارزها، با به‌کارگیری تکنیک‌های محاسباتی تعیین می‌شود.

۳-۵- نظام ارزی میخکوب خزنده^۲

این طبقه‌بندی از نظام ارزی نیز رسماً توسط مقامات ارزی یک کشور معرفی می‌شود. در این نظام ارزی، نرخ ارز به‌صورت تدریجی و با آرامی با نسبت ثابت و یا در واکنش به تغییر در شاخص‌های خاص مانند تفاضل تورم در گذشته و یا تفاضل بین تورم انتظاری و تورم هدف تغییر می‌کند. نرخ تغییر (خزیدن) می‌تواند بر سه اساس تعیین شود: ۱- تغییرات در تورم تعدیل‌شده (نگاه به گذشته)، ۲- با نرخ ثابت از قبل تعیین‌شده، ۳- با نرخ تفاضل تورم برنامه‌ریزی‌شده (نگاه به آینده). هر قاعده‌ای که در اینجا تصمیم‌گیری شود به‌صورت عمومی به مردم اعلام شده و به صندوق بین‌المللی پول گزارش می‌شود.

1 Stabilized arrangement

2 Crawling peg

۳-۶- نظام ارزی شبه خزنده^۱

نظام ارزی شبه خزنده به این صورت است که در آن نرخ ارز می‌تواند با حاشیه ± 2 درصدی حول یک‌روند ۶ ماهه یا بیشتر نوسان داشته باشد و این روند بر اساس روش‌های معین آماری تعیین می‌شود. این نوع از نظام ارزی به‌گونه‌ای مدیریت می‌شود که نمی‌توان نام آن را شناور گذاشت و لذا از جنس نظام‌های ارزی با نرخ ثابت تلقی می‌شود. مهم‌ترین کارکرد این نوع از نظام ارزی این است که اولاً با از بین بردن نوسانات، ریسک و عدم اطمینان را حداقل می‌کند و ثانیاً از بی‌ثباتی در اقتصاد جلوگیری می‌کند. در این نظام ارزی یک حداقل نرخ تغییر بالاتر از آنچه در نظام ارزی می‌خکوب خزنده اجازه داده شده است، مورد نیاز است. باین‌حال نظام ارزی شبه خزنده زمانی رخ می‌دهد که نرخ ارز به‌صورت پیوسته و یکنواخت سالانه حداقل یک درصد با کاهش ارزش یا افزایش ارزش همراه باشد.

۳-۷- نظام ارزی با نرخ مبادله می‌خکوب شده در محدوده افقی

مشخص^۲

این طبقه‌بندی از نظام ارزی نیز رسماً توسط مقامات ارزی یک کشور معرفی می‌شود. بر اساس این نوع از نظام ارزی، نرخ ارز می‌تواند با حاشیه مشخصی که حداقل ± 1 درصد است، حول نرخ مرکزی معینی نوسان داشته باشد. البته برای این نظام ارزی تعریف دیگری نیز ارائه شده است که در آن فرض می‌شود حاشیه بین حداقل قیمت ارز و حداکثر قیمت ارز از ۲ درصد بالاتر باشد. در این نظام ارزی نرخ مرکزی و پهنای نوسانات به‌صورت عمومی اعلام شده و به صندوق بین‌المللی پول نیز گزارش می‌شود.

1 Crawl-like arrangement

2 Pegged exchange rate within horizontal bands

۳-۸- سایر نظام‌های ارزی مدیریت شده^۱

زمانی که نظام ارزی مدیریت شده باشد و در قالب هیچ‌کدام از معیارهای پیشین گنجانده نشود، تحت این عنوان طبقه‌بندی می‌شود. خصوصاً نظام‌های ارزی که با تغییر و انتقال سیاست‌ها مواجه می‌شوند، تحت این نظام قرار می‌گیرند.

۳-۹- نظام ارزی شناور^۲

در این نوع از نظام ارزی هیچ روند مشخص و پیش‌بینی شده و حتی نوسان مشخصی برای قیمت ارز در نظر گرفته نمی‌شود و این سازوکار بازار است که قیمت‌ها را تعیین می‌کند. در اینجا ثبات نرخ ارز از طریق مداخله مراجع رسمی نیست. دخالت در بازار می‌تواند هم به صورت مستقیم و هم به صورت غیرمستقیم باشد و هدف آن متعادل کردن نرخ تغییرات است و از تغییرات ناخواسته در نرخ ارز جلوگیری می‌کند. در عین حال سیاست‌هایی که نرخ ارز را هدف‌گذاری می‌کنند از حیطة نظام ارزی شناور خارج هستند. نظام ارزی شناور ممکن است نوسانات نرخ ارز بیشتر یا کمتری را در زمان ایجاد شوک از خود نشان دهد. تراز تجاری، ذخایر ارزی و توسعه بازارهای موازی از جمله شاخص‌هایی هستند که برای مدیریت نرخ ارز در این بازار مدنظر قرار می‌گیرند.

۳-۱۰- نظام ارزی شناور آزاد^۳

نرخ ارز شناور آزاد زمانی اتفاق می‌افتد که دخالت در بازار یک امر استثنایی باشد و بخواهد شرایط بی‌نظمی بازار را سامان دهد. گاهی نظام ارزی شناور آزاد این‌گونه هم تلقی می‌شود که حداکثر دخالت دولت در بازار در طول یک دوره شش‌ماهه سه بار باشد و هرکدام بیش از ۳ روز کاری طول نکشد.

1 Other managed arrangement

2 Floating

3 Free floating

جمع‌بندی

نظام ارزی مجموعه‌ای از سازوکارهایی است که بر اساس آن نرخ برابری ارزهای خارجی در مقابل پول ملی یک کشور تعیین می‌شود. با رشد اقتصاد و توسعه تجارت در دنیا نرخ ارز اهمیت به سزایی یافت و بر همین اساس از قرن نوزده میلادی در کشورهایی که امروزه از آن‌ها به‌عنوان کشورهای توسعه‌یافته یاد می‌شود موضوع نرخ ارز مورد توجه قرار گرفت. با توجه به اینکه در این دوره پول کاغذی به‌جای پول فلزی در حال گسترش بود، اهمیت تعیین نرخ ارز بیش‌ازپیش احساس شد. بر همین اساس مکانیسم تعیین نرخ ارز نظام‌مند شد و دولت‌ها قواعدی برای این امر ایجاد نمودند. اولین قاعده برای تعیین نرخ ارز به نظام استاندارد طلا مشهور شد که بر اساس آن رابطه بین طلا و پول ملی کشورها مشخص‌کننده‌ی نرخ ارز شد. این روش تا جنگ جهانی اول ادامه یافت تا این‌که دولت‌ها به دلیل افزایش هزینه‌های ناشی از جنگ و کسری بودجه اقدام به انتشار پول بدون پشتوانه‌ی طلا کردند و عملاً رابطه طلا با پول قطع شد و نظام پایه‌ی طلا از بین رفت. این مسئله باعث فروپاشی نظام استاندارد طلا شد. نظام ارزی بعدی که تا حدودی در دنیا فراگیر شد نظام برتن‌وودز بود که به پیشنهاد آمریکا و تأیید ۴۴ کشور دنیا مقرر شد که این کشورها نرخ ارز خود را در مقابل دلار مشخص نمایند و آمریکا دلار خود را بر اساس طلا قیمت‌گذاری نموده و متعهد به تبدیل دلار به طلا بر اساس نرخ مشخص باشد. این نظام جدید نیز به دلیل عدم پایداری آمریکا به تعهدات خود از بین رفت و در نهایت کشورهای توسعه‌یافته، نظام نرخ ارز شناور را به‌عنوان نظام تعیین نرخ ارز انتخاب کردند. بر اساس این مدل نرخ ارز همانند سایر قیمت‌ها در بازار و بر اساس مکانیسم عرضه و تقاضا کشف می‌شود. البته نرخ ارز شناور نیز خود انواع مختلفی از نظر درجه‌ی آزاد بودن نرخ ارز و میزان دخالت بانک مرکزی در کشف نرخ دارد.

هرچند پس از برتن‌وودز نظام نرخ ارز شناور مورد استقبال کشورهای مختلف در دنیا قرار گرفته ولی همچنان انواع مختلفی از نظام‌های ارزی در دنیا حاکم است که در انتهای فصل حاضر برخی از آنها مورد بررسی قرار گرفت.

منابع و مأخذ

۱. برانسون، ویلیام، شاکری، عباس. تئوری و سیاست‌های اقتصاد کلان، نشر نی، ۱۳۹۲.
۲. بهادر، علی. نظام‌های ارزی؛ دسته‌بندی، شناسایی و آثار اقتصادی، پژوهشکده پولی و بانکی، ۱۳۹۴.
۳. پژوهان، جمشید. پول و ارز و بانکداری، دانشگاه پیام نور، ۱۳۸۵.
۴. رحمانی، تیمور. اقتصاد کلان، نشر برادران، ۱۳۹۴.
۵. فرجی، یوسف، توتونچیان، ایرج. پول، ارز و بانکداری، شرکت چاپ و نشر بازرگانی، ۱۳۹۰.
6. Tavlas, George. "The Economics of Exchange Rate Regimes: A Review Essay." *The World Economy*, 2003: 1215-1246.
7. Tavlas, George, Harris Dellas, and Alan Stockma. "The Classification and Performance of Alternative Exchange-Rate Systems." *European Economic Review*, 2008: 941-963.

فصل سوم: بحران‌های ارزی

مقدمه

بحران ارزهای داخلی یا بحران واحدهای پولی داخلی کشورها که اقتصاددانان از آن به‌عنوان کاهش ناگهانی و شدید ارزش پولی یک کشور در برابر دلار آمریکا یاد می‌کنند، از زمان استفاده از پول، به‌صورت مکرر رخ داده است. ممکن است این سؤال پیش بیاید که تغییرات نرخ ارز تا چه میزان باشد به‌عنوان بحران شناخته خواهد شد؟ در پاسخ باید گفت بحران‌هایی ارزی نیز وجود داشته است که در آن‌ها لزوماً نرخ ارز تغییرات خاصی نداشته است. لذا بحران ارزی فقط معادل با تغییرات شدید در نرخ ارز نیست.

آن‌گونه که در فصل قبل توضیح داده شد پذیرش پول در یک اقتصاد بر اساس اعتقاد و باور است و می‌دانیم اعتقاد و باور نیز می‌تواند دچار تزلزل شود. بیشتر افراد، زمانی که درباره بحران یا سقوط فکر می‌کنند به نزول چشمگیر قیمت‌ها در بازار سهام فکر می‌کنند. در بحران‌ها، سهام تمایل به ریزش و کالاهای تمایل به صعود دارند. در این شرایط در بازار ارز چه می‌شود؟ اگر یک ارز سقوط کند ارز مقابل آن به‌صورت نسبی باید صعود کند. برخلاف مورد سهام که نزول آن برای همه دردآور است، تغییرات در بازار ارز برای گروهی سودآور و برای گروهی دیگر دردآور است.

در این فصل برخی از مهم‌ترین بحران‌های ارزی مدرن برای روشن شدن دلایل و امکان وقوع آن‌ها در آینده بررسی شده‌اند. سپس به سه بحران ارزی ایران که در سال‌های ۱۳۷۲، ۱۳۸۱ و ۱۳۹۱ شمسی رخ داده‌اند اشاره شده است.

۱- پایان برتون‌وودز (۱۹۷۳)

همان‌طور که در فصل قبل اشاره شد کنفرانس برتون‌وودز رژیم نرخ ارز ثابت را برای ارزهای اصلی جهانی وضع نمود و هر از چند گاهی در نرخ‌هایی که در برتون‌وودز وضع شده بود تعدیلاتی انجام می‌شد که این تغییرات و تعدیلات دوره‌ای به‌عنوان نظام ارزی

میخکوب خزنده شناخته می‌شود. در سال ۱۹۶۷ میلادی پوند استرلینگ دچار نوسان شد. در نوامبر همان سال بانک مرکزی انگلستان که توسط سایر بانک‌های مرکزی حمایت می‌شد، قادر به نگهداری پوند نبود و لذا ارزش پوند به شدت کاهش یافت و پس از برتون‌وودز این اولین باری بود که دخالت‌های یک بانک مرکزی برای ثابت نگه داشتن نرخ ارز در بازار با شکست مواجه می‌شد. در سال ۱۹۶۸ میلادی دلار آمریکا تحت فشار قرار گرفت. آلمان متعهد گردید با جذب دلار آمریکا در بازار مانع از تقویت مارک گردد. در سال ۱۹۶۹ میلادی مارک آلمان ناگهان مورد استقبال قرار گرفت. دو سال بعد رئیس‌جمهور وقت آمریکا قابلیت تبدیل دلار به طلا را معلق نمود و برای مواجهه با تضعیف دلار کنترل دستمزدها و قیمت‌ها را وضع نمود.

در دسامبر سال ۱۹۷۱ میلادی برتون‌وودز با توافق دیگری که اجازه نوسان تا میزان ۲/۲۵ درصد را به بانک‌های مرکزی می‌داد و هر اونس طلا را نیز معادل ۳۸ دلار میخکوب می‌کرد، جایگزین شد. این توافق در موسسه اسمیت سونین در واشینگتن امضا شد و به‌همین دلیل به‌نام توافق اسمیت سونین شناخته می‌شود. در سال ۱۹۷۲ میلادی جامعه اقتصاد اروپا (EEC) این دامنه نوسان را برای ارزهای اصلی آن قاره به نصف کاهش داد تا ریسک نرخ ارز کشورهای اروپایی را کاهش دهد. در سال ۱۹۷۳ میلادی ارزش دلار آمریکا ۱۰ درصد کاهش یافت. این اتفاق باعث شد تا سیستم نرخ ارز ثابت به رژیم نرخ ارز شناور تغییر یابد. این برجسته‌ترین اتفاق در تاریخ بازارهای ارز است.

در سال ۱۹۸۵ میلادی یک کنفرانس بین‌المللی دیگر با شرکت کشورهای آمریکا، انگلیس، فرانسه، آلمان و ژاپن در هتل پلازای نیویورک تشکیل شد. در آن کنفرانس توافق شد که اعضا متعهد شوند در تلاشی هماهنگ در جهت کاهش ارزش دلار مشارکت نمایند. در سال بعد ارزش دلار حدود ۲۵ درصد کاهش یافت. سال ۱۹۸۷ میلادی پیامدهای منفی

سقوط آزاد دلار مشخص شد و بسیاری از بانک‌های مرکزی جهت برعکس کردن این روند در بازار مداخله نمودند.

۲- بانک هرستات (۱۹۷۴)

همان‌طور که در مقدمه این فصل اشاره شد بحران ارزی تنها به معنای سقوط ارزش پول ملی در مقابل ارزهای خارجی نیست. بحران بانک هرستات یکی از بحران‌های ارزی است که عامل آن مشکل در تسویه معاملات صورت گرفته در بازار بود و نتیجه آن به‌جای سقوط ارزش پول ملی اختلال در تسویه معاملات ارزی بود.

یکی از موضوعات در تسویه بازارهای ارز جهانی این است که دریافت ارز از فروشنده و تحویل آن به خریدار در زمان‌های مختلفی در روز صورت می‌گیرد. به‌عبارت‌دیگر ممکن است فروشنده ارزی که شما خریداری کرده‌اید تا قبل از صبح تحویل داده باشد ولی تحویل آن به شما تا ظهر نیز به طول انجامد. اگرچه ممکن است این مسئله موضوع مشکل برانگیزی به نظر نیاید، اما ریسک تسویه^۱ یک موضوع واقعی و مهم در بازار ارز است و شاید مشهورترین مثال در این زمینه بانک هرستات باشد.

در ژوئن ۱۹۷۴ میلادی مجوز بانکداری بانک هرستات توسط مراجع قانونی آلمان لغو شد و تمامی شعب محلی آن تعطیل و در همان روز وارد فرآیند انحلال و تصفیه شد. این بانک پرداخت‌هایی سفارش داده بود درحالی‌که قادر به پر کردن حساب خود در محدوده‌ی زمانی آمریکا نبود و به همین دلیل تعهدات بانک هرستات در آمریکا معلق شد. ورشکستگی بانک هرستات باعث شد به مدت سه روز در تسویه مبادلات بازار ارز نیویورک اختلال ایجاد شود. این اتفاق به‌عنوان رویدادی شناخته می‌شود که شامل عناصر ریسک تسویه، ریسک مقررات، ریسک اعتباری، ریسک نقدینگی، ریسک بازار، ریسک جایگزینی، ریسک حقوقی،

1 Settlement risk

ریسک قیمت، ریسک منطقه زمانی و غیره است. در حال حاضر بخش قابل توجهی از این ریسک‌ها به دلیل استفاده از سیستم‌های تسویه الکترونیکی پیوسته از بین رفته‌اند.

۳- بحران اروپا (۱۹۹۲)

در سال ۱۹۷۹ میلادی بیشتر کشورهای تشکیل‌دهنده‌ی اتحادیه اروپا به یک توافق که تحت عنوان سازوکار نرخ ارز اروپا^۱ (ERM) شناخته می‌شود، وارد شدند. یکی از جنبه‌های منحصربه‌فرد این سیستم ایجاد یک واحد پولی جدید به نام واحد پولی اروپا^۲ (ECU) بود. با متصل شدن ارزها به صورت جداگانه به این واحد پولی، نرخ جفت ارزهای مختلف مشخص می‌شد. دخالت بانک مرکزی زمانی امکان‌پذیر بود که نرخ یک ارز به میزان ۷۵ درصد از حداکثر دامنه نوسان تعیین‌شده تغییر کند. این سیستم همراه با تعدیلات دوره‌ای تا سال ۱۹۹۲ میلادی به کار ادامه داد.

در سپتامبر سال ۱۹۹۲ میلادی آشفتگی ناشی از تصویب پیمان ماستریخت در فرانسه، نبود مشارکت بانک مرکزی اروپا و کاهش قطعی اعتبار بانک مرکزی انگلستان در نگهداری ارزش پوند در دامنه‌ی تعیین‌شده باعث شد جورج سوروس و دیگر سرمایه‌گذاران برای فروش پوند به بازار هجوم آوردند. در آن زمان بانک مرکزی انگلیس حدود ۱۵ میلیارد دلار از ذخایر ارزی خود را صرف خرید پوند نمود. متعاقب آن ذخایر ارزی انگلیس به شدت افت کرد و پوند مجبور به خروج از سازوکار نرخ ارز اروپا (ERM) شد. در آن ماه سوروس حدود ۲ میلیارد دلار سود کرد و پس از آن وی را به‌عنوان مردی که بانک مرکزی انگلیس را شکست داد نام نهادند.

1 European Exchange Rate Mechanism

2 European Currency Unit

۴- بحران آسیای شرقی (۱۹۹۷)

تا سال ۱۹۹۶ میلادی کشورهای جنوب شرق آسیا شامل تایلند، اندونزی و کره جنوبی توانستند بیش از نیمی از سرمایه‌گذاری‌های خارجی کشورهای توسعه‌یافته را به‌سوی خود جذب نمایند. اتکای بالای این کشورها به سرمایه‌گذاری خارجی در سال ۱۹۹۶ میلادی زمینه‌ساز بروز بحران ارزی در این کشورها شد.

در آن زمان بحران مالی در آمریکای لاتین از جمله برزیل و آرژانتین سبب شد سرمایه‌گذاران غربی اطمینان خود را نسبت به اوراق بهادار کشورهای آسیای جنوبی نیز از دست بدهند و شروع به بیرون کشیدن پول‌های خود نمایند. این مسئله فشار زیادی به واحد پولی کشورهای مذکور وارد نمود و در نهایت منجر به بروز بحران ارزی برای این کشورها شد.

علت اصلی این بحران که در واقع از تابستان ۱۹۹۶ میلادی شروع شد، خروج دسته‌جمعی سرمایه‌گذاران از بازار سهام تایلند بود. بت (واحد پول تایلند) مورد هجوم سفته‌بازان قرار گرفت، اما سیل واقعی هنگامی شروع شد که سرمایه‌گذاران شرقی اقدام به فروش دارایی‌های وابسته به بت کردند. یکی از جنبه‌های جالب این بحران انتقال آن به کشورهای منطقه از جمله مالزی، اندونزی، فیلیپین و کره جنوبی بود. احتمال تضعیف بیشتر بت پیامدهای منفی زیادی برای کشورهای همسایه و شرکای تجاری تایلند به وجود آورد.

۵- بحران روسیه (۱۹۹۸)

این بحران به‌عنوان بحران بدهی روسیه شناخته می‌شود که با کاهش ارزش رسمی روبل روسیه در آگوست سال ۱۹۹۸ میلادی آغاز شد و در یک دوره کوتاه ارزش روبل حدود ۸۰ درصد کاهش یافت.

موتور محرک بحران مالی در روسیه کسری بودجه دولت بود. با کاهش قیمت جهانی نفت و متعاقباً کاهش درآمد صادراتی روسیه، ذخایر ارزی این کشور کاهش یافت. بی‌تدبیری‌های دولت وقت نیز باعث گردید مشکلات ایجادشده به‌درستی مدیریت نشود. از طرف دیگر اختلافات سیاسی دولت و مجلس به مشکلات اقتصادی دامن زد. با کاهش ارزش روبل و سقوط بورس روسیه فشار برای تبدیل دارایی‌های محلی به دارایی‌های ارزی افزایش یافت که درنهایت منجر به سقوط ارزش پول ملی روسیه شد به‌طوری‌که قیمت ارز پس از بحران نزدیک به ۴ برابر افزایش یافت. بررسی آمارهای اقتصادی روسیه نشان می‌دهد، کسری بودجه و یا کمبودهای منابع ارزی روسیه به حدی نبوده که بروز چنین بحران بزرگی را ایجاد کند بلکه بی‌تجربگی دولت و اختلافات سیاسی مجلس و دولت به آن دامن زده است. به‌طور مثال تراز تجاری روسیه در سال ۱۹۹۶ میلادی (دو سال قبل از بحران) حدود ۲۷ میلیارد دلار مثبت بود و در سال بحران (۱۹۹۸) نیز کماکان تراز تجاری این کشور ۲/۴ میلیارد دلار مثبت بود و هیچ‌گاه تراز تجاری روسیه منفی نشد. باید توجه داشت که در این دوره، مشکل کاهش درآمد نفتی در بسیاری از کشورهای نفتی مشکل ایجاد کرد ولی این مشکل فقط در روسیه و مکزیک بحران ایجاد کرد، چراکه این کشورها مدیریت مناسبی روی منابع خود نداشته و اختلافات سیاسی داخلی نیز به مشکلات اقتصادی آن‌ها دامن زده است.

۶- بحران ترکیه (۲۰۰۱)

این بحران به خاطر نزول شدید ارزش پول ملی ترکیه به دلیل منازعات سیاسی و نبود اطمینان در سیستم بانکی برای مقابله با فشار بازار اتفاق افتاد که کمی متفاوت از سایر بحران‌ها بود. در فوریه ۲۰۰۱ رئیس‌جمهور و نخست‌وزیر ترکیه در شورای ملی امنیت بر سر عضویت ترکیه در اتحادیه اروپا درگیر شدند. به دنبال آن اتفاقات دیگری نظیر حملات شخصی، اتهامات رسوایی سیاسی و تحقیقات در مورد سیستم بانکی دولتی اوضاع داخلی ترکیه را متشنج‌تر کرد. ترکیب این مشکلات باعث ایجاد تورم بالا، بدهی‌های عظیم دولتی،

رشد منفی اقتصادی و نرخ بیکاری بالا شد. قبل از این درگیری‌های سیاسی، هر دلار آمریکا معادل ۶۵۰ هزار لیر ترکیه بود که پس از آن هر دلار معادل ۱/۷ میلیون لیره ترکیه شده بود. در آن زمان پول ترکیه کم‌ارزش‌ترین ارز دنیا بود.

۷- بحران آرژانتین (۲۰۰۲)

پس از سال‌ها بی‌ثباتی اقتصادی، تورم بیش‌ازحد و نااطمینانی سیاسی، آرژانتین تصمیم به حمایت از ارز خود گرفت. این کشور نرخ برابری پزو به دلار آمریکا را در آوریل سال ۱۹۹۱ میلادی تثبیت نمود و نظام ارزی میخکوب شده را انتخاب کرد. مزیت‌های پزو با پشتوانه دلار شامل ایجاد اعتماد به پزو، محدود کردن تورم و القای انضباط مالی شد که قبل از آن در آرژانتین وجود نداشت.

در طول دهه ۱۹۹۰ میلادی آرژانتین یکی از موفق‌ترین اقتصادهای آمریکای لاتین بود. اما سال‌های خوش آرژانتین در نظام ارزی میخکوب شده دوام چندانی نداشت. یکی از عوامل مؤثر در ایجاد بحران در آرژانتین این واقعیت بود که برزیل نرخ ارز خود را در سال ۱۹۹۹ میلادی ۳۰ درصد کاهش داد که این باعث شد اقتصاد آرژانتین قدرت رقابت‌پذیری خود را در بازارهای بین‌المللی از دست دهد. علاوه بر این دلار آمریکا که پزو به آن میخکوب شده بود، در فاصله سال‌های ۱۹۹۹ تا ۲۰۰۱ قوی‌تر شد و پزو را نیز با خود بالا کشید. به‌وضوح این اتفاق اثرات منفی زیادی بر بخش‌هایی از اقتصاد آرژانتین که مراودات تجاری با بازارهای بین‌المللی داشتند، گذاشت.

در اواخر سال ۲۰۰۱ میلادی آرژانتین تهدید کرد که سرویس‌دهی به ۱۵۵ میلیارد دلار از بدهی‌های خود را متوقف خواهد نمود. اعتماد سرمایه‌گذاران بین‌المللی نسبت به آرژانتین از میان رفت و متعاقب آن خروج سرمایه‌های مالی از این کشور سرعت گرفت. علاوه بر این به‌صورت هم‌زمان اعتماد نسبت به سیستم بانکی داخلی آرژانتین نیز کاهش یافت.

مردم آرژانتین شروع به بیرون کشیدن مقادیر زیادی پزو از حساب‌های بانکی خود نمودند و این وجوه را به دلار تبدیل کردند. در نتیجه در سال ۲۰۰۲ میلادی نظام ارزی میخکوب شده کنار گذاشته شد و پزو در مقابل دلار شناور شد و در یک ماه پزو نیمی از ارزش خود را در مقابل دلار از دست داد.

کنار گذاشتن نظام ارزی میخکوب شده منجر به کاهش شدید ارزش پزو، بازگشت به تورم‌های دورقمی، گسترش بیکاری و سایر امراض اقتصادی شد. در نوامبر سال ۲۰۰۲ میلادی ناتوانی بانک مرکزی آرژانتین در پرداخت بدهی‌هایش به بانک جهانی نیز به این موارد اضافه شد.

۸- بحران‌های ارزی در ایران

ماجرای ارز و اسعار خارجی در ایران را نباید با پیشینه‌ای بیش از یک قرن دنبال کرد. زیرا پیش از تأسیس بانک ملی ایران کمتر رد و اثر قانونی و رسمی از آن برجای مانده است. تأسیس بانک ملی ایران در سال ۱۳۰۷ شمسی به توصیه و پیشنهاد امین‌الضرب در دستور کار هیأت وزیران قرار گرفت و کمی بعد تصویب گردید. از همان سال ۱۳۰۷ که بانک ملی در تهران افتتاح شد، مقدماتی برای نظارت بر امور ارزی، به‌منظور حفظ موازنه بازرگانی خارجی فراهم شد.

پایه پولی ایران در سال ۱۳۰۸ شمسی از نقره به طلا تبدیل شد. در این سال تجارت خارجی برای جلوگیری از معاملات قاچاق ارز به انحصار دولت درآمد. در سال ۱۳۱۱ شمسی نظام استاندارد طلا کنار گذاشته شد و به همین دلیل ارزش ریال به یک‌پنجم تنزل یافت. با شروع جنگ جهانی دوم در سال ۱۳۱۸ شمسی بهای رسمی هر دلار ۱۷ ریال تعیین شد که دو سال بعد ارزش ریال کاهش یافت. بعد از جنگ به دلیل افزایش شدید قیمت‌های داخلی، قدرت خرید ریال نسبت به دلار و لیره به شدت کاهش یافت اما دولت به دلیل خرید ارز از

شرکت سابق نفت و حساسیت مردم به دلیل تورم بالا نمی‌توانست ارزش ریال را به‌طور رسمی کاهش دهد. بعد از ملی شدن صنعت نفت به دلیل از دست رفتن ۶۵ درصد از درآمد ارزی کشور، نرخ ارزهای خارجی به شدت افزایش یافت. از شهریور ۱۳۳۲ شمسی به دنبال کودتای ۲۸ مرداد و تغییر دولت و آغاز کمک‌های آمریکا به دولت ایران، نرخ دلار تا ۹۰ ریال کاهش یافت. در سال ۱۳۳۴ شمسی شکاف نرخ ارز رسمی و نرخ اسمی حذف شد و این دو نرخ در ۵۷ ریال با یکدیگر برابر شدند. از سال ۱۳۳۶ تا ۱۳۳۹ شمسی سیاست بازرگانی خارجی، سیاست دروازه‌های باز بود و فشار شدیدی روی ذخایر ارزی کشور وارد شد. این وضعیت منجر به برنامه ثبات اقتصادی در سال ۱۳۳۹ شمسی شد که بعد از اجرای این برنامه تراز پرداخت‌ها بهبود یافت و در سال ۱۳۴۱ و ۱۳۴۲ شمسی کشور با مازاد حساب جاری روبرو شد. در طول برنامه سوم و چهارم عمرانی، دولت یک سیاست انبساطی اتخاذ کرد که مستلزم مصارف ارزی بسیاری بود و دولت از منابع خارجی کمک گرفت. با افزایش قیمت نفت در سال ۱۳۴۹ شمسی و تداوم درآمدهای نفتی، بانک مرکزی به کمک این درآمدها به تدریج موفق به آزاد ساختن مبادلات ارزی شد. با حذف قابلیت تبدیل دلار به طلا توسط آمریکا، بانک مرکزی ایران در سال ۱۳۵۳ شمسی تثبیت ریال در مقابل دلار را ملغی و در عوض ریال را در مقابل حق برداشت مخصوص (SDR) و در ۷۰ ریال تثبیت نمود.

در سال‌های ۱۳۵۷ تا ۱۳۷۰ شمسی به دلیل مسائل تحمیل‌شده ناشی از بروز شرایط انقلاب و بروز جنگ تحمیلی، سیاست‌های ناشی از تمرکزگرایی دولت‌ها، محدود شدن منابع ارزی به دلیل کاهش قیمت نفت، مشکلات تولید، صادرات و فروش نفت و محدود شدن عرضه ارز، دشوار شدن دسترسی به ارز در بازار آزاد و تلاش دولت‌ها برای کنترل تورم از محل واردات امکان آزادسازی نرخ ارز وجود نداشت و لذا نرخ ارز رسمی در ایران روی ۷۰ ریال تثبیت شده بود ولی در کنار آن یک بازار غیررسمی برای ارز شکل گرفته بود که قیمت ارز در آن به‌مرورزمان در حال افزایش بود. این افزایش قیمت باعث شده بود شکاف بین نرخ

ارز رسمی و آزاد رفته‌رفته بیشتر شود تا جایی که در سال ۱۳۷۰ این شکاف به ۲۰ برابر نرخ ارز رسمی رسیده بود.

۸-۱- شوک ارزی سال ۱۳۷۲ ایران

در سال ۱۳۷۲ شمسی دولت با هدف برقراری تعادل در بازار ارز، سیاست تخصیص ارز و بودجه ارزی که از سال ۱۳۶۴ متداول شده بود را، از بودجه سالانه کشور حذف و نظام شناور ارز را به مرحله اجرا درآورد. از اردیبهشت‌ماه همان سال با اعلام نظام ارزی شناور هدایت شده و تعیین نرخ شناور به‌عنوان نرخ رسمی ارز، نرخ ارز واحد (که در حدود نرخ ارز در بازار آزاد بود) مبنای نظام تک‌نرخ ارز شد و تمام محاسبات مالی و پولی، به‌استثنای حدود ۴ میلیارد دلار واردات کالاهای ضروری از سوی دولت، بر این اساس مورد بازنگری قرار گرفت. در مرحله نخست، این نرخ در سطح متوسط هر دلار معادل ۱,۵۴۰ ریال در نظر گرفته شد.

در اوایل ماه‌های اجرای این سیاست، شکاف بین نرخ شناور جدید مورد استفاده در معاملات بانکی و نرخ بازار آزاد برای معاملات خارج از نظام بانکی تقریباً از بین رفت. در فاصله بین اردیبهشت تا مهرماه ۱۳۷۲ تفاوت این دو نرخ به کمتر از ۰/۵ درصد رسید. اما تحت تأثیر کاهش شدید قیمت نفت در بازارهای جهانی، میزان عرضه ارز به شدت کاهش یافت و بحران در بازپرداخت بدهی‌های خارجی به همراه تورم فزاینده بر آن دامن زد و در نتیجه شکاف بین این دو نرخ در اواخر آبان همان سال شروع به رشد کرد. تا آنجا که در دی‌ماه سال ۱۳۷۲ شمسی نرخ بازار آزاد ارز برای هر دلار آمریکا ۵۰ درصد بیشتر از نرخ شناور شد و به حدود ۲,۶۸۰ ریال رسید. افزایش نرخ ارز در بازار سیاه همچنان روند فزاینده داشت و در اواسط بهمن‌ماه این نرخ برای هر دلار آمریکا به ۳,۵۰۰ ریال (دو برابر نرخ شناور) رسید. پس‌از آن در ادامه‌ی روند صعود نرخ ارز در بازار آزاد در خرداد ۱۳۷۴ هر دلار معادل ۶,۸۰۰ ریال مورد معامله قرار گرفت.

۸-۲- شوک ارزی سال ۱۳۸۱ ایران

در اثر تثبیت نرخ ارز رسمی و افزایش نرخ ارز در بازار غیررسمی در سال‌های بعد از ۱۳۷۴ شمسی شکاف بین نرخ ارز رسمی و آزاد در سال ۱۳۷۹ شمسی به ۴/۵ برابر رسید. دولت دوباره در سال ۱۳۸۱ شمسی یکسان‌سازی نرخ ارز رسمی و آزاد را انجام داد و نظام ارزی به تک‌نرخ‌ی شناور مدیریت‌شده تبدیل شد. این کار منجر به افزایش یک‌باره نرخ ارز و در نتیجه تحمیل شوک ارزی به اقتصاد ایران شد. البته این بار خبری از افزایش تورم نبود. بانک مرکزی برای مدیریت بازار ارز قیمت دلار رسمی را دوباره در سال ۱۳۸۳ شمسی افزایش داد و ۸,۷۱۰ ریال تعیین کرد. سال‌های ۱۳۸۱ تا ۱۳۸۹ یکی از دوره‌های ثبات ارزی در کشور بوده است.

۸-۳- شوک ارزی سال ۱۳۹۱ ایران

نظام ارزی کشور که بر اساس قانون برنامه چهارم و پنجم توسعه در ایران، شناور مدیریت‌شده تعیین شده بود، طی سال‌های ۱۳۹۰ تا ۱۳۹۲ شمسی نوسانات بی‌سابقه‌ای را تجربه نمود؛ به همین دلیل می‌توان این دوره را دوره نوسانات ارزی نامید. اقتصاد ایران طی این دوره به دلیل تحریم‌ها، تورم، نقدینگی بالا و عدم تعادل در بخش‌های مختلف شاهد سومین شوک بزرگ ارزی بود و نرخ ارزها در بازار آزاد از مهرماه سال ۱۳۹۰ شمسی شروع به بالا رفتن کرد و انحراف از قیمت تعادلی بازار ارز طی چند ماه اوج گرفت. دولت در بهمن‌ماه سال ۱۳۹۰ شمسی نرخ مرجع را ۱۲,۲۶۰ ریال تعیین کرد، گرچه بازار چند ماه ثبات داشت ولی از تیرماه سال ۱۳۹۱ شمسی به دنبال تحریم خرید نفت نرخ دلار شروع به افزایش کرد و در مهرماه سال ۱۳۹۱ شمسی به بالای ۳۵ هزار ریال رسید. تحریم بانک مرکزی و تحریم خرید نفت به‌عنوان منبع درآمد ارزی کشور همراه با هجوم سوداگرانه مردم به بازار ارز، منجر به بروز بحران ارزی شد.

۹- عوامل زمینه‌ساز بحران‌های ارزی

هرچند عدم توانایی بانک‌های مرکزی در نگهداری و حمایت از نرخ ارز تنها عامل بروز بحران‌های ارزی نیست ولی زمینه اصلی وقوع بحران‌های ارزی است. اقتصاددانان بر این باورند که در بحران‌های ارزی در دنیا چندین ویژگی مشترک وجود دارد. در زمان بروز بحران‌های ارزی عموماً موارد ذیل صادق است:

۱. ارزش واحد پولی داخلی این کشورها در بازار بیش از ارزش واقعی آن‌ها بوده و این حفظ ارزش از طریق مداخله دولت‌ها و مقامات اقتصادی کشور در بازار ارز صورت گرفته است.

۲. در تمامی کشورهایی که شاهد بحران ارزی بوده‌اند وابستگی زیادی به دریافت وام‌های کوتاه‌مدت از مؤسسات مالی و بانک‌های خارجی وجود داشته است و این سرمایه‌های خارجی بخش زیادی از منابع مالی مورد استفاده کشور را تأمین کرده است.

۳. در کشورهای صادرکننده وابسته به نفت، کاهش قیمت جهانی نفت باعث کاهش درآمدهای ارزی شده است.

۴. در این کشورها بانک‌های خصوصی و شرکت‌های ارائه‌دهنده خدمات مالی وضعیت شکننده‌ای داشته‌اند.

۵. دولت‌ها از جایگاه و قدرت سیاسی لازم برای استفاده از ابزارهای مختلف حکومتی برای کنترل شرایط اقتصادی و بازگرداندن ثبات به اقتصاد محروم بوده‌اند.

مجموعه این شرایط موجب شده است که اقتصاد کشورهای مختلف زمینه‌ساز بحران ارزی شود و پول داخلی کشورها ارزش خود را در برابر دلار آمریکا از دست

دهد. البته در بحران ارزی اخیر ایران، موضوع تحریم‌های اقتصادی جزو عوامل برهم زنده تعادل بازار ارز و کاهش ارزش پول ملی بوده است.

۱۰- بازارهای ارز پس از بحران‌ها

طبق نظر اقتصاددانان لازم است نرخ ارز بر اساس نظام عرضه و تقاضای مبتنی بر متغیرهای اساسی اقتصاد در طول زمان تعدیل شود تا یک اتفاق ناگهانی منجر به بروز بحران‌های بلندمدت نشود. بر همین اساس عمده‌ی کشورهای جهان به سمت نظام ارزی شناور مدیریت‌شده حرکت کرده‌اند تا در چارچوب یک روند بلندمدت، نرخ ارز تنها دست‌خوش نوسانات منطقی کوتاه‌مدت باشد.

به‌عنوان مثال یکی از تئوری‌هایی که اقتصاددانان بر اساس آن روند بلندمدت تغییرات نرخ ارز را تبیین می‌نمایند تئوری برابری قدرت خرید^۱ است. طبق این تئوری نرخ ارز در یک کشور در بلندمدت باید بر اساس اختلاف تورم آن کشور با سایر کشورها تنظیم شود. فرض کنید اگر تورم ایران در طول یک دوره ۲۰ درصد بوده و تورم آمریکا در همان دوره ۵ درصد بوده است باید ارزش ریال در مقابل دلار به اندازه ۱۵ درصد در آن دوره تضعیف شود تا برابری قدرت خرید دو ارز همچنان برقرار باشد.

قرار دادن تئوری برابری قدرت خرید در کنار نظام شناور ارزی باعث می‌شود نرخ ارز همواره با نوسان مواجه باشد. با توجه به اینکه نرخ ارز یکی از مهم‌ترین متغیرهای اقتصادی برای تولیدکننده، مصرف‌کننده و دولت است متغیر بودن آن ریسک نرخ ارز را به سایر ریسک‌های موجود در اقتصاد اضافه خواهد کرد. برای حل این مشکل کشورها به سمت ایجاد ابزارهای مدیریت ریسک نرخ ارز حرکت کرده‌اند. بررسی کشورهای مکزیک، آرژانتین، روسیه و ترکیه که تجربه نوسانات ارزی را داشته‌اند نشان می‌دهد در این کشورها راه‌اندازی بازارهای

1 Purchasing power parity

مشتقه ارزی به عنوان ابزار مدیریت ریسک نرخ ارز در دستور کار مسئولان ارزی آنها قرار گرفته است.

جمع بندی

ارز به عنوان پول تا زمانی اعتبار دارد که مردم به آن اعتماد داشته باشند لذا بروز هرگونه بی اعتمادی نسبت به آن می تواند سبب بروز بحران ارزی شود. نگاهی به بازارهای ارز در سال های اخیر نشان می دهد برخی از کشورهای دنیا تجربه کاهش شدید ارزش پول ملی را داشته اند.

بررسی بحران های ارزی نشان می دهد تخلیه نشدن کاهش ارزش پول ملی در میان مدت توسط دولت ها و بروز یک اتفاق که باعث خارج شدن کنترل نرخ ارز از دست دولت شده است، اصلی ترین عامل بروز بحران های ارزی بوده است. بر این اساس کشورهای که قبل از بروز بحران به توانایی خود در کنترل نرخ ارز اعتماد داشته اند، با بروز یک اتفاق غیرمنتظره کنترل خود بر بازار ارز را از دست داده اند و نرخ ارز دچار تغییرات شدید شده است. لذا این کشورها پس از بحران به سمت شناورسازی نرخ ارز بر اساس متغیرهای اساسی اقتصاد پیش رفته اند. البته این آزادسازی منجر به ایجاد ریسک نوسانات نرخ ارز برای فعالان اقتصادی می گردد. لذا دولت ها همراه با این آزادسازی به سمت ایجاد ابزارهای مدیریت ریسک شامل قراردادهای مشتقه ارز حرکت کرده اند.

منابع و مأخذ

۱. تاریخچه سی ساله بانک ملی ۱۳۰۷-۱۳۳۷. تهران: بانک ملی ایران، ۱۳۳۸.
 ۲. حیدری، حسن، عزیزنژاد، صمد. بررسی دلایل نوسانات ارزی در ایران (۱۳۹۰-۱۳۹۲)؛ با نگاهی به تجربه کشورهای منتخب، مرکز پژوهش‌های مجلس شورای اسلامی، ۱۳۹۴.
 3. Alp, Harun & Elekdag, Selim(2011), The Role of Monetary Policy in Turkey during the Global Financial Crisis, IMF Working Paper, WP/11/150
 4. Baykan, Sevim & Dogan, H. Cem(1999), leading indicators of inflation, central bank of the republic of Turkey.
 5. Canales-Kriljenko, J I (2003): "Foreign exchange intervention in developing and transition economies: results of a survey", IMF Working Paper 03/95, May.
 6. Celasun, Merih & Rodrik, Dani (1989), Turkish Experience with Debt: Macroeconomic Policy and Performance, Chapter in NBER book Developing Country Debt and the World Economy (1989), Jeffrey D. Sachs, editor (p. 193 - 211), University of Chicago Press.
 7. Chian, Cengiz & Malatyali, Kamuran(2002), Measuring core inflation in Turkey, <http://ekutup.dpt.gou.tr/para/1999-2002>
 8. Drimbetas, E., Sariannidis, N., & Porfiris, N. (2007). The effect of derivatives trading on volatility of the underlying asset: evidence from the Greek stock market. Applied Financial Economics, 17(2), 139-148.
 9. Irigoyen, C. (2005, May). Foreign exchange intervention in Argentina: motives, techniques and implications. In Participants in the meeting (p. 114).
 10. Rhee, G. J., & Lee, E. M. (2005, May). Foreign exchange intervention and foreign exchange market development in Korea. In Participants in the meeting(p. 196).
 11. Weithers, Tim. 2006. Foreign Exchange: A Practical Guide to the FX Markets. New York: John Wiley & Sons.
۱۲. پایگاه داده‌های سری زمانی بانک مرکزی <http://tsd.cbi.ir>

فصل چهارم:

نرخ ارز و نقش بانک‌های مرکزی در تعیین آن

مقدمه

بازار ارز به سبب اهمیتی که برای اقتصاد دارد همواره در کانون توجهات فعالان بخش‌های واقعی و مالی اقتصاد بوده است و بانک‌های مرکزی به‌دقت تحولات این بخش را رصد و کنترل می‌نمایند. بنابراین تجزیه و تحلیل عوامل مؤثر بر ارز و پیش‌بینی حرکات آتی این متغیر از اهمیت بالایی برای هر کدام از ذینفعان این بازار برخوردار است.

تحلیل عوامل مؤثر بر نرخ ارز معمولاً در رویکرد تجزیه و تحلیل بنیادین بازار مطرح می‌گردد. برخلاف روش تجزیه و تحلیل تکنیکال که در آن از نمودارها و تغییرات حجم و قیمت به منظور پیش‌بینی تغییر و تحولات آتی ارز استفاده می‌گردد، در رویکرد تجزیه و تحلیل بنیادین مسیر آتی نرخ ارز از طریق مطالعه عوامل اقتصادی تأثیرگذار بر این متغیر ترسیم می‌شود. به عبارت بهتر در تحلیل بنیادین اساس پیش‌بینی بر مبنای وقایع و رخداد‌های واقعی پایه‌گذاری شده است و پایه نظریات تحلیل‌گران بنیادین این است که تمام تغییرات در قیمت‌ها حتماً یک علت اقتصادی بنیادی دارد. بنابراین در این نوع تحلیل تأثیر عوامل اقتصادی بر عرضه و تقاضای ارز مورد بررسی قرار می‌گیرد.

نرخ بهره، تورم، تراز تجاری، سیاست‌های پولی، نرخ رشد اقتصادی، عوامل سیاسی و مداخلات دولت از جمله متغیرهایی هستند که از نظر تجزیه و تحلیل بنیادین بیشترین تأثیر را بر نرخ ارز داشته و مسیر حرکت آن را تعیین می‌نمایند. با توجه به اینکه هدف این فصل درک چرایی تغییر و تحولات نرخ ارز در بازار است، بنابراین در اولین گام تأثیر هر یک از عوامل فوق بر این متغیر مورد بررسی قرار خواهد گرفت.

همان‌طور که عنوان گردید بانک‌های مرکزی یکی از مهم‌ترین بازیگران بازارهای ارز هستند و به‌دقت حرکات این بازار را دنبال می‌نمایند. بانک‌های مرکزی بسته

به اهدافی که دنبال می‌کنند به روش‌های مختلفی در بازار دخالت می‌نمایند. میزان دخالت در بازار و شیوه انجام آن بسته به سطح توسعه‌یافتگی کشورها متفاوت است به طوری که در کشورهای توسعه‌یافته چنین امری به ظاهر کمتر مشاهده می‌شود. از سوی دیگر شناسایی علل دخالت بانک‌های مرکزی در بازار و شیوه انجام این کار به درک تغییر و تحولات بازار ارز کمک شایانی خواهد نمود. بخش دوم این فصل به این موضوع اختصاص یافته است.


اما قبل از تجزیه و تحلیل عوامل مؤثر، لازم است به دو نکته اساسی توجه گردد. به رغم آنچه در تحلیل‌های بنیادین عنوان می‌گردد در پاره‌ای از موارد، قیمت‌های بازار نه بر اساس عوامل بنیادی اقتصادی بلکه بر اساس احساسات، ترس و حرص و طمع فعالان مالی هدایت می‌شود. علاوه بر این بسته به درجه کارایی بازارهای مالی، تأثیر هر کدام از عوامل مؤثر بر ارز ممکن است با یک وقفه زمانی در قیمت‌های بازار انعکاس یابد. مباحث مذکور علی‌رغم اهمیتی که در رابطه با تغییر و تحولات بازار ارز دارند در این فصل مورد بررسی قرار نگرفته‌اند.

۱- تحلیل عوامل مؤثر بر قیمت ارز

عوامل متعددی بر تغییرات نرخ ارز در یک کشور که در واقع همان تغییرات ارزش واحد پول ملی آن کشور است تأثیر می‌گذارد که در ذیل به مهم‌ترین این عوامل اشاره خواهد شد.

نرخ بهره

در ادبیات اقتصادی دو نوع نرخ بهره وجود دارد. نرخ بهره اسمی و نرخ بهره حقیقی. نرخ بهره اسمی همان نرخ است که در بانک‌ها و یا مؤسسات مالی پرداخت می‌شود. نرخ بهره حقیقی تفاوت نرخ بهره اسمی و نرخ تورم است. به عبارتی بهتر در این حالت نرخ بهره

نرخ ارز و نقش بانک‌های مرکزی در تعیین آن  ۶۹

اسمی با توجه به نرخ تورم تعدیل می‌گردد. معامله‌گران بازارهای مالی به نرخ‌های بهره حقیقی و نه اسمی توجه دارند.

معامله‌گران بازار ارز (فارکس) به‌طور مستقیم تحت تأثیر نرخ بهره قرار می‌گیرند زیرا نرخ بهره نشان‌دهنده قیمت اجاره (یا استقراض) یک ارز است، بنابراین ارزش یک ارز به‌وسیله نرخ بهره آن هدایت می‌شود و معامله‌گران بازار آتی ارز نیز در معرض ریسک نرخ بهره قرار می‌گیرند. با توجه به این امر برای سرمایه‌گذاران، ارز با نرخ بهره بالاتر جذاب‌تر است. اگر نرخ بهره یک کشور افزایش یابد تقاضا برای سرمایه‌گذاری در آن کشور افزایش می‌یابد و این مسأله منجر به افزایش تقاضا برای واحد پول آن کشور خواهد شد. به‌طور طبیعی، تقاضای بالاتر، قیمت‌های بالاتری را در پیش دارد. با این توضیح تعجبی ندارد که معامله‌گران بازار قراردادهای آتی ارز و فارکس نرخ‌های بهره را دنبال می‌کنند. بنابراین یکی از مهم‌ترین عواملی که می‌تواند در پیش‌بینی قدرت برابری واحد پول یک کشور در مقابل کشور دیگر ایفای نقش کند، نوسانات نرخ بهره دو کشور است. افزایش نرخ بهره در یک کشور به شرط ثابت بودن نرخ بهره در کشور مقابل، به افزایش تقاضا برای واحد پول آن کشور خواهد انجامید.

تورم / سیاست پولی

تورم و افزایش قیمت کالاها و خدمات در هر اقتصادی امکان‌پذیر است. در زمان تورم، هر واحد پول نسبت به قبل توانایی خرید کالاهای کمتری را دارد. بر این اساس، نرخ تورم را می‌توان به‌عنوان فرسایش قدرت خرید پول توصیف کرد. به عبارت ساده اسکناس ده هزار ریالی همیشه ارزشش ده هزار ریال است اما در صورت افزایش سطح عمومی قیمت‌ها (تورم)، مقدار کالایی که با استفاده از همان اسکناس می‌توان

خرید کمتر می‌شود. لازم به ذکر است که تورم در اثر عرضه بیش از حد پول ایجاد می‌شود.

بانک مرکزی با سیاست‌های پولی خود مسئول تورم است. سیاست‌های پولی فرایندی است که کنترل عرضه پول یک کشور را برای ترویج نرخ بهره‌ی مناسب اعمال می‌کند. در ساده‌ترین شکل، سیاست‌های پولی دو نوع هستند: انبساطی و انقباضی. سیاست‌های انبساطی عرضه پول را افزایش، نرخ بهره را کاهش و قدرت پول داخلی را ضعیف می‌کند که در زمان رکود اقتصادی اعمال می‌گردد. سیاست‌های انقباضی در طرف دیگر، منجر به کاهش عرضه پول، افزایش نرخ بهره و افزایش ارزش پول داخلی می‌گردد. به‌عنوان مثال سیاست‌های انبساطی آمریکا در اواخر دهه ۲۰۰۰ میلادی، به‌طور چشمگیری باعث افزایش عرضه پول و کاهش ارزش دلار شد.

تراز تجاری

تراز تجاری بیانگر میزان خالص ورود یا خروج ارز از کشور است. صادرات و واردات کالاها و خدمات، ورود و خروج سرمایه از کشور و تغییر در ذخایر ارزی بین‌المللی می‌توانند منشاء ورود یا خروج ارز از کشور باشند. مثبت بودن تراز تجاری، به منزله تقویت ارزش پول داخلی یا جلوگیری از کاهش بی‌رویه ارزش پول داخلی محسوب می‌شود. دلیل این موضوع آن است که به‌عنوان مثال یک کشور برای خرید کالای وارداتی باید پول داخلی را به ارزی که کالاها در آن قیمت‌گذاری شده‌اند تبدیل کند. به‌عبارت‌دیگر وقتی مصرف‌کنندگان ایرانی کالاهای خارجی را می‌خرند، درواقع در پایین آوردن ارزش ریال مشارکت می‌کنند زیرا که به‌طور غیرمستقیم مایل به فروش ریال برای خرید ارز جایگزین مورد نیاز برای به دست آوردن محصولات موردنظرشان هستند.

دخالت بانک مرکزی

در بازار ارز سازمان‌های نظارتی و دولت به‌طور مستقیم در قیمت‌گذاری بازار و تعیین نرخ ارز دخالت می‌کنند. مداخله در بازار معمولاً از طریق خریدوفروش ارز در بازار آزاد و یا دست‌کاری نرخ صورت می‌گیرد. به‌طور مثال یکی از چالش‌های روابط تجاری چین و آمریکا در سال‌های اخیر، دستکاری نرخ ارز توسط چین در بازار بوده است. دولت ژاپن نیز در اواسط سال ۲۰۰۳، پس از ۱۴ سال تجربه تورم منفی، اقدام به چاپ ۳۵ تریلیون ین برای خرید ۳۲۰ میلیارد دلار آمریکا نمود. این حرکت بلافاصله باعث تضعیف ین ژاپن در برابر دلار و افزایش صادرات ژاپن گردید که در نهایت کشور را از تورم منفی خارج نمود. در ماه مارس ۲۰۱۱ کشورهای گروه جی ۷ به‌منظور جلوگیری از افزایش قیمت ین در بازارهای جهانی که اقتصاد ژاپن را بعد از وقوع زلزله شدید در این کشور تهدید می‌کرد، اقدام به دخالت در بازار ارز شناور نموده و مقادیر زیادی ین به بانک ژاپن^۱ فروختند.

در حقیقت گستردگی بازار ارز برای ین ژاپن بدان حد است که بانک مرکزی آن کشور رأساً نمی‌تواند در مدت‌زمان کوتاه تغییرات چشمگیری در ارزش ین به وجود آورد و از همین رو بانک‌های مرکزی گروه هفت در راستای کمک به عضو دیگر، اقدام به فروش ذخایر ین کردند تا نرخ برابری ین ژاپن در برابر ارزهای عمده کاهش یابد. این ائتلاف بانک‌های مرکزی برای کاهش یک ارز معین بسیار کم‌سابقه بود، اما کشورهای بزرگ صنعتی برای نشان دادن تعهد و همراهی خود با اعضای دیگر، این ائتلاف را برای افت ارزش ین تشکیل دادند.

تولید ناخالص داخلی

تولید ناخالص داخلی، ارزش بازاری تمام کالا و خدمات نهایی تولید شده در داخل یک کشور در یک بازه زمانی معمولاً یکساله است. در اصل، تولید ناخالص داخلی بیانگر نرخ

1 BoJ (Bank of Japan)

رشد یا انقباض اقتصادی است. به طور معمول، هرچه تولید ناخالص داخلی بیشتر باشد، ارزش پول داخلی هم بیشتر خواهد بود. کاهش رشد اقتصادی در یک کشور را نیز می‌توان به‌عنوان یکی از نشانه‌های ورود کشور به دوران رکود اقتصادی دانست. این مسأله موجب نگرانی سرمایه‌گذاران نسبت به ارزش واحد پول آن کشور خواهد شد. لازم به ذکر است دانستن این موضوع در تعیین جهت‌گیری‌های بازار اهمیت دارد اما به احتمال زیاد هیچ کمکی به سودآوری کوتاه‌مدت سرمایه‌گذاران در بازار ارز نمی‌کند.

عوامل سیاسی

جنگ، تغییر نظام‌های سیاسی، آشوب‌های اجتماعی و هرگونه رویداد پیش‌بینی نشده که بر اقتصاد اثرات غیرقابل‌جبرانی وارد می‌سازد، موجب سلب اعتماد و اطمینان از ثبات ارزش واحد پولی می‌گردد. همچنین جنگ موجب کسری بودجه به خاطر تأمین هزینه‌های جنگی می‌شود که این خود باعث کاهش ارزش پول ملی می‌شود.

کسری بودجه دولت

کسری بودجه دولت می‌تواند تأثیر منفی بر ارزش پول ملی بر جای گذارد. به عبارت دیگر در صورتی که هزینه‌های یک دولت نسبت به درآمد آن افزایش یابد، در این حالت دولت مزبور ارز کافی برای کنترل بازار در اختیار نداشته و ناچار به استقراض از بانک مرکزی برای تزریق نقدینگی به جامعه خواهد شد که این مسأله منجر به ایجاد فضای تورمی و کاهش ارزش پول کشورها خواهد شد.

رشد اشتغال

از جمله عوامل مهم دیگری که می‌تواند نشان‌دهنده سلامت سیستم اقتصادی باشد، رشد اشتغال است. رشد این عامل موجب توسعه و رونق اقتصادی کشورها شده و موجب جذب تعداد بیشتر سرمایه‌گذاران و تقویت ارزش پول ملی آن کشور خواهد شد.

۲- علل مداخلات بانک مرکزی در بازار ارز

همان‌طور که اشاره شد مداخلات بانک مرکزی در بازار ارز از عوامل کلیدی تأثیرگذار بر نرخ ارز است. با توجه به اهمیت این موضوع، در این بخش علل مداخلات بانک مرکزی در قالب میزان، چگونگی و تجارب دخالت‌های بانک مرکزی در بازار ارز بررسی شده است.

علت مداخله بانک‌های مرکزی در بازار ارز از اهمیت این متغیر کلیدی در اقتصاد نشأت می‌گیرد. نرخ ارز واسط میان اقتصاد داخل و اقتصاد خارج از مرزهای یک کشور است و در جهانی که به سمت آزادی روابط تجاری و افزایش حجم مبادلات بین‌المللی پیش می‌رود یکی از مهم‌ترین متغیرهای تأثیرگذار بر وضعیت اقتصادی کشورها است. نرخ ارز ترجمه‌کننده قیمت‌های داخلی به قیمت‌های بین‌المللی و بالعکس است و با توجه به جایگاه قیمت در تخصیص منابع محدود اقتصادی، نقش مؤثری در تصمیمات واحدهای اقتصادی در سطح خانوار و بنگاه چه در سطح داخلی و چه در سطح بین‌المللی خواهد داشت؛ موضوعی که متغیرهای کلان اقتصادی را تحت تأثیر قرار می‌دهد.

افزایش نرخ ارز (کاهش ارزش پول ملی در برابر پول خارجی) با کاهش قیمت خارجی کالاهای داخلی و افزایش قیمت داخلی کالاهای خارجی و در نتیجه باعث افزایش صادرات و کاهش واردات می‌شود و از طریق افزایش تقاضای کل باعث افزایش تولید ناخالص داخلی کشور می‌شود. افزایش صادرات و کاهش واردات باعث بهبود تراز تجاری و تراز پرداخت‌ها نیز خواهد شد. علاوه بر این افزایش نرخ ارز از طریق افزایش قیمت داخلی کالاهای وارداتی (اعم از واسطه‌ای و نهایی) می‌تواند باعث افزایش تورم داخلی شود. رقابت‌پذیری صنایع و بنگاه‌های داخلی با بنگاه‌های خارجی عامل دیگری است که

متأثر از تعدیلات نرخ ارز است. بر اساس نظریه برابری قدرت خرید^۱ برای این که نرخ ارز حقیقی و به تبع آن رقابت‌پذیری بنگاه‌های داخلی در مقابل بنگاه‌های خارجی ثابت بماند، بانک مرکزی می‌بایست، نرخ ارز اسمی را معادل تفاوت تورم داخلی و خارجی تعدیل کند. تعدیل بیش‌ازحد آن (کاهش بیش‌ازحد ارزش پول داخلی در مقابل پول خارجی) باعث افزایش قدرت رقابت‌پذیری بنگاه‌های داخلی و تعدیل کمتر از میزان تفاوت تورم داخلی و خارجی باعث افزایش نرخ ارز حقیقی و کاهش قدرت رقابت‌پذیری بنگاه‌های داخلی می‌شود.

بنابراین با توجه به این که سطح نرخ ارز بر تولید، تورم، تراز تجاری و تراز پرداخت‌ها و رقابت‌پذیری بنگاه‌های داخلی در مقابل بنگاه‌های خارجی در اقتصاد تأثیر مستقیم دارد، برخی از بانک‌های مرکزی به دنبال آن هستند که با مداخله در بازار ارز، نرخ ارز را در مسیر موردنظر خود هدایت کنند. به‌عنوان نمونه بانک مرکزی چین برای افزایش قدرت رقابت‌پذیری بنگاه‌های چینی در مقابل بنگاه‌های سایر کشورها و افزایش تولید ناخالص داخلی خود از طریق افزایش صادرات و کاهش واردات، با مداخله در بازار ارز به دنبال کاهش ارزش پول خود در مقابل دلار آمریکا است. بانک مرکزی ایران نیز در برخی مواقع جهت کنترل تورم، از تعدیل نرخ ارز اسمی معادل تفاوت تورم داخلی و خارجی خودداری کرده است. این سیاست در طول زمان منجر به کاهش قدرت رقابت‌پذیری بنگاه‌های ایرانی و افزایش واردات و کاهش صادرات گردیده است.

از سوی دیگر نوسانات نرخ ارز در اقتصاد باعث ایجاد نوسان در قیمت کالاها و دارایی‌ها شده و نااطمینانی را در اقتصاد افزایش می‌دهد. افزایش نااطمینانی در اقتصاد بر فعالیت‌های اقتصادی به‌ویژه تصمیمات مربوط به سرمایه‌گذاری اثر منفی دارد و منجر به

1 Purchasing power parity

نرخ ارز و نقش بانک‌های مرکزی در تعیین آن ۷۵

کاهش سرمایه‌گذاری در بخش‌های مولد اقتصاد خواهد شد. از این رو یکی دیگر از علل مداخلات بانک‌های مرکزی آن است که نوسانات نرخ ارز را کاهش دهند.

بانک‌های مرکزی سراسر دنیا بخشی از دارایی‌های خود را به صورت ارزهای خارجی نگهداری می‌کنند تا در مواقع لزوم بتوانند به وسیله آن اهداف خود را محقق نمایند. بنابراین بانک‌های مرکزی جهت افزایش ذخایر ارزی خود اقدام به خرید ارز خارجی می‌کنند و برای جلوگیری از آثار تورمی آن به واسطه افزایش پایه پولی و نقدینگی اقدام به اجرای سیاست سترون‌سازی^۱ از طریق فروش اوراق قرضه می‌کنند. افزایش ذخایر ارزی کشور باعث افزایش قدرت بانک مرکزی در اعمال سیاست‌های ارزی و میزان اعتماد فعالان اقتصادی به بانک مرکزی خواهد شد. به عنوان نمونه بانک مرکزی آفریقای جنوبی در سال ۲۰۰۵ اعلام کرده است که سیاست‌های ارزی خود را بر اساس تقویت ذخایر ارزی طراحی می‌کند (بانک تسویه بین‌المللی، ۲۰۰۵).

بر اساس پرسش‌نامه‌ای که بانک تسویه بین‌المللی میان ۱۹ رئیس بانک مرکزی توزیع کرده است، در دوره ۲۰۱۲-۲۰۱۱ به ترتیب مهم‌ترین علل مداخلات بانک مرکزی در بازار ارز جلوگیری از نوسانات نرخ ارز ناشی از فعالیت‌های سفته‌بازانه، حفظ ثبات قیمت‌ها (کنترل تورم) و تعدیل ذخایر ارزی بوده‌اند.

۲-۱- میزان مداخلات بانک‌های مرکزی در بازار ارز

در حالی که مداخله فعالانه بانک‌های مرکزی کشورهای در حال توسعه و اقتصادهای نوظهور امری متعارف است، تعداد کمی از بانک‌های مرکزی کشورهای توسعه یافته به طور مستقیم در بازار ارز مداخله می‌کنند. کشورهای توسعه یافته برای عدم مداخله مستقیم در بازار ارز دلایل متعددی دارند. یکی از این دلایل این است که


1 Strilization

تحقیقات و همچنین تجربیات نشان می‌دهد که ابزار دخالت فقط زمانی کاراست که به همراه تعدیل در نرخ بهره یا ابزارهای دیگر همراه شود. در واقع بدون یک تأثیر مستقل و ماندگار بر نرخ ارز اسمی، مداخله بانک مرکزی هیچ قدرت پایداری برای تأثیرگذاری بر نرخ ارز حقیقی و توان رقابت‌پذیری بخش‌های قابل‌مبادله^۱ نخواهد داشت. دلیل دوم آن است که مداخلات ارزی بانک مرکزی در مقیاس وسیع، به سازوکار سیاست‌های پولی در کشور آسیب می‌زند. دلیل سوم نیز این است که در این کشورها بازارهای مالی و بخش خصوصی ظرفیت لازم برای جذب و مدیریت شوک‌ها را دارند و لذا دلیلی ندارد که بخواهند با تغییر نرخ ارز بازار را مدیریت نمایند.

با وجود این دلایل، کشورهای نوظهور به دخالت خود در بازار ادامه می‌دهند، چراکه معتقدند در شرایط و موقعیت‌هایی که آن‌ها با آن مواجه هستند، این ابزار می‌تواند بسیار کارا باشد. شاید یکی از دلایل تفاوت این دیدگاه‌ها، انباشت بی‌سابقه ذخایر ارز خارجی توسط کشورهای نوظهور در سال‌های اخیر است. بسیاری از تحلیل‌گران بازارهای بین‌المللی معتقدند که تقویت نسبی ارز کشورهای آسیایی در مقابل تضعیف سریع ارزهایی مثل دلار آمریکا ناشی از این مداخلات بوده است. لذا این اعتقاد مشترک در میان کشورهای نوظهور وجود دارد که این دخالت‌ها مسیر نرخ ارز حقیقی را به اندازه کافی تحت تأثیر قرار می‌دهد و لذا سیاستی مهم محسوب می‌شود.

حال این سؤال مطرح می‌شود که آیا دخالت‌های بانک مرکزی در بازار ارز اقتصادهای نوظهور، اثربخشی موردنظر را دارد یا خیر؟ اهداف متعددی که برای دخالت در بازار ارز وجود دارد سبب شده است که تحلیل و ارزیابی این مسئله با دشواری‌های زیادی همراه باشد، به‌ویژه آن‌که تحلیل‌های آماری که در این خصوص انجام شده است، داده‌های

1 Tradable

نرخ ارز و نقش بانک‌های مرکزی در تعیین آن  ۷۷

کشورها با اهداف سیاستی مختلف را در کنار هم قرار داده است. معمولاً تحقیقات اقتصادسنجی رسمی در مؤثر بودن دخالت دولت در بازارهای ارز منعطف تردید می‌کنند. علاوه بر این تحقیقات نشان می‌دهد که اثربخشی سیاست‌ها عمدتاً به شرایط خاص آن منطقه نیز بستگی دارد و لذا پاسخ دقیقی برای اینکه در چه زمانی این سیاست‌ها موفق است نخواهیم داشت.

۲-۲- چگونگی مداخلات بانک مرکزی در بازار ارز

کینگ^۱ (۲۰۰۳) بیان می‌کند که روش‌ها و تاکتیک‌های مداخله بانک مرکزی در بازار ارز بستگی به هدف بانک مرکزی از مداخله در بازار دارد. به‌عنوان نمونه چنانچه بانک مرکزی به دنبال تعدیل ذخایر ارزی خود باشد، به‌طور مستقیم در بازار بین‌بانکی وارد شده و از طریق معاملات نقدی اقدام به خرید و یا فروش ارز می‌کند. اما چنانچه به دنبال تأثیر بر سطح نرخ ارز و یا کاهش نوسانات نرخ ارز باشد، از طریق روش‌های متعددی می‌تواند به دنبال تحقق هدف خود باشد. بانک مرکزی برای هدایت نرخ ارز در مسیر موردنظر خود و یا کاهش نوسانات نرخ ارز می‌تواند از بازارهای نقد و یا از طریق اوراق مشتقه (پیمان‌های آتی، قراردادهای آتی‌ها، اختیارات و یا سوآپ) عمل کند.

نتایج پرسش‌نامه‌ای که بانک تسویه بین‌المللی در سال ۲۰۱۳ میان ۲۱ رئیس بانک مرکزی توزیع کرده است، که تنها رؤسای ۱۱ بانک مرکزی گزارش کرده‌اند که فقط از طریق مداخله در بازار نقدی اهداف سیاستی خود را دنبال می‌کنند. نتایج این پرسش‌نامه نشان می‌دهد، بازار نقدی ابزار اغلب بانک‌های مرکزی برای مداخله در بازار ارز است. همچنین این نکته را نیز می‌توان برداشت کرد که امکان

تحقق اهداف بانک مرکزی از طریق ابزارهای مشتقه نیز وجود دارد، چراکه تعدادی از بانک‌های مرکزی بیان کرده‌اند که معمولاً از این ابزارها برای دستیابی به اهداف خود استفاده می‌کنند. بانک‌های مرکزی دیگری نیز بوده‌اند که در دوره‌های خاصی از ابزار مشتقه برای دخالت در بازار ارز کمک گرفته‌اند که در ادامه به تعدادی از این تجربیات اشاره می‌شود.

۲-۳- تجربیات مداخلات بانک‌های مرکزی کشورها در بازار ارز

در این بخش تجربیات بانک‌های مرکزی برخی از کشورهای در حال توسعه و نوظهور در خصوص چگونگی مداخلات در بازار ارز بیان خواهد شد.

برزیل


بانک مرکزی برزیل رژیم ارزی میخکوب شده به دلار^۱ را در سال ۱۹۹۹ رها کرده و رژیم ارزی شناور^۲ را برقرار کرد. از آن پس تاکنون هدف اصلی بانک مرکزی برزیل از مداخله در بازار ارز، محدود کردن نوسانات بیش از حد نرخ ارز بوده است. از سال ۲۰۰۲ بانک مرکزی برزیل از طریق حراج عمومی سوآپ نرخ ارز^۳ به دنبال هدایت و مدیریت نرخ ارز و فراهم کردن ابزارهای کافی برای پوشش ریسک در بازار بوده است. قراردادهای سوآپ در بورس بی ام اند اف بوسپا^۴ ثبت شده است. روز دقیق حراج، تعداد قراردادهایی که بانک مرکزی پیشنهاد خرید و یا فروش آن را دارد و سررسید قراردادها، از طریق اطلاعیه‌های بانک مرکزی اعلام می‌شود. هر نهاد شرکت‌کننده در حراج می‌تواند پنج پیشنهاد را به همراه مقدار و قیمت (نرخ بهره ضمنی) هر یک اعلام کند. پس از تجمیع پیشنهادها، بانک مرکزی این اختیار را دارد که هر تعداد قرارداد را تا سقفی که اعلام شده

1 Currency peg to US dollar

2 Floating exchange rate

3 Public currency swap auctions

4 BM&FBovespa exchange

نرخ ارز و نقش بانک‌های مرکزی در تعیین آن  ۷۹

بپذیرد. بانک مرکزی برزیل از اول ژانویه ۲۰۱۱ تا ۳۱ مارس ۲۰۱۳، ۶۱ حراج سوآپ ارزی برگزار کرده است. نکته اساسی در این قراردادها آن است که همه پرداخت‌ها به پول برزیل انجام می‌شود و لذا هیچ تأثیری بر عرضه ارز خارجی نخواهد داشت، باین‌وجود سیاست مذکور نرخ برابری پول برزیل در مقابل دلار آمریکا را تحت تأثیر قرار می‌دهد. از سوی دیگر با اعمال این حراج‌ها هم ابزار مناسب برای پوشش ریسک نوسانات ارز ایجاد می‌شود و هم تقاضای سفته‌بازی برای دلار کاهش می‌یابد (کولشین و آندرید، ۲۰۱۴).

آرژانتین

بانک مرکزی آرژانتین سیاست‌های ارزی خود را از کانال بازار نقدی عمده‌فروشی (بازار بین‌بانکی) ارز دنبال می‌کند. زمان مداخله بانک مرکزی در بازار ارز و میزان آن از طریق یک نشریه که به‌صورت روزانه چاپ می‌شود به اطلاع عموم مردم می‌رسد. اعلام اطلاعات مداخله در بازار ارز توسط بانک مرکزی آرژانتین با رویه اکثر بانک‌های مرکزی که مداخلات ارزی خود را پنهان می‌کنند، در تعارض است. دلیل شفاف‌سازی اطلاعات توسط بانک آرژانتین آن است که این کشور بی‌ثباتی‌های پولی فراوانی را تجربه کرده است و لذا بانک مرکزی از طریق افشای منظم اطلاعات به دنبال کسب اعتبار نزد فعالان اقتصادی است (ایریگوین، ۲۰۰۵). مداخله بانک مرکزی آرژانتین در بازار نقدی در شرایطی صورت می‌گیرد که در این کشور اوراق مشتقه ارزی مثل قراردادهای آتی نیز وجود دارد.

اندونزی

بازار ارز اندونزی در حال گذار از نظام ارزی تحت کنترل مستقیم دولت به سمت نظام ارزی آزاد است. بانک مرکزی اندونزی بر اساس قانون این امکان را دارد که از طریق

همه ابزارهای ممکن در بازار ارز مداخله کند؛ باین وجود این بانک مداخلات ارزی خود را از طریق معاملات نقدی انجام می‌دهد، چراکه حجم بازار نقدی ارز نسبت به سایر بازارها بزرگ‌تر است و مداخله در این بازار به سرعت بر روند نرخ ارز تأثیر می‌گذارد (بانک اندونزی، ۲۰۰۵).

کره جنوبی

با توجه به استقرار رژیم ارزی شناور در کره جنوبی، هدف بانک مرکزی کره جنوبی از مداخله در بازار ارز کاهش نوسانات نرخ ارز، ایجاد ثبات در بازار ارز، رفع حملات سفته‌بازانه و دستیابی به ذخایر ارزی است و از نرخ ارز مشخصی حمایت نمی‌کند. از سوی دیگر بانک مرکزی کره در بازار ارز به‌عنوان بازارساز^۱ عمل می‌کند. بانک مرکزی برای اعمال سیاست‌های خود در بازار ارز از طریق اظهارنظر در خصوص اهداف و سیاست‌های بانک مرکزی و مداخلات واقعی در بازار نقدی عمل می‌کند. باین وجود در بعضی مواقع به‌ویژه در شرایط بحران ارزی از مداخله در بازار پیمان‌های آتی نیز استفاده کرده است.

نحوه و زمان مداخله بانک مرکزی کره جنوبی در بازار ارز، به صلاحدید مقامات بستگی دارد و این بانک از قاعده ضمنی ویژه‌ای در سیاست‌های ارزی پیروی نمی‌کند. تصمیمات صلاحدید مقامات بانک مرکزی به عوامل متعددی چون ماهیت و قدرت شوک خارجی، روند شاخص‌های بازار، احساسات بازار^۲ و وجوه در دسترس بستگی دارد (ری و لی، ۲۰۰۵).

1 Market maker

2 Market sentiments

کلمبیا

کلمبیا یکی از معدود کشورهایی است که از طریق حراج قراردادهای اختیار خرید و اختیار فروش اقدام به مدیریت نوسانات ارز و تعدیل ذخایر ارزی می‌کند (کیفی و رنکیفو، ۲۰۱۵). بانک مرکزی کلمبیا به‌طور شفاف اعلام کرده است که هدف از انتشار قراردادهای اختیار معامله، صرفاً حذف نوسانات اضافی و بیش‌ازحد نرخ ارز نبوده، بلکه در کنار این موضوع اهداف دیگری نظیر دستیابی به اهداف تورمی، تقویت موقعیت نقدینگی بین‌المللی و هموارسازی انحرافات نرخ ارز از مسیر بلندمدت خود را نیز دنبال کرده است. قیمت اعمال قراردادهای اختیار^۱ توسط بانک مرکزی اندکی قبل از روز حراج اعلام می‌شود.

بانک مرکزی کلمبیا به‌منظور جمع‌آوری ذخایر، اقدام به حراج قرارداد اختیار فروش^۲ با سررسید ۳۰ روزه می‌کند که بر اساس آن خریدار حق فروش دلار آمریکا به بانک مرکزی کلمبیا را می‌خرد. بر اساس این قرارداد بانک مرکزی ملزم شده است که در صورت اعمال قرارداد توسط خریدار اختیار، ارز مشتری موردنظر را خریداری نماید و درواقع از این طریق اقدام به تأمین ذخایر ارزی می‌کند.

قراردادهای اختیار مربوط به نوسانات ارزی که سررسید آن‌ها نیز ۳۰ روزه است بر اساس یک قاعده مشخص منتشر می‌شود. این قرارداد در شرایطی حراج خواهد شد که نرخ ارز بیش از یک مقدار مشخص نسبت به میانگین متحرک ۲۰ روزه گذشته تغییر کرده باشد. به‌طور مثال اگر تغییرات نرخ ارز نسبت به میانگین ۲۰ روز گذشته آن بیش از ۵ درصد باشد، حراج اختیارهای ارزی برگزار خواهد شد. این قراردادها در صورتی اعمال می‌گردد که تغییرات نرخ ارز نسبت به میانگین ۲۰ روزه آن بیش از ۵ درصد مشخص شده باشد. در بسیاری از موارد، حراج قراردادهای اختیار مربوط به


1 Stirke price
2 Put options

نوسانات، در همان روز و یا روزهای بعدازآن اعمال می‌گردد. به‌عنوان نمونه در جولای ۲۰۰۶، ارز کلمبیا نسبت به دلار آمریکا بیش از ۲ درصد میانگین ۲۰ روزه تقویت شد و با توجه به این که آستانه تغییرات در آن دوره ۲ درصد تعریف گردیده بود، بانک مرکزی ۱۸۰ میلیون دلار آمریکا قرارداد اختیار فروش حراج کرد. اما با توجه به این که سه روز کاری پس از حراج نرخ برابری پول کلمبیا در مقابل دلار آمریکا بیش از ۲ درصد میانگین متحرک ۲۰ روزه تقویت شد، کل ۱۸۰ میلیون دلار اعمال شد. در طی سال‌های ۱۹۹۹ تا ۲۰۰۹ بانک مرکزی کلمبیا ۳۸ مورد قرارداد اختیار را حراج کرد که ۲۱ مورد آن اختیار فروش و ۱۷ مورد آن اختیار خرید بود.

ایران

بازار ارز در ایران همواره تحت تأثیر سیاست‌های بانک مرکزی قرار داشته است. دخالت‌های بانک مرکزی به شیوه‌های مختلفی نظیر تغییر نظام ارزی، تعیین نرخ، وضع نرخ‌های چندگانه و تزریق ارز به بازار انجام گرفته است. هدایت نرخ ارز به سمت قیمت‌های هدف گذاری شده، جلوگیری از بروز تورم در کشور و تنظیم بازار کالاهای داخلی، تسهیل واردات کالاهای سرمایه‌ای، تخصیص بهینه ارز، جلوگیری از بروز نوسانات و مقابله با فعالیت‌های سفته‌بازی از جمله دلایل دخالت بانک مرکزی در بازار ارز در ایران بوده است.

برقراری نظام چند نرخ ارز در سال‌های اولیه بعد از انقلاب و دوران جنگ، تغییر نظام ارزی به نظام ارز شناور در سال ۱۳۷۲ شمسی، اجرای سیاست یکسان‌سازی ارز در سال ۱۳۸۱ شمسی، برقراری نظام ارز شناور مدیریت شده و برقراری مجدد نظام چند نرخ ارز از سال ۱۳۹۱ شمسی از جمله مهم‌ترین سیاست‌های بانک مرکزی بعد از انقلاب جهت سامان‌دهی بازار ارز بوده است.

نرخ ارز و نقش بانک‌های مرکزی در تعیین آن  ۸۳

دخالت‌های بانک مرکزی در بازار ارز هنگام وقوع شوک‌های ارزی در کشور پررنگ‌تر بوده است. به دنبال افزایش قابل ملاحظه نرخ ارز در سال ۱۳۵۷ شمسی به دلیل التهابات سیاسی آن دوره، خروج سرمایه از کشور و ابهام در تحقق درآمدهای ارزی، بانک مرکزی با اتخاذ تدابیری مانند محدود کردن معاملات دلاری و خودداری از فروش دلار به بانک‌ها به مقابله با شوک ارزی وارد شده به کشور پرداخت. علاوه بر این بانک مرکزی نظام چند نرخ ارز را نیز در این دوره به اجرا گذاشت و درعین حال نرخ برابری ریال در مقابل حق برداشت مخصوص را تثبیت کرد. پیدایش بازار غیررسمی ارز در کشور از این سال‌ها کلید خورد و در جریان این فرایند تفاوت قابل ملاحظه‌ای میان نرخ رسمی ارز و نرخ بازار آزاد ایجاد گردید. در این دوره که تا اواخر سال ۱۳۷۰ شمسی ادامه داشته است بانک مرکزی علی‌رغم افزایش قابل ملاحظه نرخ ارز در بازار آزاد، نرخ رسمی ارز را در سطح ثابتی حفظ کرده بود.

در سال ۱۳۶۸ شمسی بانک مرکزی در قالب سیاست‌های تعدیل اقتصادی و در راستای اجرای برنامه اول توسعه اقتصادی، اقدامات ویژه‌ای به‌منظور ساماندهی بازار ارز، افزایش کارایی بازار و تخصیص بهینه منابع ارزی انجام داد. ساماندهی نرخ‌های ارز به ارزش‌های ترجیحی - رقابتی برای کالاهای حساس و همچنین کالاهای واسطه‌ای، ارز خدماتی برای مسافران و دانشجویان و نرخ شناور برای کالاهای وارداتی مصرفی از جمله اقدامات بانک مرکزی در این دوره بوده است. علاوه بر این به‌منظور کنترل بازار غیررسمی تسهیلات ویژه‌ای برای واردات بدون انتقال ارز نیز در نظر گرفته شد. یکی از اقدامات بسیار مهم بانک مرکزی برای سامان بخشیدن به بازار غیر متشکل ارز و فراهم آوردن امکان سیاست‌گذاری در رابطه با این بازار، صدور مجوز برای صرافی‌ها بود. در سال ۱۳۷۲ شمسی نیز نظام نرخ ارز شناور به‌منظور ایجاد تعادل در بازار ارز به اجرا گذاشته شد.

اجرای این سیاست که در مراحل اولیه خود به کاهش شکاف نرخ رسمی و آزاد دلار منجر گشته بود در ادامه به دلیل کاهش قیمت نفت، بحران بازپرداخت بدهی‌های خارجی دولت و افزایش تورم به افزایش شدید نرخ ارز در سال‌های ۱۳۷۳ و ۱۳۷۴ شمسی منتهی گشت و در نتیجه دولت به منظور کنترل بازار، سیاست‌های مذکور را کنار گذاشته و نظام ارزی کشور یک بار دیگر به حالت سابق خود بازگشت. بعد از این دوره بانک مرکزی به منظور کنترل بازار ارز سیاست نظام ارزی دوگانه (نرخ رسمی و نرخ صادراتی ارز) را دنبال نمود و فعالیت بازار غیررسمی ارز را غیرقانونی اعلام کرد. شایان ذکر است که در سال‌های ۱۳۷۰ و ۱۳۷۱ شمسی بانک مرکزی با تزریق ارز به بازار درصدد کنترل نوسانات ارزی بود که در اوایل موفقیت‌هایی نیز در این زمینه کسب نمود.

ادامه سیاست‌های مذکور به نابسامانی بازار ارز، رانتهای گسترده ناشی از نظام چند نرخ ارز و کاهش قدرت رقابت‌پذیری تولیدکنندگان دامن زد و در نهایت سیاست‌گذاران بانک مرکزی در سال ۱۳۸۱ با افزایش نرخ ارز رسمی و رساندن آن به سطح بازار آزاد اقدام به اعمال سیاست یکسان‌سازی نرخ ارز در کشور نمودند. اجرای این سیاست برخلاف دهه ۱۳۷۰ شمسی منجر به افزایش تورم نگردید و در عین حال نرخ‌های بازار آزاد نیز بعد از اجرای این سیاست افزایش چندانی را تجربه نکردند. علی‌رغم اینکه در این دوره نظام ارزی کشور به نظام ارزی شناور مدیریت شده تبدیل شد، اما نظارت گسترده دولت بر بازار ارز مانع از انعطاف‌پذیری موردنظر در نرخ‌های ارز گردید.

با اجرای سیاست یکسان‌سازی ارز برای اولین بار در کشور نحوه دخالت بانک مرکزی در بازار ارز از یک رویه نظام‌مند و مشخص برخوردار گردید. برای این منظور بازار بین‌بانکی ارز در کشور تأسیس و بلافاصله فعالیت خود را آغاز نمود.^۱ بازار بین‌بانکی در واقع

۱ بازار بین‌بانکی به تفصیل در فصل ششم مورد بررسی قرار گرفته است.

نرخ ارز و نقش بانک‌های مرکزی در تعیین آن ۸۵

بازار عمده‌فروشی و رسمی ارز را تشکیل می‌داد و با توجه به تمهیداتی که در این دوره اندیشیده شده بود مداخله بانک مرکزی از طریق این بازار صورت می‌گرفت. بر این اساس بانک مرکزی ارز خریداری شده از دولت را با توجه به اهداف موردنظر خود، در بازار بین‌بانکی عرضه کرده و با تعیین قیمت، نقش رهبر را در بازار ارز ایفا می‌کرد. سامان یافتن نحوه دخالت بانک مرکزی در بازار درعین حال که افق بازار ارز در میان مدت را برای فعالان بازار مشخص و نمایان می‌ساخت، موجبات کاهش فاصله میان نرخ رسمی و آزاد، کاهش نوسانات بازار و درعین حال کاهش نقش بازار غیررسمی در تعیین ارز را فراهم نمود.

کاهش درآمدهای ارزی کشور به دلیل تحریم‌های بانکی و نفتی و افزایش یک‌باره سطح قیمت‌ها با توجه به سیاست هدفمندسازی یارانه‌ها، مقدمات بحران ارزی سال‌های ۱۳۹۰ و ۱۳۹۱ شمسی را فراهم نمود. با وقوع این بحران، فعالیت بازار بین‌بانکی کشور نیز عملاً متوقف گردید. در این دوره بانک مرکزی به دلیل کاهش ذخایر ارزی کشور از کنترل نوسانات ارزی ناتوان ماند و در نتیجه بازار ارز یکی از پرتلاطم‌ترین دوره‌های خود را تجربه نمود.

در این مقطع زمانی سیاست‌گذاران پولی جهت کنترل فعالیت‌های سفته‌بازی و نوسانات بازار، مرکز مبادلات ارزی را راه‌اندازی نمودند که قرار بود همان کارکرد بازار بین‌بانکی را ایفا نماید. در این مرکز با طبقه‌بندی کالاها به گروه‌های مجزا، به برخی از آن‌ها ارز مبادله‌ای (دولتی) تخصیص داده می‌شد. کارکرد این بازار سرانجام با روی کار آمدن دولت یازدهم و حصول توافق هسته‌ای کم‌رنگ شد. در حال حاضر نیز دولت تلاش دارد که با یکسان‌سازی ارز در بازار به نظام دونرخی ارز رسمی و آزاد پایان دهد و نظام نرخ ارز شناور مدیریت‌شده حاکم شود. به نظر می‌رسد که در این صورت نحوه دخالت دولت در بازار از طریق بازار بین‌بانکی ارز انجام خواهد گرفت.

جمع بندی

عوامل متعددی بر نرخ ارز در بازارهای مالی تأثیرگذار است. تحلیل عوامل مؤثر بر نرخ ارز در تجزیه و تحلیل بنیادین مطرح می‌گردد. نرخ بهره، تورم، سیاست‌های بانک مرکزی، تراز تجاری، کسری بودجه دولت، تولید ناخالص داخلی، نرخ اشتغال و عوامل سیاسی از جمله مهم‌ترین عوامل تأثیرگذار بر نرخ ارز می‌باشند.

علاوه بر این بانک‌های مرکزی چه در کشورهای توسعه یافته و چه در کشورهای در حال توسعه و چه در اقتصادهای نوظهور بر اساس اهداف و انگیزه‌های خود در بازار ارز کشور خود مداخله می‌کنند. کشورهای توسعه یافته به دلیل عمق بالای بازارهای مالی، تنها در صورت وقوع شوک‌های شدید ارزی در بازار ارز مداخله می‌کنند، در حالی که دخالت بانک‌های مرکزی کشورهای در حال توسعه و اقتصادهای نوظهور، برای تغییر روند نرخ ارز، کنترل نوسانات و یا تعدیل ذخایر ارزی امری متعارف است.

اکثر بانک‌های مرکزی برای اعمال سیاست‌های ارزی خود از بازار نقدی بین‌بانکی یا بازار عمده‌فروشی استفاده می‌کنند، در حالی که امکان استفاده از ابزارهای مشتقه مثل قراردادهای آتی، اختیارات و یا سوآپ نیز برای آنها وجود دارد. علت این امر آن است که بخش عمده معاملات ارز کشورها در بازار بین‌بانکی و در چارچوب قرارداد نقدی صورت می‌گیرد. به بیان دیگر بازار نقدی بین‌بانکی که نرخ ارز در آن تعیین می‌شود، نقش رهبر را برای سایر بازارها ایفا می‌کند. علاوه بر این اعمال سیاست در بازارهای نقدی به سرعت اثر خود را در نرخ ارز و اقتصاد نشان می‌دهد.

علی‌رغم آن که تعداد معدودی از کشورها از اوراق مشتقه ارزی برای اعمال سیاست‌های خود در بازار ارز استفاده کرده‌اند، اما این امر نشان می‌دهد که قراردادهای مذکور این ظرفیت را دارند که به عنوان ابزار سیاستی در بازار ارز مورد استفاده قرار گیرند. مزیت

نرخ ارز و نقش بانک‌های مرکزی در تعیین آن ۸۷

ابزارهای مشتقه در این است که استفاده از آنها لزوماً باعث تغییر در ذخایر ارزی کشور نمی‌شود و سیاست پولی کشور را تحت‌الشعاع خود قرار نمی‌دهد.

مداخله در بازار نقدی توسط بانک مرکزی باعث تغییر در ذخایر ارزی بانک شده و بالطبع حجم پایه پولی نیز تغییر خواهد کرد. البته بانک مرکزی می‌تواند از طریق اعمال سیاست‌های سترون‌سازی با خرید یا فروش اوراق قرضه مانع از تأثیرگذاری سیاست ارزی بر سیاست پولی شود. این در شرایطی است که بانک مرکزی می‌تواند از طریق انتشار ابزارهای مشتقه بدون تأثیر بر پایه پولی نرخ ارز را تغییر دهد و یا از نوسانات آن جلوگیری کند.

دخالت‌های بانک مرکزی در بازار ارز ایران به شیوه‌های مختلفی نظیر تغییر نظام ارزی، تعیین نرخ، وضع نظام‌های چندگانه و تزریق ارز به بازار انجام گرفته است. هدایت نرخ ارز به سمت قیمت‌های هدف گذاری شده، جلوگیری از بروز تورم در کشور و تنظیم بازار کالاهای داخلی، تسهیل واردات کالاهای سرمایه‌ای، تخصیص بهینه ارز، جلوگیری از بروز نوسانات، مقابله با فعالیت‌های سفته‌بازی، از جمله دلایل دخالت بانک مرکزی در بازار ارز در ایران بوده است. مرور تحولات چند دهه اخیر بازار ارز در کشور یک واقعیت تاریخی را در این خصوص نمایان می‌سازد و آن اینکه بازار ارز یکی از ابزارهای کلیدی دولت‌ها برای اجرای سیاست‌های خود در بازار بوده است و هر زمان که امور سیاست‌گذاری در دیگر بخش‌های اقتصادی با چالش مواجه گردیده است، بازار ارز اولین انتخاب جهت اصلاح امور بوده است.

با توجه به اینکه بخش اعظم درآمدهای ارز کشور از محل صادرات نفت تأمین می‌گردد و بانک مرکزی به نمایندگی از طرف دولت ارزهای موردنظر را در بازار به فروش می‌رساند از این رو میزان دخالت این نهاد در بازار ارز در مقایسه با سایر کشورها در حجم وسیع‌تری رخ داده است. به‌استثنای دوره یکسان‌سازی ارز (۱۳۸۱-۱۳۹۰) که در آن دخالت دولت از کانال بازار بین‌بانکی صورت گرفته است، در دیگر سال‌ها این دخالت از یک قاعده

نظام‌مند و استانداردی برخوردار نبوده و دخالت‌ها عمدتاً از طریق وضع نظام‌های ارزی و نرخ‌های چندگانه صورت پذیرفته است. با توجه به عزم بانک مرکزی برای تک‌نرخی کردن ارز در سال‌های پیشرو، به نظر می‌رسد که سیاست‌های این نهاد به سمت پیاده‌سازی نظام نرخ ارز شناور مدیریت شده حرکت کرده و دخالت‌های دولت در بازار مجدداً از کانال بازار بین‌بانکی انجام خواهد شد.

منابع و مأخذ

۱. برهان آزاد، لیدا، امکان ایجاد بازار سلف ارز در ایران، تهران: پژوهشکده پولی و بانکی، بانک مرکزی جمهوری اسلامی ایران، چاپ اول، نوبت اول، تابستان ۱۳۸۷.
۲. پژوهشگران، جمشید. پول و ارز و بانکداری، دانشگاه پیام نور، ۱۳۸۵.
۳. تاریخچه سی ساله بانک ملی ۱۳۰۷-۱۳۳۷. تهران: بانک ملی ایران، ۱۳۳۸.
۴. حیدری، حسن، عزیزنژاد، صمد. بررسی دلایل نوسانات ارزی در ایران (۱۳۹۰-۱۳۹۲): با نگاهی به تجربه کشورهای منتخب، مرکز پژوهش‌های مجلس شورای اسلامی، ۱۳۹۴.
۵. فرجی، یوسف، توتونچیان، ایرج. پول، ارز و بانکداری، شرکت چاپ و نشر بازرگانی، ۱۳۹۰.
6. Carley, Garner. 2012. Currency Trading in the Forex and Futures Markets. New York: Financial Times.
7. Indonesia Bnak (2005). Foreign exchange intervention and policy: Bank Indonesia experiences. BIS Papers chapters, 24, 177-87.
8. Irigoyen, C. (2005, May). Foreign exchange intervention in Argentina: motives, techniques and implications. In Participants in the meeting (p. 114).
9. Keefe, H. G., & Rengifo, E. W. (2015). Options and central bank currency market intervention: The case of Colombia. Emerging Markets Review, 23, 1-25.
10. King, M R (2003): "Effective foreign exchange intervention: matching strategies with objectives", Journal of International Finance, vol 6, no 2, pp 247-69.
11. Kohlscheen, E., & Andrade, S. C. (2014). Official FX interventions through derivatives. Journal of International Money and Finance, 47, 202-216.
12. Mariano, Roberto & et al (2004), Prediction of currency crises: case of Turkey, REV. MIDDLE EAST ECON. FIN, VOL. 2, NO. 2, 87-107.
13. Mohanty, M. S., & Berger, B. E. (2013). Central bank views on foreign exchange intervention. BIS Paper, (73e).
14. Rhee, G. J., & Lee, E. M. (2005, May). Foreign exchange intervention and foreign exchange market development in Korea. In Participants in the meeting (p. 196).
15. Yazgan, I.M. Ege, & yelmazkuday, Hakan (2005), inflation dynamics of Turkey: a structural estimation, central bank of the republic of Turkey.

بخش دوم:

بازارهای ارز و ابزارهای مشتقه

فصل پنجم:

جایگاه ابزارهای مشتقه در بازارهای ارز

مقدمه

ارز به‌عنوان یک دارایی بر اساس نیاز ذی‌نفعان بازار در قالب قراردادهای مختلف مبادله می‌شود. با توجه به متنوع بودن ذی‌نفعان بازار ارز برای تأمین نیازهای مبادلاتی آن‌ها ابزارهای متعددی در این بازار طراحی شده‌اند. بازار نقدی مبادلات ارز، بازار پایه و مبنای تمام مبادلات ارزی است. بازار مبادلات نقدی جزء کلیدی هر بازار مبادله‌ی ارزی است. ولی بر اساس آمار بانک تسویه بین‌المللی در سال ۲۰۱۳ میلادی تنها ۳۸ درصد از معاملات ارز نقدی بوده است و عمده معاملات ارزی در دنیا مبتنی بر ابزارهای مشتقه می‌باشند لذا انواع مختلف این ابزارها در بازار ارز رایج است که شامل انواع مختلفی از قراردادهای آتی، اختیار معامله و سوآپ است.

ابزارهای مذکور در قالب بازارهای متنوعی که خود ذی‌نفعان خاصی دارد معامله می‌شوند. قراردادهای نقد در بازارهای بین‌بانکی و بازارهای خرده‌فروشی نظیر صرافی‌ها منعقد می‌شوند. قراردادهای آتی و اختیار معامله عمدتاً در بازارهای بورس و بازارهای بین‌بانکی و قراردادهای سوآپ در بازارهای خارج از بورس معامله می‌شوند.

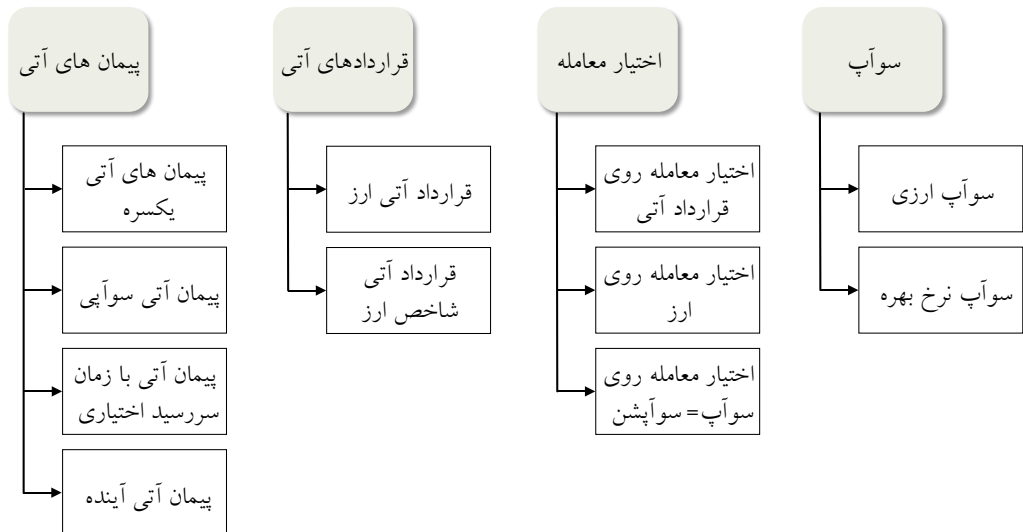
این فصل پس از بررسی انواع قراردادهای رایج در بازارهای ارز به معرفی انواع این بازارها پرداخته است. سپس صندوق‌های ارزی به‌عنوان یک نهاد مالی و درعین‌حال ابزار سرمایه‌گذاری در بازارهای ارزی بررسی شده است. در انتهای این فصل آمار بانک تسویه بین‌المللی در سال ۲۰۱۳ میلادی در خصوص بازار ارز در جهان مورد بررسی قرار گرفته است.

۱- ابزارهای معاملاتی ارز

غیر از معاملات نقدی ارز که در قالب آن خریدار و فروشنده متعهد به اجرای آن در زمان بسیار کوتاهی (معمولاً ۲ روز کاری) می‌باشند و هدف مدیریت ریسک را دنبال نمی‌کند، سایر ابزارهای متداول در بازار ارز ابزارهای مدیریت ریسک نوسانات قیمت می‌باشند. با

آزادسازی نرخ ارز در کشورهای مختلف و حاکم شدن نظام ارزی شناور، مدیریت ریسک تغییرات نرخ ارز اهمیت بسزایی برای فعالان اقتصادی پیدا کرد. بر همین اساس مهندسين مالی به دنبال طراحی ابزارهایی رفتند که با استفاده از آن فعالان بازار بتوانند نیازهای مدیریت ریسک را تأمین نمایند. هرچند این ابزارها در حال حاضر بسیار متنوع هستند ولی برخی از آنها که بیشتر مورد توجه بازار بوده‌اند در این بخش معرفی شده‌اند. ابزارهای مدیریت ریسک که در ادامه معرفی شده‌اند شامل انواع قراردادهای یا پیمان‌های آتی، اختیار معامله و سوآپ می‌باشند. نمودار ۵-۱ ابزارهای مختلف در بازار ارز را نشان می‌دهد.

نمودار ۵-۱- ابزارهای مختلف در بازار مبادلات ارزی



۱-۱- قرارداد نقد^۱

معاملات نقدی ارز پایه‌ای‌ترین و درعین‌حال ساده‌ترین نوع معاملاتی است که در بازار ارز جهت تبدیل ارزها به یکدیگر (خریدوفروش ارزها) مورد استفاده قرار می‌گیرد. معاملات نقدی یک تعهد خریدوفروش الزام‌آور بین دو نفر است که تصمیم دارند مبلغ معینی از یک ارز را با مقدار مشخصی از ارز دیگر در نرخ جاری بازار مبادله نمایند. در این قرارداد خریدار باید کل مبلغ قرارداد را به‌علاوه کارمزد کارگزار به‌صورت نقد پرداخت نماید و فروشنده نیز باید حداکثر تا دو روز کاری ارز مورد معامله را به خریدار تحویل نماید.

قیمت (نرخ) ارز در بازار نقدی بر اساس عرضه و تقاضا تعیین می‌شود. عرضه و تقاضای ارز در کشورهای مختلف و نرخ مبادله‌ی آن در برابر دیگر ارزها تحت تأثیر عوامل متعددی است که در فصل چهارم به آن پرداخته شد. مهم‌ترین عوامل عبارت‌اند از: نرخ جاری تورم، نرخ انتظاری تورم آتی، تراز تجاری کشورها، تفاوت بین نرخ بهره داخلی و خارجی، دخالت بانک‌های مرکزی، سیاست‌های مالی و پولی و حتی بسیاری از متغیرهایی که می‌تواند انتظارات افراد را در مورد سلامت اقتصادی کشور تحت تأثیر قرار دهد.

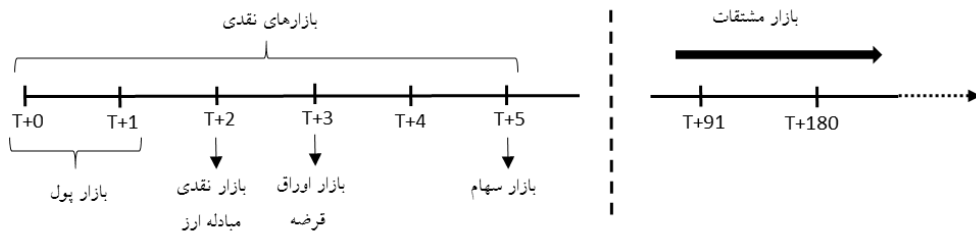
شاید بتوان گفت بازار مبادله‌ی ارزها یک بازار مالی نیست بلکه در حقیقت مجرای است که ارتباط بازار مالی داخلی را با بازار مالی خارجی فراهم می‌کند. مشارکت‌کنندگان در این بازار عبارتند از: بانک‌های مجاز، کارگزاران، بانک‌های خارجی، بانک مرکزی، دولت، مشتریان خرد (خانواده‌ها)، بخش‌های شرکتی، آربیتراژگران و سفته‌بازان.

تفاوت بازار نقد و مشتقه ارز

اصطلاحات بازار نقدی و بازار مشتقه علاوه بر بازارهای مالی برای بازار ارز نیز در همان معانی مورد استفاده قرار می‌گیرند. اساساً اطلاق بازار نقدی یا مشتقه بر اساس دوره‌ی

1 Spot contract

تسویه‌ی قراردادهای منعقد شده در آن بازار مشخص می‌گردد. طبق یک توافق پذیرفته شده، قرارداد مبادله‌ای که در زمان کنونی (T+0) در بازار نقدی منعقد می‌گردد، توسط طرفین معامله در زمان T+2 تسویه می‌گردد. در بازار ارز علاوه بر معاملات نقد معاملات قراردادهای مشتقه نیز انجام می‌شود که عمده‌ی آنها شامل پیمان‌های آتی، سوآپ ارزی، قراردادهای آتی و اختیار معامله است. مبادلات نقدی ارز در بازارهای خارج از بورس (OTC) و مبادلات مشتقه ارزی هم در بازارهای بورس (بازارهای رسمی) و هم در بازارهای خارج از بورس (بازارهای غیررسمی) انجام می‌شود. مبادلات مشتقه‌ی ارزی در بازارهای خارج از بورس به شکل پیمان‌های آتی، سوآپ‌های ارزی و برخی از انواع اختیارها انجام می‌گردد درحالی‌که قراردادهای آتی و اختیار معامله ساده روی قراردادهای آتی در بازارهای بورس معامله می‌شوند.



شکل ۵-۱- زمان‌های تسویه در معاملات نقدی و معاملات مشتقه

مزنه‌دهی در قرارداد نقد

به قیمت یک واحد از یک ارز بر اساس ارز دیگر نرخ مبادله‌ی نقدی ارزها گفته می‌شود. از طرف دیگر به‌صورت قراردادی عبارت "نرخ ارز" در مورد نرخ برابری ارز داخلی در برابر دلار آمریکا مورد استفاده قرار می‌گیرد. بر اساس توافق بین‌المللی (ایزو) از سه حرف انگلیسی برای کدگذاری ارزها استفاده می‌شود. به‌عنوان مثال USD دلار آمریکا، IRR ریال

ایران، JPY ین ژاپن، CAD دلار کانادا، AUD دلار استرالیا، EUR یورو اروپا و NZD دلار نیوزیلند را به صورت کدگذاری نمایش می دهند. این شیوهی کدگذاری در سیستم سوئیفت نیز مورد استفاده قرار می گیرد. جدول ۵-۱ کد ایزو ارزهای کشورهای مختلف را نشان می دهد.

فرض کنید LCC کد نشان دهنده ارز داخلی باشد، نرخ برابری ارزها با استفاده از یک اسلش نشان داده می شود به عنوان مثال: USD/LCC 7.34/7.35. این عبارت نشان دهندهی آن است که یک دلار آمریکا با قیمت 7.34 واحد ارز داخلی خریده و با قیمت 7.35 واحد ارز داخلی فروخته می شود. ارز سمت چپ (USD) به عنوان ارز پایه و ارز سمت راست (LCC) به عنوان ارز متغیر شناخته می شود. این گونه نحوهی بیان، قیمت یک واحد ارز پایه را برحسب ارز متغیر نشان می دهد.

روش های مظنه دهی بر اساس انتخاب ارز پایه و ارز متغیر به دو دسته اروپایی و آمریکایی تقسیم می شوند:

- **مظنه دهی اروپایی یا غیرمستقیم:** به عنوان نمونه USD/LCC 7.45 (هر دلار آمریکا به قیمت 7.45 واحد ارز داخلی خریداری می شود) که قیمت یک واحد دلار آمریکا را برحسب ارز داخلی بیان می کند.
- **مظنه دهی آمریکایی یا مستقیم:** به عنوان نمونه GBP/USD 1.655 (هر پوند انگلیس به قیمت 1.655 دلار آمریکا خریداری می شود) که قیمت یک ارز را برحسب دلار آمریکا بیان می کند.

جدول ۵-۱- کد ایزو ارزهای کشورهای مختلف

کد ایزو	نام لاتین ارز	نام لاتین کشور	نام کشور	کد ایزو	نام لاتین ارز	نام لاتین کشور	نام کشور
MYR	Ringgit	Malaysia	مالزی	ARS	New peso	Argentina	آرژانتین
MXN	Neuvo peso	Mexico	مکزیک	AUD	Dollar	Australia	استرالیا
NZD	Dollar	New Zealand	نیوزیلند	BHD	Dinar	Bahrain	بحرین
NOK	Krone	Norway	نروژ	BRL	Real	Brazil	برزیل
PKR	Rupee	Pakistan	پاکستان	CAD	Dollar	Canada	کانادا
PEN	New sol	Peru	پرو	CLP	Peso	Chile	شیلی
PHP	Peso	Philippines	فیلیپین	CNY	Renminbi	China	چین
PLN	New zloty	Poland	لهستان	COP	Peso	Colombia	کلمبیا
RUB	Ruble	Russia	روسیه	CZK	Koruna	Czech Republic	جمهوری چک
SAR	Riyal	Saudi Arabia	عربستان سعودی	DKK	Krone	Denmark	دانمارک
SGD	Dollar	Singapore	سنگاپور	USD	U.S. dollar	Ecuador	اکوادور
ZAR	Rand	South Africa	آفریقای جنوبی	EUR	Euro (€)	Euro-zone	منطقه یورو ^۱
SEK	Krona	Sweden	سوئد	HKD	Dollar	Hong Kong	هنگ کنگ
CHF	Franc	Switzerland	سوئیس	HUF	Forint	Hungary	مجارستان
TWD	Dollar	Taiwan	تایوان	INR	Rupee	India	هند
THB	Baht	Thailand	تایلند	IDR	Rupiah	Indonesia	اندونزی
TRL	Lira	Turkey	ترکیه	IRR	Rial	Iran	ایران
AED	Dirham	United Arab Emirates	امارات متحده عربی	JPY	Yen (¥)	Japan	ژاپن
GBP	Pound (£)	United Kingdom	بریتانیا	JOD	Dinar	Jordan	اردن
USD	Dollar (\$)	United States	ایالات متحده	KRW	Won	South Korea	کره جنوبی
EYU	New peso	Uruguay	اروگوئه	KWD	Dinar	Kuwait	کویت
VEB	Bolivar	Venezuela	ونزوئلا	LBP	Pound	Lebanon	لبنان

با معکوس کردن نرخ برابری ارزها مظنه‌ی ارز مقابل قابل محاسبه است به‌عنوان مثال چنانچه مظنه‌ی USD/LCC 7.45 باشد با معکوس کردن این مظنه، مظنه‌ی LCC/USD 0.13423 را داریم ($1/7.45=0.13423$). نقطه‌ی میانی، میانگین قیمت مظنه‌ی

۱ کشورهای منطقه یورو عبارتند از: اتریش، بلژیک، قبرس، استونی، فرانسه، آلمان، یونان، ایرلند، ایتالیا، لوگزامبورگ، مالت، هلند، پرتغال، اسلواکی، اسلونی و اسپانیا

خرید و مظنه‌ی فروش است که به‌عنوان نرخ مرجع در مشتقات ارزی از جمله سوآپ ارزی مورد استفاده قرار می‌گیرد.

مظنه خرید با قیمت پیشنهادی خرید (bid) و مظنه فروش با قیمت پیشنهادی فروش (ask یا offer) بیان می‌گردد و فاصله‌ی قیمت‌های پیشنهادی خرید و فروش نیز تحت عنوان شکاف (spread) شناخته می‌شود. فاصله‌ی قیمت‌های پیشنهادی خرید و فروش معرف خوبی برای عمق بازار است. در بازارهای کم‌عمق این فاصله بیشتر و در بازارهای با نقدشوندگی بالا این فاصله کمتر است.

از آنجاکه ارز همه‌ی کشورها برحسب دلار مورد مبادله قرار می‌گیرد، دلار آمریکا گاهی به‌عنوان ارز ناقل یا ارز راهبر شناخته می‌شود. ممکن است مبادلات ارز کشورهایی مانند دلار زیمبابوه، کرون اسلواکی یا پیروی اروگوئه به‌صورت مستقیم مورد مبادله با یکدیگر قرار نگیرند و یا مبادلات آن‌ها نقدشوندگی کافی نداشته باشد، از این رو مبادله آن‌ها به‌واسطه‌ی دلار انجام می‌گردد. بدین صورت که ارز اولیه ابتدا با دلار آمریکا مبادله شده و سپس دلار آمریکا با ارز هدف مبادله شود.

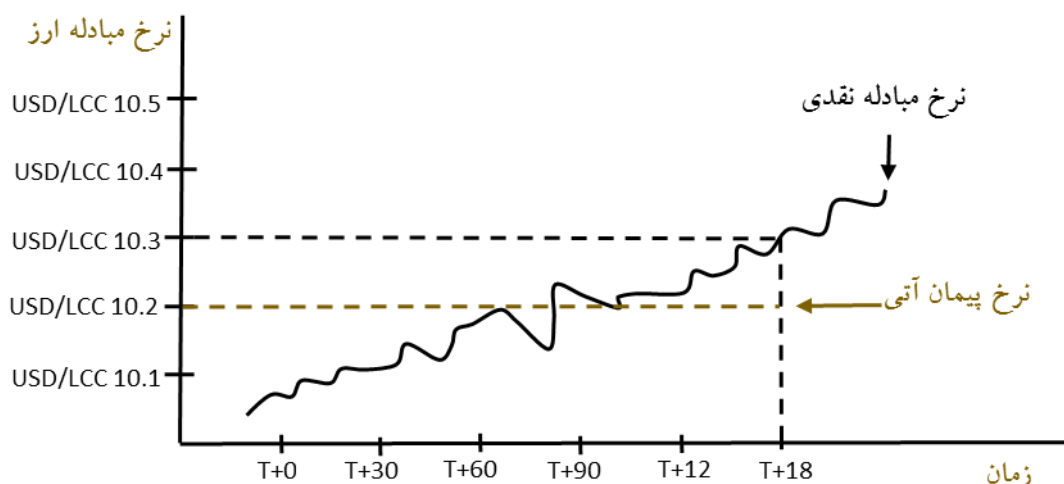
۱-۲- پیمان‌های آتی^۱

پیمان آتی ارز قراردادی است که در زمان T+0 منعقد می‌گردد و به‌موجب آن خریدار و فروشنده ملزم به مبادله‌ی مقدار مشخصی ارز در زمانی مشخص در آینده، در قیمت توافق شده در T+0 هستند. قیمت توافق شده در طول مدت قرارداد بدون تغییر خواهد بود.

پیمان‌های آتی نسبت به دیگر مشتقات، بخش عمده‌ای از بازار مبادلات ارزی را تشکیل می‌دهند. در بازار پیمان آتی معامله‌ای که در زمان کنونی (T+0) منعقد می‌گردد، در آینده (زمانی پس از T+2) تسویه می‌شود. عدم قطعیت در مورد قیمت نقد در آینده دلیل انعقاد

چنین قراردادی است. خرید یا فروش پیمان آتی هم‌زمان با انجام یک معامله از جمله واردات/صادرات به‌منظور ایجاد قطعیت در میزان ارز خارجی پرداختی/میزان ارز داخلی دریافتی انجام می‌شود.

نمودار ۵-۲- نحوه‌ی کارکرد پیمان‌های آتی در پوشش ریسک نوسانات قیمت نقدی در آینده



تعریف بالا نوع ساده پیمان آتی بین بانک و مشتری (به‌عنوان مثال یک شرکت) است ولی در واقعیت عمده‌ی معاملات بین‌بانکی تحت معاملات سوآپ انجام می‌گیرد که در ادامه توضیح داده شده است. از طرف دیگر در واقعیت بانک‌ها وارد معاملات ریسکی نشده و تنها پیمان‌های آتی بدون ریسک و درعین‌حال با سود کم را ترجیح می‌دهند. انواع پیمان‌های

آتی در بازار مبادلات ارز عبارتند از: پیمان آتی یکسره^۱، پیمان آتی سوآپی^۲، پیمان آتی ارز با زمان سررسید اختیاری^۳، پیمان آتی آینده^۴.

پیمان‌های آتی یکسره

پیمان‌های آتی یکسره مانند پیمان‌های آتی استاندارد است و قراردادی بین بانک و مشتری است که به موجب آن بانک متعهد به تحویل و یا خرید یک ارز در زمان (یا محدوده‌ی زمانی) مشخصی در آینده با نرخ توافق شده کنونی است. قیمت تئوریک پیمان آتی به وسیله رابطه زیر قابل محاسبه است:

$$FVP (\text{outright forward}) = \frac{SP * (1 + (ir_{vc} * d/365))}{1 + (ir_{bc} * d/365)}$$

که FVP قیمت منصفانه پیمان آتی یکسره، SP نرخ مبادله‌ی نقدی، ir_{vc} نرخ بهره سالانه ارز متغیر، ir_{bc} نرخ بهره سالانه ارز پایه و d مدت قرارداد برحسب روز است. زمانی که مدت قرارداد بیش از یک سال باشد رابطه فوق به شکل زیر بیان می‌گردد.

$$FVP (\text{outright forward}) = \frac{SP * (1 + ir_{vc})^n}{(1 + ir_{bc})^n}$$

که n برابر است با دوره‌ی قرارداد برحسب سال که از تقسیم دوره‌ی قرارداد برحسب روز بر ۳۶۵ قابل محاسبه است. چنانچه نرخ ir_{vc} و ir_{bc} نرخ بهره‌های مرکب باشند نیز رابطه زیر مورد استفاده قرار می‌گیرد:

1 Outright forward foreign exchange
2 Forward foreign exchange swaps
3 Option-date forward contracts
4 Forward-forward foreign exchange contracts

$$FVP (outright forward) = \frac{SP * e^{ir_{vc} * n}}{e^{ir_{bc} * n}} = SP * e^{(ir_{vc} - ir_{bc}) * n}$$

پیمان آتی سوآپی

پیمان آتی سوآپی عبارت از قراردادی مبنی بر تبادل دو ارز در زمان کنونی با نرخ مشخص (ممکن است این نرخ با نرخ جاری مبادله ارز متفاوت باشد ولی به آن نزدیک است که به آن نرخ مرجع نیز گفته می‌شود) به انضمام توافق بر مبادله معکوس دو ارز در زمان مشخصی در آینده با نرخ معینی که در زمان انعقاد قرارداد توافق شده است و با نرخ مرجع اختلاف مشخصی دارد.

به‌عنوان یکی از کاربردهای پیمان آتی سوآپی تصور کنید که یک مشتری که پیمان آتی یکسره بسته است به دلیل تأخیر در قرارداد دیگری یا تأخیر در حمل بار مجبور به تعویق سررسید پیمان آتی یکسره خود است. این شخص می‌تواند برای این منظور از پیمان آتی سوآپی بهره برد.

قیمت منصفانه پیمان آتی سوآپی از رابطه‌ی زیر قابل محاسبه است:

$$FVP (forward swap) = FVP (outright forward) - SP$$

پیمان آتی ارز با زمان سررسید اختیاری

بانکی که وارد یک پیمان آتی یکسره می‌شود، متعهد است که مقدار مشخصی ارز را در تاریخ مشخصی در آینده با نرخ مشخصی مبادله نماید. این نوع قرارداد برای مشتریانی غیر از بانک چندان مناسب به نظر نمی‌رسد. یک مشتری ممکن است پیمان آتی را به منظور پوشش ریسک^۱ خرید یا فروخته باشد و لزوماً آن را برای تبادل ارز مدنظر نداشته باشد. در این حالت پیمان‌های آتی با سررسید اختیاری ابزار مناسبی برای

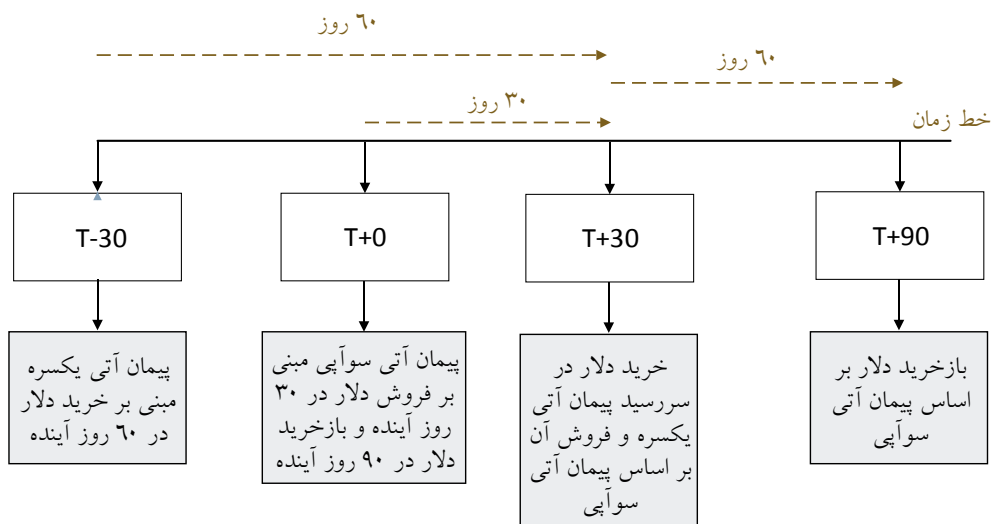
1 Risk hedge

مشتریان هستند. این نوع پیمان آتی همانند پیمان آتی یکسره با تاریخ سررسید مشخص است با این تفاوت که مشتری اختیار تسویه پیمان آتی در دوره زمانی مشخصی قبل از سررسید را نیز دارد. دوره‌ی زمانی مذکور می‌تواند هر زمانی در طول دوره‌ی قرارداد و یا هر زمانی بین یک زمان مشخص در آینده تا تاریخ سررسید قرارداد باشد. به عبارت دیگر اختیار تسویه می‌تواند در کل دوره قرارداد باشد یا در دوره‌ی محدودی تا پایان دوره‌ی قرارداد باشد.

پیمان آتی ارز با سررسید اختیاری با قرارداد اختیار معامله ارز متفاوت است. در اختیار معامله ارز دارنده‌ی اختیار برای خرید یا فروش ارز با نرخ مشخص در سررسید دارای اختیار است. درحالی‌که دارنده‌ی پیمان آتی با زمان سررسید اختیاری درنهایت ملزم به انجام تسویه در سررسید است و تنها در انتخاب زمان تسویه قبل از سررسید اختیار دارد. از طرف دیگر مشتری بابت این اختیار در اختیار معامله ارز هزینه پرداخت می‌نماید درحالی‌که بابت زمان تسویه اختیاری در پیمان آتی ارز با زمان سررسید اختیاری هزینه پرداخت نمی‌کند.

پیمان آتی آینده

پیمان آتی آینده، پیمان آتی سوآپی ارز است که در آینده انجام می‌شود. به‌عنوان مثال قراردادی مبنی بر مبادله‌ی دو ارز با نرخ مشخص در ۳۰ روز آینده و مبادله‌ی معکوس همان ارزها در ۹۰ روز آینده با نرخ مشخص دیگری است. علت استفاده از این نوع قرارداد ممکن است این موضوع باشد که مشتری قبلاً معامله‌ای با سررسید تسویه‌ی ۳۰ روز آینده انجام داده است که طی آن ارز مشخصی تحویل می‌گیرد و در همین حال انتظار دارد ۹۰ روز دیگر برای معامله دیگری نیاز به ارز دیگری داشته باشد.



شکل ۵-۲- نمونه‌ای از استفاده از پیمان آتی آینده در مبادلات ارزی

انواع پیمان‌های آتی آینده عبارتند از FAX^1 و ERA^2 ، که به‌عنوان قراردادهایی مرکب از پیمان‌های آتی^۳ شناخته می‌شوند. FXA ها مانند همان موردی است که در بالا توضیح داده شد البته با تاریخ‌های تسویه خاص هر مورد با این توضیح که نرخ تسویه اول (در مثال ۳۰ روز آینده: $T+30$) با نرخ تسویه نقدی (زمان کنونی: $T+0$) متفاوت است. ERA ها نیز مانند FXA ها هستند با این تفاوت که نرخ تسویه اول (در مثال ۳۰ روز آینده) برابر با نرخ تسویه نقدی (زمان کنونی) در نظر گرفته می‌شود.

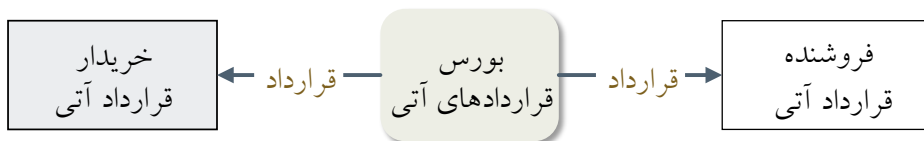
1 Foreign Exchange Agreements (FXAs)

2 Exchange Rate Agreements (ERAs)

3 Synthetic agreements for forward exchange (SAFEs)

۱-۳- قرارداد آتی ارز

قرارداد آتی ارز همان پیمان آتی ارز است که در بورس‌ها معامله می‌شود. به دلیل این‌که این معاملات در بورس‌ها انجام می‌شوند مشخصات استاندارد دارند و بورس به‌عنوان طرف مرکزی معامله تعهدات طرفین معامله را با اخذ وثایق لازم تضمین کرده است.



شکل ۵-۳- نقش بورس در معاملات قراردادهای آتی

در قراردادهای آتی فروشنده متعهد است مقدار مشخصی ارز را در آینده با نرخی که در زمان حاضر توافق نموده‌اند به خریدار بفروشد، هر چند که قصد واقعی برای تحویل ارز به خریدار را نداشته باشد. قراردادهای آتی در بورس‌های رسمی معامله می‌شوند و دو طرف قراردادهای آتی در مقابل بورس قرار دارند نه در مقابل یکدیگر و بورس به‌عنوان واسط خود را مقابل طرفین قرارداد قرار داده و معاملات را ضمانت می‌کند. به‌علاوه آنکه قراردادهای آتی در بورس قابلیت معامله مجدد توسط هر یک از طرفین قرارداد و واگذاری تعهد به شخص دیگر و خروج از تعهد را دارند درحالی‌که پیمان‌های آتی به آسانی قابلیت معامله مجدد و واگذاری تعهد به شخص دیگر را ندارند. استاندارد بودن حجم و تاریخ سررسید قراردادهای آتی است که این امکان را فراهم کرده تا یک بازار ثانویه قوی برای آن شکل گیرد.

سؤالی که ممکن است پیش بیاید این است که با وجود بازارهای پیمان‌های آتی ارز عمیق و بزرگ چه نیازی به بازارهای قراردادهای آتی ارز است. در پاسخ این سؤال باید گفت که بازار پیمان‌های آتی ارز بازارهای تبادل عمده ارز با حجم‌های بالا است که توسط بانک‌ها اداره می‌شود. از طرف دیگر پیمان‌های آتی به‌صورت اختصاصی با توجه به حجم

درخواستی مشتریان طراحی می‌شود. که این خود مهم‌ترین نقص پیمان‌های آتی است. از این رو بازارهای قراردادهای آتی ارز برای غلبه بر نقص‌های پیمان‌های آتی راه‌اندازی گردیده‌اند.

مزایای عمده بازارهای قراردادهای آتی ارز در قیاس با پیمان‌های آتی عبارتند از:

۱. بازارهای رسمی هستند که در بورس‌ها شکل گرفته‌اند.
۲. طرفین قرارداد هر کدام با بورس طرف حساب هستند.
۳. قراردادها از نظر حجم و تاریخ سررسید استاندارد شده هستند.
۴. اندازه‌ی قراردادها به قدری کوچک انتخاب می‌شود که انتخاب حجم‌های مختلف برای خریدار یا فروشنده میسر گردد.
۵. برای انعقاد قرارداد آتی از طرفین قرارداد وجه تضمین دریافت می‌شود.
۶. به‌وسیله‌ی انعقاد قرارداد آتی با حجم برابر و در جهت مخالف با قرارداد اولیه امکان فسخ تعهد اولیه وجود دارد.

ارزش‌گذاری قرارداد آتی ارز همانند پیمان آتی ارز است و با همان مفهوم ارزش زمانی پول با لحاظ نرخ بهره‌ی ارزهای مورد مبادله محاسبه می‌شود.

۱-۴- اختیار معامله‌ی ارز^۱

اختیار معامله حق و نه الزام خرید یا فروش دارایی پایه را به قیمت تعیین شده‌ای در دوره زمانی مشخصی در آینده به دارنده‌ی اختیار می‌دهد. دارنده‌ی اختیار فقط در صورتی اختیار خود را اعمال می‌کند که اعمال اختیار سودده باشد. سود بالقوه قرارداد اختیار معامله برای

خریدار آن ثابت نیست درحالی که ضرر بالقوه اختیار معامله محدود و برابر با مقدار مبلغ پرداختی جهت دریافت اختیار است.

قراردادهای اختیار بر دو نوع آمریکایی و اروپایی هستند. قراردادهای اختیار آمریکایی اختیار اعمال را در هر زمانی قبل از سررسید و در زمان سررسید به دارنده اختیار می‌دهند. درحالی که قراردادهای اختیار اروپایی اختیار اعمال را تنها در سررسید به دارنده‌ی اختیار می‌دهند. عمده‌ی قراردادهای اختیار که به صورت داخلی و بین‌المللی مورد معامله قرار می‌گیرند از نوع اختیارهای آمریکایی هستند.

اختیارهای معامله در دو نوع اختیار خرید^۱ و اختیار فروش^۲ منتشر می‌شوند. اختیار خرید به خریدار اختیار، حق خرید دارایی پایه را از ناشر اختیار با قیمت مشخص در دوره زمانی مشخص می‌دهد و اختیار فروش به خریدار اختیار، حق فروش دارایی پایه را به ناشر اختیار با قیمت مشخص در دوره زمانی مشخص می‌دهد. خریدار اختیار جهت خرید اختیار مبلغی به ناشر اختیار می‌پردازد که پرمیوم^۳ یا قیمت اختیار نامیده می‌شود. هر قرارداد اختیار دارای دو طرف خریدار و فروشنده است. خریدار اختیار کسی است که با پرداخت قیمت اختیار اقدام به خرید اختیار به منظور انتفاع از آن نموده است و فروشنده اختیار کسی است که با دریافت قیمت اختیار، اختیار اعمال قرارداد را به خریدار داده است. در صورتی که خریدار قصد اعمال اختیار را داشته باشد فروشنده هیچ اختیاری در عدم اعمال قرارداد ندارد. به فروشنده اختیار، ناشر اختیار^۴ گفته می‌شود.

انواع اختیارهای معامله ارزی عبارتند از: اختیار معامله ارز یا شاخص ارز، اختیار روی قراردادهای آتی ارزی، اختیار روی پیمان‌های آتی ارزی و اختیار روی سوآپ ارزی.

1 Call Option

2 Put Option

3 Option Premium

4 Option writer

اختیار معامله روی ارز (ارز فیزیکی)

قراردادی است که حق و نه الزام خرید یا فروش ارز را با نرخ مبادله‌ی مشخصی در دوره مشخصی به خریدار اختیار می‌دهد. اختیار معامله ارز بهترین ابزار برای پوشش ریسک نوسانات نامطلوب ارز است.

اختیار روی پیمان‌های آتی ارز

به‌طور کلی در بازار پیمان‌های آتی اختیار معاملات کمی یافت می‌شود. علت آن غیررسمی بودن این بازار و طبیعت اختصاصی بودن قراردادهای تعریف شده در این بازار است. ولی با این حال در بازار مبادلات ارزی، پیمان‌های آتی تا حد زیادی استانداردسازی شده‌اند و برای پیمان‌های آتی با سررسیدهای مختلفی که از سوی بانک به مشتری پیشنهاد داده می‌شود اختیار معامله روی این پیمان‌های آتی نیز تعریف شده است.

اختیار معامله روی پیمان‌های آتی و قراردادهای آتی با پیمان آتی متفاوت است چراکه در پیمان‌های آتی طرفین قرارداد در هر صورت ملزم به انجام تسویه هستند.

اختیار معامله روی قراردادهای آتی ارز

خرید اختیار خرید معامله روی قرارداد آتی ارز حق و نه الزام خرید یک قرارداد آتی ارز با قیمت مشخص را به خریدار می‌دهد. خریداران این اختیار خود را در مقابل افزایش نرخ ارز محافظت می‌کنند.

خرید اختیار فروش روی قرارداد آتی ارز حق و نه الزام فروش یک قرارداد آتی با قیمت مشخص را به خریدار می‌دهد. خریداران این اختیار خود را در مقابل کاهش نرخ ارز محافظت می‌کنند.

تقریباً تمامی قراردادهای آتی ارز دارای اختیار معامله تعریف شده بر روی آنها هستند. این اختیارهای معامله جزء اختیارهای معامله لیست شده در بورس هستند. در بعضی از بازارهای ارز ممکن است اختیارهای معامله غیرلیست شده نیز یافت شود و برخی از معامله‌گران اقدام به انتشار اختیار معامله روی قراردادهای آتی در بازارهای خارج از بورس نموده باشند.

اختیار روی سوآپ ارزی

اختیار معامله روی سوآپ ارزی در قبال پرداخت قیمت اختیار، به خریدار اختیار حق و نه الزام ورود به یک قرارداد سوآپ را در زمان مشخصی در آینده می‌دهد.

۱-۵- سوآپ ارزی

سوآپ ارزی با پیمان آتی سوآپی متفاوت است. سوآپ ارزی در ساده‌ترین شکل عبارت است از تبادل اصل و بهره یک ارز در مقابل اصل و بهره یک ارز دیگر. در بازارهای مبادله ارز به ندرت پیمان‌های آتی با دوره‌ی قرارداد بیش از یک سال یافت می‌شود. علاوه بر آن نقدشوندگی پایین، عدم جذابیت قیمتی و افزایش ریسک در قراردادهای بلندمدت از ضعف‌های مهم پیمان‌های آتی است. محصول مالی که تا حدود زیادی ضعف‌های پیمان‌های آتی را پوشش داده است سوآپ ارزی است. سوآپ ارزی توافقی است بین دو مشتری که طی این توافق اصل مبلغ و بهره‌های پرداختی یک اوراق قرضه نسبت داده شده به یک ارز با اصل مبلغ و بهره‌های

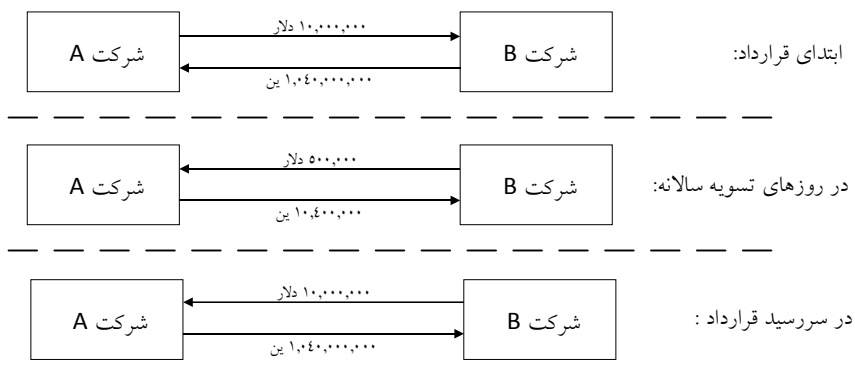
پرداختی یک اوراق قرضه نسبت داده شده به ارز دیگر در مراحل زیر مبادله می‌گردند:

۱- مبادله‌ی اصل مبالغ اوراق قرضه در ابتدای قرارداد

۲- پرداخت بهره‌های پرداختی به اوراق قرضه توسط طرفین قرارداد به یکدیگر در طول دوره‌ی قرارداد

۳- مبادله‌ی معکوس اصل مبالغ قرارداد در سررسید قرارداد

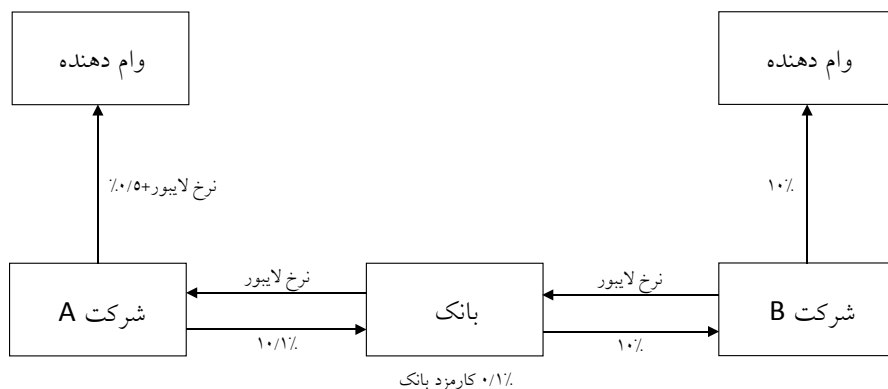
سوآپ ارزی به‌صورت کارایی، امکان تبدیل ارز در دسترس شرکت را به ارز مورد نیاز شرکت در دوره‌های زمانی منظم می‌دهد. به‌عنوان مثال زمانی که شرکت ملزم به پرداخت اقساط وام ارزی باشد می‌تواند به‌وسیله‌ی سوآپ ارزی ریسک نیاز به مبالغ پرداختی آینده را پوشش دهد. به‌عنوان مثال فرض کنید شرکت A و شرکت B وارد یک قرارداد سوآپ اوراق قرضه با مبلغ اصل ۱۰,۰۰۰,۰۰۰ دلار و بهره‌ی ۵ درصد سالانه در مقابل اوراق قرضه با اصل ۱,۰۴۰,۰۰۰,۰۰۰ ین و بهره‌ی یک درصد سالانه شوند. شکل ۴-۵ مبادلاتی که در قرارداد سوآپ مذکور باید انجام گردد را نشان می‌دهد.



شکل ۴-۵- نمونه‌ای از سوآپ ارزی با ارزهای دلار آمریکا و ین ژاپن

۱-۶- سوآپ نرخ بهره

نوع دیگری از قراردادهای سوآپ ارزی، سوآپ نرخ بهره است که دو طرف قرارداد عملیات سوآپ را روی ارز یکسانی انجام می‌دهند. رایج‌ترین سوآپ نرخ بهره، سوآپ نرخ ثابت با نرخ شناور است که در آن پرداخت‌هایی بر اساس نرخ بهره ثابت با پرداخت‌ها با نرخ بهره متغیر مبادله می‌شوند. نرخ بهره شناور معمولاً بر اساس یک شاخص نرخ بهره مانند نرخ بهره بین‌بانکی لندن برای دلار آمریکا (نرخ لایبور)^۱ بیان می‌شوند. از آنجایی که در سوآپ نرخ بهره اصل مبالغی که روی آن‌ها نرخ بهره پرداخت می‌شود برحسب یک ارز هستند بنابراین نیازی به مبادله‌ی اصل مبالغ در این نوع سوآپ نیست و بنابراین به‌جای اصل مبالغ سوآپ از واژه مبلغ اسمی برای تعیین میزان پرداخت‌ها استفاده می‌شود. شکل (۵-۵) نمونه‌ای از سوآپ نرخ بهره با نقش واسطه‌گری یک بانک را نشان می‌دهد.

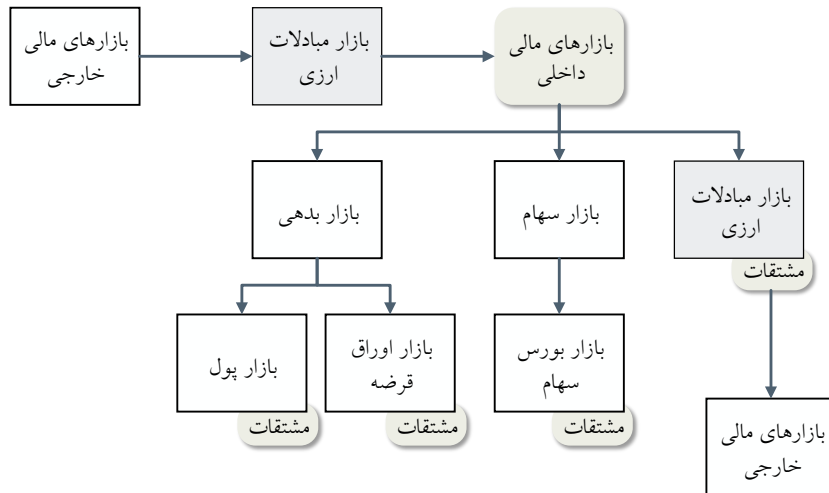


شکل ۵-۵- سوآپ نرخ بهره با نقش واسطه‌گری یک بانک

1 U.S. dollar London Interbank Offered Rate (LIBOR)

۲- انواع بازارهای ارز

همان‌طور که در ابتدای این فصل اشاره شد بازار ارز خود یک بازار مالی نیست بلکه واسطه‌ای است که بازارهای مالی داخلی را به بازارهای مالی خارجی وصل می‌نماید. با توجه به ساختار شبکه‌ای بازارهای مالی در کشورهای توسعه‌یافته و حتی کشورهای با اقتصادهای نوظهور، نقش بازار ارز در توسعه‌ی بازارهای مالی این کشورها به شدت پررنگ شده است. در عصر حاضر به دلیل توسعه‌ی زیرساخت‌های الکترونیکی، سرمایه‌گذاران در بازارهای مالی به راحتی می‌توانند در بازارهای مالی کشورهای دیگر حضور یابند و همین مسأله اهمیت بازارهای ارز را برای توسعه بازارهای مالی دوچندان کرده است. نمودار ۳-۵ جایگاه بازار ارز را در بازارهای مالی نشان می‌دهد.



نمودار ۳-۵- نقش بازار ارز در ارتباط بین بازارهای مالی داخلی و خارجی

در ادامه این فصل بازار بین بانکی^۱ به عنوان بازار معاملات عمده ارز در قالب انواع قراردادهای بازار خرده فروشی ارز به عنوان بازار خرده فروشی ارز در قالب قراردادهای نقد، بازار بورسی به عنوان بازار خرده فروشی در قالب قراردادهای مشتقه و فارکس به عنوان بازار عمده فروشی و خرده فروشی در قالب قراردادهای CFD^۲ بررسی شده اند.

۲-۱- بازار بین بانکی ارز

بازار بین بانکی ارز به عنوان بالاترین سطح بازار ارز شناخته می شود. در واقع این بازار یک بازار عمده فروشی به حساب می آید که ارز کشورهای مختلف توسط بانکها با یکدیگر معامله می شوند. بازار بین بانکی یک بازار غیر متمرکز و بدون مقررات اجرایی مشخص است. در بیشتر بازارهای ارز جهان مرجع تعیین نرخ نقدی ارز بازار بین بانکی است. این بازار دارای دو جز اصلی است که شامل بازار نقدی ارز و بازار پیمانهای آتی ارز است. طرفهای معامله در بازار بین بانکی مؤسسات مالی، شرکتهای سهامی بزرگ، صندوقهای پوشش ریسک و بانکها هستند. در واقع معامله گران خرد و سرمایه گذاران کوچک به طور مستقیم امکان معامله در این بازار را ندارند. این معامله گران یا سرمایه گذاران خرد برای خرید و فروش ارز باید از طریق بازارهای بورس یا به صورت غیر مستقیم از طریق فعالان این بازارها اقدام کنند.

۲-۲- بازار خرده فروشی

همان طور که بیان شد معامله گران خرد و سرمایه گذاران کوچک به طور مستقیم امکان معامله در بازار بین بانکی را ندارند. این معامله گران یا سرمایه گذاران خرد برای خرید و فروش ارز باید از طریق کارگزاریها، صرافان یا دلان^۳ اقدام کنند. در این بازار فقط

1 Interbank Market

2 Contract For Difference

3 Dealers

معاملات نقدی یا مشتقات ارزی بورسی انجام می‌شود. به دلیل کم بودن حجم سفارشات خرید و فروش امکان معامله پیمان‌های آتی یا قراردادهای سوآپ در این بازار وجود ندارد.

۲-۳- بازار بورسی

بازارهای بورسی یک بازار سازمان‌یافته است و تابع قوانین و مقررات خاصی است و تحت نظارت یک بورس معاملات آن انجام می‌شود. علاوه بر این مشخصات قراردادهای نیز در این بازار استاندارد شده است. به عبارت دیگر مشخصات قراردادهای اعم از اندازه قرارداد، تاریخ سررسید و ... در این قراردادهای یکسان است که توسط بورس تعیین می‌شود. مهم‌ترین ابزار مشتقه که در بازار مشتقه مورد معامله قرار می‌گیرد قرارداد آتی است. به دلیل مزایای قراردادهای آتی تقریباً در تمامی کشورهای توسعه‌یافته بازار قراردادهای آتی یا همان بازار مشتقه وجود دارد. همچنین بیشتر کشورهای در حال توسعه که تابع نظام ارزی شناور هستند نیز دارای این بازار می‌باشند.

بازارهای بورسی ارز در واقع مکمل بازار بین‌بانکی می‌باشند و در این بازارها عمدتاً معامله‌گران خرد فعالیت می‌کنند. هرچند هیچ محدودیتی برای نوع فعالان این بازار وجود ندارد و شرکت‌ها یا بانک‌های بزرگ هم می‌توانند اقدام به معامله کنند.

۲-۴- بازار فارکس

فارکس که گاهی با نماد (FX)^۱ نیز نشان داده می‌شود، بازاری جهانی و غیرمتمرکز است که تجارت ارز را تسهیل می‌کند. بازار فارکس از چند شبکه‌ی ارتباطات الکترونیکی (ECN)^۲ بین بانک‌ها، مؤسسات و سفته‌بازان تشکیل شده است. مبادلات این بازار در مکان فیزیکی خاصی انجام نمی‌شود بلکه در یک محیط مجازی از طریق شبکه ارتباطات

1 Foreign Exchange

2 Electronic Currency Network

الکترونیک که همانند بازار آزاد است صورت می‌گیرد. بازار فارکس نقطه اتصال بازار عمده‌فروشی ارز با بازار خرده‌فروشی آن است. در این بازار عمده‌فروشان خریدار یا فروشنده ارز به خرده‌فروشان می‌باشند. به عبارت دیگر در این بازار خرده‌فروش‌ها همیشه با عمده‌فروشان معامله می‌کنند. این مدل معامله درست نقطه مقابل معاملات در بورس‌ها است که در آن خریدار و فروشنده خرد می‌توانند به صورت مستقیم با هم معامله نمایند. معاملات در بازار فارکس دقیقاً مشابه معاملات خرده‌فروشان با صرافی‌ها در ایران است. خریدار یا فروشنده خرد ارز با مراجعه به صرافی ارز خود را به قیمتی که صرافی تعیین می‌کند به وی می‌فروشد یا از وی می‌خرد به این نوع از معاملات CFD گفته می‌شود.

به عبارت دیگر یکی از تفاوت‌های معاملات فارکس با معاملات بورسی تفاوت در مکانیسم معاملات است، معاملات مشتقه ارزی که در بورس‌ها صورت می‌گیرد مبتنی بر سفارش بوده و اصطلاحاً در قالب حراج انجام می‌گیرد، که در این سازوکار خریدار از فروشنده خرید می‌کند. اما معاملات در بازار فارکس مبتنی بر مظنه بوده و فروشندگان و خریداران مظنه‌های خرید و فروش دلالتان را در این بازار می‌پذیرند.

در بازار فارکس طرف قرارداد (تجاری)^۱ به کسی گفته می‌شود که به خرید یا فروش ارز در بازار می‌پردازد. طرف تجاری ممکن است بانک، بانک مرکزی، شرکت، سفته‌باز و یا حتی شرکت کارگزاری مجری معامله باشد. معمولاً این واژه برای کسی به کار می‌رود که در طرف دیگر معامله است. اگر کسی اقدام به خرید ۱۰۰,۰۰۰ واحد جفت ارز USD/JPY کند، طرفی که این مقدار را به وی می‌فروشد به عنوان طرف تجاری شناخته می‌شود.

1 Counterparty

علی‌رغم این که معاملات در بازار فارکس CFD است ولی از نظر نوع قرارداد این معاملات در قالب معاملات نقد^۱ شناخته می‌شوند.

در بازار فارکس امکان فروش استقراری^۲ برای معامله‌گران وجود دارد. چراکه معامله‌گران فارکس می‌توانند چیزی را که ندارند، بفروشند. معامله‌گران فارکس می‌توانند بسته به جهتی که معتقدند قیمت‌ها حرکت خواهد کرد سفارش خرید و یا فروش داشته باشند. معامله‌گری که انتظار دارد ارزش یورو در برابر دلار آمریکا کاهش می‌یابد، یورو را در برابر دلار می‌فروشد.^۳ در مقابل، معامله‌گر دیگری اگر انتظار دارد که ارزش یورو بالا می‌رود یورو را در برابر دلار خریداری می‌کند.^۴ بنابراین این معاملات در هر سفارشی و بدون توجه به هرگونه مالکیتی می‌تواند انجام شود. خروج از معامله زمانی اتفاق می‌افتد که معامله‌گر معامله معکوس انجام دهد.

بازار جهانی فارکس، برای تسهیل انتقال دارایی بین کسب‌وکارها، بانک‌ها و کشورهای جهان ایجاد شدند. باین‌حال، پیشرفت تکنولوژی در طول سال‌ها و کاهش هزینه معاملات راه را برای سفته‌بازی فراهم کرد. در ابتدا معاملات این بازار فقط برای افراد ثروتمند با نفوذ بالا فراهم شد ولی امروزه، این امر با باز کردن یک حساب فارکس خرد^۵ در عرض چند ساعت از طریق سیستم‌های الکترونیکی امکان‌پذیر است و حداقل وجه مورد نیاز برای حساب خرد یک دلار است. در حال حاضر بازار فارکس مرجع کشف نرخ ارزش نسبی ارزهای مختلف با یکدیگر در دنیا است.

1 Spot
 2 Short selling
 3 “Go short”
 4 “Go long”
 5 Micro account

با توجه به این که هیچ نهاد رسمی، نظارت بر معاملات و نقل و انتقالات بانکی معاملات فارکس را بر عهده ندارد، هیچ تضمینی در این معاملات وجود ندارد. در نتیجه، معامله‌گران بازار فارکس برخلاف بازارهای آتی بورسی در معرض ریسک طرف قرارداد قرار دارند، لذا معامله‌گران در این بازار خود باید یک اعتبارسنجی از طرف مقابل خود داشته باشند.

• ساعات کار بازار فارکس

بازار فارکس برای معامله‌گران به‌طور مداوم، ۲۴ ساعت در روز، پنج روز و نیم در هفته در دسترس است. به‌طور خاص معاملات در ساعت ۲۰:۱۵ به وقت گرینویچ (ساعت جهانی) در روز یکشنبه آغاز به کار می‌کند و در روز جمعه ساعت ۲۲:۰۰ به وقت گرینویچ پایان می‌یابد. نبود وقفه در کار، معامله‌گران را قادر به واکنش نسبت به رویدادهای جهان در زمان واقعی می‌کند. اگرچه بازار فارکس برای معاملات هر ۲۴ ساعت باز است، اما در زمان‌های خاصی فعالیت‌های معاملاتی بیشتری در آن انجام می‌شود، در نتیجه این زمان‌ها شرایط مطلوبی را برای سفته‌بازان فراهم می‌کند.

از دیدگاه معامله‌گر ایرانی روز معامله ساعت ۰۱:۳۰ صبح دوشنبه به وقت تهران در سیدنی استرالیا باز می‌گردد و در نهایت در ساعت ۱۶:۳۰ به وقت تهران در نیویورک آخرین بازار شروع به کار می‌کند. با بسته شدن بازار نیویورک در ساعت ۰۱:۳۰ بامداد روز بعد بازار سیدنی مجدداً آغاز به کار می‌کند. بیشترین حجم معاملات در زمان هم‌پوشانی دو بازار لندن و نیویورک اتفاق می‌افتد که از ساعت ۱۶:۳۰ به وقت تهران شروع و تا ساعت ۲۰:۳۰ به وقت تهران ادامه می‌یابد. جدول ۵-۲ ساعت فعالیت بازار به وقت تهران را نشان می‌دهد.

جدول ۵-۲- ساعات فعالیت بازار فارکس (روز مبادله از سیدنی در ساعت ۰۱:۳۰ به وقت تهران شروع و در ساعت ۰۱:۳۰ روز بعد به وقت تهران در نیویورک پایان می‌یابد).

۱	۲	۳	۴	۵	۶	۷	۸	۹	۱۰	۱۱	۱۲	۱۳	۱۴	۱۵	۱۶	۱۷	۱۸	۱۹	۲۰	۲۱	۲۲	۲۳	۲۴	

سیدنی: از ۰۱:۳۰ الی ۱۰:۳۰ به وقت تهران باز است.

توکیو: از ۰۳:۳۰ الی ۱۳:۳۰ به وقت تهران باز است.

لندن: از ۱۱:۳۰ الی ۰۲:۳۰ به وقت تهران باز است.

نیویورک: از ۱۶:۳۰ الی ۰۱:۳۰ روز بعد به وقت تهران باز است.

• نظارت بر بازار فارکس

همان‌طور که اشاره شد بازار فارکس یک بازار خارج از بورس است و تابع مقررات خاصی نیست. البته در سال‌های اخیر انجمن ملی آتی^۱ (NFA) در آمریکا شروع به بررسی کارگزاری‌های فارکس و فعالیت آن‌ها نموده است، اما قلمرو قدرت قانون‌گذاران آمریکایی نمی‌تواند فراتر از مرز داخلی گسترش یابد. بر این اساس، وقتی که قانون‌گذاران ایالات متحده در حال تلاش برای نوشتن و پیاده‌سازی و اجرای قوانین جدید با هدف حفاظت عموم از فعالیت‌های گمراه‌کننده و یا جعلی بودند، معامله‌گران از طریق باز کردن حساب در شرکت‌های کارگزاری خارج از کشور واکنش نشان دادند. با این حال، با وجود فقدان قلمرو قدرت، مقامات ایالات متحده به شدت تلاش می‌کنند تا از استفاده معامله‌گران آمریکایی از کارگزاری‌های خارجی که منطبق بر مقررات آمریکا نیستند مانع شوند. اکثر کارگزاران خارجی فارکس به

خواسته‌های قانون‌گذاران آمریکایی احترام می‌گذارند و از پذیرش شهروندان آمریکایی به‌عنوان مشتری و یا شاخه‌ای از کسب‌وکار خود خودداری می‌کنند.

• وجه تضمین و اثر اهرم در معاملات فارکس

معامله‌گران مبتدی در این معاملات معمولاً قادر به تشخیص وجه تضمین^۱ از هزینه معاملات نیستند. وجه تضمین، وثیقه مورد نیاز شرکت‌های کارگزاری به‌عنوان تضمینی برای اطمینان از توانایی پوشش ضرر در معاملات سفته‌بازانه مشتریان است. وجه تضمین مشابه پیش‌قسط بانک‌ها برای وام مسکن جهت پوشش افت احتمالی ارزش خانه است. پیش‌پرداخت وام نیز همانند وجه تضمین در معاملات فارکس هزینه نیست، بلکه سپری در برابر کاهش ارزش خانه و نکول قرض کننده است.

محبوبیت بازار فارکس زمانی افزایش یافت که معامله‌گران خرد با استفاده از اهرم^۲ امکان معاملات بزرگ‌تر با مقادیر پول کم‌تر را یافتند. اثر اهرم که در سال ۲۰۱۰ میلادی پایه‌گذاری شد ۱۰۰ به ۱ بود اما به‌سرعت این مقدار در آمریکا محدود شد. با استفاده از اهرم، سرمایه‌گذار می‌تواند تا ۱۰۰ برابر سرمایه خود وارد معامله شود. به‌عنوان مثال معامله‌گری که ۱۰,۰۰۰ دلار سرمایه در اختیار دارد، می‌تواند تا ۱,۰۰۰,۰۰۰ دلار معامله انجام دهد. بنابراین اگر در یک معامله ۱,۰۰۰,۰۰۰ دلاری، بتواند یک‌دهم نوسان روزانه یک جفت ارز را به دست آورد، این ۱/۱ درصد برابر ۱,۰۰۰ دلار سود عاید وی خواهد شد که برابر ۱۰ درصد سرمایه اولیه وی است. به این معنی که با در اختیار داشتن ۱۰,۰۰۰ دلار، یک معامله یک میلیون دلاری را انجام می‌دهد. در اینجا معامله‌گر صاحب یک معامله یک میلیون دلاری است، هر چقدر که این معامله سود ایجاد کند متعلق به وی خواهد بود ولی اگر این معامله به ضرر منجر شود، ضرر معامله یک میلیون دلاری از ۱۰,۰۰۰ دلار وی کاسته می‌شود تا جایی

1 Margin

2 Leverage

که ممکن است ضرر این معامله به اندازه کل ۱۰,۰۰۰ دلار سرمایه برسد. در چنین وضعیتی، معامله به طور خودکار از طرف کارگزار بسته می‌شود. اهرم مانند یک شمشیر دو لبه عمل می‌کند. هم می‌تواند سودهای معامله‌گر را صدها برابر کند و هم منجر به ضرر او شود. اگرچه انجمن ملی آتی (NFA) محدودیت اهرم به میزان ۵۰ به ۱ را برای معامله‌گران فارکس آمریکا قرار داده است اما بسیاری از کارگزاران خارج از کشور اهرم خیلی بیشتر از این را ارائه می‌دهند.

اگر معامله‌گری قصد خرید یا فروش قراردادی به ارزش ۱۰۰,۰۰۰ دلار را دارد، نیازمند داشتن حساب ۲,۰۰۰ دلاری برای برآوردن حداقل وجه تضمین مورد نیاز با در نظر گرفتن اهرم ۵۰ به ۱ است. همین معامله‌گر می‌تواند اهرمش را کاهش دهد و با سرمایه‌گذاری مقادیر بیشتر از ۲,۰۰۰ دلار در معرض ریسک کمتری قرار گیرد. قراردادهای کوچک فارکس^۱ می‌تواند در بازه ۱۰,۰۰۰ دلار خرید یا فروش شوند؛ بر این اساس معامله‌گر می‌تواند معامله ۱۰,۰۰۰ دلاری با حساسی به اندازه ۲,۰۰۰ دلار انتخاب کند. با این کار، وی نسبت اهرم خود را به اهرمی سبک‌تر یعنی ۵ به ۱ تنظیم نموده است.

۳- صندوق‌های ارزی

صندوق‌های قابل معامله^۲، صندوق‌های سرمایه‌گذاری هستند که امکان معامله سیدی از سهام، شاخص و یا سبد انتخابی از یک گروه از دارایی را برای سرمایه‌گذاران فراهم می‌نمایند. برخلاف صندوق‌های سرمایه‌گذاری غیرقابل معامله که تنها می‌توانند در پایان یک روز کاری خریدوفروش شوند (ابطال یا صدور واحد برای آن‌ها صورت گیرد)، صندوق‌های قابل معامله را می‌توان در طول روز درست مثل سهام خریدوفروش نمود. صندوق‌های قابل

1 Mini FX contracts

2 Exchange Traded Funds

معامله در ابتدا به‌عنوان ابزاری برای تجارت شاخص سهام، مانند S&P۵۰۰، آغاز به کار نمودند. با این حال با پیشرفت صنعت و افزایش تقاضای سرمایه‌گذاری برای دارایی‌های جایگزین، صندوق‌های قابل معامله یک بستر داغ را برای سفته‌بازی ارز فراهم کردند.

با توجه به این که صندوق‌های قابل معامله وجوه مردم را بر روی سبدهای از دارایی‌ها سرمایه‌گذاری می‌کنند، این دارایی‌ها می‌توانند از نوع دارایی‌های خارجی باشند. به عبارت دیگر صندوق‌های ارزی قابل معامله، می‌توانند بر روی یک ارز خارجی، یک سبد از ارزهای خارجی و یا حتی ریال ایران از طریق سپرده‌های نقدی بانکی در مقابل ارزهای خارجی نظیر دلار یا یورو و قراردادهای آتی سرمایه‌گذاری نمایند.

صندوق‌های ارزی غیرقابل معامله از انعطاف‌پذیری مناسبی برای سفته‌بازی برخوردار نمی‌باشند. اما صندوق‌های ارزی قابل معامله محبوب هستند. زیرا همانند معاملات سهام دسترسی به بازار ثانویه در این اوراق بسیار کم‌هزینه است زیرا اکثر مردم دسترسی آنلاین به معاملات سهام و یا حساب‌های سرمایه‌گذاری که در آن صندوق‌های ارزی قابل معامله به راحتی معامله می‌شوند دارند. یکی دیگر از دلایل محبوبیت صندوق‌های ارزی قابل معامله، عدم نیاز به محاسبات پیچیده ریاضی است. برخلاف قراردادهای آتی، محاسبات سود و زیان در صندوق‌های ارزی قابل معامله بسیار ساده است. زیرا به دلیل نبود اثر اهرم هر واحد صندوق به اندازه تفاوت بین قیمت خرید و فروش سود یا زیان ایجاد می‌کند. البته سرمایه‌گذار در صندوق به دارایی‌های واقعی که صندوق بر روی آن‌ها سرمایه‌گذاری کرده است دسترسی ندارد و عملاً سرمایه‌گذار تغییرات قیمت صندوق را مشاهده می‌کند بدون آن که هیچ ارزی را از نزدیک خریده یا فروخته باشد. به عبارت ساده‌تر سرمایه‌گذاری بر روی صندوق همانند سرمایه‌گذاری بر روی شاخص است.

۴- حجم معاملات بازار ارز بر اساس نوع معامله‌گران

با توجه به این که در این فصل با انواع معاملات و بازارهای ارز آشنا شدیم در دو بخش آتی بر اساس آمار ۳ سالانه که توسط بانک تسویه بین‌المللی در خصوص معاملات ارز منتشر می‌شود وضعیت این نوع از معاملات را بر اساس نوع معامله‌گران و ابزارهای معاملاتی بررسی خواهیم کرد. بانک تسویه بین‌المللی، معامله‌گران در بازارهای ارز را به گروه‌های ذیل تقسیم کرده است:

۱. نهادهای مالی گزارش‌دهنده^۱: نهادهای مالی هستند که آمار

معاملات خود در بازار ارز را به بانک تسویه بین‌المللی گزارش می‌کنند. مؤسسات مذکور شامل بانک‌های بزرگ تجاری و سرمایه‌گذاری و کارگزاران اوراق بهادار می‌باشند که در بازار عمده‌فروشی و بین معامله‌گران مشارکت دارند و با مشتریان بزرگ نظیر شرکت‌های بزرگ، دولت‌ها و معامله‌گران غیرگزارش‌دهنده معامله می‌کنند. این گروه از معامله‌گران به‌صورت فعال اقدام به خرید و فروش ارز و مشتقات خارج از بورس ارزی برای خود و مشتریان می‌نمایند.

۲. سایر نهادهای مالی^۲: شامل مؤسسات مالی است که در گروه

معامله‌گران گزارش‌دهنده قرار نمی‌گیرند. این گروه خود شامل زیرمجموعه‌های ذیل است:

- بانک‌های غیرگزارش‌دهنده^۳: شامل بانک‌های کوچک، بانک‌های

تجاری محلی، بانک‌های در مالکیت بخش عمومی و بانک‌های

1 Reporting dealers

2 Other financial institutions

3 Non-reporting banks

سرمایه‌گذاری است که در بین بانک‌های گزارش‌دهنده قرار ندارند.

- نهادهای سرمایه‌گذاری^۱: مؤسسات سرمایه‌گذاری نظیر صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک، صندوق‌های بازنشستگی، شرکت‌های بیمه و شرکت‌های بیمه اتکایی می‌باشند. این مؤسسات در بازارهای ارز با اهداف پوشش ریسک، سرمایه‌گذاری و مدیریت ریسک وارد می‌شوند.

- صندوق‌های پوشش ریسک و شرکت‌های خصوصی معاملاتی^۲: مؤسسات سرمایه‌گذاری هستند که برخلاف مورد فوق با هدف سفته‌بازی وارد معاملات ارز می‌شوند.

- نهادهای مالی رسمی^۳: شامل بانک‌های مرکزی، صندوق‌های مدیریت ثروت دولتی^۴، مؤسسات مالی بین‌المللی (نظیر بانک تسویه بین‌المللی، صندوق بین‌المللی پول و ...) و بانک‌های توسعه‌ای است.

- سایر: هر نهاد مالی که در بازار ارز فعالیت می‌کند و در هیچ‌یک از گروه‌های فوق قرار نمی‌گیرد.

۳. مشتریان غیرمالی^۵: این گروه شامل کلیه فعالین در بازار ارز است که

موسسه مالی نمی‌باشند. به عبارت دیگر این گروه مشتریانی هستند که در دو گروه قبل قرار ندارند. این گروه شامل شرکت‌ها، نهادهای غیرمالی

1 Institutional investors

2 Hedge funds and proprietary trading firms

3 Official sector financial institutions

4 Sovereign wealth funds

5 Non-financial customers

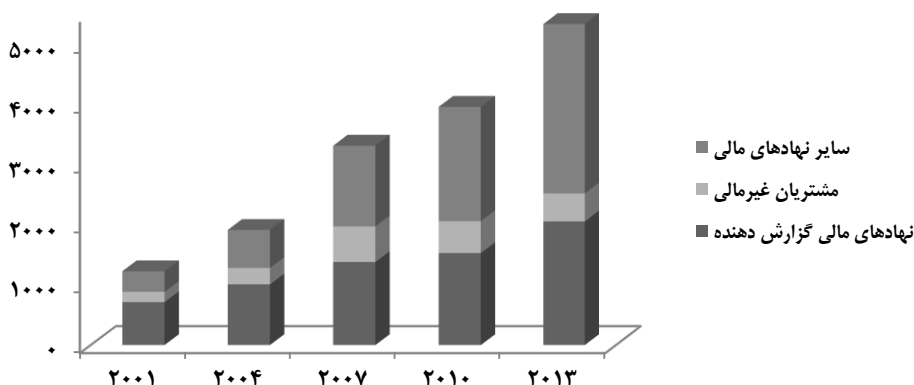
دولتی و اشخاص حقیقی (که به صورت مستقیم با معامله‌گران گزارش دهنده معامله می‌کنند) می‌شود.

بر اساس آمار بانک تسویه بین‌المللی معامله‌گرانی که بیشترین مشارکت را در رشد حجم معاملات فارکس در بین سال‌های ۲۰۱۰ و ۲۰۱۳ میلادی داشتند، سایر نهادهای مالی بودند، این گروه از معامله‌گران روند رشد سه سالانه دوره قبل را ادامه دادند (جدول ۳-۵ و شکل ۵-۶). در ارزیابی سال ۲۰۱۰ میلادی، این گروه برای اولین بار رتبه اول را به دست آوردند و حجم معاملات آن‌ها از نهادهای مالی گزارش دهنده پیشی گرفت. معاملات ارز این گروه با رشد ۴۸ درصدی نسبت به سال ۲۰۱۰ میلادی از ۱/۹ تریلیون دلار روزانه به ۲/۸ تریلیون دلار روزانه در سال ۲۰۱۳ رسید. بیشترین رشد در فعالیت‌های معاملاتی این گروه بر روی اختیار معاملات (۸۲ درصد رشد)، پیمان‌های آتی (۵۸ درصد رشد) و معاملات نقد (۵۷ درصد رشد) بود.

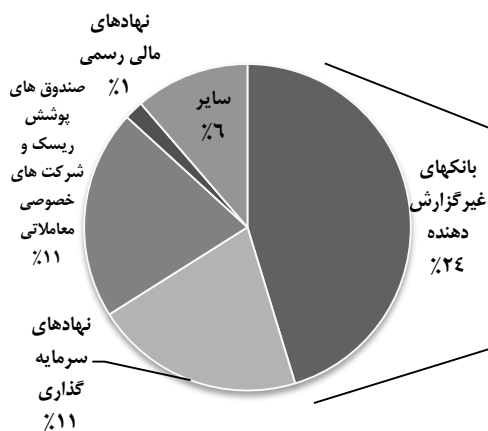
معاملات نهادهای مالی گزارش دهنده، با نرخ مشابه نرخ رشد کل بازار بین سال‌های ۲۰۱۰ و ۲۰۱۳ میلادی افزایش یافت درحالی‌که معاملات مشتریان غیرمالی به‌طور قابل توجهی در طول سه سال گذشته کم شده است.

آمار و ارقام نشان می‌دهد که بانک‌های غیرگزارش دهنده، تقریباً ۲۴ درصد از حجم معاملات ارز را تشکیل می‌دهند. دیگر بازیگران مالی شامل نهادهای سرمایه‌گذاری و همچنین صندوق‌های پوشش ریسک و شرکت‌های خصوصی معاملاتی هر کدام سهم ۱۱ درصدی از معاملات فارکس را به خود اختصاص داده‌اند. در مقابل، معاملات به‌وسیله نهادهای مالی رسمی کمتر از ۱ درصد فعالیت‌های بازار جهانی ارز را در سال ۲۰۱۳ میلادی رقم زده‌اند (شکل ۵-۶).

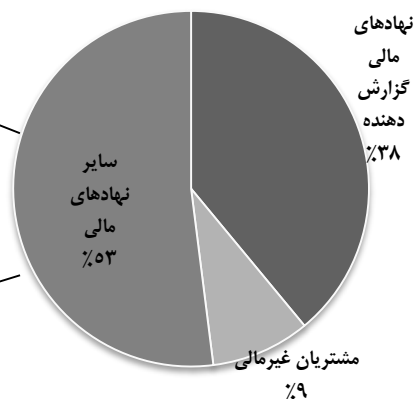
معاملات بین نهادهای مالی با ۳۴ درصد افزایش از ۱/۵ تریلیون دلار روزانه در سال ۲۰۱۰ میلادی به ۲/۱ تریلیون دلار روزانه در سال ۲۰۱۳ میلادی رسید. سهم این نوع معاملات ۳۹ درصد در سال ۲۰۱۳ بود که نشان می‌دهد تقریباً در طول ۳ سال گذشته ثابت مانده است.



جزئیات سایر نهادهای مالی در سال ۲۰۱۳



وضعیت سال ۲۰۱۳



شکل ۵-۶- حجم معاملات ارز بر اساس نوع معامله‌گران (متوسط روزانه در آوریل)

معاملات ارزی مشتریان غیرمالی در بین سال‌های ۲۰۱۰ و ۲۰۱۳ میلادی از مقدار ۵۳۲ میلیارد دلار روزانه به ۴۶۵ میلیارد دلار روزانه تغییر یافت که کاهش قابل ملاحظه‌ای را نشان می‌دهد. مشتریان غیرمالی حدود ۹ درصد از حجم معاملات ارز در سال ۲۰۱۳ را انجام دادند. نسبت به ارزیابی سه سالانه منتهی به سال ۱۹۹۸ میلادی، سهم مشتریان غیرمالی ۸ درصد کاهش یافته است. به‌غیراز سوآپ ارزی، که در آن سهم مشتریان غیرمالی گسترش یافته است، حجم معاملات مشتریان غیرمالی به‌طور برجسته‌ای در ابزارهایی مثل قراردادهای نقد و پیمان‌های آتی کاهش یافته است (جدول ۵-۵).

معاملات ارز برعکس ارزیابی سه سالانه منتهی به سال ۱۹۹۸ میلادی، از سال ۲۰۱۰ میلادی به بعد داخلی‌تر شده است (جدول ۵-۴). سهم معاملات خارجی از ۶۵ درصد در سال ۲۰۱۰ میلادی به ۵۸ درصد (پایین‌ترین سطح از زمان ارزیابی ۲۰۰۱ میلادی) در سال ۲۰۱۳ میلادی رسید.

داده‌های جدید نشان می‌دهد ۱۶ درصد از معامله‌گران معاملات ارز از طریق ارتباط یک کارگزاری اصلی با مشتریان خود انجام می‌شوند (جدول ۵-۵). بخش بسیار کوچک‌تر (۳/۵ درصد) از حجم معاملات ارز در سال ۲۰۱۳ میلادی از طریق معامله با مشتریان جزء یا از طریق سیستم‌های معاملاتی الکترونیکی و یا از طریق کارگزاران جزء صورت گرفته است.

۵- حجم معاملات بازار ارز بر اساس نوع ابزارهای معاملاتی و

سررسید آن‌ها

بانک تسویه بین‌المللی انواع قراردادهای مبادله شده در بازار ارز را به شش دسته ذیل تقسیم‌بندی کرده است:

۱. قراردادهای نقد^۱: ساده‌ترین شکل معاملات عبارت از مبادله‌ی دو ارز در نرخ توافق شده در زمان انعقاد قرارداد جهت تسویه‌ی اصل ارزها یا تسویه‌ی نقدی طی دو روز کاری است. آن دسته از معاملات سوآپ که طی دو روز تسویه می‌شوند علی‌رغم تسویه در حوزه زمان‌های نقدی به دلیل تفاوت ساختاری تحت عنوان قراردادهای نقد دسته‌بندی نمی‌شوند و در همان گروه معاملات سوآپ قرار می‌گیرند. این بدان معناست که معاملات نقد جدا از معاملات سوآپ‌های به شکل مبادله‌ی اولیه شبانه و مبادله‌ی معکوس در بازار نقد روز بعد و معاملات سوآپ‌های به شکل مبادله‌ی اولیه در فردا و مبادله‌ی معکوس پس فردا است.

۲. پیمان‌های آتی^۲: قراردادی شامل مبادله دو ارز در نرخ توافق شده در زمان انعقاد قرارداد جهت تسویه‌ی اصل ارزها یا تسویه‌ی نقدی در زمانی در آینده (بیش از دو روز کاری) است. انواع پیمان‌های آتی شامل FXAها و پیمان‌های آتی غیرقابل تحویل^۳ نیز در این دسته جای می‌گیرند^۴. پیمان‌های آتی معمولاً در بورس‌های سازمان‌یافته معامله نمی‌شوند و دارای شرایط قرارداد استاندارد نیستند.

۳. سوآپ ارز خارجی^۵: قراردادی شامل مبادله‌ی اصل مقادیر دو ارز در یک روز مشخص با نرخ مشخص شده در زمان انعقاد قرارداد و مبادله‌ی معکوس دو ارز در زمانی در آینده با نرخ مشخص شده در زمان انعقاد

1 Spot transactions

2 Outright forwards

3 Non-Deliverable Forward (NDF)

۴ در پیمان‌های آتی غیرقابل تحویل در زمان سررسید پیمان مبادله بین ارزها انجام نشده و تنها سود یا ضرر ناشی از تفاوت نرخ توافق شده و نرخ نقدی در زمان تحویل از طرف متضرر به طرف سودکننده پرداخت می‌شود.

5 Foreign exchange swaps

قرارداد (که عموماً متفاوت از نرخ مبادله‌ی اولیه است) است. هر دو نوع قراردادهای (نقد/پیمان آتی)^۱ و (پیمان آتی/پیمان آتی)^۲ در این دسته قرار دارند. می‌گیرند. در گزارش مجموع حجم مبادلات توسط بانک تسویه بین‌المللی تنها حجم مبادله قسمت‌های که به شکل پیمان‌های آتی انجام می‌شود را گزارش کرده است و قسمت‌هایی که به شکل قراردادهای نقد انجام می‌گردد در هیچ‌کدام از دسته‌های قراردادهای نقد و سوآپ ارز خارجی گزارش نمی‌شوند. سوآپ‌های کوتاه‌مدت از جمله سوآپ‌های به شکل مبادله‌ی اولیه در فردا و مبادله‌ی معکوس پس فردا در این دسته قرار می‌گیرند.

۴. سوآپ ارزی^۳: قراردادی که به‌موجب آن طرفین قرارداد متعهد به مبادله پرداخت بهره‌های مشخصی روی دو ارز در زمان‌های مشخصی در آینده و/یا مبادله اصل مقادیر دو ارز در نرخ مشخص در سررسید هستند.

۵. اختیار معامله‌های خارج از بورس^۴: این قراردادها حق خرید یا فروش یک ارز برحسب یک ارز دیگر را در نرخ مشخص طی دوره‌ی زمانی مشخصی می‌دهد. اختیار معامله‌های ارزی خاص^۵ مانند اختیار معامله با میانگین نرخ^۶ و اختیار معامله با آستانه نرخ^۷ نیز در این دسته قرار می‌گیرند. اختیار معامله‌های خارج از بورس شامل موارد ذیل نیز می‌شوند:

۱ مبادله‌ی اولیه به شکل قرارداد نقد و مبادله‌ی معکوس به شکل پیمان آتی انجام می‌گردد.

۲ مبادله‌ی اولیه و مبادله‌ی معکوس هر دو به شکل پیمان آتی انجام می‌گردد.

3 Currency swaps

4 OTC options

5 Exotic foreign exchange options

6 Average rate option

7 Barrier option

سواپشن ارزی^۱: اختیار معامله خارج از بورسی که بر روی قراردادهای سواپ ارزی طراحی شده است.

وارانت ارزی^۲: به اختیار معامله‌های خارج بورس بلندمدت (بیش از یک سال) اطلاق می‌گردد.

۶ دیگر ابزارهای بازارهای ارز^۳: دیگر مبادلات مشتقه که تبدیل آن‌ها به شکل ابزارهای ساده مانند پیمان‌های آتی، سواپ‌ها و اختیار معامله‌ها غیرکاربردی و ناممکن است. به‌عنوان مثال سواپ‌های نرخ ارز شامل این گروه می‌باشند که شامل پرداخت بهره‌های ثابت یا شناور بر اساس مبالغ اسمی است که اصل مبالغ در آن معاوضه نمی‌شوند.

بر اساس آمار بانک تسویه بین‌المللی در دوره ۳ ساله منتهی به سال ۲۰۱۳ میلادی فعالیت‌های معاملاتی در تمام گروه‌های مذکور رشد کرده است. رشد حجم معاملات به‌طور تقریباً مساوی در همه ابزارها پخش شده است (شکل ۵-۷).

معاملات قراردادهای نقد با ۳۸ درصد رشد به ۲ تریلیون دلار روزانه در سال ۲۰۱۳ میلادی رسید و سهم ۴۰ درصدی در افزایش حجم معاملات بازار جهانی ارز بین سال‌های ۲۰۱۰ و ۲۰۱۳ میلادی داشت.

سواپ ارز خارجی در سال ۲۰۱۳ میلادی به‌عنوان ابزاری که بیشترین حجم معامله را دارد باقی ماند. حجم معاملات روزانه سواپ ارز خارجی در این دوره ۲/۲ تریلیون دلار بوده است که حدود ۴۲ درصد از حجم معاملات ارز را تشکیل داده است. (شکل ۵-۷ و جدول ۵-۳) این مقدار ۲ درصد کمتر از رقم مربوطه در سال ۲۰۱۰ میلادی است. حجم معاملات

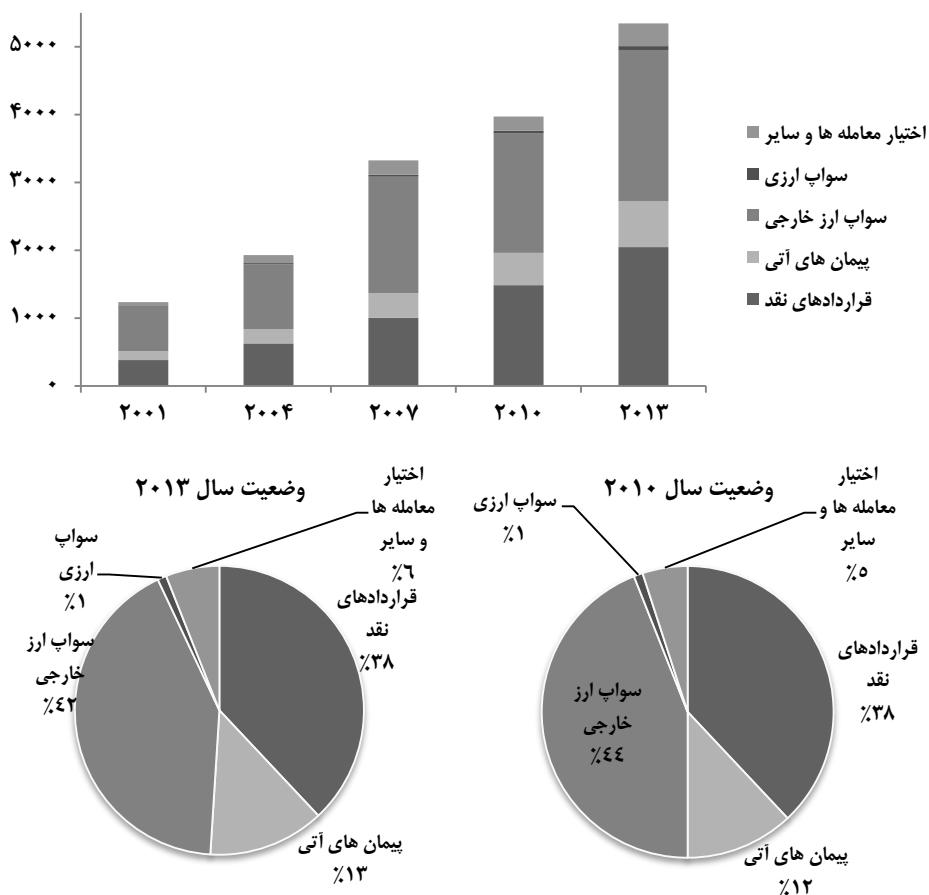
1 Currency swaption

2 Currency warrant

3 Other products

سواپ ارزی با نرخ رشد ۲۶ درصدی به ۵۴ میلیارد دلار در روز رسید. البته همچنان این ابزار سهم کوچکی از معاملات بازار ارز را تشکیل می‌دهد.

در این دوره فعالیت‌های معاملاتی به شدت در بخش‌های دیگر مثل بازار مشتقات خارج از بورس و به‌طور خاص پیمان‌های آتی و اختیار معامله‌های خارج از بورس افزایش یافته است. حجم معاملات پیمان آتی از ۴۷۵ میلیارد دلار در سال ۲۰۱۰ با افزایش ۴۳ درصدی به ۶۸۰ میلیارد دلار رسیده است. سهم معاملات پیمان‌های آتی در کل معاملات با ۱ درصد افزایش به ۱۳ درصد (بالاترین مقدار از زمانی که ارزیابی‌ها آغاز شده است) رسید. معاملات اختیار معامله نیز با بیش از ۶۰ درصد رشد نسبت به دوره قبل، سهم خود را ۱ درصد افزایش داد (بالاترین مقدار از زمانی که ارزیابی‌ها آغاز شده است). روی‌هم‌رفته، افزایش معاملات پیمان‌های آتی و اختیار معامله یک‌چهارم رشد حجم معاملات را در بین سال‌های ۲۰۱۰ و ۲۰۱۳ میلادی به خود اختصاص داده‌اند.



شکل ۵-۷- حجم معاملات ارز بر اساس ابزار (متوسط روزانه در آوریل)

ارزیابی سال ۲۰۱۳ میلادی از حرکت بازار به سمت معاملات با سررسید طولانی تر نظیر سواپ ارز خارجی و معاملات پیمان های آتی حکایت دارد. به طور مثال، ۵۶ درصد از معاملات پیمان های آتی در سال ۲۰۱۳ میلادی سررسیدشان بین ۷ روز تا یک سال بوده است، این در حالی است که این رقم در دوره قبل ۵۲ درصد بوده است (جدول ۵-۴). مقدار معاملات در سواپ ارز خارجی و معاملات پیمان های آتی با سررسید بیش از یک سال نیز افزایش یافته است.

اکثریت قریب به اتفاق معاملات ارز همچنان در بازارهای خارج از بورس معامله می‌شوند. حجم معاملات خارج از بورس به مراتب بیش از حجم معاملات این اوراق در بازارهای بورس است (جدول ۵-۱).


جدول ۵-۳- حجم معاملات بر اساس نوع قراردادها (میانگین روزانه در آوریل ۲۰۱۳)، میلیارد دلار آمریکا

ابزار	۱۹۹۸	۲۰۰۱	۲۰۰۴	۲۰۰۷	۲۰۱۰	۲۰۱۳
قراردادهای نقد	۵۶۸	۳۶۸	۶۳۱	۱۰۰۵	۱۴۸۸	۲۰۴۶
پیمان‌های آتی	۱۲۸	۱۳۰	۲۰۹	۳۶۲	۴۷۵	۶۸۰
سوآپ ارز خارجی	۷۳۴	۶۵۶	۹۵۴	۱۷۱۴	۱۷۵۹	۲۲۲۸
سوآپ ارزی	۱۰	۷	۲۱	۳۱	۴۳	۵۴
اختیار معامله و سایر	۸۷	۶۰	۱۱۹	۲۱۲	۲۰۷	۳۳۷
جمع	۱,۵۲۷	۱,۲۳۹	۱,۹۳۴	۳,۳۲۴	۳,۹۷۱	۵,۳۴۵
معاملات در بورس‌ها	۱۱	۱۲	۲۶	۸۰	۱۵۵	۱۶۰

جدول ۵-۴- حجم معاملات بر اساس نوع ابزار، نوع معامله‌گران و سررسید

(میانگین روزانه در آوریل ۲۰۱۳)، میلیارد دلار آمریکا

ابزار/طرف مقابل/سررسید	۱۹۹۸		۲۰۰۱		۲۰۰۴		۲۰۰۷		۲۰۱۰		۲۰۱۳	
	مقدار	درصد	مقدار	درصد	مقدار	درصد	مقدار	درصد	مقدار	درصد	مقدار	درصد
قراردادهای نقد	۵۶۸	۳۷/۲	۳۶۸	۳۱/۲	۶۳۱	۳۲/۶	۱۰۰۵	۳۰/۲	۱۴۸۸	۳۷/۵	۲۰۴۶	۳۸/۳
نهادهای مالی گزارش‌دهنده	۳۴۷	۶۱/۲	۲۱۶	۵۶/۰	۳۱۰	۴۹/۲	۴۲۶	۴۲/۴	۵۱۷	۳۴/۷	۶۷۵	۳۳/۰
سایر نهادهای مالی	۱۲۱	۲۱/۳	۱۱۱	۲۸/۹	۲۱۲	۳۳/۷	۳۹۴	۳۹/۲	۷۵۴	۵۰/۷	۱۱۸۳	۵۷/۸
مشتریان غیرمالی	۹۹	۱۷/۵	۵۸	۱۵/۰	۱۰۸	۱۷/۰	۱۸۷	۱۸/۳	۲۱۷	۱۴/۶	۱۸۸	۹/۲
پیمان‌های آتی	۱۲۸	۸/۴	۱۳۰	۱۰/۵	۲۰۹	۱۰/۸	۳۶۲	۱۰/۹	۴۷۵	۱۱/۹	۶۸۰	۱۳/۷
نهادهای مالی گزارش‌دهنده	۴۹	۳۸/۳	۵۲	۴۰/۰	۷۳	۳۵/۱	۹۶	۲۶/۵	۱۱۲	۲۳/۷	۱۸۲	۲۶/۷
سایر نهادهای مالی	۳۴	۲۶/۹	۴۱	۳۱/۳	۸۰	۳۸/۳	۱۵۹	۴۳/۹	۲۵۴	۵۳/۵	۴۰۲	۵۹/۱
مشتریان غیرمالی	۴۴	۳۴/۷	۳۷	۲۸/۷	۵۶	۲۶/۶	۱۰۷	۲۹/۶	۱۰۸	۲۲/۸	۹۶	۱۴/۲

جایگاه ابزارهای مشتقه در بازارهای ارز  ۱۳۵

۲۰۱۳		۲۰۱۰		۲۰۰۷		۲۰۰۴		۲۰۰۱		۱۹۹۸		ایزار/طرف مقابل/سروسبید
درصد	مقدار	درصد	مقدار	درصد	مقدار	درصد	مقدار	درصد	مقدار	درصد	مقدار	
۳۹/۸	۲۷۱	۴۶/۱	۲۱۹	۴۲/۶	۱۵۴	۴۴/۳	۹۲	۳۸/۸	۵۱	۵۱/۲	۶۵	تا ۷ روز
۵۵/۵	۳۷۸	۵۱/۵	۲۴۵	۵۵/۴	۲۰۰	۵۳/۲	۱۱۱	۵۸/۴	۷۶	۴۴/۸	۵۷	بین ۷ روز تا یکسال
۴/۶	۳۱	۲/۴	۱۱	۲/۰	۷	۲/۶	۵	۲/۷	۴	۴/۰	۵	بیشتر از یکسال
۴۱/۷	۲۲۲۸	۴۴/۳	۱۷۵۹	۵۱/۶	۱۷۱۴	۴۹/۳	۹۵۴	۵۲/۹	۶۵۶	۴۸/۱	۷۳۴	سواب ارز خارجی
۴۸/۷	۱۰۸۵	۴۷/۴	۸۳۴	۴۶/۴	۷۹۶	۶۰/۰	۵۷۳	۶۳/۹	۴۱۹	۶۹/۷	۵۱۱	نهادهای مالی گزارش دهنده
۴۴/۹	۹۹۹	۴۲/۹	۷۵۵	۳۹/۸	۶۸۲	۳۰/۷	۲۹۳	۲۷/۰	۱۷۷	۱۶/۹	۱۲۴	سایر نهادهای مالی
۶/۴	۱۴۳	۹/۷	۱۷۰	۱۳/۸	۲۳۶	۹/۳	۸۹	۹/۱	۶۰	۱۳/۴	۹۸	مشتریان غیرمالی
۷۰/۱	۱۵۶۲	۷۳/۹	۱۲۹۹	۷۷/۵	۱۳۲۹	۷۳/۴	۷۰۰	۶۸/۷	۴۵۱	۷۲/۰	۵۲۸	تا ۷ روز
۲۶/۰	۵۷۹	۲۵/۱	۴۴۲	۲۱/۳	۳۶۵	۲۵/۳	۲۴۲	۲۹/۹	۱۹۶	۲۶/۲	۱۹۲	بین ۷ روز تا یکسال
۳/۹	۸۷	۰/۸	۱۴	۱/۰	۱۸	۱۰	۱۰	۱/۲	۸	۱/۴	۱۰	بیشتر از یکسال
۱/۰	۵۴	۱/۱	۴۳	۰/۹	۳۱	۱/۱	۲۱	۰/۶	۷	۱	۱۰	سواب ارزی
۵۳/۷	۲۹	۴۶/۸	۲۰	۳۸/۶	۱۲	۵۷/۷	۱۲	۵۳/۵	۴	۵۵	۵	نهادهای مالی گزارش دهنده
۳۴/۷	۱۹	۴۵/۰	۱۹	۴۱/۱	۱۳	۲۳/۴	۵	۲۱/۳	۲	۲۳	۲	سایر نهادهای مالی
۱۱/۶	۶	۸/۲	۴	۲۰/۴	۶	۱۴/۲	۳	۲۵/۲	۲	۲۲	۲	مشتریان غیرمالی
۶/۳	۳۳۷	۵/۲	۲۰۷	۶/۴	۲۱۲	۶/۲	۱۱۹	۴/۸	۶۰	۶	۸۷	اختیار معامله و سایر
۲۹/۴	۹۹	۲۹/۱	۶۰	۳۹/۲	۶۲	۴۱/۴	۴۹	۴۷/۱	۲۸	۵۵	۴۸	نهادهای مالی گزارش دهنده
۶۱/۳	۲۰۷	۵۴/۷	۱۱۳	۴۲/۸	۹۱	۳۶/۶	۴۴	۲۶/۰	۱۵	۲۰	۱۸	سایر نهادهای مالی
۹/۳	۳۱	۱۶/۱	۳۳	۲۸/۰	۵۹	۱۷/۹	۲۱	۲۶/۸	۱۶	۲۴	۲۱	مشتریان غیرمالی
۱۰۰/۰	۵,۳۴۵	۱۰۰/۰	۳,۹۷۱	۱۰۰/۰	۳,۳۲۴	۱۰۰/۰	۱,۹۳۴	۱۰۰/۰	۱,۲۳۹	۱۰۰/۰	۱,۵۲۷	جمع کل
۳۸/۷	۲۰۷۰	۳۸/۹	۱۵۴۴	۴۱/۹	۱۳۹۲	۵۲/۶	۱۰۱۸	۵۸/۱	۷۱۹	۶۳/۰	۹۶۱	نهادهای مالی گزارش دهنده
۵۲/۶	۲۸۰۹	۴۷/۷	۱۸۹۶	۴۰/۳	۱۳۳۹	۳۲/۸	۶۳۴	۲۷/۹	۳۴۶	۱۹/۶	۲۹۹	سایر نهادهای مالی
۸۷	۴۵۶	۱۳/۴	۵۳۲	۱۷/۸	۵۹۳	۱۴/۳	۲۷۶	۱۴/۰	۱۷۳	۱۷/۴	۲۶۵	مشتریان غیرمالی
۴۲/۳	۲۲۵۹	۳۵/۱	۱۳۹۳	۳۸/۳	۱۲۷۴	۳۸/۴	۷۴۳	۴۲/۴	۵۲۵	۴۵/۷	۶۸۹	بازار داخلی
۵۷/۷	۳۰۸۶	۶۴/۹	۲۵۷۸	۶۱/۷	۲۰۵۱	۶۲/۲	۱۱۸۵	۵۷/۵	۷۱۳	۵۴/۲	۸۲۸	بازار خارجی

جدول ۵-۵- حجم معاملات بر اساس ابزار، ارز و نوع معامله گران

(میانگین روزانه در آوریل ۲۰۱۳)، میلیارد دلار آمریکا

اختیار معامله	سوآپ ارزی	سوآپ ارز خارجی	پیمان‌های آتی	قراردادهای نقد	کل	ابزار/ ارز/ نوع معامله‌گران
۳۳۷	۵۴	۲,۲۲۸	۶۸۰	۲,۰۴۶	۵,۳۴۵	کل
بر اساس نوع ارز						
۲۹۳	۵۰	۲۰۳۰	۵۸۸	۱۶۹۱	۴,۶۵۲	دلار آمریکا
۷۰	۱۸	۷۶۶	۱۷۸	۷۵۴	۱,۷۸۶	یورو
۱۵۳	۱۱	۳۳۲	۱۲۳	۶۱۲	۱,۲۳۱	بین ژاپن
۲۹	۵	۳۰۱	۶۹	۲۲۷	۶۳۱	پوند انگلیس
۲۷	۶	۱۸۳	۵۰	۱۹۶	۴۶۲	دلار استرالیا
۱۴	۱	۱۴۹	۲۷	۸۴	۲۷۵	فرانک سوئیس
۱۲	۲	۱۰۱	۳۶	۹۳	۲۴۴	دلار کانادا
۶	۱	۵۸	۱۴	۵۷	۱۳۵	پیو مکزیک
۱۷	۱	۴۰	۲۸	۳۴	۱۲۰	بین چین
۳	۲	۵۰	۱۱	۳۹	۱۰۵	دلار نیوزلند
۲	۱	۵۳	۱۲	۲۷	۹۴	کرون سوئد
۳	۰	۳۷	۹	۳۷	۸۵	روبل روسیه
۱	۰	۴۷	۷	۲۱	۷۷	دلار هنگ کنگ
۲	۰	۴۳	۱۰	۲۱	۷۷	کرون نروژ
۳	۱	۴۰	۱۱	۲۰	۷۵	دلار سنگاپور
۳	۳	۳۹	۱۰	۱۶	۷۰	لیبره ترکیه
۴	۱	۱۶	۲۴	۱۹	۶۴	وون کره جنوبی
۲	۰	۳۱	۷	۱۹	۶۰	راند آفریقای جنوبی
۱۱	۳	۱	۳۴	۱۱	۵۹	ریال برزیل
۳	۰	۱۰	۲۴	۱۵	۵۳	روپیه هند
۱	۰	۲۹	۵	۷	۴۲	کرون دانمارک
۱	۰	۲۰	۶	۱۱	۳۷	زلوتی لهستان
۱	۰	۶	۱۱	۶	۲۴	دلار جدید تایوان
۱	۰	۱۰	۳	۷	۲۲	فورینت مجارستان
۱۲	۲	۶۵	۶۴	۶۶	۲۰۷	سایر
بر اساس نوع معامله‌گران						
۹۹	۲۹	۱۰۸۵	۱۸۲	۶۷۵	۲,۰۷۰	نهادهای مالی گزارش‌دهنده
۳۸	۱۵	۳۸۲	۴۶	۲۶۲	۷۴۳	بازار داخلی

ابزار / ارز / نوع معامله گران	کل	قراردادهای نقد	پیمانهای آتی	سوآپ ارز خارجی	سوآپ ارزی	اختیار معامله
بازار خارجی	۱,۳۲۷	۴۱۳	۱۳۶	۷۰۳	۱۴	۶۱
سایر نهادهای مالی	۲,۸۰۹	۱۱۸۳	۴۰۲	۹۹۹	۱۹	۲۰۷
بازار داخلی	۱,۲۴۲	۵۵۱	۱۷۸	۴۰۵	۵	۱۰۳
بازار خارجی	۱,۵۶۷	۶۳۳	۲۲۴	۵۹۵	۱۳	۱۰۴
بانکهای غیر گزارش دهنده	۱,۲۷۸	۵۰۶	۹۵	۶۰۶	۸	۶۳
نهادهای سرمایه گذاری	۶۰۳	۲۶۷	۱۲۷	۱۵۳	۲	۵۴
صندوقهای پوشش ریسک	۵۷۶	۲۸۲	۱۱۵	۱۰۴	۴	۶۹
نهادهای مالی رسمی	۵۳	۱۲	۸	۳۱	۱	۲
سایر	۳۰۰	۱۱۶	۵۷	۱۰۵	۴	۱۹
مشتریان غیر مالی	۴۶۵	۱۸۸	۹۶	۱۴۳	۶	۳۱
بازار داخلی	۲۷۴	۱۲۰	۵۸	۷۷	۴	۱۴
بازار خارجی	۱۹۲	۶۸	۳۸	۶۶	۲	۱۷
کارگزار اصلی	۸۷۴	۵۹۸	۱۱۶	۱۰۴	۱	۵۵
خرده فروشی	۱۸۵	۷۸	۲۴	۷۴	۱	۷

جمع بندی

نظام شناور ارزی و نیاز بازار به مبادله ارزها دو عاملی بودند که باعث توسعه بازارهای ارز در دهه های اخیر شده اند. تا قبل از آزادسازی نرخ ارز و واگذاری آن به نظام بازار، اقتصاد دنیا نیازی به وجود بازاری برای مبادله ارزها نداشت ولی با سپردن کشف نرخ ارز به نظام عرضه و تقاضا و توسعه تجارت در عرصه بین المللی که باعث گسترش نیاز تبدیل ارزها به یکدیگر شد، بازارهای ارز در دنیا گسترش یافتند. معاملات نقدی اولین ابزاری بود که در مبادلات ارزی به کار گرفته شد ولی به دلیل وجود نوسان در قیمت ارزها در نظام شناور، دسترسی به ابزارهای مدیریت ریسک به یکی از نیازهای بازار تبدیل گردید. بر همین اساس انواع ابزارهای مشتقه که برخی از آنها در بازارهای کالایی متولد شده بودند در بازارهای ارز

نیز به کار گرفته شدند. این ابزارها امکان مدیریت ریسک قیمت را برای فعالان بازار فراهم کردند.

از میان بازارهای مختلف ارز شامل بازار بین بانکی، بازار خرده فروشی بازار بورسی و بازار فارکس مهم ترین بازار، بازار مبادلات بین بانکی است. در این بازار بانک ها بر اساس تقاضای مشتریان بزرگ خود اقدام به خرید و فروش ارز می کنند. معاملات در این بازار خارج از بورس است و شامل انواع قراردادهای از جمله معاملات نقد، پیمان های آتی، اختیار معامله و سوآپ است. یکی دیگر از بازارهای ارز که عمده فروشان ارز را در کنار مشتریان خرد قرار داده و به یکدیگر وصل می نماید بازار فارکس است. در این بازار افراد با تودیع وجه تضمین و با قدرت اهرم اقدام به معامله می کنند. بازار فارکس نیز یک بازار خارج از بورس است که به صورت ۲۴ ساعته و از طریق سیستم های الکترونیک در سراسر دنیا فعال است. غیر از دو بازار فوق بازار سوم، بازارهای خرده فروشی ارز می باشند که از طریق بانک ها و صرافی ها به افراد امکان معامله نقدی ارزها را می دهد. بازار دیگری که در کنار سه بازار فوق برای دسترسی معامله گران خرد و متوسط به قراردادهای مشتقه ارزی ایجاد شده است، بازارهای بورس است. در این بازارها قراردادهای آتی و اختیار معامله ارز بر اساس قواعد بورسی قابل معامله می باشند.

صندوق های ارزی قابل معامله و غیر قابل معامله ابزارهای دیگری هستند که در بازارهای ارز برای سرمایه گذاران ایجاد شده اند. این صندوق ها وجوه سرمایه گذاران را به عنوان یک نهاد واسطه مالی جمع آوری کرده و در اوراق بهادار ارزی سرمایه گذاری می نمایند.

بر اساس آمار بانک تسویه بین‌المللی در سال ۲۰۱۳ میلادی ۵/۳ هزار میلیارد دلار در روز ارزش معاملات ارز بوده است. این در حالی است که این رقم در سال ۲۰۱۰ میلادی ۴ میلیارد دلار بوده است که نشان‌دهنده رشد سریع این بازار است. در این سال ۳۸ درصد معاملات توسط نهادهای مالی گزارش‌دهنده، ۵۳ درصد توسط سایر نهادهای مالی و ۹ درصد توسط مشتریان غیرمالی انجام شده است. از کل معاملات صورت گرفته در سال مذکور ۴۳ درصد آن مربوط به قراردادهای سوآپ ارز خارجی، ۳۸ درصد آن قراردادهای نقد، ۱۳ درصد آن پیمان‌های آتی و ۶ درصد آن مربوط به قراردادهای اختیار معامله و سایر بوده است.

منابع و مأخذ

۱. برهان آزاد، لیدا، امکان ایجاد بازار سلف ارز در ایران، تهران: پژوهشکده پولی و بانکی، بانک مرکزی جمهوری اسلامی ایران، چاپ اول، نوبت اول، تابستان ۱۳۸۷.
۲. درخشان، مسعود، مشتقات و مدیریت ریسک در بازارهای نفت، موسسه مطالعات بین‌المللی انرژی، چاپ اول، تهران، (۱۳۸۳).
۳. هال، جان. مبانی مهندسی مالی و مدیریت ریسک، ترجمه علی صالح آبادی و سجاد سیاح، گروه یارانه تدبیر پرداز، ۱۳۸۴.
4. Carley, Garner. 2012. Currency Trading in the Forex and Futures Markets. New York: Financial Times.
5. Clifton, E. V. (1985). The currency futures market and interbank foreign exchange trading. *Journal of Futures Markets*, 5(3), 375-384.
6. International Monetary Fund (2014), International Monetary Fund, Annual Report on Exchange Arrangements and Exchange Restrictions, Washington.
7. Jacque, Laurent L.. 2014. International Corporate Finance: Value Creation with Currency Derivatives in Global Capital Markets. New York: John Wiley & Sons.
8. Triennial Central Bank Survey of foreign exchange turnover in April 2013 - preliminary results released by the BIS. bis.org.
9. Weithers, Tim. 2006. Foreign Exchange: A Practical Guide to the FX Markets. New York: John Wiley & Sons.

فصل ششم:

بازارهای معاملاتی ارز در ایران

مقدمه

بازار ارز یکی از مهم‌ترین بازارهای مالی در ایران است که تحولات آن کل اقتصاد را تحت تأثیر قرار می‌دهد. نوسانات این بخش علاوه بر تحت تأثیر قرار دادن وضعیت کسب‌وکار در بخش‌های صادرات و واردات، تأثیر نامطلوبی بر انگیزه‌های سرمایه‌گذاری خارجی در کشور نیز دارد. به همین دلیل نوسانات اخیر ارزی یک‌بار دیگر توجه اقتصاددانان، سیاست‌گذاران و فعالان این بخش را به اهمیت این بخش کلیدی از اقتصاد و لزوم طراحی استراتژی‌های مناسب برای مدیریت این پدیده جلب نموده است.

مرور تجربیات جهانی در زمینه نوسانات ارزی نشان می‌دهد که کشورهای مختلف جهان از ابزارهای مشتقه و به‌خصوص از قراردادهای آتی به‌منظور مدیریت کردن ریسک نوسانات ارزی استفاده می‌نمایند. همان‌طور که در فصل‌های قبل اشاره گردید، سابقه استفاده از قراردادهای مشتقه به‌منظور مدیریت ریسک نوسانات ارزی به بعد از فروپاشی نظام نرخ ارز ثابت برتون‌وودز برمی‌گردد و در حال حاضر استفاده از این ابزارها به یک رویه استاندارد در اکثر کشورهای جهان تبدیل شده است. بنابراین به نظر می‌رسد که قراردادهای آتی ابزار مناسبی جهت پاسخگویی به نیاز فعالان اقتصادی در زمینه پوشش ریسک نوسانات ارزی در کشور باشد.

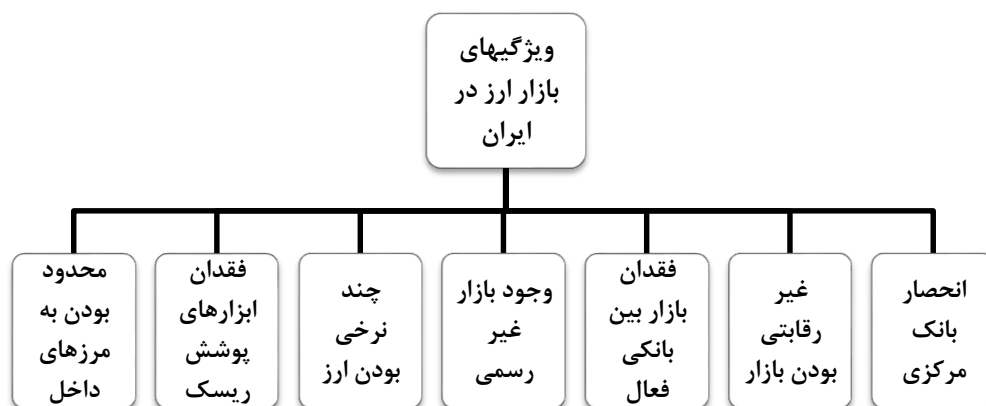
قبل از ورود به موضوع ابزارهای مشتقه ارزی و به‌طور خاص قراردادهای آتی و الزامات راه‌اندازی آن در بخش سوم این کتاب، در این فصل به شناخت و تجزیه‌وتحلیل دقیق بازار نقدی ارز و ساختار آن در ایران خواهیم پرداخت. بازار ارز در ایران از ویژگی‌های خاصی برخوردار است که آن را از کشورهای دیگر متمایز می‌سازد و از این‌رو در طراحی قراردادهای آتی لازم است که به این موضوع توجه کافی به عمل آید. در بخش اول این فصل ویژگی‌های کلیدی این بازار به‌طور مختصر بیان می‌گردد. همان‌طور که مشاهده خواهد شد بازار ارز در ایران از دو لایه یا بخش رسمی و غیررسمی تشکیل شده است. ویژگی‌های بخش رسمی این بازار

(بازار بین بانکی) در بخش دوم این فصل، مورد مطالعه قرار می‌گیرد. در نظام بانکی ایران، صرافی‌ها از جایگاه خاصی برخوردارند. این رکن از بازار نیز در بخش سوم مطالعه خواهد شد. بازار غیررسمی ارز تهران، ارکان آن و نحوه انجام معاملات در این بازار در بخش چهارم تشریح می‌گردد. بخش آخر این فصل نیز به جمع‌بندی مطالب اختصاص دارد.

۱- ویژگی‌های کلیدی بازار ارز در ایران

ساختار بازار ارز در ایران به‌طور کلی بر اساس درآمدهای نفتی و فعالیت‌های گسترده دولت در اقتصاد شکل گرفته است. این موضوع سبب شده که ابعاد مختلف این بازار از منظر رقابتی یا غیررقابتی بودن، عوامل تعیین‌کننده عرضه و تقاضا، چند نرخ بودن، ساختار رسمی و غیررسمی معاملات، ابعاد داخلی و خارجی بازار و نحوه مدیریت ریسک نوسانات قیمت از ویژگی‌های خاصی برخوردار باشد که آن را از دیگر کشورهای هم‌تراز خود متمایز می‌سازد. نمودار ۱-۶ به‌طور خلاصه ویژگی‌های بازار ارز در ایران را نشان می‌دهد.

نمودار ۱-۶- ویژگی‌های بازار ارز در ایران



بخش اعظم درآمدهای ارزی کشور طی چند دهه گذشته از محل درآمد صادرات نفت و فرآورده‌های نفتی که در انحصار دولت است تأمین شده است. در دوره زمانی سال‌های ۱۳۸۵ تا ۱۳۹۲ شمسی بیش از ۷۵ درصد ارزش صادرات کشور به صادرات نفت اختصاص داشته است. بنابراین طبیعی است که در چنین شرایطی بانک مرکزی از موقعیت انحصاری در زمینه تعیین نرخ ارز برخوردار باشد. بانک مرکزی به نمایندگی از طرف دولت همواره عمده‌ترین عرضه‌کننده ارز در بازار بوده و نقش تعیین‌کننده در قیمت‌گذاری در این بازار داشته است. این امر موجب شده که انعطاف‌پذیری نرخ ارز بسیار محدود باشد و به‌رغم برقراری نظام شناور مدیریت‌شده در کشور، سازوکار بازار نقش کمی در تعیین نرخ ایفا کند. بنابراین یکی از ویژگی‌های اساسی بازار ارز در ایران فقدان نیروی‌های رقابتی در سمت عرضه و انحصار بانک مرکزی در این زمینه است که در نتیجه آن نرخ ارز به‌صورت رقابتی و متناسب با شرایط اقتصادی کشور کشف نمی‌گردد (مرکز پژوهش‌های مجلس، ۱۳۹۲). البته جایگاه بانک مرکزی طی چند سال گذشته به دلیل کاهش درآمدهای نفتی در این بازار تضعیف شده است. چند نرخ بودنی دیگر از ویژگی‌های اساسی بازار ارز در ایران است. این موضوع که عمدتاً به دلیل تلاش دولت جهت پایین نگه داشتن قیمت کالاهای اساسی از طریق واردات رخ داده، به یکی از مشکلات مهم کشور تبدیل شده است. فاصله میان نرخ ارز بازار آزاد و قیمت رسمی ارز که بعد از سیاست یکسان‌سازی نرخ ارز کاهش یافته بود، با وقوع بحران ارزی سال‌های ۱۳۹۰ و ۱۳۹۱ شمسی یک بار دیگر افزایش یافته است.

بازار بین‌بانکی ارز به دنبال بحران سال‌های ۱۳۹۰ و ۱۳۹۱ شمسی عملاً غیرفعال گردیده است. این بازار که بعد از سیاست یکسان‌سازی ارز در دهه ۱۳۸۰ شمسی تشکیل شده بوده، بخش رسمی و عمده‌فروشی بازار ارز در ایران را تشکیل می‌داد و نرخ ارز با مشارکت فعال بانک مرکزی از طریق فرایند عرضه و تقاضا کشف می‌گردید. در این بازار بانک مرکزی به‌عنوان رهبر، تعیین‌کننده نرخ ارز بود و بازار خرده‌فروشی ارز از آن پیروی می‌کرد.

از دیگر ویژگی‌های بازار ارز ایران، وجود بازار غیررسمی ارز در کنار بازار رسمی ارز است. پیدایش این بازار در واقع یکی از دلایل برقراری سیستم نظام ارزی چند نرخ در کشور طی سال‌های گذشته به خصوص بعد از پیروزی انقلاب اسلامی و جنگ تحمیلی بوده است. اهمیت این بازار در تعیین نرخ ارز بعد از بحران‌های اخیر ارزی کشور یک بار دیگر افزایش یافته است و این در حالی است که بعد از سیاست یکسان‌سازی نرخ ارز در سال ۱۳۸۱ شمسی این بخش از بازار تقریباً به حاشیه رانده شده بود.

بازار ارز در ایران به طور غالب یک بازار نقد داخلی^۱ برای دلار به شمار می‌آید (برهان آزاد، ۱۳۸۷). به دلیل مقررات سخت‌گیرانه‌ای که در زمینه ورود و خروج ارز در کشور وجود دارد، بازار ایران را می‌توان بازاری محدود در داخل مرزهای کشور دانست و از این نظر ارتباط کمی با بازارهای بین‌المللی دارد. تا قبل تحریم‌های بانکی و نفتی، تعداد محدودی از ارزها (شامل دلار، ین، یورو و درهم امارات) در بازار خارجی^۲ ارز شامل مناطق آزاد تجاری کیش، قشم و چابهار، لندن، پاریس، هامبورگ، دوی و بحرین قابل معامله بوده‌اند.

نبود ابزارهای پوشش ریسک نوسانات نرخ ارز نظیر پیمان‌های آتی، قراردادهای آتی و اختیار معامله یکی دیگر از ویژگی‌های بازار ارز در ایران است. این موضوع در حالی است که بسیاری از کشورهای در حال توسعه همچون روسیه، آرژانتین، مکزیک، کره جنوبی، برزیل، ترکیه و هند در سه دهه گذشته به طور مشخص با هدف جذب سرمایه‌های خارجی و کاهش هزینه فعالیت‌های اقتصادی، ابزارهای پوشش ریسک نوسانات نرخ ارز را در کشورهای خود ارائه کرده‌اند. فقدان چنین ابزارهایی هزینه‌های فراوانی برای اقتصاد ایران ایجاد کرده است.

1 Onshore
2 Offshore

۲- بازار بین بانکی ارزی^۱

همان طور که در فصل پنجم عنوان گردید، بازار ارز در هر کشوری دارای دو لایه یا سطح است. لایه یا سطح اول، بازار عمده فروشی یا بازار بین بانکی است که در آن بانکها و سایر مؤسسات مالی که بانک مرکزی تعیین می کند، به مبادلات ارزی با یکدیگر می پردازند. حجم هر یک از معاملات در این بازار بسیار بالا است و لذا نرخ برابری ارزها در این بازار تعیین می شود.

سطح یا لایه دوم، بازار خرده فروشی یا بازار مشتری است. این بازار نقش پیرو را دارد و نرخ ارز در آن متأثر از نرخ ارز در بازار بین بانکی است. در بازار خرده فروشی معمولاً بانکها و صرافیها نقش اصلی تأمین نیازهای ارزی فعالان اقتصادی را بر عهده دارند.

در بازار بین بانکی معمولاً از قراردادهای نقدی با حجم بالا برای تبدیل ارز و نیازهای معاملاتی و از قراردادهای سوآپ و پیمانهای آتی برای پوشش ریسک نوسانات استفاده می شود. در بازار خرده فروشی نیز معمولاً از مبادلات نقدی با حجم کم برای تبدیل ارز و از قراردادهای آتی و اختیار معامله برای پوشش ریسک نوسانات نرخ ارز استفاده می شود.

بنابراین بانکها هم در بازار ارز بین بانکی و هم در بازار ارز خرده فروشی فعالیت می کنند و بر این اساس نقش کلیدی در بازار ارز و تعیین نرخ برابری ارز ایفا می کنند. با توجه به این توضیحات بازار بین بانکی مرجع تعیین نرخ ارز است و نرخهای بازارهای مشتقه از قبیل آتی و اختیار معامله بر اساس نرخهای بازار بین بانکی کشف می شود.

آغاز به کار بازار بین بانکی ارزی در ایران مصادف با عملیاتی شدن نظام نرخ ارز شناور مدیریت شده از ابتدای سال ۱۳۸۱ شمسی بوده است. به دنبال نوسانات ارزی سال

۱ مطالب این بخش عمدتاً از گزارش مرکز پژوهشهای مجلس تحت عنوان "آسیب شناسی نظام بانکی" استخراج گردیده است.

۱۳۸۹ شمسی این بازار در حال حاضر عملاً وجود خارجی ندارد. دو بازار اصلی (مستقر در تهران) و فرعی (مستقر در کیش و قشم) دو بخش این بازار را تشکیل می‌دادند. بازار اصلی شامل شعب داخلی بانک‌های تجاری و بازار فرعی شامل شعب بانک‌های داخلی در مناطق آزاد، شعب خارجی بانک‌های ایرانی و تعدادی از بانک‌های خارجی بود. مؤسسات اعتباری غیر بانکی دارای مجوز فعالیت ارزی نیز مجاز به فعالیت در بازار بین‌بانکی ارزی بودند.

دستورالعمل شماره ۱۳۱۵ مورخ ۱۳۸۰/۱۲/۲۷ بانک مرکزی تحت عنوان "دستورالعمل مربوط به ضوابط نظارتی و کنترلی وضعیت باز ارزی" چارچوب عملیاتی بازار بین‌بانکی ارزی را تشریح می‌کرد. بر اساس مواد ۱ تا ۴ این دستورالعمل، وضعیتی تحت عنوان وضعیت باز ارزی^۱ برای هر ارز و برای مجموع ارزهای هر بانک عامل باید به صورت روزانه محاسبه می‌شد. حد مجاز وضعیت بازار هر ارز برای بانک عامل (مثبت یا منفی) حداکثر ۱۱ درصد و برای مجموع ارزها ۳۱ درصد اعلام گردید و بانک‌های مشارکت‌کننده در بازار موظف به رعایت این حدود مجاز به صورت روزانه شدند. بر اساس ماده ۱ دستورالعمل، نرخ تبدیل روزانه هر ارز به ریال به عنوان نرخ ارز مرجع معرفی شد که توسط بانک مرکزی اعلام و توسط بانک‌های مشارکت‌کننده در بازار بین‌بانکی مبنای محاسبه وضعیت باز ارزی و مبادلات قرار می‌گرفت. رویه کار استاندارد در این بازار بدین گونه بود که بانک‌ها پس از دریافت درخواست‌های مشتریان و نیز با توجه به وضعیت دارایی‌ها و تعهدات ارزی موجود، پیرامون نحوه حضور در بازار بین‌بانکی ارز (خرید، فروش و یا عدم فعالیت) به صورت روزانه به جمع‌بندی می‌رسیدند. این توضیح لازم است که بر اساس دستورالعمل مذکور نقش بازار

۱ وضعیت باز ارزی عبارت است از معادل ریالی مابه‌التفاوت بین دارایی‌ها و بدهی‌های ارزی که در بالای خط ترازنامه ثبت می‌شود که می‌تواند مثبت یا منفی باشد. وضعیت مثبت گویای بالاتر بودن ارزش ریالی دارایی‌های ارزی از بدهی‌های ارزی است.

بین‌بانکی، مبادله ارز و نه ارائه تسهیلات ارزی بوده است؛ البته در بحث مبادلات ارزی می‌توان تسهیلات ارزی را نیز جای داد.

تزریق ارز به این بازار، به دلیل اتکای درآمد ارزی کشور به صادرات نفت، عمدتاً توسط بانک مرکزی انجام می‌گرفت. از این‌رو، بانک مرکزی برخلاف دیگر کشورها، برای تعیین قیمت خرید و فروش ارز در این بازار، نقش انحصاری را ایفا می‌نمود، ولی به‌هرحال بانک‌ها در این بازار، از همان زمان شکل‌گیری، بر اساس نرخ مرجع اقدام به انجام مبادلات خود می‌نمودند. به عبارت بهتر در این دوره بازار بین‌بانکی به‌عنوان رهبر، تعیین‌کننده نرخ ارز بود و بازار خرد و بازار غیررسمی از آن نرخ پیروی می‌کردند. در این دوره فاصله میان نرخ ارز رسمی و نرخ ارز آزاد بسیار کم بود و نرخ ارز از ثبات نسبی برخوردار بود و لذا آربیتراژگران و سفته‌بازان نقش محدودی در بازار ارز و تعیین نرخ ارز داشتند. نحوه مداخله بانک مرکزی در بازار ارز و سیاست‌گذاری در آن از طریق بازار بین‌بانکی صورت می‌گرفت. بر این اساس معمولاً بانک مرکزی، با توجه به نرخ ارز موردنظر خود، بخشی از ارز خریداری شده از دولت را در بازار بین‌بانکی عرضه می‌نمود. سیاست‌های بانک مرکزی در این زمینه بر نرخ تورم و قدرت رقابت‌پذیری بنگاه‌های اقتصادی کشور در این خصوص همواره تأثیرگذار بوده است.

همراه با تحولات ارزی سال‌های ۱۳۸۹ شمسی به بعد بازار فرعی در عمل غیرفعال گردید و بازار اصلی نیز علیرغم فعالیت، تحت تأثیر نظام سهمیه‌بندی ارزی ادامه فعالیت داد و دیگر ضوابط مذکور در خصوص این بازار مبنای فعالیت نبوده است. از طرفی مرور رویدادهای مرتبط با سیاست‌گذاری ارزی در طول سال‌های فعالیت این بازار مؤید آن است که در طول سال‌های ۱۳۸۱ تا ۱۳۸۹ شمسی گرچه نظام ارزی کشور از ثبات مناسبی برخوردار بود لکن نظارت مؤثری بر مکانیسم‌های خروج ارز در کشور اعمال نشده است.

در جدول ۶-۱ اطلاعاتی در خصوص عملکرد بازار بین‌بانکی ارزی و نقش بانک‌های تجاری در این بازار ارائه شده است. چنانچه ملاحظه می‌شود طی سال‌های فعالیت

این بازار، بانک مرکزی عرضه‌کننده عمده ارز و بانک‌های تجاری تقاضاکننده اصلی در این بازار بوده‌اند.

جدول ۶-۱- برخی از جنبه‌های عملکردی بازار بین‌بانکی ارزی

عنوان	۱۳۹۱	۱۳۹۰	۱۳۹۱	۱۳۹۰	۱۳۹۱	۱۳۹۰	۱۳۹۱	۱۳۹۰	۱۳۹۱	۱۳۹۰	۱۳۹۱	۱۳۹۰	میانگین
حجم عملیات بازار (میلیارد دلار)	۴۲	۳۸	۷۷	۷۲	۵۳	۵۶	۴۳	۳۵	۳۰	۲۳	۲۵	۱۱	
سهم خرید بانک‌های تجاری (درصد)	۹۶	۹۷	۹۴	۹۰	۹۴	۹۶	۹۶	۹۸	۹۹	۹۹	۹۸	۹۹	
سهم فروش بانک‌های تجاری (درصد)	۱۱	۶	۹	۱۱	۸	۷	۷	۶	۱۷	۱۶	۲۳	۱۳	

منبع: مرکز پژوهش‌های مجلس

همان‌طور که اشاره شد کاهش درآمدهای ارزی کشور به دلیل تحریم‌های بانکی و نفتی و افزایش یک‌باره سطح قیمت‌ها با توجه به سیاست هدفمندسازی یارانه‌ها، مقدمات بحران ارزی سال‌های ۱۳۹۰ و ۱۳۹۱ شمسی را فراهم نمود. با وقوع این بحران، فعالیت بازار بین‌بانکی کشور نیز عملاً متوقف گردید. در این دوره بانک مرکزی به دلیل کاهش ذخایر ارزی کشور از کنترل نوسانات ارزی ناتوان ماند و در نتیجه بازار ارز یکی از پرتلاطم‌ترین دوره‌های خود را تجربه نمود.

در این مقطع زمانی سیاست‌گذاران پولی جهت کنترل فعالیت‌های سفته‌بازی و نوسانات بازار، مرکز مبادلات ارزی را راه‌اندازی نمودند که قرار بود همان کارکرد بازار بین‌بانکی را ایفا نماید. در این مرکز با طبقه‌بندی کالاها به گروه‌های مجزا، به برخی از آن‌ها ارز مبادله‌ای (دولتی) تخصیص داده می‌شد. کارکرد این بازار سرانجام با روی کار آمدن دولت یازدهم و حصول توافق هسته‌ای کم‌رنگ شد. در حال حاضر نیز دولت تلاش دارد که با یکسان‌سازی ارز در بازار به نظام دوبرخی ارز رسمی و آزاد پایان دهد و نظام نرخ ارز شناور

مدیریت شده حاکم شود. به نظر می‌رسد که در این صورت نحوه دخالت دولت در بازار مجدداً از طریق بازار بین‌بانکی ارز انجام خواهد گرفت.

۳- معاملات صرافی‌ها

در بازار معاملات ارزی کشور، صرافی‌های مجاز، صرافی‌های غیرمجاز و برخی از فعالان صنف طلا و جواهر نیز حضور دارند. سهم صرافی‌ها از معاملات بازار ارزی کشور بعد از تحریم سیستم بانکی کشور در سال‌های اخیر افزایش یافته و در نتیجه تأثیر فعالیت‌های آن‌ها بر بازار نیز پررنگ‌تر شده است. علاوه بر این بر اساس آمارهای مرکز امور اصناف و بازرگانان وزارت صنعت، معدن و تجارت، در حال حاضر بیش از ۲۲ هزار واحد صنفی خرده‌فروشی طلا و جواهر در کشور وجود دارد که احتمال می‌رود برخی از آن‌ها در حوزه معاملات ارزی نیز ورود داشته باشند (مرکز پژوهش‌های مجلس، ۱۳۹۳). بر اساس قانون پولی و بانکی کشور بانک مرکزی مسئولیت نظارت بر صرافی‌های کشور را بر عهده دارد.

فعالیت صرافی‌ها در بازار ارز کشور از سال ۱۳۶۸ مورد نظارت بانک مرکزی قرار گرفته است. در نیمه دوم این سال به‌منظور ساماندهی بازار غیرمتشکل ارز و فراهم نمودن امکان سیاست‌گذاری در رابطه با این بازار، بانک مرکزی شرایط جواز کسب برای متقاضیان صرافی را اعلام و اقدام به صدور مجوز برای فعالیت ۵۰ صرافی نمود. روند صعودی تعداد صرافی‌های مجاز تا سال ۱۳۷۴ ادامه یافت و به ۱۰۵ صرافی در تهران و ۴۵ صرافی در شهرستان‌ها رسید.

در سال ۱۳۷۴ و به دنبال بحران بدهی‌های ارزی و افزایش شدید قیمت ارز در بازار آزاد، ستاد تنظیم بازار ارز، هر گونه خریدوفروش ارز در خارج از شبکه بانکی را قاچاق اعلام نمود و عملاً فعالیت صرافی‌ها متوقف شد. از سال ۱۳۷۴ تا سال ۱۳۸۱، خریدوفروش ارز

به صورت غیرقانونی ولی آشکار، انجام می‌گرفت. در اواسط سال ۱۳۸۱، هیأت دولت در راستای آزادسازی و یکسان‌سازی نرخ ارز، صرافی‌ها را حلقه مکمل نظام بانکی در این زمینه به شمار آورد و با فعالیت مجدد آن‌ها موافقت نمود. با تصویب دستورالعمل بازگشایی مجدد صرافی‌ها توسط کمیته مدیریت بازار ارز در آذرماه سال ۱۳۸۱، حدود ۲۰ صرافی در همین سال شروع به فعالیت کردند. بر اساس آمارهای بانک مرکزی در تاریخ ۱۳۹۴/۱۱/۷، بالغ بر ۳۹۶ صرافی دارای مجوز در کشور به فعالیت مشغول بوده‌اند. بخش عمده صرافی‌های کشور در استان تهران تمرکز یافته‌اند. به‌طور کلی دامنه جغرافیایی صرافی‌ها کل کشور را پوشش می‌دهد.

یکی از مهم‌ترین مشکلات نظام ارزی کشور در سال‌های اخیر فقدان شفافیت و پراکندگی قوانین و مقررات حاکم بر صرافی‌ها بوده است. این موضوع باعث شده که معاملات و فعالیت‌های صرافی‌ها از شفافیت لازم برخوردار نباشد و در نتیجه امکان نظارت مؤثر بانک مرکزی بر این بخش از بازار ارز کشور سلب گردیده است. خلأهای قانونی موجود در این زمینه باعث تعمیق و گسترش تکانه‌های ارزی در کشور گردیده است (مرکز پژوهش‌های مجلس، ۱۳۹۳).

بانک مرکزی اقدامات متعددی جهت ساماندهی و یکپارچه کردن فعالیت شبکه صرافی‌های کشور انجام داده است. در اردیبهشت‌ماه سال ۱۳۹۰ شمس‌ی بانک مرکزی با تأسیس قانون صرافان ایرانیان موافقت نمود. بر اساس اساسنامه، این قانون، برای ساماندهی بازار ارز و سکه و ضرورت ایجاد هماهنگی در حوزه صرافی‌ها تشکیل شده است.

یکی از اقدامات بانک مرکزی برای نظارت و ساماندهی بازار ارز راه‌اندازی سامانه نظارت ارز جهت ثبت معاملات ارزی صرافی‌های کشور به صورت الکترونیکی در یک سیستم یکپارچه در سال ۱۳۹۰ بوده است. بر این اساس تمامی صرافی‌های مجاز کشور لازم است که معاملات خود را در این سیستم ثبت نمایند. سامانه مذکور امکان پایش لحظه‌ای بازار برای

بانک مرکزی را فراهم می‌نماید و در صورت گسترش فعالیت آن نقش بسیار مهمی در ایجاد شفافیت در بازار ارز خواهد داشت. یکی از چالش‌های بهره‌برداری از این سیستم فعالیت صرافی‌های غیرمجاز است که معاملات خود را خارج از این سیستم انجام می‌دهند که در نتیجه آن از میزان کارایی اطلاعات دریافتی این سیستم کاسته شده است. صرافی‌های غیرمجاز با انجام فعالیت‌های زیرزمینی زمینه لازم برای پولشویی و ایجاد اختلال در نظام ارزی کشور را فراهم می‌نمایند. با گسترش دامنه فعالیت این سامانه حلقه مبارزه با فعالیت‌های اختلال‌زا در بازار ارز که در ارقام درشت رخ می‌دهند، تنگ‌تر خواهد گردید. با ادامه برخورد بانک مرکزی با صرافی‌های غیرمجاز کارایی سامانه نظارت ارزی جهت ساماندهی این بازار مطمئناً افزایش خواهد یافت.

یکی دیگر از اقدامات بانک مرکزی به منظور ساماندهی بازار ارز اصلاح دستورالعمل اجرایی تأسیس، فعالیت و نظارت بر صرافی‌ها در تاریخ ۱۳۹۳/۵/۲۸ است. بر این اساس ارائه مجوز فعالیت به صرافی‌ها جهت انجام مبادلات ارزی کشور به انجام اصلاحات موردنظر متناسب با دستورالعمل جدید منوط گردیده است. صرافی‌هایی که نسبت به انجام اصلاحات موردنظر مبادرت نورزند، غیرمجاز تشخیص داده شده و فعالیت‌های ارزی آن‌ها مصداق قاچاق تشخیص داده خواهد شد. لیست صرافی‌ها مجاز بانک مرکزی از ۴۲۴ صرافی در تاریخ ۱۳۹۳/۵/۲۵ به ۳۹۶ صرافی در تاریخ ۱۳۹۴/۱۱/۳ کاهش یافته است. درعین حال بالغ بر ۴۲۱ صرافی در لیست صرافی‌های کانون صرافان ایرانیان وجود دارد.

۴- بازار سنتی یا غیررسمی ارز تهران

پیدایش بازار غیررسمی در واقع یکی از اثرات جانبی برقراری سیستم نظام ارزی چند نرخی طی سال‌های گذشته به خصوص بعد از پیروزی انقلاب اسلامی و جنگ تحمیلی بوده است. بررسی انجام شده نشان می‌دهد که هر زمان که کشور با محدودیت ارزی مواجه بوده

است، بازار غیررسمی نقش پررنگ‌تری در تعیین نرخ و هدایت بازار ارز داشته است (برهان آزاد، ۱۳۸۷). با یکسان‌سازی نرخ ارز در سال ۱۳۸۱ شمسی و تداوم سیاست‌های ارزی متناسب با آن، بازار ارز غیررسمی نیز در حاشیه قرار گرفت و حاشیه نرخ ارز غیررسمی نسبت به نرخ ارز رسمی تا اواخر سال ۱۳۸۹ شمسی رو به کاهش گذاشت. اما با تشدید محدودیت‌های ارزی ناشی از تحریم‌های بانکی و اقتصادی، نقش بازار غیررسمی در تعیین نرخ ارز مجدداً بسیار پررنگ شد. شواهد تاریخی موجود نشان می‌دهد که نرخ ارز در بازار غیررسمی، اقتصاد ایران را به طور قابل ملاحظه‌ای متأثر می‌کند. لذا نوسان و کاهش ارزش پول ملی در بازار غیررسمی اثرات نامطلوبی بر متغیرهای کلان اقتصادی مانند سرمایه‌گذاری، تولید ناخالص داخلی و تقاضا برای پول دارد. با توجه به اینکه نرخ ارز غیررسمی در ایران نشانگر اعتماد عمومی به عملکرد اقتصادی کشور است بنابراین نوسان شدید در نرخ ارز غیررسمی در دوره‌های کوتاه‌مدت را می‌توان تا حدودی نتیجه بی‌اعتمادی فعالان بازار به کارایی سیاست‌های ارزی بانک مرکزی دانست.

نرخ کشف‌شده در بازار غیررسمی برای اکثر فعالان اقتصادی کشور به‌عنوان نرخ مرجع ارز لحاظ می‌شود. بنابراین هر چند بانک مرکزی عرضه‌کننده عمده ارز در کشور است اما بازار غیررسمی ارز نیز از اهمیت بالایی در تعیین نرخ ارز برخوردار است و لازم است چگونگی کارکرد این بازار و سازوکار تعیین قیمت در آن و همچنین ارکان این بازار مورد بررسی قرار گیرد. در ادامه ویژگی‌های بازار غیررسمی ارز تهران به‌عنوان مرکز اصلی بازار غیررسمی کشور مورد بررسی قرار می‌گیرد.

۴-۱- موقعیت مکانی بازار غیررسمی ارز

بازار غیررسمی ارز، از نظر موقعیت مکانی پایین‌تر از میدان فردوسی تهران و روبه‌روی ساختمان سفارت بریتانیا قرار دارد. این مکان «پاساژ افشار» نام دارد که یک مرکز خرید صنایع دستی و ارز با درب و پنجره‌های چوبی و دیوارهای آجری کهنه است. در نگاه اول شاید کمتر کسی باور کند که این مکان یکی از پررونق‌ترین بازارهای معاملات غیررسمی ارز در ایران است.

۴-۲- ارکان بازار غیررسمی ارز

عرضه‌کننده غیربانکی ارز: بخش عمده عرضه‌کننده غیر بانکی ارز شرکت‌های

صادرکننده بخش خصوصی هستند.

عامل بانک^۱: عامل یا عوامل بانک در بازار بیشتر عرضه‌کننده ارز هستند.

معمولاً هرگاه بانک بخواهد مانع افزایش بیش از حد نرخ ارز شود عامل بانک اقدام به فروش ارز، اغلب به قیمتی پایین‌تر از قیمت بازار (گاهی تا ۱ درصد پایین‌تر) می‌کند. هرگاه فردی از این عامل ارز خریداری نماید، عامل به خریدار رسیدی تحویل می‌دهد که خریدار پس از مراجعه به شعبه یک بانک یا صرافی مشخصی با پرداخت معادل ریالی، ارز خود را دریافت می‌کند. البته در هنگام تحویل ارز به خریدار ارائه مدارک شناسایی معتبر لازم است. لازم به ذکر است که در سال ۱۳۹۳ بانک مرکزی محدودیت خرید و فروش ارز به قیمت آزاد برای بانک‌ها را لغو نمود.

۱ منظور از بانک در عبارت "عامل بانک" بانک مرکزی است که به صورت اصطلاحی به عامل بانک معروف است. البته بانک مرکزی هیچ‌گاه به صورت رسمی این موضوع را تأیید نکرده است و مطلب حاضر نیز ناظر بر اظهار نظر فعالان بازار است.

صرافی‌ها: عرضه‌کننده‌های غیربانکی، ارز به‌دست‌آمده از محل صادرات خود را به دست صرافی‌ها می‌رسانند. صرافی‌ها هم هر کدام برای خود یک یا چند دلال مقابل پاساژ افشار دارند. قیمت اولیه از طریق شرکت‌ها به صرافی‌ها اعلام می‌شود که سود و زیان مبنای کار این شرکت‌هاست. صرافی‌ها هم مبلغی را روی قیمت فروش ارز اضافه کرده و به دلال یا عامل خود اطلاع می‌دهند. البته مصرف‌کنندگان و خریداران نهایی ارز نیز درخواست خرید خود را به صرافی‌ها می‌دهند.

دلالتان یا سفته‌بازان: این گروه از مهم‌ترین تعیین‌کنندگان نرخ ارز هستند. بعضی از افراد این گروه عامل صرافی‌ها یا سایر بزرگان بازار ارز هستند. درواقع این گروه علاوه بر معامله برای خود، با گرفتن کارمزد، برای دیگران نیز اقدام به خریدوفروش می‌کنند. عمده معاملات این گروه به‌صورت کاغذی^۱ است و ارزی بین آن‌ها ردوبدل نمی‌شود.

خریداران: خریداران ارز نیز عمدتاً شامل واردکنندگان کالا و خدمات هستند. این گروه معمولاً درخواست‌های خود را به صرافی‌ها می‌دهند و صرافان، در صورت نداشتن ارز مورد نیاز خریدار، از طریق عوامل خود در پاساژ افشار، ارز مورد نیاز آن‌ها را تهیه می‌کنند. البته خریداران بزرگ بازار معمولاً خود دارای عامل یا عواملی در بازار هستند که به‌طور مستقیم اقدام به خریدوفروش ارز می‌کنند.

۴-۳- سازوکار تعیین نرخ ارز در بازار غیررسمی

سازوکاری که در بازار غیررسمی ارز تهران برای تعیین نرخ به کار می‌رود همان سازوکاری است که در نظام اقتصادی مبتنی بر عرضه و تقاضا حاکم است. معاملات این بازار به‌صورت حراج حضوری است به این صورت که خریداران و فروشندگان ارز از طریق عاملین

۱ منظور از معامله کاغذی این است که هیچ‌گونه ارزی بین خریدار و فروشنده ردوبدل نمی‌شود و معامله به صورت نقدی تسویه می‌شود.

خود (دلالتان و صرافان) نرخ‌های پیشنهادی خود را اعلام می‌کنند تا در نهایت معاملات در قیمت‌های تعادلی صورت گیرد. لازم به ذکر است در بازار ارز تهران شور و هیجانی شبیه به بازارهای حراج حضوری معروفی مانند بازار نفت نایمکس مشاهده می‌شود.

ساختار بازار غیررسمی ارز، مانند بازارهای موازی مثل طلا، بر اساس فعالیت‌های سفته‌بازانه است. در این ساختار، ارز به صورت فیزیکی ردوبدل نمی‌شود. بلکه همان شیوه ردوبدل کردن برگه‌های کاغذ است که قیمت را تعیین می‌کند. معمولاً ساعت ۱۱ صبح هر روز، فعالیت دلالتان برای مهم‌ترین کار پیش روی بازار که کشف نرخ جدید برای دلار است آغاز می‌شود. تعدادی از افراد در وسط میدانگاهی مقابل پاساژ افشار ایستاده‌اند؛ دورتادور آن‌ها نیز تعداد دیگری با موبایل‌های خود سرگرم‌اند و اخبار معاملات را به دو طرف عرضه و تقاضا می‌رسانند. فریادها و اشاره‌های دلالتان وسط میدانگاه تعیین‌کننده نرخ ارز در ابتدای آن روز خواهد بود.

دلالتان در مقابل پاساژ افشار فریاد می‌زنند و با اصطلاحات خود، قیمت را اعلام می‌کنند. دو رقم سمت چپ برای قیمت دلار ثابت است. دلالتان برای اعلام قیمت خرید یا قیمت فروش دلار، دو رقم سمت راست را اعلام می‌کنند به عنوان مثال اگر قیمت ارز در بازار ۳۵۶۵ تومان باشد شخصی فریاد می‌زند که: «۱۰۰ تا دارم، ۶۵ میدم». این جمله یک معنی دارد: ۱۰۰ هزار دلار، به قیمت هر دلار ۳۵۶۵ تومان برای فروش آماده است. قیمت که اعلام شد دلالتانی که بالای سکو ایستاده‌اند، قیمت‌ها را به خریدار یا فروشنده اعلام می‌کنند.

۴-۴- انواع معاملات ارز در بازار غیررسمی

نقدی: در این معامله، همان‌طور که از نام آن پیداست خریدار، ارز مورد نیاز خود را از فروشنده دریافت و در همان لحظه، بر اساس نرخ‌های که توافق کرده‌اند، معادل ریالی آن را

پرداخت می‌کند. حجم این‌گونه معاملات در بازار نسبت به حجم کل معاملات ناچیز است. در واقع بیشتر خریداران و فروشندگان خرد اقدام به این کار می‌کنند.

امروزی: در این نوع معامله خریدار و فروشنده در نرخ معینی برای تحویل ارز توافق می‌کنند، اما زمان تحویل بعد از اعلام نرخ تسویه بازار در همان روز است. نرخ تسویه بازار رأس ساعت ۱۴ اعلام می‌شود. این نرخ معمولاً میانگینی از نرخ آخرین معاملات در نزدیکی ساعت ۱۴ است که به صورت توافقی توسط بزرگان بازار تعیین و اعلام می‌شود. خریدار دلار امروزی باید به فروشنده اعلام کند که خواهان ارز خود است و برای تحویل اعلام آمادگی کند و معادل ریالی ارز خریداری شده را به حساب فروشنده واریز نماید. فروشنده نیز، طبق عرف بازار، تا ساعت ۱۶ بعدازظهر باید ارز مربوطه را به خریدار تحویل دهد. البته در زمان معامله خریدار و فروشنده می‌توانند زمان مشخصی را برای تحویل تعیین کنند؛ مثلاً رأس ساعت ۱۵ بعدازظهر.

طرفین معامله می‌توانند توافق کنند که طبق قیمت تسویه به‌جای تحویل دلار، معامله خود را به صورت نقدی (ریالی) تسویه نمایند. اما اگر یکی از طرفین اعلام تحویل کند، طرف مقابل باید حتماً به تعهد خود عمل کند.

فردایی: این نوع معاملات همان معاملات پیمان آتی با سررسید روز کاری بعد است. به عبارت دیگر در این نوع معاملات خریدار و فروشنده در یک نرخ به توافق می‌رسند ولی زمان تحویل روز کاری بعد است. خریدار و فروشنده این نوع معامله می‌توانند توافق کنند که در روز کاری بعد، پس از اعلام قیمت تسویه بازار (ساعت ۱۴) معامله خود را به صورت نقدی تسویه کنند. اما اگر یکی از طرفین اعلام آمادگی تحویل کرد طرف مقابل باید به تعهد خود عمل کند.

معمولاً اگر یکی از طرفین معامله اعلام تحویل کند طرف مقابل به تعهد خود عمل می‌کند، اما اگر طرف مقابل توانایی تحویل نداشته باشد دو حالت وجود دارد. حالت اول اینکه اگر طرف خریدار قادر به تحویل نباشد و نرخ توافقی معامله بیشتر از قیمت تسویه باشد خریدار باید تفاوت قیمت توافق شده و تسویه را به فروشنده بپردازد. همچنین مبلغی را نیز به عنوان بلوکه به فروشنده می‌پردازد. بلوکه معمولاً برای یک بسته ۱۰۰ هزار دلاری مبلغی بین ۵۰ تا ۱۰۰ هزار تومان است. در این حالت تسویه معامله به روز کاری بعد موکول می‌شود. حالت دوم اگر طرف فروشنده قادر به تحویل نباشد و قیمت تسویه بالاتر از قیمت توافقی باشد، فروشنده باید تفاوت قیمت تسویه و معامله را به خریدار بپردازد و مبلغی (همانند بلوکه) را نیز تحت عنوان اجاره به خریدار بپردازد. در این حالت معامله به روز کاری بعد موکول می‌شود.

شناور: این معاملات نیز جزو پیمان‌های آتی می‌باشند و سررسید آن به صورت توافقی تعیین می‌شود که شامل فردایی، هفته، ماه و سال است. در این نوع معاملات قیمت پیشنهادی خریدار معمولاً بالاتر از قیمت فعلی بازار است. اختیار تسویه این معامله با خریدار است. به عبارت دیگر خریدار تا سررسید هر زمان که بخواهد می‌تواند اقدام به تسویه قرارداد نماید، اما این امکان برای فروشنده وجود ندارد. در واقع تفاوت اصلی این نوع معامله با معاملات آتی همین نکته است که اولاً امکان تسویه تا سررسید وجود دارد و فقط خریدار است که حق تسویه دارد.

معکوس: این نوع معاملات همانند شناور است با این تفاوت که اختیار تسویه تا زمان سررسید برای فروشنده است و قیمت پیشنهادی کمتر از قیمت فعلی بازار است. تفاوت اصلی این نوع معامله با معاملات آتی همین نکته است که اولاً امکان تسویه تا سررسید وجود دارد و فقط فروشنده است که حق تسویه دارد.

لازم به ذکر است که حجم معاملات شناور و معکوس در بازار ارز ناچیز است و بخش عمده معاملات به صورت امروزی و فردایی انجام می‌شود. افرادی که در بازار از اعتبار لازم برخوردارند بدون دادن وجه تضمین (ودیعه) اقدام به معامله می‌کنند زیرا اکثر فعالان بازار به آن‌ها اعتماد دارند. اما بیشتر افراد برای انجام معاملات باید وجه تضمین نزد معتمد بازار داشته باشند. معتمد یا معتمدین بازار برخی از فعالان سرشناس بازار هستند که مورد اعتماد همه فعالان بازار می‌باشند.

از آنجایی که معاملات ارز معمولاً در بسته‌های ۱۰۰ هزار دلاری انجام می‌شود، فعالان بازار برای خرید یا فروش یک بسته ۱۰۰ تایی معمولاً بین ۲ تا ۷ میلیون تومان نزد معتمد بازار باید وجه تضمین بگذارند (یعنی کمتر از ۲ درصد ارزش قرارداد). این مبلغ بسته به پیشینه اعتباری فرد و اعتماد بازار به آن فرد متغیر است. البته افراد عادی تنها از طریق کارگزاران فعال و شناخته شده بازار می‌توانند اقدام به خرید و فروش نمایند. این کارگزاران نیز با توجه به حجم معامله فرد و شرایط بازار معمولاً وجه تضمین بالاتری درخواست می‌کنند. کارمزد این کارگزاران برای خرید یا فروش یک بسته ۱۰۰ تایی معمولاً ۵۰ هزار تومان است.

۵- بازار مشتقه ارزی در ایران

همان‌گونه که پیش‌تر نیز بیان شد، یکی از ویژگی‌های بازار ارز در ایران فقدان ابزارهای پوشش ریسک است. این موضوع در حالی است استفاده از ابزارهای مشتقه ارزی (پیمان‌های آتی، قراردادهای آتی، اختیارات و سوآپ) جهت پوشش ریسک نوسانات به یک رویه متعارف و استاندارد تبدیل شده است.

البته علی‌رغم نبود بازار مشتقه ارزی رسمی در ایران انجام معاملات فردایی، شناور و معکوس در بازار غیررسمی به نوعی تقاضای استفاده از این ابزارها را در اقتصاد ایران نشان می‌دهد. اگرچه حجم معاملات صورت گرفته با این ابزارها ناچیز است ولی به‌هرحال فرهنگ معاملاتی این ابزار در بازار سنتی ارز ایران مشاهده می‌شود.

ازجمله اقدامات انجام شده جهت راه‌اندازی بازار مشتقه ارزی رسمی در ایران می‌توان به تهیه و انتشار آیین‌نامه اجرایی معاملات آتی ارز در تیرماه سال ۱۳۸۹ توسط اداره صادرات بانک مرکزی اشاره نمود که به دلیل آغاز نوسانات ارزی از سال ۱۳۸۹ عملاً هیچ‌گاه به مرحله اجرا نرسید. همچنین تلاش‌های زیادی از سوی بازار سرمایه برای راه‌اندازی معاملات قراردادهای آتی ارز صورت گرفته است که این تلاش‌ها تاکنون منجر به نتیجه نشده است.

جمع‌بندی

در این فصل ساختار بازار معاملات ارز در کشور مورد مطالعه قرار گرفت. بازار ارز در ایران از ویژگی‌های خاصی برخوردار است که علت اصلی آن به گستردگی فعالیت‌های دولت در اقتصاد ایران مربوط می‌گردد. در این بازار بانک مرکزی، عرضه‌کننده اصلی ارز بوده و به همین دلیل قیمت‌های رسمی ارز از انعطاف‌پذیری بالایی برخوردار نمی‌باشند. بازار بین‌بانکی که به دنبال یکسان‌سازی ارز بعد از سال ۱۳۸۱ شمسی بخش رسمی بازار ارز را تشکیل داده بود بعد از نوسانات ارزی سال‌های ۱۳۹۰ تا ۱۳۹۲ شمسی عملاً غیرفعال گردیده است و در این میان نقش بازار غیررسمی در تحولات ارزی پررنگ‌تر گردیده است. علاوه بر این با توجه به مقررات خاصی که در خصوص مصارف ارزی در کشور وجود دارد، بازار ارز همواره با وضعیت چند نرخ مواجه بوده است. در بازار غیررسمی ارز عمدتاً معاملات نقدی و امروزی (با سررسید پایان معاملات آن روز) انجام می‌گیرد. سازوکاری که در بازار غیررسمی ارز تهران

برای تعیین نرخ به کار می‌رود همان سازوکاری است که در نظام اقتصادی مبتنی بر عرضه و تقاضا حاکم است. معاملات این بازار به صورت حراج حضوری انجام می‌گیرد.

علی‌رغم اهمیت ثبات بازار ارز برای رشد و شکوفایی اقتصاد کشور این بازار همچنان از ابزارهای پوشش ریسک نوسانات قیمت محروم است. فقدان این ابزار باعث افزایش هزینه فعالیت‌های اقتصادی در ایران به‌ویژه برای سرمایه‌گذاران خارجی و فعالان داخلی مرتبط با بخش خارجی شده است. این موضوع در حالی است که در سیاست‌های کلی نظام تأکید ویژه‌ای بر جذب سرمایه‌گذاری خارجی گردیده و در قانون رفع موانع تولید رقابت‌پذیر نیز به این نیاز اساسی فعالان بازار توجه گردیده است.

منابع و مأخذ

۱. برهان آزاد، لیدا، امکان ایجاد بازار سلف ارز در ایران، تهران: پژوهشکده پولی و بانکی، بانک مرکزی جمهوری اسلامی ایران، چاپ اول، نوبت اول، تابستان ۱۳۸۷.
۲. پژوهان، جمشید. پول و ارز و بانکداری، دانشگاه پیام نور، ۱۳۸۵.
۳. روحانی، سیدعلی، علوی‌منش، سیدمحسن. آسیب‌شناسی قوانین و مقررات صرافی‌ها (ویرایش دوم)، مرکز پژوهش‌های مجلس شورای اسلامی، ۱۳۹۴.
۴. فرجی، یوسف، توتونچیان، ایرج. پول، ارز و بانکداری، شرکت چاپ و نشر بازرگانی، ۱۳۹۰.
۵. یوسفی دیندارلو، مجتبی. آسیب‌شناسی نظام بانکی؛ ۳. بازار بین‌بانکی در ایران (رویکردی مبتنی بر روابط بانکی)، مرکز پژوهش‌های مجلس شورای اسلامی، ۱۳۹۴.
6. Clifton, E. V. (1985). The currency futures market and interbank foreign exchange trading. *Journal of Futures Markets*, 5(3), 375-384.

بخش سوم:

قراردادهای آتی ارز

فصل هفتم:

معاملات قراردادهای آتی در ایران

مقدمه

همان طور که در فصل پنجم کتاب اشاره شد قراردادهای آتی یکی از ابزارهای مالی است که به منظور دسترسی فعالان اقتصادی به ابزارهای مدیریت ریسک قیمت بر روی دارایی‌های مختلف در بورس‌ها راه‌اندازی می‌شوند. در ایران نیز بورس کالای ایران اولین بازار قراردادهای آتی بر روی کالاها را در سال ۱۳۸۷ راه‌اندازی کرد. هرچند کالاهای مختلفی به‌عنوان دارایی پایه قراردادهای آتی در این بورس معرفی شده‌اند، ولی فعالان بازار تنها از معاملات آتی سکه طلای بهار آزادی استقبال نموده‌اند.

در این فصل قبل از ورود به موضوع قراردادهای آتی ارز ابتدا به تاریخچه قراردادهای آتی در جهان پرداخته شده است. همچنین به سه گروه پوشش‌دهندگان ریسک، سفته‌بازان و آربیتراژگران به‌عنوان فعالان اصلی بازار معاملات قراردادهای آتی اشاره شده و در ادامه نیز به فرایند انجام معاملات این قراردادها در ایران اشاره شده است.

۱- تاریخچه راه‌اندازی اولین قرارداد آتی در جهان

در اواسط دهه ۱۸۴۰ میلادی شیکاگو به‌عنوان مرکز مبادلات تجاری کشاورزی ایالات متحده شناخته شده بود. در فصل برداشت کشاورزان برای فروش محصولات زراعی به این شهر می‌آمدند، اما تغییر شرایط جوی در سال‌های مختلف باعث ایجاد یک فضای عدم اطمینان شدید در قیمت محصولات کشاورزی می‌شد، به طوری که در برخی از سال‌ها قیمت محصولات کشاورزی افزایش می‌یافت و در برخی سال‌ها نیز به دلیل مازاد عرضه، محدود بودن تعداد خریداران و فقدان سیستم انبارداری مناسب، کشاورزان محصولات خود را به بهای ناچیزی می‌فروختند. از طرف دیگر، در سایر فصول سال به دلیل محدودیت عرضه، قیمت‌ها افزایش می‌یافت.

در سال ۱۸۴۷ میلادی عده‌ای از بازرگانان برای حل این مسأله و سازمان‌دهی بازار محصولات کشاورزی با یکدیگر متحد شدند و هیأت تجاری شیکاگو^۱ (CBOT) را تشکیل دادند. هیأت تجاری شیکاگو مکانی برای تجمع خریداران و فروشندگان گندم ایجاد نمود و هرساله حجم عظیمی گندم در آن مبادله می‌شد. در نتیجه سرمایه‌گذاران بزرگ برای بهره‌برداری از این مبادلات انبارهای بزرگی را جهت ذخیره کردن محصولات کشاورزی احداث نمودند. این اقدام سرمایه‌داران توانست به مقدار زیادی جریان عرضه را در طی سال به‌طور یکنواخت توزیع نموده و تا حدی از نوسانات قیمت محصولات کشاورزی بکاهد. بهبود سیستم ذخیره‌سازی تنها برای رفع آن دسته از نوسانات قیمت که از تنگناهای مربوط به عرضه ایجاد می‌شدند، مفید بود و عوامل دیگر نظیر بلایای طبیعی، آفت‌زدگی محصولات، بروز یک بیماری مسری و ... هنوز بر عرضه محصولات کشاورزی و دام و طیور و در نتیجه قیمت آن‌ها، تأثیر نامطلوب برجای می‌گذاشت.

برای مدیریت ریسک ناشی از نوسانات قیمت، کشاورزان و بازرگانان از ابزارهایی چون معاملات پیمان آتی استفاده نمودند. در این قراردادها کشاورز متعهد می‌شد محصول خود را در آینده با قیمت توافقی زمان انعقاد قرارداد، تحویل دهد و خریدار نیز به پرداخت وجه کالا در زمان تحویل کالا با قیمت توافق شده متعهد می‌شد.

با توجه به اینکه در پیمان آتی قیمت تحویل کالا در زمان انعقاد قرارداد تعیین می‌شود، این قراردادها ابزار سودمندی برای مدیریت ریسک ناشی از نوسانات قیمت کالاها به شمار می‌روند. اما مشکل اصلی قراردادهای پیمان آتی وجود ریسک اعتباری یا ریسک نکول طرفین قرارداد و همچنین نقدشوندگی این قراردادها بود. با توسعه معاملات پیمان‌های آتی، برای حل دو مشکل فوق نیاز به تعریف استانداردهایی به‌منظور نظم‌دهی و مدیریت معاملات در بورس به وجود آمد. لذا استانداردهای خاصی در ارتباط با کمیت و کیفیت

کالاها، تاریخ قراردادها، مکان و شرایط تحویل در بورس‌های کالایی تعریف شد. با تعریف این استانداردها و رشد فزاینده این بازارها زمینه شکل‌گیری بورس‌های مدرن و معرفی قراردادهای نوین ایجاد شد و قراردادهای آتی به وجود آمدند که شکل بورسی شده پیمان‌های آتی بودند.

۲- انواع فعالان بازارهای آتی

معامله‌گران در بازارهای آتی را می‌توان به سه دسته شامل پوشش‌دهندگان ریسک، سفته‌بازان و آربیتراژگران تفکیک نمود.

دسته اول، یعنی پوشش‌دهندگان ریسک، اشخاصی هستند که با ورود به بازار معاملات آتی خود را در مقابل ریسک ناشی از تغییرات پیش‌بینی‌نشده قیمت، بیمه می‌کنند. به عبارت دیگر این افراد نگران تغییرات نامطلوب در قیمت کالاهایی هستند که در آینده تصمیم به خرید یا فروش آن‌ها دارند و لذا با هدف پوشش ریسک وارد معاملات آتی می‌شوند. همان‌طور که بیان شد، معاملات آتی در ابتدا در پاسخ به نیازهای این گروه از معامله‌گران ایجاد شد.

دسته دوم سرمایه‌گذاران کسانی هستند که با خرید و فروش قراردادهای آتی صرفاً به دنبال کسب سود می‌باشند. هرگاه این معامله‌گران بر اساس محاسبات خود به این نتیجه برسند که ممکن است در آینده قیمت قرارداد آتی کاهش یابد، اقدام به فروش می‌نمایند و برعکس، زمانی که پیش‌بینی کنند که قیمت آتی افزایش می‌یابد، در موقعیت تعهدی خرید قرار می‌گیرند. این معامله‌گران سعی می‌کنند با پذیرش ریسک، از نوسانات قیمت بهره‌برداری نمایند. البته چه بسا در مواردی نیز ممکن است به دلیل انتظارات نادرستی که از سیر تحول قیمت‌ها در بازار دارند، متضرر شوند. معامله‌گرانی که با هدف کسب سود، آگاهانه به استقبال ریسک می‌روند اصطلاحاً سفته‌باز نامیده می‌شوند.

سفته‌بازان به گرمی و رونق معاملات در بورس کمک می‌کنند، زیرا با حضور فعال در بازار معاملات آتی و خریدوفروش سریع قراردادهای، حجم معاملات را افزایش داده و این امکان را برای پوشش‌دهندگان ریسک فراهم می‌کنند که بتوانند در زمان دلخواه موقعیت مورد نظرشان را در بازار اتخاذ نمایند. فعالیت این دسته از سرمایه‌گذاران موجب می‌شود که احتمال وجود خریدار (یا فروشنده) برای آن دسته از پوشش‌دهندگان ریسک که قصد فروش (یا خرید) را دارند، افزایش یابد. در بازاری که سرمایه‌گذاران فعال نیستند، پوشش‌دهندگان ریسک ناگزیرند برای انجام معامله، قیمت آتی پیشنهادی خود را به میزان زیادی کاهش یا افزایش دهند، لذا جذابیت بازار برای آن‌ها کاهش می‌یابد. به عبارت دیگر از آنجاکه هدف پوشش‌دهندگان ریسک انتقال ریسک نوسان قیمت‌ها به افراد دیگر است، وجود سرمایه‌گذارانی که ریسک را می‌پذیرند و انجام سریع معاملات در بورس را میسر می‌سازند، در بورس‌ها از اهمیت اساسی برخوردار است.

فعالیت سفته‌بازها همچنین کارایی نظام اطلاع‌رسانی در بازار معاملات آتی را افزایش می‌دهد. در بازاری شفاف و کارا قیمت‌ها معمولاً منعکس‌کننده کلیه اطلاعاتی است که در اختیار فروشندگان و خریداران قرار می‌گیرد. از آنجاکه سفته‌بازان معامله‌گران حرفه‌ای بوده و به اطلاعات بیشتری دسترسی دارند، بنابراین فعالیت آن‌ها در صورتی که به طرز صحیحی تحت نظارت و کنترل قرار گیرند، می‌تواند باعث شود که قیمت‌ها به سمت قیمت‌های واقعی میل نمایند.

دسته سوم از معامله‌گران کسانی هستند که با معاملات هم‌زمان، یعنی آربیتراژ در دو یا چند بازار، به دنبال کسب سودهای بدون ریسک می‌باشند. این معامله‌گران اصطلاحاً آربیتراژگران نامیده می‌شوند. نکته اصلی در آربیتراژ بهره‌برداری از وجود اختلاف قیمت‌ها بین بازارهای مختلف است. به‌طور معمولی انتظار بر این است که تفاوت قیمت کالاهای یکسان در بازارهای مختلف زیاد نباشد، لیکن وجود اطلاعات ناقص و تأثیر

عوامل برون‌زا در شکل‌گیری قیمت موجب می‌شود که قیمت‌ها بین بازارهای مختلف بیش از هزینه‌های حمل‌ونقل با یکدیگر اختلاف داشته باشند. واسطه‌گران مالی از این اختلاف‌ها برای کسب سود بهره‌برداری می‌کنند. در خصوص بازار قراردادهای آتی آربیتراژگران از اختلاف نامعقول^۱ بین قیمت دارایی در بازار نقدی و بازار آتی استفاده می‌کنند.

۳- ورود به معاملات قراردادهای آتی در بورس کالای ایران

افراد حقیقی یا حقوقی برای شروع فعالیت در بازار قراردادهای آتی بورس کالای ایران، ابتدا باید به یکی از کارگزاران بورس که دارای مجوز معاملاتی قراردادهای آتی باشد، مراجعه کنند و مدارک لازم را برای احراز هویت جهت اخذ کد معاملاتی، به کارگزار ارائه نمایند.

لازم به ذکر است برای انجام معاملات، سرمایه‌گذاران اعم از حقیقی و حقوقی، باید یک حساب بانکی تحت عنوان حساب در اختیار بورس (حساب عملیاتی) نزد یکی از بانک‌های عامل بورس کالای ایران، به منظور تودیع وجه تضمین و انجام عملیات تسویه روزانه افتتاح نمایند.

برای انجام معاملات در بازار آتی، وجه تضمین اولیه باید در حساب مذکور موجود باشد. سرمایه‌گذاران و فعالان معاملات آتی صرفاً قادر به واریز وجه و همچنین مشاهده

۱ طبق مدل‌های قیمت‌گذاری قیمت آتی یک دارایی برابر است با هزینه خرید نقدی آن دارایی و نگهداری آن تا سررسید، مهم‌ترین هزینه نگهداری یک دارایی تا سررسید هزینه فرصت بهره پول هزینه شده برای خرید آن دارایی است. لذا معمولاً قیمت‌های آتی به اندازه هزینه بهره (و هر هزینه دیگری که وجود داشته باشد) از قیمت نقدی بالاتر است. حال هر گاه این اختلاف بیشتر از این مقدار باشد یک اختلاف نامعقول است که آربیتراژگران از آن استفاده می‌کنند.

اطلاعات مربوط به حساب در اختیار بورس می‌باشند و حق برداشت از حساب مذکور را ندارند. این حق در اختیار اتاق پایاپای بورس کالای ایران است.

پس از افتتاح حساب در اختیار و تکمیل فرایند اخذ کد معاملاتی، سرمایه‌گذاران می‌توانند با واریز وجه تضمین به حساب در اختیار اقدام به ثبت سفارش خود از طریق کارگزار یا از طریق سامانه‌های معاملات برخط نمایند.

۴- وجه تضمین مورد نیاز برای انجام معاملات آتی

همان‌گونه که ذکر شد یکی از وجوه تمایز قراردادهای آتی با پیمان‌های آتی، اخذ وجه تضمین است که معمولاً در بورس‌های مختلف به صورت درصدی از ارزش دارایی مورد معامله تعیین می‌شود و تحت عنوان وجه تضمین اولیه شناخته می‌شوند.

بدین ترتیب، طرفین معامله با پرداخت درصدی از ارزش معامله تحت عنوان وجه تضمین وارد معامله‌ای با ارزش بالا می‌شوند، که به این موضوع اثر اهرم گفته می‌شود. نکته‌ای که باید مورد توجه قرار گیرد این است که فروشنده قرارداد آتی، لزوماً در زمان فروش، دارایی پایه را در اختیار ندارد. زیرا فروشنده قرارداد آتی می‌تواند صادرکننده‌ای باشد که ارز حاصل از صادرات کالا توسط وی در طی شش ماه آینده به دست وی خواهد رسید و در حال حاضر وی ارز فروخته‌شده در قالب قرارداد آتی را در اختیار ندارد.

کسی که در بورس، قرارداد آتی را به فروش می‌رساند و خود را به تحویل دادن دارایی پایه بر اساس ضوابط استاندارد بورس در تاریخ معینی در آینده متعهد می‌نماید، موقعیت فروش یا موقعیت تعهدی فروش اتخاذ کرده است. اگر این فرد تا تاریخ سررسید قرارداد این موقعیت را حفظ نماید ضرورتاً باید دارایی پایه را تحویل دهد. همچنین، فردی که در بورس قرارداد آتی را می‌خرد و خود را متعهد به خرید دارایی پایه بر اساس ضوابط استاندارد بورس در

تاریخ معینی می‌نماید، اصطلاحاً موقعیت خرید یا موقعیت تعهدی خرید اختیار کرده است و اگر تا تاریخ سررسید قرارداد این موضع را حفظ نماید ضرورتاً باید دارایی پایه را خریداری نماید.

۵- انجام پرداخت‌های مورد نیاز تسویه‌های روزانه

در انتهای هر روز، سود و زیانی که از محل تغییرات قیمت ایجاد می‌شود، محاسبه و بین حساب‌های معامله‌گران منتقل می‌شود، که به آن تسویه روزانه گفته می‌شود و از مهم‌ترین ویژگی‌های معاملات آتی و یکی دیگر از وجوه تمایز آن با معاملات پیمان آتی به شمار می‌رود. عملیات تسویه روزانه بر مبنای قیمت تسویه هر قرارداد و به‌صورت روزانه انجام می‌شود. قیمت تسویه هر قرارداد در بورس‌های مختلف ممکن است به روش‌های متفاوتی محاسبه شود که یکی از ساده‌ترین روش‌های تعیین آن محاسبه میانگین وزنی قیمت‌های معامله‌شده در هر روز بر روی یک قرارداد آتی خاص است.

پس از محاسبه قیمت تسویه روزانه، عملیات به‌روزرسانی حساب‌ها انجام می‌شود.

تسویه روزانه برای سه دسته از مشتریان (یا سرمایه‌گذاران) انجام می‌شود:

۱. مشتریانی که در طی دوره معاملات یک نماد معاملاتی، موقعیت تعهدی باز دارند؛ به‌عنوان مثال مشتری در نماد معاملاتی A، موقعیت تعهدی خرید اتخاذ کرده است، در این صورت تا زمانی که موقعیت تعهدی او در دوره معامله باز باشد، تسویه روزانه در پایان هر جلسه معامله، برای او انجام می‌شود.

۲. مشتریانی که در طی دوره معاملات یک نماد معاملاتی، موقعیت تعهدی باز دارند ولی در طی روز از طریق اخذ موقعیت تعهدی

معکوس، اقدام به بستن موقعیت تعهدی خود کرده‌اند؛ به‌عنوان مثال مشتری چند روز قبل، در یک نماد معاملاتی موقعیت تعهدی خرید اتخاذ کرده است و امروز با اخذ موقعیت تعهدی فروش، موقعیت تعهدی خود را بسته است، تسویه روزانه در پایان جلسه معاملاتی امروز، برای او انجام می‌شود.

۳. مشتریانی که در طی روز در جلسه معاملاتی یک نماد معاملاتی، موقعیت تعهدی باز اخذ کرده و در همان روز با اخذ موقعیت تعهدی معکوس، اقدام به بستن موقعیت تعهدی خود کرده‌اند؛ تسویه روزانه در پایان جلسه معاملاتی امروز، برای او انجام می‌شود.

مثال عددی:

معاملات یک مشتری در طی سه روز به شرح زیر است (اندازه هر قرارداد برابر ۵ واحد از یک دارایی است و کارمزد معاملاتی صفر فرض شده است):

روز اول: اخذ یک موقعیت تعهدی خرید به قیمت ۴۵۰

روز سوم: اخذ یک موقعیت تعهدی فروش به قیمت ۴۹۰

روز	قیمت تسویه (به ازاء هر واحد دارایی)
اول	۵۰۰
دوم	۵۱۰
سوم	۴۹۵

محاسبات سود(زیان):

روز	سود (زیان)	محاسبات	توضیحات
اول	۲۵۰	$(۵۰۰ - ۴۵۰) \times ۵ =$	قیمت تسویه بالاتر از قیمت خرید وی بسته شده است، پس او به‌عنوان یک خریدار به ازای هر واحد از دارایی پایه ۵۰ ریال سود برده است.
دوم	۵۰	$(۵۱۰ - ۵۰۰) \times ۵ =$	مشتری موقعیت تعهدی خرید خود را باز نگه داشته است. قیمت تسویه امروز ۱۰ ریال بیشتر از قیمت تسویه دیروز بسته شده است، پس او به‌عنوان یک خریدار به ازای هر واحد از دارایی پایه ۱۰ ریال سود برده است.
سوم	-۱۰۰	$(۴۹۰ - ۴۹۵) \times ۵$ + $(۴۹۵ - ۵۱۰) \times ۵ =$	مشتری با اخذ موقعیت تعهدی فروش، موقعیت تعهدی خود را بسته است. تسویه روزانه در این حالت در دو مرحله انجام می‌شود: ۱. موقعیت تعهدی باز خریدی که از قبل داشته است تسویه می‌شود. قیمت تسویه روزانه ۴۹۵ ریال بسته شده است (۵ ریال کمتر از روز قبل) پس او به‌عنوان یک خریدار، به ازای هر واحد از دارایی پایه ۵ ریال ضرر کرده است. ۲. موقعیت فروش جدیدی که اخذ کرده است تسویه می‌شود. بدین صورت که قیمت تسویه روزانه ۴۹۵ ریال بسته شده است پس او به‌عنوان یک فروشنده که در قیمت ۵۱۰ ریال موقعیت تعهدی اخذ کرده است، به ازای هر واحد از دارایی پایه ۱۵ ریال ضرر کرده است.
کل سود (زیان)	۲۰۰	$(۴۹۰ - ۴۵۰) \times ۵ = ۲۰۰$	مجموع سود وی در طی سه روز همان تفاوت قیمت خرید در روز اول و فروش در روز سوم در اندازه قرارداد است:

۶- اخطاریه افزایش وجه تضمین

با توجه به تعدیل روزانه حساب‌ها جهت اطمینان از کفایت وجه تضمین مشتریان، معمولاً بورس‌های مختلف درصدی از وجه تضمین اولیه را به‌عنوان حداقل وجه تضمین تعیین می‌کنند که موجودی مشتریان دارای موقعیت تعهدی باز نباید کمتر از این حداقل تعیین شده باشد. لذا پس از انجام عملیات تسویه روزانه و به‌روزرسانی حساب‌ها، در صورتی که مشتری متحمل زیان شده باشد و پس از کسر زیان از حساب عملیاتی، وجه تضمین وی کمتر از حداقل وجه تضمین^۱ شود، برای آن فرد اخطاریه افزایش وجه تضمین صادر می‌شود. مشتری می‌بایست پس از دریافت این اخطاریه، وجه تضمین جبرانی^۲ را به حساب عملیاتی خود واریز نماید و اگر توان مالی برای واریز وجه تضمین جبرانی را نداشته باشد، باید با اتخاذ یک موقعیت تعهدی معکوس، موقعیت تعهدی خود را ببندد. اگر مشتری اقدامی برای بستن موقعیت تعهدی باز خود و یا واریز وجه تضمین جبرانی نکند، پس از اتمام مهلت مشتری، کارگزار مربوطه بنا بر دستور اتاق پایاپای و بدون توجه به خواست مشتری، اقدام به بستن تمام یا بخشی از موقعیت‌های تعهدی باز مشتری، برای تأمین وجه تضمین جبرانی مورد نیاز می‌کند.

اگر شرایطی در بازار رخ دهد که مشتری یا کارگزار نتواند اقدام به بستن موقعیت تعهدی کند (به‌عنوان مثال مشتری موقعیت تعهدی خرید اتخاذ کرده است و هم‌اکنون مجبور به اخذ موقعیت تعهدی فروش است؛ ولی در بازار معاملات آتی هیچ خریداری وجود ندارد) در این صورت تمام یا بخشی از موقعیت‌های تعهدی باز مشتری مذکور در بازار جبرانی بسته خواهد شد.^۳

۱. حداقل وجه تضمین در بورس کالای ایران برابر است با ۷۰٪ وجه تضمین اولیه

۲. وجه تضمین جبرانی مبلغی است که معامله‌گر آتی باید برای رساندن موجودی حساب عملیاتی خود تا سطح وجه تضمین اولیه، به ازای هر قرارداد آتی، پرداخت کند.

۳. در بازار جبرانی بورس خود رأساً موقعیت تعهدی مشتری را طبق قواعد خاصی حراج می‌کند.

۷- نمای بازار آتی

تابلوی معاملات قراردادهای آتی در بورس کالای ایران که به صورت آنلاین از طریق سایت اطلاع‌رسانی این بورس^۱ قابل مشاهده است در شکل ذیل آورده شده است.

قرارداد آتی سکه طلا بدون شهریورماه ۱۳۹۵									
قرارداد	حجم	قیمت	حجم	قیمت	حجم	قیمت	حجم	قیمت	حجم
GCSH95	۱۱	۱۰,۳۸۰,۰۰۰	۱۱	۱۰,۳۸۰,۰۰۰	۱۱	۱۰,۳۸۰,۰۰۰	۱۱	۱۰,۳۸۰,۰۰۰	۱۱
حجم کل	۱۱	۱۰,۳۸۰,۰۰۰	۱۱	۱۰,۳۸۰,۰۰۰	۱۱	۱۰,۳۸۰,۰۰۰	۱۱	۱۰,۳۸۰,۰۰۰	۱۱
قیمت کل	۱۱	۱۰,۳۸۰,۰۰۰	۱۱	۱۰,۳۸۰,۰۰۰	۱۱	۱۰,۳۸۰,۰۰۰	۱۱	۱۰,۳۸۰,۰۰۰	۱۱
حجم کل	۱۱	۱۰,۳۸۰,۰۰۰	۱۱	۱۰,۳۸۰,۰۰۰	۱۱	۱۰,۳۸۰,۰۰۰	۱۱	۱۰,۳۸۰,۰۰۰	۱۱
قیمت کل	۱۱	۱۰,۳۸۰,۰۰۰	۱۱	۱۰,۳۸۰,۰۰۰	۱۱	۱۰,۳۸۰,۰۰۰	۱۱	۱۰,۳۸۰,۰۰۰	۱۱
حجم کل	۱۱	۱۰,۳۸۰,۰۰۰	۱۱	۱۰,۳۸۰,۰۰۰	۱۱	۱۰,۳۸۰,۰۰۰	۱۱	۱۰,۳۸۰,۰۰۰	۱۱
قیمت کل	۱۱	۱۰,۳۸۰,۰۰۰	۱۱	۱۰,۳۸۰,۰۰۰	۱۱	۱۰,۳۸۰,۰۰۰	۱۱	۱۰,۳۸۰,۰۰۰	۱۱

شکل ۷-۱- نمای بازار نماد معاملاتی قرارداد آتی سررسید شهریورماه ۱۳۹۵

۱. کد قرارداد، همان نماد معاملاتی هر تابلو است. در شکل فوق، کد قرارداد "GCSH95" است که نشان‌دهنده قرارداد آتی سکه طلا (GC)، شهریورماه (SH) و سال (95) ۱۳۹۵ است.
۲. آخرین روز معاملاتی هر قرارداد آتی، که در این نماد ۱۳۹۵/۰۶/۲۷ است.
۳. اندازه قرارداد، حجم دارایی پایه برای هر قرارداد را که در سررسید قرارداد باید تحویل داده شود، مشخص می‌کند. در این نماد اندازه هر قرارداد برابر با ۱۰ سکه تمام است.
۴. صف خرید یا تقاضا، که در آن خریداران یا متقاضیان قرارداد آتی با توجه به اولویت قیمتی-زمانی در صف خرید قرار می‌گیرند.

۵. نشان‌دهنده‌ی تعداد سفارشات خرید در قیمت‌های مختلف است. در نمای معاملاتی این نماد مشاهده می‌کنید که در ابتدای صف خرید ۹ سفارش خرید در قیمت ۱۰،۷۹۵،۰۰۰ (بالاترین قیمت) وجود دارد.
۶. نشان‌دهنده‌ی قیمت سفارشات خرید است. در نمای معاملاتی فوق مشاهده می‌کنید که در ابتدای صف خرید، بالاترین قیمت سفارش خرید یعنی ۱۰،۷۹۵،۰۰۰ ریال قرار دارد.
۷. صف فروش یا عرضه، که در آن فروشندگان یا عرضه‌کنندگان قرارداد آتی با توجه به اولویت قیمتی-زمانی در صف فروش قرار می‌گیرند.
۸. نشان‌دهنده‌ی تعداد سفارشات فروش در قیمت‌های مختلف است. در نمای معاملاتی فوق مشاهده می‌کنید که در ابتدای صف فروش ۳۰۹ سفارش فروش به قیمت ۱۰،۸۰۰،۰۰۰ ثبت شده است.
۹. نشان‌دهنده‌ی قیمت سفارشات فروش است. در نمای معاملاتی فوق مشاهده می‌کنید که در ابتدای صف فروش، بالاترین قیمت سفارش فروش یعنی ۱۰،۸۰۰،۰۰۰ ریال قرار دارد.
۱۰. قیمت تسویه روز معاملاتی قبل که ملاک انجام تسویه روزانه است. همان‌طور که مشاهده می‌کنید قیمت تسویه روز قبل ۱۰،۲۹۴،۲۲۸ ریال بوده است.
۱۱. قیمت‌های معامله‌شده در هر نماد معاملاتی، به ترتیب شامل قیمت اولین معامله انجام شده، بالاترین قیمت معامله‌شده، پایین‌ترین قیمت معامله‌شده و قیمت آخرین معامله انجام شده است. همان‌طور که در این قسمت از نماد معاملاتی مشاهده می‌کنید، اختلاف قیمت اولین معامله انجام شده نسبت به قیمت تسویه روز قبل، در پایین عدد مربوط به قیمت اولین معامله انجام شده به دو صورت عدد مطلق و درصد تغییرات

که در مثال فوق معادل ۴۹۵،۷۷۲ ریال (یا ۴/۸۲ درصد) است، آورده شده است. (و به طور مشابه، مبلغ و درصد تغییرات نسبت به قیمت تسویه روز قبل، برای بالاترین، پایین ترین و آخرین قیمت معامله شده در طی جلسه معامله، قابل مشاهده است).

۱۲. نشان دهنده‌ی حجم معاملات انجام شده طی روز، از لحظه شروع جلسه معاملاتی تا زمان مشاهده نمای بازار آتی است.

۱۳. نشان دهنده‌ی ارزش معاملات انجام شده طی روز، از لحظه شروع جلسه معاملاتی تا زمان مشاهده نمای بازار آتی است.

۱۴. نشان دهنده‌ی مجموع موقعیت‌های تعهدی بازی در نماد معاملاتی مذکور در هر لحظه از زمان است.

۱۵. نشان دهنده‌ی تغییرات در تعداد موقعیت‌های تعهدی باز طی جلسه معاملاتی در هر لحظه از زمان است.

۸- روش‌های خروج از بازار

همان‌طور که گفته شد فردی که وارد قرارداد آتی می‌شود متعهد به خرید یا فروش دارایی پایه در یک تاریخ مشخص در آینده است. در این بخش راه‌های خروج از این تعهد شرح داده شده است.

الف) خروج از موقعیت در سررسید قرارداد

اگر فردی که دارای موقعیت تعهدی در بازار آتی است، قصد نگهداری موقعیت خود تا سررسید را داشته باشد در سررسید عمدتاً به دو شکل می‌تواند موقعیت خود را ببندد.

۱. تحویل دارایی پایه موضوع قرارداد: در بسیاری از بورس‌ها افرادی

که موقعیت‌های تعهدی خرید یا فروش را اتخاذ می‌کنند، ملزم به تحویل گرفتن یا تحویل دادن دارایی پایه قرارداد هستند و اساس معاملات بر

تحویل کالا است و هر معامله‌گری که بخواهد می‌تواند در زمان سررسید اقدام به تحویل دادن یا تحویل گرفتن کالا نماید. به علاوه تحویل نهایی کالا نقش مهمی در تعیین قیمت قراردادهای آتی دارد. لذا بورس‌ها فرایند تحویل را به‌طور شفاف و قانونمند، تصریح و به فعالان بازار اعلام می‌کنند.

مسئله مهم در تحویل فیزیکی کالا مکان تحویل است که توسط بورس تعیین می‌شود. به‌عنوان مثال مکان تحویل قراردادهای الوار چوب در بورس تجاری شیکاگو در یکی از ایالت‌های کالیفرنیا، نوادا، واشینگتن، آیداهو، مونتانو و ارگون است. مکان تحویل در مورد کالاهایی که هزینه حمل‌ونقل بالایی دارند، از اهمیت ویژه‌ای برخوردار است.

۲. تسویه نقدی: روش دیگری که در بورس‌ها جهت بستن موقعیت‌های

تعهدی در سررسید قرارداد معمول است، تسویه نقدی است. در تسویه نقدی مبنای تسویه نهایی، آخرین قیمت تسویه روزانه است و تسویه وجوه بر اساس قیمت مذکور انجام می‌شود. در این روش طرفین قرارداد به‌جای اینکه دارایی پایه را تحویل گرفته یا تحویل دهند، تفاوت بین قیمت خرید یا قیمت فروش اولیه قرارداد آتی را با قیمت در تاریخ انقضای قرارداد محاسبه کرده و به‌عنوان سود یا جبران زیان به طرف مقابل می‌پردازند. اما با توجه به این‌که در بورس‌ها، در انتهای هر روز تسویه روزانه انجام می‌شود، در زمان تسویه نقدی، فقط سود یا جبران زیان ناشی از تغییرات قیمت در روز انقضای قرارداد نسبت به آخرین روزی که تسویه روزانه صورت گرفته است، پرداخت می‌شود.

روش تسویه نقدی برای بستن موقعیت‌های معاملاتی در بازار معاملات آتی نسبت به روش تحویل از سهولت اجرایی بیشتری برخوردار است. البته

در بورس کالای ایران به دلیل قواعد شرعی و با توجه به اینکه اصل بر تحویل کالا است، کسی که تا آخرین روز معاملاتی دارای موقعیت باز است و اقدام به تحویل فیزیکی نمی‌کند و قصد تسویه نقدی دارد باید مبلغی را تحت عنوان جریمه علاوه بر تسویه نقدی پرداخت کند.

حال این سؤال مطرح می‌شود: "برای کسی که در بازار معاملات آتی موقعیت فروش یا خرید را اتخاذ کرده و قبل از تاریخ سررسید قرارداد، به هر دلیلی به این نتیجه رسیده که دیگر تمایلی برای حفظ موقعیت خود ندارد، این امکان وجود دارد که از بازار خارج شود؟" پاسخ این سؤال مثبت است و این کار از طریق انجام معامله جبرانی میسر است.

ب) خروج از موقعیت قبل از سررسید قرارداد

اگر فردی که دارای موقعیت تعهدی است قبل از سررسید قصد خروج از بازار را داشته باشد باید از معامله جبرانی استفاده کند. در این روش که به اتخاذ موقعیت تعهدی معکوس نیز معروف است، فردی که موقعیت تعهدی خرید را در معاملات آتی اتخاذ کرده است، می‌تواند با فروش یک قرارداد آتی با شرایط کاملاً یکسان با قراردادی که قبلاً خریداری کرده است، موقعیت خود را ببندد. به همین ترتیب، فردی که دارای موقعیت تعهدی فروش است می‌تواند از طریق اتخاذ یک موقعیت تعهدی خرید در همان قرارداد، موقعیت خود را ببندد.

به دلیل همگرا شدن قیمت قرارداد آتی با قیمت نقد بازار در سررسید قرارداد، که امکان تهیه کالا با قیمت مشابه با بورس را از بازارهای نقد فراهم می‌کند، بیشتر معامله‌گران قبل از تاریخ سررسید قرارداد با بستن موقعیت معاملاتی خود از بازار خارج می‌شوند. به عبارت دیگر، در عمل تعداد قراردادهایی که به روش تحویل یا روش تسویه نقدی بسته می‌شوند، بسیار اندک هستند. از میان قراردادها کمتر از یک درصد آن‌ها با این دو روش بسته می‌شوند.

جمع بندی

بازار قراردادهای آتی که شکل بورسی شده پیمان‌های آتی می‌باشند در پاسخ به نیاز بازار پیمان‌های آتی در تضمین تعهدات طرفین معامله و استاندارد شدن مشخصات قرارداد جهت افزایش نقدشوندگی در کشور امریکا بر روی کالاها شکل گرفتند. به مرور زمان و با آزادسازی قیمت‌ها در اقتصاد جهانی نیاز به این نوع از معاملات در بیشتر کشورهای دنیا ایجاد شد و در حال حاضر این نوع از بازارها از کشورهای توسعه‌یافته به سمت کشورهای در حال توسعه در حال گسترش می‌باشند. بازیگران این بازار با سه انگیزه پوشش ریسک، آربیتراژ و سفته‌بازی وارد معاملات می‌شوند.

در ایران نیز اولین قرارداد آتی موفق بر روی سکه بهار آزادی در بورس کالای ایران شکل گرفت و تنها بازار موفق قرارداد آتی در ایران است. برای ورود به این معاملات باید متقاضی با مراجعه به کارگزار اقدام به تکمیل مستندات لازم نموده و از طریق کارگزار، سفارشات خود را به بازار منتقل نماید. بورس با اخذ تضامین از مشتریان و به‌روزرسانی حساب‌ها اقدام به مدیریت ریسک نکول در این معاملات می‌نماید. متعهدین در این قراردادها تا قبل از سررسید می‌توانند با اتخاذ موقعیت تعهدی معکوس از معاملات خارج شوند. در غیر این صورت در سررسید قرارداد متعهد به تحویل دادن یا تحویل گرفتن دارایی پایه قرارداد و یا تسویه نقدی می‌باشند.

منابع و مأخذ

۱. درخشان، مسعود، مشتقات و مدیریت ریسک در بازارهای نفت، موسسه مطالعات بین‌المللی انرژی، چاپ اول، تهران، (۱۳۸۳).
۲. دستورالعمل اجرایی معاملات قراردادهای آتی در شرکت بورس کالای ایران (سهامی عام)، مصوب مورخ ۱۳۸۶/۱۲/۱۹، اصلاحی مورخ ۱۳۸۸/۰۹/۱۰ و ۱۳۹۱/۰۷/۰۸ هیئت مدیره سازمان (شامل ماده ۵۲ و ۲۳ تبصره).
۳. هال، جان. مبانی مهندسی مالی و مدیریت ریسک، ترجمه علی صالح آبادی و سجاد سیاح، گروه یارانه تدبیر پرداز، ۱۳۸۴.
4. Chance, Don. M. (1995), "A Chronology of Derivatives", *Derivatives Quarterly*, Winter 1995.
5. Cheng, I. H., & Xiong, W. (2013). The financialization of commodity markets (No. w19642). National Bureau of Economic Research.

فصل هشتم:

بورس‌های معاملات آتی ارز

مقدمه

از منظر تاریخی، قراردادهای آتی در پاسخ به ریسک‌های جدید و یا مدیریت بهتر ریسک‌های موجود طراحی گردیده‌اند (Till, 2015). یکی از مثال‌های معروف در این زمینه چگونگی پیدایش بورس شیکاگو در قرن ۱۹ میلادی است. با تبدیل شدن شیکاگو به مرکز انبار و مبادلات نقدی غلات آمریکا در خلال قرن ۱۹ میلادی، مدیریت ریسک نوسانات قیمت محصولات انبارشده به یکی از نیازهای اساسی تولیدکنندگان و معامله‌گران غلات تبدیل گردید. راه‌حل این موضوع تأسیس هیأت تجاری شیکاگو در سال ۱۸۴۸ میلادی بود که به تدریج از یک بورس نقدی به یک بورس معاملات پیمان‌های آتی و درنهایت بورس قراردادهای آتی تبدیل گردید. وقوع جنگ کریمه^۱ میان روسیه تزاری از یک طرف و فرانسه، انگلیس، پادشاهی ساردینیا و امپراتوری عثمانی از طرف دیگر به اختلال در زنجیره جهانی غلات در سال‌های دهه ۱۸۵۰ میلادی منجر گردید و در نتیجه شیکاگو در قامت یک مرکز مبادلات و تأمین‌کننده جهانی غلات ظاهر گردید. جنگ‌های داخلی آمریکا نیز موقعیت تجاری شیکاگو را بیش از پیش تقویت نمود. جنگ‌های مذکور به افزایش سطح مبادلات و انبار محصولات در این شهر کمک نمود و در نتیجه نیاز به پوشش ریسک قیمت بیشتر گردید.

قراردادهای آتی صنعت نفت نیز در پاسخ به ریسک‌های جدید ایجاد گردید. با تغییر ساختار بازار جهانی نفت در دهه ۱۹۷۰ و اهمیت یافتن معاملات نقدی در سطح جهانی، نیاز به ابزارهای پوشش ریسک نوسانات قیمت نقدی به یکی از اولویت‌های این صنعت تبدیل گردید. بورس تجاری نایمکس اولین قرارداد آتی انرژی را در پاسخ به این نیاز در سال ۱۹۷۸ روانه بازار نمود.

^۱ Crime war

به همین ترتیب قراردادهای آتی ارز نیز در پاسخ به ریسک نوسانات بازار نقدی بعد از فروپاشی نظام ارزی برتون وودز در دهه ۱۹۷۰ ایجاد گردیدند. با خروج آمریکا از نظام پایه استاندارد طلا و کاهش ارزش دلار توسط این کشور، نظام نرخ‌های ثابت توسط بسیاری از کشورهای جهان کنار گذاشته شد و نظام نرخ‌های شناور که در آن نرخ‌های ارز توسط نیروهای بازار تعیین می‌گردیدند، جایگزین آن گردید. قطع وابستگی دلار به طلا و ثابت نبودن ارزش آن در طول زمان، ریسک تغییرات پیش‌بینی نشده ارز در بازار را با خود به ارمغان آورد. برچیده شدن نظام برتون وودز سرآغاز دوره‌ای جدید بود که ریسک نوسانات قابل ملاحظه در قیمت‌ها مهم‌ترین ویژگی آن بود. در پاسخ به این نیاز بورس‌های آتی شیکاگو قراردادهای آتی ارز و نرخ بهره را در دهه ۱۹۷۰ و ۱۹۸۰ روانه بازار نمودند. بدین ترتیب برای اولین بار فعالان بازارهای غیر کشاورزی نیز از مزایای مدیریت ریسک نوسانات قیمت قراردادهای آتی بهره‌مند گردیدند.

از آن زمان به بعد قراردادهای آتی به جزء جدایی‌ناپذیر بازارهای ارز و در یک سطح کلی تر بازارهای مالی جهان، تبدیل گردیده‌اند. در سال‌های اخیر کشورهای درحال توسعه نیز با درک اهمیت قراردادهای آتی ارز برای اقتصاد ملی نسبت به راه‌اندازی این ابزارهای مالی اقدام نموده‌اند. آرژانتین در سال ۲۰۰۱، برزیل در سال ۲۰۰۲، ترکیه در سال ۲۰۰۵، امارات در سال ۲۰۰۵، کره جنوبی در سال ۲۰۰۶ و هند در سال ۲۰۰۸ از جمله کشورهای درحال توسعه‌ای هستند که از مزایای قراردادهای آتی ارز بهره‌مند گردیده‌اند.

در این فصل بورس‌های مطرح جهان با تأکید بر کشورهای درحال توسعه مورد مطالعه قرار می‌گیرد. مطالعه قراردادهای آتی در کشورهای درحال توسعه و به‌خصوص مشخصات این قراردادها بینش مناسبی از این موضوع به خوانندگان ارائه می‌نماید و

سیاست‌گذاران را در طراحی قراردادهای آتی راهنمایی خواهد نمود. قبل از این موضوع جایگاه قراردادهای آتی ارز در نظام مالی جهان ارائه خواهد شد.

۱- جایگاه قراردادهای آتی ارز در نظام مالی جهان

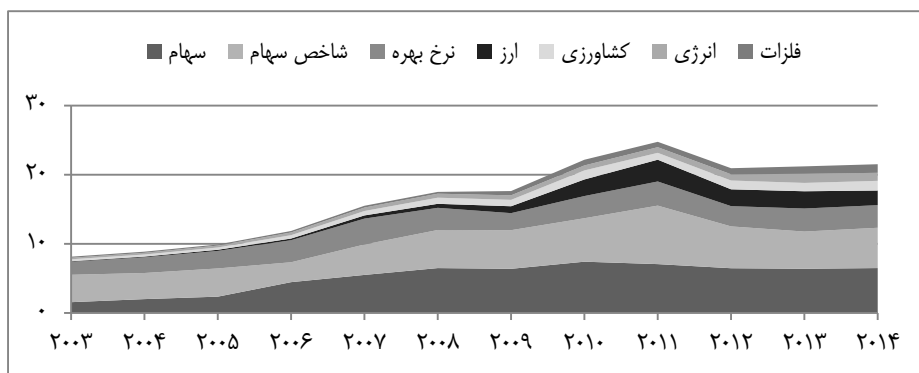
در فصل اول آمارهایی در خصوص ابعاد و اندازه بازار ارز و به‌خصوص بازار فارکس ارائه گردید. در این قسمت یکی از زیرمجموعه‌های بازار ارز یعنی بازار مشتقات ارزی بورسی را مورد مطالعه قرار می‌دهیم. به‌طور کلی، قراردادهای آتی ارز و به‌طور کلی مشتقات ارزی در حال حاضر به یکی از مهم‌ترین ابزارهای مالی جهان تبدیل شده‌اند. مرور آمارهای مربوط به حجم معاملات مشتقه ارزی حقایق مهمی را در این زمینه آشکار می‌سازد. بر اساس آمارهای انجمن معاملات قراردادهای آتی^۱ (FIA) حجم معاملات قراردادهای آتی و اختیار معامله ارزی که در بورس‌های مختلف معامله شده‌اند از ۷۸ میلیون قرارداد در سال ۲۰۰۳ به بیش از ۲ میلیارد قرارداد در سال ۲۰۱۴ رسیده است (شکل ۸-۱). به عبارتی بهتر حجم معاملات قراردادهای مذکور در طول دوره زمانی ۲۰۰۳ تا ۲۰۱۴ سالیانه به‌طور متوسط بیش از ۳۵ درصد رشد کرده است که رقم قابل توجهی است. بنابراین همان‌طور که مشاهده می‌گردد جایگاه قراردادهای مشتقه ارزی در نظام مالی جهان هم از نظر حجم و هم از نظر درصد رشد، بسیار مهم و قابل توجه است. البته در اینجا لازم به ذکر است که ارقام مذکور فقط حجم معاملات قراردادهای مشتقه مورد مبادله در بورس‌ها را شامل می‌گردد و در صورت لحاظ آمارهای مشتقات خارج از بورس، جایگاه مشتقات ارزی به مراتب بالاتر از این ارقام خواهد بود.

علاوه بر این، آمارهای موجود نشان می‌دهد که حجم معاملات مشتقات ارزی مورد مبادله در بورس در سال ۲۰۱۴ بیش از معاملات مربوط به محصولات کشاورزی، فلزات و

1 Futures Industry Association (FIA)

انرژی بوده است. این موضوع در حالی است که حجم معاملات مربوط به این قراردادها در ابتدای دوره یعنی سال ۲۰۰۳ از معاملات گروه‌های کالایی نام‌برده کمتر بوده است. از طرفی دیگر سهم مشتقات ارزی از معاملات نیز در طول دوره افزایش یافته است. بر اساس آمارهای FIA سهم معاملات مشتقات ارزی از کمتر از یک درصد در سال ۲۰۰۳ به حدود ۱۰ درصد در سال ۲۰۱۴ رسیده است.

آمارهای مذکور بیش از هر چیز دیگری بیانگر اهمیت فزاینده و کارکردهای حیاتی این ابزارهای مالی برای اقتصادی ملی است. در عرصه اقتصاد، معمولاً فعالیت‌هایی که ارزش‌افزوده چندانی برای جامعه ایجاد نمی‌کنند در جریان رقابت حذف و فعالیت‌هایی که ارزش‌افزوده بالایی برای اقتصاد تولید می‌کنند، حفظ و تقویت می‌گردند. روند رو به رشد حجم قراردادهای مشتقه ارزی از این منظر به‌طور قطع از ارزش‌افزوده بالای این ابزارهای مالی برای اقتصاد حکایت دارد.



شکل ۸-۱- ترکیب حجم معاملات قراردادهای آتی و اختیار معامله ارز (میلیارد قرارداد)

منبع: آمارهای سالیانه انجمن معاملات قراردادهای آتی (FIA)

۲- معرفی بورس‌های برتر دنیا در معاملات قراردادهای آتی ارز

در این بخش، بورس‌هایی که بر اساس گزارش انجمن معاملات قراردادهای آتی در سال ۲۰۱۴ میلادی جزو بورس‌های موفق در معاملات قراردادهای آتی ارز بوده‌اند به صورت مختصر معرفی خواهند شد. علاوه بر آن، مشخصات قراردادهای موفق آتی ارز نیز پس از معرفی هر بورس بررسی خواهد شد.

جدول ۸-۱ آمار معاملات قراردادهای آتی ارز در برترین بورس‌های عضو انجمن معاملات قراردادهای آتی (FIA) در سال‌های ۲۰۱۳ و ۲۰۱۴ میلادی را نشان می‌دهد.

جدول ۸-۱- آمار معاملات قراردادهای آتی ارز در برترین بورس‌های عضو

انجمن معاملات قراردادهای آتی در سال ۲۰۱۳-۲۰۱۴

رتبه	نام قرارداد	نام بورس	موضوع فعالیت بورس	اندازه قرارداد	حجم معاملات در سال ۲۰۱۳ میلادی	حجم معاملات در سال ۲۰۱۴ میلادی
۱	U.S. Dollar/ Russian Ruble	بورس مسکو روسیه	ارز، کالا، سهام	۱،۰۰۰ دلار آمریکا	۳۷۳،۴۶۶،۳۱۵	۶۵۶،۴۷۶،۳۷۳
۲	U.S. Dollar/Indian Rupee	بورس هند NSE	ارز، سهام	۱،۰۰۰ دلار آمریکا	۵۶۶،۳۹۹،۹۳۶	۲۹۴،۰۶۹،۳۶۸
۳	U.S. Dollar/Indian Rupee	بورس هند BSE	ارز، سهام	۱،۰۰۰ دلار آمریکا	-	۱۷۱،۶۴۲،۱۷۶
۴	U.S. Dollar/Indian Rupee	بورس MSXI- هند SX	ارز	۱،۰۰۰ دلار آمریکا	۴۹۶،۲۳۰،۸۸۱	۱۱۲،۴۵۸،۱۷۴
۵	U.S. Dollar	بورس F&BM برزیل	ارز، کالا، سهام	۵۰،۰۰۰ دلار آمریکا	۸۳،۴۲۶،۴۹۹	۸۲،۳۶۵،۵۴۰
۶	U.S. Dollar	بورس Rofex آرژانتین	ارز، کالا	۱،۰۰۰ دلار آمریکا	۵۰،۳۶۰،۰۷۶	۶۴،۷۰۰،۴۹۲

رتبه	نام قرارداد	نام بورس	موضوع فعالیت بورس	اندازه قرارداد	حجم معاملات در سال ۲۰۱۳ میلادی	حجم معاملات در سال ۲۰۱۴ میلادی
۷	Euro FX	بورس CME آمریکا	ارز، کالا	۱۲۵،۰۰۰ یورو اروپا	۶۱،۲۸۵،۶۱۷	۵۲،۲۰۸،۲۷۵
۸	U.S. Dollar	بورس کره جنوبی KRX	ارز، کالا، سهام	۱۰،۰۰۰ دلار آمریکا	۵۱،۸۱۴،۴۶۶	۴۸،۶۶۳،۷۲۲
۹	Japanese Yen	بورس CME آمریکا	ارز	۱۲۵،۰۰۰ یورو اروپا	۴۲،۷۶۲،۲۵۷	۳۸،۳۱۹،۷۹۶
۱۰	U.S. Dollar/Rand	بورس ژوهانسبورگ	ارز، سهام	۱،۰۰۰ دلار آمریکا	۱۶،۳۴۸،۲۵۸	۲۶،۹۹۷،۸۶۸
۱۱	Euro/U.S. Dollar	بورس مسکو روسیه	ارز، کالا	۱،۰۰۰ یورو اروپا	۶۶،۴۳۶،۵۲۳	۲۶،۱۷۹،۶۴۶
۱۲	British Pound	بورس CME آمریکا	ارز، کالا	۶۲،۵۰۰ پوند انگلستان	۲۹،۲۳۷،۷۶۳	۲۴،۸۳۷،۰۰۸
۱۳	Australian Dollar	بورس CME آمریکا	ارز، کالا	۱۰۰،۰۰۰ دلار استرالیا	۲۶،۳۳۲،۲۹۹	۲۲،۷۲۸،۹۸۱
۱۴	Euro/Russian Ruble	بورس مسکو روسیه	ارز، کالا	۱،۰۰۰ یورو اروپا	۸،۲۱۰،۵۷۷	۲۰،۹۸۲،۱۹۵
۱۵	Mexican Peso/U.S. Dollar	بورس Mexder مکزیک	ارز، کالا	۱۰،۰۰۰ دلار آمریکا	۱۳،۵۳۵،۱۶۲	۱۹،۸۵۵،۶۰۶
۱۶	Canadian Dollar	بورس CME آمریکا	ارز، کالا	۱۰۰،۰۰۰ دلار کانادا	۱۷،۴۲۷،۸۳۲	۱۵،۰۹۶،۵۴۶

۲-۱- بورس بازرگانی شیکاگو

در سال ۱۹۷۲ میلادی بورس بازرگانی شیکاگو که جزو قدیمی‌ترین بورس‌های مشتقه کالایی است، برای اولین بار در دنیا معاملات آتی ارز را به‌عنوان ابزاری برای پوشش ریسک ناشی از نوسان قیمت ارز راه‌اندازی نمود. در حال حاضر در این بورس معاملات آتی ارز بر روی تعداد زیادی از جفت ارزها قابل معامله است که مهم‌ترین و پررونق‌ترین آن‌ها عبارتند از: یورو به دلار آمریکا، دلار استرالیا به دلار آمریکا، دلار کانادا به دلار آمریکا، فرانک سوئیس به دلار آمریکا، پوند بریتانیا به دلار آمریکا، ین ژاپن به دلار آمریکا، پزو مکزیک به دلار آمریکا، دلار نیوزیلند به دلار آمریکا و روبل روسیه به دلار آمریکا. در جدول ۶-۲ مهم‌ترین مشخصات قرارداد آتی یورو به دلار آمریکا در بورس بازرگانی شیکاگو ذکر شده است.

قسمت عمده معاملات ارز در بورس بازرگانی شیکاگو در قالب یک سیستم الکترونیکی تحت عنوان «گلوبکس»^۱ انجام می‌شود. لازم به ذکر است که هر چهار بورس عضو گروه بورس بازرگانی شیکاگو با استفاده از سیستم مذکور معامله می‌کنند. این سیستم معاملاتی در سال ۱۹۹۲ میلادی به‌عنوان اولین سامانه جهانی معاملات الکترونیکی برای معاملات قراردادهای آتی توسط بورس تجاری شیکاگو راه‌اندازی شد.

جدول ۸-۲- مشخصات قرارداد آتی یورو به دلار آمریکا در بورس بازرگانی شیکاگو

نماد قرارداد	CE
نوع قرارداد	آتی ارز
اندازه قرارداد	۱۲۵,۰۰۰ یورو
دارایی پایه	برای خریدار قرارداد، تحویل گرفتن یورو در مقابل پرداخت دلار
ساعت معاملاتی	معامله در تالار حضوری: از ساعت ۷:۲۰ صبح تا ۲ بعدازظهر معامله در سیستم الکترونیکی GLOBEX: روزهای یکشنبه تا جمعه از

ساعت ۵ بعدازظهر الی ساعت ۴ بعدازظهر روز بعد، به جز جمعه‌ها که ساعت ۴ بازار بسته خواهد شد و ساعت ۵ روز یکشنبه هفته بعد باز می‌شود. پایپای و تسویه در سیستم ClearPort: روزهای یکشنبه تا جمعه از ساعت ۵ بعدازظهر الی ساعت ۴:۱۵ بعدازظهر روز بعد	
ماه‌های مارس، ژوئن، سپتامبر و دسامبر	سررسید قرارداد
تا ساعت ۹:۱۶ دو روز کاری قبل از آخرین چهارشنبه ماه سررسید قرارداد	آخرین روز معامله
۱۰,۰۰۰ قرارداد	سقف موقعیت‌های تعهدی باز
بر اساس نرم‌افزار SPAN محاسبه می‌شود	حداقل وجه تضمین اولیه
تسویه فیزیکی	نحوه تسویه قرارداد
میانگین وزنی قیمت معاملات در یک زمان مشخص، تسویه روزانه ساعت ۱۴:۰۰ روزهای کاری انجام می‌شود.	قیمت تسویه روزانه

منبع: CME Group - Futures & Options Trading for Risk Management, www.cmegroup.com.

۲-۲- بورس «بی ام اند اف بووسپا»^۱ برزیل

بورس «بی ام اند اف بووسپا» برزیل در سال ۲۰۰۸ میلادی با ادغام بورس سهام سائوپائولو^۲ و بورس آتی و بازرگانی برزیل^۳ تشکیل شده است و در حال حاضر معاملات سهام، اوراق قرضه، کالا و ارز در این بورس انجام می‌شود.

بورس «بی ام اند اف بووسپا» جزو معدود بورس‌های دنیاست که در آن معاملات نقد^۴ ارز بر روی دلار آمریکا به ریل برزیل را در کنار معاملات آتی ارز نظیر دلار آمریکا به ریل برزیل، دلار استرالیا به ریل برزیل، دلار کانادا به ریل برزیل، ین ژاپن به ریل برزیل،

1 BM&FBOVESPA

2 São Paulo Stock Exchange

3 Brazilian Mercantile & Futures Exchange

4 Spot

یوان چین به ریل برزیل و ... راه‌اندازی کرده است. معاملات نقدی دلار آمریکا در مقابل ریل برزیل از آوریل ۲۰۰۲ میلادی در این بورس شروع شده است و این معاملات تحت نظارت بانک مرکزی برزیل، به صورت معاملات بین‌بانکی انجام می‌شوند و تسویه این معاملات توسط اتاق پایاپای مخصوصی که برای تسویه این معاملات ایجاد شده است انجام می‌شود. همان‌طور که ذکر شد این معاملات بین‌بانکی است و فقط بانک‌هایی که مجوز بانک مرکزی برزیل را برای حضور در این بازار دارند حق ورود و معامله در این بازار را دارند. معاملات انجام‌گرفته در این بازار توسط اتاق پایاپای بورس تسویه و پایاپای می‌شوند. این معاملات در روزهای غیر تعطیل هفته (دوشنبه تا جمعه) از ساعت ۹ صبح تا ۱۶:۱۵ عصر به وقت برزیل انجام می‌شوند. در هر روز معاملات برای تحویل همان روز، یک روز کاری بعد و دو روز کاری بعد انجام می‌شود.

معاملات در بورس «بی ام اند اف بووسپا» از طریق سیستم الکترونیکی تحت عنوان «مگابولسا»^۱ انجام می‌شود. به وسیله این سیستم مشتریان می‌توانند به صورت برخط و از طریق اینترنت اقدام به معامله نمایند.

معاملات انجام شده در این بورس توسط شرکت سپرده‌گذاری و تسویه برزیل^۲ پایاپای و تسویه می‌شوند. این شرکت که به صورت انتفاعی کار می‌کند و در سال ۱۹۹۷ تحت نظارت بانک مرکزی و کمیسیون اوراق بهادار برزیل^۳ با مالکیت فعالان بازار بورس تأسیس شده است. همان‌طور که اشاره شد انواع قراردادهای آتی ارز بر روی نسبت‌های مختلف ارزی در این بورس قابل معامله می‌باشند. در جدول زیر خلاصه‌ای از مشخصات قرارداد آتی ریل به دلار آمریکا که در سال ۱۹۹۰ راه‌اندازی شده آمده است.

1 Mega Bolsa

2 Brazilian Clearing and Depository Corporation (CBLC)

3 Brazilian Securities Commission (CVM)

جدول ۸-۳- خلاصه‌ای از مشخصات قرارداد آتی دلار آمریکا به ریل در بورس «بی ام اند اف بووسپا»

نماد قرارداد	DOL
نوع قرارداد	آتی ارز
اندازه قرارداد	۵۰,۰۰۰ دلار آمریکا
دارایی پایه	نرخ برابری ریل برزیل برای یک دلار آمریکا
ساعت معاملاتی	دوشنبه تا جمعه از ساعت ۹ صبح تا ۶ بعدازظهر
سررسید قرارداد	ماه‌بانه تا ۱۲ ماه
آخرین روز معامله	آخرین روز کاری ماه قبل از ماه سررسید قرارداد
دامنه نوسان قیمت	به علاوه و منهای ۵ درصد قیمت تسویه روز قبل و برای سه روز آخر معاملاتی هر قرارداد بدون محدودیت
سقف موقعیت‌های تعهدی باز	۲۰ درصد کل قراردادهای باز یا ۱۰,۰۰۰ قرارداد هر کدام که بزرگ‌تر باشد.
حداقل وجه تضمین اولیه	به وسیله بورس محاسبه و اعلام می‌شود.
نحوه تسویه قرارداد	تسویه نقدی به وسیله‌ی ریل برزیل
قیمت تسویه روزانه	میانگین وزنی قیمت معاملات در ۱۵ دقیقه آخر یا قیمتی که توسط بورس تعیین می‌شود.
قیمت تسویه نهایی	نرخ کشف‌شده در آخرین روز معاملاتی در بازار نقدی که توسط بانک مرکزی برزیل اعلام می‌شود.

BM&FBOVESPA - Securities, Commodities and Futures Exchange,
منبع: www.bmfbovespa.com.br.

۲-۳- بورس کالا و طلای دویی

بورس کالا و طلای دبی به‌عنوان اولین بورس قراردادهای مشتق کالایی در خاورمیانه در نوامبر سال ۲۰۰۵ فعالیت خود را آغاز کرد. بورس کالا و طلای دبی دامنه‌ای از کالاها از جمله فلزات گران‌بها، فلزات پایه، انرژی و ارز را در قالب قراردادهای آتی و اختیار معامله عرضه می‌نماید.

جدول ۸-۴- خلاصه‌ای از مشخصات قرارداد آتی یورو به دلار آمریکا در بورس کالا و طلای دویی

نماد قرارداد	DEUR
نوع قرارداد	آتی ارز
اندازه قرارداد	۵۰,۰۰۰ یورو
دارایی پایه	نرخ برابری یورو برای یک دلار آمریکا
ساعت معاملاتی	دوشنبه تا جمعه از ساعت ۰۷:۰۰ الی ۲۳:۳۰
سررسید قرارداد	ماه‌های مارس، ژوئن، سپتامبر و دسامبر
آخرین روز معامله	دو روز کاری قبل از سومین چهارشنبه ماه سررسید
روز تسویه	سومین چهارشنبه ماه سررسید
دامنه نوسان قیمت	بدون محدودیت
سقف موقعیت‌های باز	بدون محدودیت
حداکثر حجم سفارش	برای بانک‌ها و مؤسسات مورد تأیید بانک‌ها ۵۰۰ قرارداد، سایرین ۲۰۰ قرارداد
حداقل وجه تضمین اولیه	۱,۳۰۰ دلار به ازای هر قرارداد
نحوه تسویه قرارداد	تحویل فیزیکی

منبع: Dubai Gold & Commodities Exchange, www.dgcx.ae

۲-۴- بورس کالای سنگاپور

بورس کالای سنگاپور با برخورداری از ابزارهای مشتقه کالایی و ارز در ۳۱ آگوست ۲۰۱۰ تأسیس شد. در روز افتتاحیه این بورس، قراردادهای آتی نفت خام برنت، طلا و ارز(دلار-یورو) معامله شد. هم‌اکنون در این بورس سبد متنوعی از کالاها شامل قراردادهای آتی و اختیار بر روی فلزات گران‌بها، کالاهای کشاورزی، انرژی، ارز و شاخص‌های کالایی قابل معامله است.

جدول ۸-۵ - خلاصه ای از مشخصات قرارداد آتی یورو به دلار آمریکا در بورس کالای سنگاپور (SMX)^۱

نماد قرارداد	KEO
نوع قرارداد	آتی ارز
اندازه قرارداد	۱۲۵,۰۰۰ یورو
دارایی پایه	نرخ برابری یورو برای یک دلار آمریکا
ساعت معاملاتی	دوشنبه تا جمعه از ساعت ۰۸:۰۰ صبح الی ۰۵:۰۰ صبح روز بعد
سررسید قرارداد	ماه‌های مارس، ژوئن، سپتامبر و دسامبر
آخرین روز معامله	ساعت ۹:۱۶ صبح (به وقت ET) دو روز کاری قبل از سومین چهارشنبه ماه سررسید
روز تسویه	سومین چهارشنبه ماه سررسید
دامنه نوسان قیمت	بدون محدودیت
سقف موقعیت‌های باز	بدون محدودیت
حداکثر حجم سفارش	بدون محدودیت
وجه تضمین اولیه	برای اعضا ۳,۱۵۰ دلار و برای سفته‌بازان ۳,۴۶۵ دلار
نحوه تسویه قرارداد	تحویل فیزیکی

منبع: www.theice.com

۲-۵ - بورس آتی و اختیار روسیه

بورس آتی و اختیار روسیه^۲ بخشی از بورس سهام روسیه^۳ است که انواع قراردادهای آتی بر روی شاخص سهام، سهام، اوراق قرضه، ارز و کالا و قراردادهای اختیار معامله در آن قابل معامله است.

بورس سهام روسیه اولین بورس اوراق بهادار است که در کشور روسیه و در سال ۱۹۹۵ میلادی تأسیس شده است و در سال ۲۰۱۱ میلادی طی یک توافق قرار شد این

۱ بورس کالای سنگاپور در سال ۲۰۱۴ در بورس بین‌قاره‌ای (ICE) ادغام شد.

۲ Futures and Options on Russian Trading System (FORTS)

۳ Russian Trading System Stock Exchange (RTS)

بورس با بورس ارز بین‌بانکی روسیه^۱ که دومین بورس بزرگ روسیه بود، ادغام شود. بورس ارز بین‌بانکی روسیه در سال ۱۹۸۹ میلادی به‌وسیله بانک سرمایه‌گذاری و تجارت خارجی^۲ برای انجام معاملات نقدی ارز در کشور روسیه تأسیس شد و بانک مرکزی این کشور از طریق این بورس نرخ برابری روبل در مقابل سایر ارزها را در یک بازار حراج حضوری کشف نرخ می‌کند.

مدیریت ریسک معاملات آتی ارز در این بورس به‌وسیله اتاق پایاپای^۳ و با همکاری بورس و تحت نظارت نهاد ناظر بر بازار سرمایه کشور روسیه تحت عنوان خدمات فدرال برای بازارهای مالی^۴ انجام می‌شود.

معاملات آتی ارز در این بورس نیز همانند سایر بورس‌ها از طریق کارگزاران یا اعضاء انجام می‌شود. در این بورس سه بازار جداگانه برای معاملات سهام، معاملات ارز و معاملات کالا وجود دارد و هر عضو برای معامله در هر کدام از بازارهای مذکور مجوز جداگانه‌ای اخذ می‌نماید. در حال حاضر اکثر اعضای این بورس مجوز معامله در هر سه بازار را اخذ کرده‌اند.

در این بورس در حال حاضر ۵ نوع قرارداد آتی ارز شامل دلار آمریکا به روبل روسیه، یورو به دلار آمریکا، دلار استرالیا به دلار آمریکا، یورو به روبل روسیه و پوند بریتانیا به دلار آمریکا قابل معامله هستند. در جدول ۸-۶ خلاصه‌ای از مشخصات قرارداد آتی دلار آمریکا به روبل روسیه نشان داده شده است.

1 Moscow Interbank Currency Exchange (MICEX)

2 Foreign Trade and Investment Bank

3 Clearinghouse

4 Federal Service for Financial Markets (FSFM)

جدول ۸-۶- خلاصه‌ای از مشخصات قرارداد آتی دلار آمریکا به روبل روسیه

نماد قرارداد	Si-MM.YY(MM: Month, YY:Year)
نوع قرارداد	آتی ارز
اندازه قرارداد	۱,۰۰۰ دلار آمریکا
دارایی پایه	نرخ برابری روبل روسیه برای یک دلار آمریکا
ساعت معاملاتی	از ساعت ۱۰:۰۰ صبح تا ۲۳:۵۰ بعدازظهر با دو نوبت تسویه در ساعت ۱۳:۴۵ و ۱۸:۳۰ بعدازظهر
سررسید قرارداد	سه ماهه
آخرین روز معامله	۱۵ ماه سوم میلادی، ۱۵ ماه ششم میلادی، ۱۵ ماه نهم میلادی و ۱۵ ماه دوازده میلادی
دامنه نوسان قیمت	بعلاوه و منهای ۴/۵ درصد
حداقل وجه تضمین اولیه	متغیر برای سررسیدهای مختلف و بین ۹ تا ۲۰ درصد ارزش قرارداد
نحوه تسویه قرارداد	تسویه نقدی به وسیله‌ی روبل روسیه
قیمت تسویه نهایی	میانگین موزون قیمت‌های معامله شده و سفارشات از ساعت ۱۲:۲۵ تا ۱۲:۳۰ بعدازظهر

منبع: Moscow Exchange, www.moex.com

۲-۶- بورس چند کالایی هند

بخش ارز بورس چند کالایی هند^۱ در سال ۲۰۰۸ میلادی با مجوز و تحت نظارت بانک مرکزی هند و هیأت بورس و اوراق بهادار هند برای انجام معاملات مشتقات ارزی تأسیس شد. این بورس دومین بورس پس از بورس ملی اوراق بهادار هند بود که معاملات آتی ارز را راه‌اندازی کرد. فاصله راه‌اندازی معاملات آتی ارز در این دو بورس ۲ ماه بوده است و از ابتدای راه‌اندازی این معاملات تاکنون این دو بورس رقابت بسیار نزدیکی با هم داشته‌اند. در حال حاضر قراردادهای آتی ارز بر روی دلار آمریکا، یورو، پوند استرلینگ و ین ژاپن به رویه هند در این بورس قابل معامله هستند. نکته قابل توجه در مشخصات این قراردادها این است که عیناً همانند مشخصات قراردادهای ارز قابل معامله در

1 Multi Commodity Exchange- Stock Exchange(MCX-SX)

بورس ملی اوراق بهادار هند (NSE) است. با توجه به یکی بودن مشخصات قراردادهای در این دو بورس و با توجه به این که در جدول ۸-۸- کتاب، خلاصه‌ای از مشخصات قرارداد آتی دلار آمریکا به روپیه هند در بورس ملی اوراق بهادار هند آورده شده است در جدول ۸-۷ خلاصه‌ای از مشخصات قرارداد آتی یورو به روپیه هند ذکر می‌شود.

جدول ۸-۷- خلاصه‌ای از مشخصات قرارداد آتی یورو به روپیه هند

EURINR	نماد قرارداد
آتی ارز	نوع قرارداد
۱,۰۰۰ یورو	اندازه قرارداد
نرخ برابری روپیه هند برای یک یورو	دارایی پایه
دوشنبه تا جمعه از ساعت ۹ صبح تا ۵ بعدازظهر	ساعت معاملاتی
ماه‌بانه تا ۱۲ ماه	سررسید قرارداد
تا ساعت ۱۲:۳۰ ظهر ۲ روز مانده به روزهای کاری ماه سررسید قرارداد برای قراردادهایی که کمتر از ۶ ماه به سررسیدشان مانده به‌علاوه و منهای ۳ درصد و برای قراردادهایی که بیشتر از ۶ ماه به سررسیدشان مانده به‌علاوه و منهای ۵ درصد	آخرین روز معامله
برای مشتریان ۶ درصد کل قراردادهای باز یا ۱۰,۰۰۰ قرارداد، برای کارگزاران وابسته ۱۵ درصد کل قراردادهای باز یا ۵۰,۰۰۰ قرارداد، برای کارگزاران عضو ۱۵ درصد کل قراردادهای باز یا ۱۰۰,۰۰۰ قرارداد هرکدام که بیشتر باشد.	دامنه نوسان قیمت
بر اساس محاسبه سیستم SPAN	سقف موقعیت‌های تعهدی
تسویه نقدی به‌وسیله‌ی روپیه هند	باز
میانگین وزنی قیمت معاملات در نیم ساعت آخر یا هر قیمت دیگری که توسط نهاد مربوط تعیین شود.	حداقل وجه تضمین اولیه
نرخ مرجع اعلام شده توسط بانک مرکزی هند	نحوه تسویه قرارداد
	قیمت تسویه روزانه
	قیمت تسویه نهایی

۲-۷- بورس ملی اوراق بهادار هند

قراردادهای آتی ارز در سال ۲۰۰۸ میلادی با مجوز و تحت نظارت هیأت بورس و اوراق بهادار هند^۱ و بانک مرکزی هند^۲ به عنوان نهادهای ناظر بر بازار سرمایه و بازار پول در بورس ملی اوراق بهادار هند راهاندازی شدند. ابتدا قرارداد آتی ارز بر روی دلار آمریکا به روپیه هند راهاندازی و پس از آن یورو به روپیه هند، پوند استرلینگ به روپیه هند و ین ژاپن به روپیه هند راهاندازی شد. لازم به ذکر است که در سال ۲۰۱۰ میلادی قرارداد اختیار معامله بر روی ارز نیز در این بورس راهاندازی گردید. معاملات آتی ارز همانند سایر معاملات این بورس بر روی یک نرم افزار الکترونیکی تحت عنوان نرم افزار معاملات اتوماتیک بورس ملی^۳ انجام می شود. خلاصه مشخصات قرارداد آتی ارز بر روی دلار آمریکا به روپیه هند در جدول ۸-۸ نشان داده شده است.

جدول ۸-۸- خلاصه مشخصات قرارداد آتی ارز بر روی دلار آمریکا به روپیه هند

USDINR	نماد قرارداد
آتی ارز	نوع قرارداد
۱,۰۰۰ دلار آمریکا	اندازه قرارداد
نرخ برابری روپیه هند برای یک دلار آمریکا	دارایی پایه
دوشنبه تا جمعه از ساعت ۹ صبح تا ۵ بعدازظهر	ساعت معاملاتی
ماهینه تا ۱۲ ماه	سررسید قرارداد
تا ساعت ۱۲:۳۰ ظهر ۲ روز مانده به روزهای کاری ماه سررسید قرارداد	آخرین روز معامله
برای قراردادهایی که کمتر از ۶ ماه به سررسیدشان مانده به علاوه و منهای ۳ درصد و برای قراردادهایی که بیشتر از ۶ ماه به سررسیدشان مانده به علاوه و منهای ۵ درصد	دامنه نوسان قیمت
برای مشتریان ۶ درصد کل قراردادهای باز یا ۱۰,۰۰۰ قرارداد، برای کارگزاران وابسته ۱۵ درصد کل قراردادهای باز یا ۵۰,۰۰۰ قرارداد، برای	سقف موقعیت های تعهدی باز

1 Securities and Exchange Board of India (SEBI)

2 Reserve Bank of India (RBI)

3 National Exchange for Automated Trading (NEAT)

کارگزاران عضو ۱۵ درصد کل قراردادهای باز یا ۱۰۰,۰۰۰ قرارداد هر کدام که بیشتر باشد.

بر اساس محاسبه سیستم SPAN

وجه تضمین اولیه

تسویه نقدی به وسیله‌ی روپیه هند

نحوه تسویه قرارداد

میانگین وزنی قیمت معاملات در نیم ساعت آخر

قیمت تسویه روزانه

نرخ مرجع اعلام شده توسط بانک مرکزی هند

قیمت تسویه نهایی

منبع: National Stock Exchange of India Ltd, www.nseindia.com.

۲-۸- بورس متحد ارز هند

بورس متحد ارز^۱ سومین بورس ارز در هند است که در ۲۰۱۰ میلادی برای انجام معاملات مشتقات ارزی راه‌اندازی شد و در سپتامبر ۲۰۱۰ میلادی اولین معاملات آتی ارز بر روی نسبت‌های ارزی در این بورس انجام شد. این بورس با همکاری ۲۱ بانک دولتی، بانک‌های خصوصی و سایر شرکت‌ها از جمله بورس اوراق بهادار بمبئی^۲ تأسیس شده است. شرکت تسویه هند^۳ که در مالکیت بورس اوراق بهادار بمبئی است به‌عنوان اتاق پایاپای بورس متحد ارز وظیفه تسویه و پایاپای قراردادهای معامله شده در این بورس را بر عهده دارد.

نرم‌افزار «فس‌ترید»^۴ که توسط بورس اوراق بهادار بمبئی در اختیار بورس متحد ارز قرار گرفته است به اعضای معامله‌گر این امکان را می‌دهد تا بتوانند عرضه و تقاضای مشتریان خود را وارد بازار نمایند. علاوه بر این، نرم‌افزار مذکور امکان معاملات برخط^۵ را برای مشتریان کارگزاری‌ها نیز فراهم کرده است.

1 United Stock Exchange (USE)

2. Bombay Stock Exchange (BSE)

3. Indian Clearing Corporation Limited (ICCL)

4 FasTrade

5 Online

در حال حاضر قراردادهای آتی ارز بر روی دلار آمریکا به روپیه هند، یورو به روپیه هند، پوند استرلینگ به روپیه هند و ین ژاپن به روپیه هند در این بورس قابل معامله هستند. نکته قابل توجه در مشخصات این قراردادها این است که عیناً همانند مشخصات قراردادهای ارز قابل معامله در بورس ملی اوراق بهادار هند و بخش ارز بورس چند کالایی هند است. با توجه به یکی بودن مشخصات قراردادها در این بورس ها و با توجه به این که در جداول ۸-۷ و ۸-۸ خلاصه‌ای از مشخصات قرارداد آتی دلار آمریکا به روپیه هند و یورو به روپیه هند آورده شده است، جدول زیر خلاصه‌ای از مشخصات قرارداد آتی پوند بریتانیا به روپیه هند را نشان می‌دهد.

جدول ۸-۹- خلاصه‌ای از مشخصات قرارداد آتی پوند بریتانیا به روپیه هند

نماد قرارداد	GBPINR
نوع قرارداد	آتی ارز
اندازه قرارداد	۱,۰۰۰ پوند بریتانیا
دارایی پایه	نرخ برابری روپیه هند برای یک پوند بریتانیا
ساعت معاملاتی	دوشنبه تا جمعه از ساعت ۹ صبح تا ۵ بعدازظهر
سررسید قرارداد	ماه‌بانه تا ۱۲ ماه
آخرین روز معامله	تا ساعت ۱۲ ظهر ۲ روز مانده به روزهای کاری ماه سررسید قرارداد
دامنه نوسان قیمت	برای قراردادهایی که کمتر از ۶ ماه به سررسیدشان مانده به علاوه و منهای ۳ درصد و برای قراردادهایی که بیشتر از ۶ ماه به سررسیدشان مانده به علاوه و منهای ۵ درصد
سقف موقعیت‌های تعهدی باز	برای مشتریان ۶ درصد کل قراردادهای باز یا ۵,۰۰۰ قرارداد، برای اعضای معامله‌گر ۱۵ درصد کل قراردادهای باز یا ۲۵,۰۰۰ قرارداد، برای بانک‌ها ۱۵ درصد کل قراردادهای باز یا ۵۰,۰۰۰ قرارداد هرکدام که بیشتر باشد.
حداقل وجه تضمین اولیه	بر اساس محاسبه سیستم SPAN که در روز اول ۳/۲ درصد ارزش موقعیت تعهدی باز و در روزهای بعد ۲ درصد ارزش موقعیت تعهدی باز
نحوه تسویه قرارداد	تسویه نقدی به وسیله روپیه هند
قیمت تسویه روزانه	میانگین وزنی قیمت معاملات در نیم ساعت آخر
قیمت تسویه نهایی	نرخ مرجع اعلام شده توسط بانک مرکزی هند در آخرین روز معاملات

۲-۹-بورس کره

بورس کره^۱ در سال ۱۹۵۶ در کشور کره جنوبی با نام بورس سهام کره^۲ تأسیس شد. این بورس تا سال ۲۰۰۵ میلادی به صورت یک شرکت غیرانتفاعی فعالیت می‌کرد ولی در این سال با تغییراتی که در قوانین اتفاق افتاد، بورس مذکور به نام بورس کره تغییر نام داد و در حال حاضر به صورت یک شرکت انتفاعی فعالیت می‌کند. در سال ۱۹۹۶ میلادی اولین قرارداد آتی بر روی شاخص سهام در این بورس راه‌اندازی شد. در ادامه با گسترش معاملات قراردادهای آتی و در سال ۱۹۹۹ میلادی بورس قراردادهای آتی کره^۳ توسط این بورس راه‌اندازی شد. در حال حاضر قراردادهای آتی بر روی شاخص سهام، نرخ بهره، سهام، کالا و ارز در بورس مذکور قابل معامله است. لازم به ذکر است که اولین قراردادهای آتی ارز در این بورس در سال ۲۰۰۶ میلادی بر روی ین به وون^۴ و یورو به وون راه‌اندازی شد. در ادامه قرارداد آتی ارز بر روی دلار آمریکا به وون نیز راه‌اندازی شد.

در بین بورس‌هایی که معاملات قراردادهای آتی ارز در آن‌ها بررسی شد بورس کره جزء معدود بورس‌هایی است که در آن تحویل فیزیکی دارایی پایه انجام می‌شود و قراردادها تسویه نقدی نمی‌شوند. همان‌طور که اشاره شد سه نوع قرارداد آتی ارز شامل ین به وون، یورو به وون و دلار آمریکا به وون در این بورس قابل معامله است که در این بخش به عنوان نمونه بخشی از مشخصات قرارداد آتی ارز بر روی دلار آمریکا به وون در جدول ۸-۱۰ ارائه شده است.

1 Korea Exchange (KRX)

2 Korea Stock Exchange (KSE)

3 Korea Futures Exchange (KOFEX)

4 Won

جدول ۸-۱۰- خلاصه مشخصات قرارداد آتی ارز بر روی دلار آمریکا به وون

در بورس کره

USD F YYYYMM	نماد قرارداد
آتی ارز	نوع قرارداد
۱۰,۰۰۰ دلار آمریکا	اندازه قرارداد
دلار آمریکا	دارایی پایه
دوشنبه تا جمعه از ساعت ۹:۰۰ الی ۱۵:۱۵ (در آخرین روز معاملاتی هر قرارداد از ساعت ۹:۰۰ الی ۱۱:۳۰)	ساعت معاملاتی
ماه‌های ۶ ماه متوالی بعلاوه دو ماه از ماه‌های مارس، ژوئن، سپتامبر و دسامبر که پس از ۶ ماه اول قرار دارند	سررسید قرارداد
سومین دوشنبه ماه قرارداد	آخرین روز معامله
در موارد لازم بورس تصمیم‌گیری می‌کند	سقف موقعیت‌های تعهدی باز
برای اعضا ۲,۶ درصد و برای مشتریان ۳,۹ درصد ارزش موقعیت باز	حداقل وجه تضمین اولیه
تحويل فیزیکی دارایی پایه	نحوه تسویه قرارداد

منبع: KRX KOREA EXCHANGE, eng.krx.co.kr.

۲-۱۰- بورس قراردادهای آتی آرژانتین


بورس قراردادهای آتی روساریو^۱ در سال ۱۹۰۹ میلادی در کشور آرژانتین بر اساس قانون کنترل شرکت‌ها^۲ تشکیل شد و در سال ۱۹۹۳ میلادی به یک سازمان خودانتظام^۳ تبدیل شد. در حال حاضر در این بورس معاملات آتی بر روی کالاها شامل سویا، گندم، ذرت، طلا و نفت و ارز شامل دلار آمریکا و یورو انجام می‌شود. معاملات انجام شده در بورس مذکور توسط اتاق پایاپای آرژانتین^۴ پایاپای و تسویه می‌شود. با توجه

1 Rosario Futures Exchange (ROFEX)

2 Corporation Control Authority

3 Self-regulatory organization

4 Argentina Clearing S.A.

بورس‌های معاملات آتی ارز  ۲۰۹

به این که در این بورس دو نوع قرارداد آتی ارز شامل دلار آمریکا و یورو به پزو آرژانتین^۱ قابل معامله است، در جدول ۸-۱۱ خلاصه‌ای از مشخصات قرارداد آتی دلار آمریکا به پزو آرژانتین ذکر شده است.

جدول ۸-۱۱- خلاصه‌ای از مشخصات قرارداد آتی دلار آمریکا به پزو آرژانتین بورس قراردادهای آتی روساریو

نماد قرارداد	DLR
نوع قرارداد	آتی ارز
اندازه قرارداد	۱,۰۰۰ دلار آمریکا
دارایی پایه	نرخ برابری پزو آرژانتین برای یک دلار آمریکا
ساعت معاملاتی	دوشنبه تا جمعه از ساعت ۱۰:۰۰ الی ۱۵:۳۰
سررسید قرارداد	ماه‌هایانه تا ۱۲ ماه
آخرین روز معامله	آخرین روز کاری ماه قرارداد
دامنه نوسان قیمت	بورس تعیین می‌کند
حداقل وجه تضمین اولیه	اتاق پایاپای بورس تعیین می‌کند
نحوه تسویه قرارداد	تسویه نقدی به وسیله‌ی پزو آرژانتین
قیمت تسویه نهایی	نرخ مرجع اعلام شده توسط بانک مرکزی آرژانتین

منبع: Rosario Futures Exchange (ROFEX), www.rofex.com.ar.

۲-۱۱- بورس ابزارهای مشتقه ترکیه

قراردادهای آتی ارز در ترکیه در سال ۲۰۰۵ و از طریق بورس TurkDex (بورس ابزارهای مشتقه ترکیه) این کشور روانه بازار گردیده است. قرارداد آتی لیره ترکیه- دلار آمریکا یکی از مهم‌ترین قراردادهای این بورس بوده است و در سال‌های ابتدایی راه‌اندازی عملکرد بسیار موفق‌تری را از خود به نمایش گذاشته است. TurkDex در ۵ آگوست سال ۲۰۱۳ با بورس آتی و اختیار استانبول ادغام شده است. مشخصات قرارداد آتی لیره- دلار آمریکا در جدول ۸-۱۲ نشان داده شده است.

1 Argentine Pesos

جدول ۸-۱۲ - خلاصه‌ای از مشخصات قرارداد آتی دلار آمریکا به لیر ترکیه در بورس
استانبول ترکیه

F_TRYUSD	نماد قرارداد
آتی ارز	نوع قرارداد
۱,۰۰۰	اندازه قرارداد
دلار آمریکا	دارایی پایه
از ساعت ۰۹:۱۰ صبح تا ساعت ۱۷:۴۵ عصر	ساعت معاملاتی
ماه‌های زوج سال	سررسید قرارداد
آخرین روز کاری ماه سررسید	آخرین روز معامله
آخرین روز کاری ماه سررسید	روز تسویه
مثبت و منفی ۱۰ درصد تسویه روز قبل	دامنه نوسان قیمت
۵,۰۰۰ قرارداد	حداکثر حجم سفارش
میانگین موزون قیمت همه معاملات ۱۰ دقیقه پایانی، اگر در ۱۰ دقیقه پایانی کمتر از ۱۰ معامله انجام شود میانگین موزون قیمت ۱۰ معامله آخر، اگر در جلسه معاملاتی کمتر از ۱۰ معامله انجام شود میانگین موزون قیمت همه معاملات، اگر در جلسه معاملاتی هیچ معامله‌ای صورت نگیرد قیمت تسویه روز قبل	قیمت تسویه روزانه
نرخ USD/TRY اعلامی توسط بانک مرکزی ترکیه در ساعت ۳:۳۰ دقیقه آخرین روز معاملاتی	قیمت تسویه نهایی
بر اساس روش SPAN	وجه تضمین اولیه
۷۵ درصد وجه تضمین اولیه	حداقل وجه تضمین
تسویه نقدی	نحوه تسویه قرارداد

منبع: www.borsaistanbul.com

جمع‌بندی

قراردادهای آتی از منظر تاریخی در پاسخ به ریسک‌های جدید و یا مدیریت بهتر ریسک‌های موجود ایجاد گردیده‌اند. به همین ترتیب قراردادهای آتی ارز نیز در پاسخ به ریسک نوسانات قیمت به‌عنوان یکی از اثرات جانبی فروپاشی نظام نرخ ارز ثابت برتون‌وودز

طراحی و به بازار معرفی گردیدند. فروپاشی نظام برتون‌وودز سرآغاز دوره جدیدی در نظام مالی جهان بود که ویژگی اساسی آن تعیین نرخ ارز بر اساس نیروهای بازار و نوسانات قیمت بوده است. این موضوع سبب شکل‌گیری تقاضای واقعی برای ابزارهای مدیریت ریسک نوسانات در بازار گردید.

از آن زمان تاکنون قراردادهای آتی به بخش جدایی‌ناپذیر نظام مالی جهان تبدیل شده‌اند. بررسی آمارهای موجود از افزایش خیره‌کننده حجم معاملات ابزارهای مشتقه ارزی از سال‌های ۲۰۰۳ به بعد حکایت دارد. این موضوع بیش از هر چیز دیگری نشان‌دهنده اهمیت روزافزون کارکردهای قراردادهای آتی برای اقتصاد مالی است.

با توجه به این موضوع کشورهای درحال توسعه نیز با یک وقفه زمانی نسبت به کشورهای توسعه‌یافته، طی سال‌های گذشته راه‌اندازی قراردادهای آتی ارز را در دستور کار خود قرار داده‌اند. آرژانتین، برزیل، ترکیه، امارات، کره جنوبی، روسیه، سنگاپور و هند از جمله کشورهایی هستند که به‌منظور ساماندهی بازار ارز از کارکردهای قراردادهای آتی استفاده نموده‌اند. آمارهای انجمن معاملات قراردادهای آتی نشان می‌دهد که قراردادهای آتی کشورهای مذکور طی سال‌های اخیر عملکرد موفق‌تری داشته‌اند. عملکرد موفق قراردادهای آتی در این کشورها می‌تواند الگوی مناسبی برای سایر کشورهای درحال توسعه جهت بهره‌مندی از مزایای قراردادهای مذکور با توجه به شرایط اقتصادی خود باشد.

درعین‌حال بررسی مشخصات قراردادهای آتی راه‌اندازی شده در کشورهای مذکور اطلاعات مفیدی در خصوص امکان راه‌اندازی موفق قراردادهای آتی در اختیار سیاست‌گذاران قرار می‌دهد.

منابع و مأخذ

۱. آنکتاد (۲۰۰۹). آثار توسعه‌ای بورس‌های کالایی در بازارهای نوظهور، ترجمه شرکت بورس کالای ایران، انتشارات مهر نوروز، تهران، ۱۳۹۳.
۲. شهاب‌الدینی، حمید، فولادی‌فر، آناهیتا. راه‌اندازی قراردادهای آتی ارز در شرکت بورس کالای ایران، شماره گزارش ۹۴۲۲۵ بورس کالای ایران، ۱۳۹۴.
۳. فلاح، جواد. امکان‌سنجی راه‌اندازی قراردادهای آتی ارز (با تأکید بر تجربه برخی کشورها)، شماره گزارش ۹۰۴۰۲ بورس کالای ایران، ۱۳۹۰.
۴. بورس شیکاگو <http://www.cmegroup.com>
۵. بورس سهام سائوپائولو برزیل <http://www.bmfbovespa.com.br>
۶. بورس کالای هند <http://www.mcxindia.com>
۷. بورس ملی سهام هند <http://www.nseindia.com>
۸. بورس متحد سهام هند <http://www.useindia.com>
۹. بورس طلا و کالای دوبی <http://www.dgcx.ae>
۱۰. بورس بین‌قاره‌ای <http://www.theice.com>
۱۱. بورس مسکو <http://moex.com>
۱۲. بورس کره جنوبی <https://global.krx.co.kr>
۱۳. بورس روزاریو آرژانتین <http://www.rofex.com.ar>

فصل نهم:

رابطه قیمت‌های نقد و آتی

مقدمه

از زمان ابداع و راه‌اندازی قراردادهای آتی همواره بحث‌هایی در خصوص تأثیر این قراردادها بر نوسانات بازار نقد دارایی پایه قرارداد آتی وجود داشته است. این مسأله به بازار ارز محدود نمی‌گردد و تقریباً در تمامی بازارهای محصولات کشاورزی، فلزات اساسی، انرژی و سهام که در آن‌ها قراردادهای آتی راه‌اندازی گردیده است، نحوه تعامل بازار نقدی و آتی مورد بحث و جدل محققان بوده است. افزایش قابل توجه و هم‌زمان قیمت بسیاری از کالاها در دهه اول هزاره سوم، یک‌بار دیگر این چالش را به یکی از موضوعات مورد توجه محافل سیاست‌گذاری و دانشگاهی تبدیل نموده است.

برخی از محققان معتقدند که فعالیت‌های مفرط سفته‌بازی در بازارهای آتی به افزایش نوسانات قیمت در بازار نقدی منجر خواهد گردید. هر چند که نتایج قریب به اتفاق مطالعاتی که اخیراً در حوزه بازارهای آتی ارز انجام شده است فرضیه مذکور را رد کرده‌اند اما در اینجا لازم است توضیحاتی در خصوص ماهیت فعالیت‌های سفته‌بازی در قراردادهای آتی داده شود. سفته‌بازی اساساً کارکردهای قراردادهای آتی برای اقتصاد ملی را تسهیل می‌نماید و در حقیقت بخش مهمی از سازوکار این قراردادها را تشکیل می‌دهد. قراردادهای آتی با انتقال ریسک از تولیدکنندگان، تجار و صنعت‌گران به سفته‌بازان، موجبات کاهش قیمت برای مصرف‌کننده و یا افزایش قیمت برای تولیدکننده را فراهم می‌نمایند. بنابراین راه‌اندازی قراردادهای آتی از نظر منطقی باید به ثبات بازار نقدی کمک نماید.

سفته‌بازی یکی از واقعیت‌ها و خصوصیات ذاتی هر اقتصادی است و مهم‌ترین چالشی که در این خصوص فراروی سیاست‌گذاران قرار دارد چگونگی مدیریت و نظارت بر این نوع فعالیت‌ها است. به عبارتی بهتر سفته‌بازی قابل حذف شدن نیست و از این‌رو هنر سیاست‌گذاری، هدایت سفته‌بازان به سمت بازارهای تحت نظارت است. تجربه جهانی نشان می‌دهد که بورس‌های سهام و کالایی ابزارهای مناسبی برای رسیدن به این هدف و استفاده صحیح از این

نوع فعالیت‌ها در اختیار سیاست‌گذاران قرار داده‌اند. بورس‌های کالایی با جذب بخشی از نقدینگی سرگردان در جامعه مانع از حرکت آن به سمت سایر بخش‌های اقتصادی نظیر بخش مسکن که از اهمیت بالایی برخوردار است، می‌گردند.

تجربه راه‌اندازی قراردادهای آتی سکه طلا در ایران می‌تواند مهر تأییدی بر این مدعا باشد. ارزش معاملات قراردادهای آتی در بحران سال‌های ۱۳۹۰ و ۱۳۹۱ به ترتیب حدود ۱۳۲ و ۳۶۳ هزار میلیارد ریال بوده است. بنابراین به نظر می‌رسد که بخش قابل توجهی از نقدینگی سرگردان اقتصاد ایران، در بازار قراردادهای آتی سکه حبس گردیده است. تصور اینکه در صورت نبود این قراردادها، نقدینگی مذکور کدام‌یک از بخش‌های حقیقی کشور را تحت تأثیر قرار می‌داد بسیار مشکل و درعین حال نگران‌کننده به نظر می‌رسد. بنابراین یکی از کارکردهای اساسی قراردادهای آتی در کشورهای در حال توسعه می‌تواند هدایت نقدینگی به سمت بازارهای شفاف و قابل پایش است.

البته نهاد ناظر بر بازار سرمایه و بورس‌های کالایی به‌عنوان نهادهای خودانتظام مکانیسم‌های دقیقی برای نظارت بر بازار معاملات قراردادهای آتی طی زمان طراحی کرده‌اند. تحت این مکانیسم به تمامی کسانی که در این بازار فعالیت می‌کنند کد معاملاتی متمایزی تعلق می‌گیرد و لازمه گرفتن کد مذکور گذراندن دوره‌های آموزشی در زمینه ریسک‌های موجود در این بازار و اخذ گواهینامه مربوطه است. علاوه بر این به‌منظور جلوگیری از بروز سفته‌بازی مفرط، نه تنها از تمامی فعالان بازار یک وجه تضمین اولیه جهت اطمینان از حسن انجام معاملات گرفته می‌شود بلکه برای هر معامله‌گر، یک سقف معاملاتی خاصی تعریف گردیده و حساب‌های معاملاتی آن‌ها دقیقاً بر اساس همین قید به‌صورت آنلاین تحت کنترل و نظارت است. در نتیجه هیچ شخص حقیقی و حقوقی امکان اتخاذ موقعیت‌های معاملاتی خارج از محدودیت تعریف شده را ندارد. با وجود چنین مکانیسمی امکان شکل‌گیری فعالیت‌های مخرب در بازار به حداقل مقدار ممکن کاهش می‌یابد.

در این بخش به‌طور خلاصه مطالعات نظری و تجربی مربوط به تأثیر قراردادهای آتی بر نوسانات بازار نقدی مرور خواهد شد. در ادامه شواهدی تجربی مربوط به تأثیر قراردادهای آتی

سکه طلا بر نوسانات بازار نقدی در ایران ارائه می‌گردد. در پایان نیز جمع‌بندی مطالب گفته شده ارائه می‌گردد.

۱- دیدگاه‌های نظری و تجربی مربوط به تأثیر قراردادهای آتی بر

بازار نقدی

به‌طور کلی دیدگاه‌های موجود در این زمینه را می‌توان در دو دسته کلی طبقه‌بندی نمود. گروهی از محققان معتقدند که بازار معاملات قرارداد آتی با جذب معامله‌گران غیر مطلع که در قیاس با معامله‌گران بازار معاملات نقد دارای اطلاعات کمتر و ریسک اهرمی بیشتری هستند، به احتمال زیاد نوسانات بازار معاملات نقدی را افزایش می‌دهد. علاوه بر این، در این دیدگاه عنوان می‌گردد که قراردادهای آتی با ایجاد فضای لازم برای فعالیت‌های سفته‌بازی به نوسانات بازار نقدی دامن می‌زند. کاکس^۱ (۱۹۷۶) علت اصلی بی‌ثباتی بازار نقد را وجود معامله‌گران بی‌اطلاع در بازار ابزارهای مشتقه می‌داند. فینگل‌افسکی^۲ (۱۹۸۱) ضمن تأیید نظر کاکس معتقد است که سطح پایین اطلاعات معامله‌گران بازار آتی در قیاس با بازار نقد، بی‌ثباتی در بازار نقد را افزایش می‌دهد. استین^۳ (۱۹۸۷) ضمن توصیف این موضوع که بازار آتی معامله‌گران بی‌اطلاع را جذب کرده و در نتیجه درجه ریسک اهرمی را بالا می‌برد، خاطرنشان می‌سازد فعالیت چنین معامله‌گرانی محتوای اطلاعات راجع به قیمت‌ها را کاهش داده و بی‌ثباتی بازار نقد را افزایش می‌دهد. پوزنر و ویل^۴ (۲۰۱۳) ضمن تأیید کارکردهای کشف قیمت و مدیریت ریسک نوسانات قیمت برای قراردادهای آتی معتقدند که این قراردادها با ایجاد فضای سفته‌بازی زمینه لازم برای نوسانات قیمتی و اختلال در فرآیند انتقال ریسک

1 Cox

2 Finglewski

3 Stein

4 Posner and Weyl

در بازار را فراهم می‌کنند. چنگ و خوینگ^۱ (۲۰۱۳) معتقدند که سفته‌بازان با اختلال در فرآیند کشف قیمت و انتقال ریسک، به افزایش نوسانات در بازار نقدی کالاها منجر می‌گردند.

در مقابل، گروهی دیگر معتقدند که معاملات قراردادهای آتی با فراهم آوردن امکان کشف قیمت شفاف و رقابتی و درعین‌حال امکان مدیریت ریسک نوسانات قیمت، به ثبات بازار نقدی کمک می‌نمایند. کشف قیمت شفاف و رقابتی به افزایش عمق بازار و ارتقای کارایی آن منجر می‌گردد. مدیریت ریسک نوسانات قیمت نیز ریسک کلی بازار را کاهش می‌دهد. بدین ترتیب، ترکیب این دو کارکرد مانع از بروز فشارهای تورمی و نوسانات ناخواسته و پیش‌بینی‌نشده قیمت در بازار خواهد شد. بنابراین در این دیدگاه عنوان می‌شود که حضور سفته‌بازان در بازار قراردادهای آتی علاوه بر این که یک مکانیسم انتقال ریسک ایجاد می‌کند، به افزایش نقدشوندگی بازار کمک می‌نماید. درواقع سفته‌بازان در بازار ریسک، سمت تقاضای بازار را تشکیل می‌دهند و با قبول ریسک عرضه‌شده از طرف فعالان واقعی بازار به آن‌ها این امکان را می‌دهند که با هزینه ناچیزی ریسک خود را به دیگران انتقال دهند. به همین دلیل سفته‌بازی می‌تواند باعث جذب مؤثر ریسک در بازار شود. علاوه بر این سفته‌بازان با کمک به جریان یافتن اطلاعات در بازار و تسریع فرآیند انعکاس اطلاعات در قیمت‌ها، به فرآیند کشف قیمت کمک می‌نمایند. با توجه به اینکه در نظام بازار آزاد مکانیسم قیمت‌ها وظیفه هماهنگی فعالیت‌های اقتصادی میلیون‌ها مصرف‌کننده و تولیدکننده را ایفا می‌کند بنابراین کشف قیمت بهتر درنهایت به کارایی در تخصیص منابع منجر خواهد گردید. در این زمینه پاورز^۲ (۱۹۷۰) ادعا می‌کند معامله آتی عمق و اثربخشی اطلاعات بازار را بهبود می‌بخشد. دانتینی^۳ (۱۹۷۸) با مطالعه خود نشان داد معاملات آتی عمق بازار را افزایش و بی‌ثباتی بازار نقد را کاهش

1 Cheng and Xiong

2 Powers

3 Danthine

می‌دهد. بری^۱ (۱۹۸۱) و کیلی^۲ (۱۹۸۵) در مدل‌های خود اثبات کردند بازار آتی بی‌ثباتی بازار دارایی پایه را کاهش می‌دهد. استول و والی^۳ (۱۹۸۸) معتقدند معامله آتی کارایی بازار را افزایش می‌دهد. شوارتز و لاتش^۴ (۱۹۹۱) ادعا کردند بازار آتی نقش مهمی در کشف قیمت در بازارهای نقد بازی می‌کنند.

علاوه بر پژوهش‌های نظری، مطالعات تجربی بسیاری نیز در خصوص تأثیر قراردادهای آتی بر نوسانات بازار نقدی انجام شده است. این مطالعات صرفاً مربوط به بازار ارز نبوده بلکه بازارهای زیادی شامل بازار آتی فلزات اساسی، بازار آتی حامل‌های انرژی شامل نفت و گاز و بازار آتی سهام را در بر می‌گیرد. در ادامه به بیان نتایج برخی از این مطالعات می‌پردازیم.

کودریز و جاجوم^۵ (۱۹۹۸) از بخش تحقیقات صندوق بین‌المللی پول در پژوهشی تحت عنوان اینکه آیا راه‌اندازی معاملات آتی ارز در بازارهای نوظهور موجب بی‌ثباتی بازار نقدی ارز می‌شود؟ برای پاسخ به این سؤال سه کشور در حال توسعه مکزیک، برزیل و مجارستان را مورد بررسی قرار می‌دهند. در واقع آن‌ها اثر راه‌اندازی قراردادهای آتی پزو مکزیک، ریل برزیل و فورینت مجارستان را بر بازار نقدی این ارزها بررسی می‌کنند. نتایج تحقیقات و آزمون‌های این پژوهش نشان می‌دهد که راه‌اندازی بازار آتی هیچ اثر معناداری بر نوسانات بازار نقدی ندارد.

ادونقو^۶ (۲۰۰۱) در مطالعه‌ای به بررسی اثرات بازار آتی ارز بر بازار نقدی کشور ترکیه پرداخته است. نتایج این مطالعه نشان می‌دهد که راه‌اندازی بازار آتی ارز ترکیه منجر به

1 Bray

2 Kyle

3 Stoll and Whaley

4 Schwarz and Laatsch

5 Jochum and Kodres

6 Arif Oduncu

کاهش نوسانات بازار نقدی شده است. همچنین معاملات آتی سرعت تأثیر اطلاعات بر قیمت‌های بازار نقدی را افزایش داده است.

علاوه بر مطالب فوق مطالعات زیادی نیز در مورد نقش معاملات آتی در هند انجام شده است. به‌عنوان مثال ساهو^۱ (۲۰۱۲) به بررسی اثر راه‌اندازی معاملات قرارداد آتی ارز بر نوسانات نرخ نقدی ارز در هند پرداخته است. تحقیق وی بر اساس داده‌های روزانه از سال ۲۰۰۸ تا ۲۰۱۲ بوده است. نتایج این تحقیق نشان می‌دهد که راه‌اندازی معاملات آتی ارز هیچ اثر معناداری بر نوسانات نرخ نقدی ارز نداشته است. علاوه بر این، نتایج همچنین این واقعیت را نشان می‌دهد که با راه‌اندازی معاملات قرارداد آتی ارز اهمیت اخبار جدید افزایش یافته و در مقابل اثر ماندگار اخبار قدیم کاهش یافته است.

همچنین سریرام و سنتیل^۲ (۲۰۱۵) نیز با انجام مطالعه‌ای در این زمینه نتیجه می‌گیرند که یک رابطه علیت یک‌طرفه از سمت بازار نقدی به سمت بازار آتی وجود دارد. درواقع شواهد نشان می‌دهد که شوک‌های قیمتی در بازار نقدی موجب نوسانات و شوک در بازار آتی می‌شود ولی شواهدی دال بر معکوس بودن این رابطه وجود ندارد.

مطالعات آنکتاد^۳ (۲۰۰۹) نشان می‌دهد که راه‌اندازی قراردادهای آتی در پنج کشور درحال توسعه برزیل، هند، چین، آفریقای جنوبی و مالزی در بلندمدت ثبات‌آفرین بوده‌اند.

پژوهش کورنیوتیس^۴ (۲۰۰۹) نشان می‌دهد که علت اصلی افزایش قیمت فلزات در سال‌های اخیر عوامل بنیادین بازارهای جهانی و نه فعالیت‌های سفته‌بازی بازار آتی‌ها بوده است.

1 Sahu

2 Sriram and Senthil

3 UNCTAD

4 Korniotis

در جدول ۹-۱ برخی مطالعات انجام شده در زمینه اثر بازار آتی بر بازار نقدی به صورت خلاصه آورده شده است. این مطالعات شامل مطالعه بازارهای ارز، سهام و فلزات پایه است.

جدول ۹-۱- خلاصه‌ای از مطالعات انجام شده در زمینه رابطه بازار آتی و نقدی

معاملات آتی بر بی‌ثباتی بازار نقد در کشورهای آلمان و سوئیس اثر منفی داشته و در سایر کشورها اثر معنی‌داری نداشته است.	آلمان، ژاپن، اسپانیا، آمریکا، انگلستان و سوئیس	۱۹۹۸	آنتونیو و همکاران ^۱	1
معاملات آتی‌ها بی‌ثباتی پزو مکزیکی را کاهش و بر ریل برزیل و فورینت مجارستان اثر معنی‌دار نداشته است.	مکزیک، برزیل و مجارستان	۱۹۹۸	جاچوم و کدربیز	2
راه‌اندازی معاملات آتی بی‌ثباتی بازار نقد ارز را کاهش داده است.	ترکیه	۲۰۰۱	ادونقو	3
راه‌اندازی معاملات آتی بی‌ثباتی بازار سهام را کاهش داده است.	ایتالیا	۲۰۰۲	بولوگنا و کاولو ^۲	4
راه‌اندازی معاملات مشتقات بی‌ثباتی احتمالی بازار دارایی‌های پایه را کاهش داده است.	یونان	۲۰۰۷	دریمبتاز و همکاران ^۳	5
قراردادهای آتی در بلندمدت ثبات‌آفرین هستند.	هند، چین، برزیل، مالزی و آفریقای جنوبی	۲۰۰۹	آنکتاد	6
هیچ رابطه مستقیمی میان سفته‌بازی در بازارهای آتی و تعیین قیمت‌های نقدی وجود ندارد.	امریکا	۲۰۰۹	کرنیوتیس	7
از منظر سیاست‌های پولی و ارزی قراردادهای آتی همراه با تحویل فیزیکی می‌تواند موجب کاهش نوسانات نرخ ارز گردد.	هند	۲۰۰۷	گزارش‌های توسعه ^۴ اقتصادی در هند	8
راه‌اندازی معاملات آتی ارز هیچ اثر معناداری بر نوسانات نرخ نقدی ارز نداشته است.	هند	۲۰۱۲	ساهو	9
یک رابطه علیت یک‌طرفه از سمت بازار نقدی ارز به سمت بازار آتی وجود دارد.	هند	۲۰۱۵	سریرام و سنتیل	10

1 Antoniou et al

2 Bologna and Cavallo

3 Drimbetas et al

4 Kapila and Kapila

علاوه بر تحقیقات فوق که تأکید می‌کنند راه‌اندازی و سفته‌بازی در معاملات آتی تأثیری بر سطح قیمت و نوسانات نقدی ندارد؛ مطالعاتی نیز خلاف این موضوع را بیان می‌کنند. چتراد و همکاران (۱۹۹۶) بیان می‌کنند که یک رابطه علیت دوطرفه میان حجم معاملات آتی و نوسانات قیمت نقدی دارد؛ به طوری که حجم معاملات آتی اثر مثبت بر نوسانات بازار نقدی دارد و نوسانات بازار نقدی نیز تأثیر معناداری بر حجم معاملات آتی دارد. اما اثر نوسانات بازار نقدی بر حجم معاملات آتی ضعیف‌تر است.

کلیفتن (۱۹۸۵)^۱ نیز به بررسی اثر معاملات آتی بر معاملات بین‌بانکی ارزهای خارجی در امریکا پرداخته است. مطالعات وی نشان می‌دهد که رابطه معناداری بین معاملات آتی و نوسانات بازار ارزهای خارجی بین‌بانکی وجود دارد. اما مطالعه وی در مورد علیت این رابطه چیزی بیان نمی‌کند و فقط این موضوع را مطرح می‌کند که معاملات آتی ممکن است منجر به افزایش نوسانات بازار بین‌بانکی گردد.

همان‌طور که مشاهده می‌شود نتایج بخش اعظم مطالعاتی که اخیراً در این حوزه انجام شده است نشان می‌دهد که معاملات آتی یا تأثیری بر بازار نقدی ندارد یا رابطه علیت از سمت بازار نقدی به بازار آتی است. مطالعاتی که عکس این را نتیجه گرفته‌اند بیشتر مربوط به ۲۰ سال قبل یا بیشتر است که در همان دوران نیز تحقیقات زیادی نتایج خلاف آن‌ها داشته‌اند. البته با توجه به اینکه اصولاً سابقه پیدایش مشتقات مالی به بعد از دهه ۷۰ میلادی باز می‌گردد مطالعاتی که در ابتدای شکل‌گیری این معاملات (از جمله معاملات آتی ارز که جزو اولین مشتقات مالی در بورس شیکاگو است) انجام شده است معمولاً در شرایط وجود بازارهایی با کارایی نه چندان قوی به دلیل نوظهور بودن صورت گرفته لذا تحقیقات متأخر انعکاس بهتری از واقعیت‌های بازار ارائه می‌نماید.

۲- شواهد تجربی مربوط به تأثیر قراردادهای آتی سکه طلا بر بازار

نقدی در ایران

در ایران نیز از زمان راه‌اندازی قرارداد آتی سکه در سال ۱۳۸۷ همواره بحث‌هایی در خصوص نحوه تعامل میان بازار آتی و نقدی سکه میان سیاست‌گذاران و محققان وجود داشته و بر این مبنا مطالعاتی در این خصوص انجام گرفته است. به‌طور کلی مطالعات انجام شده در این زمینه را می‌توان در دو دسته کلی ذیل طبقه‌بندی نمود:

۱. بررسی رابطه علیت گرنجری میان قیمت‌های آتی و نقدی سکه؛

۲. بررسی تأثیر راه‌اندازی قراردادهای آتی بر نوسانات بازار نقدی و سرریز

نوسانات میان این دو بازار؛

۳- بررسی مطالعات گروه اول

مطالعات گروه اول شامل احمدپور و نیکزاد (۱۳۹۰) و فکاری و همکاران (۱۳۹۳) و محمدی و همکاران (۱۳۹۴) است. در این میان دو مطالعه اول با استفاده از قیمت تسویه قراردادهای آتی و قیمت پایانی بازار نقدی به این نتیجه رسیده‌اند قیمت نقدی علت گرنجری قیمت آتی ناست ولی قیمت آتی علت گرنجری قیمت نقدی می‌باشند. ایرادی که به دو مطالعه مذکور وارد است این است که در این دو پژوهش از قیمت پایانی برای بازار نقدی استفاده شده است درحالی‌که برای قراردادهای آتی از قیمت تسویه که میانگینی از قیمت در طول روز است، استفاده شده است. لذا نتایجی هم که از مدل‌سازی بر روی این داده‌ها استخراج شده است محل تردید است.

در مطالعه محمدی و همکاران (۱۳۹۴) از قیمت‌های پایانی برای هر دو بازار نقدی و آتی استفاده شده است و نتایج بیانگر آن است که بازار نقدی علت گرنجری بازار آتی است.

این نتیجه بدان معنی است که کشف قیمت سکه در بازار نقدی صورت می‌گیرد و از اطلاعات گذشته این بازار می‌توان برای پیش‌بینی بازار آتی استفاده نمود.

نویسندگان کتاب یک‌بار دیگر رابطه علت و معلولی گرنجری میان قیمت‌های آتی و نقدی برای ۳۹ قرارداد اخیر سکه در بورس کالای ایران با استفاده از قیمت‌های پایانی بازار را مورد بررسی قرار دادند که نتایج آن در جدول ۹-۲ نشان داده شده است.

جدول ۹-۲- نتایج آزمون علیت گرنجری بازار نقدی و آتی سکه در ایران

نام سررسید قرارداد	رابطه بلندمدت وجود دارد	قیمت نقدی علت گرنجری قیمت آتی است	قیمت آتی علت گرنجری قیمت نقدی است
شهریور ۹۰	✓	✓	×
آبان ۹۰	✓	✓	✓
دی ۹۰	✓	×	×
اسفند ۹۰	✓	✓	✓
فروردین ۹۱	✓	✓	✓
اردیبهشت ۹۱	✓	×	✓
خرداد ۹۱	✓	✓	×
تیر ۹۱	✓	✓	✓
مرداد ۹۱	✓	✓	×
شهریور ۹۱	✓	×	×
مهر ۹۱	✓	✓	✓
آبان ۹۱	✓	✓	✓
آذر ۹۱	✓	✓	×
دی ۹۱	✓	✓	✓
بهمن ۹۱	✓	✓	×
اسفند ۹۱	✓	×	×
فروردین ۹۲	✓	×	×
اردیبهشت ۹۲	✓	✓	✓
خرداد ۹۲	✓	×	×
تیر ۹۲	✓	✓	✓
مرداد ۹۲	✓	×	✓
شهریور ۹۲	✓	×	×
مهر ۹۲	✓	×	×

نام سررسید قرارداد	رابطه بلندمدت وجود دارد	قیمت نقدی علت گرنجری قیمت آتی است	قیمت آتی علت گرنجری قیمت نقدی است
آبان ۹۲	✓	✓	✓
آذر ۹۲	✓	×	×
دی ۹۲	✓	✓	✓
بهمن ۹۲	✓	×	×
اسفند ۹۲	✓	✓	✓
اردیبهشت ۹۳	✓	×	×
تیر ۹۳	✓	×	×
شهریور ۹۳	✓	×	×
آبان ۹۳	✓	✓	×
دی ۹۳	✓	✓	×
اسفند ۹۳	✓	✓	×
اردیبهشت ۹۴	✓	✓	×
تیر ۹۴	✓	✓	×
شهریور ۹۴	✓	✓	×
آبان ۹۴	✓	✓	×
دی ۹۴	✓	✓	×

اهم نتایج به دست آمده به شرح ذیل است:

۱. در ۱۲ مورد هیچ یک از تغییرات قیمت، علت گرنجری دیگری نیست.
۲. در ۱۲ مورد هر دو قیمت علت گرنجری دیگری است.
۳. در ۱۳ مورد تنها تغییرات قیمت نقدی علت گرنجری تغییرات قیمت آتی است.

۴. در ۲ مورد تغییرات قیمت آتی علت گرنجری تغییرات قیمت نقدی است.
۵. در همه‌ی قراردادهایی که تقریباً از اول سال ۱۳۹۳ راه‌اندازی شده‌اند، بازار نقدی علت گرنجری بازار آتی است. به عبارت دیگر با افزایش ثبات در بازار نقدی این بازار آتی است که از قیمت‌های بازار نقد تبعیت کرده است.

۴- بررسی مطالعات گروه دوم

در گروه دوم نادعلی (۱۳۹۲) و محمدی و همکاران (۱۳۹۴) به بررسی تأثیر قراردادهای آتی بر نوسانات بازار نقدی پرداخته‌اند. در مطالعه نادعلی (۱۳۹۲) برای بررسی اثر راه‌اندازی قرارداد آتی بر نوسان قیمت بازار نقد یک مدل گارچ به شرح ذیل طراحی شده است که در معادله واریانس آن یک متغیر مجازی برای نشان دادن تأثیر راه‌اندازی قراردادهای آتی بر روی نوسان بازار نقدی وارد گردیده است:

$$h_t = \alpha_0 + \alpha_1 \varepsilon_{t-1}^2 + \alpha_{02} h_{t-1} + \gamma DUMFU$$

که در آن h_t واریانس قیمت نقدی در دوره جاری، h_{t-1} واریانس قیمت نقدی در دوره قبل، ε_{t-1} شوک‌های دوره قبل بازار نقدی و DUMFU یک متغیر مجازی نشان‌دهنده اثر قراردادهای آتی است که برای دوره زمانی قبل از راه‌اندازی این قراردادها عدد صفر و برای بعد از آن عدد یک را اختیار می‌کند. در نتایج مقاله عنوان گردیده است که این متغیر معنادار است. علاوه بر این اندازه این ضریب نیز بسیار کوچک است و این نشان می‌دهد که ضریب موردنظر تأثیر زیادی بر نوسان بازار نقدی نداشته است. در هر حال این مقاله نتیجه می‌گیرد که راه‌اندازی قرارداد آتی منجر به افزایش نوسانات بازار نقدی گردیده است. در ادامه نویسندگان کتاب ایرادات متدولوژیکی این مطالعه را بررسی کرده‌اند.

دوره پس از راه‌اندازی قرارداد آتی مصادف شده است با دوره‌ی افزایش تحریم‌ها بر علیه ایران و همچنین افزایش نوسانات جهانی قیمت طلا و در نتیجه، عملاً افزایش نوسانات قیمت سکه در بازار نقد نه به خاطر راه‌اندازی قراردادهای آتی که به خاطر عوامل فوق‌الذکر بوده است. به عبارتی بهتر در صورت عدم در نظر گرفتن عوامل فوق، تأثیر آن‌ها به اشتباه به عامل راه‌اندازی قراردادهای آتی منتسب خواهد گردید و در نتیجه جواب‌های مدل نادرست خواهد بود. برای آزمون این ادعا با استفاده از همان داده‌هایی که نادعلی (۱۳۹۲) از آن‌ها استفاده کرده است، یک متغیر مجازی جدید که دوران قبل از تحریم بانک مرکزی را از دوران پس از تحریم متمایز می‌نماید به مدل اضافه شده و یک‌بار دیگر مدل تخمین زده شده است.

$$h_t = \alpha_0 + \alpha_1 \varepsilon_{t-1}^2 + \alpha_{02} h_{t-1} + \gamma_1 DUMFU + \gamma_2 DUMSAN$$

در مدل بالا DUMSAN متغیر مجازی نشان‌دهنده اثر تحریم‌ها بر نوسان بازار نقدی است به طوری که این متغیر در دوره زمانی تحریم بانک مرکزی ایران عدد یک و در دوره‌های دیگر عدد صفر را اختیار کرده است. نتایج حاصل از این مدل در جدول ۹-۳ نشان داده شده است.

جدول ۹-۳- برآورد مدل گارچ نوسان بازار نقدی با در نظر گرفتن تأثیر تحریم‌ها

ضرایب	α_0	α_1	α_2	γ_1	γ_2
برآورد ضریب	۰/۱۷۹	۰/۴۳۰	۰/۶۴۱	۰/۰۰۳	۱/۰۷۳
انحراف معیار ضریب	۰/۰۰۵	۰/۱۳۷	۰/۰۴۵	۰/۰۳۴	۰/۴۲۱

همان‌طور که مشاهده می‌شود متغیر مجازی راه‌اندازی قرارداد آتی سکه در بورس کالای ایران (DUMFU) معنادار نیست و متغیر مجازی تحریم‌ها علیه بانک مرکزی (DUMSAN) معنادار است. به عبارت ساده‌تر تصریح صحیح‌تر مدل باعث می‌شود که یک هم‌زمانی را به اشتباه به رابطه علت و معلولی تفسیر نکنیم.

برای تکمیل کار، داده‌های جدیدتر تا انتهای شهریورماه سال جاری نیز به مدل اضافه شد و برای لحاظ کردن اثر عوامل سیاسی بر نوسانات قیمت سکه طلا یک متغیر مجازی دیگر نیز در تخمین جدید به مدل اضافه شد که همان تغییر دولت در سال ۱۳۹۲ بوده است، که تصریح آن به شکل ذیل است:

$$h_t = \alpha_0 + \alpha_1 \varepsilon_{t-1}^2 + \alpha_2 h_{t-1} + \gamma_1 DUMFU + \gamma_2 DUMSAN + \gamma_3 DUMPOL$$

در مدل مذکور DUMPOL متغیر مجازی بیانگر تأثیر تغییر دولت و نقش عوامل سیاسی بر نوسانات بازار نقدی سکه طلا است. نتایج حاصل از برآورد این مدل نیز در جدول شماره ۹-۴ نشان داده شده است:

جدول ۹-۴- برآورد مدل گارچ نوسان بازار نقدی با در نظر گرفتن تأثیر تحریم‌ها و روی کار آمدن دولت آقای روحانی

ضرایب	α_0	α_1	α_2	γ_1	γ_2	γ_3
برآورد ضریب	۰/۱۷۹	۰/۴۳۰	۰/۶۴۱	۰/۰۰۳	۱/۰۷۳	-۱/۲۶۹
انحراف معیار ضریب	۰/۰۰۵	۰/۱۳۷	۰/۰۴۵	۰/۰۳۴	۰/۴۲۱	۰/۳۵۵

همان‌طور که مشاهده می‌شود متغیر مجازی مربوط به راه‌اندازی بازار آتی معنادار نیست ولی متغیر مجازی مربوط به تحریم‌ها با ضریب مثبت معنادار است و متغیر مجازی مربوط به آغاز به کار دولت جدید با ضریب منفی معنادار است. یعنی با آغاز تحریم‌های بانک مرکزی نوسانات قیمت سکه افزایش یافته و با آغاز فعالیت دولت آقای روحانی نوسانات کاهش یافته است و اثرگذاری راه‌اندازی معاملات قراردادهای آتی بر افزایش نوسانات نقدی سکه تأیید نمی‌شود.

در مطالعه‌ی دیگری که در این گروه صورت گرفته است محمدی و همکاران (۱۳۹۴) اثرات سرریز نوسانات میان بازار آتی و نقدی سکه در ایران مورد مطالعه قرار داده‌اند. نتایج حاصل از مدل همبستگی پویای شرطی (DCC) نشان می‌دهد که جهت سرریز نوسانات

از بازار نقدی به بازار آتی است و عکس آن صادق ناست. به عبارت دیگر شوک‌های بازار نقدی باعث افزایش نوسانات بازار آتی می‌گردد درحالی‌که بازار آتی عامل افزایش نوسانات بازار نقدی نبوده است.

بنابراین به‌طور خلاصه بررسی عملکرد بازار آتی سکه طلا در ایران گویای این واقعیت است که بازار نقدی درعین‌حال که علیت گرنجری بازار آتی است، به نوسانات بازار آتی نیز دامن زده است. علاوه بر این نه تنها با راه‌اندازی قراردادهای آتی نوسانات بازار نقدی افزایش نیافته، بلکه معاملات این بازار نیز در طول دوره فعالیت خود تأثیری بر نوسانات بازار نقدی نداشته است.

جمع‌بندی

نحوه تعامل بازار آتی و نقدی و سرریز نوسانات میان این دو بازار از زمان ابداع قراردادهای آتی همواره از موضوعات مورد توجه سیاست‌گذاران و اقتصاددانان بوده است. برخی از منتقدان قراردادهای آتی معتقدند که این قراردادها با جذب معامله‌گران بی‌اطلاع و فراهم نمودن زمینه لازم برای فعالیت‌های سفته‌بازی، به نوسانات بازار نقدی دامن می‌زنند.

در مقابل برخی دیگر از محققان معتقدند که قراردادهای آتی به دلیل تسهیل فرآیند کشف قیمت دارایی‌ها و همچنین فراهم نمودن امکان مدیریت ریسک نوسانات قیمت انواع دارایی‌ها برای تولیدکنندگان، به‌طورکلی به کاهش نوسانات بازار نقدی کمک می‌نمایند. مرور مطالعاتی که اخیراً در خصوص بازار آتی ارز انجام گرفته از این فرضیه حمایت می‌کند و شواهد حاکی از آن است که در اکثر موارد قراردادهای آتی ارز ثبات‌آفرین بوده‌اند.

درعین‌حال تجربه موفق راه‌اندازی قراردادهای آتی سکه طلا می‌تواند الگوی مناسبی برای راه‌اندازی قراردادهای آتی ارز با همکاری بانک مرکزی و نهادهای بازار سرمایه در کشور

باشد. به‌ویژه آن‌که شواهد آماری موجود نشان می‌دهد که قراردادهای آتی سکه طلا حتی در دوره اوج نوسانات اقتصادی کشور در سال‌های ۱۳۹۰ و ۱۳۹۱ تأثیری بر نوسانات قیمت نقدی بازار سکه در ایران نداشته است. بنابراین به‌طور خلاصه تجارب خارجی و داخلی موجود در حوزه قراردادهای آتی نشان می‌دهد که قراردادهای آتی ارز نه تنها ابزار مناسبی برای مدیریت ریسک نوسانات قیمت و ایجاد ثبات در بازار نقدی است بلکه با استفاده از این ابزار مالی می‌توان بخش قابل توجهی از نقدینگی سرگردان جامعه را به سمت بازارهای شفاف و قابل پایش هدایت کرد و از این منابع در جهت منافع عمومی جامعه بهره‌برداری نمود.

منابع و مأخذ

۱. آنکتاد (۲۰۰۹). آثار توسعه‌ای بورس‌های کالایی در بازارهای نوظهور، ترجمه شرکت بورس کالای ایران، انتشارات مهر نوروز، تهران، ۱۳۹۳.
۲. احمدپور، احمد و مرضیه نیک زاد. (۱۳۹۰). بررسی رابطه بین قیمت‌های نقد و آتی سکه طلا در بورس کالای ایران. فصلنامه بورس اوراق بهادار، ۴(۱۳)، ۱۷۵-۱۹۰.
۳. فکاری سرده‌ایی، بهزاد، میرزاپور، اکبر، صیامی، علی، کجوری، مصطفی (۱۳۹۳). بررسی ارتباط قیمت بازار آتی و نقدی سکه طلای ایران، دانش مالی تحلیل اوراق بهادار (مطالعات مالی)، دوره هفتم، شماره ۲۲، ۱۰۷-۹۳.
۴. محمدی، احمد، سواری، زینب و خالد احمدزاده (۱۳۹۴). بررسی آثار نوسانی بازار آتی سکه طلا بر بازار نقدی آن در ایران، دومین همایش بین‌المللی اقتصادسنجی: روش‌ها و کاربردها، دانشگاه آزاد اسلامی واحد سنندج، سنندج، ایران.
۵. محمدی، احمد، سواری، زینب و خالد احمدزاده (۱۳۹۴). بررسی رابطه علیت خطی و غیرخطی بین بازار نقدی و آتی سکه طلا در ایران، سومین کنفرانس بین‌المللی پژوهش‌های کاربردی در مدیریت و حسابداری، دانشگاه شهید بهشتی، تهران، ایران.
۶. نادعلی، محمد (۱۳۹۲). بررسی آثار نوسانی بازار آتی سکه طلا بر بازار نقدی آن در ایران، راهبرد اقتصادی، سال سوم، شماره هشتم، ۷۶-۵۵.
7. Alp, Harun & Elekdag, Selim(2011), The Role of Monetary Policy in Turkey during the Global Financial Crisis, IMF Working Paper, WP/11/150.
8. Antoniou, A., Holmes, P., & Priestley, R. (1998). The Effects of Stock Index Futures Trading on Stock Index Volatility: An Analysis of the Asymmetric Response of Volatility to News (Digest Summary). Journal of Futures Markets, 18(2), 151-66.
9. Baykan, Sevim & Dogan, H. Cem(1999), leading indicators of inflation, central bank of the republic of Turkey.
10. Bray, M. (1981). Futures trading, rational expectations, and the efficient markets hypothesis. Econometrica: Journal of the Econometric Society, 575-596.
11. Canales-Kriljenko, J I (2003): "Foreign exchange intervention in developing and transition economies: results of a survey", IMF Working Paper 03/95, May.
12. Chance, Don. M. (1995), "A Chronology of Derivatives", Derivatives Quarterly, Winter 1995.

13. Celasun, Merih & Rodrik, Dani (1989), Turkish Experience with Debt: Macroeconomic Policy and Performance, Chapter in NBER book Developing Country Debt and the World Economy (1989), Jeffrey D. Sachs, editor (p. 193 - 211), University of Chicago Press.
14. Chian, Cengiz & Malatyali, Kamuran(2002), Measuring core inflation in Turkey, <http://ekutup.dpt.gou.tr/para/1999-2002>.
15. Danthine, J. P. (1978). Information, futures prices, and stabilizing speculation. *Journal of Economic Theory*, 17(1), 79-98.
16. Drimbetas, E., Sariannidis, N., & Porfiris, N. (2007). The effect of derivatives trading on volatility of the underlying asset: evidence from the Greek stock market. *Applied Financial Economics*, 17(2), 139-148.
17. Donmez, cetin Ali(2010), Turkish Derivatives Market: A Success Story, Turkey Derivatives Market Event, Turkish Derivatives Exchange.
18. Görmez, Yüksel& Yılmaz ,Gökhan(2008), The Evolution of Exchange Rate Regime Choices inTurkey, Central Bank of the Republic of Turkey, WORKSHOPS NO. 13/2008.
19. Hoekman , Bernard & Togan Sübidey(200°), Turkey: Economic Reform and Accession to the European Union, The International Bank for Reconstruction and Development , The World Bank.
20. Indonesia Bnak (2005). Foreign exchange intervention and policy: Bank Indonesia experiences. *BIS Papers chapters*, 24, 177-87.
21. Irigoyen, C. (2005, May). Foreign exchange intervention in Argentina: motives, techniques and implications. In *Participants in the meeting* (p. 114).
22. Jochum, C., & Kodres, L. (1998). Does the introduction of futures on emerging market currencies destabilize the underlying currencies?. *Staff Papers-International Monetary Fund*, 486-521.
23. Keefe, H. G., & Rengifo, E. W. (2015). Options and central bank currency market intervention: The case of Colombia. *Emerging Markets Review*, 23, 1-25.
24. Kibritçioğlu, A. (2002). Causes of Inflation in Turkey: A Literature Survey with Special Reference to Theories of Inflation. In *Inflation and Disinflation in Turkey*, ed. A. Kibritçioğlu, L.Rittenberg, and F. Selçuk. Aldershot, UK, and Burlington,VT: Ashgate.
25. Korniotis, G. M. (2009). Does Speculation Affect Spot Price Levels?: The Case of Metals with and Without Futures Markets. *Division of Research & Statistics and Monetary Affairs, Federal Reserve Board*.

26. Kyle, A. S. (1985). Continuous auctions and insider trading. *Econometrica: Journal of the Econometric Society*, 1315-1335.
27. Mariano, Roberto & et al (2004), Prediction of currency crises: case of Turkey, *REV. MIDDLE EAST ECON. FIN*, VOL. 2, NO. 2, 87-107.
28. Oduncu, A. (2011). The effects of currency futures trading on Turkish currency market. *Journal of BRSA Banking and Financial Markets*, 5(1), 97-109.
29. Posner, E. A., & Weyl, E. G. (2013). Benefit-cost analysis for financial regulation. *American Economic Review*, 103(3).
30. Rhee, G. J., & Lee, E. M. (2005, May). Foreign exchange intervention and foreign exchange market development in Korea. In *Participants in the meeting*(p. 196).
31. Ryoo, H. J., & Smith, G. (2004). The impact of stock index futures on the Korean stock market. *Applied Financial Economics*, 14(4), 243-251.
32. Sahu, D. (2012). Dynamics of Currency Futures Trading and Underlying Exchange rate Volatility in India. *Research Journal of Finance and Accounting*, 3(7), 15-23.
33. Schwarz, T. V., & Laatsch, F. E. (1991). Dynamic efficiency and price leadership in stock index cash and futures markets. *Journal of Futures Markets*, 11(6), 669-683.
34. Sriram, M., & Senthil, M. (2013). Market Efficiency and Volatility Spill over in Spot & Futures Currency Market (wrt \$ and Rupee). *International Journal of Management Excellence*, 1(3), 45-53.
35. Stoll, H. R., & Whaley, R. E. (1988). Volatility and futures: Message versus messenger. *The Journal of Portfolio Management*, 14(2), 20-22.
36. Yazgan, I.M. Ege, & yelmazkuday, Hakan (2005), inflation dynamics of Turkey: a structural estimation, central bank of the republic of Turkey.

فصل دهم:

طراحی قراردادهای آتی ارز در ایران

مقدمه

در اوایل تابستان سال ۱۳۸۹ بانک مرکزی طی بخشنامه‌ای آیین‌نامه‌ای تحت عنوان آیین‌نامه اجرایی معاملات آتی ارز- ریال به بانک‌ها ابلاغ کرد که به بانک‌ها اجازه داد مقدار معینی ارز یا ریال را به نرخ آتی ارز در سررسیدی معین در آینده معامله نمایند. علی‌رغم نیاز ضروری بازار به وجود چنین ابزاری به دلیل این که بانک‌ها انتظار داشتند بانک مرکزی امکان معامله معکوس را برای بانک‌ها فراهم کند، این معاملات هیچ‌گاه شکل نگرفت. زیرا بانک‌ها معتقد بودند در صورت تغییرات شدید نرخ ارز دچار زیان‌های هنگفت خواهند شد و حاضر به پذیرش ریسک این معاملات نبودند.

به همان اندازه که راه‌اندازی معاملات پیمان آتی ارز در شبکه بانکی ضروری است، راه‌اندازی معاملات قراردادهای آتی ارز به دلیل ویژگی‌های منحصر به فرد آن در بازار سرمایه ضروری است و حتی به دلایلی که در ادامه اشاره خواهد شد راه‌اندازی معاملات آتی ارز در بازار سرمایه می‌تواند راه را برای راه‌اندازی معاملات پیمان آتی ارز در شبکه بانکی هموارتر نماید.

شبکه بانکی معتقد است در صورت اتخاذ موقعیت تعهدی در پیمان آتی ارز لازم است با یک معامله معکوس این تعهد به بانک مرکزی منتقل شود و در طرف مقابل بانک مرکزی معتقد است بانک‌ها باید در میان مشتریان خود یا بازار بین‌بانکی به دنبال طرف مقابل برای انتقال تعهد باشند. در مقابل این استدلال بانک مرکزی بانک‌ها معتقد هستند به دلیل این که در گذشته همیشه نرخ ارز روند افزایشی داشته است و انتظارات بازار همیشه به سمت افزایش بوده است مشتریان همه متقاضی خرید ارز هستند و کسی فروشنده نیست. معاملات آتی سکه بهار آزادی در بورس کالای ایران خط بطلانی بر این ادعای بانک‌ها کشیده و نشان داده حتی در شرایطی که همه انتظار افزایش قیمت دارایی پایه قرارداد را دارند معاملات آتی انجام می‌شود زیرا بر روی میزان افزایش قیمت‌ها بین فعالان بازار اختلاف نظر وجود دارد بنابراین در قیمت تعادلی همچنان که عده‌ای فروشنده می‌باشند

عده‌ای دیگر موقعیت خرید اتخاذ می‌نمایند. لذا با راه‌اندازی معاملات قراردادهای آتی می‌توان امیدوار بود گسترش این بازار به فهم ذی‌نفعان از سازوکار معاملات در پیمان‌های آتی کمک نماید.

مسئله دومی که در این خصوص وجود دارد وجود بازار ثانویه در معاملات قراردادهای آتی است. عدم وجود بازار ثانویه در پیمان‌های آتی با ایجاد ریسک بالای نقدشوندگی جذابیت این معاملات را به شدت کاهش می‌دهد، همچنین امکان توزیع ریسک ناشی از ورود سفته‌بازان به بازار را از بین می‌برد.

مسئله سومی که در این خصوص قابل ذکر است، امکان ورود بازیگران خرد به بازار معاملات قراردادهای آتی است. به نظر می‌رسد هدف اصلی کشورهای توسعه‌یافته از راه‌اندازی بازار آتی ارز ایجاد دسترسی به مدیریت ریسک تغییرات نرخ ارز برای فعالان خرد بوده است. زیرا در کشورهای توسعه‌یافته که امکان معاملات پیمان‌های آتی در شبکه بانکی آن‌ها برای سرمایه‌گذاران بزرگ وجود دارد، قراردادهای آتی این بستر را فراهم کردند تا افرادی که با سرمایه‌های کوچک به چنین قراردادهایی دسترسی ندارند بتوانند از بازار قراردادهای آتی بورس‌ها بهره‌مند شوند لذا گستردگی ذی‌نفعان این بازار می‌تواند احتمال موفقیت این بازار را نسبت به پیمان‌های آتی افزایش دهد.

در کنار دلایل فوق وجود شفافیت در فرآیند کشف نرخ بر اساس مکانیسم عرضه و تقاضا در قراردادهای آتی ارز بورس‌ها مزیت بسیار پررنگی است که این نوع معاملات را از پیمان‌های آتی متمایز می‌کند. در معاملات قراردادهای آتی به دلیل استاندارد بودن مشخصات قرارداد تعداد زیادی عرضه‌کننده و تقاضاکننده در معاملات حضور خواهند داشت که دسترسی به آن در سراسر دنیا از طریق زیرساخت‌های الکترونیک فراهم است.

با توجه به موارد فوق، از آنجایی که راه‌اندازی معاملات قراردادهای آتی در بازار سرمایه ایران می‌تواند زمینه‌ساز راه‌اندازی بازار مشتقه ارزی در بازار پول نیز باشد در این فصل از کتاب ابتدا سابقه معاملات قراردادهای آتی در ایران مرور خواهد شد. در ادامه لزوم راه‌اندازی قراردادهای آتی ارز در ایران مورد بحث قرار خواهد گرفت. در بخش سوم نیز ملاحظات خاصی

که لازم است در زمینه راه‌اندازی قراردادهای آتی در ایران مدنظر قرار گیرد، عنوان می‌گردد. در ادامه بر اساس مطالعات تطبیقی صورت گرفته در خصوص معاملات آتی ارز در بورس‌های معتبر جهانی ابتدا دلایل موفقیت معاملات یک قرارداد آتی بررسی شده است. سپس با توجه به این‌که مشخصات مناسب قرارداد یکی از عوامل موفقیت قراردادها در بورس‌ها است اصول حاکم بر طراحی اجزای مختلف مشخصات قراردادهای آتی ارز بررسی شده است.

۱- سابقه معاملات آتی در ایران

با توجه به اینکه اولین معاملات قراردادهای آتی در جهان بر روی کالاها و در بورس‌های کالایی انجام شده است در ایران نیز اولین قرارداد آتی بر روی شمش طلای یک اونس (که در تاریخ ۱۳۸۷/۳/۱۲ مورد پذیرش قرار گرفت) از تاریخ ۱۳۸۷/۴/۱ با کسب مجوز از سازمان بورس و اوراق بهادار، از بستر بورس کالای ایران رسماً آغاز گردید. قراردادهای آتی که تاکنون در ایران راه‌اندازی گردیده‌اند به شرح ذیل است:

الف) قرارداد آتی بر روی شمش طلای یک اونس که در تاریخ ۱۳۸۷/۴/۱ با آغاز معاملات آن در واقع معاملات قراردادهای آتی آغاز شد و تا ۱۳۸۷/۱۲/۱۷ ادامه داشت.

ب) قرارداد آتی بر روی مفتول مس با حجم قرارداد یک تن که در تاریخ ۱۳۸۷/۶/۲۵ اولین قرارداد آن منتشر شد که به دلیل عدم استقبال بازار، معاملات قابل توجهی بر روی آن انجام نشد.

ج) قرارداد آتی بر روی مفتول مس با حجم قرارداد ۵ تن به شکل جدید که در تاریخ ۱۳۸۸/۹/۱۷ اولین قرارداد آن منتشر شد که به دلیل عدم استقبال بازار، معاملات قابل توجهی بر روی آن انجام نشد.

د) قرارداد آتی بر روی سکه طلای بهار آزادی با حجم ده سکه که در تاریخ ۱۳۸۷/۹/۵ آغاز و تاکنون ادامه دارد و فعال‌ترین قرارداد در کشور است.

ه) قرارداد آتی بر روی شمش طلای ده انسی که در تاریخ ۱۳۸۹/۸/۱۸ آغاز شد ولی در تاریخ ۱۳۹۰/۰۲/۲۶ معاملات آن متوقف گردید.

و) قرارداد آتی بر روی زیره سبز که در تاریخ ۱۳۹۳/۲/۲۸ آغاز و تاکنون ادامه دارد.

ی) قرارداد آتی کنجاله سویا که در تاریخ ۱۳۹۴/۳/۱۶ آغاز و تاکنون ادامه دارد.

قراردادهای آتی پذیرش‌شده در جدول ۱۰-۱ مشاهده می‌شود. البته در این میان قراردادهای دیگری نیز به هیأت پذیرش سازمان بورس و اوراق بهادار ایران به‌عنوان نهاد ناظر بازار، ارائه گردیده‌اند که مورد پذیرش قرار نگرفتند.

جدول ۱۰-۱ - فهرست قراردادهای آتی پذیرش‌شده در ایران

ردیف	قرارداد	تاریخ پذیرش	اولین روز معاملات	آخرین روز معاملات
۱	شمش طلا (۱ اونس)	۱۳۸۷/۳/۱۲	۱۳۸۷/۴/۱	۱۳۸۷/۰۹/۲۵
۲	کاتد مس	۱۳۸۷/۵۶/۲۲	-	-
۳	مفتول مس ۱ تنی	۱۳۸۷/۶/۲	۱۳۸۷/۶/۲۵	۱۳۸۷/۱۲/۲۱
۱-۳	مفتول مس ۵ تنی	-	۱۳۸۸/۰۹/۱۷	۱۳۸۹/۰۲/۲۶
۴	سکه طلا	۱۳۸۷/۸/۲	۱۳۸۷/۹/۵	ادامه دارد
۵	شمش طلا (۱۰ اونس)	۱۳۸۹/۵/۱۹	۱۳۸۹/۸/۱۸	۱۳۹۰/۲/۲۶
۶	زیره سبز	۱۳۹۲/۰۶/۲۹	۱۳۹۳/۰۲/۲۸	۱۳۹۴/۰۶/۲۱
۷	کنجاله سویا	۱۳۹۲/۱۲/۱۹	۱۳۹۴/۳/۱۶	۱۳۹۴/۱۱/۱۷

۲- دلایل و ضرورت‌های راه‌اندازی قراردادهای آتی ارز در ایران

همان‌گونه که پیش‌تر نیز بیان شد، یکی از ویژگی‌های بازار ارز در ایران فقدان ابزارهای پوشش ریسک است. این موضوع در حالی است که استفاده از ابزارهای مشتقه ارزی (پیمان‌های آتی، قراردادهای آتی، اختیارات و سوآپ) جهت پوشش ریسک نوسانات به یک رویه متعارف و استاندارد تبدیل شده است.

از جمله اقدامات انجام شده جهت پاسخ به این نیاز اساسی فعالان بازار می‌توان به تهیه و انتشار آیین‌نامه اجرایی معاملات آتی ارز در تیرماه سال ۱۳۸۹ توسط اداره صادرات بانک مرکزی اشاره نمود. در این آیین‌نامه آمده است که این قراردادها مبتنی بر خریدوفروش ارز (کلیه ارزهای معتبر اعلام‌شده در نرخ‌نامه بانک مرکزی) معادل با یکصد هزار دلار بوده که میان بانک و مشتری (صادرکنندگان و واردکنندگان) بر مبنای نرخ توافقی ارز در آینده معین منعقد می‌شود. در این چارچوب بانک‌ها همواره می‌بایست یک طرف هر یک از قراردادها باشند و طرف دیگر نیز صادرکنندگان و واردکنندگان هستند که بانک موظف است نسبت به شناسایی کامل آن‌ها و وجود قرارداد تجاری صادراتی و یا وارداتی معتبر اطمینان حاصل کند. مشتری می‌بایست وثایق مورد نیاز را نزد بانک بگذارد و بدون اجازه بانک امکان انتقال حقوق ناشی از قرارداد به غیر را ندارد.

چارچوب قراردادی مزبور با توجه به ماهیت غیراستاندارد آن بیشتر شبیه پیمان‌های آتی است و در قالب معاملات آتی نمی‌گنجد. نکته مهم دیگر در خصوص این چارچوب آن است که حجم قراردادها (یکصد هزار دلار) بسیار بالا است و فعالان اقتصادی محدودی نیاز و توان پوشش ریسک نوسانات ارزی در این سطح را دارند. یکی از اشکالات دیگری که این چارچوب قراردادی دارد، آن است که محدود به صادرکنندگان و واردکنندگان شده است، درحالی‌که صادرکنندگان و واردکنندگان تنها گروه‌هایی نیستند که نیاز به پوشش ریسک نوسانات نرخ ارز دارند. شرکت‌های گردشگری، سرمایه‌گذاران در بازارهای مالی خارجی و حتی

تولیدکنندگانی که از نهاده‌های واسطه‌ای و سرمایه‌ای وارداتی استفاده می‌کنند، نیز به پوشش ریسک نوسانات نرخ ارز نیاز دارند. علاوه بر این بر اساس چارچوب قراردادی پیشنهادی بانک مرکزی، سرمایه‌گذاران خارجی که به دنبال سرمایه‌گذاری در اقتصاد ایران هستند، نیز نمی‌توانند اقدام به استفاده از این ابزار پوشش ریسک کنند.

علی‌رغم نیاز ضروری بازار به وجود چنین ابزاری به دلیل این‌که بانک‌ها انتظار داشتند بانک مرکزی امکان معامله معکوس را برای بانک‌ها فراهم کند، این معاملات هیچ‌گاه شکل نگرفت. زیرا بانک‌ها معتقد بودند در صورت تغییرات شدید نرخ ارز دچار زیان‌های هنگفت خواهند شد و حاضر به پذیرش ریسک این معاملات نبودند. شبکه بانکی معتقد بود در صورت اتخاذ موقعیت تعهدی در پیمان آتی ارز لازم است با یک معامله معکوس این تعهد به بانک مرکزی منتقل شود و در طرف مقابل بانک مرکزی معتقد است بانک‌ها باید در میان مشتریان خود یا بازار بین‌بانکی به دنبال طرف مقابل برای انتقال تعهد باشند.

در مقابل این استدلال بانک مرکزی، بانک‌ها معتقد هستند به دلیل این‌که در گذشته همیشه نرخ ارز روند افزایشی داشته است و انتظارات بازار همیشه به سمت افزایش بوده است مشتریان همه متقاضی خرید ارز هستند و کسی فروشنده نیست. اگرچه به دلیل انتظارات ناهمگون فعالان بازار و به دلیل اینکه حتی در روندهای افزایشی بازار همواره نوسانات قیمت وجود دارد و نه یک روند مستقیم همواره افزایشی، لذا شاید یکی از اصلی‌ترین دلایل عدم تمایل بانک‌ها برای راه‌اندازی این بازار نبود گروهی از فعالان در بازار بین‌بانکی است که به نوعی خریدار ریسک هستند و حاضرند در مقابل پوشش‌دهندگان ریسک موقعیت بگیرند. کما اینکه معاملات آتی سکه طلای بهار آزادی در بورس کالای ایران مؤید این مطلب است و نشان داده حتی در شرایطی که همه انتظار افزایش قیمت دارایی پایه قرارداد را دارند معاملات آتی انجام می‌شود زیرا بر روی میزان، زمان و جهت تغییر قیمت‌ها، بین فعالان بازار

اختلاف نظر وجود دارد بنابراین در قیمت تعادلی همچنان که عده‌ای فروشنده می‌باشند عده‌ای دیگر موقعیت خرید اتخاذ می‌نمایند.

با وجود کاستی‌ها و اشکالاتی که در آیین‌نامه اجرایی معاملاتی آتی ارز-ریال وجود دارد، معرفی این ابزار مهم، حرکتی روبه‌جلو بود و نیازهای بخشی از فعالان اقتصادی را تأمین می‌کرد. اما به‌هرحال همان‌طور که ذکر شد، متأسفانه این آیین‌نامه هیچ‌گاه اجرایی نشد و اگرچه قانون و دستورالعمل اجرایی پوشش ریسک نوسانات ارز در ایران تصویب و ابلاغ شد، اما به‌صورت عملی و در قالب یک بازار رسمی، هیچ‌گاه پوشش ریسک نوسانات ارز در ایران صورت نگرفته است.

با توجه به نوسانات نرخ‌های ارز مختلف در ایران، فقدان چنین ابزارهایی هزینه‌های فراوانی برای اقتصاد ایران ایجاد می‌کند. در حوزه فعالان اقتصادی داخلی، عدم دسترسی به ابزارهای پوشش ریسک نوسانات نرخ ارز باعث می‌شود که امکان برنامه‌ریزی‌های میان‌مدت و بلندمدت وجود نداشته باشد و به‌طورکلی هزینه فعالیت‌های اقتصادی که مرتبط با ارزهای خارجی است، افزایش یابد. در حوزه فعالان اقتصادی خارجی به‌ویژه سرمایه‌گذاران خارجی نیز فقدان این ابزار باعث افزایش هزینه‌های سرمایه‌گذاری در ایران می‌شود که منجر به کاهش شدید ورود سرمایه به ایران خواهد شد. این وضعیت در شرایطی تداوم دارد که در سیاست‌های کلی نظام (بند ۱۰ سیاست‌های کلی اقتصاد مقاومتی ابلاغی ۱۳۹۲/۱۱/۳۰، بند ۱۷ سیاست‌های کلی تولید ملی، حمایت از کار و سرمایه ایرانی ابلاغی ۱۳۹۱/۱۱/۲۴؛ و بندهای ۸ و ۹ سیاست‌های کلی تشویق سرمایه‌گذاری ابلاغی ۱۳۸۹/۱۱/۲۹) بر جذب سرمایه‌های خارجی تأکید شده است.

در حالی که در اقتصاد ایران ابزارهای پوشش ریسک نوسانات نرخ ارز وجود ندارد که بسیاری از کشورهای درحال توسعه همچون روسیه، آرژانتین، مکزیک، کره جنوبی، برزیل، ترکیه، آفریقای جنوبی و هند در سه دهه گذشته به‌طور مشخص با هدف جذب سرمایه‌های

خارجی و کاهش هزینه فعالیت‌های اقتصادی، ابزارهای پوشش ریسک نوسانات ارز از جمله قراردادهای آتی ارز را در کشورهای خود ارائه کرده‌اند.

در قانون رفع موانع تولید رقابت‌پذیر که در تاریخ ۱۳۹۴/۲/۱ در مجلس شورای اسلامی تصویب و به تأیید شورای نگهبان رسید، به این نیاز اساسی اقتصاد ایران، یعنی ابزارهای مالی جهت پوشش ریسک ناشی از نوسانات نرخ ارز توجه شده است. در تبصره ۳ ماده ۲۰ این قانون، وزارت امور اقتصادی و دارایی مکلف شده است که ظرف مدت سه ماه از تصویب، با همکاری بانک مرکزی جمهوری اسلامی ایران، سازمان بورس و اوراق بهادار و بیمه مرکزی جمهوری اسلامی ایران، آیین‌نامه پوشش نوسانات ارز را تهیه و به تصویب هیأت وزیران برساند. اجرای این بخش از قانون می‌تواند تأثیرات مثبتی در کاهش هزینه‌های فعالیت‌های اقتصادی در ایران داشته باشد.

با توجه به این الزام و با توجه به تجربه موفق بازار سرمایه در راه‌اندازی قراردادهای آتی به نظر می‌رسد راه‌اندازی قراردادهای آتی همانند تجربه سایر کشورهای در حال توسعه و توسعه‌یافته، می‌تواند ابزار مناسبی را در اختیار فعالان اقتصادی جهت پوشش ریسک نوسانات نرخ ارز قرار دهد. لذا در ادامه به بررسی ملاحظات موجود در راه‌اندازی قراردادهای آتی ارز، خواهیم پرداخت و موضوعات مطرح در این زمینه را بررسی خواهیم کرد.

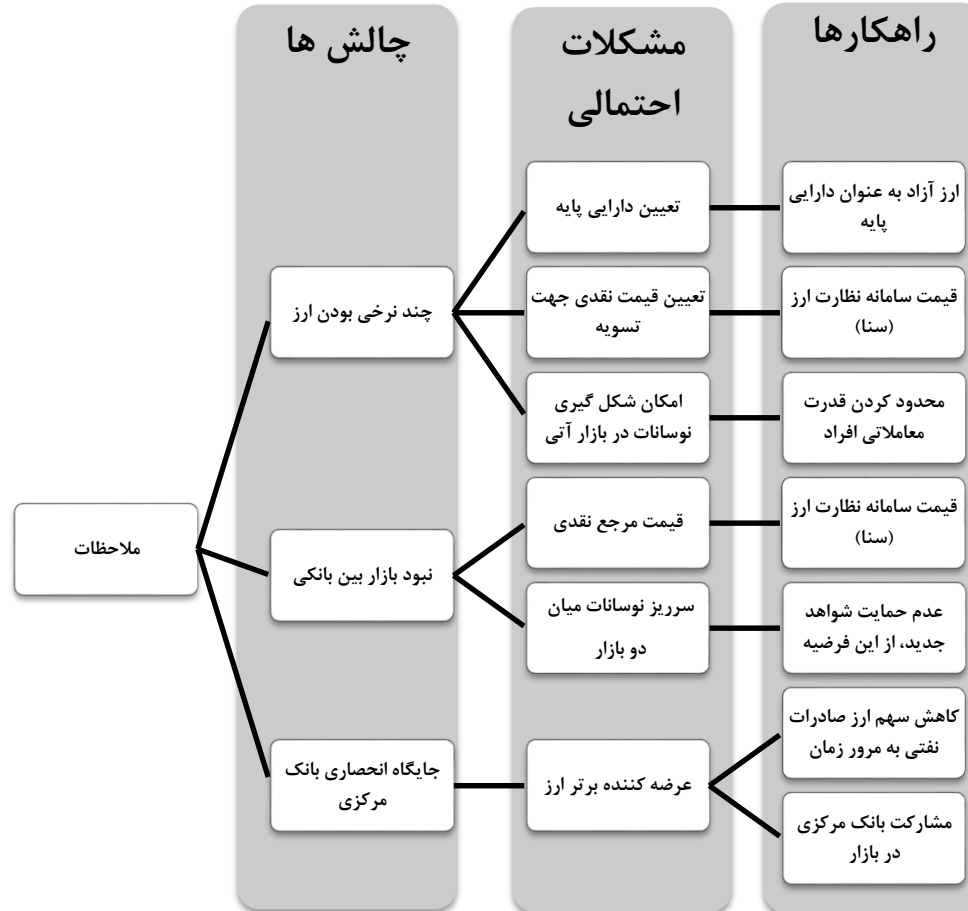
۳- ملاحظات مربوط به راه‌اندازی قراردادهای آتی ارز در ایران

همان‌طور که عنوان گردید قراردادهای آتی یکی از نیازهای اساسی فعالان بازار به‌ویژه در بخش صادرات و واردات کالا است. اما علی‌رغم ضرورت این موضوع، به دلیل شرایط خاص بازار ارز در ایران، در راه‌اندازی قراردادهای آتی باید ملاحظات ویژه‌ای مدنظر قرار گیرد. این ملاحظات عوامل و پیش‌شرط‌هایی هستند که بدون وجود آن‌ها بازار آتی ارز به

تمامی اهداف از پیش تعیین شده خود نائل نمی‌گردد. با توجه به اینکه تحریم‌های اقتصادی مرتبط با برنامه هسته‌ای ایران در قالب برنامه جامع اقدام مشترک (برجام) مرتفع گردیده است و در آینده‌ای نزدیک روابط کارگزاری بانک‌های ایرانی با بانک‌های خارجی برقرار شده و همچنین دسترسی‌ها به سامانه سوئیفت ایجاد خواهد شد، لذا نقل و انتقال ارز به داخل کشور بدون محدودیت خاصی در قالب روش‌های استاندارد بانکی در سطح جهان قابل انجام خواهد بود. با این وجود هرچند موارد زیادی را می‌توان در زمینه ملاحظات موجود بیان کرد، اما با توجه به شرایط فعلی اقتصاد ایران سه ملاحظه مهم را در این خصوص باید مدنظر قرار داد (نمودار ۱-۱۰):

۱. تک‌نرخی شدن ارز
۲. تعمیق و سازمان‌دهی بازار نقدی و راه‌اندازی بازار بین‌بانکی
۳. نقش بانک مرکزی

نمودار ۱۰-۱- ملاحظات مربوط به راه‌اندازی قراردادهای آتی ارز در ایران



۳-۱- اثرات تک‌نرخی نبودن ارز بر بازار آتی ارز

همان‌طور که قبلاً نیز عنوان گردید یکی از ویژگی‌های بازار ارز در ایران چندنرخ‌بودن آن است که مشکلات و رانتهای زیادی ایجاد کرده است. این مسئله دغدغه تمامی دولت‌مردان و فعالان اقتصادی کشور است که بر لزوم انجام هرچه سریع‌تر آن اتفاق نظر دارند.

تا قبل از برداشته شدن تحریم‌ها، صرف‌نظر از ارز مبادله‌ای، در بازار آزاد ارز کشور سه نوع ارز وجود داشته است که ارزش هر یک از آن‌ها با هم متفاوت است. این سه نوع ارز شامل حواله‌های داخلی، حواله‌های خارجی و ارز آزاد یا ارز کاغذی^۱ است.

حواله‌های داخلی در واقع آن بخش از حساب‌های ارزی افراد در سیستم بانکی با منشأ غیر از ارز کاغذی است. در خصوص موجودی حساب‌های ارزی افراد در سیستم بانکی، در صورتی که منشأ موجودی حساب ارز کاغذی باشد، امکان دریافت ارز کاغذی بابت موجودی حساب از بانک وجود خواهد داشت ولی در صورتی که منشأ آن، ارز کاغذی نباشد، موجودی حساب، حواله داخلی به حساب می‌آید و ارزش مبادلاتی چندانی ندارد و به صورت خاص کاربردهای بسیار کمی داشته و عمدتاً برای تسویه وام‌های ارزی داخلی مناسب است. البته موجودی حساب ارزی با منشأ حواله داخلی، قابل تبدیل به ارز کاغذی است ولی این کار از طریق سیستم غیر بانکی انجام می‌شود و معمولاً صرافی‌ها بابت تبدیل حواله داخلی به ارز کاغذی یا حواله خارجی کسر قابل توجهی را در تبدیل در نظر می‌گیرند که این مبلغ کسر، با توجه به نوع ارز و عرضه و تقاضای هر یک از ارزهای کاغذی و حواله‌ای در بازار متفاوت است. ولی به صورت کلی می‌توان گفت که ارزش ارز حواله داخلی بسیار نزدیک به نرخ ارز مرجع است تا ارز کاغذی.

^۱ Cash

نکته بسیار مهم در خصوص حساب‌های ارزی با منشأ ارز کاغذی این است که اگر در سیستم بانکی این وجوه از حساب فردی به حساب فرد دیگر منتقل شوند اگر توسط سیستم بانک منشأ آن قابل ردگیری نباشد، ممکن است تبدیل به ارز حواله داخلی شود و دیگر امکان دریافت ارز کاغذی بابت موجودی حساب از بانک وجود نداشته باشد. این موضوع به خصوص در خصوص انتقال ارز از حسابی از یک بانک به بانک دیگر محتمل است، چون امکان ردگیری منشأ ممکن است در سامانه‌های برخی بانک‌ها پیش‌بینی نشده باشد.

تا قبل از برداشته شدن تحریم‌ها ارزش حواله‌های خارجی نیز بسته به اینکه در چه کشوری باشند، با توجه به تفاوت سیاست‌ها و همکاری متفاوت کشورها برای انتقال ارز برای ایران، متفاوت بوده است. در نتیجه نرخ‌های متفاوتی برای حواله‌های خارجی وجود خواهد داشته است. با برداشته شدن تحریم‌ها و فراهم شدن امکان نقل و انتقال کامل ارز توسط بانک‌های داخلی به سایر کشورها، ارزش حواله‌های خارجی همگرا خواهند شد و ارزش آن‌ها تقریباً به ارزش بازار آزاد نزدیک می‌گردد.

هر چند که با برداشته شدن تحریم‌ها یکی از پیش‌شرط‌های تک‌نرخ‌ی شدن ارز در کشور تحقق یافته است اما با توجه به توضیحاتی که داده شد، به دلیل متفاوت بودن مطلوبیت ارز کاغذی و حواله‌های داخلی برای فعالان بازار، ارزش آن‌ها همچنان با همدیگر متفاوت بوده و در نتیجه بازار ارز در ایران همچنان با پدیده چند نرخ‌ی بودن مواجه خواهد بود.

به‌طور کلی چند نرخ‌ی بودن ارز می‌تواند محدودیت‌هایی در خصوص راه‌اندازی قرارداد آتی ارز ایجاد نماید که البته راه‌حل‌هایی نیز در خصوص آن می‌توان ارائه نمود. نخست آن‌که دارایی پایه قراردادهای آتی طبق تعریف باید دارای یک استاندارد دقیق و مشخص باشد. با توجه یکسان نبودن مطلوبیت و ارزش انواع ارز در کشور، قراردادهای آتی تنها برای

یک نوع از این ارزها قابل تعریف است. این موضوع به کاهش تعداد فعالان احتمالی بازار آتی ارز و همچنین کاهش عمق این بازار منجر می‌شود. البته نباید فراموش کرد که اهداف گوناگونی برای راه‌اندازی بازار ارز وجود دارد که از جمله آن‌ها می‌توان به کاهش ریسک نقل و انتقال فیزیکی ارز و سهولت مبادله و در نتیجه کاهش هزینه مبادلات اشاره نمود که حتی در این حالت نیز این هدف مهم تا حد زیادی برای متقاضیان خرد ارز که این عامل برای آن‌ها موضوعیت بیشتری دارد محقق می‌شود.

با توجه به یکسان بودن مطلوبیت و ارزش ارز کاغذی برای تمامی فعالان اقتصادی در کشور، در این شرایط قاعده‌تاً بهتر است که ارز کاغذی به‌عنوان دارایی پایه قراردادهای آتی ارز تعیین شود. ارز کاغذی تنها ارزی است که ارزش آن برای تمامی فعالان اقتصادی یکسان است و از طرف دیگر نرخ‌های اعلامی در بازار غیررسمی نیز بر اساس این ارز تعیین می‌شوند. حواله‌های داخلی به دلیل چند نرخی بودن ارز در کشور جذابیت زیادی ندارند ضمن اینکه برای برخی از فعالان بازار و به‌ویژه فعالان خرد به‌عنوان مرجع قیمت‌گذاری پذیرفته نمی‌شوند. در عین حال تسویه غیر نقدی و تحویل نیز در این حالت مشروط و دشوار است و از این رو حواله‌های داخلی نمی‌توانند به‌عنوان مبنای تسویه و دارایی پایه تعیین شوند.

حال شاید این سؤال پیش بیاید که ارز کاغذی چگونه در روز تحویل از فروشنده به خریدار منتقل شود و اینکه حجم ارز کاغذی در کشور به چه اندازه است؟ آیا حجم این ارز به اندازه‌ای هست که برای معاملات احتمالی بازار آتی ارز کافی باشد؟

به‌طور خاص در پاسخ به این سؤال باید گفت

اصولاً بازار آتی بازاری است که هدف پوشش ریسک در آن اهمیت بیشتری دارد تا تحویل فیزیکی ارز، لذا افراد می‌توانند با تسویه نقدی در سررسید به هدف پوشش ریسک خود برسند و هم‌زمان در بازار نقدی اقدام به تهیه ارز مورد نیاز خود کنند. لذا می‌توان با افزایش

کارمزد تحویل و کاهش جریمه‌های عدم تحویل، مشوق‌هایی جهت ترغیب افراد دارای موقعیت باز به تسویه نقدی ایجاد نمود تا در روز سررسید حجم کمی از ارز منجر به تحویل فیزیکی گردد. این موضوع در کشورهای دیگر نیز امری رایج است. به‌عنوان مثال در بورس ملی اوراق بهادار هند، بورس چند کالایی هند، بورس آتی و اختیار معامله روسیه و بورس بی‌ام‌اند اف بووسپا برزیل تمامی قراردادهای آتی ارز در روز سررسید تسویه نقدی می‌شوند و هیچ‌گونه تحویل فیزیکی وجود ندارد.

عدم تحویل فیزیکی، در مکانیزم بازار آتی ارز و اهداف تعیین‌شده برای آن هیچ‌گونه اختلالی ایجاد نمی‌کند. زیرا در سررسید قیمت قراردادهای آتی ارز برابر با قیمت‌های نقدی خواهد بود و در صورت تسویه نقدی افرادی که نیاز به دریافت یا تحویل ارز کاغذی دارند با مراجعه به بازار نقدی می‌توانند ارز خود را تهیه نمایند یا به فروش برسانند. همچنین در صورت تفاوت قیمت نقدی با قیمت تسویه آخرین روز معاملاتی اختلاف این دو نرخ محاسبه و توسط یکی از طرفین معامله به حساب طرف ذی‌نفع واریز خواهد شد.

همچنین برای عده معدودی که قصد تحویل فیزیکی دارند، می‌توان به راحتی از طریق حساب‌های ارزی بانک‌ها، فرایند تحویل را مدیریت کرد یا اینکه در روز سررسید قرارداد آتی ارز، می‌توان یک صرافی معتبر و بزرگ (مثل صرافی یک بانک بزرگ) را جهت تحویل ارز تعیین نمود. در این حالت افرادی که دارای موقعیت فروش می‌باشند در روز سررسید به صرافی تعیین‌شده مراجعه کرده و ارز خود را تحویل و رسید مربوطه را دریافت خواهد نمود و روز بعد از آن افراد دارای موقعیت خرید به همان صرافی مراجعه کرده و ارز خود را تحویل خواهند گرفت. تنها مشکلی که در این حالت وجود دارد این است که حجم دریافت یا تحویل یک فرد نمی‌تواند بسیار زیاد باشد. زیرا این موضوع هم برای آن فرد ممکن است مشکل‌ساز بشود و هم برای صرافی، برای رفع این مشکل می‌توان حجم قابل تحویل توسط هر فرد در سررسید را محدود نمود.

دوم آن که، یکی از الزامات راه‌اندازی قراردادهای آتی وجود قیمت‌های نقدی قابل اتکا برای دارایی پایه است. بر اساس تئوری‌های مالی قیمت‌های آتی بر مبنای قیمت نقدی و نرخ بهره در اقتصاد تعیین می‌شود. حال برخی از کارشناسان اعتقاد دارند با وجود چند نرخ بودن ارز ممکن است قیمت‌های آتی از تغییرات هر کدام از نرخ‌های ارز نقدی تأثیرپذیر باشند و این منجر به نوسانات بیشتر قیمت‌های آتی شود. طبق آمار و داده‌های موجود از بازار رسمی و غیررسمی ارز، در مواقعی تغییر قیمت‌ها در این دو بازار در خلاف جهت یکدیگر بوده است. این موضوع در نمودار ۱۰-۲ کاملاً مشهود است.

نمودار ۱۰-۲- نرخ ارز بازار آزاد و نرخ بانک مرکزی (ریال)



منبع: سایت اطلاع‌رسانی اتحادیه طلا، جواهر و سکه تهران

همان‌طور که از نمودار ۱۰-۲ مشخص است در سال‌های پایانی با وجود افزایش مدام نرخ رسمی ارز که توسط بانک مرکزی اعلام می‌شود، نرخ بازار آزاد در بسیاری از مواقع نزولی بوده است.

برای کنترل نوسانات ارزی در چنین حالتی بانک مرکزی می‌تواند از قابلیت‌های قراردادهای آتی استفاده نماید. به‌طور مثال، بانک مرکزی به‌جای خرج کردن و تحویل منابع ارزشمند ارز کاغذی خود می‌تواند با اتخاذ موقعیت فروش ارز برای دوره‌ای در آینده، علاوه بر نشان دادن عزم خود برای مدیریت نوسانات ارزی، به‌واسطه زیان بالقوه بالای سفته‌بازان در صورت اصرار بر اتخاذ موقعیت‌های خرید بیشتر، انگیزه آنان برای مقابله با سیاست‌های بانک مرکزی را کم‌رنگ نماید. توضیح بیشتر اینکه به‌واسطه معاملات اعتباری و اهرم شدن سود و زیان سفته‌بازان از یک طرف و بالا رفتن قدرت عرضه‌کننده بزرگی همچون بانک مرکزی به دلیل اهرمی بودن معاملات، قابلیت اثرگذاری اراده بانک مرکزی بر اراده سفته‌بازان در این بازار بسیار بیشتر است. نکته بسیار مهم دیگر اینکه دولت در این حالت با قدرت بیشتر و بدون از دست دادن منابع کاغذی دلار خود می‌تواند این موضوع را مدیریت نماید؛ به‌واقع دولت با وعده فروش در آینده به‌جای فروش و تحویل واقعی ارز کاغذی می‌تواند بر نوسانات بازار در حالت چند نرخی اثرگذار باشد و در سررسید هم درنهایت می‌تواند با تسویه نقدی و بدون تحویل ارز کاغذی موقعیت خود را ببندد.

درعین‌حال با اتخاذ برخی راه‌کارها می‌توان قدرت فعالان بازار در معاملات آتی را تا حد زیادی محدود کرد. به‌طور مثال در این حالت می‌توان با وضع برخی محدودیت‌ها در بازار مشتقه از قبیل محدودیت دامنه نوسان روزانه، محدودیت حجم هر سفارش، محدودیت در تعداد موقعیت‌های باز هر مشتری و... اثر چند نرخی بودن ارز و نوسانات ناشی از آن را به حداقل ممکن کاهش داد.

سوم، اینکه بعضاً این اعتقاد وجود دارد که چند نرخ بودنی می‌تواند از لحاظ فنی و عملیاتی نیز مشکلاتی در خصوص نحوه تسویه قرارداد آتی ارز ایجاد نماید. به‌طور مثال در این نوع قراردادها برای تعیین جریمه افراد دارای موقعیت باز نکول‌کننده در روز پایانی معاملات آتی، نیاز به قیمت نقدی قابل اتکا است. با وجود ارز چند نرخ، این موضوع از لحاظ فنی می‌تواند محدودیت‌هایی ایجاد نماید. برای حل این مشکل بهتر است که قیمت بازار آزاد یا همان بازار غیررسمی، به‌عنوان قیمت مرجع فعالان بازار آتی ارز در نظر گرفته شود. در این حالت طبیعتاً در خصوص مکانیسم تسویه نقدی در روز پایانی معاملات نیز قیمت نرخ ارزی که قابلیت اتکای بیشتری در بازار آزاد ارز دارد مبنای قرار خواهد گرفت، که به نظر می‌رسد قیمت‌های مستخرج از سایت www.sanarate.ir که میانگین وزنی نرخ خریدوفروش ارز بر مبنای معاملات ثبت شده در سامانه سنا توسط صرافی‌های مجاز کل کشور است، قابل اتکا است.

به‌طور خلاصه همان‌طور که مشاهده می‌گردد علی‌رغم اینکه چندنرخ بودنی ارز چالش‌های بالقوه‌ای فرا روی سیاست‌گذاران در راه‌اندازی قراردادهای آتی ارز قرار می‌دهد، با اتخاذ استراتژی‌های مناسب می‌توان این مسأله را مدیریت نمود. به عبارتی بهتر هر چند که تک‌نرخ شدن ارز به موفقیت قراردادهای آتی در رسیدن به اهداف خود کمک شایانی خواهد نمود اما محقق نشدن این موضوع، خللی در سازوکار عملیات بازار آتی ایجاد نخواهد کرد و بدون این پیش‌شرط نیز بازار آتی ارز قابل راه‌اندازی است.

۳-۲- اثرات عدم تعمیق بازار نقدی و نبود معاملات بین‌بانکی بر

بازار آتی ارز

تعامل میان بازار نقدی و آتی ارز همواره یکی از مهم‌ترین ابعاد راه‌اندازی قراردادهای آتی بوده است. معاملات مذکور از دو منظر قابل طرح و بررسی است: مرجع تعیین قیمت و تأثیرپذیری دو بازار از نوسانات همدیگر. نحوه شکل‌گیری این معاملات تا

حد زیادی به درجه توسعه یافتگی و یا میزان تعمیق بازار نقدی و وجود بازار معاملات بین بانکی ارز وابسته است.

در فصل‌های قبل توضیح داده شد که بازار بین بانکی سطح اول و یا بخش عمده فروشی بازار نقدی ارز در هر کشوری را تشکیل می‌دهد. در این بازار بانک‌ها و سایر مؤسسات مالی، به مبادلات ارزی با یکدیگر می‌پردازند. حجم هر یک از معاملات در این بازار بسیار بالا است و لذا نرخ برابری ارزها در این بازار تعیین می‌شود. در عین حال بازار بین بانکی یکی از عواملی است که منجر به سازمان‌دهی و تعمیق بازار نقدی می‌شود. در واقع پیش شرط اولیه تعمیق و سازمان‌دهی بازار نقدی ارز، راه‌اندازی بازار بین بانکی ارز است. بنابراین بازار مذکور از دو کارکرد تعیین قیمت و تعمیق بازار ارز برخوردار است.

لذا بعضاً این اعتقاد وجود دارد که عدم شفافیت و عمق کم بازار نقدی ارز و نبود معاملات بین بانکی می‌تواند منجر به افزایش نوسانات در هر دو بازار گردد.

این موضوع در حالی است که همان‌طور که قبلاً نیز اشاره گردید بازار بین بانکی ارز در ایران بعد از نوسانات ارزی سال‌های ۱۳۹۰ و ۱۳۹۱ عملاً غیرفعال گردیده است. بنابراین در این قسمت ظاهراً با دو مشکل تعیین قیمت نقدی لازم برای انجام معاملات آتی و همچنین چالش احتمالی نوسانات بازار مواجه خواهیم بود.

اما علی‌رغم این موضوع حتی در صورت نبود بازار بین بانکی فعال قراردادهای آتی با رعایت برخی شرایط قابل راه‌اندازی است. به عبارتی بهتر حال اگر نرخ نقدی ارز در کشور به‌طور قابل اتکایی برای فعالان اقتصادی مشخص باشد عمق کم بازار بین بانکی هیچ خللی در راه‌اندازی بازار مشتقه ارزی ایجاد نخواهد کرد. لازم به ذکر است که در حال حاضر بانک مرکزی و سایر بانک‌ها نرخ‌های سامانه نظارت ارزی (سنا) را به‌عنوان مرجع رسمی نرخ ارز در کشور اعلام کرده‌اند که نرخ‌های این سامانه مورد تأیید صرافی‌ها و فعالان اقتصادی نیز است.

علاوه بر این همان‌طور که عنوان گردید بررسی تجارب جهانی نشان می‌دهد که راه‌اندازی قراردادهای آتی به دلیل پایین بودن اندازه این بازار در مقایسه با بازار نقدی، تأثیر معناداری بر نوسانات بازار نقدی ندارد.

مع‌هذا جهت اطمینان از فعلیت یافتن کارکردهای قراردادهای آتی ارز برای اقتصاد ملی لازم است که بانک مرکزی به‌عنوان نهاد ناظر بر بازار پول همگام با راه‌اندازی معاملات آتی ارز نسبت به توسعه بازار بین‌بانکی ارز اقدام نماید. با توجه به اینکه این فرآیند زمان‌بر و تدریجی است، لذا نمی‌توان راه‌اندازی معاملات آتی ارز را به جهت نیاز فعالان کشور و سرمایه‌گذاران خارجی به آن مشروط به توسعه کامل چنین بازاری نمود.

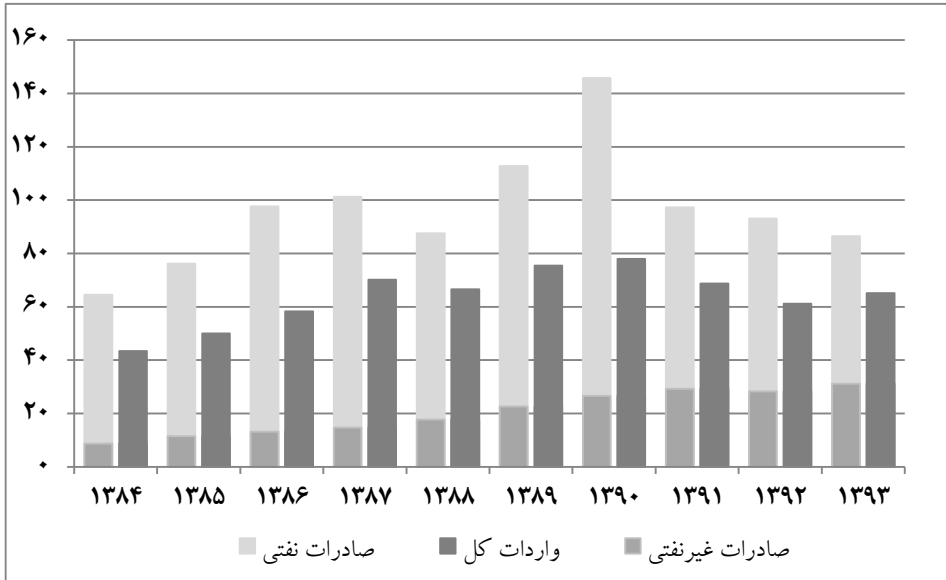
۳-۳- جایگاه بانک مرکزی در بازار معاملات قراردادهای آتی

یکی دیگر از ملاحظات آنکه در خصوص راه‌اندازی قراردادهای آتی وجود دارد نقش بانک مرکزی در این بازار است. بانک مرکزی به‌عنوان نماینده دولت، عرضه‌کننده برتر ارز در بازار نقدی است. بنابراین اولین سؤال آنکه در این خصوص مطرح می‌گردد آن است که آیا اساساً امکان راه‌اندازی قراردادهای آتی ارز در بازاری که در آن بانک مرکزی نقش عرضه‌کننده انحصارگر را ایفا می‌نماید وجود دارد یا خیر؟

برای پاسخ به این سؤال باید به این نکته توجه نمود که تراز تجاری کشور طی چند سال گذشته با کاهش حجم درآمدهای نفتی ایران تغییر یافته است. در سال‌های گذشته جریان‌های ورودی ارز به کشور تا ۸۰ درصد به صادرات نفت و گاز وابسته بود، اما در حال حاضر این ترکیب عوض شده و سهم درآمدهای ارزی ناشی از صادرات نفت و گاز به مراتب کمتر شده است. بنابراین در شرایط کنونی عرضه‌کننده عمده ارز در کشور صادرکنندگان غیرنفتی هستند نه بانک مرکزی این موضوع در نمودار ۱۰-۳ به وضوح قابل مشاهده است. هرچند این موضوع ناقض نقش بانک مرکزی در بازار ارز به‌عنوان

عرضه کننده اصلی ارز در کشور نیست اما نقش این بانک در تعیین نرخ ارز کاهش یافته است. بنابراین با حفظ شرایط موجود راه اندازی قراردادهای آتی از این جانب علی الظاهر نباید با مشکل خاصی مواجه گردد.

نمودار ۱۰-۳- آمار صادرات و واردات کشور از سال ۱۳۸۴ تا ۱۳۹۳ (میلیارد دلار)



از طرفی دیگر مطالعه تجارب کشورهای دیگر در این زمینه نشان می دهد که بانک های مرکزی عمدتاً نقش نظارتی، مرجع مقرراتی و توسعه دهنده بازار را دارند. علاوه بر این بانک مرکزی می تواند با تشویق فعالان اقتصادی و به ویژه بانک های تجاری به توسعه بیشتر بازار آتی ارز و در نتیجه افزایش کارایی و عملکرد بازار آتی ارز کمک نماید. به عبارتی بهتر بانک مرکزی می تواند با ساماندهی بازار نقدی و توسعه بازار بین بانکی، به گسترش بازار قراردادهای آتی کمک نماید. بانک مرکزی با تنظیم بازار نقدی در مواقع اضطراری نیز می تواند مانع از سرایت نوسانات بازار نقدی به بازار آتی گردد.

درعین حال همان‌طور که اشاره گردید بانک مرکزی می‌تواند از قابلیت‌های قراردادهای آتی به‌منظور اجرای سیاست‌های خود در حوزه بازار نقدی نیز استفاده نماید.

۴- الزامات موفقیت قراردادهای آتی

بر اساس مطالعات صورت گرفته قراردادهای آتی در صورتی می‌توانند به یک قرارداد موفق تبدیل شوند که دارایی پایه این قراردادها استانداردپذیر بوده، نوسان‌پذیری قیمت داشته باشند و دارای بازار نقد قوی باشند.^۱ در خصوص ارز باید گفت دارایی پایه ذاتاً یک دارایی پایه استاندارد است. همچنین بازار نقد قوی و نوسان‌پذیری نیز صادق حداقل در خصوص برخی ارزها از جمله یورو و به خصوص دلار صادق است تجربه کشورهای مختلف نیز تأییدکننده این مسأله است.

علاوه بر موارد فوق که مربوط به دارایی پایه و ویژگی‌های بازار دارایی پایه است موضوع دیگری که در موفقیت قراردادهای آتی تأثیرگذاری است نیاز فعالان بازار به قرارداد آتی و میزان استقبال و مشارکت آن‌ها در بازار است، زیرا در صورتی که فعالان از راه‌اندازی معاملات یک قرارداد استقبال نمایند زمینه شکست معاملات را فراهم کرده‌اند. با توجه به این که هنوز در ایران دانش فعالان بازار در خصوص ابزارهای مشتقه ناکافی است لازم است در این خصوص فرهنگ‌سازی لازم صورت گیرد. البته وجود معاملات آتی سکه در بورس کالای ایران و اشتراک زیاد بین فعالان بازار سکه و ارز امیدها برای موفقیت قراردادهای آتی ارز را افزایش داده است.

یکی از عناصر بسیار مهم که بر میزان استقبال ذی‌نفعان از یک قرارداد آتی تأثیرگذار است مشخصات قراردادی است که بورس اقدام به راه‌اندازی آن کرده است. با توجه

۱ درخشان، مسعود؛ مشتقات و مدیریت ریسک در بازارهای نفت، موسسه مطالعات بین‌المللی انرژی، چاپ اول، تهران، ۱۳۸۳، ص

به اهمیت این موضوع در بخش دوم این فصل اصول حاکم بر طراحی مشخصات قرارداد آتی ارزی بررسی شده است.

در کنار موارد فوق که در خصوص همه بازارهای قراردادهای آتی صادق است موضوع دیگری که خاص بازار ارز علی‌الخصوص در ایران است نقش بانک مرکزی در موفقیت بازار قراردادهای آتی است. که بحث آن به صورت مفصل در قسمت قبل صورت گرفت.

۵- طراحی مشخصات قرارداد

از آنجایی که راه‌اندازی قرارداد آتی بر روی دارایی‌های پایهی جدید در بازارهای مالی دنیا همواره فرآیندی پیچیده و پرهزینه بوده است، لذا بورس‌ها و نهادهای مالی فعال در زمینه راه‌اندازی قراردادهای آتی جدید نسبت به موفقیت قراردادهای جدیدی که به بازار ارائه می‌کنند حساسیت بالایی دارند. از این رو سعی می‌شود با در نظر گرفتن عوامل و دلایل موفقیت و یا عدم موفقیت یک قرارداد آتی جدید قبل از راه‌اندازی آن، ملزومات مورد نیاز برای راه‌اندازی آن بررسی شوند.

همان‌طور که اشاره شد عوامل موفقیت قراردادهای آتی به دو دسته ویژگی‌های دارایی پایه و وضعیت بازار آن دارایی و عوامل مؤثر در طراحی قرارداد قابل تقسیم‌بندی است.^۱ توجه کافی به اندازه و حجم قرارداد، استانداردسازی مناسب قراردادها، تعیین ماه‌های مناسب برای تحویل، مقدار وجه تضمین، دامنه نوسان قیمت روزانه و... را می‌توان در دسته دوم قرار داد که باید در طراحی مشخصات قرارداد آتی لحاظ شوند.

۱. "الزامات مورد نیاز برای موفقیت قراردادهای آتی" گزارش شماره ۹۰۳۲۱

در ادامه با توجه به تجربه جهانی و بررسی مشخصات قرارداد آتی ارز و نیز مقررات و دستورالعمل‌ها در بیش از ۱۰ بورس معاملات آتی دنیا و نیز توجه به فرهنگ معاملاتی فعالان بازار ارز در کشور و مسائل مرتبط با مدیریت ریسک مدنظر بورس‌ها، موضوعات مهم در خصوص طراحی مشخصات قرارداد آتی ارز در بندهای مختلف بررسی خواهد شد. این بندها شامل استاندارد دارایی پایه، واحد اعلام قیمت، اندازه قرارداد، حداقل تغییر قیمت هر سفارش^۱، ماه قرارداد، ساعات معاملاتی، وجوه تضمین و دامنه تغییرات قیمتی روزانه و... است که در مورد هر یک از آن‌ها به تفصیل مطالبی ارائه خواهد شد.

۵-۱- استاندارد دارایی پایه

ارزهای دلار و یورو از آنجایی که واحدهای پولی استاندارد و شناخته شده‌ای در سطح جهان می‌باشند لذا جزو استانداردترین دارایی‌های قابل مبادله می‌باشند. و معمولاً در بیشتر کشورها قراردادهای آتی ارز بر روی این ارزها و به خصوص دلار راه‌اندازی شده‌اند.

۵-۲- حداقل تغییر قیمت هر سفارش

طبق بررسی‌های صورت گرفته حداقل تغییر قیمت هر سفارش در تمامی بورس‌های مورد بررسی کوچک‌ترین واحد پولی آن کشور در مقابل ارز مورد بررسی بوده است اگرچه در مورد قرارداد آتی سایر دارایی‌ها به جز ارزها می‌تواند غیر از کوچک‌ترین واحد پولی کشور موردنظر باشد ولی در خصوص ارزها این گونه نیست.

۵-۳- اندازه قرارداد

اندازه قرارداد دلار به رویه در بورس ملی اوراق بهادار هند، قرارداد دلار به روبل در بورس آتی و اختیار روسیه، قرارداد دلار به پزو در بورس روساریو(آرژانتین) و قرارداد دلار به

لیبر در بورس ترکیه برابر ۱,۰۰۰ دلار و اندازه قرارداد دلار به وون در بورس کره ۱۰,۰۰۰ دلار و اندازه قرارداد دلار به ریل در بورس BM&F برزیل برابر ۵۰,۰۰۰ دلار است.

همچنین اندازه قرارداد یورو به دلار در بورس تجاری شیکاگو و بورس کالای سنگاپور برابر ۱۲۵,۰۰۰ یورو و اندازه قرارداد یورو به دلار در بورس کالا و طلای دبی برابر ۵۰,۰۰۰ یورو است.

اندازه قرارداد یورو به روپیه در بورس چند کالایی هند برابر ۱,۰۰۰ یورو و اندازه قرارداد پوند به روپیه بورس متحد ارز در هند برابر ۱,۰۰۰ پوند است.

در تعیین اندازه قرارداد برای یک قرارداد آتی باید به موارد زیادی توجه شود که مهم‌ترین آن‌ها در نظر گرفتن ملاحظات مربوط به هزینه‌های معاملاتی و کارمزدها و درعین حال توجه به قدرت خرید سرمایه‌گذاران و لزوم جذب بیشترین تعداد سرمایه‌گذار به این بازار است.

یعنی از یک طرف هرچه اندازه قرارداد بزرگ‌تر باشد (بر فرض ثابت بودن عدد کارمزد) به دلیل کاهش هزینه‌های معاملاتی برای سرمایه‌گذاران بهتر خواهد بود، از طرفی باید توجه شود که حجم یک قرارداد به نحوی تعیین شود که بیشترین تعداد سرمایه‌گذار با توجه به قدرت خریدشان توان ورود به بازار این قرارداد را داشته باشند. در اینجا منظور از قدرت خرید در واقع توان افراد برای پرداخت مقدار وجه تضمین اولیه هر قرارداد است. پس مقدار وجه تضمین قراردادها (که در بند ۷ به آن اشاره شده است) نیز در تعیین اندازه قرارداد نقش دارد.

۵-۴- ماه قرارداد

ماه قرارداد در سه بورس تجاری شیکاگو، بورس کالا و طلای دبی و بورس کالای سنگاپور که دارای قرارداد یورو به دلار هستند به صورت سه ماهه و در ماه‌های مارس (۳)،

ژوئن (۶)، سپتامبر (۹) و دسامبر (۱۲) قرار دارد. بورس آتی و اختیار روسیه نیز با داشتن قرارداد دلار به روبل، ماه قرارداد را مشابه بورس‌های ذکر شده به صورت سه ماهه تعیین کرده است. سایر بورس‌ها با داشتن قرارداد دلار به پول ملی کشورشان، کلیه ماه‌های سال را به عنوان سررسید قرارداد انتخاب نموده‌اند.

همان‌طور که مشاهده می‌شود بورس‌هایی که قرارداد یورو به دلار دارند ماه‌های سررسید یکسانی را برای سررسید انتخاب نموده‌اند. به نظر می‌رسد که تحویل فیزیکی یا تسویه نقدی قرارداد در سررسید، ارتباطی با تعیین ماه‌های سررسید نداشته باشد و عمده مسئله‌ای که برای بورس‌ها مهم است توجه به تطابق سررسیدها با نیازهای پوشش ریسک فعالان بازار است، چراکه سایر بورس‌ها اغلب تمامی ماه‌های سال را برای سررسید قرارداد خود تعیین کرده‌اند.

جدول ۱۰-۲- ماه‌های سررسید قرارداد در بورس‌های مختلف

ژانویه	فوریه	مارس	آوریل	می	ژوئن	جولای	اگوست	سپتامبر	اکتبر	نوامبر	دسامبر	
*	*	*	*	*	*	*	*	*	*	*	*	تجاری شیکاگو
*	*	*	*	*	*	*	*	*	*	*	*	بورس BM&F برزیل
*	*	*	*	*	*	*	*	*	*	*	*	چند کالایی هند
*	*	*	*	*	*	*	*	*	*	*	*	بورس ملی اوراق بهادار هند
*	*	*	*	*	*	*	*	*	*	*	*	بورس متحد ارز هند

*	*	*	*	بورس کالا و طلای دبی
*	*	*	*	بورس کالای سنگاپور
*	*	*	*	بورس آتی و اختیار روسیه
*	*	*	*	بورس روساریو آرژانتین
*	*	*	*	بورس ترکیه

وجود ریسک مبنا^۱ برای پوشش دهندگان ریسک^۲ یکی از عواملی است که باعث می‌شود هیچ‌گاه پوشش ریسک کامل اتفاق نیفتد. مهم‌ترین عواملی که باعث ایجاد ریسک مبنا می‌شود عبارتند از:

۱- عدم تطابق زمان سررسید قرارداد آتی و سررسید مواجهه با ریسک پوشش‌دهنده ریسک

۲- ناهمسانی دارایی پایه قرارداد آتی با کالایی که قصد پوشش ریسک آن را داریم (پوشش ریسک متقاطع)

در طراحی یک قرارداد آتی باید به گونه‌ای رفتار شود که تا حد امکان، ریسک مبنا برای پوشش‌دهندگان ریسک کاهش یابد، یعنی طراحی قراردادهایی با دوره‌های تحویل

1 Basis risk

2 Hedgers

مناسب‌تر برای پوشش‌دهندگان ریسک. بدین منظور لازم است نیازهای پوشش ریسکی فعالان این بازار مورد بررسی قرار گیرد.

۵-۵- ساعات معاملاتی

ساعات معاملاتی در هیأت تجاری شیکاگو، بر روی سامانه معاملات الکترونیکی globex از ساعت ۵ بعدازظهر هر روز تا ۴ بعدازظهر روز بعد (روزهای یکشنبه تا جمعه) است و معاملات حراج حضوری آن نیز از ساعت ۷:۳۰ تا ۲ بعدازظهر هر روز (روزهای دوشنبه تا جمعه است).

ساعات معاملاتی بورس BM&F برزیل دوشنبه تا جمعه از ساعت ۹ صبح تا ۶ بعدازظهر و در بورس کالا و طلای دبی از ساعت ۷ صبح هر روز تا ۳:۳۰ (روزهای دوشنبه تا جمعه) و در بورس هند دوشنبه تا جمعه از ساعت ۹ صبح تا ۵ بعدازظهر است.

در بورس سنگاپور معاملات از ساعت ۸ صبح الی ۵ صبح روز بعد روزهای دوشنبه تا جمعه انجام می‌شود.

بورس کره روزهای دوشنبه تا جمعه از ساعت ۹:۰۰ الی ۱۵:۱۵ و بورس روساریو (آرژانتین) روزهای دوشنبه تا جمعه از ساعت ۱۰:۰۰ الی ۱۵:۳۰ و بورس آتی و اختیار روسیه از ساعت ۱۰:۰۰ صبح تا ۲۳:۵۰ بعدازظهر را به‌عنوان ساعت معاملاتی انتخاب نموده‌اند.

در اکثر بورس‌ها، معاملات در یک جلسه معاملاتی انجام می‌شود و برای تعیین ساعت دقیق معاملات نیز توجه به زمان کشف قیمت در بازار نقد داخلی و یا بازارهای جهانی بسیار مهم است. لازم است معاملات بازار معاملات قراردادهای آتی نیز پوشش‌دهنده معاملات در بازار نقد باشد.

۵-۶- وجوه تضمین و دامنه‌ی تغییرات قیمتی روزانه

مقدار وجوه تضمین باید به اندازه کافی زیاد باشد تا بتواند نقش ضمانت اجرای مبادلات آتی را به خوبی ایفا نماید. اما از طرفی بالا رفتن مقدار سپرده به معنای افزایش هزینه معاملات است. همچنین انتخاب مقادیر بالای سپرده می‌تواند قدرت فعالان بزرگ بازار را افزایش دهد و شاید حتی اجازه ورود فعالان کوچک‌تر به بازارهای آتی و بهره‌گیری آنان از مزایای ابزارهای مشتقه را ندهد. لذا به‌منظور طراحی یک قرارداد آتی موفق لازم است مقدار سپرده، به‌عنوان حداقل مقداری که می‌تواند ریسک قصور معاملات را پوشش دهد، تعیین گردد. از طرفی مقدار وجه تضمین اولیه اخذشده با دامنه تغییرات قیمت ارتباط مستقیم دارد و این دو مفهوم باید در کنار یکدیگر دیده شوند.

۵-۷- سقف مجاز موقعیت‌های معاملاتی باز

سقف مجاز موقعیت‌های معاملاتی از دو جهت دارای اهمیت است. از یک جهت سقف مجاز موقعیت‌های معاملاتی به‌عنوان یکی از لایه‌های مدیریت ریسک بورس‌ها عمل می‌کند. یعنی بورس‌ها با قراردادن سقف موقعیت معاملاتی برای معامله‌گران به نوعی ریسک نکول آن‌ها را در اثر ناتوانی مالی ناشی از زیان در قراردادهای آتی را کنترل می‌کنند. از طرف دیگر سقف مجاز موقعیت‌های معاملاتی به‌عنوان ابزاری نظارتی مورد استفاده قرار می‌گیرد و به‌این ترتیب از اثرگذاری فرد یا گروهی از معامله‌گران بر بازار به‌صورت یک‌طرفه جلوگیری می‌کنند. در جدول ۱۰-۳ سقف موقعیت‌های اتخاذی برای مشتریان در قرارداد آتی ارز بورس‌های مختلف ذکر شده است.

جدول ۱۰-۳- سقف موقعیت‌های معاملاتی باز برای مشتری در قرارداد آتی برای برخی بورس‌ها

نام بورس	سقف موقعیت‌های معاملاتی در قراردادها
هیأت تجاری شیکاگو بورس BM&F برزیل	۱۰,۰۰۰ قرارداد ۲۰ درصد کل قراردادهای باز یا ۱۰,۰۰۰ قرارداد هر کدام که بزرگ‌تر باشد.
بورس هند (شامل بورس چند کالایی، ملی اوراق بهادار و متحد ارز)	برای مشتریان ۶ درصد کل قراردادهای باز یا ۱۰,۰۰۰ قرارداد، برای کارگزاران وابسته ۱۵ درصد کل قراردادهای باز یا ۵۰,۰۰۰ قرارداد، برای کارگزاران عضو ۱۵ درصد کل قراردادهای باز یا ۱۰۰,۰۰۰ قرارداد هر کدام که بیشتر باشد.
بورس کالا و طلای دبی	بدون محدودیت
بورس کالای سنگاپور	بدون محدودیت
بورس کره	در موارد لازم بورس تصمیم‌گیری می‌کند.

۵-۸- قیمت تسویه نهایی

در بورس‌های مختلف معاملات قراردادهای آتی معمولاً روش محاسبه قیمت تسویه پایانی یعنی قیمت تسویه آخرین روز معاملاتی که تحویل و یا تسویه نقدی قراردادها بر مبنای آن انجام می‌شود، متفاوت از نحوه محاسبه قیمت تسویه روزانه است و دلیل آن نیز لحاظ کردن قیمت‌های نقدی در محاسبه قیمت آتی به دلیل امکان عدم شکل‌گیری کامل همگرایی قیمت در سررسید قرارداد آتی است. این نحوه محاسبه تا حدود زیادی انگیزه نکول را در بین خریداران و یا فروشندگان در سررسید از بین می‌برد. در جدول ۱۰-۴ روش‌های مختلف محاسبه قیمت تسویه نهایی در چند بورس ذکر شده است.

جدول ۱۰-۴- روش‌های محاسبه‌ی قیمت تسویه نهایی در برخی بورس‌ها

نام بورس	روش محاسبه‌ی قیمت تسویه
هیأت تجاری شیکاگو	میانگین وزنی قیمت معاملات در یک زمان مشخص، تسویه روزانه ساعت ۱۴ روزهای کاری انجام می‌شود.
بورس BM&F برزیل	میانگین وزنی قیمت معاملات در ۱۵ دقیقه آخر یا قیمتی که توسط بورس تعیین می‌شود. روش محاسبه قیمت تسویه نهایی: برابر نرخ کشف شده در آخرین روز معاملاتی در بازار نقدی که توسط بانک مرکزی برزیل اعلام می‌شود
بورس چند کالایی هند	میانگین وزنی قیمت معاملات در نیم ساعت آخر یا هر قیمت دیگری که توسط نهاد مربوط تعیین شود. روش محاسبه قیمت تسویه نهایی: نرخ مرجع اعلام شده توسط بانک مرکزی هند
بورس ملی اوراق بهادار هند	میانگین وزنی قیمت معاملات در نیم ساعت آخر روش محاسبه قیمت تسویه نهایی: نرخ مرجع اعلام شده توسط بانک مرکزی هند
بورس متحد ارز هند	میانگین وزنی قیمت معاملات در نیم ساعت آخر روش محاسبه قیمت تسویه نهایی: نرخ مرجع اعلام شده توسط بانک مرکزی هند در آخرین روز معاملاتی
بورس آتی و اختیار روسیه	قیمت تسویه نهایی میانگین موزون قیمت‌های معامله شده و سفارشات از ساعت ۱۲:۲۵ تا ۱۲:۳۰ بعدازظهر
بورس روساریو (آرژانتین)	روش محاسبه قیمت تسویه نهایی: نرخ مرجع اعلام شده توسط بانک مرکزی آرژانتین
بورس ترکیه	میانگین موزون قیمت همه معاملات ۱۰ دقیقه پایانی، اگر در ۱۰ دقیقه پایانی کمتر از ۱۰ معامله انجام شود میانگین موزون قیمت ۱۰ معامله آخر، اگر در جلسه معاملاتی کمتر از ۱۰ معامله انجام شود میانگین موزون قیمت همه معاملات، اگر در جلسه معاملاتی هیچ معامله‌ای صورت نگیرد قیمت تسویه روز قبل روش محاسبه قیمت تسویه نهایی: نرخ USD/TRY اعلامی توسط بانک مرکزی ترکیه در ساعت ۳:۳۰ آخرین روز معاملاتی

۵-۹- نحوه تسویه قرارداد

با توجه به تجربه بورس‌های مختلف در عمده این بورس‌ها تسویه نهایی قرارداد به صورت تسویه نقدی انجام می‌پذیرد. درحالی که تنها در چند بورس روش تحویل فیزیکی وجود دارد. البته باید توجه داشت که در عمده مشتقات مالی روش تسویه نقدی روشی مرسوم است.

جدول ۱۰-۵- نحوه تسویه قرارداد در برخی بورس‌ها

نام بورس	نحوه تسویه قرارداد
تجاری شیکاگو	تسویه فیزیکی
بورس BM&F برزیل	تسویه نقدی
چند کالایی هند	تسویه نقدی
بورس ملی اوراق بهادار هند	تسویه نقدی
بورس متحد ارز هند	تسویه نقدی
بورس کالا و طلای دبی	تسویه فیزیکی
بورس کالای سنگاپور	تسویه فیزیکی
بورس آتی و اختیار روسیه	تسویه نقدی
بورس کره	تسویه فیزیکی
بورس روساریو آرژانتین	تسویه نقدی
بورس ترکیه	تسویه نقدی

جمع‌بندی

با عنایت به شرایط خاص بازار ارز در ایران، به نظر می‌رسد که با توجه به تجربه موفق راه‌اندازی و انجام معاملات قراردادهای آتی ارز در ایران بر روی سکه طلای بهار آزادی و با توجه به ضرورت‌های راه‌اندازی ابزار پوشش ریسک ارزی، راه‌اندازی بازار قراردادهای آتی ارز می‌تواند شروع مناسبی برای گسترش ابزارهای پوشش ریسک ارز در ایران باشد. در

راه‌اندازی قراردادهای آتی لازم است که ملاحظات مدنظر قرار گیرد. چند نرخ بودنی ارز، نبود بازار بین‌بانکی و نقش انحصاری بانک مرکزی در بازار ارز از جمله مواردی است که باید در این زمینه مورد توجه سیاست‌گذاران قرار گیرد. تجزیه و تحلیل شرایط موجود نشان می‌دهد که برای هر کدام از این چالش‌ها می‌توان راهکارهای بهینه‌ای جهت راه‌اندازی موفقیت‌آمیز قراردادهای آتی ارائه نمود. موفقیت بازار قراردادهای آتی وابسته به ویژگی‌های دارایی پایه و وضعیت بازار آن دارایی و طراحی مشخصات قرارداد است. دارایی پایه این قراردادها باید استاندارد و دارای بازار نقد قوی و قیمت پرنوسان باشد. همان‌طور که اشاره شد لازم است شرط کافی نیز با توجه به تجربه کشورهای موفق در راه‌اندازی معاملات قراردادهای آتی ارز در طراحی مشخصات قرارداد لحاظ شود. در بخش دوم این فصل تلاش شد بر همین اساس موضوعات مختلفی که در مشخصات یک قرارداد آتی ارز معمولاً مورد توجه قرار می‌گیرد مورد بررسی قرار گیرد.

همچنین در این فصل اشاره شد با توجه به این که بانک مرکزی ایران مسئولیت فروش ارز حاصل از صادرات دولت در بازار را بر عهده دارد و یکی از ذی‌نفعان عمده در بازار ارز به شمار می‌رود و با توجه به اینکه طبق مطالعات صورت گرفته در برخی از کشورها علی‌رغم این که بانک مرکزی نقش پررنگی همچون ایران ندارد ولی بانک‌های مرکزی آن‌ها حضور پررنگی در نظارت بر بازار آتی ارز دارند، به نظر می‌رسد لازم است بانک مرکزی ایران با حضور پررنگ در بازار آتی ارز، مداخله در بازار ارز برای اهداف سیاست‌های کلان اقتصادی را پیگیری نماید.

منابع و مأخذ

۱. برهان آزاد، لیدا، امکان ایجاد بازار سلف ارز در ایران، تهران: پژوهشکده پولی و بانکی، بانک مرکزی جمهوری اسلامی ایران، چاپ اول، نوبت اول، تابستان ۱۳۸۷.
۲. درخشان، مسعود، مشتقات و مدیریت ریسک در بازارهای نفت، موسسه مطالعات بین‌المللی انرژی، چاپ اول، تهران، (۱۳۸۳).
۳. شهاب‌الدینی، حمید، فولادی‌فر، آناهیتا. راه‌اندازی قراردادهای آتی ارز در شرکت بورس کالای ایران، شماره گزارش ۹۴۲۲۵ بورس کالای ایران، ۱۳۹۴.
۴. فلاح، جواد. امکان‌سنجی راه‌اندازی قراردادهای آتی ارز (با تأکید بر تجربه برخی کشورها)، شماره گزارش ۹۰۴۰۲ بورس کالای ایران، ۱۳۹۰.
۵. هال، جان. مبانی مهندسی مالی و مدیریت ریسک، ترجمه علی صالح آبادی و سجاد سیاح، گروه یارانه تدبیر پرداز، ۱۳۸۴.
6. Chance, Don. M. (1995), "A Chronology of Derivatives", *Derivatives Quarterly*, Winter 1995.
7. Cheng, I. H., & Xiong, W. (2013). The financialization of commodity markets (No. w19642). National Bureau of Economic Research.

فصل یازدهم:

بررسی ابعاد فقهی معاملات قراردادهای آتی ارز

مقدمه

بسیاری از فعالان اقتصادی که به نحوی با مبادلات خارجی مواجه هستند، نیاز به تأمین ارز خارجی دارند. گاهی نیاز به ارز خارجی برای مصارف جاری است و گاهی این نیاز مربوط به تأمین مالی فعالیت‌ها در آینده است. از طرفی صاحبان ارزشهای خارجی نیز گاهی نیاز به پول داخلی دارند و به دنبال آن هستند که با عرضه وجوهات خارجی، نیاز خود به پول داخلی را چه در حال و چه در آینده تأمین نمایند. همه این افراد با ریسک و گاهی عدم اطمینان شدید نسبت به آینده مواجه هستند و معمولاً تصور درست و دقیقی از آینده ندارند. خصوصاً سرمایه‌گذاران خارجی که به قصد سرمایه‌گذاری به کشوری ورود می‌کنند و نمی‌دانند در پایان دوره سرمایه‌گذاری‌شان آیا می‌توانند دارایی خود را با نرخ قابل قبول و معینی تبدیل به ارز کشور خود نمایند یا خیر؟ برنامه‌ریزی صحیح برای پیشرفت در فعالیت‌های اقتصادی مستلزم امکان پیش‌بینی و یا حداقل ابزارهایی برای پوشش ریسک است. متخصصان امور مالی برای حل این مشکل و ایجاد اطمینان برای فعالان اقتصادی ابزارهای جدید بسیاری را ابداع نموده‌اند که روزبه‌روز بر تنوع آن‌ها افزوده می‌شود. یکی از این نوآوری‌ها ابزارهای مالی مشتقه است که افزون بر حذف ریسک نوسان قیمت‌ها آثار مثبتی از قبیل افزایش حجم معاملات، نقد شوندگی بالا، هزینه پوشش ریسک پایین و کارایی بالا را دارند که این آثار موجب بالا رفتن جاذبه مشتقات شده است. اگرچه اصل برخی از این قراردادها در گذشته هم وجود داشته است؛ اما به صورت پیشرفته‌ی امروزی می‌توان گفت که این قراردادها از نوآوری‌های متخصصان امور مالی در دوران جدید محسوب می‌شود. برای حصول به این آثار لازم است شرایط رقابتی در بازار حاکم باشد؛ یعنی تعداد فروشندگان و خریداران زیاد باشند به طوری که هیچ معامله‌گری قدرت انحصاری نداشته باشد (معصومی‌نیا، ۱۳۸۵).

فلسفه اصلی ابداع این قراردادها پوشش ریسک است؛ به گونه‌ای که می‌توان گفت مشتقات همان ابزارهای مدیریت ریسک هستند. معاملاتی که با استفاده از ابزارهای مشتقه

صورت می‌گیرد، حجم زیادی از معاملات بازارهای بورس را به خود اختصاص می‌دهد. بسیاری از متخصصان، وجود بازارهای مالی پیشرفته که زمینه‌ساز تأمین مالی و پوشش ریسک کارا می‌باشند را، شرط لازم رشد اقتصادی می‌دانند. کشورهای اسلامی نیز باید بازارهای مالی خود را با انطباق ابزارهای جدید با موازین شرعی توسعه دهند؛ بنابراین در ابتدا باید مشخص شود که کدامیک از ابزارهای مشتقه با موازین شریعت سازگار است؟ و آیا می‌توان برای ابزارهایی که مشکل شرعی دارند جایگزین‌های مناسب ابداع نمود؟ تحریم ربا، نفی غرر و حرمت اکل مال به باطل از مهم‌ترین قیودی هستند که هر ابزاری باید شامل آن‌ها باشد و در صورتی که حتی یکی از شرایط مورد نظر را نداشته باشد، محل استفاده قرار نخواهد گرفت. بررسی چارچوب‌های شرعی و انطباق آن با ابزار مشتقه موضوعی است که در این بخش بدان پرداخته می‌شود. در ابتدا ضمن معرفی اجمالی انواع قراردادهای مشتقه، به بررسی ماهیت حقوقی پیمان‌های آتی و قراردادهای آتی پرداخته‌ایم. با توجه به تبیین صورت گرفته در ادامه، نظر کمیته فقهی بورس به عنوان مرجع ذی‌صلاح در این حوزه را مطرح نموده‌ایم.

۱- قراردادهای آتی و ماهیت حقوقی آن‌ها

۱-۱- انواع ابزارهای مشتقه

همان‌طوری که در بخش‌های قبلی نیز ابزارهای مشتقه را مورد بررسی قرار دادیم، این ابزارها به ۴ دسته کلی تقسیم می‌شوند. علت نام‌گذاری این ابزارها به ابزارهای مشتقه این است که ارزش آن‌ها از ارزش آینده‌ی دارایی‌های واقعی (دارایی پایه) که مبنای قرارداد است، مشتق می‌شود. دارایی پایه در اینجا ارز محسوب می‌شود. این ابزارها به شرح زیر هستند:

الف. پیمان‌های آتی^۱

ب. قراردادهای آتی^۲

ج. قراردادهای اختیار معامله^۳

د. قراردادهای سوآپ^۴

تعریف هر کدام از این ابزارها و کارکرد آن‌ها و همچنین سهم هر یک از آن‌ها در بازار از جمله موضوعات مهمی بود که در بخش‌های قبلی مورد بررسی قرار گرفت. این بخش به دنبال بررسی ابعاد شرعی و تطبیق موازین اسلامی بر این عقود است. با این وجود با توجه به موضوع مورد بحث، آنچه بیشتر از همه در این بخش محل بحث است، قراردادهای آتی و همچنین پیمان‌های آتی است.

۱-۲- ماهیت حقوقی قراردادهای آتی و پیمان‌های آتی

همان‌طوری که در بخش‌های قبلی نیز مطرح گردید، پیمان‌های آتی و قراردادهای آتی از لحاظ ساختاری و از لحاظ نوع قرارداد، تفاوت ماهوی با یکدیگر ندارند و تفاوت آن‌ها از جهات مختلفی قابل بررسی است که مهم‌ترین آن‌ها وجود بازار ثانویه برای قراردادهای آتی و وجود سازوکار تضمین معاملات از طریق سازوکار دریافت وجه تضمین در این معاملات است که در مورد پیمان‌های آتی این گونه نیست. (معصومی‌نیا، ۱۳۸۵)

اینکه از لحاظ حقوقی چنین عقدی چه ماهیتی دارد محل بحث و بررسی کارشناسان قرار گرفته است. به‌طور کلی برای رسیدن به پاسخ این پرسش و همچنین مشروعیت این

1 Forwards
2 Futures
3 Options
4 Swaps

قراردادها مقالات و کتاب‌هایی نوشته شده است که با توجه به هدف این نوشته و رعایت بحث اختصار از آوردن استدلال‌های موجود خودداری می‌شود.

در این میان ایراداتی همچون غرری بودن، اکل مال بالباطل بودن، قمار بودن و مواردی از این دست به ماهیت این قراردادها نوظهور وارد شده است که در منابع موافقان این قراردادها به تفصیل به آن‌ها پرداخته شده است و جواب همه آن‌ها داده شده است. بنا بر آنچه در بالا گفته شد در این فصل محوریت بحث با توجه به مذاکرات و مصوبات کمیته فقهی سازمان بورس و اوراق بهادار است.

کمیته فقهی سازمان بورس طی جلسات و بررسی‌های کارشناسی طولانی با آوردن مباحث مرتبط با ادله موافقان و مخالفان نهایتاً به تأیید این قراردادها حکم داده است. این موارد در ادامه خواهد آمد. البته بایستی توجه داشت که بنا بر اصول مباحث علمی منظور از آوردن نظرات مورد بحث کمیته فقهی این نیست که کلیه نظرات موجود همین است و حتی افراد موافق با تأیید این قراردادها نیز ممکن است از مسیری دیگر به مشروعیت این قراردادها رسیده‌اند اما همان‌طور که آمد راه اختصار و توجه به توصیفی دقیق از این قراردادها بیشتر مورد نظر بوده است.

نکته با اهمیت در این بین این است که مشروعیتی که برای این قراردادها در نظر گرفته شده است فارغ از این نکته است که موضوع مورد معامله چیست. خواه کالا باشد و خواه ارز تفاوتی در ماهیت و مشروعیت این قراردادها نخواهد داشت. این مسئله مختص قراردادهای آتی نیست بلکه در مواجهه با هر نهاد قراردادی رویه موجود همین است که آمد. البته موضوعات مورد معامله که بنا بر حقوق و فقه امامیه که مورد نهی و تحریم است امریست علی حده و آن موارد در هر قالب قراردادی مورد تحریم است. مواردی نظیر مسکرات و آلات قمار از این نوعند.

مورد دیگری که مناسب است که بدان اشاره شود این است معاملات اولیه و ثانویه صرفاً بنا بر مسائل رویه‌ای و مرحله‌ای معنا پیدا کرده‌اند و از لحاظ قصد معامله و شرایط اساسی آن هیچ‌گونه تفاوتی بین معاملات اولیه و ثانویه ایجاد نمی‌شود. با این توضیح که فرد هرگاه معامله می‌کند مستقلاً قراردادی را منعقد می‌کند که شرایط یک قرارداد آتی را دارا است و نکته‌ی خاصی که از آن برای تفاوت حقوقی و حتی توصیفی معاملات ثانویه با اولیه قائل شویم وجود ندارد. لذا با این نظر هر رویه‌ای که در خصوص معاملات آتی برگزینیم در همه آن‌ها باید رعایت گردد.

۲- بررسی نظر کمیته فقهی بورس

کمیته فقهی بورس به عنوان مرجع ذی‌صلاح در تعیین چارچوب‌های شرعی بازار سرمایه، معاملات قراردادهای آتی را از جهات مختلفی موردبررسی قرار داده است. در این بخش سعی شده است که نگاه کمیته فقهی بورس تبیین شود.

از نگاه کمیته فقهی بورس باید قراردادهای آتی را در دو حالت موردبررسی قرار داد. حالت اول مربوط به زمانی است که طرفین مبادله قصد تحویل کالا را دارند و مبادله درنهایت به تسویه فیزیکی منجر می‌شود. حالت دوم مربوط به زمانی است که طرفین قصد جدی بر انجام معامله در روز تسویه ندارند و تسویه به صورت نقدی انجام می‌گیرد. هر یک از این دو حالت ویژگی‌های خاص خود را دارد که باید به تفصیل موردبررسی قرار گیرد.

۲-۱- بررسی فروض مختلف

فروض خرید و فروش به قصد تحویل کالا

در این فرض تولیدکننده، برای پوشش ریسک، اقدام به فروش محصولات آینده خود می‌کند و بنا دارد محصولات فروخته‌شده را در سررسید مقرر تحویل دهد و برای این منظور برنامه‌ریزی می‌کند، خریدار نیز قصد جدی برای خرید کالا دارد و باید تا سررسید کالای خریداری‌شده را به دیگری بفروشد و یا در سررسید کالای مذکور را تحویل بگیرد. در این فرض سه حالت قابل تصور است:

۱- تولیدکننده، محصول آینده خود را که از جهت جنس، نوع، اوصاف، مقدار و زمان تحویل مشخص شده در مقابل مبلغی معین که زمان، مکان و کیفیت پرداخت آن مشخص شده می‌فروشد، خریدار نیز به این ترتیب می‌خرد. در این حالت از نظر فقهی با اشکالات زیر مواجه می‌شویم:

- در این معامله اگر کل ثمن مدت‌دار باشد معامله از نوع بیع کالی به کالی خواهد بود و اگر بخشی از ثمن مدت‌دار باشد معامله از نوع بیع سلف خواهد بود که در آن کل ثمن پرداخت نشده است و هر دو فرض از نظر فقهی اشکال دارد
- چون موضوع بیع وجود خارجی ندارد، معامله از باب بیع معدوم و بیع مالیس عندک خواهد بود که مطابق روایت «لا تبع ما لیس عندک» اشکال دارد
- از آنجاکه هیچ‌یک از ثمن و مثن حین معامله وجود ندارد یا تحویل داده نمی‌شود قصد جدی بر انجام معامله نخواهد بود
- از آنجاکه کالا در آینده تولید می‌شود از جهت امکان تحویل و اوصاف محل تردید و ابهام است و این موجب غرر می‌شود

کمیته بعد از بررسی اشکالات چهارگانه این حالت، به این نتیجه رسیده است، که اشکالات دوم تا چهارم وارد نیست، اما اشکال اول وارد است و باید برای حل آن راهکاری پیدا نمود.

۲- تولیدکننده، متعهد می‌شود مقدار معینی از محصول آینده خود را که از جهت جنس، نوع، اوصاف و زمان تحویل مشخص شده در مقابل مبلغی معین که زمان، مکان و کیفیت پرداخت آن مشخص شده بفروشد، خریدار نیز متعهد می‌شود در سررسید مقرر، آن محصول را به آن قیمت خریداری کند. در این حالت از نظر مشهور فقها معامله‌ای واقع نشده و طرفین تنها نسبت به هم متعهد شده‌اند و این تعهد شرط ابتدایی است و لزوم وفا ندارد و هر یک از متعاملین در سررسید می‌توانند از انجام معامله امتناع کنند

۳- تولیدکننده، تعهد خود مبنی بر فروش مقدار معینی از محصول آینده خود که از جهت جنس، نوع، اوصاف و زمان تحویل مشخص شده در مقابل مبلغی معین (که معمولاً درصد کمی از قیمت کالا است) می‌فروشد و خریدار با پرداخت آن مبلغ تعهد تولیدکننده را خریداری می‌کند. اشکال در اینجا به مبیع واقع شده است و از نظر مشهور فقها صحیح نیست چون به اعتقاد آنان مبیع باید از اعیان باشد و تعهد فروش جزو اعیان نیست. در ضمن این راه کار با ماهیت قراردادهای آتی متفاوت است چون اصولاً در قراردادهای آتی دو طرف متعهد می‌باشند و هیچ یک از طرفین در هنگام انعقاد قرارداد به طرف مقابل مبلغی پرداخت نمی‌کند.

فرض خریدوفروش بدون قصد تحویل کالا (خریدوفروش کاغذی)

در این فرض فروشنده، مقدار معینی از کالای مشخص را که از جهت جنس، نوع، اوصاف، مقدار و زمان تحویل مشخص شده در مقابل مبلغی معین که زمان، مکان و کیفیت پرداخت آن مشخص شده می‌فروشد، خریدار نیز به این ترتیب می‌خرد لکن هم فروشنده و هم خریدار می‌دانند که در سررسید کالایی تحویل نمی‌گردد بلکه به‌طور معمول خریدار بر اساس قیمت روز با فروشنده تسویه کرده قیمت آن را تحویل می‌گیرد. در این فرض نیز حالات سه‌گانه فرض قبلی مطرح است.

۲-۲- بررسی راهکارهای تصحیح

بازار اولیه

در ادامه جلسات کمیته فقهی بورس در تاریخ ۱۳۸۶/۷/۱۸ نسبت به‌گزینش مفاد قرارداد آتی هم‌روی گزینه‌های مختلف بحث شد و در مجموع شش راهکار پیشنهاد و مورد مقایسه قرار گرفت.

(۱) استفاده از قرارداد صلح، به این بیان که فروشنده مقدار معینی از کالای خاص تحویلی آینده را در مقابل مبلغی معین صلح کند.

(۲) استفاده از قرارداد تعهد در مقابل تعهد، به این بیان که فروشنده متعهد می‌شود مقدار معینی از کالای خاص را در آینده در مقابل مبلغی معین بفروشد و خریدار متعهد می‌شود آن را خریداری کند.

(۳) استفاده از قرارداد سلف، به این بیان که فروشنده مقدار معینی از کالای خاص تحویلی آینده را در مقابل مبلغی معین به صورت سلف می‌فروشد و کل قیمت را دریافت می‌کند و در ضمن آن متعهد می‌شود مقدار دیگری از آن کالا را در آینده در مقابل مبلغی معین به صورت نقد بفروشد.

۴) استفاده از قرارداد خرید تعهد فروش، به این بیان که خریدار با پرداخت مبلغی معین، تعهد فروشنده مبنی بر فروش مقدار معینی از کالای خاص در آینده را خریداری می‌کند.

۵) استفاده از قرارداد ضمانت، به این بیان که فروشنده عرضه مقدار مشخصی از کالا را به قیمت معین در آینده ضمانت می‌کند.

۶) قولنامه، به این بیان که دو طرف بر معامله توافق می‌کنند و نهایی شدن معامله را به زمان خاصی واگذار می‌کنند.

در شرح بیشتر و نقد بررسی این راهکارها گفته شد:

۱. راهکار قولنامه به دو معنا قابل تصور است، یا تعهد به فروش در مقابل تعهد به خرید است که در این صورت با راهکار دوم یکی می‌شود و یا به معنای خرید و فروش مدت‌داری است که به دید عرف نقد محسوب می‌شود که در این صورت خارج از فرض معاملات آتی است چون معاملات آتی به دید عرف بازار آتی معاملات مدت‌دار محسوب می‌شوند.

۲. راهکارهای خرید تعهد فروش و ضمانت نیز به جهت تفاوت ماهوی با قراردادهای آتی نمی‌توانند مورد استفاده قرار بگیرند.

۳. راهکار تعهد در مقابل تعهد از نظر ماهیت تطابق بیشتری با مفاد قراردادهای آتی دارد اما از چند جهت نیاز به بررسی دارد.

الف. آیا قرارداد تعهد در مقابل تعهد قرارداد صحیح و لازمی

است؟

ب. آیا در این قرارداد می‌توان مبلغی را به عنوان وجه تضمین از

طرفین گرفت و نزد شخص ثالثی مثل کارگزار ودیعه گذاشت؟

ج. این قرارداد در قوانین ایران چه جایگاهی دارد؟

وجه تضمین

یکی از مباحث مهم در قراردادهای آتی مسئله وجه تضمین است که طرفین قرارداد برای اطمینان از معامله نزد کارگزار یا بورس می‌گذارند و دارای ویژگی‌هایی به شرح زیر است.

- ۱) وجه تضمین از ناحیه هر دو طرف واریز می‌شود.
- ۲) مبلغ وجه تضمین به‌طور معمول درصدی از ارزش قیمت معامله است.
- ۳) کارگزار یا بورس وجه تضمین را نزد بانک سپرده‌گذاری می‌کند و سود آن را به طرفین قرارداد می‌پردازد.
- ۴) در صورت افزایش قیمت قرارداد آتی متناسب با تغییرات بخشی از حساب وجه تضمین متعهد فروش به حساب متعهد خرید منتقل می‌شود و در صورت کاهش قیمت قرارداد آتی متناسب با تغییرات بخشی از وجه تضمین متعهد به خرید به حساب متعهد به فروش منتقل می‌شود. در برخی از بازارها به کسی که از تغییرات قیمت سود برده است اجازه برداشت از حساب وجه تضمین را می‌دهند و در برخی بازارهای دیگر در صورتی که وی بخواهد از بازار خارج شود این سود به او پرداخت می‌شود.
- ۵) کسی که به دلیل تغییرات قیمت، بخشی از وجه تضمین خود را از دست دهد اگر از حد معینی پایین بیاید موظف است آن را تکمیل نماید.
- ۶) کسی که از بازار خارج می‌شود وجه تضمین نهایی خود (که ممکن است بالاتر یا پایین‌تر از وجه تضمین اولیه باشد) را از کارگزار می‌گیرد و کسی که جایگزین او می‌شود معادل وجه تضمین اولیه می‌پردازد و طرف جدید قرارداد می‌شود.

بعد از تبیین ویژگی‌های وجه تضمین کمیته روی ماهیت حقوقی آن مشغول بحث شد و در مجموع دو دیدگاه مطرح شد.

(۱) وجه تضمین با تمام ویژگی‌های آن می‌تواند به عنوان شرط ضمن عقد قرارداد آتی مطرح شود.

(۲) انتقال بخشی از وجه تضمین یکی از طرفین قرارداد به دیگری به‌صرف تغییر قیمت، مبنای حقوقی قابل قبول ندارد و شبهه اکل مال به باطل به نظر می‌رسد.

همچنین در مورد وجه تضمین گفته شد:

۱. طرفین قرارداد، مطابق شرط ضمن عقد، مبلغ معینی را به عنوان وجه تضمین، نزد کارگزار یا بورس ودیعه بگذارند و متعهد شوند متناسب با تغییرات قیمت آتی، مبلغ وجه تضمین به لحاظ حسابداری تغییر پیدا کند اما وجه تضمین هر یک از طرفین در ملکیت خود او باقی بماند تا روزی که یا معامله به سررسید برسد یا یکی از طرفین بخواهد با واگذاری قرارداد به دیگری از معامله خارج گردد، در آن صورت در قبال واگذاری قرارداد (فروش) وجه تضمین نهایی (که ممکن است بیشتر یا کمتر از وجه تضمین اولیه خودش باشد) را دریافت کرده خارج می‌شود. در این صورت وجه تضمین گرفته‌شده قیمت واگذاری (فروش) آتی خواهد بود و شبهه اکل مال به باطل راه ندارد.

۲. طرفین قرارداد، مطابق شرط ضمن عقد، علاوه بر مطالبی که در راهکار اول گذشت، متعهد می‌شوند متناسب با تغییر قیمت آتی به صورت علی‌الحساب مبلغی را به عنوان قرض در اختیار یکدیگر بگذارند تا در سررسید یا موقع خروج از معامله با هم تسویه کنند.

۳. طرفین قرارداد، مطابق شرط ضمن عقد، علاوه بر مطالبی که در راهکار اول گذشت، به کارگزار وکالت می‌دهند متناسب با تغییر قیمت آتی بخشی از وجه تضمین طرفین را در اختیار طرف دیگر قرار دهد و او اذن تصرف در آن اموال را داشته باشد تا در سررسید یا

هنگام خروج از معامله با هم تسویه کنند. کمیته بعد از بررسی راهکارهای سه‌گانه به این جمع‌بندی رسید که راهکار نخست هیچ مشکل فقهی ندارد و قابل اجرا است و در صورت نیاز به بیش از راهکار اول (اینکه طرفین بتوانند روزانه از تغییر قیمت بهره‌برداری کنند)، می‌توان از راهکار سوم نیز استفاده کرد.

۲-۳- بیان نظریه مرجع کمیته فقهی بورس

با توجه به آنچه در بخش‌های قبلی مطرح شد می‌توان نظریات کمیته فقهی بورس را به شرح زیر جمع‌بندی نمود.

اصل قراردادهای آتی بر اساس موافقت بر قرارداد تعهد در مقابل تعهد، به این معنا که فروشنده متعهد می‌گردد مقدار معینی از کالای خاص را در آینده در مقابل مبلغ معین بفروشد و خریدار متعهد می‌گردد آن را خریداری نماید و نیز قرارداد صلح، در جلسه ۱۳۸۶/۷/۱۸ مورد موافقت قرار گرفت؛ که البته اهم ملاحظات زیر نیز توسط این کمیته مورد تدقیق قرار گرفته است؛

۱- احتمال صوری بودن معاملات آتی؛ با توجه به موارد زیر احتمال صوری

بودن معاملات آتی خیلی بالا است.

الف. در اکثر موارد (قریب به ۹۹٪) معاملات آتی تسویه نقدی

می‌شود و در عمل جز موارد خیلی اندک منتهی به تحویل کالا نمی‌گردد.

ب. معامله‌کنندگان بازار آتی به‌طور معمول دو گروه هستند، گروه

نخست کسانی هستند که جهت پوشش ریسک معامله می‌کنند و گروه دوم

سرمایه‌گذاران مالی هستند که به دنبال کسب سود از محل تغییر قیمت

هستند؛ بنابراین هیچ معامله‌کننده‌ای به هدف تحویل کالا وارد بازار

نمی‌شود.

۲- از جهت اقتصادی قراردادهای آتی مورد نیاز کشور است، تولیدکنندگان و بنگاه‌های اقتصادی برای پوشش ریسک نیاز به ابزارهای مناسب دارند و امروزه بهترین ابزار برای پوشش ریسک ابزارهای مشتقه از جمله معاملات آتی است.

۳- در بازار آتی همان‌طور که به معامله‌گران گروه نخست احتیاج هست به سرمایه‌گذاران مالی نیز احتیاج هست و اصولاً بدون وجود آن‌ها بازار شکل نمی‌گیرد، چون آن‌ها هستند که قیمت را به تعادل می‌رسانند و باعث نقد شوندگی می‌شوند.

با توجه به ملاحظات و موارد بیان‌شده در بالا، اهم مصوبات کمیته درباره قراردادهای آتی را می‌توان به ترتیب زیر بیان نمود:

۱- وجه تضمین از ناحیه هر دو طرف واریز می‌شود.

۲- مبلغ وجه تضمین به‌طور معمول درصدی از ارزش قرارداد بر مبنای قیمت معامله است.

۳- کارگزار یا بورس وجه تضمین را نزد بانک سپرده‌گذاری می‌کند و سود آن را به طرفین قرارداد می‌پردازد.

۴- در صورت افزایش قیمت‌های آتی متناسب با تغییرات بخشی از حساب وجه تضمین متعهد فروش به حساب متعهد خرید منتقل می‌شود و در صورت کاهش قیمت قراردادهای آتی متناسب با تغییرات بخشی از وجه تضمین متعهد به خرید به حساب متعهد به فروش منتقل می‌شود. در برخی بازارها به کسی که از تغییرات قیمت سود برده است، اجازه برداشت از وجه تضمین را می‌دهند و در برخی بازارهای دیگر در صورتی که وی بخواهد از بازار خارج شود، این سود به او پرداخت می‌شود.

۵- کسی که به دلیل تغییرات قیمت بخشی از وجه تضمین خود را از دست دهد اگر از حد معینی پایین بیاید موظف است آن را تکمیل نماید.

۶- کسی که از بازار خارج می‌شود وجه تضمین نهایی خود (که ممکن است بالاتر یا پایین‌تر از وجه تضمین اولیه باشد) را از کارگزار گرفته و کسی که جایگزین او می‌شود معادل وجه تضمین اولیه می‌پردازد و طرف جدید قرارداد می‌شود.

۷- طرفین قرارداد، مطابق شرط ضمن عقد، مبلغ معینی را به عنوان وجه تضمین، نزد کارگزار یا بورس ودیعه بگذارند و متعهد شوند متناسب با تغییرات قیمت آتی، مبلغ وجه تضمین به لحاظ حسابداری تغییر پیدا کند اما وجه تضمین هر یک از طرفین در ملکیت خود او باقی بماند تا روزی که یا معامله به سررسید برسد یا یکی از طرفین بخواهد با واگذاری معامله به دیگری از معامله خارج گردد، در آن صورت در قبال واگذاری معامله (فروش) وجه تضمین نهایی (که ممکن است بیشتر یا کمتر از وجه تضمین اولیه خود باشد) را دریافت کرده خارج می‌شود. در این صورت وجه تضمین گرفته‌شده قیمت واگذاری (فروش) آتی خواهد بود و حکم اکل مال به باطل را ندارد. در کنار این امر، این امکان نیز در بند دیگری داده شده که طرفین قرارداد، مطابق با شرط ضمن عقد، به کارگزار وکالت می‌دهند متناسب با تغییر قیمت آتی، بخشی از وجه تضمین طرفین را در اختیار طرف دیگر قرار دهد و او اذن تصرف در آن اموال را داشته باشد تا در سررسید یا هنگام خروج از معامله با هم تسویه کنند.

برای جلوگیری از صوری شدن معاملات، لازم است در آئین‌نامه‌ها و دستورالعمل‌های اجرایی موارد زیر گنجانده شود.

الف. در صورت تمایل خریدار امکان تحویل وجود داشته باشد.

ب. سقفی برای حجم معاملات کل بازار، هر کارگزار و هر فروشنده در نظر

گرفته شود تا از شکل‌گیری بحران‌های احتمالی جلوگیری شود.

ج. راهکاری برای شناسایی فروشنده آتی و میزان اعتبار او تعریف شود.

جمع‌بندی

نوسانات بازار ارز در اقتصاد کشور، منجر به آینده‌ای نامطمئن برای سرمایه‌گذاری و تجارت داخلی و خارجی شده است. بسیاری از تجار و سرمایه‌گذاران و خصوصاً سرمایه‌گذاران خارجی نسبت به قیمت ارز در آینده چشم‌انداز روشنی ندارند و از این‌رو با آینده‌ای نامطمئن و پرریسک مواجه هستند. طبیعی است که در چنین شرایطی در اختیار داشتن ابزارهایی جهت ایجاد اطمینان و یا حداقل پوشش ریسک نسبت به آینده ضروری به نظر می‌رسد. همان‌طوری که در بخش‌های پیشین نیز گفته شد، بازارهای مالی با رشد روزافزون خود سعی بر آن داشته‌اند که ابزارهای لازم در جهت پوشش ریسک را فراهم آورند. یکی از ابزارهایی که در این جهت مورد استفاده قرار گرفته است، پیمان‌های آتی و نیز قراردادهای آتی است. این قراردادها با ایجاد امکان خرید یا فروش ارز موردنیاز در آینده این امکان را به سرمایه‌گذاران و تجار می‌دهند که نیازهای ارزی خود را با اطمینان تأمین نمایند. مسئله مهمی که در مورد استفاده از این قراردادها مدنظر قرار گرفته است، امکان استفاده از این قراردادها در بازار سرمایه اسلامی است. آیا این قرارداد با چارچوب‌های اسلامی بازار سرمایه سازگاری لازم را دارد یا خیر؟ این بخش به پاسخ به این سؤال گذشت و ضمن بررسی ماهیت حقوقی این ابزار، دلایلی که بر انطباق یا عدم انطباق این ابزارها با چارچوب شریعت اسلامی ارائه شده است مورد بررسی قرار گرفت. با توجه به اینکه کمیته فقهی بورس مرجع ذی‌صلاح در این حوزه محسوب می‌شود، جمع‌بندی این کمیته از این قرارداد نیز مطرح گردید. در مجموع می‌توان گفت اگر ماهیت حقوقی پیمان‌های آتی و قراردادهای آتی را تعهد طرفین در مبادله ارز در تاریخی معین و یا صلح طرفین در مبادله ارز در تاریخی معین بدانیم، این ابزار منطبق بر آموزه‌های اسلامی است و قابلیت استفاده در بازار سرمایه اسلامی را دارد. با این‌وجود استفاده از این ابزارها منوط به شرایط خاصی نیز شده است که مهم‌ترین آن عبارت است از اقداماتی که جلوی صوری شدن معاملات را می‌گیرد. امکان تحویل ارز در صورت تمایل خریدار، در

نظر گرفتن سقفی برای حجم معاملات کل بازار، هر کارگزار و هر فروشنده به منظور جلوگیری از بحران‌های احتمالی و راهکاری برای شناسایی فروشنده آتی و میزان اعتبار او از جمله مهم‌ترین این اقدامات است. در مورد وجه تضمین نیز شرایطی ذکر شد که در بخش‌های قبلی به آن‌ها اشاره گردید.

منابع و مأخذ

۱. الحلّی، جمال الدین الحسن بن یوسف (بدون تاریخ نشر). تذکره الفقهاء، منشورات المكتبه المرتضویه لاحیاء الآثار الجعفریه.
۲. رضایی، مجید. بررسی فقهی ابزار مشتقه، مجله فقه آل البيت، ۱۳۸۴.
۳. رضوان، سمیر عبدالحمید. اسواق الاوراق المالیه، المعهد العالمی للفکر الاسلامی، الطبعة الاولى، القاہرہ (۱۹۹۶ م).
۴. الطوسی، ابوجعفر (بدون تاریخ نشر). النہایہ، انتشارات قدس محمدی، قم.
۵. الطوسی، ابوجعفر محمد بن الحسن. تہذیب الاحکام، تہران، مکتبه الصدوق، الطبعة الاولى، جلد ۷، ۱۳۷۶.
۶. الطوسی، ابوجعفر محمد بن الحسن. کتاب الخلاف، موسسه النشر الاسلامی الطبعة الثانيه، جلد ۳، قم. (۱۴۱۵ ق).
۷. عصمت پاشا، عبیدالہ. فلسفہ و سیر تکاملی ابزارهای مالی مشتقه و دیدگاه فقهی، ترجمه علی صالح آبادی، فصلنامه اقتصاد اسلامی، ۱۳۸۲.
۸. گردشکنان، حبیب محمد. امکان سنجی طراحی ابزار مالی سوآپ با توجه به فقه و عقود اسلامی، پایان نامه کارشناسی ارشد، تہران: دانشکده معارف اسلامی و اقتصاد، دانشگاه امام صادق (ع)، ۱۳۸۲.
۹. معصومی نیا، غلام علی. بررسی فقهی ابزار مشتقه، قم: پژوهشگاه فرهنگ و اندیشه اسلامی، ۱۳۸۷.
۱۰. معصومی نیا، غلامعلی. بررسی فقهی ابزارهای مشتقه، دو فصلنامه علمی - پژوهشی جستارهای اقتصادی، سال سوم، شماره ششم، پاییز و زمستان ۱۳۸۵.
۱۱. موسویان، سید عباس. ابزارهای مالی اسلامی (صکوک)، سازمان انتشارات پژوهشگاه فرهنگ و اندیشه اسلامی، ۱۳۹۲.
۱۲. نعمتی، محمد. قرارداد آتی‌ها در اقتصاد اسلامی، پایان نامه کارشناسی ارشد، تہران، دانشکده معارف اسلامی و اقتصاد، دانشگاه امام صادق (ع)، ۱۳۸۳.
۱۳. صفحه اینترنتی کمیته فقهی بورس <http://rdis.ir/ShariaBoard.asp>

