

کارایی قراردادهای آتی ارز

محمد رضا پاسبان^{۱*}، پرویز رحمتی^۲، سارا غریبی^۳

۱. دانشیار دانشگاه علامه طباطبایی (ره)، تهران، ایران
۲. کارشناس ارشد حقوق اقتصادی، دانشگاه علامه طباطبایی(ره)، تهران، ایران
۳. کارشناس ارشد حقوق اقتصادی، دانشگاه علامه طباطبایی(ره)، تهران، ایران

پذیرش: ۱۳۹۶/۱۱/۲۸

دریافت: ۱۳۹۵/۱۰/۲۶

چکیده

قراردادهای آتی ارز توافقی جهت خرید و فروش میزان معینی از یک دارایی (ارز) برای تحویل در آینده معین به قیمت مشخص شده در لحظه انعقاد قرارداد است. در این مقاله ضمن تشریح ساختار و ویژگی‌های قراردادهای آتی ارز در بازار سرمایه و ضرورت استفاده از آن و همچنین با بیان کارایی قراردادهای آتی ارز و خطروری در این قراردادها سعی در رفع شبهه اعتبار قراردادهای آتی ارز شده است.

واژگان کلیدی: قراردادهای آتی ارز، پوشش ریسک، خطروری، کارایی.

۱. مقدمه

حوزه مالی که متشکل از بازار پول و بازار سرمایه است، بخش مهمی از هر نظام اقتصادی را در سطح کلان شکل می‌دهد. پیکره واقعی اقتصاد شامل مصرف و سرمایه‌گذاری و صادرات و واردات با وجود این نظام مالی، کارایی خواهد داشت؛ چرا که بخش مالی، ابزارهای مورد نیاز برای جمع‌آوری پس‌انداز و سرمایه‌های کوچک نزد مردم و پول لازم برای انجام مبادلات را فراهم می‌آورد و نقدینگی را به سمت بخش‌های کارآمد اقتصادی برای رسیدن به توسعه هدایت می‌کند. برخورداری از بازارهای سرمایه پیشرفته، از جمله ویژگی‌های اقتصادی کشورهای توسعه یافته صنعتی به شمار می‌رود. از دیدگاه نظری، هر فعالیت اقتصادی توأم با درجه‌ای از ریسک است. اگرچه پذیرش چنین خطری جزء جدایی‌ناپذیر زندگی بشری محسوب می‌شود و نمی‌توان آن را کاملاً حذف کرد، ولی می‌توان با استفاده از این ابزارها، پیامدهای زیانبار آن را به میزان قابل توجهی کاهش داد. به طور مثال نوسان نرخ ارز برای تولیدکننده، صادرکننده، واردکننده و یا مؤسسات اهمیت بسیاری دارد. شرکت‌های تولیدی که تمام یا بخشی از مواد اولیه خود را از خارج مرزهای یک کشور تهیه می‌کنند و یا محصولات خود را به خارج از مرزهای یک کشور صادر می‌کنند، به علت آن‌که قیمت‌ها (نرخ‌های ارز) نوسانات گسترده و مداوم دارند با ریسک نرخ ارز مواجه هستند. لذا کاهش ریسک در مبادلات ارزی ضروری به نظر می‌رسد. برای نمونه در تاریخ ۱۳۹۰/۶/۳۰ بین شرکت برودتی و حرارتی «الف» (خریدار) و شرکت «ب» (فروشنده)، قراردادی با موضوع فروش دو دستگاه یونیت کمپرسور اسکروی با مبلغ ۱۰۰۰۰۰ یورو برای واردات با تحویل موضوع قرارداد، ۴ ماه کاری از تاریخ عقد منعقد شده است. در این سال، در حوزه سیاست‌های ارزی، نرخ برابری ارزهای خارجی در برابر ریال، نوسانات نسبتاً زیادی اتفاق می‌افتد.

بدین صورت که در زمان انعقاد قرارداد، نرخ یورو معادل ۲۷۰۰ تومان بود (زمان پرداخت ۲۵ درصد اول)، لکن ناگهان در طی یک ماه به نرخ ۳۳۰۰ تومان افزایش یافت است (زمان پرداخت ۲۵ درصد دوم) و در زمان تحویل کالا (زمان پرداخت ۵۰ درصد باقی ماند)، به مبلغ ۳۲۰۰ تومان می رسد. شرکت خریدار ۲۵ درصد مبلغ ۱۰۰۰۰۰ یورو قرارداد (با نرخ ۲۷۰۰ تومان یعنی ۲۷۵۰۰۰۰۰ تومان) را به عنوان پیش پرداخت به صورت نقد، تأدیه نموده و ۲۵ درصد دیگر از مبلغ ۱۰۰۰۰۰ یورو قرارداد را، یک ماه پس از عقد، با نرخ ۳۳۰۰ تومان یعنی معادل ۸۲۵۰۰۰۰۰ تومان و ۵۰ درصد دیگر از مبلغ ۱۰۰۰۰۰ یورو در زمان تحویل کالا با نرخ ارز ۳۲۰۰ تومان، یعنی مبلغ ۱۶۰۰۰۰۰۰۰ تومان پرداخت می نماید. به عبارتی دیگر خریدار در مجموع مبلغ ۳۱۰۰۰۰۰۰۰ تومان را پرداخت کرده است. در این جا، شرکت برودمتی و حرارتی «الف» نسبت به نرخ ارز روز انعقاد قرارداد به میزان ۴۰۰۰۰۰۰۰ تومان متحمل زیان شده است.

روش های متعددی برای مواجهه با ریسک وجود دارد که یکی از آنها، پوشش ریسک و ابزار آن، یعنی مشتقات است. ابزارهای مشتقه به مجموعه قراردادهایی اطلاق می شود که دارای خصوصیات مشترکی بوده (حسین زاده، ۱۳۹۱، ص ۱۶۶)، قابل معامله در بورس و خارج از بورس هستند (Swan, 1994, p.7) و همچنین ارزش آن از ارزش دارایی پایه یا شاخص های مربوط نظیر ارزها، کالاها، نرخ های بهره، اوراق بهادار، و شاخص اوراق بهادار نشأت می گیرد. جنبه بنیادین ابزارهای مشتقه آن است که قراردادهای مالی هستند؛ بدین معنا که به ندرت به تحویل فیزیکی منجر می شوند و بیش تر به صورت پرداخت اختلاف قیمت خاتمه می یابند (James, 1999, p.3). نکته کلیدی در ابزارهای مشتقه این است که تحویل دارایی پایه تا زمانی در آینده به تأخیر خواهد افتد (James, 2010, p.6). یکی از ابزارهای مشتقه برای پوشش ریسک، قراردادهای آتی است. این قراردادها، توافق درخصوص خرید و فروش میزان معینی از کالا و یا دارایی مالی موضوع قرارداد به قیمت معین در تاریخ معین در آینده هستند که قیمت در

لحظه انعقاد قرارداد در تالار بورس تعیین می‌گردد. این قراردادها، دارنده قرارداد را متعهد می‌کنند که دارایی موضوع قرارداد یعنی دارایی پایه را که ممکن است ارز، کالا، اوراق بهادار و... باشد، در آینده خریداری یا به فروش برساند. حال در مثال ذکر شده در بالا، اگر شرکت از قرارداد آتی ارز استفاده می‌کرد، می‌توانست با تثبیت نرخ‌های ارز مبادلات آتی در برابر نرخ‌های آتی ارز در زمان حال، از زیان محفوظ بماند.

شایان ذکر است که تحول در بازار ارز و آزادسازی آن موجب گشت که بورس‌ها علاوه بر توجه به بازار جهانی کالا، به بازارهای مالی نیز علاقه‌مند شوند و مشتقات مالی به سرعت گسترش یابند. از جمله مهم‌ترین این ابزارهای مشتقه مالی، قراردادهای آتی ارز است. با این حال پذیرش این ابزارها در کشورهای اسلامی همچون ایران با چالش‌هایی مواجه است. این نوشتار بر آن است تا ضمن تشریح و بیان ویژگی‌ها و کارایی قراردادهای آتی ارز یعنی با تحلیل حقوقی - اقتصادی به دفع شبهه اعتبار این قراردادها بپردازد.

۲. معرفی قراردادهای آتی ارز

به منظور رفع شبهه در اعتبار قراردادهای آتی ارز از نظر کارایی و ضرورت بهره‌گیری از چنین قراردادی، لازم است نخست برداشت روشنی از این نوع قراردادها داشته باشیم. لذا در این بند ضمن معرفی این قراردادها، به بیان ویژگی‌ها و معامله‌گران آن خواهیم پرداخت.

۱-۲. مفهوم ارز و قرارداد آتی

برای این‌که بتوان تعریف دقیقی از قراردادهای آتی ارز به دست داد، ارائه تعریفی کوتاه از ارز و قرارداد آتی ضروری به نظر می‌رسد.

ارز، یعنی ارزش، بها، قیمت، نرخ و سندهای تجاری که ارزش آن‌ها به پول‌های بیگانه معین شده باشد (معین، ۱۳۷۹، ص ۱۹۸). ارز در اصطلاح، به وسایلی که به منظور

پرداخت‌های پولی بین الملل یا انتقالات مورد استفاده قرار می‌گیرد، نظیر سکه و اسکناس خارجی، سپرده‌ها در بانک‌های خارجی و دیگر مطالبات مالی کوتاه‌مدت و قابل پرداخت به پول‌های خارجی اطلاق می‌گردد (فرجی، ۱۳۸۵، ص ۴۱۵). بنابراین منظور از ارز هر نوع پول رایج کشورهای خارجی است، به گونه‌ای که پول ملی هر کشوری برای سایر کشورها ارز محسوب می‌شود (فراهانی زمانی، ۱۳۸۹، ص ۷۹).

قرارداد آتی، توافقنامه‌ای برای خرید یا فروش مقدار مشخصی از کالا یا اسناد مالی با قیمت مشخص در تاریخ تعیین شده در آینده بر پایه قیمتی است که میان خریدار و فروشنده در تالار بورس تعیین می‌شود. قرارداد، خریدار را ملزم به خرید دارایی پایه و فروشنده را ملزم به فروش همان دارایی می‌سازد، مگر آن‌که قرارداد به شخص ثالثی قبل از تاریخ سررسید فروخته شود. از این تعریف چنین برمی‌آید که قرارداد آتی بر دو بنیاد استوار است: خریدار در موضع خرید می‌پذیرد تا دارایی پایه را تحویل بگیرد و فروشنده در مقام فروش موافقت می‌کند تا دارایی پایه را تحویل دهد. (Kamali, 2003, p. 6)

با توجه به مفهوم قرارداد آتی و عناصر تعریف که در بالا گفته شد، می‌توان قرارداد آتی ارز را عبارت از توافقی برای خرید و فروش مقدار مشخصی از یک ارز در مقابل ارز دیگر با نرخ معین در تاریخ تعیین شده در آینده که قیمت بین خریدار و فروشنده در تالار بورس مورد توافق قرار گرفته است (بهاروندی، ۱۳۸۷، ص ۴۰)، توصیف کرد. چنین قراردادی براساس ارزش‌های شناخته شده مانند پوند انگلستان، دلار آمریکا، دلار کانادا، ین ژاپن، فرانک سوئیس، فرانک فرانسه، مارک آلمان، پزوی مکزیک و... مورد داد و ستد قرار می‌گیرند (James, 2010, p 25).

۲-۲. ویژگی‌ها و عناصر قرارداد آتی ارز

قراردادهای آتی ارز از اوصاف و کارکردهایی برخوردارند که آن‌ها را به اعتبار خاص بودن وصف آتی از یک سو و موضوع آن که ارز است از سوی دیگر، از قراردادهای

معمول متمایز می‌سازد. بنابراین چنین معامله‌ای ویژگی‌های خاص خود را دارد که به شرح زیر است:

(۱) استاندارد بودن قرارداد آتی: کمیت، کیفیت و خصوصیات دارایی پایه، تاریخ و محل تحویل، اندازه قرارداد، و محدودیت‌های موضع معاملاتی باید طبق ضوابط بورس باشد (James, 2010, p 10).

(۲) انجام معامله در بازار بورس اوراق بهادار: معاملات آتی در بورس انجام می‌شوند و معاملات آتی بیرون از بازار بورس امکان‌پذیر نیست.

(۳) اتاق پایاپای: اتاق پایاپای تعهدات طرفین را نسبت به همدیگر تضمین می‌کند. بعد از به ثبت رسیدن معامله در سامانه ثبت معاملات، اتاق پایاپای متعهد می‌شود که خریدار در تاریخ انقضا یا قبل از آن، دارایی مورد نظر را به قیمت توافق شده تحویل دهد و از فروشنده دارایی را در تاریخ انقضای قرارداد به قیمت تعیین شده مطالبه کند. این اتاق‌ها، علاوه بر خریدار و فروشنده رکن سوم در بازار آتی محسوب می‌شوند و نقش اساسی را ایفا می‌کنند، زیرا وجود این اتاق به سرعت انجام مبادلات بر روی قراردادهای آتی می‌افزاید.

(۴) وجه‌الضمان یا حساب ودیعه: سرمایه‌گذاران در بازار آتی، سپرده‌ای را علاوه بر کارمزد، تحت عنوان ودیعه هنگام عقد قرارداد نزد مؤسسه پایاپای که خود با خطر عدم اجرای تعهدات از سوی معامله‌گران روبه‌رو است، می‌گذارند. میزان چنین تضمینی توسط بورسی که قرارداد در آن منعقد می‌شود، تعیین می‌گردد. هدف اصلی این وجه‌الضمان، به حداقل رساندن خطر عدم اجرای تعهدات طرفین قرارداد و تضمینی برای انجام تعهدات معامله‌گران است. لازم به توضیح است که این ودیعه قسمتی از بهای کالا نیست و اگر قرارداد در سررسید به تحویل کالا منجر شود، سپرده به صاحبان آن‌ها برمی‌گردد؛ ولی اگر به تصفیه نقدی انجامد، مبلغ زیان از این ودیعه برداشته می‌شود. حساب سود و زیان قرارداد آتی به صورت روزانه انجام می‌شود. اگر معامله‌گر اقدام به خرید یا فروش یک قرارداد آتی کند و تا پایان روز نسبت به بستن معامله با یک موقعیت معکوس مبادرت



نورزد در پایان روز، معامله‌گر دارای یک موقعیت تعهدی باز است که با نگرش به قیمت تصفیه، عملیات به‌روزرسانی در حساب او انجام می‌گیرد. با توجه به قیمت تصفیه، معامله‌گر در پایان روز، بدهکار یا بستانکار می‌شود؛ زیرا در هر روز قیمت قرارداد آتی تغییر می‌کند (Kamali, 2003, p. 9).

۵) خروج از بازار آتی

- بستن موقعیت یا انجام یک معامله جبرانی: اتخاذ یک موقعیت جدید، تعهدی معکوس در مقابل تعهدی باز است. به طور مثال در صورتی که فرد «الف» یک قرارداد تعهدی خرید داشته باشد، می‌تواند با اتخاذ یک موقعیت فروش در همان قرارداد، قبل از اتمام مهلت انقضای قرارداد، تعهدات خود را خنثی کند (حسین زاده، ۱۳۹۱، ص ۱۷۵).

- تحویل کالا: در صورتی که معامله‌گر اقدام به بستن موقعیت تعهدی خود نکند، پس از اتمام زمان قرارداد، فروشنده باید نسبت به تحویل کالا و خریدار باید نسبت به دریافت آن، اقدام کند.

- تصفیه نقدی: در شرایطی که خریدار یا فروشنده اقدام به بستن موقعیت خود نکند و تحویل کالا نیز به هر دلیلی در موعد مقرر انجام نشود، تصفیه نقدی انجام خواهد گرفت. البته در صورت امتناع خریدار و فروشنده از انجام تعهدات مربوط به تحویل، مشمول جریمه خواهند شد. در عمل تعداد معاملاتی که با روش تصفیه نقدی و تحویل کالا به پایان می‌رسد، بسیار کم است و تنها استثنا، در بازار آتی ارز است که در مواردی به تحویل ارز و یا تصفیه نقدی می‌انجامد.

۲-۳. معامله‌گران بازار آتی ارز

معامله‌گران در بازار آتی، خواه افراد یا نهادها را می‌توان به اعتبار کارکردی که در بازار ایفا می‌کنند به سه گروه یعنی خطرگریزان، خطرورزان، و فرصت‌ورزان (آربیتراژگران) دسته‌بندی کرد که نقش هریک کوتاه بررسی می‌گردد:

۱) خطرگریزان: خطرگریزان، معامله‌گرانی هستند که در بازار واقعی و فیزیکی به خرید و فروش دارایی پایه می‌پردازند که به جهت پوشش خطر تغییرات شدید قیمت دارایی پایه

در آینده، به خرید یا فروش در بازار آتی اقدام می‌کنند (عیسانی تفرشی؛ حاجیان؛ محقق داماد؛ یآوری، ۱۳۹۰، ص ۶۸). به عبارت دیگر کسانی هستند که می‌خواهند دارایی پایه را در مقابل تغییرات تصادفی قیمت پوشش دهند و ریسک تغییرات نامطلوب قیمت را به حداقل برسانند (درخشان، ۱۳۹۰، ص ۱۶۸). به طور مثال شرکت‌های بزرگ، واردکنندگان، و صادرکنندگان می‌توانند با آتی ارز، ریسک ارز را بدون استفاده از بانک‌ها یا دیگر مؤسسات مالی بزرگ برای مبادلات ارزهاشان پوشش دهند. یک واردکننده برای پرداخت‌های خود، نیازمند ارزهای خارجی است، این پرداخت ۲ یا ۳ ماه دیگر است و او در معرض نوسان نرخ ارز قرار دارد؛ یعنی این احتمال وجود دارد که ارزها را در یک قیمت بالاتر بخرد و متحمل ضرر شود. لذا واردکننده در معرض ریسک مبادله ارز قرار دارد که از طریق خرید آتی ارز می‌تواند این عدم اطمینان را پوشش دهد. (۲) خطرورزان: معامله‌گرانی که به قصد خطرورزی وارد بازار آتی می‌شوند و خطر مورد پوشش خطرگریزان را خریداری می‌کنند. وجود این افراد برای بازار آتی ضروری است و هدف آن‌ها کسب سود و منفعت است (درخشان، ۱۳۹۰، ص ۱۶۸).

(۳) فرصت‌ورزان: این معامله‌گران صرفاً از مجال فرصت‌ورزی پیش آمده از اختلاف قیمت در دو بازار متناظر استفاده می‌کنند و به سرعت در یک بازار، مالی را می‌خرند و در بازار دیگر به فروش می‌رسانند و در دو یا چند بازار به دنبال کسب سودهای بدون ریسک هستند (Kamali, 2003, p. 38).

۳. تحلیل حقوقی-اقتصادی قراردادهای آتی ارز

مطابق بند ۳۲ ماده ۱ دستورالعمل اجرای معاملات آتی، قراردادهای آتی قراردادهایی هستند که فروشنده براساس آن متعهد می‌گردد در سر رسید معین، مقدار معینی از کالای مشخص را به قیمتی که اکنون تعیین می‌کند بفروشد و در مقابل طرف دیگر قرارداد متعهد می‌شود آن کالا با آن مشخصات را خریداری کند. لذا موضوع قرارداد آتی ارز، تعهد به فعل حقوقی انشای عقد بیع در آینده است و می‌تواند برطبق ماده ۱۰ قانون



مدنی نافذ باشد. به عبارت دیگر این گونه قراردادها، قراردادهای مستقلی هستند که کمیت و کیفیت و خصوصیات دارای پایه، تاریخ و محل آن بر طبق ضوابط بورس تعیین می‌شوند و همچنین از جمله عقود تشریفاتی، عهدی، لازم، معوض، دو تعهدی، منجز، متعادل و ارشادی هستند.

در مورد مشروعیت و اعتبار قراردادهای آتی ارز اختلاف نظر وجود دارد. برخی این گونه قراردادها را به علت وجود غرر، فقدان تسلیم و تسلیم، قماری بودن، و وجود ربا مطابق موازین شرعی و فقهی نمی‌دانند و برخی دیگر مهر تأیید و اعتبار بر این قراردادها می‌زنند. در این بخش به کارایی قراردادهای آتی ارز، پیامدهای مثبت و منفی بازار آتی ارز و تحلیل ضرورتی بهره‌گیری از این قراردادها و همچنین دفع شبهه اعتبار چنین قراردادهایی از این منظر خواهیم پرداخت.

۳-۱. ارزیابی قراردادهای آتی ارز بر مبنای کارایی بازار

روابط بازرگانی، صادرات یا واردات کالاها و خدمات، و واگذاری دارایی‌ها میان کشورهای جهان بدون ارز امکان‌پذیر نیست و بازار ارز را می‌توان هر مکانی که در آن ارز مبادله می‌شود، تعریف کرد. مبادلات ارزی به سه بازار مختلف، مبادلات نقد، آتی و تعویضی تقسیم می‌شوند که یکی از ابزارهای بازار آتی ارز در انجام معاملات، قراردادهای ضابطه‌مند و استاندارد از جمله قراردادهای آتی است. این قراردادها از ابزارهای مالی بازار سرمایه محسوب می‌شوند و زمانی در بازار مالی نقش‌آفرین هستند که براساس تحلیل‌های اقتصاد خرد قابل توجیه باشند. طبق نگرش اقتصادی به حقوق، مهم‌ترین بخش اقتصاد خرد، تحلیل شرایطی است که در آن، کارایی تخصیصی به دست آید. بنابراین قواعد حقوقی و پیامدهای حقوقی از جمله قراردادها را می‌توان بر مبنای کارایی ارزیابی کرد. اگر ابزارهای مالی از کارایی لازم برخوردار باشند، در بازار تثبیت می‌شوند. مقصود از کارایی، برتری نسبی برخی از ابزارهای مالی نسبت به ابزارهای مالی مشابه در تحقق اهداف و انگیزه‌ها و سلیقه‌های آنان است (موسویان، ۱۳۸۶، ص

۲۶۰). یکی از معیارهای تعیین کارایی، پارتو از اقتصاد رفاه است که برطبق این معیار شرایط مبتنی بر نظریه بازارها و قیمت‌های ناشی از معاملات ارادی بازار بیان می‌شود؛ بدین معنا که اگر معامله در شرایط رقابت کامل صورت گیرد، بازار، تخصیص کارآمد منابع را تضمین می‌کند و از منابع موجود به شکل بهینه بهره‌برداری خواهد شد و تعادل عرضه و تقاضا در صورتی که هرگونه تغییری منجر به وضعیت پایین‌تر شود، به حداکثر می‌رسد (posner, 1998, p 15).

برای تحلیل اقتصادی دقیق اعتبار قراردادهای آتی ارز، نخست نیازمند ارزیابی این قراردادها بر مبنای کارایی بازار هستیم. بازار به‌عنوان مرکز ثقل مبادلات، هدف همه مباحث مالی به شمار می‌آید. با این حال تشخیص مفهوم و ویژگی‌های بازار در جهانی که مناسبات سنتی و فیزیکی جای خود را به پیوندهای اجتماعی، اداری و تجاری در فضای مجازی و الکترونیکی داده است، نیازمند تأمل و مطالعه عمیق‌تر است؛ ولی بازار کارآمد، صرفنظر از مجازی یا غیرمجازی بودن آن از اوصاف و ویژگی‌هایی برخوردار است که به بخشی از آن‌ها اشاره می‌گردد:

۱) بازار، وقتی کارآمد است که تعداد فراوان و کافی عرضه‌کننده و تقاضاکننده در آن وجود داشته باشد.

۲) اطلاعات به‌سرعت و فوریت و با حداقل هزینه به اطلاع دست‌اندرکاران بازار برسد.

۳) ورود و خروج به بازار آسان باشد.

۴) احساس امنیت در معامله جهت دریافت و پرداخت قیمت ایجاد کند.

۵) معامله در بازار کارا نباید گران نباشد.

۶) تعدیل قیمت به‌سرعت انجام شود.

۷) دارایی که در بازار عرضه می‌شود، همگن باشد.

۸) در بازار کارا در هر مقطع از زمان، عده‌ای خریدار و عده‌ای فروشنده وجود داشته

باشد (جهانخانی؛ عبیده تبریزی، ۱۳۷۲، ص ۸-۱۱) (اچ. لفت ویچ، ۱۳۸۷، ص ۳۳-۳۱).



۳-۲. آثار منفی و مثبت قراردادهای آتی ارز

قراردادهای آتی ارز می‌توانند به‌عنوان جایگزین فراروی ارز برای پوشش ریسک مبادله ارزهای خارجی استفاده شوند؛ اما به هر حال آتی‌های ارز نقص‌هایی دارند که عبارتند از:

۱) آتی‌های ارز که مبادله می‌شوند برای تعداد معدودی از ارزهای مهم همانند پوند انگلیس، یورو، ین ژاپن، پزو مکزیک، دلار آمریکا، فرانک سوئیس هستند و در مقابل، قراردادهای فرارو ارز برای بسیاری از ارزها در دسترس هستند (Kevin, 2010, p 98).

۲) ممکن است عدم مطابقتی بین تاریخ سررسید قراردادهای آتی ارز و تاریخ دریافت یا پرداخت ارز در معاملات نقدی وجود داشته باشد. برای مثال واردکننده‌ای، پرداختی در اول سپتامبر داشته باشد، اما تاریخ سررسید قرارداد آتی که برای پوشش ریسک استفاده می‌کند، سومین چهارشنبه سپتامبر باشد و یا پرداخت واردکننده در آگوست باشد، اما به طور کلی هیچ آتی ارزی در این ماه منقضی نشود (Kevin, 2010, p 98).

۳) عدم تطبیق بین سایز یا اندازه قرارداد در معاملات نقد و قراردادهای آتی ارز است. قراردادهای آتی ارز قراردادهای ضابطه‌مند و با اندازه‌های قراردادی از پیش تعیین شده هستند و معاملات نقدی احتمالاً متفاوتند. برای مثال واردکننده ممکن است نیازمند ۲۰۰۰۰۰ فرانک سوئیس باشد و برای تصفیه کردن معامله‌اش و پوشش ریسک معامله، می‌خواهد قرارداد آتی ارز بخرد؛ اما اندازه قرارداد فرانک سوئیس ۱۲۵۰۰۰ فرانک است و لذا یک عدم مطابقت وجود دارد (Kevin, 2010, p 98).

۴) عده‌ای بر این باورند که بازار قراردادهای آتی با جذب معامله‌گران بی اطلاع، سبب بی‌ثباتی بازار نقد ارز می‌شود.

۵) برخی اعتقاد دارند که ابزارهای مالی آنقدر پیچیده هستند که در نتیجه این پیچیدگی، درصد کمی از کارکنان هر مؤسسه با آن آشنا هستند و اگر یک یا چند نفر از آنان شرکت را ترک کنند، توانایی شرکت برای مدیریت ریسک ناشی از استفاده از آن ابزار کاهش می‌یابد و امکان دارد آثار مخربی بر بازار داشته باشد.

۶) یکی دیگر از مشکلات، دستکاری قیمت‌ها است؛ به این معنا که با اعمال فشار، متعهدین به خرید مانع از انجام تعهدات متعهدین به فروش شوند. برای این کار، آن‌ها قراردادهای آتی را که قرارداد فروش آن‌ها را بسته‌اند، خریداری می‌کنند و با نزدیک شدن سررسید این قراردادها اقدام به فروش و اتمام قراردادهای خود نمی‌کنند و به علاوه کنترل عرضه فیزیکی ارز را هم به دست می‌گیرند و بدین صورت متعهدین به فروش برای انجام تعهدات خود دچار مشکلاتی می‌شوند و به‌ناچار مجبور به اتمام قراردادهای خود می‌شوند و در نتیجه قیمت‌ها در بازار نقد و بازار آتی‌ها افزایش می‌یابد.

با تعیین سقف تعداد قرارداد، افزایش ودیعه‌های لازم، و اجبار سوءاستفاده‌کنندگان به فروش قراردادهایشان می‌توان از این کار جلوگیری کرد.

در دیدگاه دیگری آثار مثبت و مزایای قراردادهای آتی ارز عبارتند از:

۱) کشف قیمت: در دهه‌های اخیر بین‌المللی شدن کسب و کار، گسترش پیدا کرده و رقابت در سطح جهانی شدیدتر شده است. همچنین تلاش برای کسب بازارها، نیروی کار و مواد اولیه ارزان‌تر افزایش یافته و تأثیر مثبتی بر بازار ارز داشته و موجب افزایش مبادلات شده است. به دلیل حجم بالای معاملات، قیمت‌های عادلانه و واقعی از این بازار استخراج می‌شود. تقابل عرضه و تقاضا در بازاری که معامله آتی ارز در آن انجام می‌شود، منجر به کشف قیمت می‌گردد که عمق معاملات بازار نقد را افزایش می‌دهد و سبب ارتقای کارایی آن می‌شود. به علاوه کشف قیمت همان عدم وجود انحصار است و عرضه‌کنندگان و تقاضاکنندگان در بازار قیمت‌پذیر هستند که این امر به نفع مصرف‌کننده و تولیدکننده است و سبب می‌شود معاملات آتی در سراسر کشور رشد کنند، زمینه‌های اقتصادی شکوفا شوند و قدرت رقابت در تولید محصولات و صنایع بالا برود.

۲) پوشش ریسک: فعالیت‌های اقتصادی مواجه با ریسک‌های مختلفی است که از جمله آن‌ها تغییرات پیش‌بینی نشده قیمت‌ها است و پوشش، یکی از روش‌های مقابله با این ریسک است. سرمایه‌گذاران با استفاده از قراردادهای آتی ارز، می‌توانند از قرارگرفتن دارایی ارزی خود در معرض نوسانات قیمت بازار جلوگیری کنند و با خرید و فروش به



موقع قرارداد آتی، زیان خود را کاهش دهند و یا از آن جلوگیری کنند. با انجام این قراردادهای طرفین از اطمینان نسبی برخوردار می‌شوند و به علاوه چنین قراردادهایی موجب ثبات بازار نقد می‌شوند.

۳) نقدینگی بالا: ریسک نقدینگی عبارت است از ناطمینانی نسبت به عدم امکان تبدیل دارایی‌ها به پول نقد در موقع ضروری. در بازارهای ارز در مقایسه با بازارهای مالی دیگر، نقدینگی بالایی وجود دارد و دارایی با کم‌ترین هزینه و با سرعت مناسب و به قیمت بازار به پول نقد تبدیل می‌شود و این به دلیل حضور شرکت‌کنندگان متعدد و گسترده است که تصفیه و داد و ستد را در بازار آسان کرده است؛ بدین مفهوم که همواره خریدار و فروشنده‌ای وجود دارد که سبب جذابیت این بازار می‌شود. همچنین به دلیل وجود بازار ثانویه برای قراردادهای آتی، خریدار و فروشنده هر زمان که اراده کنند، می‌توانند قرارداد خود را به پول نقد تبدیل کنند. وقتی دارایی مورد نظر به پول تبدیل شود می‌توانند در صورت لزوم قرارداد آتی با سررسید نزدیک‌تر خریداری کنند یا در زمینه دیگری سرمایه‌گذاری کنند.

۴) شفافیت اطلاعات: یکی از ویژگی‌های بازار ارز این است که هرگونه اطلاعات و اخبار سیاسی و اقتصادی به طور سریع و شفاف و یکسان در دسترس است. در نتیجه، کامل بودن اطلاعات تمامی شرکت‌کنندگان، در بازار آتی ارز نیز موجب انعکاس اطلاعات در قیمت‌ها می‌شود که سبب کارایی قرارداد آتی ارز به‌عنوان ابزار این بازار است.

۵) هزینه پایین معاملات: در قراردادهای آتی ارز به دلیل ویژگی رقابت جهانی و افزایش شرکت‌کنندگان در این بازار، هزینه معاملات پایین است.

۶) استاندارد شدن قراردادها: کلیه قراردادهایی که در بازار بورس معامله می‌شوند از نظر کمیت و کیفیت باید استاندارد باشند و به صورت همگن در بازار سرمایه وجود داشته باشند. بنابراین دارایی‌هایی که برای معامله وارد بورس می‌شوند به قرارداد استاندارد تبدیل می‌شوند و خرید و فروش آن‌ها در بازار ثانویه به راحتی امکان‌پذیر

می‌شود؛ بدین معنا که لازم نیست از همان ابتدا خریدار و فروشنده نهایی یکدیگر را بیابند و بدین صورت از منابع موجود به بهترین وجه استفاده می‌شود. (۷) تضمین معاملات توسط اتاق پایاپای بورس: تضمین عملکرد مالی قراردادهای آتی در بورس از سوی اتاق پایاپای، پشتوانه قابل اطمینانی برای طرفین معامله در اجرای سالم قراردادهای آتی است.

(۸) اهرم مالی: مبادله ارزها در بازار حالتی را ایجاد می‌کند که می‌توان با تشخیص جهت گرایش بازار به سود دست یافت و وجود سودهای بزرگ یکی از جذابیت‌های بازار ارز است. هر چند معامله قراردادهای آتی ارز ریسک نامحدودی در بردارد، اما در عین حال به معامله‌گران فرصت به دست آوردن سود نامحدود را نیز می‌دهد.

(۹) امکان کسب سود بدون مالکیت بر آن: در قراردادهای آتی برای این‌که سرمایه‌گذار قادر به فروش قرارداد آتی باشد، نیاز به مالکیت آن کالا یا دارایی معین ندارد، بلکه با عمل پیش‌فروش می‌تواند یک قرارداد آتی را در بازار بفروشد و در صورت نیاز به تحویل، آن را از بازار فیزیکی تهیه کند. چنانچه مشتری تمایلی به تحویل کالا نداشته باشد با گرفتن یک موقعیت معکوس از بازار خارج می‌شود. بنابراین با این مزیت، ورود و خروج آزادانه که یکی از شرایط کارایی است، محقق می‌شود.

۳-۳. تحلیل اقتصادی ضروری در قراردادهای آتی ارز

ضروری (بورس‌بازی) از نظر اصطلاحی، فعالیتی اقتصادی است که به انگیزه کسب سود است و ضرورزان با پیش‌بینی تغییر قیمت به خرید و فروش اقدام می‌کنند. مورد معامله ممکن است کالا، اوراق بهادار و یا ارز باشد.

ضرورزان در قراردادهای آتی ارز، معامله‌گرانی هستند که به قصد ضروری وارد بازار آتی می‌شوند و خطر مورد پوشش خطرگريزان را می‌خرند و هدف آن‌ها کسب سود و منفعت است. به طور مثال «الف»، یک میلیون پوند دارد و تصمیم به ضروری روی تغییرات ارزی دارد. فرض کنید «الف» بر این باور است که ارزش فرانک سوئیس در



برابر پوند افزایش می‌یابد. «الف» می‌تواند پوند را بفروشد و با آن فرانک بخرد و این کار را با نرخ $2/40$ فرانک سوئیس = ۱ پوند انجام دهد. او در حال حاضر $2/4$ میلیون فرانک سوئیس دارد و بعداً ممکن است تصمیم به خرید دلار داشته باشد؛ چرا که معتقد است ارزش دلار افزایش می‌یابد. او ممکن است فرانک خود را در نرخ $1/5$ فرانک سوئیس = ۱ دلار بفروشد و $1/6$ میلیون دلار بخرد. بعد از این نرخ برابری پوند/دلار ممکن است $1/55$ دلار = ۱ پوند باشد. اگر سرمایه‌گذار بخواهد دلار خود را به پوند تبدیل کند، 1032258 پوند (یعنی $1/66$ تقسیم بر $1/55$ میلیون دلار) می‌شود و لذا سود حاصل از ضروری حدود ۲۲ هزار پوند خواهد شد. بیش‌تر اوقات، ضرورزان دارایی‌هایی را می‌خرند که به آن نیازی ندارند تا در آینده براساس پیش‌بینی، هنگامی که قیمت آن‌ها افزایش یافت، با فروش آن سود کسب کنند. گاهی نیز به فروش یک دارایی که به آن نیاز دارند اقدام می‌کنند؛ زیرا کاهش قیمت آن را پیش‌بینی می‌کنند و در صورت تحقق پیش‌بینی، آن را با قیمت پایین‌تر خریداری می‌کنند.

ضروری در بورس زمانی تحقق پیدا می‌کند که طرفین معامله به جای انجام تعهدات در باب تسلیم دارایی توسط فروشنده آن و پرداخت بها توسط خریدار، تنها به پرداخت تفاوت بها در روز معامله مبادرت می‌کنند. از این رو بسیاری از خرید و فروش‌ها در بازار ثانویه واقعی نیستند و دارایی رد و بدل نمی‌شود. به عبارت دیگر بسیاری از خرید و فروش‌ها به معنای خرید و فروش واقعی که متضمن تغییر مالکیت دارایی باشد، نیست (کلریز، ۱۳۷۴، ص ۱۰۲-۱۰۱). در ارتباط با ضروری در معاملات آتی دو دیدگاه متفاوت وجود دارد. عده‌ای موافق با ضروری و برخی مخالف آن هستند و به دلیل آن‌که ضروری رفتار مسلط در مبادلات مشتقات از جمله مبادلات آتی است، یکی از چالش‌ها در مورد اعتبار قراردادهای آتی است.

این پرسش همچنان مهم و سزاوار تأمل دوباره است که آیا با آنچه در بالا گفته شد ضروری در قراردادهای آتی ارز همچنان کارآمد است و به تبع آن برای اقتصاد مفید است؟

۳-۳-۱. آثار منفی خطرورزی

اصطلاح خطرورزی به خودی خود برداشتی منفی را به ذهن متبادر می‌سازد. بنابراین پیامدهای ناخواسته منفی نخستین آثاری است که در این ارتباط باید مدنظر قرارگیرد. برخی بر این باورند که سرمایه‌گذاران در بازار سرمایه به دو گروه تقسیم می‌شوند: سرمایه‌گذارانی که بعد از بررسی دقیق و براساس اطلاعات قابل اعتماد سرمایه‌گذاری می‌کنند. این خطرورزان از طریق روش‌های آماری، فنی و سایر ابزارهای پیش‌بینی اوضاع بازار، اقدام به انجام معاملات می‌کنند که براساس میزان صحت و درستی پیش‌بینی‌های خود، سود کسب می‌کنند یا دچار زیان می‌شوند. این نوع خطرورزی سودمند و از جهت اجتماعی سالم ارزیابی می‌گردد. گروه دوم کسانی هستند که براساس جریان تغییر قیمت‌ها و گاهی بر پایه شایعات، خرید و فروش می‌کنند. هر چه تعداد معاملات بیشتر باشد، فرصت بیش‌تری برای کسب سود آن‌ها فراهم می‌شود و تکرار فرایند خرید و فروش عامل اصلی کسب منفعت است. به دیگر سخن، هدف اصلی به دست آوردن سود حاصل از نوسانات قیمت بدون هر گونه قصد سرمایه‌گذاری است. این خطرورزان به خرید و فروش چیزهایی می‌پردازند که نه می‌توانند آن‌ها را مصرف کنند و نه می‌توانند در تجارت خود از آن‌ها استفاده کنند. برای انجام قرارداد جدید بر روی کالا هیچ کار مولدی مانند تبدیل ماده اولیه به کالای دیگر و یا حتی ایجاد بهبودی در کالای موضوع داد و ستد نکرده‌اند و در نتیجه هیچ ارزشی به آن اضافه نمی‌کنند. همچنین آن‌ها تبانی و اشاعه اخبار نادرست و اطلاعات گمراه‌کننده را یکی از دلایل مخالف با خطرورزی می‌دانند؛ به این دلیل که یکی از عوامل مؤثر بر تغییر قیمت، عامل روانی است. اگر اخباری منتشر شود مبنی بر وضعیت نامناسب اقتصادی، تغییر بهای کالا مشخص و...، قیمت دارایی مورد نظر پایین می‌آید و در مقابل آن اگر بهبود در وضعیت اقتصادی باشد، قیمت افزایش می‌یابد. خطرورزان هنگام فروش، اخبار بهبود وضعیت اقتصادی را منتشر می‌کنند و در هنگام خرید، با تبلیغات منفی موجب کاهش آن می‌شوند و برای



دستیابی به این امر با یکی دیگر تبانی می‌کنند و از این رهگذر صاحب سود کلانی می‌شوند. بنابراین، آن‌ها با دستکاری قیمت‌ها و با ایجاد قیمت‌های کاذب و غیر واقعی، قیمت را به سمت و سویی که می‌خواهند سوق می‌دهند (صالح آبادی، ۱۳۸۲، ص ۵۷-۵۴) (تهرانی، ۱۳۸۵، ص ۹۸-۹۷). دلیل دیگر، ایجاد بحران‌های مالی است. خرید به منظور ضروری، بر روی قیمت‌ها اثر می‌گذارد و نرخ‌ها بی‌جهت از قیمت واقعی بیش‌تر می‌شود؛ زیرا تقاضا به صورت مصنوعی بالا می‌رود و در فروش با هدف ضروری، قیمت‌ها کم‌تر از قیمت واقعی خود می‌شوند. هنگامی که ضرورزان به خرید در حجم بالا اقدام می‌کنند، قیمت شروع به افزایش می‌کند و سرمایه‌گذاران عادی به این امر اعتماد می‌کنند و به بازار بورس جذب شده، به امید کسب سود، این جریان را ادامه می‌دهند که حلقه‌ای از خریدهای متوالی ایجاد می‌شود و قیمت به طور نمایشی بالا می‌رود. به دنبال این پدیده، ضرورزان به فروش اقدام می‌کنند و سود زیادی را به دست می‌آورند و وقتی شرایط عادی گشت، قیمت‌ها کاهش می‌یابد و باعث سقوط بازار بورس و ایجاد بحران مالی می‌گردد. این بحران مالی می‌تواند کل بازارهای مالی را دچار بحران کند. برای نمونه می‌توان به بحران مالی ۱۹۹۷ جنوب شرقی آسیا اشاره کرد. در سال ۱۹۸۵ اقتصاد کشورهای جنوب شرقی آسیا رشد چشمگیری را تجربه کرد و صادرات آن‌ها از کالاهای ساده و مواد اولیه غیر نفتی آغاز و به سمت صنایع الکترونیک تغییر مسیر داد. در سال ۱۹۹۵ افزایش نرخ برابری دلار به یین بر اثر توانمندی تدریجی اقتصادی آمریکا به گران شدن صادرات آسیای جنوب شرقی و در نتیجه به بحران تجاری منجر شد. استفاده از نرخ ارز تثبیت شده، در برابر حملات ضرورزان توان دفاعی نداشت و گسترش ضروری ارز منجر به سقوط شد. رهبرانی همچون ماهاتیر محمد نخست وزیر وقت مالزی همه گناهان را به گردن ضرورزان انداخت و آن را پدیده غیراخلاقی دانست که باید غیرقانونی اعلام شود (شاهنده، ۱۳۷۷، ص ۱۵۲). همچنین می‌توان به بحران دهه ۳۰ و سال‌های ۱۹۳۰ نیویورک اشاره کرد که در آن اقتصاد آمریکا سقوط کرد و بیش‌ترین آسیب را بر کشورهای ضعیف و کم‌تر توسعه یافته وارد کرد. دلیل دیگر شباهت

خطرورزی با قمار است. کین هاید موشا کوچی متفکر جهان سرمایه‌داری از این پدیده به سرمایه‌داری کازینونی یاد می‌کند و مقابله با آن را از وظایف بشر برمی‌شمارد. از دید او غرق‌شدگان در پدیده خطرورزی نه تنها قوانین قمار را بر بازار حاکم می‌کنند، بلکه دولت‌ها را نیز مجبور می‌کنند تا مقیاس‌ها و میزان‌های ارزیابی خود را در راستای اهداف و خواسته‌های آنان شکل دهند. علاوه بر این، خطرورز تدریجاً شغل مشروع خود را ترک می‌کند و به قمار که سود آن سهل‌الوصول است، مشغول می‌شود و به تخریب اقتصاد می‌پردازد. بدبینان معتقدند که سرمایه‌داری مبتنی بر خطرورزی، غیرعقلایی و غیرمنطقی است و عدالت اجتماعی را نادیده گرفته، زمینه‌ای را فراهم می‌کند که همگی به دنبال آن باشند تا ثروت را نه از راه انجام کار سخت، بلکه از راه قمار به دست آورند. آن‌ها معتقدند که دنیای خطرورزی و قمارهای مالی، در حال رشد شدیدی است و صاحب‌نظران و اقتصاددانان که طرفدار فعالیت سالم و مولد اقتصادی هستند باید توجه بیشتری به این مسأله کنند (موشا کوچی، ۱۳۸۰، ص ۱۱۷-۱۱۵).

۳-۳-۲. مزایا و کارکرد مثبت خطرورزی

همان‌گونه که پیش‌تر اشاره شد در برخورد با اصطلاح و پدیده خطرورزی بیش‌تر پیامدهای منفی آن به ذهن متبادر می‌می‌گردد، هرچند و همچنان که در بالا دیده شد خطرورزی به‌درستی آثار منفی اقتصادی و اجتماعی در پی دارد. با این حال برای چنین پدیده اقتصادی-اجتماعی آثار سودمندی را می‌توان برشمرد. در توجیه و حمایت از دادوستدهای خطرورزانه سه دلیل عمده برشمرده شده است:

(۱) افزایش حجم معاملات و نقدینگی بالا: نکته مهمی که در بازار قراردادهای آتی وجود دارد مسأله نقدشوندگی است. پایین بودن نقدشوندگی، ریسک معامله آتی را برای سرمایه‌گذار آنقدر بالا می‌برد که دلیل وجودی اولیه آن که کاهش ریسک سرمایه‌گذاری است، از بین می‌رود. برای این‌که نقدشوندگی در بازار وجود داشته باشد، غیر از سرمایه‌گذاران واقعی، نیاز به افرادی است که ریسک‌پذیر باشند. فعالیت‌های خطرورزان



به معاملات در بورس کمک می‌کند و هرچه فعالیت‌های آن‌ها زیاده‌تر باشد، خاصیت نقد شوندگی بازار افزایش می‌یابد؛ بدین معنا که چون ضرورزان پیش‌بینی‌های مختلفی از آینده دارند، برخی از ایشان کاهش قیمت را پیش‌بینی می‌کنند و به فروش دارایی اقدام می‌ورزند و گروهی دیگر افزایش قیمت را پیش‌بینی کرده، به خرید اقدام می‌کنند. بر این اساس هم فروشنده و هم خریدار در بازار وجود دارد. به عبارت دیگر مداومت بازار، عمدتاً به دلیل وجود خریداران و فروشندگانی است که مایلند با اندکی تفاوت در قیمت اقدام به معامله کنند و این امر موجب افزایش حجم معاملات می‌شود (گلریز، ۱۳۷۴، ص ۱۰۵). بنابراین ضرورزی یک نقش مثبت است که به نقدشوندگی معاملات و در نتیجه کاهش هزینه‌های سرمایه‌گذاری کمک می‌کند. اگر سیستم به طور شفاف و درست کار کند و دو طرف معامله، ریسک‌ها را آگاهانه بپذیرند، در این صورت هم قیمت‌ها واقعی‌تر می‌شوند و هم هزینه‌های معاملات، بدون هرگونه اخلاف در بازار کاهش پیدا می‌کنند و این امر برای اقتصاد نیز مفید خواهد بود.

۲) جلوگیری از نوسانات شدید قیمت‌ها: از آن‌جا که تقاضای خرید و فروش دارایی در طول یک دوره زمانی برای نمونه یک ماه به طور منظم توزیع نشده‌اند و در مواقعی تقاضا بیشتر از عرضه و در مواقعی عرضه بیشتر از تقاضا است، لذا طبیعی است که قیمت نوسان داشته باشد و هنگامی که قیمت دارایی پایین است، برای ضرورز که افزایش قیمت را در آینده پیش‌بینی می‌کند، انگیزه ایجاد می‌کند که وارد بازار شده، به خرید آن اقدام کند. با این کار او از کاهش بیشتر قیمت جلوگیری می‌کند. برعکس هنگامی که قیمت دارایی افزایش می‌یابد او به فروش آن اقدام می‌کند که از افزایش بیشتر قیمت آن ممانعت به عمل خواهد آمد و بازار به سمت تعادل می‌رود. در غیر این صورت خطرگريزان همواره باید قیمت پیشنهادی را افزایش یا کاهش دهند تا خریداران و فروشندگان را جذب کنند. به طور مثال اگر قیمت دارایی معینی ۲۰۰۰ ریال باشد و عرضه و تقاضا در روزهای هفته به طور مساوی تقسیم شده باشد، یک ضرورز موفق می‌تواند به تعدیل نوسان قیمت‌ها کمک کند؛ زیرا او در روز یکشنبه با پیش‌بینی افزایش

قیمت در آینده اقدام به خرید خواهد کرد و آن را در روز سه شنبه به فروش خواهد رساند. در نتیجه با خرید دارایی توسط او در روز یکشنبه از کاهش بیش‌تر قیمت جلوگیری خواهد شد و با فروش آن در روز سه شنبه از افزایش بیش‌تر قیمت جلوگیری می‌شود (گلریز، ۱۳۷۴، ص ۱۰۴).

در بازار ارز نیز ضرورزان، شوک‌های مازاد بازار را جذب کرده، وضعیت را تثبیت می‌کنند و نوسانات زیاد قیمت‌ها را کاهش می‌دهند و موجب اطمینان در بازار شده، همچنین برای اقتصاد سودمند هستند (معصومی نیا، ۱۳۸۹، ص ۳۷).

۳) واقعی‌تر شدن قیمت‌ها: ضرورزان موفق آینده را به‌خوبی پیش‌بینی می‌کنند و نظر آنان در مورد ارزش ذاتی دارایی به ارزش واقعی دارایی نزدیک می‌شود. بنابراین ضرورز موفق، انحراف قیمت‌ها را از ارزش واقعی کاهش می‌دهد. لذا اگر خریداران عادی دارایی، افزایش بهای دارایی را در آینده کم‌تر از میزان واقعی آن پیش‌بینی کنند، موجب می‌شوند قیمت فعلی این دارایی پایین‌تر از میزان واقعی تعیین شود. در این صورت ضرورزان موفق آن را می‌خرند تا در آینده با قیمت بالاتر به فروش برسانند. تأثیر چنین فرایندی آن است که قیمت فعلی بازار افزایش یافته، قیمت‌ها واقعی‌تر می‌شود. برعکس، هرگاه خریداران خوش‌بین باشند که قیمت‌های جاری افزایش می‌یابد، ضرورزان شروع به پیش‌فروش دارایی خواهند کرد؛ زیرا پیش‌بینی می‌کنند که در آینده همین دارایی را به بهای کم‌تری به دست می‌آورند. بنابراین شروع به پایین کشیدن قیمت آن دارایی‌ها می‌کنند و قیمت جاری را به قیمت‌های واقعی نزدیک تر کرده (گلریز، ۱۳۷۴، ص ۱۰۵)، کارایی بازار را افزایش می‌دهند؛ زیرا در یک بازار کارا قیمت‌ها منعکس‌کننده اطلاعاتی هستند که در اختیار طرفین معامله قرار می‌گیرد. در چنین بازاری، اگر اطلاعات تازه‌ای در اختیار عموم قرار گیرد مثلاً اطلاعاتی در مورد وضعیت سودآوری، قیمت‌ها متناسب با جهت اطلاعات تغییر می‌کنند (فطانت؛ آقاپور، ۱۳۸۰، ص ۲۷). ضرورزان سبب انعکاس آخرین اطلاعات بازار می‌شوند، زیرا هدف ضرورزان کسب سود از طریق



معاملات، بدون از دست رفتن فرصت است و آن‌ها از اطلاعات در بازار به بهترین شیوه ممکن بهره می‌برند.

۴. نتیجه گیری

ابزارهای مالی زمانی که براساس تحلیل‌های اقتصاد خرد قابل توجیه باشند، نقش آفرین هستند و برای تثبیت در بازار باید کارایی لازم را داشته باشند؛ بدین معنا که اگر معامله در شرایط رقابت کامل صورت بگیرد، کارآمد است. هرچند نقص‌هایی بر این قراردادها مترتب است، ولی مزایای بسیاری از جمله کشف قیمت و پوشش ریسک، شفافیت اطلاعات در بازار، نقدینگی بالا، هزینه پایین معاملات، ضابطه‌مند بودن قراردادها، تضمین معاملات توسط اتاق پایاپای و اهرم مالی، بازار آتی را به بازار کارا نزدیک‌تر می‌کند. به‌علاوه سامانه گرفتن حساب ودیعه توسط اتاق پایاپای منجر به مبارزه با فرصت‌طلبی، تسهیل محاسبه ریسک و همچنین تسهیل نقض کارآمد می‌شود. ویژگی ضابطه‌مند بودن قراردادها سبب کاهش هزینه معاملاتی است؛ بدین معنا که وجود افراد خطرورز در معاملات آتی ارز تخصیص خطر صورت می‌گیرد و این ابزار با تمایلات و سلیقه‌های افراد گوناگون منطبق است و طرق مختلف خروج از بازار آتی سببی برای اجرای معاملات کارآمد می‌شود.

سه دلیل عمده برای حمایت از وجود خطرورزان در بازار آتی وجود دارد: سبب افزایش حجم معاملات و نقدینگی بالا می‌گردند، از نوسانات شدید قیمت‌ها جلوگیری می‌کنند و سبب واقعی‌تر شدن قیمت‌ها می‌شوند. در نتیجه برای بازار آتی و نیز برای اقتصاد مفید هستند و فعالان اقتصادی به سمت خدمات کنترل ریسک پیش می‌روند. با توجه به بررسی‌های انجام شده و معرفی ابزارهای مشتقه و انواع آن از جمله قراردادهای آتی ارز، می‌توان با توجه به شرایط بازار و امکانات از آن‌ها استفاده کرد؛ زیرا با استفاده از آن می‌توان به کاهش عدم اطمینان و ریسک و بی‌ثباتی قیمت‌ها در

آینده و دور بودن از نوسانات نامطلوب کمک کرد و ضرر ناشی از اطمینان را به وسیله تضمین‌های این ابزارها کاهش داد.

۵. منابع

۱-۵. فارسی

۱. اچ. لفت ویچ، ریچارد، (سیستم قیمت‌ها و تخصیص منابع تولیدی)، ترجمه میر نظام سجادی، (چ ۱)، تهران، انتشارات دانشگاه علامه طباطبایی، ۱۳۸۷.
۲. بهاروندی، احمد، شعبانی، احمد، «بررسی فقهی قراردادهای پوشش ریسک دارایی‌های ارزی»، فصلنامه علمی پژوهشی اقتصاد اسلامی، سال هفتم، شماره ۳۱، ۱۳۸۷.
۳. تهرانی، رضا، قدرتی، علیرضا، «بورس بازی از دیدگاه فقه اسلامی (مورد پژوهشی بورس اوراق بهادار تهران)»، فصلنامه تحلیلی جامعه حسابداران رسمی ایران، سال سوم، شماره ۱۰، ۱۱، ۱۳۸۵.
۴. جهانخانی، علی، عبیده تبریزی، حسین، «نظریه بازار کارآی سرمایه»، مجله تحقیقات مالی، دوره اول، شماره اول، ۱۳۷۲.
۵. حسین زاده، جواد، «بررسی حقوقی ساختار و اعتبار قرارداد آتی یکسان»، مجله حقوقی دادگستری، فصلنامه علمی - پژوهشی قوه قضائیه، سال هفتم و ششم، شماره ۸۰، ۱۳۹۱.
۶. درخشان، مسعود، (مشتقات و مدیریت ریسک در بازارهای نفت)، (چ ۲)، تهران، موسسه مطالعات بین‌المللی انرژی، ۱۳۹۰.
۷. سازمان بورس اوراق بهادار اداره مطالعات و بررسی‌های اقتصادی، «بحران در آسیای جنوب شرقی»، مجله اطلاعات سیاسی - اقتصادی، سال سیزدهم، شماره ۱۳۱ - ۱۳۴، ۱۳۷۷.
۸. شاهنده، بهزاد، «یک سال پس از بحران مالی آسیا»، مجله اطلاعات سیاسی - اقتصادی، سال ۱۳، شماره ۱۳۱ - ۱۳۴، ۱۳۷۷.

۹. صالح آبادی، علی، «بورس بازی در بازار سهام از دیدگاه اسلام»، فصلنامه پژوهشی دانشگاه امام صادق (ع)، شماره ۲۰، ۱۳۸۲.
۱۰. عیسائی تفرشی، محمد، حاجیان، محمد مهدی، محقق داماد، سید مصطفی، یاوری، کاظم، «مقایسه قرارداد آتی با قراردادهای قمار در حقوق انگلستان و حقوق ایران»، پژوهش‌های تطبیقی، دوره ۱۵، شماره ۲۰، ۱۳۹۰.
۱۱. فراهانی زمانی، مجتبی (پول، ارز، بانکداری)، (چ ۱)، تهران، نشر ترمه، ۱۳۸۹.
۱۲. فرجی، یوسف، (پول، ارز، بانکداری)، (چ ۱)، تهران، شرکت چاپ و نشر بازرگانی وابسته به موسسه مطالعات و پژوهش‌های بازرگانی، ۱۳۸۵.
۱۳. فطانت، محمد، آقاپور، ابراهیم، (اوراق اختیار معامله در بازار سرمایه)، (چ ۱)، تهران، پژوهشکده پولی و بانکی، ۱۳۸۰.
۱۴. کویل، برایان، (مقدمه‌ای بر ریسک ارزی)، ترجمه مریم خلیلی عراقی، (چ ۱)، تهران، دانشگاه آزاد اسلامی، ۱۳۸۹.
۱۵. گلرین، حسن، (بورس اوراق بهادار با توجه خاص به بورس اوراق بهادار تهران)، (چ ۱)، تهران، انتشارات امیرکبیر، تهران، ۱۳۷۴.
۱۶. معصومی نیا، غلامعلی، (ابزارهای مشتقه بررسی فقهی - اقتصادی)، (چ ۱)، تهران، سازمان انتشارات پژوهشکده فرهنگ و اندیشه اسلامی، ۱۳۸۹.
۱۷. معین، محمد، (فرهنگ فارسی)، (ج ۱)، (چ ۱)، تهران، موسسه انتشارات امیر کبیر، ۱۳۷۹.
۱۸. موسویان، عباس، (بررسی فقهی اقتصادی ابزارهای مالی (صکوک))، (چ ۱)، تهران، انتشارات پژوهشگاه فرهنگ و اندیشه اسلامی، ۱۳۸۶.
۱۹. موشا کوچی، کین هاید، «دولت‌های ضعیف و کارکرد سرمایه داری کازینونی) سرمایه داری مبتنی بر سفته بازی»، نشر فرهنگ اندیشه، سال اول، شماره دوم، ۱۳۸۰.

20. J Swan, Edwards, «United States & United Kingdom The Futures Explained», *The Future & Derivatives Law Review*, Issue 3, 1994 .
21. James, R.W Kolb, A Overdahl, (*Financial Derivatives Pricing and Risk Management*), Wiley & Sons, 2th Edition, Inc, 2010 .
22. James, Simon, (*The Law of Derivatives*), LLP, London, UK, 1999.
23. Kamali, Mohammad Hashim, (*Islamic Commercial Law, an Analysis of Futures and Options*), UK, Islamic Texts Society, Cambridge, 2003.
24. Posner, Richard, (*A economic analysis of law*), USA, 5th Edition, New York: Aspen Law & Business, 1998.
25. R.W Kolb, (*Futures, Options and Swap*), UK, 2th Edition, Blackwell, Oxford, 1997.