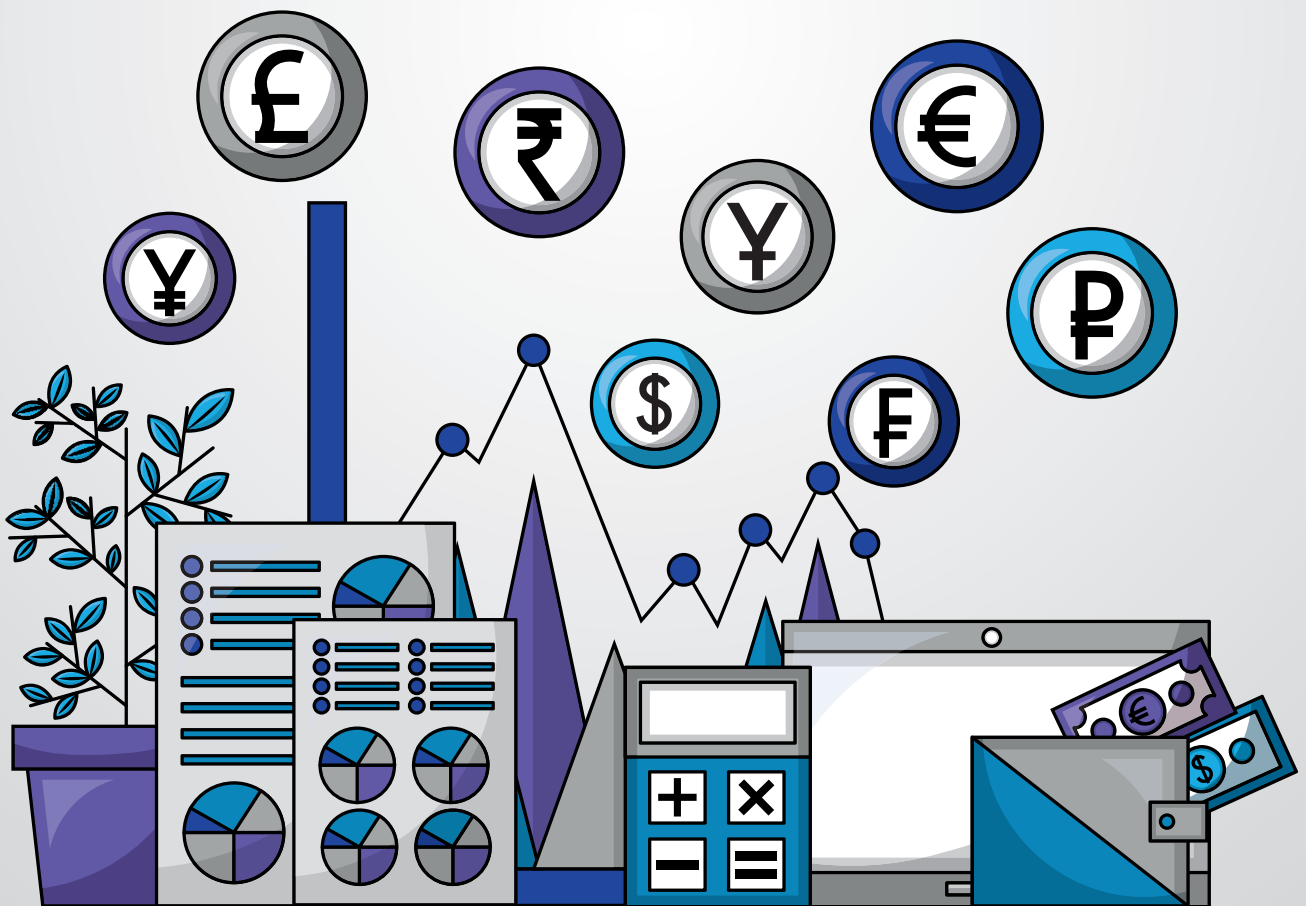




مرکز پژوهش‌های اتاق ایران

# مشقات ارزی، الزامات و کارکردهای آن در اقتصاد ایران

(با تأکید بر تسهیلات ارزی اعطایی به بنگاه‌های اقتصادی)



شناسنامه گزارش



مرکز پژوهش‌های اتاق ایران

عنوان:

مشتقات ارزی، الزامات و کارکردهای آن در اقتصاد ایران  
(با تأکید بر تسهیلات ارزی اعطایی به بنگاه‌های اقتصادی)

مدیریت پژوهش‌های اقتصادی

نویسنده: محمد امین صلواتیان

ناظران: محمد قاسمی، حمید قنبری

تاریخ انتشار: دی ۱۴۰۲

واژه‌های کلیدی: ابزارهای مالی، قراردادهای آتی، مشتقات ارزی، تسهیلات ارزی، پوشش ریسک، بازار آتی ارز

نشانی: تهران، خیابان طالقانی، نبش خیابان شهید موسوی (فرصت)، پلاک ۱۷۵



## فهرست مطالب

۵	خلاصه مدیریتی
۹	مقدمه
۱۰	۱- مشتقات مالی و مشتقات ارزی
۱۷	۲- کارکردهای مشتقات ارزی
۲۲	۳- مشتقات مالی و ارزی در اقتصاد ایران
۲۷	۴- کاربرد مشتقات ارزی برای شرکت های دریافت کننده تسهیلات ارزی
۳۱	۵- الزامات به کارگیری مشتقات ارزی در اقتصاد ایران
۳۴	۶- جمع بندی و خلاصه
۳۶	منابع و مأخذ



## خلاصه مدیریتی:

گزارش حاضر با مد نظر قرار دادن مسئله تسهیلات ارزی و اهمیت آن برای بخش تولید، ریسک‌های مترتب بر هر دو طرف تسهیلات گیرنده و تسهیلات دهنده و هزینه‌های تحمیل شده بر دولت و بخش خصوصی را در سنوات گذشته، بن‌مایه بررسی خود قرار داده تا به موازات مروری بر وضعیت فعلی بازار ابزارهای مالی (مشتقات مالی) در کشور، به ویژه مشتقات ارزی، لزوم طراحی ابزارهای مالی نوین برای فائق آمدن بر مخاطرات ناشی از شرایط خاص اقتصاد ایران را برجسته ساخته و پیشنهادهای نیز در باب شروع به استفاده مشتقات ارزی در کشور مطرح نماید.

چنانچه وضعیت کلان اقتصادی کشور قابل پیش‌بینی باشد و مولفه‌های آن مانند نرخ تورم، نرخ بهره و نرخ ارز نوسان شدیدی نداشته باشد، به نظر می‌رسد که تسهیلات ارزی بتواند نیاز فعالان اقتصادی کشور را مرتفع سازد و از طرف دیگر، مخاطره اعتباری و نقدینگی بانک‌ها و موسسات اعتباری که اعطای تسهیلات کرده‌اند را با تهدید مواجه نکند. با این حال، مطالعه اقتصاد ایران نشان از آن دارد که نرخ ارز به عنوان یکی مهم‌ترین مولفه‌های کلان اقتصادی در مقاطع مشخصی با جهش‌های شدید همراه بوده است که این جهش ارزی، دو طرف معاملات تسهیلات ارزی یعنی تسهیلات‌گیرندگان (بناگاه‌های اقتصادی) و اعطا کنندگان تسهیلات را با مخاطرات متعددی مواجه ساخته است. مخاطراتی که هزینه‌های بسیار زیادی را در سطح خرد (بناگاه) و سطح کلان (اقتصاد ملی) به وجود آورده است؛ به طوری که یکی از موضوعات مهم قوای سه‌گانه و دستگاه‌های متعدد اجرایی و نظارتی طی سال‌های اخیر حل این چالش بوده است.

مطالعه و بررسی اقتصاد کشورهای مختلف و به طور خاص، اقتصادهای توسعه یافته نشان می‌دهد که چالش‌هایی از این دست در آن اقتصادها نیز اتفاق افتاده است و با طراحی ساختارهایی از جمله ابزارهای مالی نوین توانسته‌اند بر این چالش‌ها فائق آیند. به بیانی دیگر، چالش‌ها و مخاطراتی که دارای ماهیت اقتصادی و مالی (فارغ از نوع توسعه یافتگی اقتصاد آن کشور) است و از جنس ابهامات طبیعی در اقتصاد و نه شوک‌های مقطعی باشد، در تمامی کشورها وجود دارد، اما نوع مواجهه و پاسخ به آن چالش و مسأله است که سبب شده تا اقتصادی بتواند بر مخاطرات و تلاطمات غلبه کند و مسیر رشد و توسعه خود را طی کند و اقتصاد کشوری دیگر در رفع آن چالش‌ها ناکام بماند. به طور مشخص، تلاطمات نرخ ارز، نرخ بهره و نوسان قیمت دارایی‌ها و کالای مشخص از جمله چالش‌هایی بوده است که از قدیم‌الایام اقتصادها با آن درگیر بوده‌اند. به منظور رفع این چالش‌ها، ابزارهای مالی متعددی از جمله مشتقات مالی طراحی گردید و بازارهای آن شکل گرفت.

در یک تقسیم‌بندی بسیار کلان، ابزارهای مالی را می‌توان به دو دسته تقسیم نمود: ۱- ابزارهای مالی

مرتبط با مصرف، پس‌انداز و تشکیل سرمایه ثابت که خلق ثروت می‌کنند، نظیر سهام و اوراق بدهی و ۲- ابزارهای مالی مرتبط با انتقال ثروت بین فعالان و بازیگران اقتصادی که با هدف پوشش ریسک، آربیتراژ قیمت با اهداف سفته‌بازانه و کاهش هزینه‌های مالیاتی، نظارتی و نمایندگی، به کار گرفته می‌شوند.

مشتقات مالی از جمله ابزارهای نوع دوم هستند که بر اساس یک دارایی پایه طراحی و معامله شده و شامل قراردادهای و پیمان‌های آتی، قراردادهای اختیار معامله و سوآپ (تاخت‌ها) هستند.

• قراردادهای و پیمان‌های آتی توافق نامه‌ای مبتنی بر خرید یا فروش دارایی در زمان معین در آینده و با قیمت مشخص است، قراردادهای آتی در بورس و پیمان‌های آتی در بازارهای فرابورس معامله می‌شوند. در پیمان‌های آتی مورد معامله اغلب ارزشهای خارجی است و امکان شخصی‌سازی برای آن وجود دارد، اما قراردادهای آتی استاندارد هستند.

• اختیار معامله مبتنی بر دارایی‌های متعدد مالی و غیرمالی (مانند ارز یا کالا) طراحی و منتشر شده و به دارنده آن، حقی را نسبت به خرید یا فروش دارایی مشخص با قیمت معین و در تاریخ مشخص یا قبل از آن تاریخ، می‌دهد.

• سوآپ، توافقی بین دو شرکت برای معاوضه جریان‌های نقدی در آینده (با دو نوع پرداخت متفاوت از بدهی یا دارایی‌ها) است.

ارزیابی این گزارش آن است که از ظرفیت مشتقات مالی در نظام اقتصاد ایران استفاده نشده است. به طور مشخص، به غیر از بازار اختیار معاملات سهام که چند سالی است در بازار سرمایه ایران راه‌اندازی شده، در بسیاری از دارایی‌ها، مشتقات تعریف نشده است و در دارایی‌های محدودی که مشتقه طراحی شده است، بازار بسیار کم عمقی دارد. در این میان، ارز به عنوان یک دارایی بسیار مهم که تغییرات قیمت آن بر تمامی مولفه‌های کلان اقتصادی اثرگذار است، فاقد مشتقات مالی و بازار شفاف برای مبادلات آن است. این ابزار مالی کارکردهای بسیار زیادی نیز برای دولت و دستگاه‌های اجرایی که به تنظیم‌گری بازارها و اقتصاد اقدام می‌کنند، خواهد داشت.

مشتقات ارزی که موضوع اصلی این گزارش است، سهم قابل توجهی از ارزش معاملات در بازار ارز در جهان را به خود اختصاص می‌دهد. کارکردهای اصلی مشتقات ارزی شامل پوشش ریسک، تعدیل انتظارات و مدیریت بازار، کمک به تسهیلات گیرندگان ارزی، مدیریت کارآمد سبد سرمایه‌گذاری شرکت‌ها، ابزار سرمایه‌گذاری (سفته‌بازی و آربیتراژگری) و کشف نرخ ارز در بازار است.

سنگ بنای حقوقی این ابزار مهم مالی در کشور ما، بند ۱۱ ماده ۱ قانون بازار اوراق بهادار جمهوری

اسلامی ایران است که به تعریف بازار مشتقات پرداخته؛ اما به جز آن هیچ حکم قانونی دیگری به صراحت به مشتقات ارزی اشاره نداشته است و لذا سایر احکام قانونی مرتبط با ابزارهای مالی و مشتقات، می‌تواند مبنای حقوقی مشتقات ارزی باشد. راه اندازی بازار آتی ارز نیز بر عهده مقام تنظیم‌گر و ناظر مالی، یعنی بانک مرکزی و سازمان بورس و اوراق بهادار خواهد بود.

علی‌رغم وجود ظرفیت‌های قانونی و بر خلاف بسیاری از اقتصادهای در حال توسعه و توسعه یافته؛ همچنان در اقتصاد ما به طور رسمی از ظرفیت ابزارهای مالی (مشتقات مالی) و نهادهای مالی در بازار ارز استفاده نشده است. در حالیکه وجود نوسانات شدید نرخ ارز، لزوم پیش‌بینی پذیری در معاملات مالی، کنترل انتظارات و کنترل تقاضای سفته‌بازانه، راه اندازی بازار مشتقات مالی در اقتصاد ایران را تبدیل به امری ضروری ساخته است.

به ویژه در تجربه ناگوار شرکت‌های دریافت‌کننده تسهیلات ارزی که به دلیل نوسانات شدید نرخ ارز با مشکلات جدی در ایفای تعهدات خود مواجه شدند، استفاده از دو ابزار مشتقه شامل قراردادهای اختیار معاملات ارزی و قراردادهای پیمان‌های آتی ارز، راهکاری است که در صورت اتخاذ می‌تواند از بروز مجدد این مشکل جلوگیری نماید.

در باب راه‌اندازی بازار مذکور، الزاماتی برای تسهیل و کارآمدی راه‌اندازی و استفاده از این ابزار به شرح زیر باید لحاظ گردد:

- به دلیل انعکاس عمده انتظارات فعالان اقتصادی در نرخ ارز و تاثیرپذیری نرخ انتظاری سایر دارایی‌ها از نرخ ارز، پیشنهاد این است که اولین بازارهای مشتقه بر مبنای ارز طراحی شود.
- با استقرار مشتقات مالی و ارزی در نظام اقتصادی ایران، ضروری است تا بازار ارز به سمت یک نرخ ارز حرکت کند و نرخ‌های ارز در مشتقات مبتنی بر زمان سررسید قراردادها یا پیمان‌ها و متناسب با انتظارات کشف گردد. با این بیان، نقش بانک مرکزی بازسازی در بازار ارز و مشتقات آن است.
- موقعیت‌گیری در قراردادهای آتی مستلزم تصفیه در سررسید است. با این بیان، نرخ هدف‌گذاری در بازار مشتقه ارزی باید مبتنی بر مولفه‌های کلان اقتصادی مانند نرخ تورم باشد. لذا ضروری است تا بانک مرکزی طوری موقعیت اتخاذ کند که بتواند در سررسید به تصفیه قراردادها اقدام نماید. هدف‌گذاری نرخ ارز خارج از قواعد علمی و واقعیت‌های اقتصادی می‌تواند هزینه‌های سنگینی را به بانک مرکزی مرکزی و آحاد مردم وارد سازد.
- بازار قراردادهای آتی ارز که بانک مرکزی در آن فعالیت دارد، از عمق بیشتری برخوردار باشد تا مرجع



نرخ ارز برای بازار اسپات و بازار پیمان‌های ارزی باشد.

- در ابتدای راه اندازی بازار مشتقات ارزی، مشتقات ارزی با حوالجات ارزی صورت پذیرد که بازار آن دارای بازیگران بزرگ و تخصصی‌تر است و کمتر از هیجانات متأثر می‌شود.
  - طراحی و تدارک زیرساخت‌های فنی مانند اتاق تصفیه و اتخاذ تضامین توسط متولیان پیگیری شود.
  - مشتقات مالی در ابتدای شروع به راه‌اندازی این بازارها برای دوران کوتاه‌مدت و میان مدت (حداکثر تا ۴ سال) صورت پذیرد تا دشواری موجود در پیش‌بینی بلندمدت مولفه‌های کلان اقتصادی اندکی تعدیل شود.
  - در ابتدای شروع به راه‌اندازی، بازار آتی ارز به صورت محدود در بین کارگزاران عمده و با مبالغ کمتر شروع شود و به تدریج دامنه آن گسترش یابد تا فرآیند تفکیک بازار خرد و کلان با سهولت بیشتری صورت پذیرد.
  - معاملات آتی ارز در وهله اول به صورت پیمان آتی ارزی انجام شود تا انعطاف پذیری بیشتری از جهت سررسید و مبلغ قرارداد وجود داشته باشد.
  - همزمان از ابزارهای مالی مکمل همانند گواهی سپرده ارزی و صکوک ارزی نیز استفاده شود تا جذابیت بازار آتی ارز و عمق آن افزایش یابد.
- عدم توجه کافی به الزامات به کارگیری مشتقات مالی (ارزی) در نظام مالی نه تنها فواید و کارکردهای مورد اشاره در این گزارش را به همراه نخواهد داشت، می‌تواند برای دولت و فعالان اقتصادی هزینه‌های فراوانی را به همراه آورد و ظرفیت استفاده از ابزارهای مالی در نظام مالی و اقتصادی را از بین ببرد.

## مقدمه:

در دنیای پرنوسان امروزی، صاحبان دارایی‌های بزرگ و یا هرکس که به نوعی مالکیت یک یا چند دارایی را بر عهده داشته باشد، با پدیده‌ای به نام ریسک مواجه است که در ذات هر فعالیت اقتصادی و مالی وجود دارد. لذا مدیریت ریسک از الزامات انکارناپذیر موفقیت در هر سرمایه‌گذاری و فعالیت اقتصادی است. به منظور مدیریت و کاهش مخاطرات مالی و اقتصادی روش‌های متعددی به کار گرفته می‌شود که استفاده از مشتقات مالی که نوعی ابزار مالی هستند، یکی از این روش‌هاست.

در بازار ارز، با توجه به نوسانات گاه‌ها شدید، مشتقات از اهمیت بالایی برخوردار هستند که به موازات معاملات نقدی، حجم بسیار زیادی از تبادلات این بازار را به خود اختصاص می‌دهند.

گزارش پیش رو، با مد نظر قرار دادن یکی از چالش‌های جدی اقتصاد ایران که مربوط به نکول تسهیلات گیرندگان ارزی در سنوات اخیر و در نتیجه متاثر شدن دولت (صندوق توسعه ملی)، بانک‌ها و موسسات اعتباری است که نسبت به اعطای تسهیلات ارزی اقدام نموده‌اند، سعی بر آن دارد که با مرور آثار مثبت وجود بازار مشتقات و روش‌های کنترل مؤثر ریسک با استفاده از ابزارهای مشتقه، راهکاری در جهت فائق آمدن بر چالش مذکور ارائه نماید.

برای این منظور، در ابتدای گزارش به تبیین انواع مشتقات مالی و کارکردهای آن اشاره می‌گردد. سپس مشتقات مالی و ارزی در ایران بررسی می‌شود.

در بخش بعدی گزارش به بررسی نرخ ارز و روند آن در اقتصاد ایران پرداخته شد. بررسی نرخ ارز در اقتصاد ایران طی دهه‌های مختلف نشان می‌دهد که نرخ ارز در دوره‌های مشخص ثابت و بعد از مدتی با جهش (شیفت) همراه بوده است. پدیده‌ای که تمامی مولفه‌های کلان اقتصادی، قیمت دارایی‌ها و کالاها در اقتصاد و روابط مالی و حقوقی فعالان اقتصادی را تحت تاثیر قرار می‌دهد.

در ادامه گزارش به کارکردهای مشتقات ارزی برای تسهیلات گیرندگان ارزی اشاره گردید. برای این منظور به طور مشخص دو مشتقه مالی 1- قراردادهای اختیار معاملات ارز و 2- قراردادهای (پیمان) آتی ارز برای پوشش ریسک نوسان نرخ ارز برای تسهیلات گیرندگان ارزی مورد تاکید قرار گرفت. همچنین می‌توان از ترکیب این دو ابزار برای پوشش ریسک نرخ ارز استفاده کرد.

در این گزارش از پژوهش‌های آکادمیک و سیاستی که در داخل کشور و خارج در خصوص مشتقات مالی صورت گرفته و همچنین ارزیابی آنچه که در اقتصاد ایران در خصوص ارز و تسهیلات گیرندگان ارزی گذشته است، استفاده می‌گردد.

## ۱- مشتقات مالی و مشتقات ارزی

در یک تقسیم‌بندی بسیار کلان، دو نوع کاملاً متفاوت از ابزارهای مالی وجود دارد (سازمان توسعه و همکاری اقتصادی<sup>۱</sup>، ۲۰۱۱، ص ۳):

۱- ابزارهای مالی مرتبط با مصرف، پس‌انداز و تشکیل سرمایه ثابتی که خلق ثروت می‌کنند، نظیر سهام و اوراق بدهی.

۲- ابزارهای مالی مرتبط با انتقال ثروت بین فعالان و بازیگران اقتصادی به منظور ۱- پوشش ریسک ۲- آربیتراژ قیمت با اهداف سفته‌بازانه و ۳- کاهش هزینه‌های مالیاتی، نظارتی و نمایندگی.

مشتقات مالی، نوع دوم از ابزارهای مالی است که کاربرد اصلی آن انتقال یا جابجایی ثروت و پوشش ریسک است. مشتقات مالی بر اساس یک دارایی پایه طراحی و معامله می‌شوند. این دارایی می‌تواند خود یک دارایی مالی مانند سهام یا ارز باشد و یا دارایی غیرمالی مانند نفت، فلزات اساسی و یا فلزات گرانبها مانند طلا باشد. این قراردادها بین دو طرف مورد معامله قرار می‌گیرد. ذی نفعان قراردادهای مشتقه با اهداف متعددی از جمله پوشش ریسک و مدیریت آن، مدیریت سبد سرمایه گذاری و سفته‌بازی وارد بازارهای مشتقات می‌شوند. این ابزارهای مالی می‌تواند در بورس‌ها (بازارهای تحت نظارت و تنظیم گری) و یا فرابورس‌ها<sup>۲</sup> (بازارهای غیرمتشکل) مورد معامله قرار گیرد.

سه دسته اصلی از مشتقات مالی به شرح زیر است (پارامسوارن<sup>۳</sup>، ۲۰۲۲، ص ۱۵):

- قراردادهای و پیمان‌های آتی
- قراردادهای اختیار معامله
- تاخت‌ها (سوآپ)

در میان مشتقات مالی، یکی از انواع مهم آن مشتقات ارزی است که به طور عمده بر مبنای تنظیم روابط مالی در آینده طراحی می‌شوند. البته لازم به ذکر است که همواره بین بازارهای اسپات یا امروزی و آتی ها روابط منطقی برقرار است و در قیمتگذاری مشتقات دارایی‌ها به معاملات آتی و اسپات توجه ویژه‌ای می‌شود که بحث پیرامون آن خارج از موضوع این گزارش است.

1- Organization for Economic Cooperation and Development (OECD)

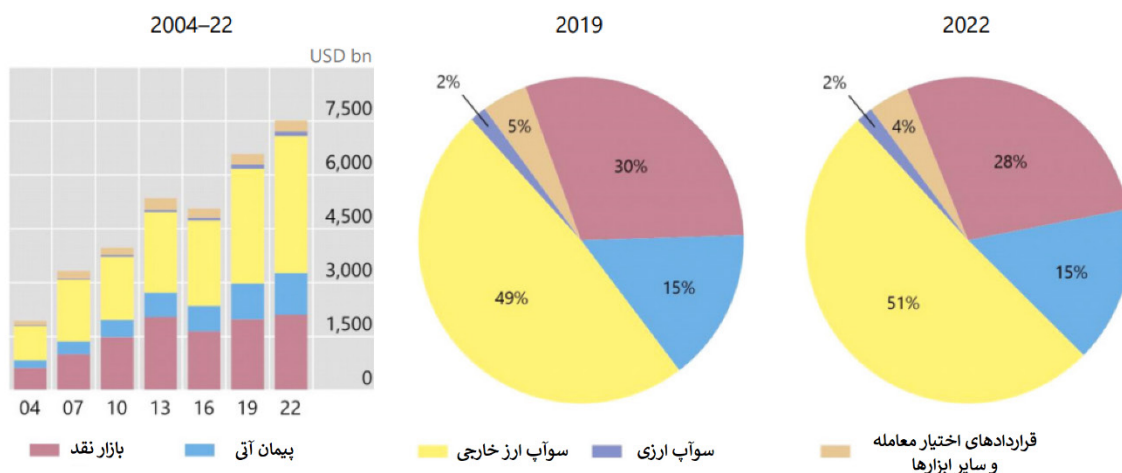
2- Over the counter (OTC)

3- PARAMESWARAN

فعالان اقتصادی که در سطح جهانی و بین‌المللی مراودات مالی و اقتصادی دارند، بسیار از این ابزارهای مالی استفاده می‌کنند و بازار آن از عمق بسیار بالایی برخوردار است. بررسی آمار معاملات دارایی‌ها و کالاها در بازارهای جهانی نشان می‌دهد که عمده آن مربوط به مشتقات است. به بیانی دیگر، فعالان اقتصادی به جای معامله‌گری در بازار اسپات (بازار نقد و امروزی) در بازارهای آتی فعال هستند.

این گزاره در خصوص مشتقات ارزی (مشتقاتی که دارایی پایه آن ارز است) نیز صادق است. روند استفاده از مشتقات ارزی در جهان طی دهه‌ها و سال‌های گذشته افزایشی بوده است و عمده ارزش معاملات بازار ارزهای خارجی در جهان به صورت مشتقات (معاملات آتی) صورت می‌پذیرد و سهم کمتری از آن در بازار امروزی یا نقد<sup>۱</sup> انجام می‌شود. در گزارشی بانک تصفیه بین‌المللی روند گردش بازار ارزهای خارجی و سهم ابزارهای مالی در آن بازار را نشان داده است.

### نمودار ۱۲ - روند و سهم گردش معاملات ارز بر اساس ابزارهای مالی در جهان



منبع: بانک تصفیه بین‌المللی، ۲۰۲۲، ص ۴.

نمودار بالا دست کم حاوی دو مطلب مهم است:

۱- گردش معاملات در بازار ارز (اعم از بازار اسپات و مشتقات) در جهان طی ۱۸ سال گذشته روندی صعودی داشته است به طوری که در آپریل ۲۰۲۲ گردش معاملات بازار ارز به ۷,۵ تریلیون دلار رسیده است.

۲- سهم قابل توجهی از ارزش معاملات در بازار ارز در جهان مربوط به مشتقات ارز بوده است و این روند

1- Spot

۲- لازم به ذکر است که ساختار مالی دو نوع سوآپ اشاره شده در نمودار یکسان است و تفاوت جزئی باعث شده است تا میان آن دو تفکیک در نمودار صورت پذیرد. لذا هر دو نوع سوآپ ارزی در نظر گرفته می‌شود. (سوآپ مربوط به بخش بنفش نمودار نوعی از سوآپ است که به صورت پیش توافق صورت گرفته است ولی ماهیت مشتقه مالی بودن و پوشش ریسک را داراست.)

طی ۱۸ سال گذشته افزایش داشته است. در آپریل ۲۰۲۲ سهم معاملات اسپات ارز در جهان ۲۸٪ و معاملات مشتقات ارزی در جهان ۷۲٪ بوده است. به بیانی دیگر، بیشتر فعالان بازارهای ارز در جهان بر مشتقات ارز تمرکز دارند و به وسیله آن نیازهای ارزی خود را مرتفع می‌سازند.

در ادامه این بخش از گزارش، مشتقات مالی و با تاکید بر مشتقات ارزی به اجمال مورد اشاره قرار می‌گیرد.

### ۱-۱- قراردادهای آتی<sup>۱</sup> و پیمان‌های آتی<sup>۲</sup>

قدمت بازارهای آتی به قرون وسطی بر می‌گردد. هدف از ایجاد این بازارها، برآورده ساختن نیازهای کشاورزان و تاجران بوده است. نگرانی نسبت به آینده برای کشاورزان همواره وجود داشته است، به طوری که بایستی شرایطی برقرار باشد تا وضعیت مالی ایشان دچار آسیب نشود. به طور مشخص، چنانچه عرضه محصول در بازار کم باشد و آنها برای فروش عجله‌ای نداشته باشند، به احتمال زیاد بتوانند محصول خود را با قیمت بالایی بفروشند. از طرف دیگر، چنانچه عرضه محصول در بازار زیاد باشد، به احتمال زیاد قادر نخواهند بود محصول خود را با قیمت مناسبی به فروش برسانند و وضعیت مالی آنها دچار آسیب خواهد شد. با این بیان، کشاورزان طی قرون گذشته همواره متأثر از شرایط آتی بازار محصولات کشاورزی بوده‌اند و مخاطرات آن‌گریبانگیر ایشان بوده است (جان هال<sup>۳</sup>، ۲۰۰۲، ص ۲۸). این موضوع منحصر در بخش کشاورزی و کشاورزان نیست و با توسعه صنایع و فعالیت‌های بین‌المللی، شرکت‌های تجاری نگرانی‌هایی نسبت به نوسانات قیمت محصولات و دارایی‌ها (اعم از دارایی‌های مالی و غیر مالی) دارند. به منظور رفع این مخاطرات قراردادهای آتی و پیمان‌های آتی در بازارهای مالی طراحی گردید. **قرارداد آتی توافق نامه‌ای مبتنی بر خرید یا فروش دارایی در زمان معین در آینده و با قیمت مشخص است** (همان، ص ۲۶). پیمان آتی از آن جهت که توافقی است مبتنی بر خرید یا فروش یک دارایی در زمانی معین در آینده و با قیمت مشخص، شبیه قرارداد آتی است. با این حال وجه تمایز این دو قرارداد آن است که **قراردادهای آتی در بورس معامله می‌شوند و پیمان‌های آتی در بازارهای فرابورس مورد معامله قرار می‌گیرند**. لازم به ذکر است که مورد معامله، در پیمان‌های آتی اغلب ارزهای خارجی است (همان، ص ۳۱). همچنین **پیمان‌های آتی شخصی سازی می‌شوند<sup>۴</sup> در حالی که قراردادهای آتی قراردادهای استاندارد شده‌اند** (پارامسوارن، ۲۰۲۲، ص ۱۵).

1- Futures contract  
2- Forward contract  
3- John hull  
4- Customized



تصفیه قراردادهای و پیمان‌های آتی می‌تواند به دو صورت ۱- تحویل فیزیکی کالا در سررسید و ۲- تصفیه مالی یا نقدی (محاسبه مابه‌التفاوت قیمت توافق شده در قرارداد یا پیمان با قیمت بازاری در زمان انقضا یا اعمال قرارداد یا پیمان و تصفیه بر اساس آن) انجام می‌پذیرد.

به طور مشخص این مشتقه مالی در بازار ارز به این صورت است که دو طرف معامله (دو طرف می‌تواند شرکت باشند و یا یک طرف نهاد مالی باشد) تعهد می‌کنند که در تاریخ مشخصی، ارز معینی را با یک قیمت مشخص با یکدیگر معامله کنند. به عنوان نمونه «شرکت الف» تعهد می‌کند که در «ابتدای اسفندماه (۱۲/۰۱) سال جاری» «۱۰۰۰۰ یورو» را به «قیمت ۵۵۰۰۰ تومان» به «شرکت ب» بفروشد و به همین شکل نیز «شرکت ب» متعهد به رعایت مفاد این قرارداد و خرید آن میزان یورو است. برای قیمت یورو در روز سررسید - که در قرارداد عنوان شده است - سه حالت قابل تصور است:

۱- چنانچه قیمت هر یورو ۵۰۰۰۰ تومان باشد، «شرکت الف» نسبت به خریداری ۱۰۰۰۰ یورو از بازار ارز اقدام می‌کند و به «شرکت ب» واگذار می‌کند (می‌فروشد). «شرکت ب» که متعهد به خریداری این میزان ارز از «شرکت الف» بوده است، مکلف است به ازای هر یورو مبلغ ۵۵۰۰۰ تومان به «شرکت الف» بپردازد. طبیعی است که این شرایط به نفع «شرکت الف» است و «شرکت ب» به ازای هر یورو بایستی ۵۰۰۰ تومان (مابه‌التفاوت ۵۰۰۰۰ تومان قیمت یورو در بازار ارز و ۵۵۰۰۰ تومان قرارداد یا پیمان آتی) برای ایفای تعهد قرارداد یا پیمان آتی خود بپردازد.

۲- چنانچه قیمت ارز در بازار به ازای هر یورو معادل ۶۰۰۰۰ تومان باشد، «شرکت الف» که مکلف است ۱۰۰۰۰ یورو را به «شرکت ب» بدهد، نسبت به خریداری این میزان از بازار ارز اقدام کند. در مقابل «شرکت ب» نیز مکلف است به ازای هر یورو ۵۵۰۰۰ تومان به «شرکت الف» بپردازد. برخلاف حالت اول، این حالت به نفع «شرکت ب» است و «شرکت الف» بایستی مابه‌التفاوت قیمت ۶۰۰۰۰ تومان ارز بازار و ۵۵۰۰۰ تومان قیمت ارز در قرارداد یا پیمان را بپردازد.

۳- قیمت ارز در بازار به ازای هر یورو برابر با ۵۵۰۰۰ تومان است. در این شرایط شرکت‌های الف و ب نسبت به قرارداد یا پیمان بی‌تفاوت هستند و در واقع این قرارداد خنثی است.

فارغ از این که کدام از حالت‌های سه‌گانه پدید آید، استفاده از این مشتقه ارزی و عقد قرارداد آن میان طرفین معامله سبب پوشش ریسک نوسانات ارزی، پیش‌بینی پذیری بیشتر و مدیریت کارآمدتر جریان نقدی در شرکت‌ها می‌شود. لذا در مجموع این قراردادهای یا پیمان‌ها برای طرفین قرارداد مزیت ایجاد می‌کند.

## ۱-۲- اختیار معاملات (آپشن)<sup>۱</sup>

یکی دیگر از انواع مهم مشتقات مالی، اختیارات معاملات است که مبتنی بر دارایی‌های متعدد مالی از جمله ارز و غیرمالی (کالایی) طراحی و منتشر می‌شوند. اختیارات معاملات به دارنده آن، حقی را نسبت به خریداری یا فروش دارایی مشخص فراهم می‌کند (پارامسوارن، ۲۰۲۲، ص ۱۷). اختیارات معاملات مشتمل بر انواع متعددی است و در دسته بندی‌های مختلفی می‌توان آن را قرار داد. به طور کلی، می‌توان حق اختیار معامله را به دو دسته «اختیار خرید»<sup>۲</sup> و «اختیار فروش»<sup>۳</sup> تقسیم کرد. یک اختیار خرید در واقع این حق (و نه الزام) را به دارنده آن می‌دهد که دارایی موضوع قرارداد را با قیمت معین و در تاریخ مشخص یا قبل از آن، بخرد. به همین ترتیب، یک اختیار فروش به دارنده آن این حق را می‌دهد، که دارایی موضوع قرارداد را با قیمت معین و در تاریخ مشخصی و یا قبل از آن بفروشد (جان هال، ۲۰۰۲، ص ۳۲).

اختیار خرید یا فروش، هر کدام به دو حالت اروپایی و آمریکایی تقسیم می‌شود (همان):

### ۱- قرارداد «اختیار اروپایی»<sup>۴</sup> که فقط در تاریخ سررسید قابلیت اعمال دارد.

۲- قرارداد «اختیار آمریکایی»<sup>۵</sup> که در هر زمانی قبل از تاریخ سررسید یا در تاریخ سررسید قابل اعمال است.

لازم به ذکر است که نوع دیگری از قراردادهای اختیار معامله به روش برمودا<sup>۶</sup> وجود دارد که مطابق با آن، دارنده اختیار معامله مجاز است در دوره‌های زمانی مشخص قبل از سررسید نسبت به اعمال حق خود اقدام کند. به بیانی دیگر، این روش، نوعی اختیار معامله است که مابین اختیار معامله آمریکایی و اروپایی است.<sup>۷</sup>

همانطور که اشاره شد این مشتقه مالی برخلاف قرارداد و پیمان آتی که طرفین معامله ملزم و متعهد به رعایت مفاد قرارداد هستند، تنها حقی برای دارنده آن فراهم می‌کند که می‌تواند نسبت به اعمال یا استفاده از آن اقدام کند و یا نکند. در واقع اختیارات معاملات مانند بیمه عمل می‌کند. به بیانی دیگر، شخصی که نسبت به خریداری بیمه نامه اقدام می‌کند، می‌تواند در صورت بروز سانحه یا محقق شدن

1- Option

2- Call Options

3- Put Options

4- European Option

5- American option

6- Bermudan options



شرایط بیمه نامه نسبت به دریافت بیمه اقدام کند.

در خصوص اختیارات معاملاتی که دارایی پایه آن ارز است، خریدار اختیار معامله با خریداری این قرارداد (مانند خریداری بیمه نامه) این اختیار را دارد تا ارز مشخص را در زمان معین به قیمت مورد توافق در قرارداد خریداری کند. طبیعی است در شرایطی که نرخ ارز در بازار ارز بالاتر از نرخ ارز در قرارداد باشد، دارنده این ابزار مالی نسبت به اعمال آن اقدام می‌کند و ارز موضوع قرارداد را با قیمت مشخص تعیین شده در قرارداد اختیار معامله دریافت می‌کند و از مخاطرات نوسان نرخ ارز مصون خواهد ماند. به طور مشابه، چنانچه نرخ ارز در بازار ارز پایین‌تر از نرخ ارز در قرارداد اختیار معامله باشد، دارنده اختیار معامله خرید ارز، نسبت به اعمال آن اقدام نمی‌کند. این شرایط مانند کسی است که بیمه نامه خریداری می‌کند و سانحه یا خسارتی برای وی پدید نمی‌آید. هزینه وی تنها میزان حق بیمه ای است که پرداخت کرده است. در صورتی که دارنده اختیار معامله نسبت به اعمال اختیار خود اقدام نکند، تنها هزینه خرید اختیار معامله را پرداخت کرده است با این تفاوت که ریسک و نگرانی‌های خود را پوشش داده است.

به عنوان نمونه فرض می‌شود «شرکت الف» نسبت به خریداری اختیار معامله یورو از بازارهای مالی اقدام کرده است. منتشرکننده این اوراق می‌تواند نهادهای مالی باشند. این شرکت حق دارد در «تاریخ ۱ اسفندماه سال جاری»، نسبت به خریداری «۱۰۰۰۰ یورو» به «قیمت ۵۵۰۰۰ تومان» به ازای هر یورو اقدام کند (فرض شده مدل اختیار معامله اروپایی است). در تاریخ ۱ اسفند سال جاری سه حالت وجود دارد:

۱- قیمت هر واحد ارز یورو بیشتر از ۵۵۰۰۰ تومان است. در این حالت «شرکت الف» نسبت به اعمال اختیار خرید یورو به قیمت ۵۵۰۰۰ تومان اقدام کند و بدین وسیله ریسک خود را پوشش می‌دهد و مطابق با قرارداد اختیار خرید ارز و برنامه ریزی‌های شرکت، ۱۰۰۰۰ یورو را به قیمت ۵۵۰۰۰ تومان خریداری می‌کند.

۲- قیمت هر واحد ارز یورو برابر با ۵۵۰۰۰ تومان است. در این حالت برای شرکت فرقی ندارد که نسبت به اعمال قرارداد اقدام کند و یا از بازار ارز نسبت خریداری ارز اقدام کند.

۳- قیمت هر واحد ارز یورو کمتر از ۵۵۰۰۰ تومان است. در این حالت «شرکت الف» قرارداد اختیار خرید یورو به میزان ۵۵۰۰۰ تومان را اعمال نمی‌کند و ارز را با قیمت کمتر از ۵۵۰۰۰ تومان از بازار خریداری می‌کند و نیاز ارزی خود را مرتفع می‌سازد. در این حالت اگرچه «شرکت الف» پولی بابت خرید اختیار معامله پرداخت کرده است، اما نسبت به نوسان نرخ ارز و بالا رفتن آن مصون بوده است.



### ۱-۳- تاخت (سوآپ)<sup>۱</sup>

اولین قراردادهای سوآپ در اوایل دهه ۱۹۸۰ منعقد شدند. از آن زمان تا کنون، بازار سوآپ رشد چشمگیری داشته است. سوآپ توافقی بین دو شرکت برای معاوضه جریان های نقدی در آینده (با دو نوع پرداخت متفاوت از بدهی یا دارایی ها) است. در این مشتقه مالی، تاریخ پرداخت و چگونگی محاسبه جریانات نقدی که باید پرداخت شود، مشخص می شود. یک پیمان آتی را می توان یک نمونه ساده سوآپ دانست (جان هال، ۲۰۰۲، ص ۲۵۹).<sup>۲</sup> این مشتقه بر دارایی های مالی مشخصی طراحی می شود. به طور مشخص سوآپ نرخ بهره و سوآپ نرخ ارز از جمله متداول ترین سوآپ هایی هستند که در بازارهای مالی به کار گرفته می شود.

در ساده ترین شکل، سوآپ ارزی معاوضه پرداخت های اصل و فرع یک ارز در مقابل پرداخت اصل و فرع با ارز دیگر صورت می پذیرد. لازمه قرارداد سوآپ ارزی این است که مبالغ اصل وام با ارزش های مختلف تعریف شده باشد که این مبالغ معمولاً در شروع و پایان عمر سوآپ معاوضه می شوند. همچنین مبالغ پایه (اصل وام) طوری انتخاب می شوند که در صورت معاوضه در زمان شروع و ابتدای انعقاد قرارداد، معادل و مساوی همدیگر باشند، که این برابری بر اساس نرخ برابری نقدی ارزش های مربوطه در زمان قرارداد (شروع) است (جان هال، ۲۰۰۲، ص ۲۸۵).

این مشتقه مالی پیچیده تر از دو نوع قبلی است و در واقع سوآپ ارزی، ترکیبی از چندین پیمان آتی ارزی است. به عنوان نمونه فرض می شود که «شرکت الف» و «شرکت ب» ابتدای سال ۲۰۱۸ قرارداد سوآپ پنج ساله ای منعقد می کنند. «شرکت الف» در کانادا (دلار) و «شرکت ب» در انگلستان (پوند) مقیم است. «شرکت الف» تمایل دارد تا تسهیلات به پوند و «شرکت ب» تمایل دارد تا تسهیلات به ارز دلار پرداخت کند. اصل تسهیلات «شرکت الف» معادل ۱۵ میلیون دلار با نرخ بهره سالانه ۰.۸٪ و اصل تسهیلات «شرکت ب» معادل ۱۰ میلیون پوند با نرخ بهره سالانه ۱.۱٪ است. بر اساس قرارداد سوآپ، برای مدت پنج سال که مدت زمان قرارداد سوآپ است، اصل تسهیلات «شرکت الف» که ۱۵ میلیون دلار کانادا بود به «شرکت ب» منتقل و به طور مشابه، اصل تسهیلات «شرکت ب» که ۱۰ میلیون پوند بود به «شرکت الف» منتقل می شود. همچنین بر اساس قرارداد سوآپ، «شرکت الف» نرخ بهره ای معادل ۱.۱٪ به پوند پرداخت و نرخ بهره ای معادل ۰.۸٪ به دلار از «شرکت ب» دریافت می کند. به بیانی دیگر، «شرکت الف» هر سال ۱,۲ میلیون دلار (حاصل ضرب ۱۵ میلیون دلار اصل تسهیلات در نرخ بهره ۰.۸٪) هر ساله دریافت می کند و ۱,۱ میلیون پوند (۱۰ میلیون پوند اصل تسهیلات در ۱.۱٪) به ازای

1- Swaps

۲- یک سوآپ ارزی را می توان به چندین پیمان آتی ارزی تجزیه کرد.

3- Foreign currency swap

هر سال پرداخت می‌کند. نظیر این جریان نقدی برای «شرکت ب» برقرار است. در انتهای قرارداد سوآپ ارزی، اصل تسهیلات که در قبل از قرارداد سوآپ به دو شرکت متعلق بود، مجدداً به آنها باز می‌گردد.

جدول زیر جریان نقدی در شرکت های الف و ب را نشان می‌دهد.

جدول ۱- جریانات نقدی شرکت الف و ب در سوآپ ارزی

شرکت ب		شرکت الف		تاریخ
جریان نقدی به پوند	جریان نقدی به دلار	جریان نقدی به پوند	جریان نقدی به دلار	
-۱۰	+۱۵	+۱۰	-۱۵	ژانویه ۲۰۱۸
+۱,۱	-۱,۲	-۱,۱	+۱,۲	ژانویه ۲۰۱۹
+۱,۱	-۱,۲	-۱,۱	+۱,۲	ژانویه ۲۰۲۰
+۱,۱	-۱,۲	-۱,۱	+۱,۲	ژانویه ۲۰۲۱
+۱۱,۱	-۱۶,۲	-۱۱,۱	+۱۶,۲	ژانویه ۲۰۲۲

منبع: گزارش حاضر

با استفاده از این مشتقه مالی، شرکت ها می‌توانند به شکل بهینه تری مدیریت جریان نقدی با ارز در دسترس خود را انجام دهند. همچنین شرکت می‌تواند ریسک خود در قبال نوسانات نرخ ارز مشخص را پوشش دهد.

## ۲- کارکردهای مشتقات ارزی

مشتقات ارزی کارکردهای متعددی برای فعالان اقتصادی و بازارهای مالی فراهم می‌آورد. همانطور که پیشتر نیز اشاره شد، عمده این کارکرد برای شرکت‌ها یا بنگاه‌های فعال در نظام اقتصادی است. در واقع، منشا و مبدا طراحی این ابزارها از بازارها و فعالان اقتصادی بوده است و هدف اصلی آن پوشش ریسک‌های متعدد و پیش بینی پذیری مولفه‌های کلان اقتصادی بوده است.

در این بخش از گزارش کارکردهای مشتقات ارزی با تفصیل بیشتری مورد اشاره قرار می‌گیرد.

### ۱-۲ پوشش ریسک

یکی از کارکردهای مهم ابزارهای مشتقه پوشش مخاطرات و مدیریت ریسک‌ها و عدم قطعیت‌های احتمالی

است (هوآنگ و یالو، ۲۰۲۱). با موقعیت‌گیری مناسب در قراردادهای مشتقه، شرکت‌ها، فعالان کسب و کارها و سرمایه‌گذاران می‌توانند در برابر تغییرات نامطلوب قیمت یا نوسانات در دارایی پایه محافظت شوند. ریسک‌هایی که می‌توان با استفاده از این ابزارهای مالی پوشش داد، بسیار متنوع است. ریسک نرخ بهره، ریسک نوسانات نرخ ارز و ریسک کاهش ارزش قیمت سهام از جمله مخاطراتی است که با استفاده از مشتقات مالی می‌توان نسبت به پوشش و خنثی کردن آن اقدام کرد.<sup>۲</sup>

## ۲-۲- تعدیل انتظارات و مدیریت بازار

در نظامات اقتصادی و به خصوص بازارهای غیرمالی (کالایی) بسیار اتفاق افتاده است که بروز شوکی سبب شده است تا انتظارات افراد نسبت به آینده به شکل شدیدی تغییر یابد. این تغییر انتظارات نسبت به آینده سبب می‌شود تا رفتار فعالان اقتصادی در بازار امروزی یا اسپات، تغییر کند. به عنوان نمونه ممکن است رخدادی سبب شود تا انتظارات نسبت به آینده تغییر یابد و تقاضا برای خریداری کالایی خاص در بازار فعلی (اسپات) افزایش شدیدی یابد و قیمت آن در بازار افزایش یابد. این در صورتی است که بسیاری از خریداران و متقاضیان نیاز فعلی به خریداری کالای مزبور نداشته‌اند و تنها برای آن که در آینده با کمبود کالا مواجه نشوند و بتوانند نیازهای آینده خود را تامین کنند، در بازار امروزی یا اسپات ورود کرده‌اند که این مسئله سبب برهم خوردن تعادل در بازار می‌شود. پیامدهایی مانند تقاضای شدید برای تامین مالی برای خریداری کالا، کاهش سرمایه در گردش شرکت‌ها به دلیل تخصیص منابع مالی خود به خریداری کالا، افزایش شدید قیمت کالا، احتکار، کم‌فروشی، گران‌فروشی، فروش جنس کم کیفیت و موارد از این دست از جمله پیامدهای منفی تقاضای شدید در بازار فعلی (اسپات) است که به دلیل تغییر در انتظارات ایجاد می‌شود.

مشتقات مالی که دارایی پایه آن می‌تواند کالاها و دارایی‌های فیزیکی باشد، ابزاری است که برای تعدیل انتظارات و مدیریت بازار دارایی‌ها به کار می‌رود. به بیان شفاف‌تر، در شرایطی که انتظارات افراد (اعم از شرکت‌ها و فعالان کسب و کار) نسبت به آینده تغییر شدیدی پیدا کرده است و نگران تامین مواد یا کالا در آینده هستند، می‌توانند نسبت به خریداری مشتقات مالی و تامین آن در آینده اقدام کنند و از ورود مستقیم به بازار امروزی یا اسپات برای تهیه دارایی و یا کالای مورد نظر اجتناب کنند. طبیعی است در این شرایط چالش‌های کمتری گریبان‌گیر اقتصاد خواهد شد.

ضرورت استفاده از این ابزارهای مالی در اقتصاد ایران که طی دوره‌های متعدد، کالاهای ضروری و مواد

1- Huang

2- Yao

3-See: <https://www.imf.org/external/np/sta/fd/index.htm#:~:text=Financial%20derivatives%20enable%20parties%20to,in%20a%20primary%20asset%20or>

اولیه مانند نهاده‌های دامی، کشاورزی و یا صنعتی نوسانات شدیدی را تجربه می‌کند، بیشتر است. ابزاری که می‌تواند تا حد مناسبی به بهبود مدیریت بازار کالاها و دارایی‌های اساسی به دولت کمک کند. دولت می‌تواند با موقعیت‌گیری مناسب در بازار مشتقات، دارایی یا کالایی که دچار نوسان شدید قیمت و یا افزایش تقاضا شده است را مدیریت کند و از مداخله در بازار امروزی یا اسپات کالای مورد نظر اجتناب کند. این ابزار مالی سبب می‌شود تا هزینه‌های واردات مقطعی توسط دولت و یا مداخله‌های آن که از بودجه عمومی تامین می‌شود، حذف و یا کاهش شدید یابد.

ضروری است به این نکته توجه داشت که نوسانات قیمتی کالاها و دارایی‌ها به دلیل تغییر در انتظارات فعالان اقتصادی در تمامی اقتصادهای دنیا وجود داشته و پدیده‌ای تجربه شده است. آنچه که کشورها را از یکدیگر متمایز می‌کند، نحوه مواجهه دولت‌ها با این چالش و پاسخ به آن بوده است. در کشورهایی که دارای بازارهای مالی عمیقی بوده‌اند، دولت‌ها با سازوکارهای بازارهای مالی و ابزارهای آن توانسته‌اند به مدیریت بازار کالاها و دارایی‌ها از جمله مواد اولیه شرکت‌ها و محصولات کشاورزی اقدام کنند. پاسخ کشورها توسع یافته به این چالش با پاسخ دولت‌ها در ایران متفاوت بوده است. در ایران به دلیل ضعف ساختاری نظامات مالی و عدم تعمیق آن، مدیریت انتظارات در بازار کالاها و دارایی‌ها با استفاده از مشتقات مالی میسر نیفتاده است. به هر حال توسعه بازارها و ابزارهای مالی در ایران امری ضروری است و این مهم در ابتدای امر، کمک به خود دولت‌ها و دستگاه‌های اجرایی در مدیریت این چالش‌هاست.

مسیر دیگری که این ابزارهای مالی می‌تواند به دولت و دستگاه‌های اجرایی کمک کند آن است که دولت و مجریان می‌توانند حجم تقاضای کالا یا دارایی در آینده (انتظارات) را تشخیص دهند. در واقع، حجم سفارشات (اوردرها) در موقعیت‌های مشتقات نشان‌دهنده نیاز بازار در آینده به کالای خاصی است و دولت می‌تواند نسبت به مدیریت آن کالا و دارایی اقدام کند.

## ۲-۳- کمک به تسهیلات گیرندگان ارزی در اقتصاد ایران

تولیدکنندگان و صاحبان پروژه‌های اقتصادی برای نیازهای سرمایه‌ای خود مانند تجهیزات، ماشین‌آلات و دستگاه‌ها نیازمند واردات هستند. خریداری اقلام مورد نیاز یا از منابع مالی داخلی شرکت تامین می‌شود و یا از طریق دریافت تسهیلات شبکه بانکی صورت می‌پذیرد. این تسهیلات می‌تواند به صورت ریالی و یا ارزی دریافت شود. چنانچه تسهیلات دریافتی ریالی باشد، تولیدکننده ریال اخذ شده از شبکه بانکی را در بازار امروزی یا اسپات به ارز تبدیل و نسبت به واردات اقلام سرمایه‌ای مورد نیاز خود اقدام می‌کند. در این نوع از تسهیلات، اقساط و بازپرداخت آن به صورت ریالی صورت می‌پذیرد.

چنانچه تسهیلات دریافتی ارزی باشد، تولیدکننده نسبت به خریداری اقلام مورد نیاز خود اقدام

می‌کند. در این شکل از تسهیلات، تولیدکننده بایستی اقساط و بازپرداخت آن را به صورت ارزی انجام دهد. در واقع با توجه به اینکه اقساط طی زمان های آتی بازپرداخت می‌شود و به طور عمده درآمد شرکت های تولیدی ریالی است، ضروری است برای بازپرداخت اقساط خود ریال را در بازار اسپات یا امروزی تبدیل به ارز کنند و ارز مزبور را به بانک یا موسسه اعتباری واگذار کنند. در صورتی که نرخ یا قیمت ارز مورد نظر مانند آنچه که طی سال های گذشته در اقتصاد ایران رقم خورده است، افزایش شدیدی داشته باشد، تولیدکننده ها با ریسک نرخ ارز مواجه می‌شوند و وضعیت مالی و نقدینگی شرکت ها را با چالش مواجه می‌کند. استفاده از انواع مشتقات ارزی و طراحی آن در نظام مالی و اقتصادی می‌تواند به عنوان یک راه کار بنیادین برای رفع مشکل این شرکت ها باشد. طبیعی است که رفع چالش های تولید و تولیدکننده ها به عرضه بیشتر کالاها و خدمات در اقتصاد منجر خواهد شد و تعطیلی شرکت ها و عدم موفقیت پروژه ها به این دلیل، علاوه بر مسائل اجتماعی به افزایش نرخ بیکاری و کاهش رفاه اجتماعی منجر می‌شود. با این حال، بررسی ها نشان می‌دهد تمرکز بانک مرکزی در مدیریت بازار ارز بر بازار اسپات بوده است و استفاده از مشتقات ارزی در جعبه ابزار سیاست گذاری ارزی بانک مرکزی مفقود است. این در حالی است که همانطور که در بخش ابتدایی گزارش اشاره شد (گزارش بانک تصفیه بین المللی)، عمده معاملات بازار ارز مربوط به بازار مشتقات (اعم از قراردادهای آتی ارز) است و معاملات و مداخلات در بازار اسپات ارز سهم کمتری به خود اختصاص داده است.

با توجه به اهمیت این موضوع، در بخش مجزایی از گزارش به تفصیل به تبیین چالش شرکت های دریافت کننده تسهیلات ارزی پرداخته می‌شود و راه کار عدم بروز چنین چالش هایی با استفاده از مشتقات مالی تبیین می‌شود.

## ۲-۴- مدیریت کارآمد سبد سرمایه گذاری شرکت ها

مشتقات مالی نقش مهمی در مدیریت سبد سرمایه گذاری دارند. ضروری است به این نکته توجه داشت که سبد سرمایه گذاری شرکت ها الزاماً سبد سهام نیست و شامل دارایی های متعددی که شامل دارایی های غیرمالی مانند کالاها نیز می‌باشد. شرکت ها از طریق اوراق مشتقه می‌توانند با در نظر گرفتن راهبردهای متعددی، ریسک های سبد سرمایه گذاری را کاهش و بازده را افزایش دهند. به طور مشخص صندوق های سرمایه گذاری و شرکت های بیمه گر که دارای سبد سرمایه گذاری متنوعی هستند، با استفاده از مشتقات مالی می‌توانند نسبت به بهینه سازی مخاطرات سبد سرمایه گذاری خود اقدام کنند.



## ۲-۵- ابزار سرمایه گذاری (سفته بازی و آربیتراژگری)

یکی دیگر از کارکردهای مشتقات مالی آن است که به عنوان ابزاری برای سرمایه گذاری مطرح است (چن<sup>۱</sup> و همکاران، ۲۰۲۳). این بازار سبب می شود تا ظرفیتی فراهم شود که منابع مازاد مالی در اختیار سرمایه گذاران یا سرمایه داران که می توانند با ورود به سایر بازارهای غیرمالی موجب تورم و عدم تعادل شوند، در اختیار بازارهای مالی قرار گیرد. با این حال، اگرچه سرمایه گذاران در مشتقات مالی با هدف کسب سود اقدام به ورود به این بازار می کنند، دست کم سه پیامد مثبت را برای بازارهای مشتقات مالی فراهم می کنند:

۱- سرمایه گذاری (از جنس آربیتراژ) در بازار مشتقات مالی سبب می شود که قیمت ابزارهای مالی در بازارهای مالی مختلف به تعادل و برابری برسند و همگرا شوند. در واقع آربیتراژگران از تفاوت قیمت یک دارایی مالی (یک مشتقه مالی) در دو یا چند بازار کسب سود می کنند. این پدیده موجب همگرایی قیمت مشتقات می شود.

۲- وجود بازیگران و فعالان متعددی در بازار مشتقات سبب نقدشونده شدن بیشتر ابزار مالی می شود و سایر فعالان بازارهای مالی از جمله شرکت ها و کسب و کارها می توانند با سهولت بیشتری نسبت به خرید و فروش معاملات خود اقدام کنند.

۳- ورود بازیگران زیاد در یک بازار سبب کشف بهتر قیمت دارایی ها می شود. این موضوع در بازار مشتقات که همواره ارتباط منطقی و نظری میان قیمت آتی و اسپات برقرار است، بیشتر نمود می یابد. در واقع سرمایه گذاران در بازار مشتقات با رصد قیمت های آتی و اسپات دارایی های سبب می شوند تا قیمت منطقی مشتقات در بازار آن برقرار باشد.

## ۲-۶- کشف نرخ ارز در بازار

یکی از کارکردهای مهم بازارها و از جمله بازارهای مالی و بازار مشتقات مالی، کشف نرخ در آن است. به بیانی دیگر، با استفاده از ابزارهای مالی (مشتقات) می توان نسبت به کشف نرخ در بازار اقدام کرد. کشف نرخ حقیقی ارز در بازارهای مالی پیامد مثبت دیگری نیز دارد و آن که می توان انتظار داشت که صادرکنندگان و کلیه اشخاصی که متعهد به رفع تعهد ارزی هستند (پیمان سپاری ارزی) نسبت به بازگشت ارز خود به اقتصاد و بازارهای مالی داخل کشور اقدام کنند. با ورود ارز به اقتصاد می توان شاهد افزایش درآمدهای ارزی کشور، افزایش تعادل در بازار ارز و تعمیق آن بازار بود.<sup>۲</sup> کشف نرخ ارز در بازار برای مدیریت

1- Chen

۲- به منظور دسترسی به این پیامدهای ضروری است تا ملاحظاتی مدنظر قرار گیرد. در بخش الزامات به کارگیری مشتقات ارزی در اقتصاد ایران

بازار ارز به بانک مرکزی نیز کمک می‌کند. در واقع، استفاده از مشتقات مالی در حوزه ارز می‌تواند ابزارسیاستی مناسبی برای بانک مرکزی باشد و در شرایط بحرانی، به بانک مرکزی در مدیریت تلاطمات بازار ارز کمک کند (میثمی و همکاران، ۱۳۹۳، ص ۲۶۱). در خصوص کشف نرخ ارز در بازار ذکر این نکته ضروری است که این مهم در بازاری عمیق فراهم می‌شود. به بیانی دیگر، بازار کم عمق که بازیگران کم و حجم معاملات اندکی داشته باشد، نمی‌تواند به کشف نرخ حقیقی ارز در اقتصاد کمک کند و انحراف در کشف نرخ در چنین بازارهایی بسیار محتمل است.

### ۳- مشتقات مالی و ارزی در اقتصاد ایران

پس از تبیین اجمالی انواع مشتقات مالی و ارزی و همچنین تشریح اهمیت و کارکردهای آن در نظام مالی و اقتصادی، در این بخش از گزارش سعی می‌شود تا ارزیابی از وضعیت استفاده از مشتقات مالی و ارزی در اقتصاد ایران و بازارهای مالی آن صورت گیرد. برای این منظور در ابتدا ابعاد حقوقی و ظرفیت قانونی استفاده از مشتقات مالی اشاره و قوانین موضوعه مورد بررسی قرار می‌گیرد. سپس در قسمت بعدی مروری بر استفاده از مشتقات مالی در نظام مالی و اقتصادی ایران پرداخته می‌شود.

#### ۳-۱- ظرفیت حقوقی و قانونی مشتقات ارزی در اقتصاد ایران

قانون بازار اوراق بهادار جمهوری اسلامی ایران مصوب سال ۱۳۸۴ مجلس شورای اسلامی به صراحت به بازار مشتقه اشاره کرده است. بند ۱۱ ماده ۱ این قانون، بازار مشتقه این چنین تعریف کرده است:

«بازاری است که در آن قراردادهای آتی و اختیار معامله مبتنی بر اوراق بهادار یا کالا داد و ستد می‌شود.» اگرچه این تعریف واجد ایرادات متعددی است، با این حال سنگ بنای حقوقی این ابزار مهم مالی را گذاشته است و ظرفیتی قانونی و حقوقی فراهم کرده است تا بتوان نسبت به طراحی انواع مشتقات در نظام اقتصادی و مالی اقدام کرد. همچنین ضروری است به این نکته توجه داشت که مشتقات مالی ابزارهای مالی هستند. قانون گذار در بند ۲۴ همان قانون در خصوص اوراق بهادار چنین بیان کرده است:

«هر نوع ورقه یا مستندی است که متضمن حقوق مالی قابل نقل و انتقال برای مالک عین و یا منفعت آن باشد. شورا، اوراق بهادار قابل معامله را تعیین و اعلام خواهد کرد. مفهوم **ابزار مالی و اوراق بهادار** در متن این قانون، معادل هم در نظر گرفته شده است.»

این گزارش با تفصیل درباره آن بحث شده است.

۱- در جای دیگری از قانون عبارات قراردادهای آتی و اختیار معامله تعریف نشده است. همچنین بازار مشتقه به قراردادهای آتی و اختیار معامله محدود شده است و به عنوان نمونه سوآپ بیان نشده است. همچنین در علم مالی همواره الگوهای متعددی از مشتقات مالی در حال طراحی است که محدود به موارد نام برده در قانون نیست. ایراد دیگر این تعریف آن است که خود مشتقات مالی را تعریف و معیار دقیقی از آن ارائه نکرده است و تنها بازار مشتقه را با ابزارهای آن معرفی کرده است.

قانون گذار در این قانون و سایر قوانین (به خصوص قوانین مربوط به بانکداری و بانک مرکزی) در خصوص مشتقات ارزی حکم یا تعریفی نیاورده است. از طرف دیگر در قانون پولی و بانکی کشور مصوب سال ۱۳۵۱ ماده ۱۱ قانون گذار در خصوص معاملات ارزی چنین بیان کرده است:

«ج-تنظیم مقررات مربوط به معاملات ارزی و تعهد یا تضمین پرداخت های ارزی با تصویب شورای پول و اعتبار و همچنین نظارت بر معاملات ارزی.» در سایر احکام این قانون مانند ماده ۲۹، تنظیم گری و نظارت بر بازار ارز بر عهده بانک مرکزی است.

قانون عملیات بانکی بدون ربا ( بهره) مصوب سال ۱۳۶۲ نیز به معاملات ارز و عملیات ارزی اشاره کرده است. به طور مشخص بندهای مختلف ماده ۲ این قانون به معاملات ارزی اشاره می کند.

«ماده ۲ - وظایف نظام بانکی عبارتند از:

۳ - انجام کلیه عملیات بانکی ارزی و ریالی و تعهد یا تضمین پرداخت های ارزی دولت طبق قانون و مقررات.

۴ - نظارت بر معاملات طلا و ارز و ورود و صدور پول رایج ایران و ارز و تنظیم مقررات مربوط به آنها طبق قانون.

۱۱ - انجام معاملات طلا و نقره و نگاهداری و اداره ذخائر ارزی و طلای کشور با رعایت قوانین و مقررات مربوط به آن.»

این قانون نیز به صورت مبهم مسائل ارزی را تبیین کرده است. مشخص نیست که آیا بانک مرکزی نیز جزوی از نظام بانکی محسوب می شود و مشمول حکم ماده ۲ است یا خیر؟ به نظر می رسد که خلط مبحثی میان ابعاد اجرایی و عملیات ارزی با ابعاد نظارتی و تنظیم گری در این ماده صورت گرفته است که سبب این ابهام شده است.

قانون مبارزه با قاچاق کالا و ارز (مصوب سال ۱۴۰۰ مجلس شورای اسلامی) نیز به نظارت و تنظیم گری بازار ارز می پردازد. به طور کلی، معاملات ارز بدون نظارت و تنظیم گری شورای پول و اعتبار از جمله مصادیق مهم قاچاق ارز برشمرده شده است.

در سطح مقررات اجرایی نیز بانک مرکزی در سال ۱۳۸۹ آیین نامه اجرایی معاملات آتی ارز را تدوین کرده است و در ۱۰ ماده سعی داشته است تا به تنظیم گری معاملات بازار آتی ارز اقدام کند.



در نهایت به نظر می‌رسد که نکات زیر در خصوص مشتقات ارزی از منظر قانون گذاری مطرح است:

❖ قانون گذار در هیچ حکم قانونی به صراحت به مشتقات ارزی اشاره نداشته است و لذا سایر احکام قانونی که به ابزارهای مالی و مشتقات اشاره دارد، مبنای حقوقی مشتقات ارزی قرار می‌گیرد. لذا خلا قانونی در خصوص استفاده از مشتقات ارزی در نظام مالی و اقتصادی کشور وجود ندارد. اگرچه می‌توان در برخی مواد قانونی برخی ابعاد کلان آن را تعیین و تنظیم کرد.

❖ مشتقات ارزی از حیث قانونی دارای دو بُعد است:

• ۱- دارایی پایه مشتقه ارزی که ارز است. تنظیم گری و نظارت در حوزه ارز با بانک مرکزی و شورای پول و اعتبار است. معاملات ارز در بازار ارز و از طریق نهادهای بازار پول مانند بانک‌ها، موسسات اعتباری غیربانکی و صرافی‌ها صورت می‌پذیرد.

• ۲- مشتقه ارزی (با تاکید بر اختیارات معاملات ارزی و قراردادهای آتی ارز) که نوعی اوراق بهادار یا ابزار مالی است. تنظیم گری و نظارت بر مشتقه ارزی با سازمان بورس و اوراق بهادار و شورای عالی بورس است. معاملات مشتقات ارزی در بازار سرمایه و از طریق نهادهای آن مانند کارگزاری‌ها، بورس‌های مربوطه و شرکت سپرده گذاری مرکزی (برای ثبت و تصفیه معاملات) صورت می‌پذیرد.

به هر حال به نظر می‌رسد با توجه به نزدیک بودن بازار ارز و مشتقات ارزی به یکدیگر، راه اندازی بازار آتی ارز با هماهنگی و نزدیکی دو مقام تنظیم گر و ناظر مالی یعنی بانک مرکزی و سازمان بورس و اوراق بهادار به صورت پذیرد و از تصمیم گیری بخشی به شدت اجتناب شود.

### ۳-۲- تجربه استفاده از مشتقات مالی و مشتقات ارزی

نوسانات شدید در بازار سهام طی سال‌های گذشته سبب شد تا سیاست گذاران و تنظیم گران در بازار سرمایه نسبت به طراحی و استفاده از مشتقات مالی به منظور پوشش مخاطرات و نوسانات اقدام کنند. با این بیان طی سالیان گذشته در بازار سرمایه ایران قراردادهای اختیار معاملات (اختیار خرید و اختیار فروش) بر روی سهام، واحدهای صندوق‌های سرمایه گذاری و اوراق بدهی طراحی و مورد استفاده قرار گرفته است. این مشتقات که نوعی اوراق بهادار (ابزار مالی) محسوب می‌شوند، در بورس‌های اوراق بهادار (بورس تهران و فرابورس ایران) مورد معامله قرار می‌گیرد. خریداران این مشتقات از طریق کارگزاری‌های خود نسبت به خریداری اقدام می‌کنند. حجم انتشار این اوراق روندی صعودی داشته است و در مهرماه سال ۱۴۰۲ ارزش معاملات اختیارات معاملات به حدود ۲ همت رسیده است. ارزش معاملات این اوراق از ابتدای



سال ۱۴۰۲ تا انتهای مهرماه سال جاری برابر با حدود ۱۶,۷ همت بوده است.<sup>۱</sup>

اختیارات معاملات در اقتصاد ایران تنها محدود به بازار سهام است و در بازارها، کالاها و یا دارایی‌های دیگر از جمله بازار ارز یا ارز این مشتقات طراحی نشده است.

قراردادها یا پیمان‌های آتی مشتقات مهم دیگری هستند که در بازارهای مالی مورد معامله قرار می‌گیرند. همانطور که پیشتر نیز اشاره شد پیمان‌های آتی در بازارهای فرابورس (آتی سی)<sup>۲</sup> و قراردادهای آتی در بورس‌ها معامله می‌شود. برخی قراردادهای آتی با دارایی پایه کالا مانند زعفران و زیره سبز در بورس کالای ایران مورد معامله قرار می‌گیرد.<sup>۳</sup> پیمان‌های آتی با دارایی پایه کالا ممکن است در بازارهای سنتی مورد معامله قرار بگیرد که اطلاعات آن به طور رسمی ثبت و ضبط نمی‌شود و لذا نمی‌توان تحلیل دقیقی از آن داشت.<sup>۴</sup> با این حال، در بازار ارز (در بازارهای غیررسمی بازار سنتی ارز) معاملات فردایی به صورت پیمان آتی (نه قرارداد آتی) صورت می‌پذیرد. به بیانی دیگر، می‌توان این نوع از معاملات ارز را آتی سی در نظر گرفت و لذا در اقتصاد ایران پیمان‌های ارزی به صورت محدود وجود دارد. در خصوص حجم معاملات صورت گرفته در این بازار داده مشخصی وجود ندارد. با این حال برخی پژوهش‌ها بیان کرده‌اند که روزانه در بازار غیررسمی ارز حدود ۱۰۰ میلیون دلار معامله می‌شود که حدود ۷۰ میلیون دلار از آن مربوط به بازار فردایی است (خوانساری، ۱۴۰۰). همچنین به نظر می‌رسد که افق زمانی این پیمان‌های آتی محدود به یک یا چند روز باشد و افق‌های زمانی بلندمدت‌تر (مانند چند ماه) وجود نداشته باشد و یا بسیار محدود باشد. لازم به ذکر است در شرایطی که ارز با نوسان همراه باشد، این نوع از معاملات از لحاظ قانونی ممنوع می‌شود و با معامله گران آن برخورد قانونی می‌گردد.

از طرف دیگر، قراردادهای آتی ارز که در بازارهای متشکل، رسمی و تحت نظارت صورت می‌پذیرد در اقتصاد ایران وجود ندارد. این در صورتی است که ظرفیت قانونی، مقرراتی و فنی راه اندازی بازار مشتقات مالی در اقتصاد ایران وجود دارد. در نهایت با توجه به ۱- نوسانات شدید نرخ ارز و ۲- لزوم پیش‌بینی پذیری در مراودات و معاملات مالی برای فعالان اقتصادی ۳- کنترل انتظارات و امکان موقعیت‌گیری بانک مرکزی در بازار آتی ۴- کنترل تقاضای سفته‌بازانه؛ امری ضروری برای اقتصاد ایران به شمار می‌رود. با این حال، **پرسش جدی آن است که با توجه به ضروریات مورد اشاره و وجود ظرفیت**

۱- گزارش ماهانه سازمان بورس و اوراق بهادار مهرماه سال ۱۴۰۲

۲- ضروری است به این نکته توجه داشت که شرکت فرابورس در ایران در واقع یک نوع بورس (exchange) است و آتی سی محسوب نمی‌شود. فرابورس ایران نهاد رسمی، تحت نظارت و متشکل است و ویژگی‌های آتی سی نسبت به آن صدق نمی‌کند.

3- <https://www.ime.co.ir/list-gharardad-hayeati.html>

۴- لازم است به این نکته توجه داشت که در بازارهای سنتی (به خصوص در بازار کشاورزی) و بازارهای مالی سلف فروشی صورت می‌پذیرد. سلف با مشتقات مالی متفاوت است. سلف نوعی قرارداد است که خریدار محصول را پیش خرید می‌کند و بهای آن را به طور کامل پرداخت می‌کند و در سررسید محصول را دریافت می‌کند. حال آن که قرارداد یا پیمان آتی توافق بر معامله در آینده است و در زمان عقد قرارداد ثمن و مئمنی عوض نمی‌شود.

## قانونی برای استفاده از مشتقات ارزی و به خصوص بازار قراردادهای آتی ارز، چرا این بازار همچنان شکل نگرفته است؟ به نظر می‌رسد عدم اراده جدی بانک مرکزی در راه اندازی این بازار، دلیل اصلی عدم شکل‌گیری این بازار بوده است.

دیگر مشتقه مهم مالی که پیشرفته تر از سایر مشتقات است، سوآپ<sup>۱</sup> می‌باشد. همانطور که بیان شد سوآپ‌ها از جمله سوآپ ارزی تجزیه شده چندین پیمان آتی است. با توجه به اینکه سوآپ ارزی به صورت توافقی توسط شرکت‌ها انجام می‌پذیرد و بازار رسمی برای آن وجود ندارد، لذا نمی‌توان نسبت به عمق بازار آن اظهار نظر صریح کرد. با این حال به نظر می‌رسد که این معاملات به دلیل عدم تسهیلات گیری کافی توسط شرکت‌های ایرانی با ارزهای مختلف، به شکل بسیار کمی صورت پذیرد. در خصوص سوآپ مهم دیگر - سوآپ نرخ بهره - نیز اطلاعات رسمی موجود نیست. با این حال به نظر می‌رسد که به دلیل عدم مراودات مالی شرکت‌های داخلی با بانک‌ها و نهادهای مالی خارج از کشور، این ابزار مالی قابل استفاده نباشد و اگر هم برخی شرکت‌های داخلی استفاده کرده باشند به صورت خیلی محدود باشد. سایر سوآپ‌ها مانند سوآپ ورشکستگی اعتباری<sup>۲</sup> که بسیار پراهمیت و پرکاربرد است، در نظام مالی و اقتصادی ایران وجود ندارد.

جدول زیر به طور خلاصه استفاده از مشتقات مالی و ارزی را در نظام مالی ایران نشان می‌دهد.

جدول ۲- خلاصه‌ای از به کارگیری مشتقات مالی و ارزی در نظام مالی ایران

دارایی پایه		مشتقه مالی
غیر از ارز	ارز	
بازار دارد. در سهام، واحدهای سرمایه‌گذاری، اوراق بدهی طراحی شده است.	بازار وجود ندارد.	اختیار معامله
بازار دارد. برخی کالاهای بورس کالا مانند زعفران و زیره سبز	بازار وجود ندارد.	قرارداد آتی
اطلاعات در دست نیست. به نظر می‌رسد در بازارهای غیرمالی و سنتی وجود داشته باشد.	به صورت محدود	پیمان آتی
اطلاعات در دست نیست. با توجه به عدم تسهیلات گیری از خارج از کشور توسط شرکت‌ها بعید به نظر می‌رسد. در صورت وجود به صورت محدود وجود دارد.	بازار وجود ندارد.	سوآپ

منبع: گزارش حاضر

۱- واژه سوآپ در معاملات گاز نیز به کار می‌رود. این واژه در صنعت گاز با سوآپ مالی یا ارزی متفاوت است و در واقع، اشتراک لفظی است.

2- Credit default swap (CDS)



**بررسی های این بخش از گزارش نشان می دهد که از ظرفیت ابزارهای مالی (مشتقات مالی) و نهادهای مالی در ارز و بازار آن استفاده نشده است. نظامی که بسیاری از اقتصادهای در حال توسعه و توسعه یافته از آن برای مدیریت ارز و بازار آن استفاده کرده اند.** در این میان ضروری است تا با هماهنگی بیشتر میان دستگاه های اجرایی مانند بانک مرکزی و سازمان بورس و اوراق بهادار، این ابزارهای مالی در حوزه ارز شکل بگیرد تا از کارکردهای آن همه بازیگران و ذی نفعان از جمله خود دولت و دستگاه های اجرایی بهره مند گردند. در بخش مجزایی در ادامه گزارش به الزامات و پیش نیازهای استفاده از مشتقات ارزی پرداخته می شود. طبیعی است که چنانچه این ملاحظات در نظر گرفته نشود، کارکردهای بیان شده مشتقات ارزی برای نظام اقتصادی کشور از دست برود.

#### ۴- کاربرد مشتقات ارزی برای شرکت های دریافت کننده تسهیلات ارزی

تسهیلات ارزی یکی از انواع تسهیلاتی است که توسط شبکه بانکی ایران از منابع صندوق توسعه ملی به تولید کنندگان، شرکت ها و پروژه ها اعطا می شود. در این نوع از تسهیلات، منابع مالی مورد نیاز در قالب ارزهای جهان روا به آنها اعطا می شود. در مقابل، آنها مکلفند بر اساس شرایط و قرارداد خود با بانک یا موسسه اعتباری نسبت به تصفیه آن به صورت ارزی اقدام کنند. چنانچه اقتصاد کلان و نرخ ارز با نوسان همراه نباشد و یا مطابق با پیش بینی هایی که در مطالعات امکان سنجی صورت گرفته است پیش برود، به نظر می رسد مانعی در ایفای تعهدات تولید کنندگان و شرکت ها به وجود نخواهد آمد و آنها می توانند نسبت به تصفیه تسهیلات ارزی خود مطابق با شرایط تسهیلات اقدام کنند.

با این حال، نوسانات شدید نرخ ارز و بالا رفتن آن طی چند ساله گذشته در اقتصاد ایران سبب شده است تا این نوع از تسهیلات گیرندگان با مشکل ایفای تعهدات مواجه شوند. در واقع به دلیل آنکه درآمدهای بسیاری از تسهیلات گیرندگان ارزی نبوده و ریالی است، لذا افزایش نرخ ارز یا جهش آن سبب می شود که وضعیت مالی تسهیلات گیرندگان مزبور به شدت آسیب ببیند. چنانچه دولت در محصولات این تسهیلات گیرندگان قیمت گذاری دستوری نیز اعمال کند، این وضعیت مالی با تنگنای بیشتری مواجه خواهد شد. از طرف دیگر دولت (صندوق توسعه ملی)، بانک ها یا موسسات اعتباری که نسبت به اعطای تسهیلات ارزی اقدام نموده اند با ریسک اعتباری، نقدینگی و عدم وصول مطالبات خود مواجه می شوند. پروژه های دریافت کننده تسهیلات ارزی عمدتاً در گروه بنگاه های با اشتغال بیش از ۵۰ نفر بوده اند. بالا قرار دارند (اتاق ایران، ۱۴۰۰، ص ۱۲).

در این میان ضروری است به این نکته توجه شود که تسهیلات یک قرارداد مالی است که در صورت عدم ایفای تعهدات دارای فرآیندهای مشخص حقوقی و قضایی است. با این بیان، عدم ایفای تعهدات سبب

می‌شود تا سایر دستگاه‌های اجرایی دولتی مانند وزارت صمت، مجلس شورای اسلامی (برگزاری جلسات متعدد نظارتی و تقنینی) و همچنین دستگاه قضایی برای حل و فصل مالی این نوع از تسهیلات اقدام کنند و ساختار بروکراسی کشور درگیر آن شود.

یکی از نکات کلیدی تعیین نرخ ارز (تسعیر ارز) تسهیلات اعطایی توسط بانک‌ها و موسسات اعتباری غیر بانکی است.

به طور مشخص، چنانچه تصفیه تسهیلات ارزی تولیدکنندگان یا شرکت‌ها با قیمت‌های روز ارز صورت گیرد، موجب می‌شود تا نقدینگی شرکت‌ها با آسیب مواجه شود و مجدداً نیاز به تامین مالی و سرمایه در گردش برای آنها مطرح شود. همچنین بالا رفتن هزینه مالی شرکت‌ها (در صورت سود و زیان) می‌تواند سبب زیان‌دهی شرکت و از دست رفتن درآمدهای مالیاتی (مالیات بر عملکرد شرکت‌ها) برای دولت شود.

از طرف دیگر عدم بازپس‌گیری تسهیلات ارزی از تولیدکنندگان و شرکت‌ها موجب می‌شود تا ذخایر و منابع ارزی در دسترس دولت کاهش یابد. لذا برای حل این چالش ضروری است تا سعی شود هم مسائل مالی شرکت‌ها و هم مسائل کلان اقتصادی مدنظر قرار گیرد. اگرچه موضوع این گزارش حل و فصل چالش‌های تسهیلات ارزی اعطا شده در گذشته نیست که این موضوع در گزارش‌های دیگر اتاق مطرح شده است، اما راه‌کارهای مطرح برای این موضوع می‌تواند به صورت راه‌کارهای ایجابی و سلبی مطرح شود. تمديد اقساط ارزی این شرکت‌ها و واردکنندگان (بلندمدت تر شدن تسهیلات ارزی) می‌تواند به عنوان راه‌کار ایجابی فوری مدنظر قرار گیرد. در خصوص راه‌کارهای سلبی نیز جلوگیری از توقف عملیات شرکت، عدم مصادره اموال و دارایی‌های مربوط به کسب و کار آنها که در نهایت به تولید و عملیات شرکت آسیب وارد می‌شود، می‌توان اشاره داشت.

تاکید گزارش حاضر بر طراحی ابزارهای مالی (مشتقات مالی) جدیدی و به کارگیری آن در نظام مالی و اقتصادی است که از بروز مجدد این چالش‌ها که هزینه‌های زیادی را بر دوش بخش خصوصی، دولت و دستگاه‌های نظارتی و قضایی بار می‌کند، جلوگیری به عمل آورد.

برای این منظور با تاکید بر دو ابزار مشتقه شامل ۱- قراردادهای اختیار معاملات ارزی و ۲- قراردادهای و پیمان‌های آتی ارز می‌توان بر بروز مجدد این چالش غلبه کرد. در ادامه با تفصیل بیشتری این دو ابزار مشتقه و کاربرد آن برای تسهیلات گیرندگان ارزی تبیین می‌شود.<sup>۱</sup>

۱- سوآپ‌های ارزی که یکی از مشتقات مهم مالی هستند، توسط خود شرکت‌ها و با توافق یکدیگر طراحی و منعقد می‌شوند و نیازی به طراحی ساختاریافته و رسمی توسط مقام تنظیم‌گر ندارد. همچنین عدم تامین مالی ارزی شرکت‌ها از نهادهای مالی کشورهای دیگر سبب می‌شود که این ابزار مالی در اجرا، نتواند کاربرد زیادی برای شرکت‌های ایرانی نداشته باشد فلذا در این گزارش به کاربرد آن برای حل چالش‌های ارزی شرکت‌ها پرداخته نمی‌شود.

#### ۴-۱- قراردادهای اختیار معاملات ارزی

همان‌طور که پیشتر نیز اشاره شد، قراردادهای اختیار معامله یکی از انواع مهم مشتقات مالی هستند. این ابزار مالی به دارنده آن اختیار می‌دهد که بتواند دارایی مشخصی را در (تا) روز مشخصی و با قیمت معینی خریداری نماید. استفاده از این ابزار مالی می‌تواند برای تسهیلات گیرندگان ارزی در کشور ایران بسیار مفید باشد و ریسک و مخاطرات نوسان نرخ ارز را برای ایشان پوشش دهد.

نحوه استفاده از این مشتقه مالی به این صورت است که فرض می‌شود، «شرکت الف» تولیدکننده محصول خاصی است که نیازمند واردات مواد اولیه، ماشین آلات و یا تجهیزات است. این شرکت در انتهای سال ۱۴۰۲ نسبت به اخذ تسهیلات ارزی (ارز مشخص) از شبکه بانکی به میزان ۴ میلیون یورو اقدام می‌کند. این تسهیلات پنج ساله است که اقساط آن در پایان هر سال (اولین قسط پایان سال ۱۴۰۳) و به میزان ۱ میلیون یورو است.<sup>۲</sup> «شرکت الف» همزمان با اخذ تسهیلات از شبکه بانکی، به منظور پوشش ریسک نوسان نرخ ارز، در بازار اختیار معامله ارز اقدام به خریداری اختیار خرید ارز (ارز مشخص) - با قیمت معین و اعمال در روز مشخص - می‌کند. فرض می‌شود که این شرکت معادل ۵ میلیون یورو قرارداد اختیار معامله خریداری می‌کند. زمان اعمال این قراردادها در زمان اقساط ارزی شرکت یعنی در پایان هر سال است. به بیانی دیگر، «شرکت الف» قرارداد اختیار معامله خرید یورو به میزان ۱ میلیون یورو برای انتهای سال‌های ۱۴۰۳ (اولین قسط) تا ۱۴۰۷ (آخرین قسط) را خریداری می‌کند. طبیعی است که قیمت اعمال یورو که مبنای هر قرارداد است برای سال‌های مختلف متعدد است. ضروری است به این نکته توجه شود که قیمت این اختیار خرید بسیار ناچیز است و در مقابل پوشش نوسانات نرخ ارز، قیمت زیادی برای «شرکت الف» نخواهد بود.<sup>۳</sup>

از طرف دیگر در بازار اختیار معاملات ارز، فروشندگان حضور دارند. فروشندگان این اختیار معامله ارزی اشخاص حقوقی موثر در نظام ارزی هستند که می‌تواند بانک مرکزی جمهوری اسلامی ایران، بانک‌ها و موسسات اعتباری غیربانکی، و سایر نهادهای مالی باشند.<sup>۴</sup>

۱- بستگی به الگوی اختیار معامله که آمریکایی یا اروپایی باشد، زمان اعمال قرارداد متفاوت است. آمریکایی تا روز سررسید می‌تواند اعمال شود، در حالی که در قراردادهای اروپایی تنها در روز سررسید امکان اعمال دارد. با این حال، هر دو نوع انواع معاملات اختیار دارای بازار ثانویه هستند و سرمایه‌گذاران می‌توانند نسبت به خریداری یا فروش آن اقدام کنند.

۲- فرض شده است تا ۱ میلیون یورو بهره این تسهیلات باشد.

۳- یکی از مباحث پیچیده در مشتقات مالی قیمت‌گذاری مشتقات است که بررسی آن خارج از موضوع این گزارش است. با این حال یکی از مولفه‌های مهم در قیمت‌گذاری مشتقات نوسان دارایی پایه مشتقه است. به بیانی دیگر، چنانچه دارایی پایه مشتقه دارای نوسان زیادی باشد، قیمت مشتقه آن از جمله اختیار معامله نیز بیشتر می‌شود. مشابه آنچه که در صنعت بیمه رخ می‌دهد. چنانچه در صنعت بیمه احتمال بروز سانحه یا حادثه بیشتر باشد، قیمت یا نرخ بیمه‌نامه بیشتر می‌باشد. با این حال، قیمت این اختیار معامله (اختیار خرید ارز مشخص در روز مشخص) عدد بسیار پایینی برای شرکت تولیدکننده یا واردکننده است.

۴- طبیعی است که ورود اشخاص حقوقی به فروش این مشتقه مالی با نظارت و تنظیم‌گری بانک مرکزی و سازمان بورس خواهد بود. در بخش الزامات گزارش با تفصیل بیشتری به ملاحظات این بازار پرداخته می‌شود.

به طور خلاصه، «شرکت الف» که یک تولیدکننده و واردکننده مواد اولیه و ماشین آلات و یا صاحب پروژه است، می‌تواند خود را نسبت به نوسانات نرخ ارز (یورو) پوشش دهد و شبکه بانکی نیز نسبت به دریافت ارز خود اقدام کند.

در صورتی که «شرکت الف» بخواهد قرارداد را اعمال کند، فروشنده اختیار معامله ارز مکلف است نسبت به تصفیه با «شرکت الف» اقدام کند. این تصفیه می‌تواند به صورت کالایی (ارز موضوع قرارداد) و یا تصفیه ریالی (پرداخت مابه التفاوت میان قیمت ارز در بازار اسپات و قیمت قرارداد) صورت گیرد.

«شرکت الف» برای سایر اقساط ارزی خود نیز از همین قراردادها بهره‌مند می‌شود و در نهایت تسهیلات ارزی خود را تصفیه می‌کند.

#### ۴-۲- قراردادهای و پیمان‌های آتی ارز

ارکان قراردادهای و پیمان‌های آتی ارز و همچنین ساختار مالی آنها مشابه است با این تفاوت که پیمان‌های آتی منعطف‌تر از قراردادهای آتی هستند. با این بیان آنچه که در این بخش از گزارش برای قراردادهای آتی ارز گفته می‌شود برای پیمان‌های آتی ارز نیز صادق است.

مشابه آنچه که در بخش قبلی در خصوص «شرکت الف» بیان شد، فرض می‌شود مطابق با همان شرایط آن شرکت نسبت به اخذ تسهیلات ارزی از شبکه بانکی اقدام کرده است و این نگرانی نسبت به نوسان نرخ ارز و افزایش آن طی سال‌های آینده وجود دارد. به منظور پوشش این ریسک، «شرکت الف» پنج قرارداد آتی ارز به سررسیدهای اقساط خود (پایان هر سال) انعقاد می‌کند. به بیان دیگر، «شرکت الف» متعهد می‌شود که معادل ۱ میلیون یورو در انتهای هر سال (از سال ۱۴۰۳ تا سال ۱۴۰۷) به قیمت مشخصی را خریداری کند. به عنوان نمونه در پایان سال ۱۴۰۳ متعهد به خریداری معادل ۱ میلیون یورو به نرخ به ازای هر یورو ۶۰۰۰۰ تومان می‌شود. در طرف دیگر قرارداد، شخص حقوقی مانند بانک مرکزی، بانک‌ها و موسسات اعتباری و سایر نهادهای مالی متعهد می‌شود معادل ۱ میلیون یورو به ازای هر یورو ۶۰۰۰۰ تومان را به «شرکت الف» بفروشد.

«شرکت الف» برای سایر اقساط ارزی خود نیز از همین قراردادها بهره‌مند می‌شود و در نهایت تسهیلات ارزی خود را تصفیه می‌کند.

#### ۴-۳- استفاده ترکیبی از قراردادهای آتی و قراردادهای اختیار معامله

شرکت‌هایی که تسهیلات ارزی دریافت می‌کنند، می‌توانند از ترکیب هر دو مشتقات مالی به منظور



پوشش مخاطرات ارزی استفاده کنند. طراحی بهینه پرتفوی این دو نوع مشتقه و اینکه شرکت چه میزان (سه‌م یا درصدی) از قراردادهای پیمان‌های ارزی استفاده کند و چه نصابی از معاملات اختیار ارزی استفاده کند، به هزینه‌های معاملاتی این دو مشتقه بستگی دارد. به بیانی دیگر، ممکن است شرایطی در بازار ایجاد شود که قیمت اختیارات معاملات ارزی بسیار افزایش یافته باشد، که در این صورت شرکت بیشتر به سمت قراردادهای آتی ارز متمایل می‌شود.<sup>۱</sup> به طور مشابه، در صورتی که هزینه یا تشریفات مربوط به قراردادهای پیمان‌های ارزی برای شرکت بسیار زیاد گردد، تمایل شرکت‌ها به سمت خریداری قراردادهای اختیار معاملات ارزی خواهد رفت. به عنوان نمونه «شرکت الف» می‌تواند برای پایان سال‌های اول (۱۴۰۳) و دوم (۱۴۰۴) که سررسید اولین و دومین قسط آن است، نسبت به خریداری اختیار معاملات ارزی با قیمت‌های مشخص اقدام کند و برای سه سال بعد از آن با توصیفی که در قسمت‌های گذشته گزارش بیان گردید، قراردادهای آتی ارز منعقد سازد. به هر حال بازار مشتقات و ابزارهای متعدد آن ظرفیتی فراهم می‌کند که شرکت‌ها بتوانند با طراحی پرتفوی ابزارهای مالی نسبت به پوشش ریسک‌های خود و به خصوص ریسک نرخ ارز اقدام کنند.

## ۵- الزامات به کارگیری مشتقات ارزی در اقتصاد ایران

استفاده از مشتقات ارزی در نظام مالی و اقتصادی مستلزم در نظر گرفتن زیرساخت‌هایی است که فقدان آن، نه تنها کارکردها و مزایای مشتقات مالی را نخواهد داشت، بلکه می‌تواند به بازارهای مالی و به خصوص بازار ارز آسیب وارد کند. در این بخش از گزارش، سعی می‌شود برخی از الزامات استفاده از مشتقات مالی و به خصوص مشتقات ارزی در اقتصاد ایران اشاره شود.

الزامات به کارگیری مشتقات مالی و ارزی در نظام مالی و اقتصادی ایران به شرح زیر است:

❖ همان‌طور که در گزارش مورد اشاره قرار گرفت، بازار مشتقات مالی از عمق مناسبی در اقتصاد ایران برخوردار نیست و تنها در چند بازار به طور محدود از این مشتقات استفاده شده است. سوال کلیدی و مهم آن است که برای استفاده از مشتقات مالی در اقتصاد ایران بایستی در ابتدا مبتنی بر کدام دارایی پایه نسبت به طراحی مشتقه و بازارسازی آن اقدام کرد؟ در واقع پرسش آن است که **اولویت دارایی که بایستی مشتقه بر اساس آن طراحی شود، چیست؟ پیشنهاد آن است که اولین بازارهای مشتقه باید بر مبنای ارز طراحی شود.** به دلیل آنکه عمده انتظارات فعالان اقتصادی با نرخ ارز مشخص می‌شود و در واقع پیش‌بینی نرخ ارز است که

۱- البته ضروری است به این نکته توجه داشت که قیمت کشف شده این دو مشتقه بی ارتباط به یکدیگر نیست و متاثر از یکدیگر به دلیل تغییر تقاضا هستند. با این حال این اثرات همواره یک به یک نیستند و می‌تواند شرایطی فراهم شود که یکی از مشتقات بر دیگری از لحاظ قیمتی ترجیح داشته باشد.



نرخ آتی و انتظارات سایر دارایی‌ها را تعیین می‌کند، تا زمانی که موقعیت بازارساز بازار ارز و متولی آن که بانک مرکزی است، در این بازار مشخص نباشد، نمی‌توان انتظار داشت که بازار مشتقات سایر دارایی‌ها بتواند به درستی و بهینه فعالیت کند. در واقع، ضروری است تا ریسک نرخ ارز و نرخ آن در بازار کشف گردد تا فعالان اقتصادی بتوانند بر اساس نرخ ارز آتی، نرخ آتی سایر دارایی‌ها را محاسبه کنند.

❖ با استقرار مشتقات مالی و ارزی در نظام اقتصادی ایران، ضروری است تا نرخ‌گذاری دستوری در این بازار پایان یابد. به بیانی دیگر، ضروری است تا بازار ارز به سمت یک نرخ ارز حرکت کند و نرخ‌های ارز در مشتقات مبتنی بر زمان سررسید قراردادها یا پیمان‌ها و متناسب با انتظارات کشف گردد. با این بیان، نقش بانک مرکزی بازارسازی در بازار ارز و مشتقات آن است. به بیان دیگر، چنانچه بانک مرکزی قصد دارد نسبت به مدیریت انتظارات فعالان اقتصادی اقدام کند، ضروری است تا در بازار ارز و با استفاده از مشتقات ارزی طوری موقعیت اختیار کند که بازار به سمت نرخ ارز هدف‌گذاری شده بانک مرکزی حرکت کند. چند نرخی بودن ارز در بازار امروزی (یا بازار اسپات)، زمینه ناکارآمدی ابزارهای مالی و بازار ارز امروزی را فراهم می‌کند.<sup>۱</sup> موضوع قیمت‌گذاری اشتباه<sup>۲</sup> در بازار مشتقات مالی که می‌تواند اثرات مخرب در نظام مالی و یا اقتصادی ایجاد کند، اخیراً توسط دپارتمان خدمات مالی مجلس استرالیا<sup>۳</sup> نیز مورد اشاره و تاکید قرار گرفته است (۲۰۲۲).

❖ موقعیت‌گیری در قراردادهای آتی مستلزم تصفیه در سررسید است. با این بیان، نرخ هدف‌گذاری در بازار مشتقه ارزی باید مبتنی بر مولفه‌های کلان اقتصادی مانند نرخ تورم باشد. لذا بانک مرکزی بایستی طوری موقعیت اتخاذ کند که بتواند در سررسید به تصفیه قراردادها اقدام نماید. موقعیت‌گیری که خارج از مولفه‌های کلان اقتصادی باشد، علاوه بر آنکه تقاضای سفته‌بازی در بازار را تشدید می‌کند، نمی‌تواند موقعیت‌های فروش<sup>۴</sup> را عمیق و در بازه‌ای که بازارساز موقعیت گرفته است قرار دهد. همچنین تصفیه این قراردادها می‌تواند هزینه بسیار گزافی را برای بازارساز (که احتمالاً بانک مرکزی یا نهادی مالی از طرف آن و یا دولت است) فراهم آورد. هزینه‌ای که بسته به

۱- لازم به ذکر است که ممکن است دولت بر اساس ترجیحات آتی و فوری در نظر داشته باشد به صورت بسیار محدود ارز ترجیحی به محلی خاص تخصیص دهد. تا زمانی که این تخصیص‌ها شکل بازار به خود نگیرد و بسیار محدود باشد، مانعی در استفاده از مشتقات ارزی ایجاد نمی‌کند. با این حال ضروری است در خصوص این استثنائات نیز دقت صورت گیرد.

2- Mispriced

3- Department of parliamentary services

4- Short position



نحوه تصفیه که ممکن است ارز (تصفیه کالایی) یا ریال باشد، می‌تواند ذخایر ارزی را بسیار کاهش دهد (در صورت تصفیه کالایی) و یا منجر به افزایش پایه پولی گردد (در صورت تصفیه ریالی).

❖ با توجه به اینکه بازارهای آتی و اسپات، بازار قراردادهای آتی و پیمان‌های آتی نیز با یکدیگر در تعامل هستند و بر قیمت یکدیگر تاثیر می‌گذارد. در هر حال بازاری که عمق و ارزش معاملات بیشتری داشته باشد، تاثیر بیشتری بر سایر بازارها خواهد داشت. با این بیان پیشنهاد می‌شود، **بازار قراردادهای آتی ارز (نه پیمان‌های ارزی) که بانک مرکزی در آن فعالیت دارد، از عمق بیشتری برخوردار باشد و بتواند نرخ ارز مرجع برای بازار اسپات و بازار پیمان‌های ارزی باشد.**

❖ پیشنهاد می‌شود که در ابتدای راه اندازی بازار مشتقات ارزی، ابتدا مشتقات ارزی با حوالجات ارزی صورت پذیرد. این مهم به دلیل آن است که بازار حوالجات دارای بازیگران بزرگ و تخصصی تر و کمتر از هیجانات متاثر می‌شود. در مراحل بعدی و مرتفع ساختن چالش‌های محتمل در اجرایی سازی استفاده از مشتقات ارزی، این ابزارها برای ارزش‌های اسکناسی نیز طراحی و استفاده گردد.

❖ به دلیل اینکه معاملات مشتقات مالی و ارز، نوعی ابزار مالی محسوب می‌شود و ساختار تنظیم‌گری و نظارت، سیستم‌های معاملاتی و تصفیه آن در بازار سرمایه وجود دارد، به نظر می‌رسد که با توجه به احکام قانونی - که در بخش‌های قبل گزارش اشاره شد- این معاملات در بازار سرمایه و تحت نظارت و تنظیم‌گری سازمان بورس و اوراق بهادار صورت پذیرد. البته لازم به ذکر است که تنظیم‌گری و نظارت دارایی پایه این مشتقات که ارز است، به حکم قانون با بانک مرکزی است و پیشنهاد اشاره شده منافاتی با نظارت و تنظیم‌گری بانک مرکزی بر ارز ندارد.

❖ تصفیه و معاملات قراردادهای آتی از جمله قراردادهای آتی ارز نیازمند اتاق تصفیه و اتخاذ تضامین لازم است. برای این منظور ضروری است تا نسبت به طراحی و تدارک این زیرساخت‌های فنی توسط متولیان اقدام گردد. همچنین ضروری است تا بازار ثانویه دیگر مشتقات مالی مانند قراردادهای اختیار معاملات برای تسهیل این معاملات و تعمیق بازار آن طراحی گردد.

❖ با توجه به سختی پیش‌بینی بلندمدت مولفه‌های کلان اقتصادی مانند نرخ ارز، نرخ تورم و نرخ بهره در اقتصاد ایران، پیشنهاد می‌شود مشتقات مالی در ابتدای شروع به راه‌اندازی این بازارها برای دوران کوتاه‌مدت و میان مدت (حداکثر تا ۴ سال) صورت پذیرد و از انتشار مشتقات با سررسیدهای طولانی (سررسید بیش از ۵ سال) در شرایط فعلی اجتناب شود.

- ❖ با توجه به لزوم تفکیک بازار آتی ارز در سطح خرد و کلان بهتر است در وهله اول این بازار به صورت محدود در بین کارگزاران عمده و با مبالغ کمتر شروع شود و به تدریج دامنه آن گسترش یابد (خوانساری، ۱۴۰۰).
- ❖ با توجه به اینکه در سطح خرد، معاملات بیشتر به صورت توافقی انجام می شود، بهتر است در وهله اول معاملات آتی ارز به صورت پیمان آتی ارزی انجام شود تا انعطاف پذیری بیشتری از جهت سررسید و مبلغ قرارداد وجود داشته باشد (خوانساری، ۱۴۰۰).
- ❖ به منظور افزایش جذابیت بازار آتی ارز و کمک به تعمیق آن، می توان از ابزارهای مالی مکمل همانند گواهی سپرده ارزی و صکوک ارزی نیز استفاده کرد (خوانساری، ۱۴۰۰).

## ۶- جمع بندی و خلاصه

مشتقات مالی شامل سه ابزار مهم ۱- قراردادهای و پیمان‌های آتی ۲- اختیار معاملات و ۳- سوآپ (تاخت) است که کارکردهای متعددی را برای فعالان اقتصادی فراهم می‌آورد. پوشش مخاطرات مختلف فعالیت‌های اقتصادی مهم‌ترین کارکرد این ابزارهای مالی است. به طور مشخص کارکردهای مشتقات مالی به قرار زیر بیان گردید:

- ❖ پوشش ریسک
- ❖ تعدیل انتظارات و مدیریت بازار
- ❖ کمک به تسهیلات گیرندگان ارزی در اقتصاد ایران
- ❖ مدیریت کارآمد سبد سرمایه گذاری شرکت ها
- ❖ کشف نرخ ارز در بازار
- ❖ ابزار سرمایه گذاری (سفته بازی و آربیتراژگری)

ضروری است به این نکته نیز تاکید شود، که فواید و آثار مثبت این مشتقات مالی تنها برای فعالان بازارهای مالی و بخش خصوصی نیست. دولت و دستگاه‌های اجرایی برای مدیریت تقاضای بازار در سایر دارایی‌ها و کالاها نیز می‌توانند از این مشتقات مالی استفاده کنند به طوری که هزینه این مدیریت نیز بسیار از روش‌های کنونی کمتر باشد. بررسی‌ها نشان می‌دهد که بانک مرکزی طی سال‌های متعدد تنها در بازار اسپات ارزی مداخله داشته است و مشتقات مالی در جعبه ابزار سیاست‌گذاری بانک مرکزی

وجود ندارد. این در حالی است که ظرفیت قانونی و حقوقی برای این کار توسط بانک مرکزی وجود دارد و طبق اذعان مراجع رسمی جهانی، عمده معاملات بازار جهانی ارز در بازار مشتقات ارزی صورت می‌پذیرد و معاملات در بازار اسپات سهم کمتری دارد.

یکی از کارکردهای مهم این مشتقات که در این گزارش به تفصیل مورد اشاره گرفت، تصفیه تسهیلات ارزی فعالان اقتصادی است. براساس گزارش دیگری از اتاق ایران، بسیاری از شرکت‌ها و پروژه‌هایی که طی سال‌های گذشته نسبت به اخذ تسهیلات ارزی اقدام کرده‌اند، با افزایش شدید نرخ ارز با مشکل تصفیه تسهیلات و ایفای تعهدات مواجه بوده‌اند.

پیشنهادات اشاره شده در گزارش حاضر، ناظر بر تسهیلات ارزی است که بعد از شکل‌گیری بازار مشتقات ارزی اعطا می‌شود و در خصوص تسهیلات ارزی قبلی ضروری است تا با اتخاذ تصمیمات ایجابی (مانند افزایش مدت تصفیه تسهیلات) و سلبی (عدم تعطیلی شرکت‌های تولیدی و یا واگذاری اموال مربوط به کسب و کار) مدیریت شود.

در انتهای گزارش با توجه به اینکه تا کنون مشتقات ارزی در نظام مالی و اقتصادی ایران به کارگرفته نشده است، ملاحظاتی مطرح شد. تک‌نرخ‌شدن ارز در بازارهای ارز و نقش بانک مرکزی به عنوان بازارساز اصلی بازار مشتقات ارزی در این میان بسیار مهم است. ضروری است تا بانک مرکزی موقعیت‌گیری مناسبی در خصوص نرخ‌های ارز داشته باشد تا به مدیریت بهینه بازار آتی ارز و انتظارات فعالان اقتصادی کمک کند. موقعیت‌گیری نامناسب علاوه بر اینکه هزینه‌های بسیار گزافی را می‌تواند برای اقتصاد ایران به بار آورد، ظرفیت استفاده از این مشتقات را در نظام مالی و اقتصادی ایران از بین خواهد برد.

## منابع و مأخذ

### فارسی

- جهش‌های مکرر نرخ ارز و اثر آن بر وضعیت پروژه‌های سرمایه‌گذاری تامین مالی شده از طریق تسهیلات ارزی صندوق توسعه ملی (۱۴۰۰)، اتاق بازرگانی، صنایع، معادن و کشاورزی ایران.
- هال، جان (۲۰۰۲)، مبانی مهندسی مالی و مدیریت ریسک، ترجمه صالح آبادی، علی و سیاح، سجاد، ۱۳۸۴، چاپ اول، انتشارات کارگزاری مفید.
- خوانساری، رسول (۱۴۰۰)، الزامات تشکیل بازار آتی ارز در ایران، پژوهشکده پولی و بانکی.
- قانون بازار اوراق بهادار جمهوری اسلامی ایران مصوب سال ۱۳۸۴.
- قانون پولی و بانکی کشور مصوب سال ۱۳۵۱.
- قانون عملیات بانکی بدون ربا (بهره) مصوب سال ۱۳۶۲.
- قانون مبارزه با قاچاق کالا و ارز مصوب سال ۱۴۰۰.
- گزارش ماهانه سازمان بورس و اوراق بهادار مهرماه سال ۱۴۰۲.
- آیین نامه اجرایی معاملات آتی ارز بانک مرکزی، ۱۳۸۹.
- میثمی، حسین، زمان‌زاده، حمید، شاهمرادی، اصغر و نیلی، فرهاد (۱۳۹۳)، ابزار تهاتر ارزی در بانکداری بدون ربا جهت سیاست‌گذاری بانک مرکزی، فصلنامه پژوهش‌های پولی-بانکی شماره ۲۰.

### لاتین

- PARAMESWARAN, SUNIL (2022), Fundamentals of Financial Instruments; An Introduction to Stocks, Bonds, Foreign Exchange, and Derivatives, Second Edition, Published by John Wiley & Sons Singapore Pte. Ltd.
- Department of parliamentary services parliament of Australia (2022), Financial derivatives and their regulation.
- Benhamou, Eric (2007), Global Derivatives: Products, Theory and Practices, world scientific.



-BIS (2022), Triennial Central Bank Survey; OTC foreign exchange turnover in April 2022.

-Chen, Tingyu, Li, Zihan, Liu, Yitong and Zhang, Yewei (2023), Exploring the Impact of COVID-19 on Financial Derivatives Markets, Highlights in Business, Economics and Management, vol 15.

- Organization for Economic Co-operation and Development (2011), OECD JOURNAL: FINANCIAL MARKET TRENDS – VOLUME 2011 ISSUE 1.

-Huang, Wanying and Yao, Xinrun (2021), Financial Derivatives and Their Application in Enterprises, 3rd International Conference on Economic Management and Cultural Industry.

## تارنما

-[www.ime.co.ir](http://www.ime.co.ir)

-[www.seo.ir](http://www.seo.ir)

-[www.cbi.ir](http://www.cbi.ir)

-[www.imf.org](http://www.imf.org)