مجله اقتصادی - ماهنامه بررسی مسائل و سیاست‌های اقتصادی
شماره ۱۱، بهمن ۱۳۹۰، صفحات ۱۹۸ - ۱۸۵

میز گرد

# روش‌های پوشش ریسک نوسانات نرخ ارز در بازارهای آتی

## ورود به بحث: نجار فیروزجائی:

**در ششمین نشست از مجموع نشست‌هایی که در سال جاری برای بررسی موضوع تأمین مالی پیش‌بینی شده است "روش‌های پوشش ریسک نوسانات نرخ ارز در بازارهای آتی" است. براین اساس، ابتدا جناب آقای علی سنگینیان معاون ناشران و اعضاء شرکت بورس اوراق بهادار و سپس آقای مرتضی ذکاوت رئیس اداره مدیریت ریسک بانک توسعه صادرات و درنهایت آقای سیداحمدرضا جلالی نائینی عضو هیئت علمی و مدیر گروه اقتصاد موسسه عالی آموزش و پژوهش مدیریت برنامه‌ریزی مطالب خود را مطرح خواهند کرد و درادامه میهمانان ارجمند، به پرسش‌های حضار پاسخ خواهند گفت.**

## سنگینیان:

با تشکر از فرصتی که در اختیار من قرار دادید من در این فرصت کم فقط در مورد الگویی که در بورس تهران برای تحولات ارز تعریف شد و به دلایلی متوقف شد. مطالبی به شرح ذیل مطرح می‌گردد:

نکته مهمی که در بحث تعادل بازار ارز باید به آن بپردازیم، نوسان نرخ ارز است. نوسان نرخ ارز برای تولیدکننده‌ها، صادرکننده‌ها یا واردکننده‌ها و یا مؤسسات اهمیت بسیاری دارد. دلیل آن اینست که اگر نوسان نرخ ارز غیرقابل پیش‌بینی باشد می‌تواند بر تصمیمات سرمایه‌گذاری و یا توجیه اقتصادی طرح اثر بگذارد و فعالیت فعالان اقتصادی را تحت شعاع قرار دهد. نوسانات نرخ ارز طی سال‌های (۱۳۸۹-۱۳۸۶) تقریباً ۶ درصد روزانه برای دلار نوسان داشته و این نوسان برای یورو ۲۰ درصد بوده، بنابراین ملاحظه می‌کنیم که نوسانات نرخ ارز در بازار ما نوسانات قابل‌توجهی است و اگر کسی فعالیت اقتصادی انجام می‌دهد و یا مبادلات ارزی انجام می‌دهد باید برای این نوسانات فکری بکند، اما تا آنجا که می‌دانیم متأسفانه هیچ ابزاری برای پوشش‌دهی نرخ ریسک در بازار ما موجود نیست.

در دنیا کارهای مختلفی از سال‌های گذشته و یا حتی می‌توان گفت از قرن‌های گذشته درخصوص پوشش ریسک نرخ ارز ایجاد شده و ابزارهایی طراحی‌شده که کاربرد هم داشته است. به‌عنوان نمونه، بارز فارکس که بازار بزرگ ارزی است در واقع Forward ارز است، همچنین Futuresها، Optionها

[ Downloaded from ejip.ir on 2025-09-03 ]

و Swapها که در مورد نرخ ارز کاربرد دارند. هرکدام در حوزه کارکردی که دارند پوشش خاصی ایجاد می‌کنند و بازیگران خاصی از این ابزارها استفاده می‌کنند و اما اینکه چرا اصلاً در بورس بحث ارز کار شده و در واقع چرا بورس تهران در این موضوع پیش قدم شده چون براساس تئوری بورس‌ها در واقع بورس اوراق بهادار دو وظیفه تعیین شده و دو مأموریت اساسی دارد. مأموریت اصلی، تأمین مالی درازمدت بنگاه اقتصادی است. کارکرد اصلی اینها فاینانس بلندمدت است و وظیفه دوم، مدیریت ریسک است که ازطریق ابزارهای پوشش ریسک سرمایه‌گذار در مورد تصمیمات سرمایه‌گذاری ریسک‌هایش را پوشش می‌دهد. در واقع تصور من این است که اگر بتوانیم ابزارهایی برای پوشش ریسک ارز داشته باشیم مانند Option یا Forward یا هرکدام چند تا دستاورد می‌توانند برای اقتصاد ما داشته باشد. نخست این است که اثر ناپایداری را روی تصمیمات اقتصادی از بین می‌برد و فعالان ابزاری برای پوشش ریسک دارند، دوم نیاز به مداخله را کاهش می‌دهد یعنی بانک مرکزی کمتر نیاز پیدا می‌کند در بازار مداخله کند دلیل آن اینست که بخشی از تصمیمات فعالین بازار ارز در آنجا با هم تلاقی می‌یابد و به‌نوعی قیمتی تعیین می‌شود که می‌تواند به نوعی انتظارات بازار را نشان دهد تا حدی شاید بتواند نیاز مداخله بانک مرکزی را کمتر بکند و سوم معیاری ایجاد می‌کند که ما بتوانیم رفتار آتی ارز را پیش‌بینی کنیم یکی از کارکردهای ابزار مشتقه این است که در قراردادهای بلندمدت براساس پیش‌بینی‌های فعالان بازار نرخ ارز بالا می‌رود. اگر قراردادهای آتی سکه را پیگیری کنید مثلاً قراردادهای دی ماه و اسفندماه و اردیبهشت را اگر مقایسه بکنید می‌بینید که هر دوره با قیمت بالاتر بسته می‌شود. یعنی قراردادهای اردیبهشت با قراردادهای بهمن ماه بالاتر بسته می‌شود و این نشان می‌دهد که فعالان بازار سکه انتظارشان این است که قیمت سکه بالا می‌رود. همین دغدغه را می‌توانیم در بازار ارز داشته باشیم و به نوعی انتظارات فعالان بازار را در مورد نرخ ارز داشته باشیم. درخصوص بازار ارز ابزاری نداریم یک سری اقدامات انجام شده یکی را بانک توسعه صادرات انجام داده است که آقای ذکاوت دراین خصوص توضیح می‌دهند بانک توسعه صادرات ابزاری ایجاد کرده خیلی کاربردی نشده و یا اگر شده خیلی محدود بوده، دیگری بیمه ارزی است که بیمه ایران آن‌را معرفی کرده است و عملاً خیلی کارکردی نداشته و استقبالی از آن نشده آخرین مورد آیین‌نامه اجرای معادلات ارز بوده که بانک مرکزی آن را معرفی کرده در توضیح این ابزار هم نمی‌تواند نیازهای بازار ما را پاسخ بدهد. بنابراین ما به ابزار کارآمدتری برای بازار نیاز داریم چیزی که بانک مرکزی معرفی کرده بیشتر در مورد معادلات آتی ارز بوده اما از نظر شکلی پیمان آتی ارز است یعنی Forward ارز است و Futures نیست. ویژگی‌هایی که Forwardها دارند اینست که Forwardها قبل از Futuresها بودند، در واقع ساختار غیراستانداردتری نسبت به فیوچرزها دارند و عمدتاً در بورس‌ها معامله نمی‌شوند یعنی دوطرفه هستند و یک سری محدودیت دارند. فورواردها براساس نیازهای اشخاص طراحی

[ Downloaded from ejip.ir on 2025-09-03 ]

می‌شوند و شاید خیلی استاندارد نباشند اما یک سری کارکردها دارند و یک سری محدودیت‌هایی نیز دارند. اولاً نرخ‌هایی که تعیین می‌شوند رقابتی نیست چون در بازار نرخ تعیین نمی‌شود و نرخ براساس توافق دو طرف تعیین می‌شود و این نرخ در واقع از نرخ بازار غیربهینه‌تر است. کمیسیون‌ها و کارمزدهای خیلی بالاتری در این قراردادها بسته می‌شود چون دو طرف دارند با هم توافق می‌کنند و معمولاً چون اگر طرف معامله بانک باشد می‌تواند کارمزدهایش را تحمیل کند به طرف مقابل و اگر خیلی پیچیده باشد و بخواهیم چند قرارداد همزمان داشته باشیم و ریسک‌ها را پوشش بدهیم و این در بازار مشتقه خیلی اتفاق می‌افتد. شما در بازار نقدینگی قراردادی در خرید می‌گیرید و در بازار آتی Position فروش می‌گیرید یا دراختیار معامله Position متقابل را می‌گیرید و اینها در واقع همه کمک می‌کند که شما کمترین ریسک ممکن را بپذیرید. اما این در فوروارد امکان‌پذیر نیست. خیلی سخت است چون انعطاف پذیری لازم را ندارد و معمولاً برای بنگاه‌های بزرگ امکان‌پذیر است و بانک مرکزی از آن در طرح‌هایش استفاده کرده خیلی اشخاصی که نیازهای کمتری برای پوشش ارز دارند نمی‌توانند از آن استفاده کنند و معمولاً بازار دوم را ندارد و اگر شما موقعیت‌تان را ببندید بازار دومی وجود ندارد و شما نیازمندید با ریسک بالا و هزینه بالا موقعیت‌هایتان را ببندید و با توجه به اینکه این عمدتاً به صورت OTC[1] معامله می‌شوند و خارج از اتاق پایاپای تسویه می‌شوند در واقع ریسک خیلی بالایی دارند یعنی امکان دارد طرفین قصور کنند و این ریسک را پوشش ندهند. این امر در بورس‌های اروپایی و آمریکا یکی از مباحث مهم است. تسویه معاملات OTCها یکی از مشکلاتی است که بعد از بحران ۲۰۰۸ بسیار مطرح شده است و به نوعی تلاش می‌شود که آن را سازماندهی و قانونمند کنند. بانک مرکزی ساختاری طراحی کرده است که شبیه پیمان آتی ارز است و بنگاه‌های بزرگ اقتصادی از آن استفاده می‌کنند و نرخ آن براساس توافق مشتری با بانک تعیین می‌شود. نرخی که تعیین می‌شود نرخ بسیار قابل قبول و بسیار بهینه برای مشتری نیست و سررسید آن از یک ماه تا ۱۲ ماه است. براساس دستورالعمل نرخ‌ها می‌بایست در چارچوب نرخ‌های واقعی متعارف بازار باشد. اما این امر رعایت نمی‌شود. بانک تعهد کرده که در سررسید ارز را بدهد و مشتری توافق کرده که در سررسید پول را بدهد، بنابراین می‌بینید توافق طرفین است پس اتاق پایاپایی وجود ندارد که اگر یکی از طرفین به تعهدش عمل نکرد پایاپای بیاید و CCP[2] را انجام دهد. بنابراین اگر مشتری قصور کند در واقع بانک قصور نمی‌کند بانک می تواند نرخ‌هایش را تغییر دهد و از شما کارمزدهای بیشتری بخواهد و با نرخ‌های بیشتری قرارداد را انجام دهد و بانک می‌تواند کارمزد بگیرد. بانک یک طرف معامله است و نمی‌تواند از یک طرف معامله کارمزد بگیرد.

1. Over – The – Counter Market
2. Centeral Counter Party

[ Downloaded from ejip.ir on 2025-09-03 ]

کارمزد را کسی می‌گیرد که معامله را تسهیل می‌کند یا روی آن نظارت می‌کند و بانک یکسری وثیقه از مشتری می‌گیرد. البته در این‌گونه قراردادها وثیقه معنی ندارد، Margin[1] است شما در واقع باید بخشی از معامله را به طرفین اتاق پایاپای بدهند که تضمین می‌کند که اینها معاملاتشان را تسویه می کند و Option ارز زیاد موضوع بحث ما نیست و زیاد به آن نمی‌پردازیم و Swap[2] ارز است. موضوعی که روی آن کار شده است وبه نوعی طراحی شده و به شورای بورس پیشنهاد شده قرار داد آتی ارز یا Futures است که قرارداد دوطرفه‌ای است بین خریدار و فروشنده. یعنی کسی که موقعیت خرید می‌گیرد و کسی که موقعیت فروش می‌گیرد و با نرخ معاوضه مشخص ارز در سررسید مشخص طرفین معامله به تعهدشان عمل می‌کنند به اتاق پایاپای Margin می‌کنند. در تمام قراردادهای استاندارد Futures دارایی پایه آن ارز است که البته دارایی پایه می‌تواند هرچیزی باشد سهام، شاخص یا طلا باشد. در عمده بورس‌های دنیا قرارداهای Futures ارز معامله می‌شود که عمده آن بورس شیکاگو هست. آفریقای جنوبی کره و تعداد دیگری از بورس‌ها در این مورد فعالیت دارند معمولاً پول داخلی خودشان را با دلار یا یورو معاوضه می‌کنند عمدتاً یکی از دو جفت ارزی که تعیین می‌شود. یکی از آنها پول‌های داخلی و دیگری از ارزهای رایج است. در بعضی موارد عمدتاً یکی از هر دو طرف معامله با پول داخلی خودشان معامله می‌کنند. قرارداد آتی ارز در واقع با توجه به اینکه استاندارد است و در بورس‌های دنیا مورد استفاده قرار می‌گیرد دارای مزیت‌هایی است. اول اینکه نقدشوندگی آن زیاد است چون بازار دست دوم دارد. هر وقت یکی از طرفین بخواهد موقعیت‌هایش را ببندند اعم از اینکه در موقعیت فروش باشد یا نه در بازار می‌تواند این کار را انجام دهد، اندازه قراردادها در واقع کوچکتر می‌شود و تمام فعالان حوزه صنعت یا تجارت این بازار قابل دسترسی هستند. پوشش ریسک نیز دارد بدلیل اتاق پایاپای و اگر یکی از طرفین کوتاهی‌کند اتاق پایاپای معامله را تسویه می‌کند. سود و زیان در واقع به‌صورت روزانه تسویه می‌شود که یکی از ویژگی‌های اتاق قرارداد Futures است و کشف قیمت بهتر اتفاق می‌افتد به‌دلیل اینکه در بازار معامه می‌شود و بازار بهترین مکانیزم رقابت قیمت است و Futures در بازارهای منفی هم کسب سود می‌کنند. برای کسانی که در موقعیت فروش هستند در قرارداد آتی ارز از موقعیت تعهدی برخوردارند. خریدار در واقع تعهد به خرید ارز پایه در سررسید می‌دهد و فروشنده تعهد به فروش، بنابراین هردوی آنها تعهد دارند.کسب سود برای خریدار زمانی اتفاق می‌افتد که در واقع نرخ برابری افزایش پیدا کند. نرخ برابری واحد پول پایه افزایش پیدا می‌کند و برای فروشنده وقتی سود اتفاق می‌افتد که کاهش نرخ برابری داشته باشیم. چشم‌انداز سرمایه‌گذاری برای خریدار تقویت پول پایه است. خریدار در حقیقت وقتی وارد بازار

---

۱. تفاوت نرخ (سود ناویژه)

۲. Swap ارز یعنی معادلات تعویضی (ترکیب یک معادله نقدی و یک معادله سلف به طور همزمان)

[ Downloaded from ejip.ir on 2025-09-03 ]

می‌شود که انتظار دارد پول پایه که همان دلار یا یورو است تقویت شود و چشم‌انداز سرمایه‌گذاری برای فروشنده تضعیف پول پایه است. به‌طور معمول معامله‌گران این بازار کسانی هستند که در فاینانس یا تجارت فعال هستند و کسانی که تجارت انجام می‌دهند و کسانی که حالا در صنعت فعالیت می‌کنند نیاز دارند محصولشان را طبق نرخ ارز بفروشند تا با ارز مواد اولیه‌اش را وارد کنند. بنابراین اینها عمده کسانی هستند که در این بازار فعالیت می‌کنند، اما همیشه در بازارها یک سری افراد از نوسانات ارز کوتاه‌مدت استفاده می‌کنند و این به متعادل‌ترکردن بازار کمک می‌کند و کشف قیمت بهتر می‌شود. پس قرارداد آتی ارز قرارداد استانداردتری است و در بورس‌ها معامله می‌شود. حراج پیوسته دارد و کشف قیمت بورس انجام می‌شود و وجه تضمین روزانه در اتاق پایاپای تسویه می‌شود. در پیمان آتی ارز اتاق پایاپایی نداریم و توافقی است. ریسک اعتباری در قرارداد آتی ارز وجود دارد چون اتاق پایاپای در قرارداد آتی ارز ریسک اعتباری را پوشش می‌دهد و کارمزد قرارداد آتی ارز نسبت به پیمان آتی ارز شرایط بهتری ایجاد می‌کند.

بورس‌هایی که در آن قرارداد آتی ارز معامله می‌شود بورس شیکاگو، برزیل، مکزیک، آرژانتین، استرالیا عمده بورس‌های بزرگ دنیا هستند که از این ابزار برای معامله استفاده می‌کنند و این فرصت را برای فعالان بازار ایجاد می‌کنند. جمع‌بندی از این بحث این است که با توجه به حضوری که دولت ما در اقتصاد دارد و تصمیماتش می‌تواند در بازار اقتصاد کلان ارز اثر بگذارد و باتوجه به اینکه سیاست های ارزی ما به نوعی به سیاست‌های مالی دولت وابستگی دارد و همچنین وجود بازار غیررسمی طبیعی است که انتظار داشته باشیم نوسانات نرخ ارز را در بازار ارز داشته باشیم و این نوسانات قابل توجه باشد. بنابراین استفاده از ابزاری که نوسانات را پوشش دهد و بتواند ریسک سرمایه‌گذاران را نیز پوشش دهد، ضروری می‌باشد. قرارداد آتی سهم در بورس اوراق بهادار تهران راه‌اندازی شده است و نرم‌افزار آن تهیه شده و دراختیار بانک مرکزی نیز قرارگرفته است. هرچند که در کمسیون فنی بورس نمایندگان بانک مرکزی آن را تصویب کردند، اما نزدیک به ۶ ماه این طرح در بانک مرکزی عملاً مسکوت مانده است و لذا با توجه به عدم همکاری بانک مرکزی اجرا نشده است و در همین مرحله یعنی در طراحی ساختار مانده است و کارهای عملیاتی آن در بورس طراحی شده و مجوزهای لازم از طرف شورای بورس هنوز به بورس تهران داده نشده است.

[ Downloaded from ejip.ir on 2025-09-03 ]

**جلالی نائینی:**

به نام خدا وبا سلام خدمت حضار محترم از سخنرانی آقای سنگینیان از بورس خیلی استفاده کردم. من چند پیشنهاد درخصوص امکان ایجاد بازار سلف یا بازار آتی ارز دارم:

۱. لازمه راه‌اندازی بازار آتی اینست که یک بازار نقد عمیق وجود داشته باشد. بدون این امکان ندارد. به‌دلیل اینکه درنهایت قیمت اسناد مشتقه با یک منبع تعیین می‌شود و آن منبع بازار نقد یا بازار SPOT است که ما نداریم، بنابراین بدون وجود یک بازار نقد بازار آتی اگر بی‌معنا نباشد، کم معناست.

۲. به‌دلیل شرایطی که وجود دارد ما تازه چند نرخی ارز را اعمال کردیم. این چند نرخی ارز باز مسأله را بدتر می‌کند. بنابراین هر چقدر که بخواهیم همچنین ساختاری داشته باشیم لازمه‌اش اینست که این سیاست‌ها کاملاً بازنگری شود. نکته دیگر این است که بازار آتی چه مزیتی نسبت به بازار سلف دارند. اگر مزیتی داشته باشند در خصوص نرخ ارز موقعی که حساب سرمایه باز باشد. درحقیقت سیاستگذاران به فکر این هستند که از پوشش ریسک نرخ ارز برای صنعتگران استفاده کنند، درصورتی‌که در بازار آتی کسانی که تقاضای صنعتی دارند و هم کسانی که تقاضای مدیریت پرتفولیوی مالی دارند و یا سوداگران بایستی بتوانند در بازار فعالیت کنند. موقعی که حساب سرمایه باز نیست و عده‌ای نتوانند به این بازار وارد شوند عمق بازار کم می‌شود و اگر عمق بازار کم شود هزینه تأمین Hedge زیاد می‌شود یعنی ایجاد یک بازار مانند بورس نفت که در آن معامله‌ای نمی‌شود، زیرا هم هزینه آن بالاست و هم اینکه در بخش نفت کسی ریسکی ندارد که بخواهد بفروشد اما در مورد نرخ ارز این ریسک وجود دارد یعنی اگر بخواهیم با هم مقایسه کنیم، دولت فراورده‌های نفتی و نفت‌خام را به داخل بفروشد به بانک‌ها بفروشد قیمت آن مدون است و هر سال تعیین می‌شود بنابراین چه ریسکی وجود دارد که بخواهم آن را پوشش دهم. در مورد نرخ ارز یک درجه مسأله از این پیچیده‌تر است. نوسانات در نرخ ارز وجود دارند و نشان می‌دهند که روزانه درصد قابل‌توجهی نوسان وجود دارد اما توجه بفرمایید که عرضه‌کننده انحصاری ارز در حقیقت دولت است، بنابراین می‌خواهد بازاری ایجاد شود که ریسک سیاست دولت را بخش خصوصی بپوشاند و این به نظر خیلی منطقی نمی‌آید، یعنی اگر دولت عرضه‌کننده انحصاری است آن وقت کار بخش خصوصی و بازار آتی این می‌شود که نوسانات را پوشش دهد به نظر نمی‌آید که مفهوم این کار خیلی مشخص باشد. آیا نرخ‌های بازار سلف و آتی باهم نا برابرند. در بازارهایی که عمیق هستند تفاوت‌هایشان قابل توجه نیست. تفاوت آنها به خاطر این است که هزینه مبادله برای یک مشتری خاص بیش از این است که برای قراردادهایی که در بازار همگن است بیاید. فرض کنید که اگر شخص X

[ Downloaded from ejip.ir on 2025-09-03 ]

بخواهد یک قرارداد در بازار سلف بخرد هر وقت که برای یک معامله بخصوص همچنین قراردادی ممکن است در بورس وجود نداشته باشد ممکن است قراردادها یک ماهه یا دو ماهه باشد و آن فاصله را پوشش ندهد. بنابراین قرارداد سلف خدمات اضافه می‌دهد و هزینه مبادله آن بیشتر است. در بازارهایی که عمیق هستند مانند بازار نفت ممکن است یک مؤسسه مالی ریسک قیمت نفت یک صادرکننده یا واردکننده نفت را بپذیرد و بعد در بازار آتی ریسک آن را پوشش دهد. بنابراین اگر بازارها عمیق به هم مرتبط باشد و این شبکه‌ها باعث می‌شوند تفاوت قیمت‌ها محدود باشد و اگر بازارها از هم دور باشند و به هم ارتباط نداشته باشند این شکاف‌های قیمتی وجود دارد. در مورد بازار سکه و اینکه چرا قیمت آتی بالاست یکی از گرفتاری‌های بازار ایران چه بازار سکه یا بازار ارز این است که تراز پایه‌ای در بازار آتی یا نقد باید برای من صرف داشته باشد. اگر نرخ سود بانکی بالا باشد یا هرچه قدر مدت بالا برود قیمت‌ها نیز بالا می‌روند. در کشوری مانند ایران که هزینه پول نسبت به استاندارد جهانی بالا است این فاصله بین بازار نقد و بازار آتی بالاست و این یکی از عواملی است که این بازار نتواند افق‌های بلندمدت را پوشش دهد و بازار شکست بخورد. زمانی‌که سیاست‌های کلان اقتصادی و سیاست‌های انظباطی مالی و پولی درستی نداشته باشیم این بازارها نمی‌توانند وظایفشان را به‌خوبی انجام دهند.این انتظارات در بازار سکه نیست که قیمت‌ها را بالا می‌برد. این هزینه پول است که قیمت سکه را بالا برده تا زمانی که انتظار تورمی بالا باشد. این نرخ‌ها در بازار بالاتر است و این تفاوت را در قیمت‌ها پیدا می‌کند. بنابراین، زمانی‌که انتظار تورمی بالا باشد هیچ اتاق مالی در افق بلندمدت جواب نمی‌دهد و تجربه کشور آمریکای لاتین زمانی‌که نرخ تورمشان بالا بود همین بود. بنابراین، غیر از اینکه لازم داریم که بازار نقد در ارز وجود داشته باشد با سیاست‌های انظباطی پولی و مالی است که اقتصاد کلان می‌تواند یک تعادل نسبی داشته باشد و البته درصورتی‌که اقتصاد کلان و سیاست‌ها موجب افزایش ریسک نباشد وگرنه هیچ بازاری تحت این شرایط نمی‌تواند درست کار کند. در عین حال این یک نیاز است و شما در نظر داشته باشید یک بازار ایجاد کنید بدون اینکه پایه‌ها و لوازم زیرساخت در آن وجود داشته باشد و اگر سیاست‌های کلان همراه آن نباشد نمی‌تواند موفق باشد مانند بازار بورس نفت.

## ذکاوت:

خوشحال هستم که آقای دکتر به نکات بسیار خوبی اشاره کردند نکاتی که دکتر اشاره کردند دقیقاً همان مشکلاتی هست که ما با آن درگیر هستیم و ما به‌عنوان بانکی که بیشترین برخورد را با بخش صادرات دارد و بیشترین ریسک‌ها هم در معاملات بین المللی در رابطه با ارز به وجود می‌آید. شاید به جرأت

[ Downloaded from ejip.ir on 2025-09-03 ]

بگوییم که بانک توسعه صادرات بیشتر از سایر بانک‌ها درگیر این مسأله است در جایگاه مدیر ریسک بانک قبل از اینکه وارد بحث شوم من یک نکته را در رابطه با ریسک ارز برای دوستان عرض کنم. مفهوم ریسک مفهوم گسترده‌ای است وقتی ما پوشش ریسک یا Hegding را مطرح می‌کنیم. معمولاً دیدگاه سنتی مانند بیمه به قضیه نگاه می‌کند اگر بخواهیم بیمه ارزی را ایجاد کنیم توجه کنیم جنس ریسک ارز با جنس ریسک بیمه کاملاً متفاوت است. بررسی بازارها از نظر رفتاری نشان می‌دهد ارز در بازارهای بین‌المللی از نظر رفتار بین‌المللی کاملاً رفتار غیرقابل پیش‌بینی دارد. شما ارز را در بازارهای دنیا نمی‌توانید پیش‌بینی کنید. بعد از برتون وودز که سیستم ارزی شناور شد.

ما عملاً این مشکل را در همه جای دنیا داریم منحصراً مختص ایران نیست. مخصوص بازارهایی است که لحظه به لحظه کاملاً به روز می‌شود. جنس ریسک بیمه‌ای از جنس دیگری است به دلیل اینکه ریسک ارز بیمه‌پذیر نیست به مفهوم بیمه‌ای، بیمه‌گر به دلیل ماهیت رفتار آن که غیرقابل پیش‌بینی است. اما جنس آنها این است که با هم همبستگی پایینی دارند. در مورد ارز چنین امری امکان‌پذیر نیست. چرا؟ چون کسانی که درگیر نرخ ارز هستند بواسطه خود نرخ ارز همبستگی دارند یعنی وقتی شما مثلاً یک بیمه ارزی می‌گیرید برای کاهش نرخ ارز یا افزایش نرخ ارز وقتی که علامت داده شد وقتی که حادثه‌ای اتفاق می‌افتد همه مراجعه می‌کنند چون با نرخ ارز با هم همبستگی دارند. واردکننده‌ها را نمی‌توان با یک بیمه‌نامه بیمه کنید (چرا؟ اصولاً این امکان‌پذیر نیست. چون اگر امکان پذیر بود در خارج این کار را می‌کردند). وقتی نرخ ارز یک دفعه تغییر می‌کند همه مراجعه می‌کنند و بیمه‌گر یکدفعه مواجه می‌شود با یک بهمن و یک حالت ورشکستگی اتفاق می‌افتد. پس ببینید جنس ریسک ارز جنس دیگری است. دوستان، Forward و Futures قراردادهای مشتقه هستند وآپشن‌ها که اختیاری هستند درحقیقت برای پوشش به‌وجود آمدند. می‌توانید شما آپشن را به‌صورت بیمه درنظر بگیرید، اما هزینه بالایی دارد یعنی اگر قرار باشد شما پوشش خوبی دهید که بتوانید ریسکش را پوشش دهید. باید هزینه‌اش را دهید. حتی در خارج از قراردادهای Forward و Futures هیچ‌وقت قراردادها را پوشش کاملی نمی‌دهند و آقایان صادرکننده و یا واردکننده باید این را برایشان توجیه کنیم که شما با این قراردادها نمی‌توانید کاملاً کاربر شوید بلکه تنها نوسانات را کنترل می‌کنید شما می‌توانید نوسانات قیمت را با اصلاح کنترل کنید.

در قرارداد Forward در یک نقطه از زمان طرفین متعهد هستند که دو تا مقدار ارزی را با قیمت مشخصی معامله کنند که فروشنده انتظار دارد قیمت ارز پایین برود و خریدار انتظار دارد قیمت ارز بالا برود. چون اگر انتظار این اختلاف قیمت ارز نبود معامله‌ای صورت نمی‌گرفت، اما بازار رفتارش ممکن است خلاف این انتظار باشد. در Futures آخر روز شما یک تسویه دارید تا زمانی‌که شما قرارداد را ندید و تا زمانی که سررسید باشد اگر شوک‌های شدیدی باشد ممکن است کسی که

[ Downloaded from ejip.ir on 2025-09-03 ]

Futures می‌گیرد چون Margin می‌گیرد ممکن است این قدر ضرر بدهد که خارج شود Futures عملاً یک ریسک دیگری دارد و برای پوشش ریسک اعتباری و هم برای قرارداد آتی است که بر آن تأکید داریم ریسک اعتباری را از بین می‌برند. Forward هیچ دلیلی مبنی براینکه طرفین به آن عمل کنند ندارد. یکی دیگر از مهم‌ترین مشکلات ما در این راستا اختلاف بین یورو و دلار است. از آنجا که ما بازار Forward و Futures نداریم پس برای رفع این مشکل با کارگزاران وارد صحبت شدیم. براساس آن مشتری که یورو می‌خواست در سررسید مشخصی برای اینکه بتواند معامله خودش را انجام دهد براساس یک قیمت معامله یورو و دلار انجام می‌دادیم یعنی دلار می‌فروختیم و در یک سررسید یورو می‌خریدیم و با یک قیمتی معامله خودمان را می‌بستیم. در ارتباط پوشش بیمه‌ای ما با بانک توسعه صادرت درحد یک تفاهم‌نامه جلو رفتیم اما پیشرفتی درکار نبود تا اینکه به‌سوی بورس آمدیم اما در بورس هم مشکلاتی وجود دارد.

درحال حاضر به دلیل اینکه دولت نرخ ارز را کنترل می‌کند یک آربیتراژ اتفاق افتاده است. تئوری اقتصادی و اقتصاد مالی می‌گوید که کاهش ارز پول ملی براساس اختلاف نرخ بهره دو ارز، یعنی ریال و یورو، قیمت یورو کاهش پیدا نکرده است. درنتیجه، یک آربیتراژ داریم. اتفاقی که افتاده اینست که بانک‌های خصوصی دارند این کار را می‌کنند یعنی بانک خصوصی سپرده ارزی ۶ درصدی می‌گیرد و این را تبدیل به ریال می‌کند و از آن طرف یک پوشش نرخ ارز با دلار و یورو می‌گیرد. این تبدیل به تسهیلات ریالی می‌شود که می‌تواند به او ۲۵ یا ۲۶ درصد سود بدهد. سپس نرخ ارز اگر ۱۰ تا ۱۲ درصد بالا رود با احتساب نوسانات نرخ ارز ۱۸ تا ۲۰ درصد و در نهایت این امر ۶ درصد هم برای او سود به بار می‌آورد. البته زمانی‌که رفتار بانک مرکزی قابل پیش‌بینی باشد.

**جلالی نائینی:**

با تشکر از نکات بسیار خوبی که آقای ذکاوت داشتند و خیلی استفاده کردیم. یک نکته جالب در ارائه جنابعالی وجود داشت. مسئله بیمه‌گری در رابطه با ریسک‌پذیری بود و در بخش بیمه به نکته جالبی اشاره کردید. فرض بفرمایید اگر من امروز تصادف کنم احتمال تصادف من با احتمال تصادف آقای دکتر حسینی ارتباطی ندارد. بنابراین شما اگر تعداد زیادی افراد را جمع کنید یا به اصطلاح، ریسک آن پول کم می‌شود. در بخش نوسانات ارز به‌ویژه نوسانات نرخ ارز دوگانه به این صورت نیست چون Aggregate Riskها روی ریسک فردی اثر می‌گذارند. در تئوری اقتصاد زمانی‌که اطلاعات هزینه‌ای وجود داشته باشه رفتار گله‌ای به وجود می‌آید Traderها زمانی‌که وارد بازار می‌شوند همبستگی بین خرید و فروش در بعضی از مقاطع زمانی زیاد می‌شود و این ریسک‌های خیلی بالا به وجود

[ Downloaded from ejip.ir on 2025-09-03 ]

می‌آورد. این چیزی است که بازار ارز را با بیمه معمولی متمایز می‌کند. حالا بیشتر این اسناد مشتقه یا حتی چیزهای جدیدتر به نام تناقض ساختاری که مهندسی مالی اینها را می‌سازد. می‌تواند اینها را مدل کند حتی اگر رفتار قیمت گام تصادفی باشد قیمت‌گذاری قرارداد اختیار خرید با اختیار فروش براساس اینها است، بنابراین می‌توان ریسک‌ها را قیمت کرد اما ابزار مناسبش قدری متفاوت می‌شود. نکته دیگر این است اگر بانک مرکزی بتواند یک بازده قیمتی را تعهد کند کار بسیار راحت‌تر می‌شود درغیر این صورت ابعاد مسئله ریسک ارز گسترده‌تر می‌شود، بنابراین اگر بخواهیم یک چارچوب سیاستی برقرار کنیم که همچنین بازاری راه بیفتد نیاز به ایجاد یک بازار نقد است و سیاست‌های منضبط پولی و اگر بانک مرکزی حاشیه ریسک را محدود سازد، در آن صورت نهادها آرام آرام شکل پیدا می‌کنند و این بازار به صورت محدود راه می‌افتد. در غیر اینصورت، با این وضعیت بازار Forward که اگر بخواهیم یک بازار قرارداد آتی با این نرخ‌های سود بانکی اعمال کنیم و این ریسک‌های موجود وجود خواهد داشت. بانک هم خود را در موضع ضرر نمی‌گذارد یعنی درواقع شما عرضه‌کننده را از بازار دور می‌کنید در صورتی که بازار هم عرضه‌کننده و هم تقاضاکننده دارد و اینها یک چیزهایی است که امیدوارم در تصمیم‌گیری‌ها اثر داشته باشد.

**حسینی:**

خیلی ممنون از سخنانی که دوستان داشتند استفاده کردیم و از مطالبی که آقای دکتر بیان نمودند. امیدواریم که با توجه به فضایی که وجود دارد هم در بورس و هم در نظام بانکی و نیازی که در بازار به این نوع قراردادها وجود دارد، وفاقی حاصل شود که به هر حال این رخ دهد زیرا این موضوع حداقل شاید در ایران در سال ۱۳۹۰ مطرح می‌شد ولیکن در سطح بین‌الملل تجربه جدیدی نیست و فکر می‌کنم با کنارگذاشتن هزینه‌ها وریسک‌هایش خیلی مطلوب باشد. در بورس شیکاگو تجربه سال ۱۹۷۲ زمانی که بورس کالایی ایجاد شد آنجا هم پیمان آتی از جنس Forward و یا Futures راه‌اندازی شد. درحال حاضر، بحث صادرکننده و واردکننده را داریم که برای پوشش برخی از نیازهایشان باید به این سمت بروند که از این نوع قراردادها استفاده کنند. بخش عمده‌ای هم به‌دلیل ماهیت تحت عنوان حساب ذخیره ارزی یا صندوق توسعه ملی داریم که عملاً تسهیلات را در زمان فعلی دریافت می‌کنند. با توجه به نرخ برابری ارز باید تعهدشان را در زمان آتی به صندوق توسعه ملی و حساب ذخیره ارزی بازپرداخت کنند که جنس آن در حقیقت با شکل‌های دیگر که در پیمان آتی ارز است تا اندازه‌ای متفاوت می‌باشد و نوع ریسکها متفاوت است. ماهیت افرادی که این تسهیلات را دریافت می‌کنند با افرادی که در بازارهای مالی مانند بورس قراردادها را خرید و فروش می‌کنند متفاوت است و به‌نظر می‌آید که درحقیقت به این ذینفعان در طراحی الگویی که

[ Downloaded from ejip.ir on 2025-09-03 ]

می‌خواهد برای اجرایی‌کردن کار درنظرگرفته بشود باید توجه کرد ونکته بعدی که در این قسمت مهم است و اشاراتی هم داشتند در قراردادهای آتی طلا و سکه ما رونق آن را در دو عامل در بورس می‌دانیم ما درحقیقت در معاملات آتی سکه هم معامله‌گران که می‌توانیم اسم آنها سفته‌بازها بگذاریم که با هدف کسب آگاهانه سود یعنی می‌دانند که چه سودی می‌تواند محقق شود و هم ریسک بازار را می‌شناسند و هم یک سری آربیتراژ داریم که با هدف در حقیقت با استفاده از اختلاف بین قیمت نقد و قیمت آتی به بازار معاملات آتی سکه وارد می شوند که هم بتوانند از رشد قیمت نقد سکه استفاده کنند و هم بتوانند مابه التفاوت بهره بدون ریسک را بهره‌مند شوند. نکته مهم این است که ما در بازار ارز هم می‌توانیم حضور این دو عامل رونق دهنده پیمان آتی ارز را حتماً داشته باشیم. نکته سوم این است که با توجه به این که در کشورمان ضعف سیستم‌های نظارتی همیشه وجود دارد. در قراردادهای آتی ارز، بانک مرکزی تضمین می‌کرد که قرارداد تجاری صادراتی و وارداتی معتبر وجود دارد.

این تضمین ازطرف بانک مرکزی عملاً تا اندازه ای ورود به این بازار را حداقل نظارت‌پذیر می‌کرد ولی ما در سازوکارهایی که در بورس سراغ داریم آیا می توانیم صرفاً با وجود وجه الضمان که گرفته می‌شود، مطمئن باشیم یک سری قراردادها تجاری وجود خواهد داشت که بحث حباب‌ها بعد از یک دوره از زمانی در این نوع قراردادها وجود نخواهد داشت و عملاً این نوع پیمان‌های ارزی هم نظارت پذیری لازم را داشته باشند.

## ذکاوت:

آقای دکتر به نکات خوبی اشاره فرمودند. درحال حاضر صادرکننده‌ای که درآمد ارزی داشته باشد و در سررسید مشخص ارز را دریافت کند هیچ ریسک ارزی ندارد چرا؟ ایشان می گوید من ۱۰۰ هزار یورو از شما تسهیلات گرفتم و به اصلاح صادرش کردم. صد یا صد و بیست هزار یورو می‌خواهم بگیرم و با یک نرخ سودی هزینه‌ها کسر می‌شود و می‌خواهم پول بانک را در سررسید ارز بدهم. پس ارز گرفته و ارز می‌دهد و این تناقض شده و صادرکننده چه تعداد ریسک ارزی دارد چون ارزش ارز افزایش پیدا کرده است. اگر در بازار بفروشد پس چه مشکلی پیش می‌آید اگر صادرکننده صادر نکند پس کار دیگری ندارد یعنی ارز ندارد. چون اگر ارز داشته باشد. این بیم وجود دارد که حتی برای گرفتن تسهیلات صادراتی که یک تخفیف هایی را دارد باید یک منابع ارزی را در اختیار بگیرد با قیمت های ترجیحی و بعد درصورتیکه صادرات نکند و سپس به‌منظور تامین ارز با مشکل مواجه می‌شود. ولیکن برای صادرکنندگان همه مشکل همین نیست. گاهی صادرکننده بین دریافت ارزش و سررسید تعهدش یک فاصله ای ایجاد می‌شود. یعنی برنامه صادرات به گونه ای نیست که بتوانم آن را دقیقاً تعیین و ثابت کنیم و یک عدم قطعیتی

[ Downloaded from ejip.ir on 2025-09-03 ]

در آن وجود دارد. در این فاصله که هنوز پول برنگشته ولیکن سررسید تعهدات فرا رسیده است، اگر بخواهیم تسویه کنیم، خوب نوسانات نرخ ارز می تواند که مرا درگیر مشکل کند.

در مورد واردکننده، طبیعی است، چون که همیشه، در مورد وارد کننده انتظار ات او در مورد ارز رو به بالاست. یعنی همه انتظار دارند که نرخ ارز به بالا برود و هیچکس انتظار ندارد که پایین بیاید. کسی حاضر نیست که بفروشد و همه می خواهند که بخرند. و این یک نقطه ضعف اساسی وجود دارد و بانک مرکزی خودش باید این جا حضور داشته باشد. مشکلی که هست و در بورس هم مطرح شده است، در مورد ارز وطلا یک تفاوت هایی وجود دارد، ارز بازار تبدیل نقدی[1] ندارد. یعنی یک بازاری نداریم که ارز آن آزاد باشد. خوب این خودش یک مشکل اساسی است و اگر ما بخواهیم که این سیاست اجرا بشود یکی از مشکلات همین است که ما یک سری بازار گردان داشته در بورس باشیم که بالاخره باید در سررسید ارز تحویل بدهند و این ارز را از کجا تأمین کند باید تأمین‌کننده اصلی ارز خود بانک مرکزی باشد و اگر این کار تاکنون اتفاق نیافتاده است.

بانک توسعه صادرات اگر بتواند و به‌عنوان یکی از بازارگردانی‌ها مطرح شود به‌دلیل اینکه بانک مرکزی محدودیت ارزی‌گذاشته و این محدودیت ارزی بزرگترین مشکل ما درمورد ریسک‌ها می‌باشد به‌ویژه درمورد حساب ذخیره ارزی نظارتی در مورد ریسک بعمل نمی‌آید.

درهرصورت دولت باید یک سازوکارهایی ارائه کند یک ریسک هایی را کم بکند سیستم یا باید آزاد باشد یا کنترلی. الان سیستم کنترلی است وقتی دولت سیستم را کنترل می‌کند یکسری هزینه‌ها را تحمیل می کند و این هزینه ها را هم خودش یه مقداری تقبل کند.

**جلالی نائینی:**

باتوجه به آنچه آقای دکتر اشاره کردند و ما یکسری پیش نیازها را لازم داریم برای این که بازار مشتقات را به هر حال از هر نوعی که باشد، باید امکانات Hedging را فراهم کند به‌دلیل اینکه ما نمی‌توانیم منتظر باشیم که بانک مرکزی سیاست‌های ارزی خود را پایین بیاورد و یا سیاست‌های شناور را بازار بپذیرد یا در واقع بازار آن را بپذیرد و فضا آماده شود و اگر حساب سرمایه باز باشد اینها به نظر من کارهایی نیست که ما بتوانیم برایش زمان تعیین کنیم و من فکر می‌کنم باید در همین فضا کار کنیم چون اگر Futures با این ملاحظات و با این قید ها تعریف می‌کنیم در واقع معین می‌کنیم و پیشنهاد می‌کنم که بانک مرکزی خودش یکی از فعالین این بازار باشد در واقع بانک

1. Spot

[ Downloaded from ejip.ir on 2025-09-03 ]

مرکزی می‌تواند علامت درست به بازار بدهد اگر به دنبال افزایش نرخ ارز است می‌تواند Position مناسب بگیرد و اگر می‌خواهد کاهش بدهد فعالین دیگری هم هستند.

در بحث سکه بدلیل آنکه بازار سکه به آن شکل منظم نیست یک سری خرید و فروش‌های بصورت تلفنی، صرافی و به شکل غیراستاندارد وجود دارد. ما بازار منظم نداریم.

به نظر من در بازار سکه، بازار آتی روی بازار نقد اثر گذاشته است و نرخ بازار نقد به‌گونه‌ای از بازار آتی گرفته می‌شود. بازار آتی خیلی بزرگ شده چون بازار نقد ما خیلی بازار یکپارچه‌ای نیست.

اما در بازار ارز من فکر می کنم با توجه به ملاحظات موجود و آن چیزی که آقای دکتر فرمودند یعنی قرارداد Futures را با توجه به ملاحظات مدنی کشور استفاده کنیم. یکی از گرفتاری‌هایی که به‌وجود می‌آید آیا بازار نقد است که قیمت را تعیین می کند یا این که سفته بازها ازطریق Futures بازار را تعیین می‌کنند بنابراین، بعضی اوقات وجود بازار آتی خودش نوسان را زیاد می‌کند نه این که کم کند خصوصاً اگر بازار عمقش کم باشد یعنی اگر ما می خواهیم بازار آتی ایجاد کنیم که پوشش ریسک بدهد اما به خاطر ساختارش و عدم آمادگی زیرساخت ها این بازار عمق نداشته باشد این خودش می‌تواند نوسان نرخ را زا زیاد کند اما نباید در این فرایند مهم تعجیل کرد ولی باید زیرساخت‌ها هم از نظر بعد سیاسی و اجتماعی آماده گردد.

**مبصر:**

با عرض سلام خدمت همکاران محترم من می توانم از وجوه مختلفی در مورد این مسأله صحبت بکنم.

در نظامی که عرضه‌کننده اصلی متقاضی اصلی قانونگذار اصلی و سیاستگذار اصلی دولت است هیچ عرضه کننده ای نیست هیچ بازاری ندارد آیا اصلاً بازاری می‌تواند شکل بگیرد بگذارید اصلاً دنبال بازار نگردیم من اصلاً نمی خواهم جسارت کنم چون زحماتی که دوستان در بورس می‌کشند واقعاً حائز اهمیت است من فکر می‌کنم ما به مکانیزمی نیاز داریم که غیر بازاری باشد و برای بحث ریسک Trading بین دولت و بانک سیستمی باید ایجاد شود که بتواند عمل کند.

به نظر دوستان چه مکانیزمی با توجه به همه ملاحظاتی که وجود دارد و به فرض بسته‌بودن حساب سرمایه و درشرایطی‌که عرضه‌کننده و عمده بازیگر بازار، دولت است.

لازم است تأکید کنم من از بازکردن حساب سرمایه در این مقطع زمان دفاع نمی‌کنم فقط نکته من اینست زمانی‌که حساب سرمایه بسته باشد محدودیت ورود به بازار وجود دارد ولی در شرایط حاضر من ازاین دفاع نمی‌کنم مقداری ریسکی هم که وجود دارد ناشی از سیاست‌های دولت است و مقدار قابل توجهی از آن به‌دلیل شرط بین‌الملل به سیستم بانک مرکزی تحمیل شده و از تحریم‌های

[ Downloaded from ejip.ir on 2025-09-03 ]

مالی هم اثر گذاشته و گرنه ذخایر ارزی به اندازه کافی هست که به بازار وارد شود و نرخ را کنترل کند اما به‌دلیل بسته‌شدن بعضی از موارد ورودی و بازار و محدود شدن بازار آن ذخیره‌ای که وجود دارد نمی‌تواند در بازار بیاید و این یک عامل ریسک شده است و این مربوط به خود دولت نیست و این یکی از سیاست‌هاست که این شرایط را ایجاد کرده است. برای کنترل تورم سیاست‌های پولی و مالی باید انظباطی باشد.

پاسخ: ریسک‌هایی است که ناشی از سیاست های انبساطی است که می‌توان آن را کنترل کرد. ریسک‌هایی هم است که برون زاست نسبت به تصمیم‌گیری‌های دولت به ترتیبی آن‌ها یک مسئله‌ای است که درحال حاضر موجود است و با توجه به این بازکردن حساب سرمایه امکان ندارد و مفید نیست و تحت این شرایط در محدودیت ها بازار نقش محدودی می‌توانند در تعیین قیمت داشته باشند اما لازم است از بازار ارز پشتیبانی شود و به‌دلیل این‌که عرضه کافی ندارد. بنابراین، نرخ ارز با تفاوت نرخ داخلی و خارجی تعدیل می‌شود.

[ Downloaded from ejip.ir on 2025-09-03 ]