

پژوهشکده پولی و بانکی
بانک مرکزی جمهوری اسلامی ایران



بررسی تشکیل بازار مشتقه ارزی منطبق با شریعت در نظام مالی کشور

گزارش سیاستی

www.mbri.ac.ir



پژوهشکده پولی و بانکی

بانک مرکزی جمهوری اسلامی ایران

MBRI-PR-9901

شناسنامه گزارش

عنوان گزارش سیاستی: بررسی تشکیل بازار مشتقه ارزی منطبق با شریعت در نظام مالی کشور

نویسندگان: دکتر حسین میثمی، فرشته ملاکریمی

ناظر علمی: دکتر سجاد ابراهیمی

داوران: دکتر سیداحمدرضا جلالی نائینی، دکتر سعید بیات

واژگان کلیدی: ابزارهای مشتقه ارزی، بانکداری اسلامی، ایران، بانک مرکزی، تولیدکنندگان

طبقه بندی JEL: D۵۳, E۵۲

خلاصه مدیریتی

بازار مشتقه ارزی یکی از نهادهای مالی مفقوده در نظام مالی کشور محسوب می‌شود که نبود آن هزینه‌های گوناگونی در سطح کلان برای سیاست‌گذاری ارزی بانک مرکزی و در سطح خرد برای تولیدکنندگان، تجار، سرمایه‌گذاران خارجی و عموم مردم ایجاد کرده است. در نبود بازار مذکور، پوشش ریسک تغییرات نرخ ارز با چالش مواجه شده و امکان پیش‌بینی مسیر آتی نرخ ارز (حتی در یک افق کوتاه‌مدت) برای ذینفعان اقتصادی فراهم نخواهد بود.

این تحقیق تلاش می‌کند تا ایده تشکیل بازار مشتقه ارزی در نظام مالی کشور و نقش این بازار در ایجاد ثبات ارزی را مورد بحث قرار داده و ضرورت، ابعاد و برخی جزئیات آن را تبیین کند. یافته‌های پژوهش نشان می‌دهد که می‌توان با در نظر گرفتن ملاحظات اقتصادی و ضوابط شریعت، نسبت به راه‌اندازی بازار مشتقه ارزی در کشور اقدام نمود. در عمل بازار مشتقه ارزی می‌تواند در سه مرحله تشکیل شود که عبارت‌اند از: بازار عمده‌فروشی نقدی ارز (بازار متشکل ارزی)، بازار عمده‌فروشی مشتقه ارز و بازار خرده‌فروشی مشتقه ارز. مهمترین هدف از تشکیل بازار عمده‌فروشی نقدی ارز، استخراج نرخ نقدی در معاملات عمده است که می‌تواند به عنوان مرجع برای معاملات مشتقه مورد استفاده قرار گیرد. پس از این مرحله، معاملات عمده‌فروشی مشتقه ارز می‌تواند تحت نظارت بانک مرکزی و با حضور ذینفعان اصلی بازار مانند: بانک‌ها، صرافی‌ها، واردکنندگان، صادرکنندگان، تولیدکنندگان و غیره تشکیل شود.

در نهایت می‌توان تشکیل بازار «معاملات خرده‌فروشی مشتقه ارز» در بورس کالا را در دستور کار قرار داد تا معاملات سفته‌بازانه ارز نیز از بازار غیررسمی به چهارچوبی ساختاریافته، قاعده‌مند و تحت نظارت هدایت شود. همچنین، امکان خرید و فروش ریسک بین افراد ریسک‌پذیر و ریسک‌گریز در سطح خرد فراهم گردد. می‌توان بر اساس یافته‌های تحقیق نکات ذیل را نیز مورد تاکید قرار داد:

۱. در بازار مشتقه ارزی، انواع قراردادهای مشتقه بر روی یک دارایی پایه خاص (ارز) مورد مبادله قرار می‌گیرند. در واقع ذینفعان با اهداف و انگیزه‌های گوناگون در این بازار وارد شده و با اتخاذ موقعیت‌های صحیح خرید و فروش، تلاش می‌کنند تا به بهترین نحو به اهداف خود دست پیدا کنند. در حالی که بانک‌های مرکزی در این بازار با هدف ایجاد ثبات ارزی در سطح کلان و سیاست‌گذاری وارد می‌شوند، سفته‌بازان و سرمایه‌گذاران با هدف کسب سود از پیش‌بینی‌های خود (در کوتاه‌مدت و میان‌مدت) و تجار و تولیدکنندگان با هدف پوشش ریسک در این بازار حضور می‌یابند.

۲. به دلیل کارکردهای مهم بازار مشتقه ارزی در حوزه‌هایی چون جذب سرمایه‌گذاری خارجی، عمده‌کشورهای توسعه یافته و بسیاری از کشورهای در حال توسعه نسبت به تشکیل بازار مشتقه ارزی اقدام نموده‌اند. به عنوان مثال آرژانتین، برزیل، ترکیه، امارات، کره جنوبی، هند و چین به راه‌اندازی بازار مشتقه ارزی اقدام کرده‌اند.

۳. اگر بازار مشتقه ارزی بخواهد در کشور راه‌اندازی شود، نیاز است تا علاوه بر مسئله کارکردهای اقتصادی، ابعاد انطباق با شریعت آن نیز مورد توجه قرار گیرد. به لحاظ کلی مهمترین اصولی که لازم است در طراحی بازار مشتقه ارزی در چهارچوب اسلامی مورد توجه قرار گیرد عبارت‌اند از: پذیرش ماهیت کلی بازار مشتقه در چهارچوب شریعت، پذیرش معاملات سفته‌بازانه در چهارچوب ضابطه‌مند، ضرورت وجود امکان تحویل دارایی پایه، ناصحیح بودن طراحی قراردادهای مشتقه بر روی شاخص‌ها و ضرورت رعایت ضوابط عمومی قراردادها.

۴. علاوه بر توجه به اصول کلی شریعت، لازم است ماهیت حقوقی ابزارهای مورد استفاده در بازار مشتقه ارزی منطبق با شریعت (شامل آتی، اختیار معامله و تهاتر) با ضوابط فقه اسلامی سازگاری داشته باشد.

۵. به لحاظ حقوقی می‌توان قرارداد آتی ارز را در قالب حقوقی «تعهد بیع در آینده» و یا «عقد صلح» طراحی کرد. در قالب اول، فروشنده آتی ارز بر اساس قرارداد متعهد می‌شود تا در سررسید مشخص، مقدار معینی از یک ارز را به قیمتی که در زمان حال تعیین می‌شود، بفروشد. در مقابل، خریدار آتی ارز متعهد می‌شود که ارز مذکور را با مشخصات ذکر شده خریداری کند. در قالب حقوقی دوم (عقد صلح) نیز فروشنده آتی ارز بر اساس قرارداد صلح، مقدار معینی از یک ارز را در مقابل قیمتی معین به خریدار آتی ارز صلح می‌کند.



۶. قرارداد اختیار معامله را نیز می‌توان در قالب تعهد طراحی کرد. به این معنی که فروشنده اختیار متعهد می‌شود در صورت درخواست مشتری، مقدار معینی ارز را به قیمت معین بفروشد و در مقابل این تعهد از مشتری وجهی دریافت می‌کند که به آن قیمت اختیار معامله می‌گویند.
۷. در سوابق ارزی متعارف عنصر بهره به صورت جدی حضور دارد و این بهره ناشی از فعالیت‌های اقتصاد حقیقی نمی‌باشد. با این حال به دلیل آنکه در چهارچوب شریعت اسلام هزینه فرصت پول بدون ارتباط با بخش واقعی اقتصاد پذیرفته نشده است، لذا مبادله بهره‌ها با چالش ربای فرضی مواجه بوده و نمی‌توان آن را در چهارچوب اسلامی توجیه کرد. این استدلال چه در حالتی که اصل ارزها هم علاوه بر بهره‌ها بین طرفین مبادله می‌شود و چه در حالتی که صرفاً بهره‌ها با یکدیگر تاخت زده می‌شود، صحیح است. راهکاری که جهت حل این مشکل می‌توان پیشنهاد داد، حذف مبادله بهره ارزها در طول دوره قرارداد است. یعنی می‌توان سوابق ارزی منطبق با شریعت را یک قرارداد حقوقی جدید در ذیل ماده ۱۰ قانون مدنی در نظر گرفت که شامل بیع نقد در زمان حال و تعهد بیع نقد معکوس در آینده است. در واقع در زمان صفر طرفین ارز خود را به یکدیگر می‌فروشند و متعهد می‌شوند در سررسید معامله معکوس انجام دهند.
۸. هر چند قرارداد سوابق ارزی منطبق با شریعت بر اساس قالب حقوقی پیشنهادی (برخلاف آتی ارزی و اختیار معامله ارزی منطبق با شریعت) نمی‌تواند تمامی کارکردهای اقتصادی سوابق ارزی متعارف را پاسخ دهد، اما حداقل به برخی از نیازهای ذینفعان بازار مشتقه اسلامی پاسخ می‌دهد.
۹. جهت عملیاتی نمودن الگوی مرحله‌ای پیشنهادی برای تشکیل بازار مشتقه ارزی در کشور، لازم است به برخی ملاحظات کلی توجه شود که برخی از مهمترین آنها عبارت‌اند از: اثرگذاری گسترده نرخ ارز در اقتصاد کشور و تفاوت آن با سایر دارایی‌های پایه، اولویت اهداف سطح کلان (ثبات ارزی) نسبت به سطح خرد (پوشش ریسک)، مقام پولی به عنوان عرضه‌کننده و سیاست‌گذار، وجود نظام چند نرخ ارز در کشور و وجود بازار غیررسمی مشتقه ارزی (معاملات فردایی).
۱۰. الگوی ارائه شده جهت تشکیل بازار مشتقه ارزی در نظام مالی کشور جهت اجرا با برخی چالش‌ها و موانع مواجه خواهد بود که لازم است برای برطرف نمودن آنها تدابیر لازم در نظر گرفته شود. برخی از مهمترین چالش‌های مذکور عبارت‌اند از: توسعه فعالیت‌های سفته‌بازانه در اقتصاد و مسئله عدالت، چند نرخ بودن نرخ ارز، وجود تجربه منفی در راه‌اندازی بازار آتی سکه، تاثیرپذیری بازار نقدی از بازار مشتقه ارز، مسیر افزایشی نرخ ارز و نبود عرضه‌کننده و در نهایت شرایط نامساعد اقتصاد کلان (شامل: وضع تحریم‌های بین‌المللی، تورم بالا، کسری بودجه و محدودیت در فرآیندهای دریافت و پرداخت بین‌المللی).



فهرست مطالب

۱	مقدمه	۱
۲	موضوع‌شناسی بازار مشتقه ارزی	۲
۳	ماهیت	۲/۱
۳	کارکردها	۲/۲
۳	سیاست‌گذاری در راستای ایجاد ثبات ارزی	۲/۲/۱
۴	تولید اطلاعات و بهبود توان تقریب سیاست‌گذار از میزان عرضه و تقاضای ارز در آینده	۲/۲/۲
۵	پوشش ریسک نوسانات نرخ ارز	۲/۲/۳
۷	انتقال معاملات غیررسمی مشتقه با انگیزه سفته‌بازی به بازار رسمی	۲/۲/۴
۷	کاهش فشار بر بازار نقدی ارز	۲/۲/۵
۸	ابزارها	۲/۳
۸	آتی ارزی	۲/۳/۱
۸	اختیار معامله ارزی	۲/۳/۲
۹	تهاتر ارزی	۲/۳/۳
۹	تجربه سایر کشورها	۲/۴
۱۱	بازار مشتقه ارزی در چهارچوب اسلامی	۳
۱۱	اصول کلی شریعت در قراردادهای مشتقه ارزی	۳/۱
۱۱	پذیرش ماهیت کلی بازار مشتقه در چهارچوب شریعت	۳/۱/۱
۱۲	پذیرش معاملات سفته‌بازانه در چهارچوب ضابطه‌مند	۳/۱/۲
۱۳	ضرورت وجود امکان تحویل دارایی پایه	۳/۱/۳
۱۴	ناصحیح بودن طراحی قراردادهای مشتقه بر روی شاخص‌ها	۳/۱/۴
۱۴	ضرورت رعایت ضوابط عمومی قراردادها	۳/۱/۵
۱۴	طراحی ابزارهای مشتقه ارزی منطبق با شریعت	۳/۲
۱۵	آتی ارزی	۳/۲/۱
۱۶	اختیار معامله ارزی	۳/۲/۲
۱۶	تهاتر ارزی	۳/۲/۳
۲۱	الگوی مرحله‌ای تشکیل بازار مشتقه ارزی در نظام مالی کشور	۴
۲۱	ملاحظات کلی	۴/۱
۲۱	اثرگذاری گسترده نرخ ارز در اقتصاد کشور و تفاوت آن با سایر دارایی‌های پایه	۴/۱/۱
۲۱	اولویت اهداف سطح کلان (ثبات ارزی) نسبت به سطح خرد (پوشش ریسک)	۴/۱/۲
۲۲	بانک مرکزی به عنوان عرضه‌کننده ارز و سیاست‌گذار	۴/۱/۳
۲۲	وجود نظام چند نرخ ارز در کشور	۴/۱/۴
۲۲	وجود بازار غیررسمی مشتقه ارزی (معاملات فردایی)	۴/۱/۵
۲۳	مراحل تشکیل بازار	۴/۲
۲۳	مرحله اول: بازار عمده‌فروشی نقدی ارز (بازار مشکل ارزی)	۴/۲/۱
۲۴	مرحله دوم: بازار عمده‌فروشی مشتقه ارز	۴/۲/۲
۲۴	مرحله سوم: بازار خرده‌فروشی مشتقه ارز	۴/۲/۳



۴/۳ نکات تکمیلی.....	۲۵
۴/۳/۱ سیاست‌گذاری بانک مرکزی در بازار عمده‌فروشی.....	۲۵
۴/۳/۲ سیگنال‌دهی بازار عمده‌فروشی به خرده‌فروشی.....	۲۵
۴/۳/۳ اهمیت نقش بانک مرکزی به عنوان بازارساز.....	۲۵
۴/۳/۴ فراهم بودن امکان تسویه ریالی معاملات مشتقه ارزی برای بانک مرکزی.....	۲۶
۵ چالش‌های تشکیل بازار مشتقه ارزی و راهکارهای مرتبط.....	۲۶
۵/۱ توسعه فعالیت‌های سفته‌بازانه در اقتصاد و مسئله عدالت.....	۲۶
۵/۲ چند نرخی بودن نرخ ارز.....	۲۷
۵/۳ وجود تجربه منفی در راه‌اندازی بازار آتی سکه.....	۲۷
۵/۴ تاثیرپذیری بازار نقدی از بازار مشتقه ارز.....	۲۸
۵/۵ افزایشی بودن دائمی مسیر نرخ ارز و نبود عرضه‌کننده.....	۲۸
۵/۶ شرایط نامساعد اقتصاد کلان.....	۲۹
۶ جمع‌بندی و نتیجه‌گیری.....	۳۰
۷ توصیه‌های سیاستی.....	۳۲
۸ پیشنهادهایی برای تحقیقات آینده.....	۳۴
* منابع و ماخذ.....	۳۶
الف- منابع فارسی و عربی.....	۳۶
ب- منابع انگلیسی.....	۳۷

۱ مقدمه

تشکیل «بازار مشتقه ارزی»^۱، یکی از روش‌هایی است که در کشورهای مختلف (به ویژه کشورهای در حال توسعه) جهت مدیریت نوسانات نرخ ارز مورد استفاده قرار می‌گیرد. دلیل اهمیت این بازار آن است که نوسانات ناگهانی نرخ ارز تأثیرات منفی بسیاری بر فعالیت‌های تولید، تجارت و به طور خاص جذب سرمایه‌های خارجی به همراه دارد و یکی از مهمترین موانع در این رابطه محسوب می‌شود (سیمپسون^۲، ۲۰۱۴، ص. ۴۳).

بر اساس آمارهای بانک تسویه بین‌المللی^۳ در سال ۲۰۱۸، حدود نیمی از معاملات مشتقه انجام شده در بازارهای مالی کشورهای در حال توسعه مرتبط با ابزارهای مشتقه ارزی بوده است؛ در حالی که این نسبت در کشورهای توسعه‌یافته کمتر از یک چهارم بوده است. این نسبت در معاملات «خارج از بورس»^۴ در کشورهای در حال توسعه بسیار بالاتر بوده و در حدود ۹۰ درصد کل معاملات مشتقه را به خود اختصاص می‌دهد (بانک تسویه بین‌المللی، ۲۰۱۹، ص. ۵).

در نظام مالی کشور، بازار مشتقه ارزی تاکنون اجرایی نشده است و این مسئله در سطح کلان چالش‌های فراوانی برای سیاست‌گذار جهت مدیریت بازار ارز در راستای ایجاد ثبات ارزی ایجاد می‌کند. در سطح خرد نیز نبود بازاری مشخص برای پوشش ریسک تغییرات نرخ ارز، برنامه‌ریزی‌های تولیدکنندگان، تجار و فعالان اقتصادی را با چالش‌های جدی مواجه می‌سازد. به طور مشخص، یکی از اصلی‌ترین مشکلات سرمایه‌گذاری و تولید در اقتصاد کشور مسئله نوسانات نرخ ارز است. در واقع به دلیل روشن نبودن وضعیت قیمت‌های آتی نرخ ارز از یک سو و اینکه تصمیمات سرمایه‌گذاری (و همچنین واردات و صادرات) معمولاً زمان‌بر است، سرمایه‌گذاران و تجار همواره نسبت به تغییرات آتی نرخ ارز دارای نگرانی هستند و این مسئله سبب می‌شود سرمایه‌گذاری (داخلی و به ویژه خارجی)، تجارت و تولید با چالش‌های جدی مواجه شود. به ویژه اینکه بررسی روند تاریخی نرخ ارز در سه دهه اخیر نشان می‌دهد در برخی دوره‌ها این نرخ با شوک‌ها و جهش‌های قابل توجهی مواجه شده و به تولیدکنندگان و فعالان اقتصادی آسیب‌های زیادی وارد کرده است. به عبارت دیگر، بازار مشتقه ارزی عملاً کارکرد «بیمه تغییرات نرخ ارز» را برعهده دارد و در نبود آن امکان پوشش ریسک به شیوه مناسب برای فعالان اقتصادی فراهم نخواهد شد. با این حال در چند سال اخیر قانون‌گذار تلاش کرده است تا به نحوی زمینه تشکیل بازار مشتقه ارزی را فراهم کند که متأسفانه این تلاش‌ها تاکنون به نتیجه نرسیده است. به طور مشخص، در تیر ماه ۱۳۸۹ «آئین‌نامه اجرایی معاملات آتی ارز» توسط اداره صادرات بانک مرکزی تهیه و منتشر شد که عملاً هرگز به مرحله اجرا نرسید.

علاوه بر این، تبصره ۳ ماده ۲۰ قانون رفع موانع تولید رقابت‌پذیر و ارتقای نظام مالی کشور (مصوب ۱۳۹۴/۲/۱ مجلس شورای اسلامی) بحث پوشش نوسانات نرخ ارز را مورد توجه قرار داده است. این ماده قانونی بیان می‌دارد: «وزارت امور اقتصادی و دارایی موظف است ظرف مدت سه ماه پس از تصویب این قانون با همکاری بانک مرکزی جمهوری اسلامی ایران، سازمان بورس و اوراق بهادار و بیمه مرکزی جمهوری اسلامی ایران، آئین‌نامه پوشش نوسانات نرخ ارز را تهیه کند و به تصویب هیأت وزیران برساند». با این حال تاکنون تکلیف قانونی به مرحله اجرا نرسیده است.

سوالی که در اینجا مطرح می‌شود آن است که چرا علیرغم تمامی تلاش‌های انجام شده در زمینه تشکیل بازار مشتقه ارزی، تاکنون امکان عملیاتی شدن این ایده فراهم نشده است؟ به نظر می‌رسد مهمترین اشکالی که در این رابطه قابل ذکر است، غلبه

^۱ Currency derivative market

^۲ Simpson

^۳ Bank for International Settlements (BIS)

^۴ Over-the-counter (OTC)



نگاه خرد به مسئله مشتقه ارزی است. در واقع، الگوهایی که تاکنون برای تشکیل بازار مشتقه ارزی مطرح شده بیشتر ارز را همانند سایر دارایی‌های پایه در نظر گرفته و بر اساس نگاه خرد به آن، پیشنهاد تشکیل بازار مشتقه ارزی را مطرح کرده‌اند. در حالی که نرخ ارز یک متغیر اقتصاد کلان است که تأثیرات گسترده‌ای بر کل اقتصاد کشور به همراه دارد. به همین دلیل نیاز است تا در کنار نگاه خرد به موضوع، دغدغه‌های سیاست‌گذار پولی (نگاه کلان در راستای ثبات مالی) نیز مورد توجه قرار گیرد. این تحقیق تلاش می‌کند تا بحث بازار مشتقه ارزی را از این منظر مورد توجه قرار داده و به همین دلیل نسبت به تحقیقات گذشته در این حوزه دارای ارزش افزوده است. در واقع، در این پژوهش تلاش شده تا علاوه بر دغدغه‌های مقام ناظر بازار سرمایه، به دغدغه‌ها و چالش‌های مورد نظر بانک مرکزی به عنوان مقام ناظر بازار پول نیز توجه شده و تا حد ممکن برای این چالش‌ها، راهکارهای علمی با قابلیت اجرا ارائه گردد.

بر این اساس، سوالاتی که در پژوهش حاضر به آنها پاسخ داده می‌شود عبارت‌اند از:

- الف- الگوی عملیاتی تشکیل بازار مشتقه ارزی منطبق با شریعت در کشور کدام است و چه مختصات دارد؟
- ب- از منظر انطباق با شریعت، مهمترین نکاتی که لازم است در رابطه با کلیت بازار مشتقه ارزی و همچنین ابزارهای مورد استفاده در آن مورد توجه قرار گیرد، کدام است؟
- پ- آیا در نظر گرفتن ارز به عنوان دارایی پایه در بازار مشتقه، ملاحظات شرعی متفاوتی نسبت به سایر دارایی‌های پایه (مانند سهام) ایجاد می‌کند؟
- ت- چالش‌ها و موانع عملیاتی راه‌اندازی بازار مشتقه ارزی منطبق با شریعت در کشور کدام است و چگونه می‌توان با استفاده مناسب از مبانی نظری و تجارب کشورها تدابیر مناسب برای رفع چالش‌های مذکور ارائه کرد؟
- ساختار تحقیق بدین صورت است که پس از این مقدمه، ابتدا به موضوع‌شناسی بازار مشتقه ارزی متعارف پرداخته شده و سپس ابعاد انطباق با شریعت در رابطه با این بازار مورد بحث قرار می‌گیرد. در ادامه الگوی مرحله‌ای تشکیل بازار مشتقه ارزی در نظام مالی کشور ارائه شده و چالش‌های مرتبط با تشکیل این بازار و راهکارهای مرتبط ارائه می‌گردد. بخش پایانی نیز به جمع‌بندی، توصیه‌های سیاستی و ارائه عناوین پیشنهادی برای تحقیقات آینده اختصاص پیدا می‌کند.

۲ موضوع‌شناسی بازار مشتقه ارزی

«بازار مشتقه ارزی»^۱ یکی از انواع بازارهای مشتقه محسوب می‌شود که به صورت گسترده در سطح بین‌المللی مورد استفاده دینفعان مختلف (بانک‌های مرکزی، بانک‌ها و موسسات مالی، سفته‌بازان و غیره) قرار می‌گیرد. در ادامه تلاش می‌شود تا به صورت مختصر به ماهیت، کارکردها و تجارب کشورها در تشکیل این بازار اشاره شود.

^۱ Foreign exchange derivatives market



۲/۱ ماهیت

با توجه به اینکه «مشتقه ارزی» یکی از انواع ابزارهای مشتقه محسوب می‌شود، جهت درک ماهیت این ابزار نیاز است تا به تعریف کلی ابزارهای مشتقه توجه شود. به لحاظ علمی، منظور از «ابزار مشتقه»^۱ قراردادی است که ارزش خود را از یک «وجود پایه»^۲ دریافت می‌کند. این موجودیت پایه می‌تواند موارد مختلفی را شامل شود؛ مثلاً: نرخ بهره، شاخص بازار سهام، طلا و ارز (هال^۳، ۲۰۱۷، ص. ۸۸).

بر این اساس در بازار مشتقه ارزی، انواع قراردادهای مشتقه بر روی یک دارایی پایه خاص (ارز) مورد مبادله قرار می‌گیرند. در واقع ذینفعان با اهداف و انگیزه‌های گوناگون در این بازار وارد شده و با اتخاذ موقعیت‌های صحیح خرید و فروش، تلاش می‌کنند تا به بهترین نحو به اهداف خود دست پیدا کنند. در حالی که بانک‌های مرکزی در این بازار با هدف ایجاد ثبات ارزی در سطح کلان و سیاست‌گذاری وارد می‌شوند، سفته‌بازان و سرمایه‌گذاران با هدف کسب سود از پیش‌بینی‌های خود (در کوتاه‌مدت و میان‌مدت) و تجار و تولیدکنندگان با هدف پوشش ریسک در این بازار حضور می‌یابند (بارکبو و دیگران^۴، ۲۰۱۰، ص. ۱۸).

۲/۲ کارکردها

نظریات اقتصادی و تجارب کشورهای گوناگون به خوبی نشان می‌دهد که بازار مشتقه ارزی از این توانایی برخوردار است که به برخی از مهمترین نیازهای ذینفعان اقتصادی (به ویژه پوشش ریسک نوسانات نرخ ارز) پاسخ دهد؛ نیازهایی که تقریباً هیچ بازار یا روش جایگزین دیگری برای پاسخگویی به آنها وجود ندارد. به طور مشخص، راه‌اندازی صحیح بازار مشتقه ارزی می‌تواند منافع مهمی به همراه داشته باشد و همین موارد ضرورت تشکیل این بازار را توجیه می‌کند (بوایل و مکدوگال^۵، ۲۰۱۹، ص. ۷۷). در ادامه به برخی از مهمترین منافع تشکیل بازار مشتقه ارزی اشاره می‌شود.

۲/۲/۱ سیاست‌گذاری در راستای ایجاد ثبات ارزی

یکی از مهمترین کارکردهای بازار مشتقه ارزی در سطح کلان، به مسئله ثبات ارزی باز می‌گردد. در واقع، سیاست‌گذار ارزی (به عنوان یکی از بازیگران اصلی بازار ارز) می‌تواند با استفاده مناسب از ظرفیت‌های فراهم شده توسط بازار مشتقه ارزی و اتخاذ صحیح موقعیت‌های خرید و فروش در این بازار، اهداف سیاستی خود را در راستای ایجاد ثبات ارزی پیگیری کند. به عبارت دیگر، سیاست‌گذار ارزی از این امکان برخوردار است که با حضور در بازار مشتقه ارزی، نرخ‌های آتی ارز را به صورت غیردستوری و مبتنی بر منطق بازاری به سمت نرخ‌های هدف‌گذاری شده هدایت کند.

البته نباید فراموش کرد که برخلاف سایر ذینفعان بازارهای مشتقه، هدف نهایی بانک مرکزی از ورود در بازار و خرید و فروش ابزارهای مشتقه ارزی، به هیچ عنوان کسب سود نبوده و هدف نهایی تأمین وظایف بانک مرکزی مانند: ثبات بازار ارز و ثبات مالی است (فورسری و بورلی^۶، ۲۰۰۸، ص. ۵).

^۱ A derivative instrument

^۲ Underlying entity

^۳ Hull

^۴ Barkbu et al.

^۵ Boyle and Mcdougall

^۶ Furceri and Borelli



در رابطه با دلایل حضور بانک‌های مرکزی در بازار مشتقه ارزی می‌توان حداقل به دو مورد اشاره کرد. دلیل اول به ظرفیت «اهرمی»^۱ بازار مشتقه ارزی باز می‌گردد. بدین معنی که بانک مرکزی به عنوان سیاست‌گذار بازار ارز می‌تواند از ظرفیت اهرمی بازار مشتقه جهت هدایت بازار ارز استفاده کند. به عبارت دیگر، بانک مرکزی می‌تواند به جای خرید و فروش ذخایر محدود و ارزشمند ارز کاغذی به صورت نقدی در بازار (در راستای تأمین اهداف سیاستی)، به خرید و فروش مشتقه ارزی بپردازد و از این طریق صرفاً با ارائه «وعده» جهت انجام معاملات ارزی در آینده، بر مسیر آتی نرخ ارز تأثیر بگذارد.^۲

نباید فراموش کرد که هدایت بازار ارز از مسیر معاملات مشتقه بسیار کم‌هزینه‌تر از خرید و فروش نقدی ارز است. چرا که برای خرید ابزارهای مشتقه، صرفاً نیاز به حجم کمی از منابع است؛ اما برای خرید و فروش نقدی ارز، لازم است کل منابع توسط بانک مرکزی تأمین شود (سلطانی‌نژاد و دیگران، ۱۳۹۵، ص. ۲۵۲).

علاوه بر این، بانک‌های مرکزی معمولاً از توانایی کارشناسی خوبی برخوردار هستند و می‌توانند پیش‌بینی‌های بهتری از وضعیت آتی بازار ارزهای گوناگون داشته باشند. این پیش‌بینی‌ها می‌تواند در اتخاذ موقعیت‌های مناسب در بازار مشتقه، بسیار دارای اهمیت باشد.

دلیل دوم، به اثر ناخواسته سیاست‌گذاری ارزی از طریق خرید و فروش ارز به صورت نقدی باز می‌گردد. در واقع اگر بانک مرکزی سیاست‌گذاری ارزی خود را از مسیر بازار نقدی (خرید و فروش نقدی ارز) پیگیری کند، این نوع مداخله به صورت ناخواسته سیاست‌های پولی بانک مرکزی را تحت تأثیر قرار می‌دهد؛ در حالی که اگر سیاست‌گذاری ارزی از مسیر بازار مشتقه پیگیری شود، اثر کمتری بر روی سیاست‌های پولی خواهد داشت. البته همان‌طور که برخی محققان ذکر کرده‌اند، سیاست‌گذاری ارزی بانک مرکزی در بازار نقدی می‌تواند به صورت «سترون شده»^۳ (مثلاً از طریق خرید و فروش اوراق دولتی) انجام شود که در این صورت اثر پولی این سیاست محدود خواهد شد (جلالی نائینی، ۱۳۹۴، ص. ۲۱۱). یعنی مثلاً همزمان با خرید نقدی ارز از بازار و تزریق ریال، اوراق دولتی فروخته شده و ریال جمع‌آوری گردد.

۲/۲/۲ تولید اطلاعات و بهبود توان تقریب سیاست‌گذار از میزان عرضه و تقاضای ارز در آینده

«تولید اطلاعات»^۴ یکی از کارکردهای مهم دیگر بازار مشتقه ارزی است که هم در سطح کلان و هم در سطح خرد دارای اهمیت زیادی می‌باشد. در واقع، فعالان بازار مشتقه ارزی انتظارات خود را بر اساس اطلاعات دریافتی در رابطه با تمامی متغیرهای اقتصادی، مالی، سیاسی و غیره شکل می‌دهند و این انتظارات بر معاملات آنها در بازارهای مشتقه به صورت مستقیم تأثیر می‌گذارد.

بر این اساس، تشکیل بازار مشتقه ارزی سبب می‌گردد که انتظارات فعالان اقتصادی خود را به صورت مجموعه‌ای از معاملات مشتقه نشان دهد و این اطلاعات تولید شده هم در سطح خرد و هم در سطح کلان اهمیت زیادی دارد. در سطح خرد اطلاعات تولید شده در بازار مشتقه ارزی در رابطه با نرخ آتی ارز، به سایر بازارهای پولی، مالی و کالایی علامت (سیگنال) می‌دهد و باعث می‌شود فعالان سایر حوزه‌ها بتوانند به شیوه بهتری تصمیم‌گیری کنند.

^۱ Leverage

^۲ البته مناسب است بانک مرکزی بخشی از ذخایر ارزی خود را دپو کند تا در سررسید قراردادهای مشتقه دچار مشکل نشود؛ این اقدام مشابه نگهداری سپرده قانونی توسط بانک‌هاست که سبب کاهش ریسک می‌گردد.

^۳ Sterilized

^۴ Information Production



در سطح کلان نیز سیاست‌گذار با پیش‌دقیق معاملات انجام شده در بازار مشتقه ارزی، می‌تواند تقریب بهتری از اندازه بازار، انواع تقاضای آتی ارز (پوشش ریسک، سرمایه‌گذاری و سفته‌بازانه)، سررسیدهای مورد تقاضا و غیره کسب کند که تمامی این اطلاعات می‌تواند بهبود سیاست‌گذاری ارزی و پایدارسازی بخش خارجی مورد استفاده قرار گیرد. بدیهی است در صورت نبود بازار مشتقه ارزی و انجام معاملات مذکور در بازارهای غیررسمی، اطلاعات به شیوه صحیح تولید نشده و نمی‌تواند جهت سیاست‌گذاری مورد استفاده قرار گیرد (باستان‌زاد و داودی، ۱۳۹۵، ص. ۳۱).

۲/۲/۳ پوشش ریسک نوسانات نرخ ارز

برخلاف دو کارکرد اول بازار مشتقه ارزی که مستقیماً به سطح کلان اقتصاد مرتبط می‌شدند، «پوشش ریسک نوسانات نرخ ارز» مهمترین کارکرد بازار مشتقه ارزی در سطح خرد محسوب می‌شود. در واقع، وجود بازار مشتقه ارزی (در کنار بازار نقدی ارز) می‌تواند ریسک نوسانات نرخ ارز را کم کرده و سرمایه‌گذاران و فعالان اقتصادی (شامل واردکنندگان و صادرکنندگان) را در مقابل نوسانات قیمت ارز، به نحوی بیمه کند. به عبارت دیگر، در بازار مشتقه ارزی، ریسک تغییرات نرخ ارز مورد خرید و فروش اشخاص ریسک‌پذیر و ریسک‌گریز واقع می‌شود و اشخاص گروه دوم می‌توانند با پرداخت مبلغی مشخص، فعالیت اقتصادی خود را بیمه کنند. البته واضح است که کارکرد پوشش ریسک بازار مشتقه ارزی در سطح خرد، می‌تواند از مسیر کاهش نااطمینانی در تصمیم‌گیری‌های مرتبط با سرمایه‌گذاری و تولید و همچنین کاهش ناپایداری بخش خارجی، به صورت غیرمستقیم به ایجاد ثبات اقتصادی در سطح کلان اقتصاد نیز کمک کند (میسنر^۱، ۲۰۰۵، ص. ۴۵).

به طور مشخص سه گروه از ذینفعان اقتصادی می‌توانند با استفاده از بازار مشتقه ارزی نسبت به پوشش ریسک فعالیت‌های خود بپردازند که در ادامه به تبیین این گروه‌ها پرداخته می‌شود.

الف- تولیدکنندگان و تجار (واردکنندگان و صادرکنندگان)

بدون شک یکی از اصلی‌ترین گروه‌های پوشش‌دهنده ریسک تغییرات نرخ ارز در بازار مشتقه ارزی، تولیدکنندگان و تجار (واردکنندگان و صادرکنندگان) می‌باشند. در واقع، در بسیاری موارد فعالیت اقتصادی تولیدکنندگان به صورت مستقیم یا غیرمستقیم به واردات وابسته است و به همین دلیل تغییرات ناگهانی نرخ ارز می‌تواند تصمیمات سرمایه‌گذاری و تولید آنها را به میزان قابل توجهی تحت تاثیر قرار دهد. به عبارت دقیق‌تر، تغییرات نرخ ارز می‌تواند از مسیر افزایش نااطمینانی و صرف ریسک، اثرات منفی ترازنامه‌ای برای بنگاه‌های اقتصادی به همراه داشته و این در نهایت بر سطح فعالیت‌ها آنها تاثیر می‌گذارد (چاپلی^۲، ۲۰۱۹، ص. ۱۵۴).

فعالیت‌های اقتصادی واردکنندگان و صادرکنندگان نیز به صورت مستقیم از تغییرات نرخ ارز تاثیر می‌پذیرد. به عنوان مثال، تاجری که برای انجام صادرات در شش ماه آینده برنامه‌ریزی کرده است، در صورت کاهش نرخ ارز با زیان مواجه خواهد. در مقابل واردکنندگان نیز از افزایش ناگهانی نرخ ارز آسیب خواهند دید^۳.

^۱ Meissner

^۲ Chapelle

^۳ لازم به ذکر است یکی از نقاط ضعف در مسیر توسعه اقتصادی کشور، پائین بودن میزان جذب سرمایه‌گذاری خارجی است. ضرورت جذب سرمایه‌گذاری خارجی در سیاست‌های کلی نظام (شامل: بندهای ۸ و ۹ سیاست‌های کلی تشویق سرمایه‌گذاری ابلاغی ۱۳۸۹/۱۱/۲۹، بند ۱۷ سیاست‌های کلی تولید ملی و حمایت از کار و سرمایه ایرانی ابلاغی ۱۳۹۱/۱۱/۲۴ و بند ۱۰ سیاست‌های کلی اقتصاد مقاومتی ابلاغی ۱۳۹۲/۱۱/۳۰) صراحتاً مورد تاکید قرار گرفته است.



ب- سرمایه‌گذاران خارجی

پوشش نوسانات نرخ ارز علاوه بر تولیدکنندگان و تجار، برای سرمایه‌گذاران خارجی که قصد حضور در بازار داخلی یک کشور را دارند بسیار دارای اهمیت است. در واقع، با توجه به اینکه سرمایه‌گذاران خارجی باید از بین گزینه‌های مختلف سرمایه‌گذاری در کشورهای گوناگون دست به انتخاب بزنند، وجود بستر پوشش ریسک نوسانات نرخ ارز داخلی یکی از مهمترین معیارهای تصمیم‌گیری برای آنها محسوب می‌شود.

چرا که تصمیم‌گیری‌های سرمایه‌گذاری معمولاً ماهیت میان‌مدت و بلندمدت دارد و لذا مسئله پوشش ریسک تغییرات نرخ ارز در طول دوره سرمایه‌گذاری اهمیت بسیاری دارد و بدون وجود چنین ابزارهایی نمی‌توان به ورود سرمایه خارجی به کشور امید داشت. لازم به ذکر است، یکی از مهمترین اهداف اعلام شده سیاست‌گذاران بازار ارز در کشورهای چون: ترکیه، کره جنوبی، روسیه، آرژانتین و برزیل جهت توسعه بازار مشتقه ارزی، زمینه‌سازی برای جذب سرمایه‌های خارجی بوده است (بویل و مکدوگال، ۲۰۱۹، ص. ۱۲۱).

پ- بدهکاران ارزی

پوشش ریسک نوسانات نرخ ارز برای بدهکاری ارزی، یکی دیگر از انگیزه‌های معاملاتی در بازار مشتقه ارزی محسوب می‌شود. در واقع صاحبان بدهی ارزی می‌توانند از بازار مشتقه ارزی جهت مصون‌سازی ترازنامه و یا جریان درآمدی خود در برابر ریسک تغییرات نرخ ارز استفاده کنند و در صورت نبود بازار مذکور، با مشکلات گوناگونی مواجه می‌شوند.

به عنوان مثال، در حال حاضر آن دسته از تولیدکنندگان کشور که از منابع ارزی صندوق توسعه ملی (از طریق بانک‌های عامل منتخب مانند بانک صنعت و معدن) استفاده می‌کنند، موظف به بازگرداندن بدهی به صورت ارزی هستند. در واقع، در قرارداد امضا شده بین بانک و تولیدکننده صراحتاً ذکر می‌شود که بازپرداخت کلیه مطالبات بانک اعم از اصل تسهیلات، سود متعلقه، خسارت، جرائم تاخیر و غیره، صرفاً با ارز خواهد بود. همچنین، بر اساس «نظام‌نامه ضوابط و شرایط اعطای تسهیلات ارزی» مصوب هیئت امناء صندوق توسعه ملی، بانک عامل مکلف است اقرارنامه‌ای رسمی مبنی بر درک و پذیرش تغییرات نرخ ارز از تولیدکننده (مشتری) دریافت و در پرونده اعتباری او درج کند^۱.

بنابراین، تولیدکننده موظف است با حضور در دفاتر اسناد رسمی، سندی با عنوان: «اقرارنامه رسمی درک و پذیرش تغییرات نرخ ارز در بازپرداخت تسهیلات دریافتی از محل صندوق توسعه ملی» را امضا کند که بر اساس آن کلیه ریسک‌ها و هزینه‌های ناشی از تغییرات نرخ ارز را بر عهده می‌گیرد.

در این شرایط عدم دسترسی دریافت‌کنندگان تسهیلات ارزی به ابزارهای مشتقه، برای آنها ریسک‌های فراوانی ایجاد می‌کند. چرا که معمولاً اجرای پروژه‌های مبنای تسهیلات مذکور زمان‌بر بوده و در صورت ایجاد جهش ارزی، بازگرداندن تسهیلات برای تولیدکننده بسیار مشکل می‌باشد. از طرف این دیگر این موضوع برای بانک عامل نیز هزینه ایجاد کرده و سبب بالا رفتن نسبت مطالبات غیرجاری به کل مطالبات می‌گردد.

^۱ جهت دریافت اطلاعات تکمیلی می‌توان به تارنمای صندوق توسعه ملی به این آدرس مراجعه کرد: <http://www.ndf.ir>



۲/۲/۴ انتقال معاملات غیررسمی مشتقه با انگیزه سفته‌بازی به بازار رسمی

«سفته‌بازان»^۱ یا «سرمایه‌گذاران مالی» یکی از معامله‌گران اصلی در تمامی بازارهای مشتقه (از جمله مشتقه ارزی) محسوب می‌شوند که با هدف کسب سود در کوتاه‌مدت به اتخاذ موقعیت‌های خرید و فروش مکرر در بازار مشتقه اقدام می‌ورزند. بر خلاف پوشش‌دهندگان ریسک، سفته‌بازان مواضع معاملاتی کوتاه‌مدت اتخاذ می‌کنند که این مواضع نیز به سرعت تغییر می‌کند. به تعبیر دقیق‌تر، سفته‌بازان آگاهانه تلاش می‌کنند تا با پذیرش ریسک، از نوسانات قیمت دارایی پایه حداکثری بهره‌برداری را انجام دهند (درخشان، ۱۳۸۳، ص. ۶۵).

هر چند در نگاه اول این طور به نظر می‌رسد که سفته‌بازان نقش غیرسازنده‌ای در بازار مشتقه برعهده دارند (نادعلی، ۱۳۹۲، ص. ۱۱)، اما واقعیت آن است که بدون وجود سفته‌بازان بازار مشتقه از کارآمدی و شفافیت لازم برخوردار نخواهد شد. در واقع وجود سفته‌بازان به عنوان معامله‌گران ریسک‌پذیر سبب می‌شود همواره خریدار یا فروشنده برای معامله‌گران ریسک‌گریز (پوشش‌دهندگان ریسک) وجود داشته باشد. همچنین، سفته‌بازی موجب از بین رفتن فرصت‌های آربیتراژی شده و قیمت‌ها را به نرخ‌های تعادلی نزدیک می‌کند.

به عبارت دیگر با وجود سفته‌بازان، پوشش‌دهندگان ریسک مطمئن خواهند بود که همواره اشخاصی برای معامله ریسک دارایی پایه آنها آمادگی دارند و همین سبب راحت‌تر و کم‌هزینه‌تر شدن فرآیند پوشش ریسک می‌گردد. بنابراین، در بازار مشتقه فرضی که در آن معاملات سفته‌بازانه اساساً امکان‌پذیر نباشد، به صورت طبیعی پوشش‌دهندگان ریسک (مثلاً تولیدکنندگان یا تجار) مجبور خواهند بود تا جهت انجام معامله، قیمت‌های آتی پیشنهادی خود در رابطه با دارایی پایه را به میزان زیادی افزایش یا کاهش دهند که این به معنی افزایش هزینه پوشش ریسک می‌باشد (چاپلی، ۲۰۱۹، ص. ۱۲۳).

با توجه به نکات مطرح شد به نظر می‌رسد انگیزه سفته‌بازی با هدف کسب سود، یکی از نیازهای واقعی در بازار مشتقات ارزی محسوب می‌شود و لذا نبود بازار رسمی مشتقات ارزی جهت پاسخگویی به این نیاز، منجر می‌شود بازار غیررسمی مشتقات ارزی (مثلاً بازار معاملات فردایی ارز) شکل بگیرد. طبعاً حضور اشخاص در این بازار، با هزینه‌های زیادی همراه بوده و به دلیل شفاف نبودن معاملات در آن، امکان سودجویی غیرمعارف در این بازار غیررسمی بسیار زیاد است. لذا، تشکیل بازار مشتقه ارزی رسمی، می‌تواند به تدریج معاملات بازار غیررسمی با انگیزه‌های سفته‌بازانه را به بازار رسمی و تحت نظارت انتقال دهد.

۲/۲/۵ کاهش فشار بر بازار نقدی ارز

در نبود بازار مشتقه ارزی، به صورت طبیعی اشخاص حقیقی و حقوقی که قصد معامله بر روی نرخ‌های آتی ارز را دارند، مجبور به خرید و فروش نقدی ارز می‌گردند. به عنوان مثال، سفته‌بازان معاملات خود در راستای کسب سود را بر روی دلار نقدی انجام می‌دهند. همچنین تولیدکنندگان و تجار نیز جهت پوشش ریسک مجبور به نگهداری ارز به صورت فیزیکی می‌گردند. سیاست‌گذار نیز مجبور خواهد بود تا سیاست‌های خود را از مسیر ترزیق یا جمع‌آوری ارز نقدی از بازار اجرایی کند. تمامی این موارد در نهایت سبب می‌گردد تا فشار بر بازار نقدی ارز افزایش پیدا کند و نرخ‌های این بازار تحت تاثیر قرار گیرد.

این در حالی است که با وجود بازار مشتقه ارزی، معاملات مرتبط با نرخ‌های آتی ارز بر اساس خرید و فروش اسنادی مالی به عنوان ابزارهای مشتقه انجام می‌شود و این خود سبب می‌گردد فشار بر بازار نقدی کاسته شود. به عنوان مثال، واردکننده‌ای

^۱ Speculators



که مثلاً سه ماه دیگر به ۱۰۰ هزار دلار نیاز دارد، می‌تواند به جای خرید ارز مذکور از بازار نقدی و نگهداری آن تا سه ماه آینده، قرارداد آتی ارز با سررسید سه ماهه را خریداری کند.

۲/۳ ابزارها

یکی از مهمترین مباحث در رابطه با بازار مشتقه ارزی، شناسایی ابزارهای قابل معامله در این بازار است. بر اساس مبانی نظری و تجارب عملی به نظر می‌رسد مهمترین ابزارهای مورد استفاده در این بازار عبارت‌اند از: قراردادهای آتی ارزی^۱، قراردادهای اختیار معامله ارزی^۲ و قراردادهای تهاتر (سواپ) ارزی^۳. در ادامه به تبیین مختصر این ابزارها پرداخته می‌شود.

۲/۳/۱ آتی ارزی

در قرارداد آتی ارزی^۴، طرفین معامله متعهد می‌شوند که در تاریخ مشخصی در آینده، مقدار مشخصی از دو نوع ارزگوناگون را با نرخ توافقی مربوط به قیمت‌های آتی، مبادله کنند. علاوه بر این، تعهد می‌کنند در خلال مدت قرارداد، مبلغی را نزد اتاق پایاپای به صورت ودیعه قرار دهند تا در صورت تغییر ارزش ارزهای مورد توافق، اتاق پایاپای به تسویه روزانه تفاوت‌های موجود بین نرخ‌ها بپردازد.

منفعت این قرارداد برای طرفین معامله، پوشش ریسک تغییرات نرخ ارز و یا کسب سود حاصل از سفته‌بازی بر روی این تغییرات است. زیرا فروشنده ارز می‌داند که در زمان مشخصی در آینده می‌تواند ارز خود را به قیمت مشخصی به خریدار بفروشد. خریدار نیز اطمینان دارد که در سررسید، می‌تواند ارز مورد نیاز خود را به قیمت مشخص شده خریداری کند.

۲/۳/۲ اختیار معامله ارزی

اختیار معامله ارزی، قراردادی بین خریدار و فروشنده است که براساس آن «دارنده اختیار»^۵، حق دارد که مقدار معینی از ارز مندرج در قرارداد را با قیمت معین و در زمانی مشخص بخرد یا بفروشد. در واقع، دو طرف توافق می‌کنند که بسته به اراده دارنده اختیار، در آینده معامله‌ای انجام دهند. معاملات اختیار معامله همانند آتی، معمولاً در بورس انجام می‌شود (سیمپسون، ۲۰۱۴، ص. ۲۳۵).

^۱ Currency Futures Contracts

^۲ Currency Option Contracts

^۳ Currency Swap Contracts

^۴ منظور از قرارداد آتی در این قسمت و کل این پژوهش، «قرارداد آتی یکسان (استاندارد)» است که معادل فارسی Futures Contracts می‌باشد. با این حال قرارداد آتی ارز می‌تواند به صورت «قرارداد آتی خاص» و یا «پیمان ارزی» نیز اجرایی شود که معادل فارسی Forward Contracts باشد. این نام‌گذاری به پیروی از سایر تحقیقات (معصومی‌نیا، ۱۳۸۹، ص. ۱۷۷) و همچنین مصوبات شورای فقهی سازمان بورس و اوراق بهادار (سازمان بورس و اوراق بهادار، ۱۳۹۵، ص. ۱۲) انجام شده است. لازم به ذکر است که این دو قرارداد با یکدیگر تفاوت ماهوی ندارند و تفاوت آنها در استاندارد بودن آتی یکسان است. بدین معنی که در قرارداد آتی خاص (پیمان آتی) استانداردهای کمتری نسبت به قرارداد آتی یکسان دارد و معمولاً به صورت خارج از بورس (OTC) انجام می‌شود. در حالی که پیمان‌های آتی ارزی معمولاً برای معاملات عمده ارز به صورت توافقی و طرفینی مورد استفاده قرار می‌گیرد، قرارداد آتی استاندارد ارز برای معاملات خرد ارزی کاربرد دارد. بنابراین بورس (به عنوان واسط و ضمانت‌کننده ایفای تعهدات) طرف معامله خریدار و فروشنده قرار می‌گیرد و آنها مستقیماً با یکدیگر معامله نمی‌کنند. همچنین، قراردادهای آتی استاندارد از قابلیت معامله مجدد و واگذاری تعهد به شخص ثالث (خروج از تعهد) برخوردارند؛ در حالی که در پیمان‌های آتی معمولاً چنین امکانی به راحتی فراهم نیست (هال، ۲۰۱۷، ص. ۹۵).

^۵ Option Holder



در این قرارداد، خریدار اختیار معامله در ازای پرداخت مبلغی معین به «واگذارنده اختیار»^۱ که اصطلاحاً «قیمت اختیار معامله»^۲ نامیده می‌شود، حق خرید یا فروش دارایی مندرج در قرارداد را در زمانی مشخص با قیمتی که هنگام بستن قرارداد تعیین شده (قیمت اعمال)^۳، به دست می‌آورد. از طرف دیگر، واگذارنده قرارداد اختیار معامله، در مقابل اعطای این حق به خریدار (با دریافت مبلغی معین)، متعهد به خرید یا فروش دارایی مذکور است.

چنانکه از تعریف قرارداد اختیار معامله ارزی پیداست، دارنده اختیار در اعمال حق خود مختار است و هیچ تعهد و الزامی ندارد. از این رو، در صورت صرف نظر کردن از اجرای قرارداد، صرفاً مبلغ کمی را که در ازای خرید حق پرداخته است، از دست می‌دهد. از طرف دیگر، فروشنده در صورت درخواست خریدار، متعهد به اجرای قرارداد است.

نکته مهم در رابطه با قرارداد اختیار ارزی، مزیت آن نسبت به قرارداد آتی ارزی است. زیرا بر خلاف قرارداد آتی که خریدار نسبت به انجام معامله تعهد دارد، در قرارداد اختیار، دارنده اختیار تعهدی به انجام معامله نداشته و دارای حق انتخاب است. یعنی می‌تواند با در نظر گرفتن مجموع شرایط، نسبت به اعمال یا عدم اعمال حق خود تصمیم بگیرد (ساندرز و کورنت^۴، ۲۰۱۸، ص. ۲۳۱).

۲/۳/۳ تهاتر ارزی

تهاتر یا سوآپ ارزی، یک قرارداد مالی است که در آن طرفین اصل و فرع یک نوع ارز را با اصل و فرع ارزی دیگر معاوضه می‌کنند و در زمانی دیگر (سررسید)، وجوه مبادله شده به طرفین مسترد می‌گردد (میسر، ۲۰۰۵، ص. ۳۱).

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

لازم به ذکر است که قرارداد تهاتر ارزی (همانند پیمان آتی) معمولاً به صورت خارج از بورس (OTC) و بر اساس توافق بین طرفین انجام می‌شود. همچنین، کارکرد اصلی این ابزار تبدیل «ارز در دسترس» به «ارز مورد نیاز» در یک دوره زمانی مشخص (معمولاً بیش از یک سال) می‌باشد (سیمپسون، ۲۰۱۴، ص. ۲۰۵).

۲/۴ تجربه سایر کشورها

معاملات آتی ارز برای اولین بار در سال ۱۹۷۲ میلادی در بورس بازرگانی شیکاگو که یکی از قدیمی‌ترین بورس‌های مشتقه جهان محسوب می‌شود، با هدف پوشش ریسک تغییرات نرخ‌های ارز مورد استفاده قرار گرفت. از آن تاریخ به بعد، به دلیل کارکردهای مهم بازار مشتقه ارزی در حوزه‌هایی چون جذب سرمایه‌گذاری خارجی، عمده‌کشورهای توسعه یافته و بسیاری از

^۱ Option Writer

^۲ Premium

^۳ Exercise Price

^۴ Saunders and Cornett

^۵ لازم به ذکر است که برخی نکات تکمیلی در تعریف و موضوع‌شناسی ماهیت و کارکردهای سوآپ ارزی متعارف وجود دارد که در طراحی الگوی جایگزین منطبق با شریعت برای این ابزار دارای اهمیت است. این مباحث در قسمت‌های بعد مورد بحث قرار می‌گیرد.



کشورهای در حال توسعه نسبت به تشکیل بازار مشتقه ارزی اقدام نموده‌اند. به عنوان مثال، آرژانتین در سال ۲۰۰۱، برزیل در سال ۲۰۰۲، ترکیه و امارات در سال ۲۰۰۵، کره جنوبی در سال ۲۰۰۶ و هند در سال ۲۰۰۸ نسبت به راه‌اندازی بازار مشتقه ارزی اقدام کرده‌اند (چاپلی، ۲۰۱۹، ص. ۱۷۷).

به لحاظ آماری، معاملات مشتقه ارزی در دهه اخیر با رشد چشم‌گیری مواجه شده‌اند. بر اساس آخرین آمار منتشر شده توسط انجمن معاملات آتی (FIA^۱) به عنوان یکی از معتبرترین منابع در حوزه مشتقه، حجم کلی معاملات آتی و اختیار معامله با رشد ۲۰/۲ درصدی در سال ۲۰۱۸ به عدد ۳۰/۲۸ میلیارد قرارداد رسید که رکوردی تاریخی محسوب می‌شود. به طور مشخص، در طول این سال حجم معاملات قراردادهای آتی با رشد ۱۵/۶ درصدی به عدد ۱۷/۱۵ میلیارد قرارداد و حجم معاملات اختیار معامله با رشد ۲۶/۸ درصدی به ۱۳/۱۳ میلیارد قرارداد رسید.

نکته مهم آنکه حجم معاملات مشتقه ارزی نیز با رشد قابل توجه بوده است. به طور مشخص در طول دوره زمانی ۲۰۰۳-۲۰۱۸، حجم معاملات آتی و اختیار معامله ارزی با رشد سالانه ۳۰ درصد، از ۷۸ میلیون قرارداد در سال ۲۰۰۳ به ۲/۱۲ میلیارد قرارداد در سال ۲۰۱۴ و ۳/۹۳ میلیارد قرارداد در سال ۲۰۱۸ رسیده است (انجمن معاملات آتی، ۲۰۱۸، ص. ۴۳).

هر چند منطقی کلی، اهداف و کارکردهای بازارهای مشتقه ارزی در تمامی کشورها تقریباً با یکدیگر شباهت دارد، اما به لحاظ الگوهای عملیاتی و شیوه طراحی بازار تفاوت‌هایی مشاهده می‌شود. به عنوان مثال^۲ در بورس «بی ام اند اف بووسپا»^۳ برزیل، معاملات نقدی^۴ ارز و همچنین معاملات آتی (مثلاً دلار آمریکا به ریل برزیل) در کنار هم انجام می‌شود. معاملات نقدی به صورت عمده، بین بانکی و تحت نظارت بانک مرکزی انجام می‌شود و صرفاً بانک‌های دارای مجوز می‌توانند در این دسته از معاملات نقدی شرکت کنند. معاملات آتی دلار آمریکا به ریل هم با مشخصات معینی ارائه می‌گردد. مثلاً اندازه قرارداد ۵۰۰۰۰ دلار می‌باشد و تسویه نیز صرفاً به صورت نقدی (بدون تحویل فیزیکی دلار) و به وسیله پرداخت ریل انجام می‌شود.^۵

در بورس «آتی و اختیار روسیه»^۶ انواع قراردادهای آتی بر روی سهام، شاخص سهام، کالاها، ارز و اوراق قرضه مورد معامله قرار می‌گیرد. در این بورس، سه بازار جداگانه برای معاملات مشتقه سهام، کالا و ارز در نظر گرفته شده است. مهمترین قراردادهای آتی ارز در بازار بورس آتی و اختیار روسیه عبارت‌اند از: دلار آمریکا به روبل روسیه، یورو به دلار آمریکا، یورو به روبل روسیه و پوند بریتانیا به دلار آمریکا. اندازه قرارداد آتی دلار به روبل نیز ۱۰۰۰ دلار بوده و تسویه نیز صرفاً به صورت نقدی و از طریق پرداخت روبل روسیه انجام می‌شود.^۷

در کره جنوبی، بازار مشتقه ارزی شامل سه نوع معاملات آتی ارز (ین به وون، یورو به وون و دلار آمریکا به وون) می‌گردد. اندازه این قراردادها ۱۰۰۰۰ دلار آمریکا می‌باشد. نکته جالب توجه در بازار مشتقه کره جنوبی امکان تحویل فیزیکی است. یعنی برخلاف بسیاری از بازارهای مشتقه بین‌المللی، در بازار بورس کره امکان تحویل فیزیکی دارایی پایه قراردادهای مشتقه فراهم است.^۸

^۱ Futures Industry Association

^۲ مباحثی که در این قسمت جهت تبیین تجربه برخی کشورها بیان می‌شود بسیار مختصر و در حد نیازهای این تحقیق است. با این حال تحقیقات زیادی در رابطه با تجربه کشورها در تشکیل بازار مشتقه ارزی انجام شده که می‌توان مباحث تفصیلی را در این منابع پیگیری کرد.

^۳ BM and FBOVSEPA

^۴ Spot

^۵ جهت دریافت اطلاعات تکمیلی با تارنمای بازار بورس برزیل به این آدرس مراجعه شود: http://www.bmfbovespa.com.br/en_us/about

^۶ Futures and Options on Russian Trading System (FORTS)

^۷ جهت دریافت اطلاعات تکمیلی با تارنمای بازار بورس روسیه به این آدرس مراجعه شود: <https://www.moex.com/en/derivatives>

^۸ جهت دریافت اطلاعات تکمیلی با تارنمای بازار بورس کره جنوبی به این آدرس مراجعه شود: <http://global.krx.co.kr/main/main.jsp>



تجربه ترکیه در تشکیل بازار مشتقه ارزی نیز قابل توجه است. در واقع بعد از سال ۲۰۰۱ برنامه انجام اصلاحات گسترده اقتصادی در دستور کار سیاست‌گذاران ترکیه قرار گرفت که یکی از مهمترین آنها راه‌اندازی بازار مشتقه ارز با هدف پوشش ریسک و جذب سرمایه‌گذاری خارجی بود. عملاً بازار مشتقه ارزی ترکیه از سال ۲۰۰۵ آغاز به کار کرد و در حال حاضر قرارداد آتی دلار آمریکا در مقابل لیره ترک یکی از مهمترین ابزارهای مورد معامله در این بازار محسوب می‌شود. اندازه استاندارد این قرارداد ۱۰۰۰ دلار بوده و تسویه نیز صرفاً به صورت نقدی و از طریق پرداخت لیره صورت می‌پذیرد.^۱

۳ بازار مشتقه ارزی در چهارچوب اسلامی

بعد از شناسایی مختصر ماهیت، کارکرد، ابزارها و تجارب مرتبط با بازار مشتقه ارزی، سوالی که به صورت طبیعی مطرح می‌شود آن است که: «آیا این بازار در چهارچوب شریعت اسلامی قابل پذیرش است تا بتوان آن را در نظام مالی کشور ایران راه‌اندازی کرد؟». در واقع، آیا ضوابط فقه اسلامی و قوانین و مقررات کشور که بر ضرورت وجود انطباق با شریعت در تمامی ابزارها و نوآوری‌های مالی تأکید دارد، در رابطه با بازار مشتقه ارزی رعایت می‌شود؟. در این قسمت تلاش می‌شود تا ابتدا ضوابط کلی شریعت در رابطه با بازار مشتقه ارزی مورد بحث قرار گرفته و سپس به طراحی ابزارهای جایگزین منطبق با شریعت جهت انجام معاملات مشتقه ارزی پرداخته شود.

۳/۱ اصول کلی شریعت در قراردادهای مشتقه ارزی

بازار مشتقه ارزی، نهادی اقتصادی محسوب می‌شود که در عصر حاضر به وجود آمده و در تاریخ اسلام سابقه‌ای در رابطه با آن مشاهده نمی‌شود. با این حال به دلیل پذیرش اصل صحت در شریعت اسلام، کلیه ابزارها و نهادهای پولی و مالی جدید تا زمانی که با ضوابط و اصول کلی شریعت تعارض نداشته باشند، می‌توانند مورد پذیرش و استفاده قرار گیرند. بنابراین، در این قسمت به تبیین مهمترین اصول کلی شریعت (که در تحلیل بازار مشتقه ارزی دارای اهمیت است) پرداخته می‌شود.

۳/۱/۱ پذیرش ماهیت کلی بازار مشتقه در چهارچوب شریعت

اولین نکته‌ای که در تحلیل بازار مشتقه ارزی در چهارچوب اسلامی باید مورد توجه قرار گیرد آن است که به نظر می‌رسد ماهیت کلی این بازار تعارضی با اهداف و ضوابط شرعی نداشته باشد. در واقع، بازار مشتقه ارزی نیز همانند بازارهای پول، سرمایه و بدهی یکی از اجزای نظام مالی نوین را تشکیل می‌دهد و در صورتی که در ساختاری مشخص، قاعده‌مند و تحت نظارت قرار گیرد، می‌تواند کارکردهایی مانند پوشش ریسک را انجام دهد. همچنین بازار مشتقه ارزی با فراهم نمودن بستر پوشش ریسک برای فعالیت‌های اقتصادی، زمینه حمایت غیرمستقیم از بخش واقعی اقتصاد را فراهم می‌سازد.

مهمترین دلیل شرعی که می‌توان در تأیید این ادعا مطرح کرد (همان‌طور که در بالا نیز ذکر شد) اصل صحت است. این قاعده در واقع یکی از عناصر ایجاد پویایی در فقه اسلامی محسوب می‌شود و زمینه استفاده از نوآوری‌های اقتصادی و مالی در هر دوره‌ای را فراهم می‌سازد (موسویان و میثمی، ۱۳۹۷، ص. ۴۷).

بر اساس این اصل می‌توان مدعی بود بعد از احراز عرفی صدق یک معامله (یا مجموعه‌ای از معاملات)، اگر به هر دلیلی در صحت شرعی شک وجود داشته باشد، تا زمانی که دلیل خاص یا عام بر بطلان معامله نباشد، قرارداد از نظر شرعی صحیح

^۱ جهت دریافت اطلاعات تکمیلی با تارنمای بازار بورس ترکیه به این آدرس مراجعه شود: <https://www.borsaistanbul.com/en/products-and-markets>



است و آثار معامله ایجاد می‌شود. در این مطلب تفاوتی بین عقود رایج در صدر اسلام و قراردادهای جدید وجود ندارد (موسوی خمینی، ۱۴۲۱ ق.، ج. ۱، ص. ۱۱۳).

اصل صحت به تبعیت از فقه اسلامی، در قانون مدنی نیز مورد تاکید قرار گرفته است. ماده ۱۰ این قانون بیان می‌دارد: «قراردادهای خصوصی نسبت به کسانی که آن را منعقد نموده‌اند در صورتی که مخالف صریح قانون نباشد، نافذ است»^۱. بنابراین، با توجه به اینکه بازار مشتقه ارزی به لحاظ نظری از کارکردهای مهمی چون پوشش ریسک فعالان اقتصادی برخوردار است و از طرف دیگر در بسیاری از کشورهای توسعه‌یافته و در حال توسعه (به عنوان یک نهاد اقتصادی مورد نیاز) تشکیل شده، به نظر می‌رسد می‌توان کلیت این بازار را در چهارچوب شریعت مورد تائید قرار داد.

۳/۱/۲ پذیرش معاملات سفته‌بازانه در چهارچوب ضابطه‌مند

همان طور که در موضوع شناسی بازار مشتقه ارزی مطرح شد، انگیزه‌های سفته‌بازی یکی از مهمترین دلایل ورود در این بازار محسوب می‌شود. در واقع سفته‌بازان با هدف کسب سود در کوتاه‌مدت نسبت به خرید و فروش ابزارهای مشتقه اقدام می‌ورزند.

با این حال برخی از محققین معاملات با انگیزه سفته‌بازی را مورد انتقاد قرار می‌دهند و معتقدند در بازار مالی اسلامی چنین معاملاتی قابلیت پذیرش ندارد. در این رابطه، این طور مطرح شده است که: «ربا یا بهره از جمله مقولاتی است که باید با تشکیل بانک اسلامی واقعی و عمل صحیح و دقیق به قانون مربوطه، بازار پولی و هر گونه سفته‌بازی با پول از بین برود. از جمله مظاهر این سفته‌بازی معاملات در بورس اوراق بهادار است که سهام بعد از انتشار دست اول (بازار اولی)، اگر به منظور سودجویی مبادله شود، چیزی جز مبادله پول با پول (ولی با واسطه سهام) نیست. همین عمل در مورد سفته‌بازی با کالاها مصداق دارد؛ یعنی زمانی که کالائی به منظور سودجویی از واسطه‌ای خریداری می‌شود که با قیمت بیشتر به واسطه دیگری فروخته شود، این نیز از مصادیق سفته‌بازی است» (توتونچیان، ۱۳۷۹، ص. ۲۵۷).

به نظر می‌رسد این دیدگاه هم از نظر اقتصادی و هم از دیدگاه فقه اسلامی قابلیت پذیرش ندارد. چرا که از نظر اقتصادی (همان طور که قبلاً ذکر گردید) وجود سفته‌بازان در بازار مشتقه به ایجاد شفافیت، کارآمدی و کشف قیمت صحیح‌تر در معاملات کمک نموده و سبب متعادل شدن نرخ‌ها و ایجاد نقدشوندگی می‌گردد.

به لحاظ فقهی نیز کلیه معاملات کالاها که با انواع گوناگون انگیزه‌های عقلانی انجام می‌شود از مشروعیت برخوردار است. لذا معاملاتی که سفته‌بازان با هدف کسب سود انجام می‌دهند نیز به عنوان یک انگیزه عقلایی مورد تائید است. علاوه بر این، می‌توان دلایلی از روایات اسلامی استخراج نمود که نشان می‌دهد بورس‌بازی در چهارچوب احکام معاملات و بدون سوءاستفاده از اطلاعات نهانی، امری صحیح و مورد تائید است (میرمعزی، ۱۳۸۲، ص. ۱۱؛ صالح‌آبادی، ۱۳۸۲، ص. ۱۵).

در این رابطه روایات متعددی وجود دارد که بر جواز خرید و فروش به انگیزه سود، بدون آن که در برابر این سود کار مفید اقتصادی انجام شده باشد، دلالت می‌کند. به عنوان مثال، ابراهیم کرخی می‌گوید: «از امام صادق (ع) پرسیدم: من تعدادی درخت خرما را به قیمت معینی به فردی فروختم. فردی که درختان را از من خریده بود، رفت و آنها را به دیگری با سود فروخت؛ در حالی که پول درختان خرما را نقد نکرده بود و من آن را نگرفته بودم. امام صادق (ع) در پاسخ فرمود: اشکالی ندارد. آیا پرداخت قیمت درختان خرما را برای تو تضمین نکرده بود؟ گفتم: بله، فرمود: بنابراین سود از آن او است» (عاملی، ۱۴۰۹ ق.،

^۱ جهت دریافت متن کامل این قانون به تارنمای مرکز پژوهش‌های مجلس شورای اسلامی به این آدرس مراجعه شود: <http://rc.majlis.ir/fa/law/show/۹۷۹۳۷>



ج. ۱۸، ص. ۶۴). ظاهر روایت نشان می‌دهد که خریدار درختان خرما در فاصله بین خرید و فروش هیچ کاری انجام نداده، ریسکی یا مخاطره‌ای را نپذیرفته و هدفش از معامله صرفاً کسب سود بوده است.

نکته مهمی که در اینجا باید مورد تأکید قرار گیرد آن است که معاملات با انگیزه سفته‌بازی لازم است حتماً در چهارچوبی قانونی، قاعده‌مند و تحت نظارت انجام شود؛ به نحوی که این معاملات از نگاه کلان سبب ایجاد اخلال در اقتصاد نگردد؛ همان طور که در کشورهای گوناگون مقام ناظر به صورت دقیق بر فعالیت‌های سفته‌بازانه در بازار مشتقه ارزی (و سایر بازارها) نظارت می‌کند.

۳/۱/۳ ضرورت وجود امکان تحویل دارایی پایه

قاعده مهم دیگری در بررسی کلی بازار مشتقه ارزی از منظر اسلامی لازم است مورد توجه قرار گیرد، ضرورت امکان تحویل فیزیکی دارایی‌های پایه است. توضیح آنکه در معاملات مشتقه متعارف عمده قراردادها به تحویل منجر نشده و قبل از سررسید به صورت نقدی تسویه می‌شود. البته این موضوع هر چند در اکثر بورس‌های مشتقه ارزی در کشورهای مختلف اتفاق می‌افتد، اما موارد استثناء نیز دارد که بورس کره جنوبی یکی از آنهاست؛ چرا که (همان طور که قبلاً ذکر شد) در این بورس امکان تحویل فیزیکی دارایی‌های پایه فراهم است.

لازم به ذکر است علت رواج تسویه نقدی در عمده معاملات مشتقه آن است که حتی اگر خریدار ابزار مشتقه به دارایی پایه قرارداد نیاز داشته باشد، معمولاً تحویل کالا بر اساس آنچه در قرارداد آمده، مشمول هزینه‌های مبادلاتی زیادی (مانند هزینه حمل و نقل) می‌گردد و این انگیزه تسویه نقدی را کاهش می‌دهد. البته در رابطه با مشتقه ارزی چنین مشکلی کمتر قابل توجه بوده و امکان تحویل ارز بیشتر از سایر کالاهاست (معصومی‌نیا، ۱۳۸۹، ص. ۱۷۴).

در هر صورت با توجه به اینکه ارتباط بخش پولی-مالی با بخش واقعی اقتصاد یکی از مبانی بنیادین مالی اسلامی را شکل می‌دهد (چپرا^۱، ۲۰۰۸، ص. ۱۰) و از سوی دیگر این مسئله به اجرای واقعی قراردادها کمک می‌کند، لازم است در معاملات مشتقه اسلامی امکان تحویل فیزیکی دارایی‌های پایه وجود داشته باشد.

البته وجود «امکان تحویل» با «الزام به تحویل» متفاوت است. زیرا همین که در معاملات مشتقه منطبق با شریعت به لحاظ قراردادها و مقررات امکان تحویل فیزیکی وجود داشته باشد (حتی اگر در ۹۰ درصد موارد این اتفاق نیفتد و تسویه نقدی انجام شود) به لحاظ شرعی کفایت می‌کند. به عبارت دیگر، اگر طرفین معامله از ابتدا فقط تسویه نقدی را شرط کنند، این مسئله می‌تواند نشانه صوری بودن معامله محسوب شود. اما اگر هر دو روش تحویل فیزیکی و تسویه نقدی در قرارداد مطرح شود، اما طرفین مطابق مصالح خود روش تسویه نقدی را انتخاب کنند، اشکال صوری بودن وارد نمی‌شود. زیرا همین که امکان تحویل فیزیکی کالا وجود داشته باشد، برای احراز واقعی بودن معامله کافی است. اما اینکه آیا طرفین در عمل اقدام به تحویل کالا خواهند کرد و یا با تسویه نقدی از قرارداد خارج خواهند شد، به انگیزه‌های ایشان و توافقی که بین آنها صورت می‌گیرد، باز می‌گردد.

^۱ Chapra



۳/۱/۴ ناصحیح بودن طراحی قراردادهای مشتقه بر روی شاخص‌ها

عدم پذیرش معاملات مشتقه بر روی شاخص‌ها، یکی دیگر از اصول کلی شریعت در معاملات مشتقه محسوب می‌شود. در واقع، هر چند معامله روی خود ارز (یا سایر کالاها) به عنوان دارایی پایه می‌تواند راهکارهایی شرعی داشته باشد، اما معامله بر روی شاخص تغییرات نرخ ارز (یا شاخص سهام، نرخ‌های بهره، درجه حرارت هوا و غیره) به لحاظ شرعی از مشروعیت برخوردار نمی‌باشد. دلیل این مسئله آن است که شاخص‌ها مالیت و امکان تحویل فیزیکی ندارند و لذا معاملات آنها با شبهه مواجه است. همچنین چالش‌های دیگری مانند غرر و صوری بودن نیز در رابطه با معاملات مشتقه بر روی شاخص‌ها قابل تصور است. البته معاملات مشتقه بر روی سبدهی معین از دارایی‌ها (مانند سهام) می‌تواند صحیح باشد (صالح‌آبادی و دیگران، ۱۳۹۵، ص. ۱۳).

۳/۱/۵ ضرورت رعایت ضوابط عمومی قراردادها

همان‌طور که در قسمت‌های قبل مطرح شد و در ادامه نیز به صورت کامل‌تر مورد بحث قرار می‌گیرد، قراردادهای مشتقه قالب‌های حقوقی جدیدی هستند که معمولاً نمی‌توان آنها را بر اساس قالب‌های متعارف فقهی (مانند: سلف و جعاله) تحلیل کرد.

با این حال رعایت ضوابط عمومی قراردادها مانند نبود: ربا، غرر، قمار و ضرر در تمامی این قالب‌های حقوقی جدید ضروری است. زیرا هر چند رعایت ضوابط اختصاصی عقود اسلامی (مانند ضرورت پرداخت نقدی کل ثمن در زمان انعقاد قرارداد سلف) در رابطه با ابزارهای مشتقه نیاز به رعایت ندارد، اما تامین ضوابط عمومی قراردادها همچنان اهمیت دارد؛ چرا که ضوابط عمومی اصول عام شریعت در حوزه معاملات محسوب شده و لازم است در تمامی روابط و مناسبات مالی مورد توجه قرار گیرند (موسویان، ۱۳۹۱، ص. ۴۴).

۳/۲ طراحی ابزارهای مشتقه ارزی منطبق با شریعت

پس از تبیین اصول کلی شریعت در معاملات مشتقه، نوبت به بررسی در سطح ابزارهای عملیاتی می‌رسد. در واقع، سوال آن است که: «آیا ابزارهای متعارف بازار مشتقه ارزی شامل آتی ارزی، اختیار معامله ارزی و تهاتر ارزی، به ضوابط شریعت سازگاری دارند؟».

در پاسخ به این سوال به نظر می‌رسد نمی‌توان معاملات مشتقه متعارف را به صورت کلی تأیید یا رد کرد. چرا که قراردادهای مشتقه می‌توانند در قالب‌های حقوقی متفاوتی تصویر شوند و یا جزئیاتی داشته باشند که در حکم فقهی آنها اثرگذار است (موسویان و میثمی، ۱۳۹۶، ص. ۳۰۲).

به عنوان مثال، اگر متن قرارداد حقوقی یک آتی ارزی این‌طور تنظیم شود که طرفین در زمان حال اقدام به خرید و فروش ارز (بیع) اقدام نموده و تحویل ارز و ثمن را به آینده موکول کنند، این معامله از منظر فقهی مصداق بیع کالی به کالی بوده و محل اشکال است (معصومی‌نیا، ۱۳۸۹، ص. ۲۵۸). البته اگر این معامله به معنای تعهد به خرید مقدار معینی ارز به مبلغ مشخص، در مقابل تعهد به فروش (با همان مقدار و مبلغ) باشد، از مصداق بیع کالی به کالی خارج خواهد شد.

با توجه به نکات مطرح شده، در این قسمت تلاش می‌شود تا به طراحی ابزارهای مشتقه منطبق با شریعت پرداخته شود. لازم به ذکر است قراردادهای آتی و اختیار معامله منطبق با شریعت در تحقیقات گذشته مورد توجه قرار گرفته‌اند، کمیته تخصصی فقهی سازمان بورس و اوراق بهادار چهارچوبی برای این دسته از معاملات ارائه کرده و در عمل نیز این قراردادها از



سابقه انتشار در بورس کالا برخوردارند (سلطانی نژاد و دیگران، ۱۳۹۵، ص. ۲۳۲). با این حال در رابطه با تهاتر ارزی منطبق با شریعت هم پژوهش‌های کمتری انجام شده و هم اینکه این ابزار در کمیته فقهی سازمان بورس مورد بررسی واقع نگردیده و عملیاتی نیز نشده است. بنابراین، در رابطه با سوآپ ارزی منطبق با شریعت مباحث قدری تفصیلی‌تر ارائه می‌شود.

۳/۲/۱ آتی ارزی

پیش از بحث در رابطه الگوی منطبق با شریعت آتی ارزی لازم است به این نکته توجه شود معاملات آتی ارز با قرارداد سلف در فقه اسلامی شباهت دارند و شاید به همین دلیل است که برخی از محققین از عبارت «بازار سلف ارز» برای توصیف آتی ارز استفاده کرده‌اند (جلالی نائینی، ۱۳۸۳، ص. ۳۳؛ برهان آزاد، ۱۳۸۷، ص. ۴۰؛ عزیزی، ۱۳۷۷، ص. ۲۱).

با این حال دقت بیشتر در ماهیت قرارداد آتی و مقایسه آن با قالب حقوقی سلف (بیع سلف) در فقه و حقوق اسلامی نشان می‌دهد که نمی‌توان قرارداد آتی را سلف در نظر گرفت. چرا که بر اساس ضوابط شرعی عقد سلف، لازم است کل قیمت معامله (اصطلاحاً ثمن) به صورت نقدی و کامل در محل و زمان وقوع معامله (اصطلاحاً مجلس معامله) به فروشنده دارایی پایه پرداخت شود. لذا اگر قیمت معامله و تحویل دارایی پایه هر دو در زمان آینده انجام شود، معامله از مصادیق «بیع کالی به کالی» نامیده می‌شود و بنا بر نظر مشهور فقها باطل است (مکارم شیرازی، ۱۳۸۷، ص. ۶۵).

این در حالی است که در معاملات آتی معمولاً در زمان حال صرفاً وعده معامله ارائه شده و پرداخت قیمت و تحویل کالا در آینده انجام می‌شود. لذا سلف دانستن معاملات آتی سبب ایجاد شبهه کالی به کالی در رابطه با آنها می‌شود^۱.

به لحاظ حقوقی می‌توان قرارداد آتی ارز را در قالب حقوقی «تعهد بیع در آینده» و یا «عقد صلح» طراحی کرد. در قالب اول، فروشنده آتی ارز بر اساس قرارداد متعهد می‌شود تا در سررسید مشخص، مقدار معینی از یک ارز را به قیمتی که در زمان حال تعیین می‌شود، بفروشد. در مقابل، خریدار آتی ارز متعهد می‌شود که ارز مذکور را با مشخصات ذکر شده خریداری کند.

همچنین، به منظور جلوگیری از امتناع طرفین از انجام قرارداد، طرفین به صورت شرط ضمن عقد، متعهد می‌شوند مبلغی را به عنوان وجه تضمین نزد اتاق پایاپای بورس کالا بگذارند و متعهد می‌گردند تا متناسب با تغییرات قیمت آتی، وجه تضمین را تعدیل کنند. اتاق پایاپای از طرف آنان وکالت دارد تا متناسب با تغییرات، بخشی از وجه تضمین هر یک از طرفین را در اختیار طرف دیگر معامله قرار دهد و او حق استفاده از آن را خواهد داشت تا در سررسید با هم تسویه کنند. در این روش، هر یک از متعهد فروش یا متعهد خرید می‌توانند در مقابل مبلغ معینی، تعهد خود را در بازار ثانوی به شخص ثالث واگذار کنند. در این صورت شخص ثالث جایگزین طرفین در انجام تعهدات خواهد شد (سازمان بورس و اوراق بهادار، ۱۳۹۵، ص. ۲۴).

قالب حقوقی دوم (عقد صلح) نیز مشابه قالب حقوقی اول است. در واقع، فروشنده آتی ارز بر اساس قرارداد صلح، مقدار معینی از یک ارز را در مقابل قیمتی معین به خریدار آتی ارز صلح می‌کند. همچنین، متعهد می‌شود ارز مذکور را با مشخصات ذکر شده، در سررسید تحویل دهد. در مقابل، خریدار آتی ارز متعهد می‌شود که ارز مذکور را با مشخصات ذکر شده خریداری کند. وجه‌الضمان نیز به صورت شرط ضمن عقد لازم صلح در نظر گرفته می‌شود.

البته در الگوی منطبق با شریعت معاملات آتی، لازم است علاوه بر شرعی بودن متن قرارداد، تدابیری اتخاذ شود تا معاملات در عمل صوری انجام نشود. لذا لازم است در آئین‌نامه‌ها و دستورالعمل‌های اجرایی مواردی ذکر گردد؛ از جمله: تاکید صریح

^۱ لازم به ذکر است که قرارداد آتی (و سایر ابزارهای مشتقه) را نمی‌توان مشمول عقد «بیع صرف» در نظر گرفت. چرا که در منابع فقهی احکام خاصی برای بیع صرف (یعنی بیع طلا با طلا، نقره با نقره یا طلا با نقره) بیان شده است. به عنوان مثال در بیع صرف باید در مجلس عقد، قبض صورت گیرد؛ یعنی طرفین معامله ثمن و مثن را به یکدیگر تحویل دهند. اما نکته مهم آن است که اساساً معاملات نقدی یا مشتقه ارزی، مصادیق بیع صرف به حساب نیامده و احکام مرتبط با آن در رابطه این معاملات جریان پیدا نمی‌کند (موسوی خمینی، ۱۴۱۶ ق.، ج. ۳، ص. ۳۲۹).



بر این موضوع که دارایی پایه قرارداد ارز فیزیکی است و نه تغییرات نرخ ارز؛ در صورت تمایل خریدار امکان تحویل ارز وجود داشته باشد؛ سقفی برای حجم معاملات کل بازار، هر کارگزار و هر فروشنده در نظر گرفته شود تا افزون بر رعایت ضابطه شرعی قدرت بر تسلیم، از شکل‌گیری بحران‌های احتمالی جلوگیری شود و در نهایت، راهکارهایی برای شناسایی فروشنده آتی و میزان اعتبارش تعریف شود.

۳/۲/۲ اختیار معامله ارزی

به لحاظ حقوقی می‌توان قرارداد اختیار معامله را در قالب تعهد طراحی کرد. به این معنی که فروشنده اختیار متعهد می‌شود در صورت درخواست مشتری، مقدار معینی ارز را به قیمت معین بفروشد و در مقابل این تعهد از مشتری وجهی دریافت می‌کند که به آن قیمت اختیار معامله می‌گویند. به عبارت دیگر، خریدار اختیار با پرداخت مبلغی تعهد فرد دیگری مبنی بر انجام عمل حقوقی فروش را خریداری می‌کند (سازمان بورس و اوراق بهادار، ۱۳۹۵، ص. ۲۶).

در اینجا نیز لازم است علاوه بر شرعی بودن متن قرارداد، تدابیری اتخاذ شود تا معاملات در عمل صوری انجام نشود. بنابراین، لازم است در متن قرارداد صراحتاً تصریح گردد که دارایی پایه ارز فیزیکی است و نه تغییرات نرخ ارز. همچنین باید تدابیری در نظر گرفته شود تا در صورت انتخاب گزینه اعمال حق خرید یا فروش، فروشنده اختیار ارزی ملزم به تحویل ارز باشد و در صورت امتناع، مشمول جریمه شود. علاوه بر این، باید به لحاظ فنی قابلیت خرید و فروش در عمل فراهم باشد. بنابراین، لازم است حجم مشخصی برای معاملات هر فروشنده و خریدار، میزان معاملات هر کارگزار و میزان معاملات کل بازار در نظر گرفته شود. این موضوع به صورت درون‌زا از فراتر رفتن معاملات مشتقه ارزی از کل ارز موجود در کشور (که خود علامتی بر عدم امکان تحویل است) جلوگیری می‌کند.^۱

۳/۲/۳ تهاتر ارزی

همان‌طور که در قسمت‌های قبل مطرح شد، منظور از تهاتر یا سوآپ ارزی، یک قرارداد مالی است که در آن طرفین اصل و فرع یک نوع ارز را با اصل و فرع ارزی دیگر معاوضه می‌کنند و در زمانی دیگر (سررسید)، وجوه مبادله شده به طرفین مسترد می‌گردد.

با این حال به نظر می‌رسد این تعریف نیازمند بررسی دقیق‌تر است. چرا که در برخی از منابع علمی تأکید شده است که هر چند در سوآپ‌های ارزی معمولاً مبادله اصل ارزها اتفاق می‌افتد، اما الزامی در این رابطه وجود ندارد. یعنی می‌توان سوآپ ارزی را به نحوی طراحی کرد که در آن صرفاً مبادله فرع وجود داشته باشد. جهت درک بهتر این موضوع در این قسمت به صورت مختصر به تعریف ارائه شده از این ابزار در برخی منابع معتبر علمی اشاره می‌شود.^۲

^۱ لازم به ذکر است که در حال حاضر به دلیل تحریم‌ها و محدود شدن تجارت ایران با چند کشور خاص، بسیاری از ارزهای جهان روا (نظیر دلار و یورو) به میزان کمی وارد کشور می‌شود و لذا ارزهای غیرجهان‌روا بخش مهمی از ذخایر ارزش کشور را تشکیل می‌دهد. بر این اساس، ضرورت دارد تا انتشار مشتقه ارزی متناسب با نوع ارزهای در اختیار کشور باشد. مثلاً اگر فقط ۲۰ درصد ذخایر ارزی کشور و جریان ورودی ارز به کشور از نوع یورو است، فقط ۲۰ درصد مشتقه باید بر مبنای آن منتشر شود تا مشکل عدم تحویل در سررسید اندکی تخفیف یابد.

^۲ لازم به ذکر است در سایر منابع علمی مطرح در حوزه مشتقه نیز تعاریف نسبتاً مشابهی در رابطه با ابزار تهاتر ارزی ارائه شده است.



چان و دیگران^۱ معتقدند: «سواپ ارزی در واقع شامل معامله اصل دو ارز در ابتدای قرارداد بر اساس نرخ نقدی، معاوضه بهره‌های دو ارز در طول دوره و در نهایت معاوضه مجدد اصل دو ارز در سررسید می‌باشد»^۲ (چان و دیگران، ۲۰۱۹، ص. ۴۶).

میشکین و ایکنز^۳ معاملات تهاتر ارزی را بدین صورت تعریف می‌کنند: «تهاتر ارزی شامل معاوضه جریان پرداختی در یک ارز خاص با جریان پرداختی در ارز دیگر می‌گردد»^۴ (میشکین و ایکنز، ۲۰۱۵، ص. ۶۱۲).

پیریه^۵ معاوضه اصل دو ارز را در سواپ‌های ارزی ضروری ندانسته و تاکید می‌کند: «گرچه در سواپ‌های ارزی معمولاً معاوضه اصل ارزها در ابتدا و سررسید اتفاق می‌افتد، اما ممکن است طرفین توافق کنند که چنین کاری انجام نشود. در واقع، برخی معاملات پوششی صرفاً با هدف پوشش ریسک جریان‌های درآمدی ارزی طراحی شده‌اند و نه پوشش اصل. بنابراین، معاوضه اصل ارزها در سواپ‌های ارزی الزامی نیست و ممکن است انجام نشود»^۶ (پیریه، ۲۰۱۷، ص. ۲۴۳).

فرهنگ لغات «اینوستوپدیا»^۷ به عنوان یکی از معتبرترین مراجع مالی برخط در سطح بین‌المللی، سواپ ارزی را بدین صورت تعریف می‌کند: «سواپ ارزی که بعضاً از آن تحت عنوان سواپ ارزی متقاطع یاد می‌شود، شامل معاوضه بهره (و در برخی موارد اصل) یک ارز در مقابل ارزی دیگر می‌گردد. نرخ‌های بهره نیز در تاریخ‌های مشخصی (مثلاً ماهیانه) در طول دوره قرارداد بین طرفین معاوضه می‌گردد ... تهاتر ارزی در عمل می‌تواند به شیوه‌های مختلفی اجرا شود. در بسیاری موارد در قراردادهای سواپ از مقادیر اصل فرضی یا نظری استفاده می‌شود. بدان معنی که از مقادیر اصل صرفاً برای انجام محاسبات نرخ بهره قابل پرداخت در هر دوره استفاده می‌شود و لذا اصل ارزها (نه در ابتدا و نه در انتهای قرارداد) بین طرفین جابجا نمی‌گردد»^۸.

بنابراین به نظر می‌رسد در قرارداد تهاتر ارزی هر چند معاوضه اصل ارزها در ابتدا و انتهای قرارداد معمولاً اتفاق می‌افتد، اما این مسئله عمومیت نداشته و ممکن است معاوضه صرفاً بر روی نرخ‌های بهره اتفاق بیافتد.

جهت درک بهتر ماهیت ابزار تهاتر ارزی، می‌توان آن را در قالب یک مثال تصویر کرد. می‌توان فرض نمود که در زمان صفر شرکت آمریکایی الف دارای ۹/۸ میلیون دلار و شرکت اروپایی ب دارای ۱۰ میلیون یورو می‌باشد. با این حال به دلایلی شرکت الف به مدت یک سال به یورو نیاز دارد و شرکت ب نیز نیازمند دلار می‌باشد و به همین دلیل این دو شرکت تصمیم به ورود در یک قرارداد تهاتر ارزی می‌گیرند. در زمان صفر نرخ برابری هر یورو به دلار برابر است با ۱/۰۱ و ارزها بین طرفین مبادله می‌شود

^۱ Chan et al.

^۲ "The Cross Currency Swap consists of exchanging the principals at the beginning with the spot rate, exchanging the interests during the tenor and exchanging the principals back at maturity".

^۳ "A currency swap, sometimes referred to as a cross-currency swap, involves the exchange of interest (and sometimes of principal) in one currency for the same in another currency. Interest payments are exchanged at fixed dates through the life of the contract".

^۴ Mishkin and Eakins

^۵ Pirie

^۶ "although an exchange of notional is often the case, the parties may agree not to do this. some types of hedge transactions are designed to hedge only foreign cash flows and not principal payments, so a principal exchange on a currency swap would not be necessary".

^۷ Investopedia

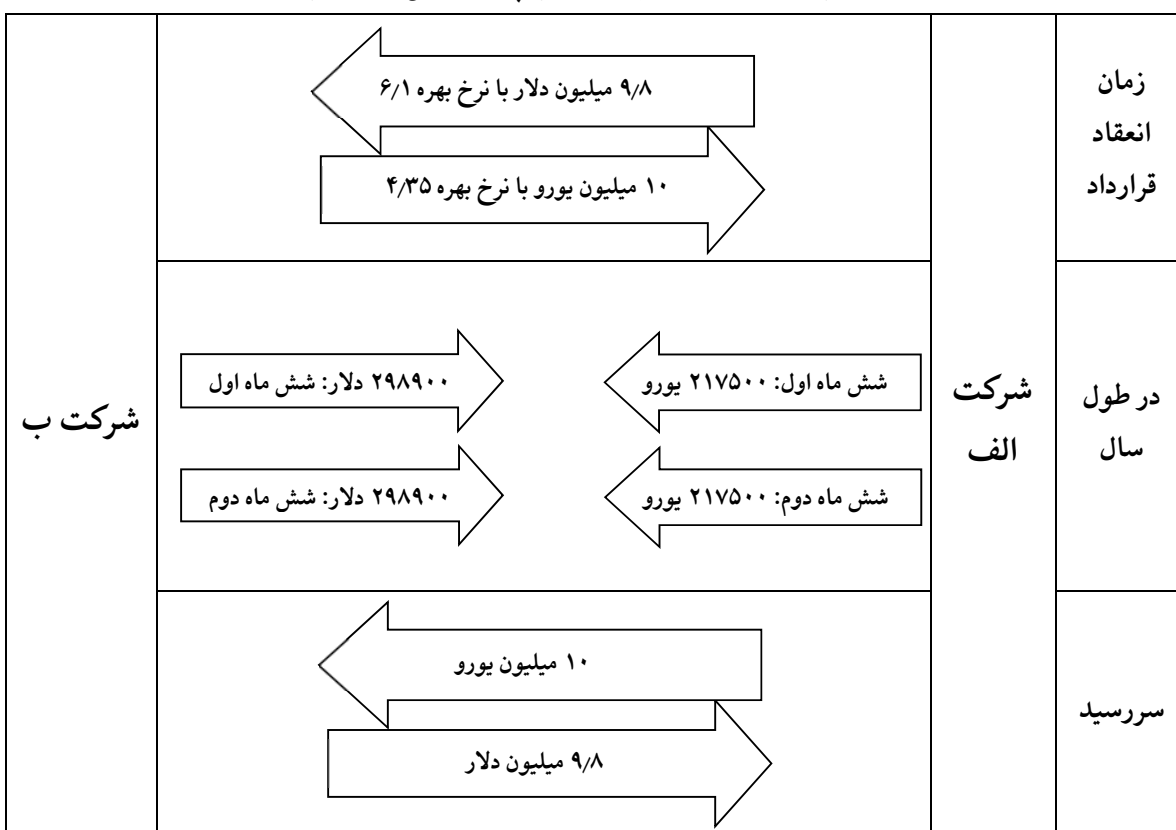
^۸ "A currency swap, sometimes referred to as a cross-currency swap, involves the exchange of interest - and sometimes of principal - in one currency for the same in another currency. Interest payments are exchanged at fixed dates through the life of the contract ... A currency swap can be done in several ways. Many swaps use simply notional principal amounts, which means that the principal amounts are used to calculate the interest due and payable each period but is not exchanged".

^۹ <https://www.investopedia.com/terms/c/currencyswap.asp>.



و در سررسید مجدداً با همین نرخ به آنها بازمی‌گردد. همچنین، نرخ بهره‌ای که شرکت الف بر روی یوروی دریافتی می‌پردازد سالانه ۴/۳۵ درصد بوده و نرخ شرکت ب بر روی دلار دریافتی می‌پردازد سالانه ۶/۱ درصد می‌باشد. سررسید قرارداد نیز یک ساله فرض شده و بهره نیز هر شش ماه یک بار پرداخت می‌شود. سازوکار این قرارداد در نمودار ۱ نشان داده شده است.

نمودار ۱: مبادلات مرتبط با سواب ارزی بین دلار و یورو



سوالی که در اینجا ممکن است مطرح شود آن است که اساساً هدف دو شرکت آمریکایی و اروپایی از ورود در این معامله چیست؟ در پاسخ به این سوال می‌توان به چند نکته اشاره کرد. اولاً، شرکت آمریکایی الف به مدت یک سال ارز در دسترس خود یعنی دلار را به ارز مورد نیاز تبدیل می‌کند. ثانیاً، شرکت الف مطمئن است که در سررسید می‌تواند دلار خود را با نرخ تبدیل توافق شده بدست آورد و لذا خود را در مقابل ریسک تغییرات نرخ ارز پوشش داده است. ثالثاً، استفاده از سواب ارزی برای الف به معنای دریافت وام یورویی از یک بانک اروپایی و یا انتشار اوراق یورویی در اروپا می‌باشد که ممکن است نرخ آن بالاتر از نرخ بهره سواب باشد. چرا که معمولاً تامین مالی در یک کشور دیگر و به یک ارز دیگر (یورو) برای شرکت آمریکایی سخت‌تر و گران‌تر از تامین مالی در ارز محلی (دلار) می‌باشد. لذا انتظار می‌رود که اگر شرکت الف از سواب ارزی استفاده نکرده و به جای آن از سایر روش‌های تامین مالی استفاده کند، مجبور به پرداخت نرخ‌های بهره بالاتری باشد.

همچنین لازم به ذکر است که هر چند در مثال ارائه شده بر مبادله اصل ارزها در زمان صفر و بازگرداندن آنها در سررسید تاکید شده است، اما همان‌طور که در تعاریف مشاهده شد این مسئله الزامی نبوده و مبادله می‌تواند صرفاً بر روی فرع ارزها



انجام شود. یعنی طرفین از اعداد مرتبط با اصل صرفاً جهت محاسبه بهره‌ها استفاده کرده و در عمل صرفاً بهره‌ها با یکدیگر معاوضه شوند.

پس از شناخت ماهیت و شیوه کارکرد سوآپ ارزی نوبت به بررسی مسئله انطباق با شریعت در رابطه با این ابزار می‌رسد. در واقع سوال آن است که آیا در رابطه با سوآپ ارزی نیز می‌توان با در نظر گرفتن اصول کلی شریعت در قراردادهای مشتقه (مثلاً فراهم نمودن امکان تحویل فیزیکی ارز در سررسید) و شفاف‌سازی قالب حقوقی، از این ابزار در چهارچوب شریعت استفاده کرد؟

همان‌طور که ملاحظه شد در سوآپ ارزی عنصر بهره به صورت جدی حضور دارد و این بهره ناشی از فعالیت‌های اقتصاد حقیقی نمی‌باشد. گویا طرفین به یکدیگر دلار و یورو قرض می‌دهند و هر کدام بر روی این قرض از دیگری بهره دریافت می‌کند. با این حال به دلیل آنکه در چهارچوب شریعت اسلام هزینه فرصت پول بدون ارتباط با بخش واقعی اقتصاد پذیرفته نشده است و به عبارت دیگر، سود حاصل از دو ارز باید ناشی از یک فعالیت واقعی اقتصادی باشد، لذا مبادله بهره‌ها با چالش ربای قرضی مواجه بوده و نمی‌توان آن را در چهارچوب شریعت توجیه کرد.

این استدلال چه در حالتی که اصل ارزها هم علاوه بر بهره‌ها بین طرفین مبادله می‌شود و چه در حالتی که صرفاً بهره‌ها با یکدیگر تاخت زده می‌شود، صحیح است. یعنی در هر دو حالت بهره‌ها از عقود و قراردادهای مورد تأیید شریعت بدست نیامده‌اند و لذا مبادله آنها با اشکال شرعی مواجه است.

راهکاری که جهت حل این مشکل می‌توان پیشنهاد نمود، حذف مبادله بهره ارزها در طول دوره قرارداد است. یعنی می‌توان سوآپ ارزی منطبق با شریعت را یک قرارداد حقوقی جدید در ذیل ماده ۱۰ قانون مدنی در نظر گرفت که شامل بیع نقد در زمان حال و تعهد بیع نقد معکوس در آینده می‌باشد. در واقع در زمان صفر طرفین ارز خود را به یکدیگر می‌فروشند (مثلاً ۹/۸ میلیون دلار در مقابل ۱۰ میلیون یورو) و متعهد می‌شوند در سررسید معامله معکوس انجام دهند.

هر چند قرارداد سوآپ ارزی منطبق با شریعت بر اساس قالب حقوقی پیشنهادی (برخلاف آتی ارزی و اختیار معامله ارزی منطبق با شریعت) نمی‌تواند تمامی کارکردهای اقتصادی سوآپ ارزی متعارف را پاسخ دهد، اما حداقل به برخی از نیازهای ذینفعان بازار مشتقه اسلامی پاسخ می‌دهد.

در رابطه با الگوی حقوقی پیشنهادی برای سوآپ ارزی منطبق با شریعت ممکن است شبهه بیع‌العینه مطرح شود. چرا که در این قرارداد طرفین در زمان صفر بر اساس بیع نقد ارزهای خود را به یکدیگر می‌فروشند و متعهد می‌شوند در سررسید ارزها را به نرخ اولیه بازگردانند. مثلاً شرکت الف ۹/۸ میلیون دلار خود را در مقابل دریافت ۱۰ میلیون یورو به شرکت ب می‌فروشد و متعهد می‌شود در سررسید مجدداً ۱۰ میلیون یورو خریداری شده را به قیمت ۹/۸ میلیون دلار بر اساس بیع نقدی بفروشد. با توجه به اینکه در اینجا در بیع اول تعهد انجام بیع دوم در آینده به صورت شرط ضمن عقد مطرح می‌شود، شبهه بیع‌العینه قابل تصور است.

با این حال دقت در مفهوم بیع‌العینه در روایات و فقه اسلامی و قرارداد سوآپ ارزی منطبق با شریعت نشان می‌دهد که تفاوت‌هایی بنیادین بین آنها وجود دارد و لذا به نظر می‌رسد شبهه بیع‌العینه در اینجا وارد نیست. جهت تأیید این موضوع می‌توان به چند نکته اشاره کرد:

الف- در بیع‌العینه در بیع اول شرط می‌شود که در همان مجلس عقد، قرارداد دوم منعقد شود و مبیع جز برای لحظه‌ای از مالکیت فروشنده خارج نمی‌شود. از طرفی چنانچه فروشنده به شرط عمل نکند، خریدار معامله اول را فسخ می‌کند (معامله اول



با قصد جدی انجام نمی‌شود). در حالی که در قرارداد سواپ ارزی منطبق با شریعت، قرارداد دوم با فاصله زمانی قابل ملاحظه (معمولا بین ۳ تا ۵ سال) انجام می‌گیرد و اگر هر یک از طرفین به شرط انجام بیع معکوس در آینده عمل نکند، بیع نقد اولیه تثبیت می‌شود (نه ابطال) و ادامه پیدا می‌کند^۱.

ب- در بیع العینه شرط می‌شود که حتما همان کالا به فروشنده فروخته شود. در حالی که در قرارداد سواپ ارزی منطبق با شریعت طرفین ارز دریافتی خود را مورد استفاده قرار می‌دهند و در سررسید مجددا از بازار ارز تهیه کرده و معامله معکوس را انجام می‌دهند.

پ- همان طور که در تعریف بیع العینه در منابع فقهی آمده (موسوی خمینی، ۱۴۲۱ق.، ج. ۱، ص. ۱۳۳) و در اکثر روایات مرتبط با این موضوع نیز تاکید شده، در بیع العینه لازم است حتما یک قرارداد نسبه وجود داشته باشد. مثلا فرد کالایی را نقدی بفروشد و سپس به صورت نسبه بخرد یا اینکه نسبه بخرد و نقدی بفروشد. با این حال در قرارداد سواپ ارزی منطبق با شریعت اساسا بیع نسبه وجود ندارد و هر دوی قراردادهای بیع به صورت نقدی هستند.

ت- در بیع العینه طرفین نمی‌توانند از ثمن و مضمن معامله اول استفاده‌ای کنند (چون دو معامله همزمان هستند). اما به دلیل وجود فاصله طولانی بین بیع اولی و دومی در قرارداد تهاتر ارزی منطبق با شریعت، طرفین می‌توانند در طول دوره قرارداد از ثمن و مضمن بیع اولی استفاده عقلایی کنند و اساسا همین موضوع یکی از دلایل انجام چنین معاملاتی را شکل می‌دهد.

با این حال حتی اگر فرضا هیچ یک از استدلال‌های ذکر شده پذیرفته نشود، باز هم می‌توان با تبدیل تعهد بیع ارزشها به اختیار معامله، شبهه بیع العینه در ابزار تهاتر ارزی منطبق با شریعت را برطرف نمود (سازمان بورس و اوراق بهادار، ۱۳۹۵، ص. ۳۴). بدین صورت که قرارداد تهاتر ارزی اسلامی را می‌توان به جای قالب حقوقی: «بیع نقد به شرط بیع معکوس در سررسید»، در قالب حقوقی «بیع نقد همراه با اختیار خرید دو طرفه در آینده» طراحی کرد.

به این معنی که مثلا شرکت الف در زمان صفر دلار خود را به شرکت ب می‌فروشد و همزمان اختیار خرید دلار به قیمت توافق شده در سررسید را دریافت می‌کند. شرکت ب نیز یوروی خود را در زمان صفر به شرکت الف می‌فروشد و همزمان اختیار خرید یورو به قیمت توافق شده در سررسید را دریافت می‌کند. در سررسید هر یک از طرفین می‌تواند با اعمال اختیار خود به ارز اولیه (با قیمت توافق شده) دست پیدا کنند و از این مسیر ریسک‌های خود را پوشش دهند^۲.

^۱ لازم به ذکر است در برخی از روایات، معیاری برای شناسایی معاملات عینه توسط معصومین مطرح شده است و آن، از بین رفتن معامله اول در صورت عدم وقوع معامله دوم است. بنابراین، اگر معامله اول در صورت عدم وقوع معامله دوم از بین نرود، عینه نخواهد بود و در قرارداد سواپ ارزی منطبق با شریعت چنین مسئله‌ای وجود دارد. به عنوان مثال، در حدیثی صالح بن عقبه از یونس شیبانی چنین نقل می‌کند: «به امام صادق (ع) عرض کردم: شخصی معامله‌ای انجام می‌دهد و فروشنده و خریدار می‌دانند که قیمت کالایی که فروخته شده این مقدار نیست؛ ولی می‌دانند که فروشنده دوباره آن را می‌خرد. امام صادق (ع) فرمود: ای یونس رسول خدا (ص) به جابر بن عبدالله انصاری فرمود: چگونه است حال تو، زمانی که در بین مسلمانان ظلم رواج پیدا کند و این ظلم باعث ذلت مسلمان شود؟ جابر عرض کرد: خدا مرا تا آن زمان زنده نگذارد! پدر و مادرم به فدایت، آن زمان چگونه است؟ پیامبر (ص) فرمود: زمانی است که رباخواری در بین مسلمانان رواج پیدا کند. ای یونس معامله‌ای که گفתי رباخواری است (و نشانه‌اش این است که) اگر معامله دوم انجام نشود، خریدار معامله اول را برهم می‌زند؛ آیا این طور نیست؟ یونس عرض کرد: بله همین طور است. حضرت دوبار فرمودند: اصلا نزدیک چنین معامله‌ای نشو! (عاملی، ۱۴۰۹ق.، ج. ۱۸، ص. ۲۲).

^۲ ایده تبدیل تعهد بیع به اختیار جهت حل چالش بیع العینه، قبلا در بحث طراحی قراردادهای رپوی اسلامی مورد استفاده قرار گرفته است (موسویان و میثقی، ۱۳۹۶، ص. ۱۷۵).



۴ الگوی مرحله‌ای تشکیل بازار مشتقه ارزی در نظام مالی کشور

در قسمت‌های قبل موضوع‌شناسی نظریه و تجربه تشکیل بازار مشتقه ارزی در نظام مالی متعارف مورد بحث قرار گرفت و در ادامه ابعاد اسلامی دارای اهمیت در این بازار نیز مطرح شد. بر این اساس در این قسمت تلاش می‌شود تا الگویی عملیاتی جهت تشکیل بازار مشتقه ارزی در نظام مالی کشور ارائه شود. در ابتدا چهارچوب کلی تشکیل این بازار مورد بحث قرار گرفته و در ادامه مراحل اجرایی تبیین می‌گردد. در نهایت به برخی ملاحظات تکمیلی اشاره می‌شود.

۴/۱ ملاحظات کلی

همان‌طور که برخی تحقیقات به خوبی نشان داده‌اند، تشکیل بازار مشتقه ارزی در هر کشوری نیازمند در نظر گرفتن ملاحظات و شرایط خاص آن کشور (مواردی مانند: وضعیت بازار نقدی ارز، نقش بانک مرکزی، بازیگران اصلی و غیره) بوده و الگوی واحدی برای تمامی کشورها وجود ندارد (سیمپسون، ۲۰۱۴، ص. ۶۷). بر این اساس، جهت تشکیل بازار مشتقه ارزی در نظام مالی ایران لازم است به برخی نکات کلی که در واقع چهارچوب فعالیت این بازار را تشکیل می‌دهند توجه شود. در ادامه به برخی از این نکات اشاره می‌شود.

۴/۱/۱ اثرگذاری گسترده نرخ ارز در اقتصاد کشور و تفاوت آن با سایر دارایی‌های پایه

اولین نکته‌ای که در تشکیل بازار مشتقه ارزی باید مورد توجه قرار گیرد، نقش اساسی ارز در اقتصاد کشور و تاثیرگذاری گسترده این متغیر بر سایر متغیرهای اقتصادی مانند: تورم (و انتظارات تورمی)، رشد اقتصادی و غیره است. در این رابطه تحقیقات متعددی تاثیر منفی نوسانات نرخ ارز بر متغیرهای اقتصاد را مورد بحث قرار داده‌اند. به عنوان مثال، یافته‌های یکی از پژوهش‌ها نشان می‌دهد که رشد اقتصادی در میان‌مدت، تراز تجاری در کوتاه‌مدت و تورم به صورت منفی از تغییرات نرخ ارز اثر می‌پذیرد (عزیزنژاد و کمیجانی، ۱۳۹۶، ص. ۱۱). بنابراین نمی‌توان مسئله تشکیل بازار مشتقه ارزی را با بازار سایر دارایی‌های پایه (مانند آتی زعفران یا سکه طلا که در بورس کالای کشور عملیاتی شده) مقایسه کرد. زیرا ارز به عنوان یک دارایی پایه، دارای اثرگذاری خاصی از منظر اقتصاد کلان است که نمی‌توان نسبت به آن بی‌تفاوت بود.

۴/۱/۲ اولویت اهداف سطح کلان (ثبات ارزی) نسبت به سطح خرد (پوشش ریسک)

نکته دیگری که لازم است به آن توجه شود، تفاوت نگاه «مقام پولی» با نگاه «مقام بازار سرمایه» در مقوله بازار مشتقه ارزی است. در واقع بر خلاف نگاه مقام بازار سرمایه که از منظر پوشش ریسک و سامان‌دهی و قاعده‌مند نمودن معاملات سفته‌بازانه به بازار مشتقه ارزی توجه دارد، مقام پولی با دغدغه «ثبات ارزی» این بازار را مورد ارزیابی قرار می‌دهد. به عبارت دیگر اولویت اول مقام پولی در زمینه مشتقه ارزی، استفاده حداکثری از این ابزار جهت ایجاد ثبات در بازار ارز می‌باشد و سایر مسائل از جمله پوشش ریسک، سامان‌دهی انگیزه‌های سفته‌بازانه و غیره در اولویت‌های بعد قرار می‌گیرد. چرا که همان‌طور که قبلاً ذکر گردید نوسانات نرخ ارز پیشران تورم بوده و بر بسیاری از متغیرهای کلان اقتصادی تاثیر منفی دارد.^۱

^۱ همان‌طور که قبلاً ذکر شد، به نظر می‌رسد یکی از اشکالات مهم تحقیقات گذشته در زمینه بازار مشتقه ارزی (سلطانی‌نژاد و دیگران، ۱۳۹۵، ص. ۳۳) و موانع مهم تشکیل این بازار، غلبه نگاه خرد و بازار سرمایه‌ای به این موضوع و غفلت از ابعاد کلان و نقش این بازار در مسئله ثبات ارزی باشد.



۴/۱/۳ بانک مرکزی به عنوان عرضه‌کننده ارز و سیاست‌گذار

یکی از مسائل مهم دیگر که در طراحی بازار مشتقه ارزی، به نقش بانک مرکزی در عرضه ارز مرتبط است. در واقع هر چند در حال حاضر جریان تجارت کشور به صورت عمده از محل ارز حاصل از صادرات غیرنفتی تغذیه می‌شود، اما همچنان بانک مرکزی به عنوان یک عرضه‌کننده عمده ارز در بازار حضور دارد. در واقع، بانک مرکزی علاوه بر نقش سیاست‌گذاری و نظارت، در عرضه ارز نیز نقش دارد.

بر این اساس نمی‌توان وضعیت مدیریت بازار ارز ایران را با کشورهای دیگری که بانک مرکزی از چنین قدرتی برخوردار نیست، مقایسه کرد. چرا که امکان عرضه ارز توسط بانک مرکزی ملاحظات خاص خود را می‌طلبد که در طراحی بازار مشتقه ارزی لازم است مورد توجه قرار گیرد.

۴/۱/۴ وجود نظام چند نرخ ارز در کشور

چندنرخ بودن نرخ ارز، یکی دیگر از ویژگی‌های بازار ارز در اقتصاد کشور است که مقوله تشکیل بازار مشتقه ارزی را تحت تاثیر قرار می‌دهد. در واقع بر خلاف بسیاری از کشورها، دولت و بانک مرکزی تلاش می‌کنند تا با گروه‌بندی کالاها، برای برخی از آنها نرخ متفاوت از نرخ بازار آزاد در نظر بگیرند تا از این مسیر از افزایش قیمت برخی از کالاها جلوگیری کنند. در حال حاضر (تیر ماه ۱۳۹۸) به صورت رسمی چندین نرخ ارز در کشور وجود دارد که نرخ ارز ۴۲۰۰ برای کالاهای اساسی، نرخ نیما (نظام یکپارچه معاملات ارزی) برای حواله ارز جهت واردات و نرخ سنا (سامانه نظارت ارز) برای معاملات خرده‌فروشی صرافی‌ها برخی از آنها را تشکیل می‌دهند.^۱

۴/۱/۵ وجود بازار غیررسمی مشتقه ارزی (معاملات فردایی)

آخرین مسئله‌ای که لازم است در بحث مشتقه ارزی به آن توجه شود، وجود معاملات غیررسمی مشتقه ارزی در نظام مالی کشور است. در واقع هر چند به لحاظ قانونی هر نوع معامله فردایی به صورت کلی غیرمجاز است^۲، اما با توجه به اینکه نیاز عموم ذینفعان به معاملات مشتقه ارزی نیازی کاملاً واقعی می‌باشد، در خلا بازار رسمی مشتقه ارزی ساختارهای جایگزین غیررسمی در اقتصاد کشور شکل گرفته است که «بازار معاملات فردایی» یکی از مهمترین آنها محسوب می‌شود. در این بازار غیررسمی و غیرقانونی، ذینفعان به پیش‌بینی قیمت ارز در روز آینده و انجام معامله بر روی این پیش‌بینی‌ها مشغول می‌باشند. نکته جالب توجه در رابطه با این بازار آن است در برخی دوره‌های زمانی (به ویژه در شرایط جهش نرخ ارز) فعالان بازار معاملات فردایی به هدایت‌گران بازار آزاد ارز تبدیل می‌شوند و با استفاده حداکثری از ظرفیت شبکه‌های اجتماعی، تلاش می‌کنند نرخ مورد نظر خود را به عنوان نرخ کلی بازار ارائه کنند. نبود بازار مشتقه ارزی رسمی که با استفاده از آن مسیر آتی نرخ ارز (حداقل در کوتاه‌مدت) مشخص گردد، یکی از دلایل راهبری معامله‌گران فردایی در کل بازار ارز (در برخی دوره‌ها) محسوب می‌شود.

^۱ جهت دریافت اطلاعات تکمیلی می‌توان به تارنمای بانک مرکزی به این آدرس مراجعه کرد: <https://www.cbi.ir>.

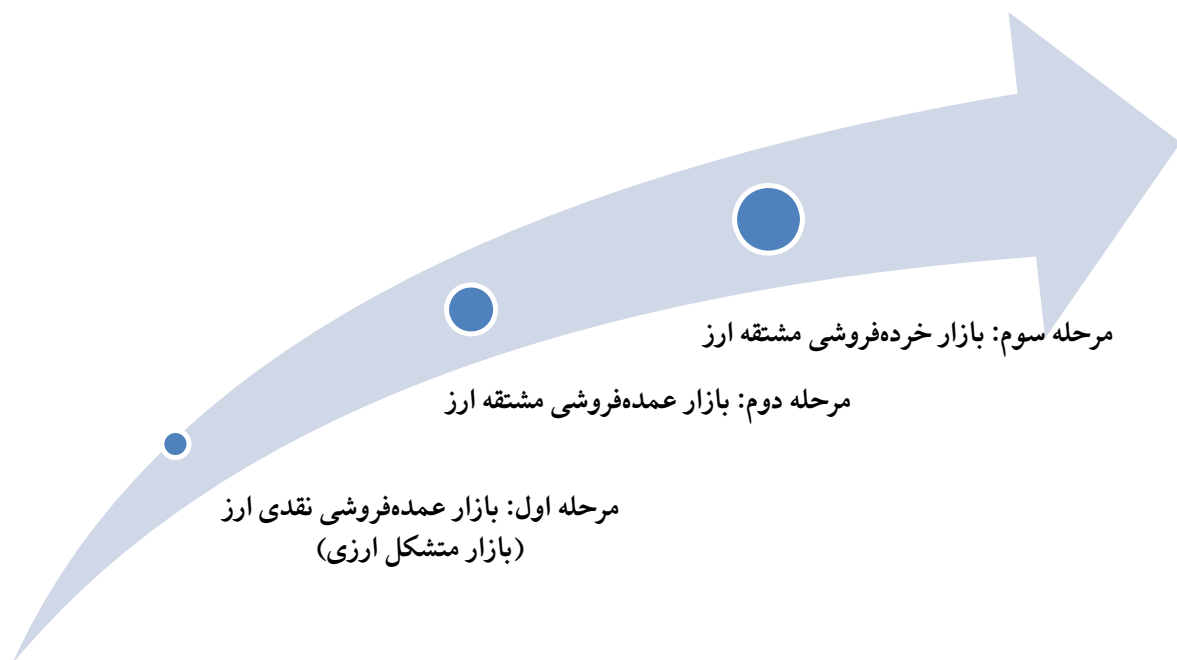
^۲ بر اساس ماده ۱۳ مقررات ناظر بر عملیات ارزی صرافی‌ها، انجام هرگونه معاملات فردایی توسط اشخاص حقیقی و حقوقی ممنوع است. همچنین، به استناد ماده ۱۵ همین مقررات، متخلفین به استناد قانون پولی و بانکی کشور، قانون تنظیم بازار غیر متشکل پولی، قانون اخلاص در نظام اقتصادی و قانون مبارزه با قاچاق کالا و ارز، تحت تعقیب قرار خواهند گرفت.



۴/۲ مراحل تشکیل بازار

با در نظر گرفتن ملاحظات کلی مطرح شده در قسمت قبل، می‌توان الگوی پیشنهادی تشکیل بازار مشتقه ارزی در نظام مالی کشور را شامل سه مرحله دانست^۱. این مراحل در شکل ۱ مطرح شده و در ادامه مورد بحث قرار گرفته است.

شکل ۱: مراحل پیشنهادی تشکیل بازار مشتقه ارزی در کشور



۴/۲/۱ مرحله اول: بازار عمده‌فروشی نقدی ارز (بازار متشکل ارزی)

راه‌اندازی «بازار عمده‌فروشی نقدی^۲ ارز»، اولین مرحله و اقدام جهت بسترسازی تشکیل بازار مشتقه ارزی می‌باشد. زیرا بر اساس نکات مطرح شد در قسمت‌های قبل، تا زمانی که بستر مناسب برای انجام معاملات عمده‌فروشی نقدی ارز وجود نداشته باشد، نمی‌توان معاملات عمده‌فروشی و خرده‌فروشی مشتقه را عملیاتی کرد. مهمترین کارکرد مورد انتظار از بازار عمده‌فروشی نقدی ارز، استخراج نرخ نقدی ارز در معاملات عمده است. نرخ که به صورت طبیعی مبنایی برای تعیین سایر نرخ‌ها و همچنین قیمت‌گذاری ابزارهای مشتقه می‌باشد. هر چند در حال حاضر نظام چند نرخ ارز در کشور حاکم است، اما خوشبختانه تشکیل «بازار متشکل ارزی» در دستور کار جاری بانک مرکزی قرار دارد و انتظار می‌رود بازار مذکور عملاً زمینه انجام معاملات عمده‌فروشی نقدی ارز و استخراج نرخ بازاری از این معاملات را فراهم کند.

^۱ لازم به ذکر است که جهت ارائه الگوی پیشنهادی، علاوه بر مرور گسترده مبانی نظری و تجارب کشورهای، چندین مصاحبه شفاهی با کارشناسان بانک مرکزی، بازار سرمایه و اساتید صاحب‌نظر انجام شده است.

^۲ Spot



۴/۲/۲ مرحله دوم: بازار عمده‌فروشی مشتقه ارز

بعد از تشکیل بازار معاملات عمده‌فروشی نقدی ارز، نوبت به راه‌اندازی بازار عمده‌فروشی مشتقه ارز می‌رسد. نکته مهم در این رابطه ضرورت تفکیک بازار بین دو سطح خرد و کلان در معاملات مشتقه است که به طور خاص در شرایط فعلی بازار ارز کشور، دارای اهمیت فراوان است. در واقع لازم است بین معاملات مشتقه عمده که غالباً توسط اشخاص حقوقی با هدف پوشش ریسک انجام می‌شود و معاملات مشتقه خرد ارز که عمدتاً با هدف سفته‌بازی (کسب سود در کوتاه‌مدت) و توسط اشخاص حقیقی انجام می‌شود، تفاوت قائل شد.

معاملات مشتقه کلان ارزی (معاملات عمده‌فروشی مشتقه ارز) اساساً به ذینفعان خاصی با اهداف مشخص و حجم معاملات عمده پاسخ می‌دهد. ذینفعان اصلی این بازار را بانک‌ها، صرافی‌ها، واردکنندگان، صادرکنندگان، تولیدکنندگان و غیره تشکیل می‌دهند که معمولاً جهت پوشش نوسانات نرخ ارز در آینده با یکدیگر وارد معامله می‌شوند. به صورت طبیعی میزان و جنس عرضه و تقاضا، سررسید قراردادها و غیره، در این معاملات به صورت اساسی با سطح خرد تفاوت دارد و تدابیر خاص خود را می‌طلبد. لازم به ذکر است بازار مشتقه عمده‌فروشی ارز تاکنون در کشور نه به صورت رسمی و نه غیررسمی تشکیل نشده است.

بر این اساس اگر بازار مشتقه ارزی در سطح خرد بخواهد در کشور تشکیل شود، ضرورت دارد ابتدا زمینه انجام معاملات عمده‌فروشی مشتقه ارز فراهم شود. این معاملات می‌تواند به عنوان یک گزینه جدید در بستر سامانه‌های بانک مرکزی (مثلاً بازار متشکل ارزی) انجام شود.

البته جهت جذب حداکثری اعتماد ذینفعان (مثلاً صادرکنندگان) و کاهش پیچیدگی‌ها و فرآیندهای عملیاتی و همچنین با در نظر گرفتن تجارب بین‌المللی در زمینه تشکیل بازار مشتقه ارز، اولویت اول آن است که بازار عمده‌فروشی مشتقه ارز به صورت توافقی و بر مبنای چانه‌زنی عرضه‌کننده و تقاضاکننده (OTC) شکل بگیرد.

در این بازار پیمان‌های آتی ارزی، اختیار معامله ارزی و قرارداد تهاتر ارزی می‌تواند مورد استفاده قرار گیرد. به صورت خاص قرارداد تهاتر ارزی که مختص معاملات با سررسیدهای نسبتاً طولانی و حجم بالا می‌باشد، می‌تواند در این بازار به صورت ویژه مورد توجه قرار گیرد.

۴/۲/۳ مرحله سوم: بازار خرده‌فروشی مشتقه ارز

معاملات مشتقه خرد ارز که می‌توان آن را: «معاملات خرده‌فروشی مشتقه ارز» نامید، آخرین مرحله تشکیل بازار مشتقه ارزی محسوب می‌شود. این بازار معمولاً به نیازهای سفته‌بازان، اشخاص حقیقی متقاضی خرید ارز با هدف حفظ قدرت خرید و سایر نیازهای در سطح خرد پاسخ می‌دهد.

همان‌طور که قبلاً ذکر شد در حال حاضر این فعالیت‌ها تحت عنوان: «معاملات فردایی ارز» به صورت غیررسمی در بازار ارز کشور جریان دارد؛ هر چند از منظر قوانین و مقررات این دسته از معاملات به صورت کلی غیرمجاز است.

لازم به ذکر است که محل انجام معاملات خردفروشی مشتقه ارز، بازار سرمایه (بورس کالا) می‌باشد. به ویژه اینکه در حال حاضر تجربه و چهارچوب مقرراتی مشخصی^۱ در رابطه با تشکیل بازار مشتقه بر روی سایر دارایی‌های پایه (مثلاً سکه بهار آزادی یا زعفران) در بورس کالا وجود دارد و می‌توان از این بستر معاملاتی جهت تشکیل بازار معاملات مشتقه ارز در سطح

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



خرد استفاده کرد. همچنین، به صورت طبیعی در سطح خرد معاملات آتی و اختیار معامله بیشترین کاربرد را دارد و معاملات تهاتر ارزی کمتر قابلیت استفاده خواهد داشت^۱.

۴/۳ نکات تکمیلی

جهت کارکرد صحیح بازار مشتقه ارزی، لازم است به برخی نکات و ملاحظات تکمیلی در تشکیل این بازار (بر اساس سه مرحله ذکر شده) توجه کرد که در ادامه به برخی از مهمترین آنها اشاره می‌شود.

۴/۳/۱ سیاست‌گذاری بانک مرکزی در بازار عمده‌فروشی

اولین نکته‌ای که در تشکیل بازار مشتقه ارزی لازم است مورد توجه قرار گیرد، حضور و سیاست‌گذاری بانک مرکزی صرفاً در بازار عمده‌فروشی نقدی و مشتقه ارز است (و نه بازار خرده‌فروشی مشتقه ارزی). در واقع، بانک مرکزی به عنوان یک بازیگر اصلی که بر اساس قانون پولی و بانکی وظیفه سیاست‌گذاری و مدیریت بازار ارز را بر عهده دارد، در بازار عمده‌فروشی وارد شده و با اتخاذ موقعیت‌های خرید و فروش مناسب، بازار ارز را به صورت غیردستوری به سمت کریدور مورد نظر سیاست‌گذار هدایت می‌کند. در مرحله بعد علامت (سیگنال) ارسال شده از بازار معاملات عمده‌فروشی مشتقه به سطح خرده‌فروشی مشتقه، سبب می‌گردد نرخ معاملات خرد نیز تحت تاثیر قرار بگیرد. این مسئله مشابه اقدامی است که بانک مرکزی قصد دارد در سال جاری (۱۳۹۸) با استفاده از عملیات بازار باز انجام دهد؛ به این معنی که با استفاده از این روش نوین سیاست‌گذاری پولی، نرخ سود مرجع (بین‌بانکی) را به کریدور هدف‌گذاری شده هدایت کند.

۴/۳/۲ سیگنال‌دهی بازار عمده‌فروشی به خرده‌فروشی

در صورت تشکیل بازار مشتقه ارزی بر اساس مراحل پیشنهادی، به صورت طبیعی انتظار می‌رود که نرخ معاملات عمده‌فروشی مشتقه ارز پائین‌تر از نرخ معاملات خرده‌فروشی بوده و معاملات عمده به نحوی به سطح خرد علامت می‌دهد. به عبارت دیگر، در الگوی پیشنهادی بازار مشتقه ارزی در سطح عمده‌فروشی رهبری بازار خرده‌فروشی را برعهده خواهد داشت و نه بالعکس که این از منظر سیاست‌گذاری دارای اهمیت است. چرا که اگر معاملات خرده‌فروشی مشتقه (که نرخ آن به طور عمده توسط سفته‌بازان تعیین می‌شود) بخواهد به معاملات عمده‌فروشی مشتقه جهت دهد، کارکرد بازار ارز با اختلال مواجه خواهد شد.

۴/۳/۳ اهمیت نقش بانک مرکزی به عنوان بازارساز

جهت موفقیت عملکرد بازار مشتقه ارزی، لازم است که بانک مرکزی علاوه بر نقش ناظر و سیاست‌گذار، به عنوان بازارساز نیز به فعالیت بپردازد. در واقع لازم است بانک مرکزی با اتخاذ موقعیت‌های صحیح خرید و فروش، به صورت فعال و مبتنی بر منطق بازار (غیردستوری) به هدایت نرخ بازار مشتقه ارزی به سمت اهداف سیاستی اقدام ورزد. همچنین بانک مرکزی باید همواره جهت پاسخگویی به سفارش‌های خرید و فروش که توسط ذینفعان بازار مشتقه ارزی ارائه می‌شود و عمده حاضرین بازار (به هر دلیل) تمایل ندارند به آنها پاسخ دهند، آمادگی داشته باشد.

^۱ مسئله «معاملات خرده‌فروشی نقدی ارز» جایگاه کلیدی در الگوی پیشنهادی تشکیل بازار مشتقه ارزی ندارد. زیرا این معاملات در بازار ارز رایج بوده و توسط صرافی‌های مجاز انجام می‌شود.



۴/۳/۴ فراهم بودن امکان تسویه ریالی معاملات مشتقه ارزی برای بانک مرکزی

شاید در نگاه اول این طور به نظر رسد که لازم است جهت تامین دغدغه‌های شرعی، کلیه تسویه معاملات مشتقه توسط بانک مرکزی به صورت ارز (مثلا دلار) انجام شود. در حالی که این مطلب صحیح نیست و همان طور که در قسمت‌های قبل مطرح شد، آنچه به لحاظ شرعی در معاملات مشتقه اهمیت دارد صرفا وجود «امکان تحویل» است و نه «الزام به تحویل». از سوی دیگر با توجه به اینکه عمده ذینفعان بازارهای مشتقه ارزی تمایلی به تحویل گرفتن ارز به صورت فیزیکی ندارند و تسویه ریالی برای آنها اولویت دارد، بانک مرکزی می‌تواند از این ویژگی بازار مشتقه جهت تقویت ظرفیت سیاست‌گذاری خود استفاده کند. در واقع، فراهم بودن امکان تسویه ریالی معاملات مشتقه ارزی برای بانک مرکزی، سبب افزایش قدرت مانور بانک مرکزی در این بازار (به ویژه در شرایط محدودیت دسترسی به منابع ارزی) می‌گردد.

۵ چالش‌های تشکیل بازار مشتقه ارزی و راهکارهای مرتبط

به نظر می‌رسد الگوی ارائه شده جهت تشکیل بازار مشتقه ارزی در نظام مالی کشور جهت اجرا با برخی چالش‌ها و موانع مواجه خواهد بود که لازم است تدابیر لازم برای مقابله با آنها در نظر گرفته شود. بر این اساس، در ادامه به برخی از مهمترین چالش‌های قابل طرح در تشکیل بازار مشتقه ارزی بر اساس الگوی پیشنهادی اشاره می‌شود.^۱

۵/۱ توسعه فعالیت‌های سفته‌بازانه در اقتصاد و مسئله عدالت

اولین اشکالی که در رابطه با توسعه بازارهای مشتقه بر روی دارایی‌های مانند ارز (و یا سکه طلا) مطرح می‌شود، توسعه فعالیت‌های سفته‌بازانه است. این اشکال بیان می‌دارد که هر چند اهداف دیگری مانند پوشش ریسک نیز می‌تواند در بازار مشتقه مورد توجه قرار گیرد، اما عمده انگیزه‌ها و معاملات در این بازارها با هدف سفته‌بازی و کسب سود در کوتاه‌مدت از نوسانات قیمت دارایی پایه انجام می‌شود. به عبارت دیگر، بازار مشتقه بر روی دارایی‌هایی مانند ارز و سکه عملا: «بهشت سفته‌بازی» محسوب می‌شود (نادعلی، ۱۳۹۲، ص. ۱۸).

بر این اساس، راه‌اندازی بازار مشتقه ارزی عملا در راستای منافع سفته‌بازان قرار داشته و مشکل آنها را حل می‌کند؛ نه اینکه مشکل عموم مردم یا بخش واقعی اقتصاد را برطرف کرده و بتواند به تقویت تولید یا بهبود شاخص‌های اقتصادی منجر شود. علاوه بر این، وجود این بازار به بازتوزیع ثروت به نفع سفته‌بازان و دلالت منجر شده و در کل با معیارهای عدالت ناسازگاری خواهد داشت.

به نظر می‌رسد این دیدگاه به چند دلیل قابل نقد است. چرا که به صورت کلی دید منفی نسبت به معاملات با انگیزه‌های سفته‌بازانه دارد. در حالی که بر اساس نکات مطرح شده در قسمت‌های قبل، معاملات سفته‌بازانه به ایجاد شفافیت، نقدشوندگی و پوشش ریسک در بازار کمک می‌کند. در واقع، اگر سفته‌بازان که خطرپذیرند امکان حضور در بازار مشتقه را نداشته باشند، پوشش‌دهندگان ریسک که خطرگریزند نمی‌توانند مخاطرات خود را با هزینه معقول پوشش دهند.

حتی به لحاظ شرعی و از منظر بانکداری اسلامی نیز معاملات سفته‌بازانه مردود نبوده و یکی از انگیزه‌های عقلانی و مشروع در فقه اسلامی محسوب می‌شود. البته طبیعی است که این معاملات باید در چهارچوبی قانونی، قاعده‌مند و تحت نظارت انجام شود تا منجر به ایجاد مشکل برای کل اقتصاد نگردد.

^۱ لازم به ذکر است که جهت استخراج چالش‌های تشکیل بازار مشتقه ارزی، علاوه بر مرور تحقیقات پیشین، مبانی نظری و تجارب کشورها، چندین مصاحبه شفاهی با کارشناسان بانک مرکزی، بازار سرمایه و اساتید صاحب‌نظر انجام شده است.



همچنین، اینکه تصور شود راه‌اندازی بازارهای مشتقه تاثیری بر بخش واقعی اقتصاد یا تولید ندارد و صرفاً به نیازهای سفته‌بازان پاسخ می‌دهد، استدلال دقیقی نیست. زیرا یکی از مهمترین مشکلات تولید و سرمایه‌گذاری به ویژه در کشورهای در حال توسعه ریسک نوسانات نرخ ارز می‌باشد که بازار مشتقه ارزی می‌تواند با بسترسازی مدیریت این ریسک با کمترین هزینه، به صورت غیرمستقیم از بخش واقعی اقتصاد حمایت کند.

نکته پایانی آنکه تجربه جهانی نشان می‌دهد کشورها جهت کنترل انگیزه‌های سفته‌بازی مانع تشکیل بازارهای مشتقه نمی‌شوند؛ بلکه با در نظر گرفتن انواعی از محدودیت‌های معاملاتی تلاش می‌کنند در کنار استفاده از منافع تشکیل بازارهای مشتقه، هزینه‌های مرتبط با این بازارها را محدود کنند. برخی از محدودیت‌های مذکور عبارت‌اند از:

- تعیین وجه تضمین معاملات مشتقه و تغییر آن با توجه به شرایط اقتصادی
- در نظر گرفتن سقف معاملاتی برای هر معامله‌گر
- در نظر گرفتن محدودیت برای تعداد موقعیت‌های باز هر مشتری
- تعیین محدودیت برای نسبت‌های اهرمی معاملات مشتقه
- تعیین محدودیت برای دامنه نوسان قیمت دارای پایه

۵/۲ چند نرخ بودن نرخ ارز

این چالش بیان می‌دارد که یکی از مهمترین پیش‌نیازهای راه‌اندازی و عملکرد مناسب بازار مشتقه ارزی، وجود بازار نقدی مناسب برای ارز است که بتوان قیمت لحظه‌ای ارز را از این بازار استخراج نمود. با این حال همان طور که در قبلا مطرح شد چند نرخ بودن بازار ارز یکی از مشخصه‌های نظام ارزی کشور است.

در پاسخ به این چالش می‌توان این طور مطرح نمود که هر چند وجود بازار نقدی ساختاریافته پیش‌نیاز راه‌اندازی بازار مشتقه ارزی بوده و در تعیین قیمت ابزارهای مشتقه نیز نقش اساسی دارد، اما این اشکال به الگوی پیشنهادی وارد نیست. چرا که در این الگو اولین مرحله پیشنهادی، راه‌اندازی بازار عمده‌فروشی نقدی ارز (بازار متشکل ارزی) است که به صورت طبیعی زمینه کشف نرخ نقدی ارز را فراهم می‌کند.

۵/۳ وجود تجربه منفی در راه‌اندازی بازار آتی سکه

چالش دیگری که در رابطه با تشکیل بازار مشتقه ارزی مطرح می‌شود، وجود تجربه منفی در آتی سکه است. توضیح آنکه قرارداد آتی بر روی سکه بهار آزادی (با حجم ده سکه) در آذر ماه ۱۳۸۷ آغاز به کار کرد و بعد از حدود یک دهه فعالیت در شهریور ماه ۱۳۹۷ متوقف گردید. به نظر می‌رسد دلیل اصلی تعطیلی این بازار، برداشت سیاست‌گذار در رابطه با تاثیر منفی بازار مشتقه بر افزایش قیمت نقدی سکه و ارز بوده است.

در رابطه با این چالش چند نکته قابل توجه است. نکته اول آنکه تاثیر پذیرفتن بازار نقدی سکه و ارز از بازار آتی سکه طلا ادعایی اثبات نشده است و همان طور که در چالش بعدی ذکر خواهد شد، نمی‌توان به طور قطع در این رابطه اظهار نظر کرد. نکته دوم آنکه سکه و ارز دو کالای جانشین و نزدیک به یکدیگر هستند که هزینه تبدیل آنها به یکدیگر بسیار پائین است. بنابراین، اینکه بازار مشتقه بر روی یکی از آنها راه‌اندازی شود و بر روی دیگری این اتفاق نیافتد، سبب ایجاد اخلال در عملکرد



بازار خواهد شد. به عبارت دیگر، بسیاری از معاملاتی که بازار آتی سکه انجام می‌شد در واقع با هدف پوشش ریسک نوسانات نرخ ارز بود که به دلیل نبود بازار مشتقه ارزی، «اثر سرریز^۱» آن در بازار آتی سکه ظهور پیدا می‌کرد. نکته پایانی آنکه مسیر صحیح راه‌اندازی بازار مشتقه از بازار ارز به بازار سکه است. به این معنی که ابتدا باید بازار مشتقه ارزی (بر اساس الگوی پیشنهادی) تشکیل شود و مدیریت نرخ ارز در این بازار به شیوه صحیح صورت پذیرد و در ادامه (یا به صورت همزمان) بازار مشتقه سکه طلا به عنوان پیرو و مکمل بازگشایی گردد. بنابراین وجود بازار مشتقه ارزی سبب کاهش فشار بر بازار مشتقه سکه شده و می‌تواند به بهبود عملکرد آن منجر شود.

۵/۴ تاثیرپذیری بازار نقدی از بازار مشتقه ارز

این چالش بیان می‌دارد که راه‌اندازی بازار مشتقه ارزی با زمینه‌سازی انجام معاملات سفته‌بازانه، سبب کاهش ثبات در بازار نقدی ارز می‌شود. به لحاظ تجربی نیز راه‌اندازی قرارداد آتی سکه در بورس کالای ایران موجب نوسانات بیشتر معاملات نقدی سکه طلا شده است (نادعلی، ۱۳۹۳، ص. ۱۱).

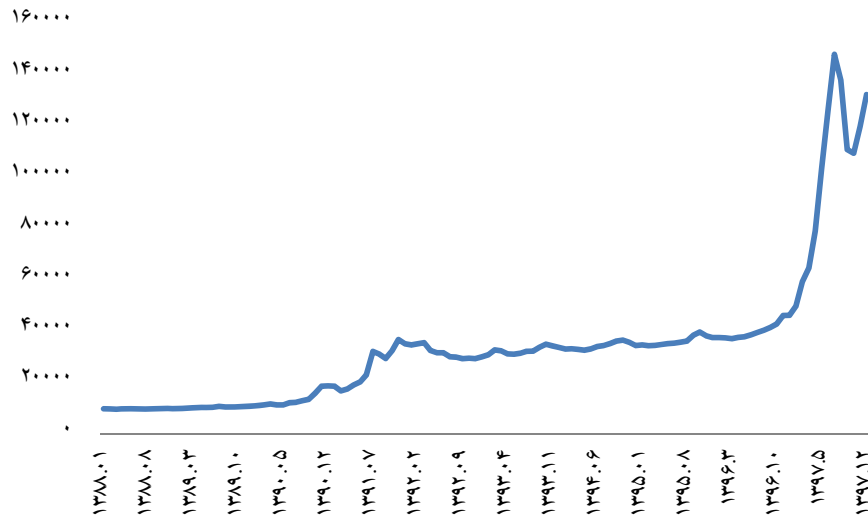
در پاسخ به این چالش به نظر می‌رسد به لحاظ نظری جمع‌بندی قاطعی در رابطه با اثرگذاری بازار مشتقه ارزی بر بازار نقدی وجود نداشته باشد. در این رابطه برخی از محققین این طور مطرح کرده‌اند که: «در مطالعات انجام شده در بازارهای توسعه‌یافته و در حال توسعه، در مورد افزایش نوسانات قیمت در بازار نقدی ارز در نتیجه راه‌اندازی بازار آتی جمع‌بندی قاطعی وجود ندارد و بسیاری از مطالعات، این فرضیه را که وجود بازار آتی لزوماً به بی‌ثباتی قیمت‌ها در بازار نقدی می‌انجامد، تایید نمی‌کند. همچنین، برخی پژوهش‌ها بازار آتی را به دلیل ساختار متمرکز و الکترونیکی در مقایسه با بازار نقدی، در فرآیند کشف قیمت سریع‌تر و کارآتر می‌دانند و نشان می‌دهند این بازار معمولاً پیش از بازار نقدی به انتشار اطلاعات واکنش نشان می‌دهد که این تقدم و تاخر در واکنش به اطلاعات لزوماً به معنای وجود رابطه علیت از سمت بازار آتی به بازار نقدی نیست (ابراهیم‌نژاد و غنی‌پور، ۱۳۹۷، ص. ۲).

به لحاظ تجربی نیز برخی از تحقیقات با بررسی آمار معاملات آتی سکه در بورس کالای ایران نشان داده‌اند که راه‌اندازی بازار آتی سکه تاثیری بر نوسانات قیمت سکه در بازار نقدی نداشته است. در این رابطه تاکید شده است که: «بررسی عملکرد بازار آتی سکه در ایران گویای این واقعیت است که بازار نقدی علت گرنجری بازار آتی بوده و به نوسانات بازار آتی نیز دامن زده است؛ اما بازار آتی هیچگونه تاثیری بر نوسانات بازار نقدی نداشته است» (سلطانی‌نژاد و دیگران، ۱۳۹۵، ص. ۲۳۰).

۵/۵ افزایشی بودن دائمی مسیر نرخ ارز و نبود عرضه‌کننده

مسئله دیگری که در رابطه با بازار مشتقه ارزی به عنوان یک چالش می‌تواند مطرح شود، افزایش بودن مسیر نرخ ارز است. در واقع، تجربه تاریخی نشان می‌دهد که مسیر نرخ ارز همواره رو به افزایش بوده (شکل ۱ ملاحظه شود) و به همین انتظارات بازار در راستای افزایش نرخ ارز است. به ویژه در شرایط جهش نرخ ارز این مسئله تشدید می‌شود و کسی متقاضی اتخاذ موقعیت فروش در بازار مشتقات ارزی نخواهد بود.

^۱ Spillover effect



شکل ۲: نرخ دلار در بازار آزاد

در پاسخ به این اشکال می‌توان به سه نکته اشاره کرد. نکته اول آنکه هر چند روند بلندمدت نرخ ارز در بازار آزاد همواره افزایشی است، اما این روند دارای نوسان است. در واقع، افزایش نرخ ارز به صورت خطی (روند مستقیم) اتفاق نمی‌افتد، بلکه در کوتاه‌مدت دارای نوسان می‌باشد. این مسئله در شکل ۲ به خوبی مشخص است. نوسانی بودن تغییرات نرخ ارز در کوتاه‌مدت زمینه انجام معاملات مشتقه را فراهم می‌سازد.

مسئله دوم به «انتظارات ناهمگن» ذینفعان در رابطه با آینده بازار ارز بازمی‌گردد که موجب انجام معامله می‌گردد. در واقع، حتی در بدترین شرایط بازار ارز که همه ذینفعان انتظار افزایش آن در آینده را دارند، بر روی میزان، زمان و جهت تغییر قیمت‌ها بین ذینفعان بازار اختلاف نظر وجود دارد و انتظارات آنها در رابطه با هر یک از مولفه‌های ذکر شده با یکدیگر تفاوت دارد. همین تفاوت در انتظارات بستر انجام معاملات مشتقه ارزی را فراهم می‌کند (هال، ۲۰۱۷، ص. ۱۲۳).

نکته پایانی به تجربه معاملات آتی سکه باز می‌گردد. تجربه مذکور نشان می‌دهد که در شرایط بحرانی (مثلاً سال ۹۱) که انتظار عمومی مبنی بر افزایش قیمت سکه طلا بوده، باز هم معاملات آتی در عمل انجام شده است. یعنی همواره خریدار و فروشنده برای آتی سکه طلا وجود داشته است (سلطانی‌نژاد و دیگران، ۱۳۹۵، ص. ۲۳۰).

۵/۶ شرایط نامساعد اقتصاد کلان

این چالش بیان می‌دارد که وجود شرایط نامساعد اقتصاد کلان یکی از موانع تشکیل بازار مشتقه ارزی است. در واقع، در شرایط وضع تحریم‌های بین‌المللی، تورم بالا، کسری بودجه، محدودیت در فرآیندهای دریافت و پرداخت بین‌المللی و غیره، تشکیل بازار مشتقه ارزی با چالش مواجه خواهد شد.

برخی از محققین در این رابطه تاکید می‌کنند: «امکانات موجود در کشور برای ایجاد یک بازار کارای سلف ارز در کوتاه‌مدت و میان‌مدت محدود است؛ زیرا که زمینه‌های لازم و شرایط مناسب برای فعالیت این بازار فراهم نیست. علاوه بر این، تشکیل این بازار بدون ایجاد شرایط مساعد کارساز نمی‌باشد» (جلالی نائینی، ۱۳۹۴، ص. ۷۸).



در پاسخ به این اشکال می‌توان به چند نکته اشاره کرد. اول آنکه هر چند بازار مشتقه ارزی شاید نتواند ریسک کلی اقتصاد در سطح کلان را به طور کامل پوشش دهد، اما حداقل کاری که انجام می‌دهد آن است که زمینه پوشش ریسک بین عموم اشخاص حقیقی و حقوقی را فراهم می‌کند. در واقع بازاری برای خرید و فروش ریسک تغییرات نرخ ارز بین افراد ریسک‌پذیر و ریسک‌گریز را فراهم می‌آورد. این مسئله به اندازه کافی برای اقتصاد اهمیت داشته و به نیاز بسیاری از تولیدکنندگان، تجار و ذینفعان اقتصادی پاسخ می‌دهد؛ نیازی که در صورت نبود بازار مشتقه راهکار جایگزین مشخص و کم‌هزینه‌ای ندارد.

نکته دوم آنکه از منظر سیاست‌گذاری نیز وجود بازار مشتقه ارزی نسبت به نبود آن اولویت دارد. چراکه عدم دسترسی بانک مرکزی به بازار ابزارهای مشتقه ارزی، سبب می‌شود در شرایط بحرانی بازار ارز، بانک مرکزی مجبور باشد تا با خرید و فروش نقدی ارز در ارقام زیاد، بازار را تحت کنترل درآورد (موردی که در سال‌های اخیر در کشور ایران نیز تجربه شد). انجام این کار در عمل بسیار مشکل‌تر از مدیریت بازار با استفاده از ابزارهای مشتقه است. زیرا برای خرید ابزارهای مشتقه، صرفاً نیاز به حجم کمی از منابع است؛ اما برای خرید و فروش نقدی ارز، لازم است کل منابع توسط بانک مرکزی تامین شود.

۶ جمع‌بندی و نتیجه‌گیری

این تحقیق تلاش نمود تا ایده تشکیل بازار مشتقه ارزی در نظام مالی کشور را مطرح نموده و ضرورت، ابعاد و برخی جزئیات آن را مورد بحث قرار دهد. همچنین تلاش کرد تا اهمیت راه‌اندازی بازار مذکور در ایجاد ثبات بیشتر در بازار ارزی کشور را مورد بحث قرار دهد. یافته‌های این تحقیق نشان می‌دهد که بازار مشتقه ارزی یکی از نهادهای مفقوده در بازار مالی کشور محسوب می‌شود که نبود آن هزینه‌های گوناگونی برای ذینفعان اقتصادی و عموم مردم ایجاد کرده است. بر این اساس، به نظر می‌رسد برنامه‌ریزی جهت راه‌اندازی بازار مشتقه در سطح کلان و خردگامی تکمیلی جهت مدیریت بهتر بازار ارز و زمینه‌سازی جهت تقویت ثبات ارزی محسوب می‌شود.

در عمل، بازار مشتقه ارزی می‌تواند در سه مرحله تشکیل شود که عبارت‌اند از: بازار عمده‌فروشی نقدی ارز (بازار متشکل ارزی)، بازار عمده‌فروشی مشتقه ارز و بازار خرده‌فروشی مشتقه ارز. مهمترین هدف از تشکیل بازار عمده‌فروشی نقدی ارز، استخراج نرخ نقدی در معاملات عمده است که می‌تواند به عنوان مبنا یا بستری برای معاملات مشتقه مورد استفاده قرار گیرد. پس از این مرحله، معاملات عمده‌فروشی مشتقه ارز می‌تواند تحت نظارت بانک مرکزی و با حضور ذینفعان اصلی بازار مانند: بانک‌ها، صرافی‌ها، واردکنندگان، صادرکنندگان، تولیدکنندگان و غیره تشکیل شود.

در نهایت می‌توان تشکیل بازار «معاملات خرده‌فروشی مشتقه ارز» در بورس کالا را در دستور کار قرار داد تا معاملات سفته‌بازانه ارز نیز از بازار غیررسمی به چهارچوبی ساختاریافته، قاعده‌مند و تحت نظارت هدایت شود. همچنین، امکان خرید و فروش ریسک بین افراد ریسک‌پذیر و ریسک‌گریز در سطح خرد فراهم گردد. می‌توان بر اساس یافته‌های تحقیق نکات ذیل را نیز مورد تأکید قرار داد:

۱. در بازار مشتقه ارزی، انواع قراردادهای مشتقه بر روی یک دارایی پایه خاص (ارز) مورد مبادله قرار می‌گیرند. در واقع ذینفعان با اهداف و انگیزه‌های گوناگون در این بازار وارد شده و با اتخاذ موقعیت‌های صحیح خرید و فروش، تلاش می‌کنند تا به بهترین نحو به اهداف خود دست پیدا کنند. در حالی که بانک‌های مرکزی در این بازار با هدف ایجاد ثبات ارزی در سطح کلان و سیاست‌گذاری وارد می‌شوند، سفته‌بازان و سرمایه‌گذاران با هدف کسب سود از پیش‌بینی‌های خود (در کوتاه‌مدت و میان‌مدت) و تجار و تولیدکنندگان با هدف پوشش ریسک در این بازار حضور می‌یابند.



۲. نظریات اقتصادی و تجارب کشورهای گوناگون به خوبی نشان می‌دهد که بازار مشتقه ارزی کارکردهای مشخصی دارد که برخی از مهمترین آنها عبارت‌اند از: سیاست‌گذاری در راستای ایجاد ثبات ارزی، تولید اطلاعات و بهبود توان تقریب سیاست‌گذار، پوشش ریسک نوسانات نرخ ارز، انتقال معاملات غیررسمی مشتقه به بازار رسمی، کاهش فشار بر بازار نقدی ارز و شفاف‌سازی مسیر آتی نرخ ارز.
۳. ذینفعان بازار مشتقه ارزی با انگیزه‌های گوناگونی وارد این معاملات می‌شوند که برخی از مهمترین آنها عبارت‌اند از: سیاست‌گذاری بانک مرکزی در سطح کلان، پوشش ریسک در سطح خرد (توسط تولیدکنندگان و تجار، سرمایه‌گذاران خارجی و بدهکاران ارزی) و سفته‌بازی با هدف کسب سود در کوتاه‌مدت.
۴. به دلیل کارکردهای مهم بازار مشتقه ارزی در حوزه‌هایی چون جذب سرمایه‌گذاری خارجی، عمده کشورهای توسعه یافته و بسیاری از کشورهای در حال توسعه نسبت به تشکیل بازار مشتقه ارزی اقدام نموده‌اند. به عنوان مثال، آرژانتین در سال ۲۰۰۱، برزیل در سال ۲۰۰۲، ترکیه و امارات در سال ۲۰۰۵، کره جنوبی در سال ۲۰۰۶ و هند در سال ۲۰۰۸ نسبت به راه‌اندازی بازار مشتقه ارزی اقدام کرده‌اند.
۵. اگر بازار مشتقه ارزی بخواهد در کشور راه‌اندازی شود، نیاز است تا علاوه بر مسئله کارکردهای اقتصادی، ابعاد انطباق با شریعت آن نیز مورد توجه قرار گیرد. به لحاظ کلی مهمترین اصولی که لازم است در طراحی بازار مشتقه ارزی در چهارچوب اسلامی مورد توجه قرار گیرد عبارت‌اند از: پذیرش ماهیت کلی بازار مشتقه در چهارچوب شریعت، پذیرش معاملات سفته‌بازانه در چهارچوب ضابطه‌مند، ضرورت وجود امکان تحویل دارایی پایه، ناصحیح بودن طراحی قراردادهای مشتقه بر روی شاخص‌ها و ضرورت رعایت ضوابط عمومی قراردادها.
۶. علاوه بر توجه به اصول کلی شریعت، لازم است ماهیت حقوقی ابزارهای مورد استفاده در بازار مشتقه ارزی منطبق با شریعت (شامل آتی، اختیار معامله و تهاتر) با ضوابط فقه اسلامی سازگاری داشته باشد.
۷. به لحاظ حقوقی می‌توان قرارداد آتی ارز را در قالب حقوقی «تعهد بیع در آینده» و یا «عقد صلح» طراحی کرد. در قالب اول، فروشنده آتی ارز بر اساس قرارداد متعهد می‌شود تا در سررسید مشخص، مقدار معینی از یک ارز را به قیمتی که در زمان حال تعیین می‌شود، بفروشد. در مقابل، خریدار آتی ارز متعهد می‌شود که ارز مذکور را با مشخصات ذکر شده خریداری کند. در قالب حقوقی دوم (عقد صلح) نیز فروشنده آتی ارز بر اساس قرارداد صلح، مقدار معینی از یک ارز را در مقابل قیمتی معین به خریدار آتی ارز صلح می‌کند.
۸. قرارداد اختیار معامله را نیز می‌توان در قالب تعهد طراحی کرد. به این معنی که فروشنده اختیار متعهد می‌شود در صورت درخواست مشتری، مقدار معینی ارز را به قیمت معین بفروشد و در مقابل این تعهد از مشتری وجهی دریافت می‌کند که به آن قیمت اختیار معامله می‌گویند.
۹. در سوابق ارزی متعارف عنصر بهره به صورت جدی حضور دارد و این بهره ناشی از فعالیت‌های اقتصاد حقیقی نمی‌باشد. با این حال به دلیل آنکه در چهارچوب شریعت اسلام هزینه فرصت پول بدون ارتباط با بخش واقعی اقتصاد پذیرفته نشده است، لذا مبادله بهره‌ها با چالش ربای قرضی مواجه بوده و نمی‌توان آن را در چهارچوب شریعت توجیه کرد. این استدلال چه در حالتی که اصل ارزها هم علاوه بر بهره‌ها بین طرفین مبادله می‌شود و چه در حالتی که صرفاً بهره‌ها با یکدیگر تاخت زده می‌شود، صحیح است. راهکاری که جهت حل این مشکل می‌توان پیشنهاد نمود، حذف مبادله بهره ارزها در طول دوره قرارداد است. یعنی می‌توان سوابق ارزی منطبق با شریعت را یک قرارداد حقوقی جدید در ذیل ماده ۱۰ قانون مدنی در نظر گرفت که



شامل بیع نقد در زمان حال و تعهد بیع نقد معکوس در آینده می‌باشد. در واقع در زمان صفر طرفین ارز خود را به یکدیگر می‌فروشند و متعهد می‌شوند در سررسید معامله معکوس انجام دهند.

۱۰. هر چند قرارداد سواپ ارزی منطبق با شریعت بر اساس قالب حقوقی پیشنهادی (برخلاف آتی ارزی و اختیار معامله ارزی منطبق با شریعت) نمی‌تواند تمامی کارکردهای اقتصادی سواپ ارزی متعارف را پاسخ دهد، اما حداقل به برخی از نیازهای ذینفعان بازار مشتقه اسلامی به ابزار تهاتر ارزی پاسخ می‌دهد.

۱۱. جهت عملیاتی نمودن الگوی مرحله‌ای پیشنهادی برای تشکیل بازار مشتقه ارزی در کشور، لازم است به برخی ملاحظات کلی توجه شود که برخی از مهمترین آنها عبارت‌اند از: اثرگذاری گسترده نرخ ارز در اقتصاد کشور و تفاوت آن با سایر دارایی‌های پایه، اولویت اهداف سطح کلان (ثبات ارزی) نسبت به سطح خرد (پوشش ریسک)، بانک مرکزی به عنوان عرضه‌کننده ارز و سیاست‌گذار، وجود نظام چند نرخ ارز در کشور و وجود بازار غیررسمی مشتقه ارزی (معاملات فردایی).

۱۲. الگوی ارائه شده جهت تشکیل بازار مشتقه ارزی در نظام مالی کشور جهت اجرا با برخی چالش‌ها و موانع مواجه خواهد بود که لازم است برای برطرف نمودن آنها تدابیر لازم در نظر گرفته شود. برخی از مهمترین چالش‌های مذکور عبارت‌اند از: توسعه فعالیت‌های سفته‌بازانه در اقتصاد و مسئله عدالت، چند نرخ بودن نرخ ارز، وجود تجربه منفی در راه‌اندازی بازار آتی سکه، تاثیرپذیری بازار نقدی از بازار مشتقه ارز، افزایشی بودن دائمی مسیر نرخ ارز و نبود عرضه‌کننده و در نهایت شرایط نامساعد اقتصاد کلان.

۷ توصیه‌های سیاستی

در این تحقیق تلاش شد تا مسئله تشکیل بازار مشتقه ارزی هم از جنبه نظری و علمی و هم از جنبه عملیاتی و کاربردی (با در نظر گرفتن ویژگی‌های خاص بازار ارز در نظام مالی کشور) مورد بررسی قرار گیرد. علاوه بر این، ابعاد انطباق با شریعت در رابطه با کلیت این بازار و همچنین ابزارهای اصلی آن مورد بررسی قرار گرفت. بر اساس موضوع‌شناسی انجام شده و یافته‌های این تحقیق می‌توان توصیه‌های سیاستی ذیل را خطاب به سیاست‌گذاران ارائه کرد.

۱. همان‌طور که ملاحظه شد بازار مشتقه ارزی در تمامی کشورها کارکردهای خاصی (مانند پوشش ریسک نوسانات آتی نرخ ارز) را بر عهده دارد و اقتصاد کشور نیز در حال حاضر به وجود چنین بازاری نیاز مبرم دارد. چرا که اگر سیاست‌گذاری بازار ارز توسط بانک مرکزی از مسیر بازار مشتقه ارزی صورت پذیرد، هزینه‌های انجام این کار در مقایسه با وضعیت فعلی (مداخله گسترده سیاست‌گذار در بازار نقدی ارز) پائین‌تر بوده و بر اساس تحلیل‌های ارائه شده (و تجارب کشورهای) اثرگذاری بیشتری نیز به همراه دارد. بر این اساس توصیه می‌شود تشکیل بازار مشتقه ارزی بر اساس الگوی مرحله‌ای ارائه شده در این تحقیق و با در نظر گرفتن ملاحظات ذکر شده، در دستور کار قرار گیرد. انتظار می‌رود انجام این کار به افزایش قدرت مانور بانک مرکزی در مدیریت نوسانات نرخ ارز منجر شود.

۲. از منظر انطباق با شریعت امکان تشکیل بازار مشتقه ارزی در کشور با استفاده از سه ابزار اصلی شامل: آتی ارزی، اختیار معامله ارزی و تهاتر ارزی وجود دارد. با این حال هم در رابطه با کلیت بازار و هم در رابطه با ابزارهای مورد استفاده لازم است برخی ملاحظات (از جمله وجود امکان تحویل ارز فیزیکی) در نظر گرفته شود. بنابراین توصیه می‌شود در اجرایی نمودن بازار مشتقه ارزی از ابتدا به مسئله انطباق با شریعت توجه شود. در این رابطه استفاده حداکثری از ظرفیت شورای فقهی بانک مرکزی جهت تأیید چهارچوب کلی و ابزارهای مورد استفاده در این بازار قابل توصیه است.



۳. همان طور که ذکر گردید پیش‌نیاز تشکیل بازار مشتقه ارزی، وجود بازاری برای کشف نرخ نقدی ارز است. چرا که وجود نرخ نقدی در موفقیت بازار مشتقه و قیمت‌گذاری ابزارهای مشتقه ارزی نقش اساسی دارد. با این حال خوشبختانه در حال حاضر تشکیل بازار متشکل ارزی جهت سامان‌دهی معاملات عمده‌فروشی نقدی ارز و کشف نرخ این بازار در دستور کار بانک مرکزی کشور قرار داد. بر این اساس توصیه می‌شود پس از تشکیل بازار متشکل ارزی، به تدریج و با در نظر گرفتن ملاحظات مطرح شده در این تحقیق، زمینه انجام معاملات عمده‌فروشی مشتقه ارز به عنوان یک گزینه جدید در بازار متشکل ارزی در دستور کار قرار گیرد.

۴. توصیه می‌شود معاملات بازار عمده‌فروشی مشتقه ارزی به صورت توافقی (OTC) و بر مبنای چانه‌زنی عرضه‌کننده و تقاضاکننده انجام شود. همچنین هر سه ابزار آتی، اختیار و تهاتر می‌تواند در این بازار مورد استفاده قرار گیرد.

۵. تشکیل بازار مشتقه ارزی در سطح خرد در بورس کالا، آخرین مرحله در راه‌اندازی بازار مشتقه ارزی محسوب می‌شود. چرا که ارز به عنوان یک دارایی پایه اثرگذاری‌های خاصی در سطح کلان اقتصاد دارد و نمی‌توان آن را با سایر دارایی‌های پایه که مبنای تشکیل بازار آتی قرار گرفته‌اند (مثلاً زعفران) مقایسه کرد. بر این اساس، لازم است ابتدا مسئله تشکیل بازار مشتقه در سطح کلان و عمده‌فروشی مطرح شود و سپس تشکیل بازار خرده‌فروشی مشتقه در بورس کالا در دستور کار قرار گیرد. بر این اساس توصیه می‌شود سیر منطقی تشکیل بازار مشتقه ارزی با رویکرد کلان به سمت خرد مورد توجه سیاست‌گذاران قرار گیرد.

۶. توصیه می‌شود در تشکیل بازار مشتقه ارزی در سطح خرد از تجربه، مقررات و سامانه‌های مرتبط با راه‌اندازی بازارهای مشتقه در بورس کالا حداکثری بهره‌برداری انجام شود.

۷. با توجه به اینکه ارز و سکه طلا دو کالای جانشین و نزدیک به یکدیگر محسوب می‌شوند که هزینه تبدیل آنها به یکدیگر اندک است، توصیه می‌شود پس از (یا همزمان با) تشکیل بازار مشتقه ارزی، بازار آتی سکه نیز نیز بازگشایی گردد. انجام این کار سبب می‌شود تا اثر سرریز هر یک از این بازارها بر دیگری محدود گردد.

۸. با توجه به نگرانی‌هایی که در رابطه با تشکیل بازار مشتقه ارزی در سطح کلان و خرد وجود دارد و به ویژه امکان استفاده نامناسب از این بازارها جهت معاملات سفته‌بازانه مخرب، توصیه می‌شود حداقل در شروع فعالیت این بازارها، محدودیت‌های مختلفی برای معاملات مشتقه در نظر گرفته شود که برخی از مهمترین آنها عبارت‌اند از: تعیین وجه تضمین معاملات مشتقه و تغییر آن با توجه به شرایط اقتصادی، در نظر گرفتن سقف معاملاتی برای هر معامله‌گر، در نظر گرفتن محدودیت برای تعداد موقعیت‌های باز هر مشتری، تعیین محدودیت برای نسبت‌های اهرمی معاملات مشتقه و تعیین محدودیت برای دامنه نوسان قیمت دارای پایه.

۹. توصیه دیگری که در رابطه با بازار مشتقه ارزی قابل ذکر است، به مقوله «فرهنگ‌سازی عمومی» بازمی‌گردد. در واقع، واقعیت آن است که عموم مردم کشور ایران (برخلاف بسیاری از سایر کشورها) با خرید نقدی ارز و سکه با هدفی چون: حفظ قدرت خرید، سرمایه‌گذاری جهت کسب سود و سفته‌بازی در کوتاه‌مدت آشنایی دارند؛ اما شناخت کافی در رابطه با حضور صحیح در بازارهای مشتقه ارز و سکه جهت دستیابی به اهداف مذکور وجود ندارد. البته معاملات آتی در بازار سرمایه سال‌هاست اجرایی شده و در بازار غیررسمی معاملات فردایی ارز هم تجربه انجام معاملات مشتقه به صورت محدود وجود دارد، اما با این حال جهت راه‌اندازی بازارهای مشتقه در سطح عموم و گسترده نیاز به فرهنگ‌سازی در این رابطه احساس می‌شود. بنابراین، ضرورت دارد سیاست‌گذاران از شیوه‌های نوین آموزشی، تبلیغاتی و غیره جهت فرهنگ‌سازی در رابطه با معاملات مشتقه استفاده کنند. استفاده حداکثری از بستر فراهم شده توسط شبکه‌های اجتماعی و فضای مجازی در این رابطه قابل تاکید است.



۱۰. همان طور که ملاحظه شد الگوی مرحله‌ای تشکیل بازار مشتقه ارزی که در این تحقیق مطرح گردید به طور کامل بر روی معاملات ارز فیزیکی تمرکز داشت و تعدد معاملات حواله‌ای (با مبالغ بالا) که در حال حاضر در سامانه نیما (نظام یکپارچه معاملات ارزی) انجام می‌شود را مورد بحث قرار نداد. با این حال توصیه می‌شود جهت جلوگیری از چندبخشی و چند نرخی شدن بازار ارز، پس از راه‌اندازی موفق با متشکل ارزی و اضافه شدن معاملات مشتقه ارزی به آن، به تدریج زمینه حذف سامانه نیما و انتقال معاملات حواله‌ای نقدی و مشتقه به بازار متشکل ارزی فراهم شود. در واقع، توصیه می‌شود سیاست‌گذار به تدریج به سمت «مکانیزم جامع و مشترک برای کل معاملات نقدی و مشتقه» چه به صورت ارز فیزیکی و چه به صورت حواله حرکت کند. رویکرد صحیح بانک مرکزی کشور در فصل اول سال ۱۳۹۸ جهت کاهش فاصله نرخ سامانه نیما با نرخ سنا (و بازار آزاد) اقدامی صحیح و در همین راستا ارزیابی می‌شود.

۱۱. علیرغم تمامی نکات مطرح شده، ممکن است سیاست‌گذار همچنان در رابطه با تشکیل بازار مشتقه ارزی در سطح خرد و کلان نگرانی داشته باشد. با توجه به اینکه تشکیل این بازار نه یک انتخاب و بلکه یک ضرورت اقتصادی است که دیر یا زود باید اتفاق بیافتد، توصیه می‌شود جهت رفع نگرانی مذکور، شروع معاملات به صورت محدود و در مقیاس کوچک (پایلوت) باشد و معاملات مشتقه ارزی به تدریج و بر اساس منطق «یادگیری همراه با اجرا»^۱ توسعه پیدا کند.

۸ پیشنهادهایی برای تحقیقات آینده

همان طور که ملاحظه شد تشکیل بازار مشتقه ارزی در نظام مالی کشور دارای ابعاد گوناگونی می‌باشد که در این تحقیق به دلیل محدودیت‌های موجود صرفاً به برخی از آنها پرداخته شد. بر این اساس، تحقیقات آینده در این حوزه می‌تواند مباحث ضروری و مکمل دیگری را مورد بحث قرار دهند که برخی از مهمترین آنها در ادامه مورد تاکید قرار می‌گیرد.

۱. در این تحقیق کلیت بازار مشتقه ارزی با در نظر گرفتن تمام ابزارهای شرعی قابل استفاده در این بازار (شامل آتی ارزی، اختیار معامله ارزی و تهاتر ارزی) مورد بحث قرار گرفت. اما در عمل می‌توان این ابزارها را با رویکرد کوتاه‌مدت مورد استفاده قرار داد که بررسی این موضوع بحثی مستقل بوده و می‌تواند در امتداد این پژوهش مطرح شود. به طور مشخص، ارائه الگوی عملیاتی استفاده از «آتی ارزی با سررسید کوتاه‌مدت مثلاً یک‌هفته» می‌تواند موضوعی برای پژوهش‌های آتی محسوب شود.

۲. راه‌اندازی معاملات مشتقه ارزی علاوه بر مباحث علمی و کاربردی، نیازمند توجه به برخی جزئیات اجرایی است که در این تحقیق به طور عمده مورد توجه قرار نگرفت. به عنوان مثال، اینکه تسویه معاملات در بازار عمده‌فروشی مشتقه ارزی به چه صورتی باید انجام شود و نقش بانک مرکزی به عنوان سیاست‌گذار و بازارساز در این رابطه چیست؟ تعامل و ارتباط بانک مرکزی و سازمان بورس در تشکیل بازار مشتقه ارزی در سطح خرد به چه صورتی باید باشد؟ چهارچوب فعالیت صادرکنندگان، واردکنندگان و صراف‌ها در بازار مشتقه ارزی چیست؟ و غیره. پاسخگویی به این سوالات و تبیین جزئیات دقیق‌تر تشکیل بازار مشتقه ارزی می‌تواند موضوعی برای تحقیقات آینده در این حوزه محسوب شود. در این رابطه شناسایی و استفاده حداکثری از تجربه سایر کشورها دارای اهمیت است.

^۱ Learning by doing



۳. راه‌اندازی بازار مشتقه ارزی به صورت مناسب، نیازمند قانون‌گذاری و مقررات‌گذاری مناسب توسط نهادهای ذی‌ربط می‌باشد. بر این اساس بحث در رابطه با قوانین و مقررات مرتبط با تشکیل بازار مشتقه ارزی در نظام مالی کشور می‌تواند به عنوان موضوعی برای تحقیقات آینده مطرح شود.
۴. بحث سامانه‌های معاملاتی مورد نیاز جهت انجام معاملات مشتقه ارزی یکی دیگر از مباحث مهمی است که به لحاظ فنی دارای اهمیت بسیار است. استفاده از تجارب بین‌المللی و داخلی جهت راه‌اندازی سامانه‌های مذکور اهمیت فراوانی در موفقیت بازار مشتقه ارزی داشته و لذا می‌تواند موضوعی مهم برای تحقیقات آتی در این حوزه محسوب شود.
۵. همان‌طور که ملاحظه شد، پیش‌فرض این تحقیق در ارائه الگوی مرحله‌ای تشکیل بازار مشتقه ارزی در نظام مالی کشور، وجود امکان تعامل بانک مرکزی و بورس کالا در راه‌اندازی بازار مذکور است؛ در حالی که ممکن است در کوتاه‌مدت به هر دلیل امکان تعامل فراهم نباشد. بر این اساس، بررسی چهارچوب تشکیل بازار مشتقه ارزی صرفاً تحت سامانه‌های ارزی بانک مرکزی می‌تواند موضوعی برای تحقیقات آتی در این رابطه محسوب شود.
۶. آخرین موضوع پژوهشی برای تحقیقات آینده، قیمت‌گذاری ابزارهای مشتقه ارزی است. در این رابطه لازم است با مطالعه مبانی نظری مرتبط در دانش مالی و همچنین تجارب کشورها، روش‌های مناسب جهت قیمت‌گذاری ابزارهای مشتقه و تعیین میزان و چگونگی مداخله ناظر و یا بانک مرکزی در فرآیند کشف قیمت استخراج شده و جهت استفاده در اختیار سیاست‌گذار قرار گیرد.



* منابع و ماخذ

الف- منابع فارسی و عربی

۱. ابراهیم‌نژاد، ع. و غنی‌پور، م. (۱۳۹۷). بازار آتی ارز: ثبات‌ساز یا نوسان‌ساز؟. روزنامه دنیای اقتصاد، شماره ۴۴۶۵ (مورخ ۱۳۹۷/۸/۱۴).
۲. باستان‌زاد، ح. و داودی، پ. (۱۳۹۵). الزامات بکارگیری ابزار سلف جهت بهبود نااطمینانی بازار ارز با رویکرد نرخ حقیقی. فصلنامه معرفت پژوهشنامه اقتصادی، ۶۳.
۳. برهان آزاد، ل. (۱۳۸۷). امکان ایجاد بازار سلف ارز در ایران. تهران: پژوهشکده پولی و بانکی.
۴. توتونچیان، ا. (۱۳۷۹). پول و بانکداری اسلامی و مقایسه آن با نظام سرمایه‌داری. تهران: انتشارات توانگران.
۵. جلالی نائینی، س. الف. (۱۳۹۴). سیاست‌گذاری پولی: مبانی نظری و ارزیابی عملکرد در ایران. تهران: پژوهشکده پولی و بانکی.
۶. جلالی نائینی، الف. (۱۳۸۳). امکان ایجاد بازار سلف و وعده‌دار ارز، تهران: پژوهشکده پولی و بانکی.
۷. درخشان، م. (۱۳۸۳). مشتقات و مدیریت ریسک در بازارهای نفت. تهران: مؤسسه مطالعات بین‌المللی انرژی.
۸. سازمان بورس و اوراق بهادار. (۱۳۹۵). مصوبات کمیته فقهی سازمان بورس و اوراق بهادار. تهران: انتشارات سازمان بورس و اوراق بهادار.
۹. سلطانی‌نژاد، ح.، ناصرپور، ع.، فلاح، ج.، محمدی، الف.، حقانی‌نسب، م. و شهاب‌الدینی، ح. (۱۳۹۵). پوشش نوسانات نرخ ارز: بازار قراردادهای آتی. تهران: شرکت بورس کالای ایران.
۱۰. صالح‌آبادی، ع. (۱۳۸۲). بورس بازی در بازار سهام از دیدگاه اسلام. فصلنامه پژوهشی دانشگاه امام صادق (ع)، ۲۰.
۱۱. صالح‌آبادی، ع.، اسکینی، س. و تاجمیر ریاحی، ح. (۱۳۹۵). بررسی فقهی و مالی قرارداد آتی شاخص سهام و ارائه مدل جایگزین. دوفصلنامه تحقیقات مالی اسلامی، ۱۱.
۱۲. عاملی، ش. ح. (۱۴۰۹ ق.). وسائل الشیعه. ج. ۱۸، قم: مؤسسه آل‌البیت.
۱۳. عزیزنژاد، ص. و کميجانی، الف. (۱۳۹۶). تغییرات نرخ ارز و اثر آن بر نوسانات متغیرهای منتخب اقتصاد کلان در ایران. فصلنامه پژوهش‌های اقتصادی، ۱۷.
۱۴. عزیززی، الف. (۱۳۷۷). بازارهای سلف ارز: موانع و مشکلات ایجاد آن در ایران. در مجموعه مقالات نهمین همایش بانکداری اسلامی. تهران: مؤسسه عالی بانکداری.
۱۵. معصومی‌نیا، غلامعلی. (۱۳۸۹). ابزارهای مشتقه: بررسی فقهی و اقتصادی. قم: سازمان انتشارات پژوهشگاه فرهنگ و اندیشه اسلامی.
۱۶. مکارم شیرازی، ن. (۱۳۸۷). ربا و بانکداری اسلامی. به کوشش ابوالقاسم علیان‌نژادی، قم: انتشارات حوزه امام علی (ع).
۱۷. موسوی خمینی، ر. (۱۴۱۶ ق.). تحریر الوسیله. ج. ۳، قم: جامعه مدرسین حوزه علمیه قم.
۱۸. موسوی خمینی، ر. (۱۴۲۱ ق.). کتاب البیع. ج. ۱، قم: مؤسسه تنظیم و نشر آثار امام خمینی (ره).



۱۹. موسویان، س.ع. (۱۳۹۱). بازار سرمایه اسلامی. قم: پژوهشگاه فرهنگ و اندیشه اسلامی.
۲۰. موسویان، س.ع. و میثمی، ح. (۱۳۹۶). بانکداری اسلامی (۲): بانکداری مرکزی اسلامی و سیاست‌گذاری پولی و ارزی. تهران: پژوهشکده پولی و بانکی.
۲۱. موسویان، س.ع.، و میثمی، ح. (۱۳۹۷). بانکداری اسلامی (۱): مبانی نظری-تجارب عملی. ویرایش ششم، تهران: پژوهشکده پولی و بانکی.
۲۲. میرمعزی، س.ح. (۱۳۸۲). بورس بازی از دیدگاه فقه. فصلنامه اقتصاد اسلامی، ۹.
۲۳. نادعلی، م. (۱۳۹۲). بررسی راه‌اندازی بازار آتی سکه طلا و تبعات آن بر اقتصاد کشور. فصلنامه روند، ۶۳.
۲۴. نادعلی، م. (۱۳۹۳). بررسی آثار نوسانی بازار آتی سکه طلا بر بازار نقدی آن در ایران. فصلنامه راهبرد اقتصادی، ۸.

ب- منابع انگلیسی

۲۵. Bank for International Settlements (BIS). (2019). derivatives statistics. New York: BIS publication.
۲۶. Barkbu, M., Bergljot, B. and Li, L. (2010). FX Swaps: Implications for financial and economic stability. IMF Working Paper No. 07/257.
۲۷. Barkbu, M., Bergljot, B. and Li, L. (2010). FX Swaps: Implications for financial and economic stability. IMF Working Paper No. 07/257.
۲۸. Boyle, P. and Mcdougall, J. (2019). Trading and Pricing Financial Derivatives. Berlin: Walter de Gruyter Inc.
۲۹. Chan, R., Guo, Y., Lee, S. and Li, X. (2019). Financial Mathematics, Derivatives and Structured Products. Berlin: Springer.
۳۰. Chapelle, A. (2019). Operational Risk Management. New Jersey: John Wiley and Sons.
۳۱. Chapra, M. (2008). The global financial crisis: Can Islamic finance help minimize the severity and frequency of such a crisis in the future?. Forum on the global financial crisis, Jeddah: Islamic Development Bank.
۳۲. Furceri, D. and Borelli, S. (2008). Foreign direct investments and exchange rate volatility in the EMU neighborhood Countries. Journal of International and Global Economic Studies, V. 1, pp. 42-59.
۳۳. Hull, J. (2017). Options, Futures, and Other Derivatives. 10th edition, Washington: Prentice Hall.
۳۴. Meissner, G. (2005). Credit derivatives, application, pricing and risk management. Oxford: Blackwell Publishing.
۳۵. Mishkin, F. and Eakins, S. (2015). Financial markets and institutions. 8th Edition, New York: Prentice Hall.



۳۶. Pirie, W. (2017). Derivatives. New Jersey: John Wiley and sons.
۳۷. Saunders, A. and Cornett, M. (۲۰۱۸). Financial Markets and Institutions. ۷th edition, New York: McGraw-Hill Education.
۳۸. Simpson, T. (2014). Financial Markets, Banking and Monetary Policy, London: Wiley Finance.
۳۹. The Futures Industry Association. (۲۰۱۸). summary statistics for annual trading activity in the global exchange-traded derivatives markets. New York: FIA publication.
۴۰. The Futures Industry Association. (۲۰۱۸). summary statistics for annual trading activity in the global exchange-traded derivatives markets. New York: FIA publication.



پژوهشکده پولی و بانکی

بانک مرکزی جمهوری اسلامی ایران

تهران: میدان آرژانتین، ابتدای بزرگراه آفریقا، پلاک ۱۰
کدپستی: ۱۵۱۴۹۴۷۱۱۱ صندوق پستی: ۷۹۴۹-۱۵۸۷۵

www.mbri.ac.ir