

# به نام خدا

## دلایل عدم توسعه‌ی بازار قرار دادهای آتی

حسین عبده تبریزی  
میثم رادپور

جهت ارائه به کمیته‌ی آتی بورس کالای ایران  
دانشکده اقتصاد و مدیریت دانشگاه صنعتی شریف – تیرماه 1397

# طرح مسأله

- کارکردهای بازارهای مالی
- معیارهای رایج اندازه‌ی بازار آتی
- روند ده‌ساله‌ی بازار قراردادهای آتی سکه

# کارکردهای بازارهای مالی

کشف قیمت



نقدشوندگی



کاهش هزینه معاملات



پوشش ریسک



# نیل به کارکردهای بازار

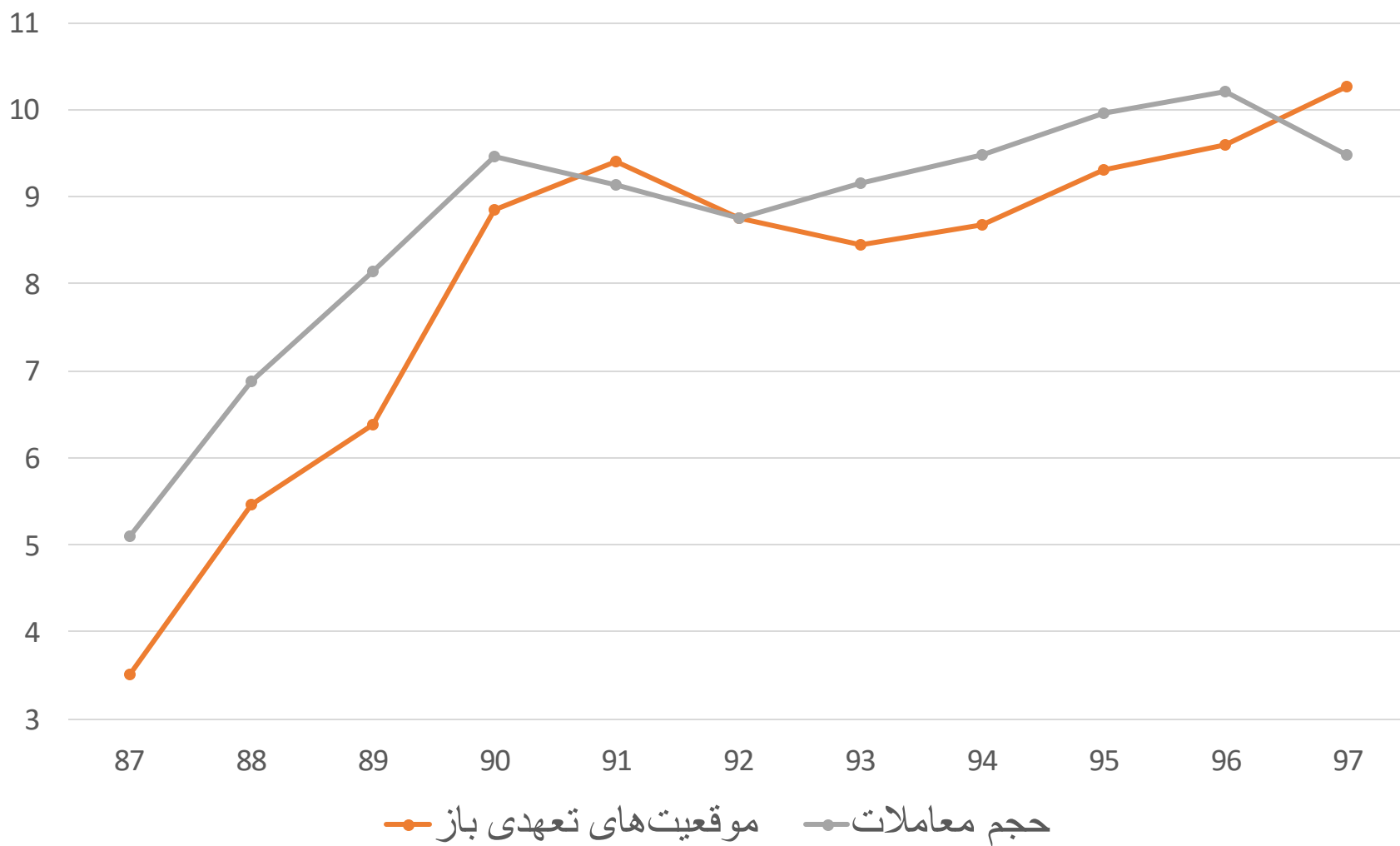
موقعیت‌های  
باز

عمق

حجم بازار

نقدشوندگی

# متوسط حجم معاملات و موقعیت‌های تعهدی باز



# دلایل عدم توسعه‌ی بازار: فرضیه‌ها

- دخالت‌های افراطی مقام ناظر بازار
- عدم تطابق ابزار با نیازهای فعالان بازار
- ناآشنایی فعالان بازار نسبت به بازار اوراق مشتقه
- ...

# دخالت‌های مقام ناظر

افزایش عمده‌ی وجه‌تضمین در مدت‌زمانی کوتاه

غیرفعال‌کردن کدهای معاملاتی بدون اطلاع قبلی

جلوگیری از افتتاح کد معاملات آتی

## مصادیق مداخلات

تغییر عمده، غیرمتقارن و فوری سقف موقعیت‌های تعهدی باز

جلوگیری از اخذ موقعیت‌های تعهدی فزاینده

یک‌طرفه کردن امکان اخذ موقعیت‌های تعهدی فزاینده

تعطیل‌کردن بازار

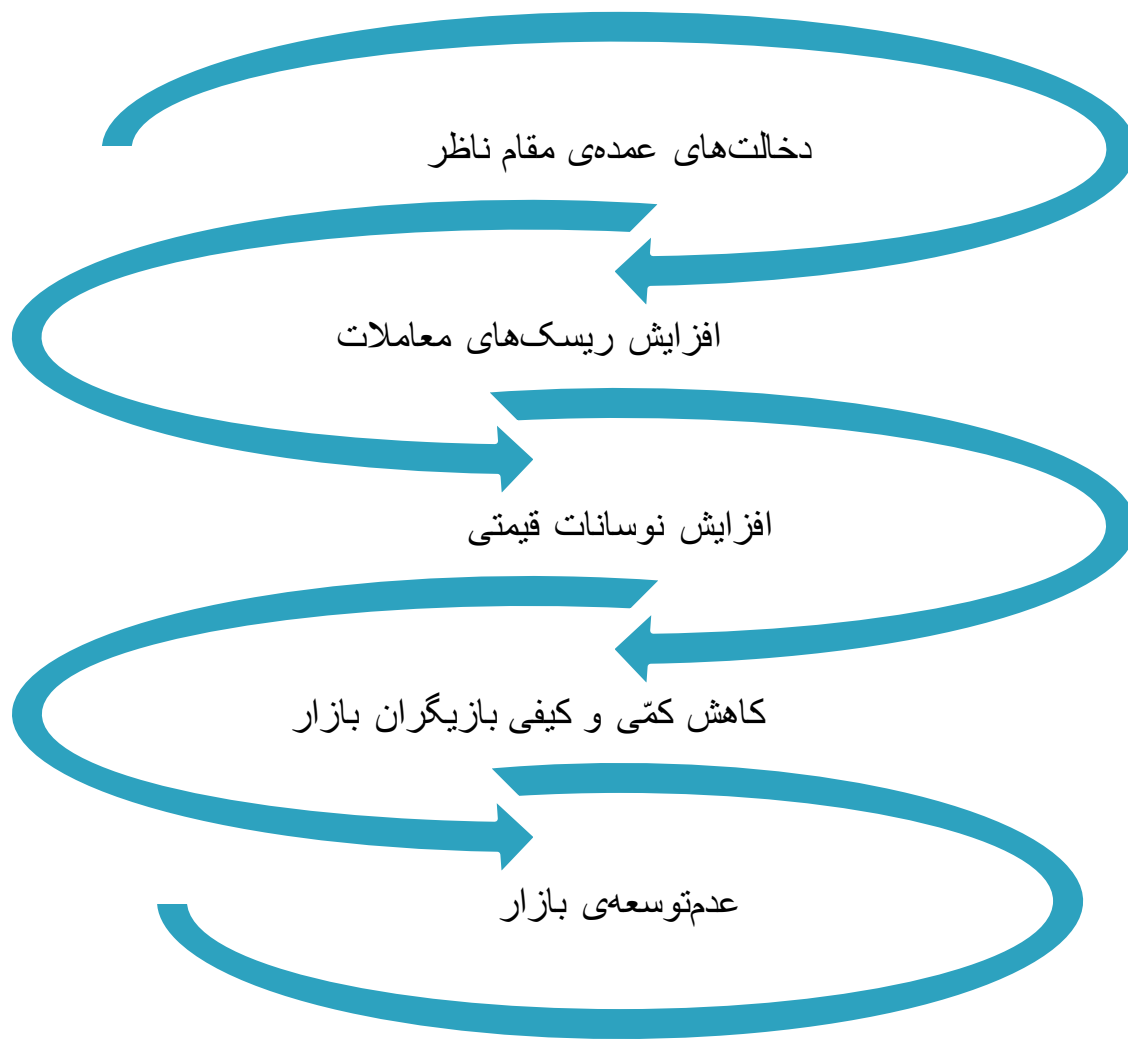
# دخالت‌های افراطی و بازیگران بازار

تغییرات ناگهانی  
و عمده‌ی شرایط  
معاملات

- نوعی "ریسک غیربازاری" به بازیگران بازار تحمیل می‌کند.
- بی‌طرفی مقام ناظر نسبت به طرف‌های خریدار و فروشنده را زیر سؤال می‌برد.
- شرایط بازی را به‌شکلی نامنصفانه تغییر می‌دهد، و اعتماد بازیگران را نسبت به مقام ناظر سلب می‌کند.
- شائبه‌ی وجود مسائل نمایندگی در تصمیمات مقام ناظر را تقویت می‌کند.



# دخالت‌های افراطی و عملکرد بازار



## دخالت‌های ناظر؛ توسعه‌ی بازار

دلیل ریشه‌ای عدم توسعه‌ی بازار قرار داده‌های آتی از زمان تأسیس تا کنون، به مداخلات افراطی مقام ناظر برمی‌گردد.

# دور باطل مداخلات

مداخلات افراطی مقام ناظر  
ریسک‌های غیربازار به  
بازیگران بازار تحمیل  
می‌کند.

ریسک‌های غیربازاری از  
جذابیت بازار آتی می‌کاهد، و  
بازار توسعه نمی‌یابد.

بازار پرتلاطم باعث افزایش  
ریسک نکول تعهدات  
می‌شود، و مقام ناظر را  
ناچار به مداخله می‌کند.

بازار توسعه‌نیافته در  
قیمت‌گذاری ناکارا عمل  
می‌کند، و بدین‌ترتیب بازار  
پرتلاطم می‌شود.

# دلایل دخالت‌های افراطی مقام ناظر: فرضیه‌ها

لزوم دخالت جهت کنترل ریسک نکول

نقض در ریزساختار بازار

فشارهای بیرونی بر مقام ناظر

وجود مسائل نمایندگی

...

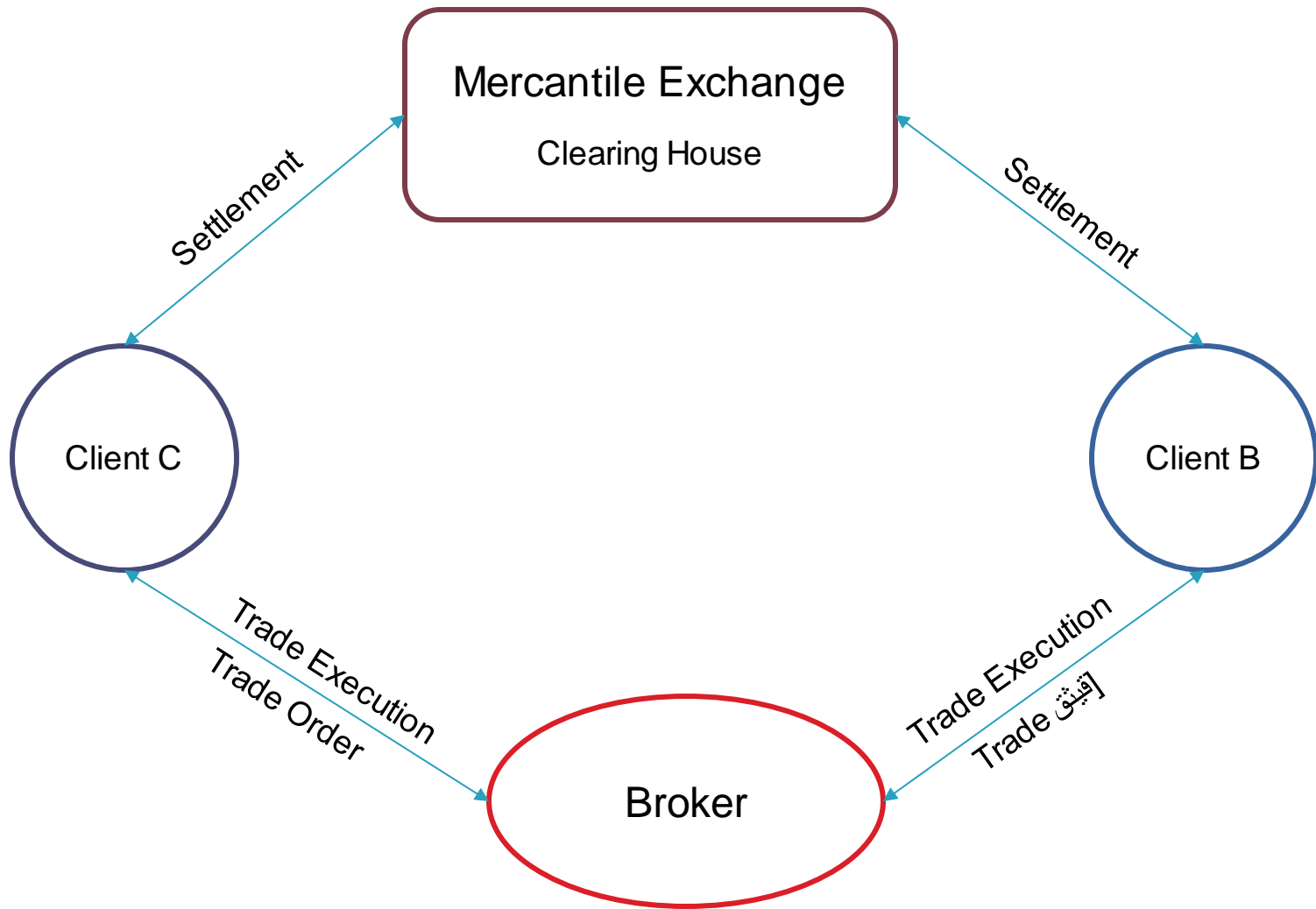
# ریزساختار بازار آتی: سازوکار تسویه

رویکردهای تسویهی  
معاملات

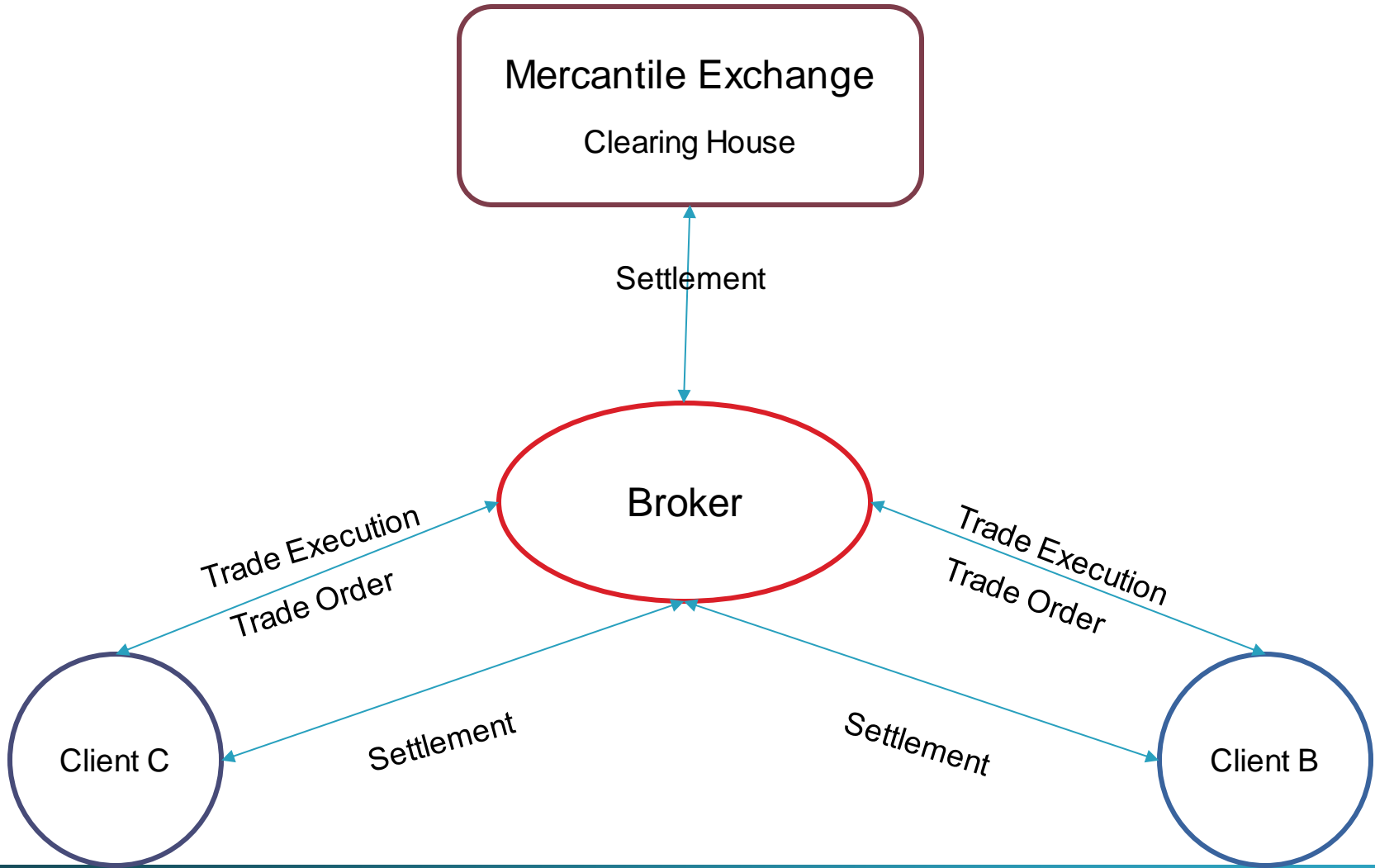
تسویهی مستقیم: اتاق  
پایپای با مشتریان  
به طور مستقیم تسویه  
می کند.

تسویهی غیر مستقیم:  
اتاق پایپای به واسطه  
کارگزاران با مشتریان  
تسویه می کند.

# تسویہی مستقیم



# تسویہی غیر مستقیم



## تسویهی مستقیم: سازوکار فعلی تسویه در بازار آتی

### ویژگی‌های تسویهی مستقیم

- شرایط معاملات از جمله میزان وجه تضمین را شرکت بورس کالا تعیین می‌کند.
- وجه تضمین به حساب بانکی مشتریان تحت اختیار شرکت بورس کالا واریز می‌شود.
- طرف حساب شرکت بورس کالا، مشتریان هستند.
- کارگزار معاملات را بر اساس سفارش مشتریان انجام می‌دهد.
- کارگزار ریسک نکول مشتریان را متحمل می‌شود.
- کارگزاری ریسکی را متحمل می‌شود، که اختیاری در کنترل آن ندارد.



## تسویهی مستقیم و رفتار شرکت بورس کالا

### سازوکار تسویهی مستقیم رفتار شرکت بورس کالا را به طرز نامطلوبی تحت تأثیر قرار می دهد:

شرکت بورس کالا مقدماً **مشتریان را طرف حساب خود می داند**، و از آنجا که مطالبهی وجوهی فراتر از وجه تضمین از مشتریان به لحاظ حقوقی امکان ناپذیر است، خود را در معرض نوعی ریسک نکول (ریسک طرف معامله) می یابد. این وضعیت، موجب شده که شرکت بورس کالا در فعالیت های تنظیمی خود **بسیار محافظه کارانه** رفتار نماید، به طوری که در بسیاری مواقع مداخلاتی عمده و غیر ضروری در شرایط معاملات به عمل می آورد، و بدین ترتیب تمامی ریسک های خود را به مشتریان منتقل می کند. مداخلاتی که عموماً ریسک نکول مشتریان را افزایش می دهد.

# تسویهی مستقیم و رفتار کارگزاران

## سازوکار تسویهی مستقیم رفتار کارگزاران را به طرز نامطلوبی تحت تأثیر قرار می‌دهد

کارگزاران خود طرف حساب نهایی شرکت بورس کالا می‌دانند. در حالی که شرکت بورس کالا شرایط معاملات را تعیین می‌کند، کارگزاران مسوول کسری‌های وجه تضمین مشتریانی هستند که هیچ اختیاری در مدیریت وجوه آنها ندارند. بر این اساس، کارگزاران نیز رفتارهای محافظه‌کارانه از خود بروز می‌دهند. آنها عموماً علاقه‌ای به توسعه‌ی واحد معاملات آتی ندارند. از نظر آنها کارمزد معاملات آتی به هیچ برای تحمل ریسک‌های آن کفایت نمی‌کند.

# تسویهی مستقیم و عدم توسعهی بازار



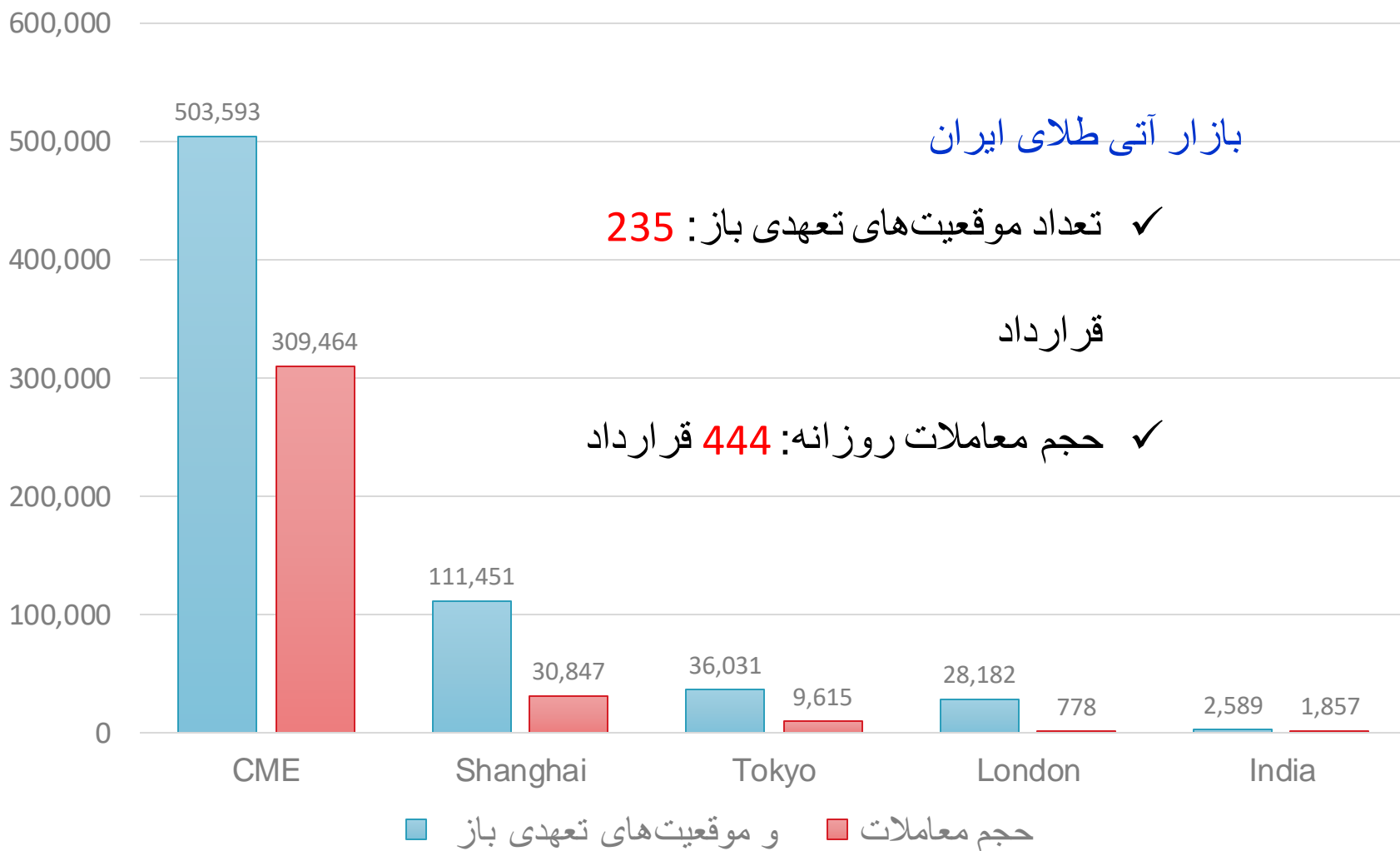
# اهمیت توسعهی بازار آتی

□ چشم‌انداز قابل‌تصور بازار آتی کشور

□ توسعهی بازار آتی کالاهای اساسی

□ ...

# حجم معاملات روزانه و موقعیت‌های باز بورس‌های مطرح آتی طلا



# فرصت توسعهی بازار آتی طلا

می‌توان تصور کرد که چنانچه مقام ناظر تا این حد ریسک‌های غیربازاری را به بازیگران بازار تحمیل نمی‌کند، فرصت توسعهی بازار آتی سکه‌ی طلای دهه‌ی گذشته فراهم بود.



چنانچه تعداد موقعیت‌های تعهدی باز بورس طلای ایران از حدود 13 هزار قرارداد به 113 هزار قرارداد افزایش یابد، بورس آتی طلای ایران، پس از بورس شیکاگو، شانگهای، توکیو و لندن، جایگاه پنجم دنیا را به خود اختصاص می‌داد.



با لحاظ اهرم یک به چهار، وجه‌تضمین موردنیاز برای حصول جایگاه یادشده، تنها با 4 درصد از کل وجوهی که صرف پیش‌خریدهای اخیر سکه از بانک مرکزی شد، قابل حصول بود.



# دستاوردهای توسعه‌ی بازار آتی

## کاهش نوسانات بازار نقدی، و اصلاح انحرافات قیمت نقدی

- برخلاف آنچه تصور می‌شود، بازار عمیق آتی در کاهش نوسانات بازار نقدی، و اصلاح انحرافات قیمت‌های نقدی بسیار مؤثر است. می‌توان نشان داد که حباب فعلی بازار سکه، عمدتاً از محل حضور بازیگران ناآگاه بازار نقدی ( آحاد مردم) ایجاد شده است، نه به خاطر وجود بازار کوچک و سرکوب‌شده‌ی آتی. باز هم می‌توان نشان داد، که با وجود بازار عمیق آتی، و با حضور معامله‌گران حرفه‌ای، حباب بازار نقدی پیش از بزرگ‌شدن با نشتر فرصت‌طلبان می‌ترکد.

## دستاوردهای توسعه‌ی بازار آتی ( ادامه ... )

### هدایت نقدینگی به سمت بازارهای مالی

- در کشورمان نیاز به راه‌اندازی بازارهای جدید و هدایت نقدینگی به سمت بازارهایی غیر از ارز و طلا به شدت احساس می‌شود. بازارهای آتی ضمن این‌که خود مأمنی برای نقدینگی فراهم می‌آورند، از طریق فراهم‌آوردن ابزار پوشش ریسک، امکان افزایش حجم سرمایه‌گذاری در دارایی‌های مالی را نیز مهیا می‌سازند. با محاسبات سرانگشتی می‌توان نشان داد که تنها بازار آتی محصولات کشاورزی قادر است نقدینگی‌ای از مرتبه‌ی چند صد هزار میلیارد ریال را به سوی خود جذب نماید، مشروط بر این‌که شرکت بورس کالا در آن بازارها منصفانه دآوری نماید.



# توصیه‌هایی برای توسعه‌ی بازار آتی محصولات کشاورزی

□ تاریخچه معاملات آتی محصولات کشاورزی

□ اصلاح سازوکار تسویه

□ توصیه‌های فوری برای توسعه‌ی بازار آتی زعفران

□ ...

## بازار آتی محصولات کشاورزی: آتی زعفران

اولین و دومین بازار آتی محصولات کشاورزی در بورس کالای ایران، بازار آتی کنجاله‌ی سویا و زیره بود که البته به دلیل کوچک بودن حجم معاملات متوقف شدند.

- بازار آتی زعفران سومین بازاری است که با دارایی پایه‌ی محصولات کشاورزی راه‌اندازی شده است، و در حال حاضر تنها بازار آتی با دارایی پایه‌ی محصولات کشاورزی در کشور است.

# توسعه‌ی بازار آتی زعفران

- با توسعه‌ی بازار نیاز به دخالت‌های مقام ناظر کاهش می‌یابد، چراکه بازار توسعه‌یافته، بازاری عمیق، نقدشو و آکنده از **معامله‌گران آگاه و حرفه‌ای** است؛ معامله‌گرانی که کمتر تحت تأثیر مالی رفتاری قرار می‌گیرند، و به‌سرعت انحرافات قیمتی را شناسایی می‌کنند و با انجام معاملات جهت بهره‌برداری از فرصت‌ها، انحرافات را محو می‌کنند.

اجازه  
دهید  
بازار بالغ  
شود.

## توسعه‌ی بازار آتی زعفران ( ادامه ... )

### راهکاری کم‌هزینه با آثار بلندمدت

- **جایگزینی سازوکار تسویه‌ی غیرمستقیم به با سازوکار تسویه‌ی مستقیم:** در این سازوکار، وجه تضمین انجام معاملات به حساب کارگزاری واریز می‌شود، و کارگزار مسوولیت دارد شرایط معاملات رو طوری تعیین کند که ریسک نکول تعهدات کمینه شود. همچنین در این سازوکار حداقل وجه‌تضمین اولیه از جانب شرکت بورس کالا تعیین می‌شود، و کارگزاران مختارند مبالغ بیشتری به‌عنوان وجه‌تضمین از مشتریان مطالبه کنند.

# توسعه‌ی بازار آتی زعفران ( ادامه ... )

## ■ دستاوردهای جایگزینی سازوکار تسویه‌ی غیرمستقیم با مستقیم:

- کارگزاران مستقیماً طرف حساب اتاق پایاپای می‌شوند، و ریسک نکول اتاق پایاپای کاهش می‌یابد.
- شرکت بورس کالای ایران از پایش مداوم معاملات بی‌نیاز می‌شود.
- انگیزه‌های مداخلات ناگهانی و عمده‌ی شرکت بورس کالا، به‌دلیل کاهش ریسک طرف قرارداد کاهش می‌یابد.
- کارگزاران انگیزه‌های اقتصادی دارد که جهت تأمین رضایت مشتریان، و حفظ سهم بازار، ضمن مدیریت ریسک نکول، از تغییرات عمده در شرایط معاملات خودداری کند
- شائبه‌ی دستکاری بازار از مقام ناظر مرتفع می‌شود، چراکه هرکارگزار مختار است شرایط خود را به مشتریان اعلام کند.
- مشتریان فرصت می‌یابند نقطه‌نظرات و پیشنهادات خود را با کارگزاران در میان بگذارند.
- کارگزاران انگیزه می‌یابند، سامانه‌های معاملاتی موردپسند خود را برای تأمین نیازهای خود توسعه دهند. مثلاً ایجاد امکان Mark to Market به‌صورت

# توسعه‌ی بازار آتی زعفران ( ادامه ... )

## پیشنهادی برای توسعه‌ی بازار آتی زعفران

- برای جلوگیری از تسری فشارهای ناشی از اخطاریه‌ی وجه‌تضمین، **وجه‌تضمین اولیه** را به سطح 1/1 میلیون ریال برگردانده شود.
- در تعیین سقف موقعیت‌های تعهدی، هیچ‌گاه با خریدار و فروشنده **نامتقارن** رفتار نشود.
- امکان افتتاح کد معاملات آتی مجددا فراهم شود؛ کدهای غیرفعال فعال شود، و نمادهای جدید برای قرارداد آتی زعفران افتتاح شود.
- موراد مداخلات غیرمتعارف بسیار محدود شود و تمامی آن‌ها به‌طور مشخص تعریف شود، و هیچ‌گاه رویه‌ای خلاف چیزی که اعلام شده، اتخاذ نشود.

بَا تَشْكُر