

به نام خدا



سازمان بورس و اوراق بهادار
SECURITIES & EXCHANGE ORGANIZATION

مدیریت پژوهش، توسعه و مطالعات اسلامی

گزارش اجرایی پیشبرد طرح مطالعاتی طراحی ساختار سازمان و
سازوکار اجرایی بازار داد و ستد آتی کالا در ایران

تهیه کنندگان: مدیریت پژوهش، توسعه و مطالعات اسلامی

گزارش اجرایی پیشبرد طرح مطالعاتی طراحی ساختار، سازمان، و سازوکار اجرایی بازار دادوستد آتی کالا در ایران

فهرست مطالب

۱- مقدمه	۱
۲- تعریف واژگان پربسامد	۱
۳- بیان مسأله	۱۴
۴- پیکربندی پژوهش	۱۷
۵- یافته‌ها و پیشنهادهای مهم	۲۱
۱-۵ یافته‌ها	۲۱
۲-۵ پیشنهادهای	۲۸

۱- مقدمه

یکی از طرحهای محوری بورس اوراق بهادار تهران در سال ۱۳۷۸، فراهم آوردن زمینه ایجاد بازار دادوستد آتی کالا و امکان معرفی ابزارهای مشتق کالایی در اقتصاد ایران بوده است. دستاوردهای کلان اقتصادی وجود چنین بازاری به ویژه در فراهم آوردن امکان مدیریت خطر و کاهش بی‌اطمینانی و ناپایداری اقتصادی در بخشهای تولیدی مربوط، کشف قیمت و کاستن از نیاز به مداخله دولت در قیمت‌گذاری کالاها، و تأمین منابع مالی مورد نیاز فعالیتهای مولد به ویژه در بخش کشاورزی، نقش مؤثر آن را در بهسازی وضعیت کنونی اقتصاد ملی و در آستانه برنامه پنج ساله سوم توسعه اقتصادی، ج.ا.ایران قابل توجه و حتی چشم‌پوشی‌ناپذیر می‌سازد. در این راستا، طرح مطالعاتی **طراحی ساختار، سازمان، و سازوکار اجرایی بازار دادوستد آتی کالا در ایران** به منظور انجام یک بررسی مقایسه‌ای، امکان‌سنجی گسترش چارچوب تنظیمی و نظارتی کنونی بازار سرمایه ایران برای پوشش فعالیتهای بازار ابزارهای مشتق کالایی و در نهایت طراحی فرآیند راه‌اندازی و سازوکار اجرایی آن توسط سازمان بورس اوراق بهادار تهران به اجرا درآمد که حاصل آن تهیه مجموعه شش جلدی پیش‌روست. در گزارش پیش‌رو، رویکرد روش‌شناسی پیشبرد این طرح مطالعاتی و مهمترین یافته‌های آن به عنوان گزارش اجرایی طرح مزبور به طور گذرا مورد اشاره قرار گرفته است.

۲- تعریف واژگان پربسامد

ایجاد بازار دادوستد آتی کالا، و به طور کلی بازار ابزارهای مشتق شامل قراردادهای آتی و اختیار معامله، پدیده‌ای نوین در اقتصاد ایران به شمار می‌آید که به خودی خود به عنوان حلقه‌ای از مجموعه به هم پیوسته پیش‌نیازهای توسعه اقتصادی و گذر از یک صورت زندگانی اقتصادی به صورتی دیگر، بسترهای اجتماعی و فرهنگی را نیز در درازمدت دگرگون می‌سازد. بی‌گمان، این دگرگونی در زبان فارسی نیز همانگونه بازتاب دارد و گذر زبانی یکی از گونه‌های اساسی و ناگزیر همزاد با تحول نهادها و کارکردهای اقتصادی است. بدین ترتیب، آگاهی به این پدیده و فراهم آوردن زمینه‌های بازانديشي فني زباني نیز به همان اندازه اهمیت دارد که جنبه‌های دیگر گذر اقتصادی. در مجموعه کوچک زیر، برخی از مهمترین یا پربسامدترین واژگان مربوط، معرفی شده است.

◆ آگهی افزایش سپرده

◆ Variation Call

◆ Margin Call

آگهی یا اخطار اتاق پایاپای یا کارگزار بورس به مشتری برای افزایش مانده حساب سپرده خود - که بر اثر تغییرات وارون قیمت کاهش یافته است - به سطح قابل قبول برای بورس.

◆ ابزار مشتق

◆ Derivative; Derivative Instrument

مفهومی عام برای طیفی از ابزارهای قابل دادوستد در بورس یا فرابورس که برپایه برخی داراییهای دیگر مانند اوراق بهادار، ارز، و کالا پدید آمده؛ یا با آن داراییها گونه‌ای هم‌پیوندی داشته باشد. کارکرد اساسی ابزارهای مشتق فراهم آوردن برخی راهبردهای سرمایه‌گذاری مربوط به مدیریت خطر مانند **خطرگریزی**^(۱) یا **خطرپوشی**^(۲) است.

چهار گروه اصلی ابزارهای مشتق عبارتند از

۱- **قراردادهای تحویل آتی**^(۳)،

۲- **قراردادهای پیمان آتی**^(۴)،

۳- **قراردادهای معاوضه**^(۵)، و

۴- **قراردادهای اختیار معامله**^(۶).

ابزارهای مشتق بسته به نوع دارایی نهفته در پس آنها اغلب به دو گروه

الف - **ابزارهای مشتق کلایی**^(۷)، و

ب - **ابزارهای مشتق مالی**^(۸)

بخش‌بندی می‌شوند. قیمت هر ابزار مشتق تابعی از قیمت دارایی هم‌پیوند با آن و زمان است.

1- Hedging

2- Arbitrage

3- Forwards

4- Futures

5- Swaps

6- Options

7- Commodity Derivatives

8- Financial Derivatives

◆ اتاق پایاپای

◆ Clearing House

نهادی با شخصیت حقوقی مستقل از سازمان تنظیم‌گر بازار دادوستد آتی کالا یا به عنوان زیر مجموعه‌ای از آن که وظیفه ثبت، ارزیابی، تطبیق قیمت، تضمین اجرا تا لحظه سررسید، و ایفای نقش طرف مقابل هر قرارداد خرید یا فروش را بر عهده دارد.

◆ افزایش سپرده / سپرده اضافی

◆ Variation Margin

مبلغی که مشتری باید هنگام

الف - حرکت بازار در جهت مخالف، یا

ب - کاهش سطح **سپرده اولیه**^(۱) به پایین‌تر از سطح **سپرده حداقل**^(۲)

به مانده حساب سپرده خود بیفزاید تا به سطح سپرده اولیه یا سطح سپرده حداقل برسد. بدین ترتیب، بورس مطمئن خواهد بود که همواره یک وثیقه کافی برای تضمین تعهدات مشتریان در اتاق پایاپای وجود دارد.

◆ بازار تحویل آتی

◆ Forward Market

مکانی که در آن کالاها با قیمتی معین برای تحویل در تاریخی در آینده دادوستد می‌شود. بازار تحویل آتی در واقع یک **بازار فرابورس** است که با توافق دوجانبه خریدار و فروشنده و پای‌بندی آنها به تعهدات خود شکل می‌گیرد. بازار نفت برنت دریای شمال نمونه‌ای از شناخته‌شده‌ترین بازارهای تحویل آتی در دنیاست.

◆ بازار فرابورس

◆ Over - the - Counter (OTC)

بازاری برای دادوستد دوطرفه خریدار و فروشنده بدون الزام اجرای سفارش در تالار دادوستد بورس. قیمت‌های دادوستد در بازار فرابورس اغلب توسط دلال دادوستد و با توافق خریدار و فروشنده تعیین می‌شود.

1- Initial Margin

2- Maintenance Margin

♦ بورس کالا

♦ بورس آتی کالا؛ بورس آتی

♦ Commodity Exchange

♦ Futures Commodity Exchange; Futures Exchange

بازاری سازمان یافته برای دادوستد کالا یا **ابزارهای مشتق کالایی**^(۱) به ویژه **قراردادهای پیمان آتی**^(۲). فعالیت در بورس کالا می تواند به دو گونه باشد:

الف - **دادوستد نقدی** که در آن **تحویل آتی** کالا هدف اصلی است؛ و

ب - **دادوستد آتی** که با **تسویه عقب افتاده**^(۳) قراردادهای آتی سروکار می یابد و کارکرد اصلی آن **کشف قیمت**^(۴)، و فراهم آوردن امکان **مدیریت خطر**^(۵) یا **انتقال خطر**^(۶) برای تولیدکنندگان و مصرف کنندگان از طریق **خطر پوشی**^(۷)، **خطر گریزی**^(۸)، **خطر پذیری**^(۹)، یا **خطر پخش**^(۱۰) است.

♦ پیش بها؛ پیش پرداخت بها

♦ Deposit

♦ بیعانه

پولی که خریدار هنگام دادوستد به فروشنده می دهد تا پس از تحویل گرفتن کالا، باقی بهای آن را بپردازد. در سازوکار اجرایی پیشنهاد شده برای بازار دادوستد آتی کالا در ایران به معنای پیش پرداخت درصدی از بهای کالای موضوع قرارداد - برپایه مقررات بورس و قیمت تالار دادوستد کالا است. در قرارداد **پیش خرید توافق** درصد پیش پرداخت برپایه توافق خریدار و فروشنده تعیین خواهد شد.

1- Commodity Derivatives

2- Futures Contracts

3- Deffered Settlement

4- Price Discovery

5- Risk Management

6- Risk Shifting

7- Arbitrage

8- Hedging

9- Speculation

10- Spreading

◆ پیش‌فروش

◆ بیع سلف یا سلم

دادوستدی که خریدار بهای کالا را پیشاپیش می‌پردازد و فروشنده متعهد می‌شود کالای مورد نظر را پس از سررسید مدت معین به خریدار تحویل دهد. پیش‌خرید (سلف) با **قرارداد تحویل آتی**^(۱) متفاوت است؛ اما در فرهنگهای کنونی واژگان اقتصادی این دو مفهوم به ناروا با یکدیگر هم‌ارز انگاشته شده‌اند. پیش‌خرید غله یا محصول دیگری که هنوز نرسیده باشد، **بیع سلم** نامیده می‌شود.

◆ پیش‌فروش

◆ بیع نسبه

دادوستدی که فروشنده کالا را تحویل می‌دهد و خریدار متعهد می‌شود بهای آن را پس از سررسید مدت معین به فروشنده بپردازد.

◆ تمویل توافقی

◆ Exchange for Physical (EFP)

◆ Exchange of Futures for Physical (EFFP)

◆ Against Actuals

دادوستد آتی خارج از تالار دادوستد بورس و منجر به تحویل کالا که برپایه توافق خریدار و فروشنده بر سر قیمت و نحوه تحویل کالای موضوع قرارداد؛ اما با واسطه کارگزار و با اخذ مجوز رسمی از سازمان بورس انجام می‌شود. دادوستد توافقی منجر به تحویل کالا، برتری این روش به دادوستد بی‌واسطه و خارج از بورس آن است که مشمول پوشش تنظیمی و نظارتی بازار سرمایه، برخورداری از ضمانت اجرایی اتاق پایاپای، و پوشش بیمه‌ای صندوق تضمین بازار کالا نیز هست.

1- Forward Contract

♦ مراجع مفهومی

♦ Open Outcry Auction

دادوستدی که قیمت آن برپایه سازوکار عرضه و تقاضای بازار و در یک وضعیت رقابتی تعیین می‌شود. برپایه این روش، دادوستد زمانی رخ خواهد داد که قیمت و مقدار عرضه و تقاضا بر یکدیگر منطبق باشد. دادوستد به روش حراج حضوری طی نشستهای معاملاتی رسمی، در تالار دادوستد بورس و با واسطه کارگزاران مورد تایید بورس امکان پذیر است. در این حالت، توافق خریدار و فروشنده واقعی در نتیجه دادوستد تأثیری نخواهد داشت.

♦ حساب سپرده

♦ Margin Account

حسابی که هر مشتری (خریدار یا فروشنده) نزد کارگزار خود نگاه می‌دارد و مانده آن به عنوان وثیقه عمل به تعهدات، و نیز در جریان تسویه روزانه قراردادهای به کار می‌رود.

♦ دادوستد آتی

♦ بیع کالی به کالی

دادوستدی که تحویل کالا و پرداخت بهای آن هر دو به آینده واگذار شده باشد. بیعی که **ثمن** و **مبیع** هر دو نسبی باشد. در بین فقیهان امروزی بر سر بطلان اینگونه قراردادهای اجماع حاصل نیست. برخی که به هواداران فقه پویا معروفند، آن را مجاز؛ و پیروان فقه سنتی آن را باطل می‌دانند. نکته قابل توجه آنکه سازوکار اجرایی بازار دادوستد آتی کالا در ایران به گونه‌ای طراحی شده است که قراردادهای پیشنهاد شده با مبانی شرع مقدس اسلام همخوانی داشته باشد.

◆ دادوستد آتی؛ دادوستد نقدی

◆ Cash or Spot Transaction

◆ بیع نقد

دادوستدی که کالا و بهای آن همزمان دادوستد شود.

◆ سپرده

◆ Margin

پولی که خریداران و فروشندگان قرارداد پیمان آتی برای نشان دادن **حسن نیت**^(۱) و تضمین عمل به تعهدات خود، و کمینه سازی **خطر اعتباری**^(۲) فعالیت در بازار دادوستد آتی باید به کارگزار (اتاق پایاپای بورس) بسپارند.

◆ سپرده مداخل

◆ Maintenance Margin

کمترین مبلغی که برای رویارویی با نوسانهای نامنتظر یا ناخواسته قیمت باید همواره در حساب مشتری وجود داشته باشد.

◆ قرارداد پیمان آتی (کالا)

◆ Futures (Commodity) Contract

قراردادی که در یک بورس یا بازار سازمان یافته با پوشش تنظیمی و نظارتی ویژه برای خرید یا فروش میزان معینی از یک کالای مشخص با یک قیمت تعیین شده برای یک زمان معین در آینده بسته می شود. قیمت قرارداد پیمان آتی برپایه سازوکار **مزاد حضوری**^(۳) تعیین می شود. همچنین، برای تضمین قدرت نقدشوندگی آن، شرطها و عبارتهای قرارداد پیمان آتی استاندارد شده است. قرارداد آتی بخش ناپذیر است. در هر قرارداد پیمان آتی به طور

1- Good faith

2- Credit Risk

3- Open Outcry Auction

معمول ویژگیهای دقیق کالا، میزان آن، شیوه تعیین قیمت و حد مجاز نوسان آن، مکان تحویل کالا، و شیوه پرداخت بهای کالا ثبت می‌شود. مهمترین تفاوت‌های قراردادهای پیمان آتی را با قراردادهای تحویل آتی چنین می‌توان برشمرد:

- ۱- وجود سازوکار اخذ سپرده توسط بورس.
 - ۲- وضع استاندارد برای کالا، قرارداد، و تحویل یا **تسویه نقدی**^(۱) قرارداد توسط بورس.
 - ۳- ایفای نقش **اتاق پایایی**^(۲) بورس به عنوان یک طرف قرارداد.
 - یک قرارداد پیمان آتی به یکی از روشهای زیر قابل پایان دادن است:
 - ۱- تحویل کالا در سررسید،
 - ۲- خرید قرارداد وارون برای لغو تعهد پیش از سررسید، و
 - ۳- تسویه نقدی قرارداد در سررسید
- تسویه نقدی قرارداد پیمان آتی برپایه پرداخت نقدی تفاوت بین ارزش ثبت شده قرارداد با ارزش جاری آن در سررسید انجام می‌شود. برخی از پربسامدترین شیوه‌های معمول پایان دادن به قراردادهای پیمان آتی برای گونه‌های مختلف کالاها در بازارهای جهان در جدول ۲-۱ نشان داده شده است.

جدول ۲-۱ پربسامدترین شیوه‌های پایان دادن به یک قرارداد آتی در سررسید بسته به کالای موضوع قرارداد

کالای موضوع قرارداد	نمونه‌های عام	سر نوشت قرارداد در سر رسید
محصولات کشاورزی	کالاهای فاسدشدنی	تحویل کالا
فلزهای اساسی	فلزهای مورد استفاده در فرآیند تولیدات صنعتی	تحویل کالا
فلزهای گرانبها	فلزهای کمیاب و گرانبها	تحویل کالا
نفت	نفت خام و سایر فرآورده‌های مشتق	تحویل کالا یا تسویه نقدی (بسته به قرارداد)
برق	شاخص هزینه برق	تسویه نقدی
ترابری	شاخص هزینه ترابری	تسویه نقدی
بیمه	شاخص زیانهای بیمه‌ای	تسویه نقدی

جدول ۲-۲ همسنجی قراردادهای پیمان و تحویل آتی

شرح	قراردادهای پیمان آتی	قراردادهای تحویل آتی
اندازه و واحد دادوستد	میزان و قیمت موضوع قرارداد به طور دقیق مشخص می شود.	یک دامنه کم و بیش نامحدود وجود دارد. قیمت قرارداد با توافق دو طرف تعیین می شود.
زمان و نحوه تحویل	به گونه ای استاندارد به زمانهای مشخصی از سال و برخی مکانهای مصوب بورس محدود می شود.	با توافق دو طرف تعیین می شود.
تحویل	تحویل هدف دادوستد نیست و کمتر از ۲ درصد قراردادها به تحویل می انجامد.	تحویل هدف دادوستد است و بیش از ۹۰ درصد قراردادها به تحویل می انجامد.
قیمت عمومی	برای تمام کسانی که در بازار حضور دارند و بدون توجه به اندازه دادوستد، همانند است.	قیمت با اندازه دادوستد، ریسک اعتباری و مانند اینها تغییر می کند.
روش دادوستد	دادوستد به طور معمول به روش حراج حضوری در تالار دادوستد بورس انجام می شود.	دادوستد از طریق تلفن و دورنگار بین دو خریدار و فروشنده منفرد انجام می شود.
زمان و مکان دادوستد	دادوستد در تالار دادوستد بورس و در ساعتهای مشخصی از روز انجام می شود.	دادوستد در بازار خارج از بورس و در تمامی ساعتهای شبانه روز از طریق تلفن و دورنگار امکان پذیر است.
انتشار قیمت	قیمتها به طور همگانی منتشر می شود.	قیمتها به طور همگانی منتشر نمی شود.
بهترین قیمت	هر دادوستد با بهترین قیمت در دسترس در زمان دادوستد انجام می شود.	قیمت دادوستد به لزوم بهترین قیمت نیست.
ایمنی دادوستد	دادوستد مستلزم اخذ سپرده و تسویه روزانه آن است.	به مذاکره دو طرف بستگی دارد. تعدیلی برای نوسانهای روزانه قیمت انجام نمی شود.
سازوکار پایاپای	یک اتاق مرکزی پایاپای در هر بورس بر دادوستد قراردادها شامل تغییرات روزانه ارزش قراردادها، پرداختهای نقدی و فرآیند تحویل نظارت دارد.	وجود ندارد.
حجم دادوستد	اطلاعات مربوط به حجم دادوستد روزانه و به طور عام منتشر می شود.	اطلاعاتی درباره حجم دادوستد در دسترس نیست.
نوسانهای روزانه قیمت	برای نوسان روزانه قیمت محدودیت وجود دارد.	هیچ محدودیتی برای نوسانهای روزانه قیمت وجود ندارد.
نقدشوندگی	به دلیل آسانی ورود به بازار و خروج از آن، هزینه کم دادوستد، و استاندارد بودن این قراردادها، نقدشوندگی آنها بسیار بالاست.	به دلیل استاندارد نبودن این قراردادها، دشوار بودن ورود و خروج و هزینه بالای دادوستد، نقدشوندگی آنها زیاد نیست.
ریسک اعتباری	اتاق پایاپای ریسک اعتباری را تضمین می کند.	در این بازار همواره ریسک قصور طرف مقابل وجود دارد.
تنظیم و نظارت	بازار قراردادهای پیمان آتی توسط یک مقام ناظر - که اغلب دولتی است - نظارت می شود. همچنین، سازمان بورس وظیفه تنظیم بازار را بر عهده دارد.	بازار قراردادهای تحویل آتی کم و بیش یک بازار خودتنظیم گر است.

◆ قرارداد تمویل آتی (کالا)

◆ Forward (Commodity) Contract

قراردادی که خریدار یا فروشنده کالا را به خرید یا فروش میزان معین از یک کالای مشخص با یک قیمت تعیین شده برای یک زمان معین در آینده (**سررسید**) متعهد می‌سازد. به طور معمول، هیچ پرداختی تا پیش از سررسید (زمان تسویه) قرارداد تحویل آتی انجام نمی‌شود. بنابراین، قرارداد تحویل آتی دربردارنده یک ریسک اعتباری برای هر یک از دو طرف از زمان گشایش تا سررسید آن است.

قرارداد تحویل آتی به شخص سوم قابل انتقال نیست. مفاد قرارداد استاندارد شده نیست، و اغلب در چارچوب یک بازار رسمی و سازمان یافته مورد کاربرد ندارد. همچنین، گشایش این نوع قرارداد به **سپرده** نیازی ندارد. پایان دادن به قرارداد تحویل آتی با توافق دو طرف خریدار و فروشنده امکان‌پذیر است.

◆ قیمت پیمان آتی

◆ Futures Price

۱- قیمتی که به ازای آن مشتری در یک **موقعیت خرید**^(۱) خواهان تحویل کالای موضوع قرارداد؛ یا مشتری در **موقعیت فروش**^(۲) حاضر به فروش کالا است.

۲- قیمت جاری بازار که به ازای آن قراردادهای پیمان آتی دادوستد می‌شود.

◆ قیمت تمویل آتی

◆ Forward Price

قیمتی که سبب می‌شود ارزش قرارداد در زمان تحویل برابر صفر شود.

◆ کارگزار

◆ Broker

شخص یا بنگاهی که نمایندگی یک مشتری (خریدار یا فروشنده) را در دادوستد رسمی تالار معاملات بورس بر عهده می‌گیرد و در عوض **کارمزد**^(۳) دریافت می‌کند. کارگزار نمی‌تواند به نفع خود یا نزدیکانش دادوستد کند. کارگزار

1- Long Position

2- Short Position

3- Commission

بورس کالا به طور معمول عضو **اتاق پایپای** نیز هست.

◆ کالا

◆ Commodity ($\simeq$ Produce $\neq$ Goods)

مفهومی عام برای **مواد خام**^(۱) یا **مواد خوراک**^(۲) قابل دادوستد در بازار. **بازار کالا** که دامنه گسترده‌ای را می‌پوشاند، اغلب به دو بخش تقسیم می‌شود:

۱- **کالاهای سخت**^(۳) که خود به دو گروه

الف - فلزهای گرانبها^(۴)، و

ب - فلزهای اساسی^(۵)

بخش‌بندی می‌شود.

۲- **کالاهای نرم**^(۶) که به طور معمول فرآورده‌های فاسدشدنی مانند غلات، قهوه یا شکر، و نیز انرژی شامل نفت خام، گاز طبیعی، و سایر فرآورده‌های مشتق آنها را دربرمی‌گیرد.

کالاها را در **بورس کالا**^(۷) یا در **بازار فرابورس**^(۸) می‌توان دادوستد کرد. فرآیند دادوستد در بورسهای کالا اغلب تخصصی‌تر و پیچیده‌تر از بازارهای فرابورس است. بازارهای دادوستد کالا را از دیدگاه سررسید تعهدات دو طرف خریدار و فروشنده می‌توان به دو بخش

الف - **بازارهای آتی (نقد)**^(۹)، و

ب - **بازارهای آتی**^(۱۰)

نیز تقسیم کرد.

اقلام اصلی دربرگیرنده انواع تعریف شده کالا را چنین می‌توان برشمرد:

۱- کالاهای سخت

۱-۱ فلزهای اساسی

شمش یا بار مس، قلع، سرب، نیکل، روی، و آلومینیوم.

۱-۲ فلزهای گرانبها

شمش یا سکه طلا، نقره، پلاتین، و پالادیم.

1- Raw Materials

2- Foodstuffs

3- Hard Commodities

4- Precious Metals

5- Base Metals

6- Soft Commodities; Softs

7- Commodity Exchange

8- Over - the - Counter

9- Cash or Physical Spot Markets

10- Forward or Futures Markets

۲- کالاهای نرم

۲-۱ محصولات کشاورزی

کاکائو، قهوه، شکر (خام یا سفید)، سیبزمینی، گاو (زنده یا ذبح شده)، خوک، گوسفند، جوجه مرغ، سویا (دانه، آرد، روغن)، غلات (گندم، ذرت، جو، جو پوست‌کنده، برنج)، آب پرتقال، آب پرتقال منجمدشده، نارگیل (مغز، روغن)، روغن خرما، پنبه، پشم، و لاستیک.

۳- فرآورده‌های انرژی

نفت (خام، سفید، بنزین بدون سرب)، گاز طبیعی، سوخت جت، و برق

۴- کالاهای متفرقه

ترابری، بیمه

چنانکه پیداست، واژه کالا از نظر معنایی به مفهوم **فرآورده**^(۱) نزدیک؛ و از مفهوم **محصولات نهایی مصرفی**^(۲) دور است.

♦ مدیریت خطر

♦ Risk Management

مجموعه اقداماتی که برای پیش‌گیری یا کاهش خطر نوسانهای قیمتی به کار برده می‌شود. مجموعه روشهایی برای ارزیابی، تحلیل، و کنترل گونه‌های مختلف خطر نوسانهای قیمتی.

♦ معامله‌گر

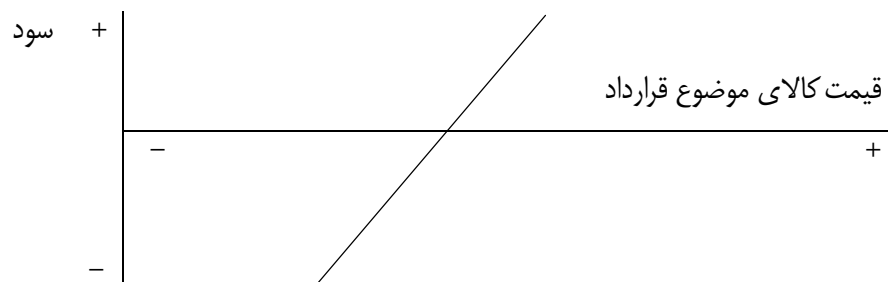
♦ Trader

شخص یا بنگاهی که به نمایندگی از سوی یک مشتری (خریدار یا فروشنده) یا به نفع خود در دادوستد رسمی بورس شرکت می‌کند. معامله‌گران بورس کالا به طور معمول عضو **اتاق پایایی** نیستند.

♦ موقعیت خرید

♦ Long Position

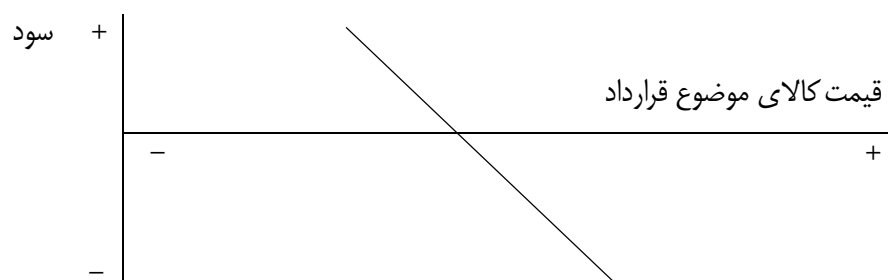
نگهداری یا خرید یک قرارداد آتی یا اختیار معامله یا هر دارایی دیگر که به طور معمول با انتظار فروش آن به قیمتی بالاتر همراه باشد.



◆ موقعیت فروش

◆ Short Position

فروش قرارداد آتی یا اختیار معامله یک کالا یا دارایی تملک نشده که به طور معمول با انتظار خرید آن به قیمتی کمتر همراه باشد. بدین ترتیب، انتظار سودی برابر تفاوت بین قیمت‌های فروش و بازخرید، منهای هزینه دادوستد وجود خواهد داشت.



از دیدگاه نظری، آنچه وجود بازار سرمایه را در بخش مالی و نیز در اقتصاد ملی ناگزیر می‌سازد، توانایی آن در برآوردن کارکردهایی است که به طور معمول در توان و حوزه فعالیت بازارهای پول و بیمه نمی‌گنجد. در واقع، بازار سرمایه در تمامی کشورهای توسعه‌یافته و بسیاری از کشورهای توسعه نیافته دو کارکرد اساسی را بر عهده دارد:

یکی، کارکرد تأمین منابع مالی درازمدت - با سررسید بیش از یکسال یا به صورت بدهیهای بدون سررسید - به منظور هدایت منابع پس‌اندازی موجود به مسیر نیازهای سرمایه‌گذاری، به کمک ابزارهایی مانند گونه‌های مختلف سهام، اوراق قرضه، و سایر انواع اوراق بدهی درازمدت، و در چارچوب بازارهایی سامان‌یافته و برخوردار از یک ساختار تنظیمی و نظارتی کارآمد که به طور متعارف بازارهای دست اول و دست دوم اوراق بهادار را پدید می‌آورد. از دیدگاه این کارکرد، بازار دست اول به تجهیز منابع پس‌اندازی و تأمین نیازهای مالی درازمدت؛ و بازار دست دوم بیشتر به فراهم آوردن امکان دادوستد دست دوم ابزارهای مالی به منظور افزایش قدرت نقدشوندگی ابزارهای مختلف با ترکیبهای متفاوت خطر و بازدهی اختصاص دارد.

دیگری، کارکرد مدیریت خطر از طریق فراهم آوردن امکان راهبردهای **خطرگریزی**^(۱) یا **خطرپوشی**^(۲) در بازارهای مالی یا فعالیتهای بخش واقعی اقتصاد ملی است. از این دیدگاه، به کارگیری ابزارهای مشتق به ویژه قراردادهای آتی و اختیار معامله بر اثر انتقال خطر از خطرگريزان به خطرپذیران یا از طریق راهبردهای خطرپوشی و **خطرپشی**^(۳) می‌تواند بی‌اطمینانی و ناپایداری را در بازارهای مالی شامل سهام، اوراق قرضه، پولهای خارجی، و نرخهای بهره، یا در بازار کالاها شامل محصولات کشاورزی، فلزهای اساسی، فلزهای گرانبها، و انرژی به طور قابل توجهی کاهش دهد.

بازار سرمایه ایران در آستانه گام نهادن به چهارمین دهه فعالیت خود، همچنان به بورس اوراق بهادار تهران محدود و منحصر شده که برپایه قانون تأسیس بورس اوراق بهادار مصوب ۱۳۴۵ پدید آمده است. کارکردهای بازار سرمایه در اقتصاد ایران هیچگاه از دادوستد دست دوم اوراق سهام عادی با نام فراتر نرفته است. در ایران، بازار دست اول تنظیم شده و نهادهای مربوط اصولاً وجود ندارد. تأمین منابع مالی درازمدت در چارچوب قانون تجارت با کندی و ناکارایی بسیار و بدون برخورداری از پوشش تنظیمی و نظارتی بازار سرمایه انجام می‌شود. ساختار تنظیمی و نظارتی بازار سرمایه کنونی ایران با چهار رکن خود شامل شورای بورس، هیأت پذیرش اوراق بهادار، هیأت داور، و سازمان بورس اوراق بهادار تهران با وجود برخورداری از یک الگوی کم و بیش پذیرفتنی و قابل بهینه‌سازی، یک کاستی بزرگ دارد و آن محدود بودن حوزه تنظیمی و نظارتی آن به عنوان تنها نهاد تنظیم‌گر فعالیتهای بازار سرمایه ایران است. بدین معنا، هرگاه بتوان دامنه پوشش نظارت شورای بورس را به عنوان مقام ناظر بر بازار سرمایه ایران به منظور برآوردن تمامی کارکردهای متعارف بازار سرمایه به بازار دست اول و نهادها و فعالان بالقوه آن گسترش داد،

1- Hedging

2- Arbitrage

3- Spreading

و نیز اختیارات بیشتری از سوی مقام قانونگذار برای وضع مقررات و تضمین پویایی و ایمنی فعالیتهای مربوط به انتشار و عرضه عمومی اوراق بهادار، شناسایی و به کارگیری ابزارهای مالی جدید، و نظارت کارآمد بر ایجاد و فعالیت نهادهای فعال در بازار سرمایه به این شورا تفویض شود، امیدواری زیادی برای گسترش نقش و اهمیت بازار سرمایه در پیشبرد هدفهای کلان اقتصادی و تسریع فرآیند توسعه اقتصاد ملی پدید خواهد آمد. از سوی دیگر، فراهم آوردن زمینه مناسبی برای برآوردن کارکرد مدیریت خطر، کشف قیمت، و کاستن از بی‌اطمینانی و ناپایداری موجود در بازارهای مالی و فعالیتهای بخش واقعی اقتصاد ملی به ویژه بازار محصولات کشاورزی به خودی خود به تکامل بازار سرمایه ایران می‌انجامد.

ویژگی مهم بسیاری از داراییهای مالی (مانند سهام و ارز) و کالاها (مانند محصولات کشاورزی) ناپایداری شدید قیمت آنهاست. این ناپایداری از عوامل تأثیرگذار بر عرضه و تقاضای آنها سرچشمه می‌گیرد. ناپایداری قیمت یا بی‌اطمینانی به قیمتهای آینده نگرانی همیشگی تولیدکنندگان (صاحبان) و مصرف‌کنندگان عمده داراییهای مالی و اینگونه کالاهاست. اگر چه در مواردی دولت با مداخله در بازار محصولات که با ناپایداری شدید قیمت مواجه بوده، کوشیده است تا با کنترل قیمتها چنین نگرانیهایی را کاهش دهد؛ این دخالت علاوه بر تحمیل هزینه‌های زیاد بر جامعه، در بهترین حالت خود به کاهش کارایی بازار منجر شده است؛ تا به آنجا که امروزه و در آستانه برنامه پنج ساله سوم توسعه اقتصادی، کوچک کردن حجم و نقش دولت در اقتصاد ملی از جمله مهمترین هدفهای سیاست‌گذاران اقتصادی است.

ناپایداری یا نوسان‌پذیری قیمت در بین محصولات کشاورزی از همه چشمگیرتر و بیش از هر چیز ناشی از تغییرات آب و هواست. تغییرات بارندگی و دمای هوا، نوسان تولید محصولات کشاورزی و قیمت آنها را در پی می‌آورد. از این گذشته عرضه بسیاری از محصولات کشاورزی به طور قابل توجهی از نوسانهای تقاضا در فصل پیش از کاشت آنها تأثیر می‌پذیرد. به عبارت دیگر، عرضه محصولات کشاورزی اغلب از یک **الگوی تار عنکبوتی**^(۱) پیروی می‌کند که به تغییرات دوره‌ای قیمت و میزان عرضه محصولات مزبور می‌انجامد. از سوی دیگر، یکی از ویژگیهای حکمفرما بر بازار محصولات کشاورزی، وجود پدیده **سلف‌خبری** است که در بسیاری از شهرها و روستاهای ایران، و از جمله در مناطق کشاورزی رونق چشمگیر دارد؛ و بسیاری از کشاورزان به دلیل رویارویی با تنگناهای مالی به ویژه در ماههای پیش از برداشت محصول و نیز بر اثر نبود شفافیت قیمت عدم گردش اطلاعات، ناکارایی شبکه توزیع، نارسایی خدمات انبارداری، نبود یک بازار رقابتی و فراگیر، و در نهایت به دلیل نبود یک سازوکار مناسب و کارآمد برای تأمین نیازهای مالی کوتاه‌مدت آنها، ناگزیر از تن دادن به شرایط ناعادلانه تعیین شده از سوی سلف‌خران هستند؛ به گونه‌ای که قیمتهای سلف محصولات کشاورزی اغلب بین ۳۰ تا ۵۰ درصد کمتر از قیمت آنها در فصل برداشت است. گذشته از آنکه قیمتهای سرخرمن، عمده‌فروشی، و خرده‌فروشی با یکدیگر تفاوتی چشمگیر دارند و بخش عمده این تفاوت به فاصله باورنکردنی قیمتهای عمده‌فروشی از خرده‌فروشی مربوط می‌شود. چنانکه پیداست، کاستی کارکرد مدیریت خطر و امکان تأمین مالی کوتاه‌مدت در بخش فعالیتهای کشاورزی، وضعیت نامناسبی را برای

1- Cobweb Model

اقتصاد ایران به همراه داشته است.

نگرانی تولیدکنندگان و مصرف‌کنندگان درباره ناپایداری قیمت، نبود شفافیت و عدم گردش مناسب اطلاعات در بازار نقدی کالاها، مشکل تأمین نیازهای مالی کوتاه‌مدت - به ویژه برای کشاورزان - نبود یک سازوکار کارآمد قیمتگذاری و بی‌نیاز از مداخله دولت، نبود معیاری برای سنجش قیمت‌های آتی و به عنوان مبنایی برای برنامه‌ریزی فعالیتهای تولیدی آتی، وجود خطر اعتباری و نبود پوشش قانونی و مقرراتی مناسبی برای حمایت از خریداران و فروشندگان، و در نهایت نبود یک سازوکار بیمه‌ای مناسب برای فعالیت در بازارهای مالی به ویژه سهام و ارز، انگیزه اصلی پیشنهاد و مبنای طراحی و ایجاد بازار دادوستد آتی کالا در ایران به شمار می‌آید. آنچه وجود چنین بازاری را در اقتصاد ایران مهم و قابل توجه می‌سازد، دستاوردهای کلان اقتصادی قابل توجهی است که برخی از مهمترین آنها را چنین می‌توان برشمرد:

۱- سترون‌سازی اثر ناپایداری ذاتی قیمت محصولات کشاورزی و کاهش بی‌اطمینانی اقتصادی در بخش تولید و مصرف آن محصولات با هدف حمایت از تولیدکنندگان و مصرف‌کنندگان نهایی محصولات اساسی کشاورزی در ایران.

۲- تصحیح سازوکار قیمتگذاری در بازار کالاها شامل محصولات کشاورزی، فلزهای اساسی، فلزهای گرانبها، و انرژی.

۳- کاستن از نیاز به مداخله دولت در قیمتگذاری کالاها از طریق زدودن ناکارایی نظام بازار آزاد و فراهم آوردن زمینه تعیین قیمت در بهترین سطح ممکن.

۴- فراهم آوردن معیاری برای پیش‌بینی رفتار آتی قیمت کالاها، و مبنایی برای پیشبرد مذاکرات تجاری در سطوح ملی و بین‌المللی.

۵- شفاف‌سازی بازار نقدی کالاها از طریق ارتقای کمی و کیفی انتشار اطلاعات در بازار.

۶- گسترش زمینه فعالیتهای سالم رقابت برانگیز در بازار کالا از طریق تسهیل ورود و خروج آزادانه فعالان بازار، و تنظیم و نظارت کارآمد بر فعالیتهای مربوط.

۷- تأمین منابع مالی مورد نیاز فعالیتهای مولد اقتصادی به ویژه در بخش کشاورزی، و کوتاه کردن دست دلالان و واسطه‌هایی که حضور آنها در بازار کالاها به زیان تولیدکنندگان اصلی و باعث افزایش بی‌رویه قیمت‌ها برای مصرف‌کنندگان نهایی است.

۸- فراهم آوردن زمینه‌های اجتماعی و اقتصادی لازم برای معرفی ابزارهای مشتق مالی در ایران از جمله در بخش **داراییهای بهره‌دار**^(۱)، ارز، و شاخصهای سهام. به کارگیری این ابزارها به ویژه برای رفع نگرانی کلان

اقتصادی ناشی از نوسانهای شدید ارز، قیمت سهام و نرخهای بهره در اقتصاد ملی اهمیت دارد.

به همین ترتیب، فراهم آوردن امکان پیش‌خرید کالاهای موضوع قراردادهای آتی در بورس کالا می‌تواند منافع اقتصادی زیر را به همراه داشته باشد:

1- Interest - bearing Assets

۱- برخورداری تولیدکنندگان [به ویژه تولیدکنندگان خرده‌پای] کالاها از یک موقعیت منصفانه، شفاف، و رقابتی در برابر سلف‌خران.

۲- برخورداری تولیدکنندگان و خریداران کالاها از پشتیبانی قانونی و مقرراتی مقام ناظر و نهاد تنظیم‌گر بازار دادوستد آتی در تضمین ایمنی و روایی فعالیتهای دادوستد، و ایفای تعهدات طرف مقابل.

۳- جلوگیری از کسب درآمدهای بادآورده سلف‌خران و واسطه‌گران محصولات کشاورزی که بر اثر سلطه آنها بر بازار، وجود انحرافهای قیمتی، و نبود یک سازوکار شفاف و قاعده‌مند برای دادوستد محصولات مزبور پدید آمده؛ و به یک ساختار نامناسب توزیع درآمدهای حاصل از فعالیتهای کشاورزی انجامیده است.

۴- تأمین منابع مالی مورد نیاز کشاورزان.

۵- افزایش رفاه اقتصادی تولیدکنندگان و مصرف‌کنندگان نهایی محصولات کشاورزی.

با وجود مزایای برشمرده و آنچه می‌تواند به این فهرست افزوده شود؛ پدیدآوردن بازار ابزارهای مشتق شامل قراردادهای آتی و اختیار معامله در ایران به سادگی امکان‌پذیر نیست. از این دیدگاه، نخستین مشکل فراروی ایجاد بازار دادوستد آتی کالا در ایران فراهم آوردن چارچوبی قانونی برای به کارگیری ابزارهای مزبور در ایران است. بدین معنا، امکان‌سنجی به کارگیری قراردادهای آتی و اختیار معامله در اقتصاد ایران پیش از هر چیز به سازگاری آنها با اصول و مبانی نظام حقوقی ایران در ضمن توجه به تأملات فقهی و شرعی دادوستد اینگونه قراردادهای بستگی می‌یابد. در گام دوم، مسأله طراحی ساختار تنظیمی و نظارتی بازار دادوستد آتی و اختیار معامله فراییش می‌آید که باید با شناسایی و تعیین یک مقام ناظر، اعطای اختیاراتی از سوی مرجع قانونگذار به مقام مزبور شامل اختیار وضع مقررات، امکان ارزیابی میزان پیروی از مقررات وضع شده، و ضمانت اجرایی مقررات مزبور، تعیین یا سازماندهی نهاد تنظیم‌گر بازار و فراهم آوردن چارچوبی برای شناسایی و معرفی سایر ابزارهای کاربردپذیر در آینده بدون نیاز به ذکر نام در قانون همراه باشد. به همین ترتیب، مسأله تعیین خطوط و حوزه‌های ارتباطی بهینه مقام ناظر با نهاد تنظیم‌گر بازار، میزان هم‌پوشانی کارکردها و اختیارات قانونی آنها با سایر نهادهای تنظیم‌گر یا حتی مقام ناظر ویژه بازار اوراق بهادار، طراحی سازوکار اجرایی، مشخص‌نمایی رویکرد موضوعی فعالیت و شناسایی و طراحی انواع قراردادهای کاربردپذیر در بازار، و در نهایت طراحی سازوکار مناسبی برای ایمنی و سلامت به کارگیری ابزارهای پیشنهادی برای خریداران و فروشندگان، بازارهای مالی، و اقتصاد ملی نیازمند توجه و رسیدگی است. طرح مطالعاتی پیش‌رو در همین راستاست؛ و در طی آن کوشش گردیده است، برای هر یک از چالش‌ها یا پرسشهای برشمرده پاسخ‌ها یا راه‌کارهای اجرایی مناسبی یافته شود.

۴- بیکربندی پژوهش

به منظور پیشبرد طرح مطالعاتی طراحی ساختار، سازمان، و سازوکار اجرایی بازار دادوستد آتی کالا در ایران و یافتن راه‌کارهای اجرایی مناسبی برای طراحی، راه‌اندازی، و فراهم آوردن امکان گسترش آتی کارکردها و حوزه فعالیت آن در اقتصاد ملی، پژوهش فرارو در چارچوب مجموعه‌ای از پنج گزارش به هم پیوسته با هدف‌ها و حوزه‌های

مشخص و یک گزارش اجرایی سرانجام یافته است. گذشته از این گزارش اجرایی که بازتاب دهنده بررسیهای تفصیلی انجام شده در چارچوب این طرح مطالعاتی است؛ پیکربندی این مجموعه و هر یک از گزارشهای پیش گفته چنین بوده است:

♦ (گزارش دوم) رویکردی نظری به کارکردها و سازوکار بازار دادوستد آتی کالا

● **هدف پژوهش:** بررسی کارکردها و هدفها، و شیوه برآوردن آنها، تعیین حوزهها و زمینههای فعالیت، شناسایی سازوکار عمل، و بررسی رویکردی نظری نهفته در پس بازارهای دادوستد آتی کالا، و شناسایی نهادهای اجرایی لازم برای فراهم آوردن زمینه تحقق کارکردها و هدفهای برشمرده.

● پیکربندی گزارش:

۱- مقدمه

۲- بازارهای آتی کالا: ابزارها و کارکردها

۲-۱ ابزارهای کاربردیپذیر در بازارهای آتی کالا

۲-۲ کارکردهای بورس آتی کالا

۳- الگوی نظری اثربخشی بازارهای آتی کالا

۴- ساختار نظارتی و اجرایی بورس آتی کالا

۴-۱ تنظیم و نظارت

۴-۲ سازوکار اجرایی

۵- قیمتگذاری در بورس آتی کالا

۵-۱ قیمتگذاری قراردادهای تحویل آتی

۵-۲ قیمتهای تحویل آتی در برابر پیمان آتی

پیوست ۱ شیوه محاسبه ربح مرکب پیوسته

پیوست ۲ اثبات برابری قیمتهای پیمان آتی و تحویل آتی

۶- سخن آخر

۷- فهرست منابع

♦ (گزارش سوم) سازمان و سازوکار اجرایی بازارهای دادوستد آتی کالا در جهان

● **هدف پژوهش:** بررسی جنبههای همانند و ناهمانند کارکردها، ساختار، سازمان، و سازوکار اجرایی بازارهای دادوستد آتی کالا در کشورهای توسعه یافته و در حال توسعه. فراهم آوردن خطوط راهنمای طراحی این بازار و شناسایی فرصتها و تنگناهای فرارو در ایران. بررسی روندهای حرکت و مسیرهای دگرگونی فعالیت اینگونه بازارها در جهان.

● **پیکربندی گزارش:**

فهرست سرنامها و کوتاه‌نوشتها

۱ - مقدمه

۲ - بازارهای دادوستد آتی در یک نگاه

۳ - بررسی چند بازار آتی کالا

۳-۱ استرالیا: بورس آتی سیدنی

۳-۲ ایالات متحد آمریکا: هیأت تجارت شیکاگو

۳-۳ برزیل: بورس آتی و کالای برزیل

۳-۴ ژاپن: بورس کالای کانزایی

۳-۵ کانادا: بورس کالای وینپگ

۳-۶ مالزی: بورس کالای کوالالامپور

۴ - سخن آخر

۵ - پیوست: فهرست بازارهای دادوستد قراردادهای آتی و اختیار معامله در جهان

۶ - فهرست منابع

♦ (گزارش چهارم) **هبانی حقوقی و فقهی دادوستد قراردادهای آتی در ایران**

● **هدف پژوهش:** بررسی زمینه‌های قانونی و محظورات فقهی به کارگیری ابزارهای دادوستد آتی در اقتصاد ایران.

● **پیکربندی گزارش:**

۱ - مقدمه

۲ - قراردادهای آتی و سازوکار بورس آتی کالا

۳ - قراردادهای آتی در حقوق ایران

۴ - محظورات فقهی قراردادهای آتی

۵ - سخن آخر

♦ (گزارش پنجم) **چارچوبی برای طراحی و راه‌اندازی بازار دادوستد آتی کالا در ایران**

● **هدف پژوهش:** طراحی الگویی برای در نظر گرفتن عوامل انگیزشی گرایش عام و پیش‌نیازهای فنی ایجاد یک بازار دادوستد آتی در ایران. طراحی ساختار تنظیمی و نظارتی، تعیین مقام ناظر، طراحی سازمان اجرایی، تعیین رویکرد موضوعی فعالیت، طراحی قراردادهای کاربرپذیر، و طراحی سازوکار اجرایی بازار دادوستد آتی کالا در ایران. پیش‌بینی زمینه‌های گسترش فعالیت این بازار در آینده.

● **پیکربندی گزارش:**

- ۱- مقدمه
- ۲- رهیافتی به هدفها و کارکردهای تنظیمی و نظارتی
 - ۱-۲ ساختار تنظیمی و نظارتی
 - ۲-۲ کارکردهای تنظیمی
- ۳- شناسایی قانونی و الگوی ساخت بازار
 - ۴- سازمان پیشنهادی بازار
 - ۵- رویکرد موضوعی فعالیت
 - ۱-۵ قراردادهای آتی کالا
 - ۲-۵ پیش خرید کالا
 - ۶- طرحی برای سازوکار اجرایی بازار
- ۶-۱ اصول، روشها و سازوکار دادوستد
 - ۲-۶ قراردادهای پیشنهادی
 - ۶-۳ فرآیند تسویه و تحویل
- ۷- سخن آخر

◆ (گزارش ششم) **مجموعه مقررات پیشنهادی بازار دادوستد آتی کالا در ایران**

- **هدف پژوهش:** تدوین و پیشنهاد مقررات مربوط به فعالیت بازار دادوستد آتی کالا در ایران برپایه ساختار، سازمان، سازوکار اجرایی و قراردادهای طراحی و پیشنهاد شده در گزارش پنجم.

● **پیکربندی گزارش:**

- ۱- مقدمه
- ۲- تعاریف و مفاهیم.
- ۳- چارچوب قانونی تشکیل بازار دادوستد آتی کالا در ایران
- ۴- مقررات دادوستد
 - ۱-۴ اصول و روشها
 - ۲-۴ سازوکار دادوستد
 - ۴-۳ تسویه قراردادها
 - ۴-۴ سپرده و پیش پرداخت
 - ۴-۵ تحویل کالا
- ۵- مقررات عضویت
 - ۱-۵ کارگزاران تالار دادوستد کالا
 - ۵-۲ معامله گران تالار دادوستد کالا
 - ۶- وظایف و اختیارات سازمان بورس

۵- یافته‌ها و پیشنهادهای مهم

۵-۱ یافته‌ها

بازارهای دادوستد آتی در شمار نقدشونده‌ترین بازارهای مالی در دنیای امروزند که فعالیت آنها برپایه اندک بودن هزینه دادوستد، آسانی ورود و خروج، و ایمنی بسیار زیاد استوار شده است. رشد شتابدار فعالیتها و گسترش چشمگیر قلمرو اینگونه بازارها در کشورهای توسعه‌یافته و در حال توسعه بازتاب منافع اقتصادی قابل توجهی است که به عنوان یک بازار آزاد شفاف و مطمئن به توزیع مناسب ریسک، تعیین قیمتها در بهترین سطح ممکن، فراهم آوردن مبنایی برای پیش‌بینی رفتار آتی قیمتها، و کاهش ناپایداری و بی‌اطمینانی در حوزه فعالیتهای اقتصادی می‌انجامد. گذشته از اهمیت انکارناپذیر کارایی سازوکار اجرایی بازارهای دادوستد آتی که با سرعت عمل، کم‌هزینه بودن، رقابت‌پذیری، شفافیت، و قاعده‌مندی عملیات در بازارهای مزبور سروکار دارد؛ ویژگیهای ساختار تنظیمی و نظارتی بازارهای آتی در کشورهای جهان از دو دیدگاه قابل توجه است:

نخست آنکه بسته به میزان اختیارات تفویض شده از سوی قانونگذار به مقام ناظر بر بازارهای دادوستد آتی، دو نوع الگوی آمریکایی و انگلیسی قابل شناسایی است. برپایه الگوی آمریکایی، مقام ناظر که اغلب در چارچوب کمیسیونهای اوراق بهادار یا دادوستد آتی فعالیت دارد، از اختیارات قابل توجهی برخوردار می‌شود که از جمله آنها می‌توان به اختیار تصویب قابل دادوستد بودن قراردادهای آتی و اختیار معامله در بورسهای آتی و اختیار معامله، تصویب مقررات فعالیت بازارهای آتی و اختیار معامله، تصویب صلاحیت مالی و حرفه‌ای کارگزاریهای بورس، تدوین معیارهایی برای تضمین ایمنی سازوکار اجرایی بازار، و قدرت صدور حکم و جریمه متخلفان اشاره کرد. در این حالت بورسهای آتی و اختیار معامله به عنوان نهادهای تنظیم‌گر بازار زیر نفوذ و نظارت مستقیم مقام ناظر بر بازار آتی قرار دارند. در سوی دیگر، الگوی نظارتی انگلیسی قرار دارد که اغلب در چارچوب هیأت‌های سرمایه‌گذاری و اوراق بهادار شکل می‌گیرد و در بسیاری از موارد وظایف اصلی آن به تضمین حسن اجرای قوانین مربوط به فعالیت بازارهای آتی و اختیار معامله، تأسیس نهادهای خودتنظیم‌گر^(۱) و تصویب مقررات فعالیت آنها محدود می‌شود. در این حالت نهادهایی مانند انجمن کارگزاران و معامله‌گران قراردادهای آتی به عنوان نهاد تنظیم‌گر یا حتی خود بورسهای آتی از اختیارات و حوزه نفوذ چشمگیری برخوردار می‌شوند.

دوم آنکه، صرف نظر از اختیارات مقام ناظر، تفکیک‌پذیری وظایف مربوط به نظارت بر بورسهای آتی کالا از

1- Self-regulatory organization (SRO)

بورسهای اوراق بهادار در همه کشورها یکسان نیست؛ ضمن آنکه گزینش هر یک از الگوهای برشمرده به لزوم با تفکیک یا عدم تفکیک حوزه‌های نظارتی دادوستد قراردادهای آتی از اوراق بهادار همراه نیست. برای مثال و برپایه نمونه‌های بررسی شده، در هیأت تجارت شیکاگو و بورس کالای کوالامپور با یک الگوی نظارتی همانند، از شیوه یکسانی برای تفکیک حوزه فعالیتها پیروی نشده است. نکته قابل توجه آنکه این مسأله حتی به اشتراک حوزه فعالیت بورسهای اوراق بهادار با بازارهای دادوستد آتی نیز مربوط نیست. برای مثال، در ایالات متحد آمریکا دادوستد قراردادهای آتی و اختیار معامله در اغلب بورسهای اوراق بهادار نیز امکان‌پذیر است؛ اما نظارت بر بازارهای دادوستد آتی تفکیک، و به کمیسیون دادوستد آتی کالا (CFTC) سپرده شده است.

بر روی هم، چنین پیداست که تفکیک حوزه نظارتی بازارهای دادوستد آتی از بورسهای اوراق بهادار در کشورهای جهان تا حدود زیادی به درجه توسعه‌یافتگی بازارهای دادوستد آتی بستگی داشته باشد. به عبارت دیگر، در بسیاری از کشورهای توسعه‌یافته به دلیل اهمیت داشتن نقش و جایگاه فعالیت بازارهای آتی و اختیار معامله، و نیز بر اثر چیرگی دادوستد قراردادهای آتی و اختیار معامله ابزارهای مالی بر کالاها و از جمله محصولات کشاورزی، حوزه نظارتی آن بازارها نیز به گونه‌ای تخصصی و مستقل عمل می‌کند. اما در کشورهایی که حوزه فعالیت بازارهای آتی بیشتر بر دادوستد آتی کالاها تمرکز یافته باشد، مسؤولیت نظارت بر بازارهای آتی و بورسهای اوراق بهادار اغلب با هم گرد آمده است. وضعیت کشورهای استرالیا، کانادا و مالزی نمونه‌های بارزی از این ویژگی است.

بازارهای آتی را می‌توان به دادوستد **قراردادهای تحویل آتی**^(۱) و **قراردادهای پیمان آتی**^(۲) بخش‌بندی کرد که به ویژه در حالت اخیر، به سبب برخورداری از سازوکار پیچیده قیمتگذاری و نیز وجود نهادهایی مانند **اتاق پایپای**^(۳) و کارگزاریها در چارچوب سازمان **بورس آتی کالا**^(۴)، ناشناخته ماندن این مفاهیم را در حقوق ایران در پی داشته است. در واقع، قراردادهای پیمان آتی گونه پیشرفته و تکامل یافته قراردادهای تحویل آتی است که در یک بازار سازمان یافته و بر طبق مقررات و استانداردهای مشخص دادوستد می‌شوند؛ هر چند هر دو قرارداد ناظر به آینده‌اند و به تحویل ثمن (بهای مورد معامله) و مبیع (کالای مورد معامله) در آینده اشاره دارند. به عبارت دیگر، در قراردادهای آتی، فروشنده تعهد می‌کند که مقدار معینی از یک کالا را در تاریخ معینی در آینده به خریدار تحویل دهد. در این قراردادها، قیمت خرید از پیش مشخص می‌شود، اما بهای کالا - تا زمان تحویل - قابل پرداخت نخواهد بود. از نظر حقوقی، مهمترین ویژگی قراردادهای پیمان آتی امکان دادوستد آنها در بورس آتی کالا است. در نتیجه، قراردادهای مزبور همانند اسناد و اوراق بهادار قابل نقل و انتقال است و دارنده آن از حق تحویل کالا در زمان معین و به قیمت معین در زمان معینی در آینده برخوردار خواهد بود. از این دیدگاه، هر چند قراردادهای پیمان آتی به طور عام به توافق خرید و فروش کالا یا اوراق بهاداری مربوط می‌شود که بین خریدار و فروشنده منعقد می‌شود؛ طرفهای اصلی هر یک از خریداران و فروشندگان اتاق پایپای بورس است که وظیفه تضمین تعهدات طرفین و حسن اجرای قرارداد را بر عهده دارد. به عبارت دیگر، هر یک از طرفهای قرارداد در برابر اتاق پایپای بورس آتی کالا تعهداتی بر عهده

1- Forward Contracts

2- Futures Contracts

3- Clearing House

4- Futures (Commodity) Exchange

می‌گیرند و در مقابل اتاق پایاپای نیز غبطه آنها را حفظ می‌کند. بدین ترتیب، مسأله ناآشنایی و بی‌اطمینانی بین طرفهای قرارداد نیز به خودی خود بر طرف می‌شود.

اتاق پایاپای به منظور ایفای نقش خود به عنوان تضمین کننده اعتبار و قابلیت اجرای قراردادهای پیمان آتی، از سازوکار اخذ سپرده استفاده می‌کند. بدین ترتیب که کارگزاران بورس هنگام دادوستد قراردادهای مزبور برای مشتریان خود، از آنها می‌خواهند تا مبلغی را به حساب ویژه‌ای که نزد آنها مفتوح است، واریز کنند. مبلغی را که مشتریان باید در زمان انعقاد قرارداد به حساب کارگزاران خود واریز کنند، **سپرده (ودیعه) اولیه^(۱)** می‌نامند. میزان سپرده بر حسب نوع قرارداد و اعتبار مشتری نزد کارگزار متفاوت است. با وجود این، در اغلب موارد، میزان سپرده اولیه کم و بیش در حدود پنج درصد ارزش کالای موضوع قرارداد تعیین می‌شود. علت اندک بودن میزان سپرده اولیه، وجود سازوکاری است که به تسویه روزانه قراردادهای پیمان آتی تعبیر می‌شود. به عبارت دیگر، در بورس آتی کالا، حسابهای مشتریان در پایان هر روز کاری بررسی می‌شود و پس از محاسبه سود یا زیان تعلق یافته به هر یک، حسابهای مزبور تسویه می‌شود. در این حالت، کارگزار ممکن است دیگر بار از مشتری بخواهد که مانده حساب سپرده خود را به سطح اولیه برساند. ارزش قراردادهای پیمان آتی فقط از طریق پرداخت در سررسید آن تعیین نمی‌شود و هرگونه تغییری در ارزش قرارداد در پایان هر روز کاری قابل ادعاست. در واقع، قرارداد از یک ویژگی روزآمد بودن دائمی یا تسویه نقدی روزانه برخوردار است. از سوی دیگر، در بورس آتی کالا به منظور فراهم آوردن امکان دادوستد دست دوم قراردادهای پیمان آتی، مفاد آنها را به گونه‌ای استاندارد تنظیم می‌کنند که متضمن معین بودن موارد زیر است:

۱- مقدار کالا

۲- کیفیت کالا

۳- ماههای انقضای قرارداد

۴- شرایط تحویل کالا

۵- موعد و مکان تحویل کالا

۶- کمترین میزان نوسان قیمت

۷- محدوده مجاز نوسان روزانه قیمت

۸- ساعت و روز معامله

همچنین، سازمان بورس آتی کالا وظیفه تنظیم و نظارت بازار دادوستد آتی را بر عهده دارد و با وضع مقررات متضمن ایمنی و سلامت بازار، اعضای خود و فعالان در این بازار را به رعایت آنها موظف می‌نماید.

قراردادهای آتی به سبب نقشی که در کاهش ناپایداری قیمت منابع اقتصادی، توزیع مناسب ریسک، و شفاف‌سازی نظام قیمتگذاری کالاها و مواد اولیه فرایند تولید ایفا می‌کنند، در دنیای کنونی و به ویژه در کشورهای توسعه‌یافته از اهمیت زیادی برخوردارند. با وجود این، طراحی و به کارگیری چنین ابزارهایی در اقتصاد ایران به دلیل

1- Initial Margin

ناشناخته بودن مفاهیم مربوط در نظام حقوقی موجود به راحتی امکان پذیر نیست.

در یک نگاه کلی، امکان سنجی به کارگیری قراردادهای آتی در اقتصاد ایران پیش از هر چیز به سازگاری آنها با اصول و مبانی نظام حقوقی ایران بستگی می یابد. در درجه دوم، تأملات فقهی و شرعی دادوستد اینگونه قراردادهای فرapیش می آید. از این دیدگاه، چارچوب معرفی شده در قانون مدنی ایران که خود مبتنی بر موازین فقه جعفری است، نفی کننده به کارگیری قراردادهای آتی نیست؛ و در نتیجه دادوستد آنها بلااشکال است. از سوی دیگر، در بین فقها بر سر بطلان اینگونه قراردادهای اجماع حاصل نیست. برخی که به هواداران فقه پویا معروفند، آن را مجاز، و پیروان فقه سنتی آن را باطل می دانند. هر چند، روایی قراردادهای آتی در نهایت با استفاده از احکام ثانویه قابل حصول خواهد بود؛ چنین پیداست که در وضعیت کنونی، عقلانی شدن روابط اقتصادی و رشد مناسبات نوین در اقتصاد ملی تا حدود زیادی در گرو اصلاح بنیادهای حقوقی، و نیز قرائت جدیدی از احکام فقهی به تناسب مقتضیات زمانی و مکانی جامعه ایرانی است. از این گذشته، با فرض اصرار بر بطلان بیع کالی به کالی، به کارگیری قراردادهای آتی به کمک مهندسی مالی و طراحی ابزارهای مالی اسلامی امکان پذیر خواهد بود. در این باره، اعمال تغییراتی جزئی در قراردادهای آتی و تبدیل سازوکار سپرده (ودیعه) به نظام پیش پرداخت (بیعانه) در رفع محظورات فقهی موجود راهگشاست.

ایجاد بازار دادوستد ابزارهای مشتق و از جمله بورس آتی کالا پیش از هر چیز نیازمند چارچوبی قانونی به منظور پوشش موضوعات تنظیمی و نظارتی مورد نیاز آن است. یکی از مهمترین موارد قابل توجه در قانون مزبور، شناسایی و تعیین یک نهاد دولتی و اعطای اختیارات قانونی لازم به عنوان مقام ناظر بر بازار مورد نظر است. در گام دوم، این قانون باید فراهم آورنده مشروعیت لازم برای به کارگیری ابزارهای معرفی شده و پیش بینی امکان معرفی سایر ابزارهای کاربردی پذیر در بازار مزبور باشد.

اختیارات اعطایی از سوی مرجع قانونگذار به مقام ناظر بر بازار ابزارهای مشتق شامل اختیار وضع مقررات، امکان ارزیابی پیروی از مقررات وضع شده، و قدرت اجرای مقررات مزبور است. همچنین، امکان تفویض بخشی از اختیارات مقام ناظر به برخی نهادهای تنظیمگر یا خودتنظیمگر نیز اغلب در این چارچوب قانونی در نظر گرفته می شود.

اعطای اختیار وضع مقررات به مقام ناظر به ویژه به منظور فراهم آوردن امکان همسازی با دگرگونیها و نیازهای آتی در اقتصادی ملی اهمیتی اساسی دارد. در واقع، به هر دلیل ممکن مانند پیشرفتهای دانش فنی، تغییرات و تحولات اقتصاد ملی و امکان تأثیرپذیری از روندهای جهانی، نیازهای بازار، نهادهای فعال، و کاربران بازار ممکن است با گذشت زمان تغییر کند. در این حالت، انعطاف پذیری مقررات و توانایی تطبیق با وضعیت جدید در روند درازمدت موفقیت بازار بسیار مؤثر خواهد بود.

گذشته از کارکردها و اختیارات مقام ناظر، نیاز به وجود قانون به خودی خود موضوع ساختار تنظیمی و نظارتی بازار دادوستد آتی را نیز فرapیش می کشد. ساختار تنظیمی و نظارتی بازار با مسأله تعیین خطوط و حوزه های ارتباطی بهینه مقام ناظر با نهاد(های) تنظیمگر بازار و میزان هم پوشانی کارکردها و اختیارات قانونی آنها با سایر نهادهای

تنظیم‌گر یا حتی مقام ناظر ویژه بازار اوراق بهادار سروکار می‌یابد. به عبارت دیگر، در این حالت باید درباره امکان ایجاد یک مقام ناظر و نهاد تنظیم‌گر جدید برای بازار دادوستد آتی یا ادغام کارکردها و اختیارات قانونی آن در نهادهای مشابه موجود در بازار اوراق بهادار بررسی و تصمیم‌گیری شود. به گمان، مهمترین نکته قابل توجه در این باره آن است که پاسخ این پرسش در هر کشور بسته به وضعیت و درجه سامان‌یافتگی بازار سرمایه، نظام قانونی، و نیازهای اقتصادی تعیین شده، و در نهایت هر کشور رویکرد ویژه خود را به موضوع ساختار تنظیمی و نظارتی بازار دادوستد آتی داشته است. بدین ترتیب، امکان الگوبرداری یا دستیابی به یک راه حل یکتای جهانی در این باره وجود ندارد. با وجود این، بررسی تجربه و همسنگی الگوهای ساخت بازار دادوستد آتی در هر یک از دو گروه کشورهای توسعه‌یافته و در حال توسعه همواره پندآموز و راهگشاست.

نکته مهم دیگر در تعیین چارچوب قانونی و مقرراتی بازار دادوستد آتی، درجه خودتنظیم‌گری نهاد تنظیم‌گر بازار یا میزان اختیارات و حوزه نظارتی سازمان اداری بورسهاست. از این دیدگاه، بخش‌بندی مناسب حوزه مسؤولیتها و اختیارات تنظیمی بین مقام ناظر و نهاد تنظیم‌گر می‌تواند برپایه انگیزه‌ها و تواناییهای نهاد مزبور انجام شود. در واقع، سازمان بورس به عنوان یک نهاد تنظیم‌گر به سبب برخورداری از انگیزه‌ای قوی برای کاربرد مؤثرترین شیوه‌های تنظیم بازار، می‌تواند نقشی مهم و فراتر از اثربخشی مقام ناظر در برقراری معیارهای اخلاقی، نشان دادن حساسیتهای حرفه‌ای، سنجش میزان کاربردپذیری و سودمندی مقررات، شناسایی و درک کاستیها و تنگناها در مراحل نخست بروز مشکل، و واکنش سریع به آن از طریق ارائه راه حل مناسب ایفا نماید. با وجود این، نهاد تنظیم‌گر باید مسؤولیتهایی را بپذیرد که بتواند به خوبی از پس آن برآید، این درجه توانایی بر اثر عوامل گوناگونی مانند میزان تجربه، تخصص، و مهارتهای حرفه‌ای کارکنان، کارایی تشکیلاتی و اداری، و بلوغ نقش و جایگاه اقتصادی آن در هر کشور متغیر است؛ هر چند با گذشت زمان و بر اثر رشد و تکامل نهاد تنظیم‌گر، نقش بزرگتری را می‌تواند بر عهده بگیرد. در هر حال، حوزه مسؤولیت و کارکردهای نهاد تنظیم‌گر باید برپایه میزان توانایی و تمایل آن برای انجام آن وظایف و مسؤولیتهای تعیین شود؛ ضمن آنکه ساختار تنظیمی و نظارتی به منظور همسازی با نیازهای دگرگونی‌پذیر فرآیند توسعه، از انعطاف‌پذیری لازم برخوردار باشد.

رویکرد تنظیم و نظارت بر بازار دادوستد ابزارهای مشتق در هر کشور بدون توجه به ساختار تنظیمی و نظارتی یا حوزه‌های مسؤولیت و اختیارات مقام ناظر و نهاد تنظیم‌گر باید هدفهای اساسی زیر را برآورد، سازد:

۱- درستمایی و کارایی سازوکار اجرایی

۲- ایمنی فعالیت، و تضمین شفافیت بازار

براین اساس، برخی از مهمترین کارکردهای تنظیمی یک نهاد تنظیم‌گر بازار دادوستد آتی و اختیار معامله را چنین می‌توان برشمرد:

۱- طراحی مناسب ابزارها (قراردادهای کاربرپذیر در بازار

طراحی ابزارهای کاربرپذیر در یک بازار دادوستد آتی باید به گونه‌ای باشد که نیازهای مشتریان را برآورده

سازد. قرارداد آتی نباید موضوع دستکاری واقع شود یا آنکه روند دادوستد آن اثراتی وارون بر بازار دادوستد نقدی کالای موضوع قرارداد بر جای بگذارد. بدین ترتیب، مقام ناظر و به ویژه نهاد تنظیم‌گر باید درباره مسایلی مانند چگونگی رابطه قرارداد آتی با بازار کالا، همگرایی قیمت‌های آتی و نقدی با نزدیک شدن زمان سررسید قرارداد، و نیز درباره نحوه تحویل کالا یا امکان تسویه نقدی قرارداد در سررسید مراقبت و حساسیتی جدی به خرج دهند.

۲- وجود یک سازوکار مناسب و کارآمد برای تسویه و پایاپای قراردادها

وجود اتاق پایاپای دادوستد کالا به عنوان کانون گردآوری اطلاعات سفارش‌های خرید و فروش، تطبیق سفارش‌ها، ایفای نقش طرف مقابل در برابر هر یک از قراردادهای خرید یا فروش، تسویه دادوستد و انجام پرداخت‌های نهایی به هر قرارداد، بخشی اساسی از هر بورس آتی کالا است. تأسیس اتاق پایاپای که ممکن است بخشی از سازمان بورس یا دارای یک شخصیت حقوقی مستقل باشد، برای برقراری ایمنی مالی و برآوردن کارکردهای بازار دادوستد آتی کالا ضروری است. مهمترین مزایای وجود اتاق پایاپای، کاهش خطر اعتباری طرف مقابل از طریق ارائه تضمین کافی توسط بورس، و پردازش کارآمد اطلاعات دادوستد و تسویه روزانه تمامی موقعیت‌های خرید و فروش بازار است.

۳- وجود سازوکار سپرده/پیش‌پرداخت برای تضمین اجرای تعهدات

سپرده/پیش‌پرداخت به عنوان تضمینی برای اجرای تعهدات مشتریان، و کاهش یا حذف خطر قصور مشتریان به کار می‌رود. اگر سپرده/پیش‌پرداخت کمتر از حد لازم باشد، خطر عدم اجرای تعهدات مشتریان بالاست. از سوی دیگر، بالاتر بودن میزان آن از حد لازم، هزینه ورود به بازار را افزایش، و احتمال گرایش عام کاربران را کاهش می‌دهد. در نتیجه، یک بازار دادوستد آتی با قدرت نقدشوندگی کمتر در برآوردن کارکرد مدیریت خطر با دشواری روبرو خواهد شد.

تعیین میزان سپرده/پیش‌پرداخت برپایه تحلیل روند تاریخی حرکت قیمت‌ها، و ارزیابی تغییرپذیری قیمت‌های آتی کارکردی است که بر عملکرد بورس آتی تأثیری قابل توجه دارد.

بر روی هم، درباره سپرده/پیش‌پرداخت توجه به سه نکته اساسی زیر اهمیت دارد:

الف - وجود معیاری برای تعیین میزان سپرده/پیش‌پرداخت.

ب - تعیین دوره تناوب تسویه قراردادها

پ - تعیین انواع دارایی‌های قابل قبول به عنوان سپرده/پیش‌پرداخت.

۴- سادگی، آسانی، و شفافیت شیوه اجرای سفارش‌های مشتریان

شیوه اجرای سفارش مشتریان باید کارآمد و شفاف باشد. بدین معنا، مقررات مربوط به رعایت تقدم سفارش‌ها،

مسئولیت‌های کارگزاران، شفافیت سازوکار اجرای سفارش‌ها، و دادوستد خارج از تالار (در صورت امکان) باید به گونه‌ای کارآمد قابل اجرا و بازیابی باشد. به همین ترتیب، شیوه اجرای سفارش‌های مشتریان باید مانع از بروز اعمال فریبکارانه باشد. همچنین، در صورت طراحی و کاربرد روش دادوستد رایانه‌ای، روایی، کارایی و ایمنی الگوریتم تعیین شده برای انجام دادوستد الکترونیک بسیار اهمیت دارد.

۵- تضمین سلامت استفاده از وجوه مشتریان توسط کارگزاران و معامله‌گران بورس

وجوه متعلق به مشتریان با عنوان‌های مختلفی مانند پرداخت‌های مربوط به سپرده/پیش‌پرداخت یا منافع قراردادهای آتی به طور معمول نزد کارگزاران نگهداری می‌شود؛ اما مشتریان باید بتوانند در این باره به کارگزاران اعتماد کنند. برای مثال، یک راه تضمین ایمنی شیوه‌های به کارگیری وجوه مزبور از سوی کارگزاران، تفکیک وجوه مربوط به هر یک از مشتریان و نگهداری آن در حساب‌های جداگانه است. از سوی دیگر، ثبت و نگهداری اسناد و مستندات هرگونه نقل و انتقال یا عملیات مالی می‌تواند میزان سلامت به کارگیری وجوه مزبور را افزایش دهد. به همین ترتیب، تعیین معیارهایی برای محل و شیوه نگهداری وجوه مشتریان توسط کارگزاران، و نیز فراهم آوردن گونه‌ای خدمات بیمه‌ای یا یک صندوق تضمین برای افزایش ایمنی وجوه مورد استفاده در بازار دادوستد آتی و اختیار معامله ضروری است.

۶- احراز صلاحیت‌های حرفه‌ای و اخلاقی کارگزاران و معامله‌گران بورس

پذیرش کارگزاران و معامله‌گران مجاز تالار دادوستد کالا باید بر مبنای احراز صلاحیت‌های حرفه‌ای و اخلاقی آنها صورت پذیرد. بدین منظور، وضع معیارها یا برگزاری آزمون‌هایی برای تایید مهارت‌های حرفه‌ای آنها، برگزاری دوره‌های بازآموزی حرفه‌ای، و نیز ممانعت از فعالیت کسانی که پیشینه نامناسبی داشته‌اند، ضروری است. از سوی دیگر، برقراری استانداردهای سرمایه برای کارگزاران و معامله‌گران به منظور تضمین برخورداری از سرمایه کافی برای نگهداری حد مجاز قراردادهای آتی و نیز برای پوشش تغییرپذیری قیمت‌های بازار بسیار اهمیت دارد.

۷- مناسب بودن ظرفیت عملیاتی بازار

بورس آتی کالا نمی‌تواند به لزوم تضمین‌کننده نقدینگی بازار باشد؛ اما باید بتواند ظرفیت و توانایی انجام عملیات دادوستد بازار را با سرعت و کیفیتی قابل قبول ضمانت نماید.

۸- ثبت رویدادها و عملیات مالی بازار

به منظور ردیابی هرگونه قصور در انجام سفارش مشتریان یا سایر رفتارهایی که با مجموعه قانونی و مقرراتی بازار دادوستد آتی همخوانی ندارد، لازم است که سابقه دادوستدها ثبت و نگهداری شود.

۹- وجود تمهیداتی برای رویارویی با اختلال‌های احتمالی بازار

هر چند وجود بسیاری از تمهیدات بر شمرده بالا، احتمال بروز اختلال‌های قیمتی را در بازار به کمترین حد

ممکن می‌رساند؛ برخی تمهیدات ویژه مانند تعیین محدود مجاز نوسان قیمت یا اعطای اختیارات ویژه به نهاد تنظیم‌گر بازار برای توقف دادوستد به هنگام بروز یک اختلال نامنتظر، ایمنی فعالیت در این بازار را بسیار افزایش می‌دهد.

۱۰- وجود سازوکاری برای نظارت و ارزیابی وضعیت فعالیت بازار، کارگزاران و معامله‌گران، و سایر فعالان بازار، در ضمن

برخوردار از اختیارات کافی برای تضمین اجرای مقررات

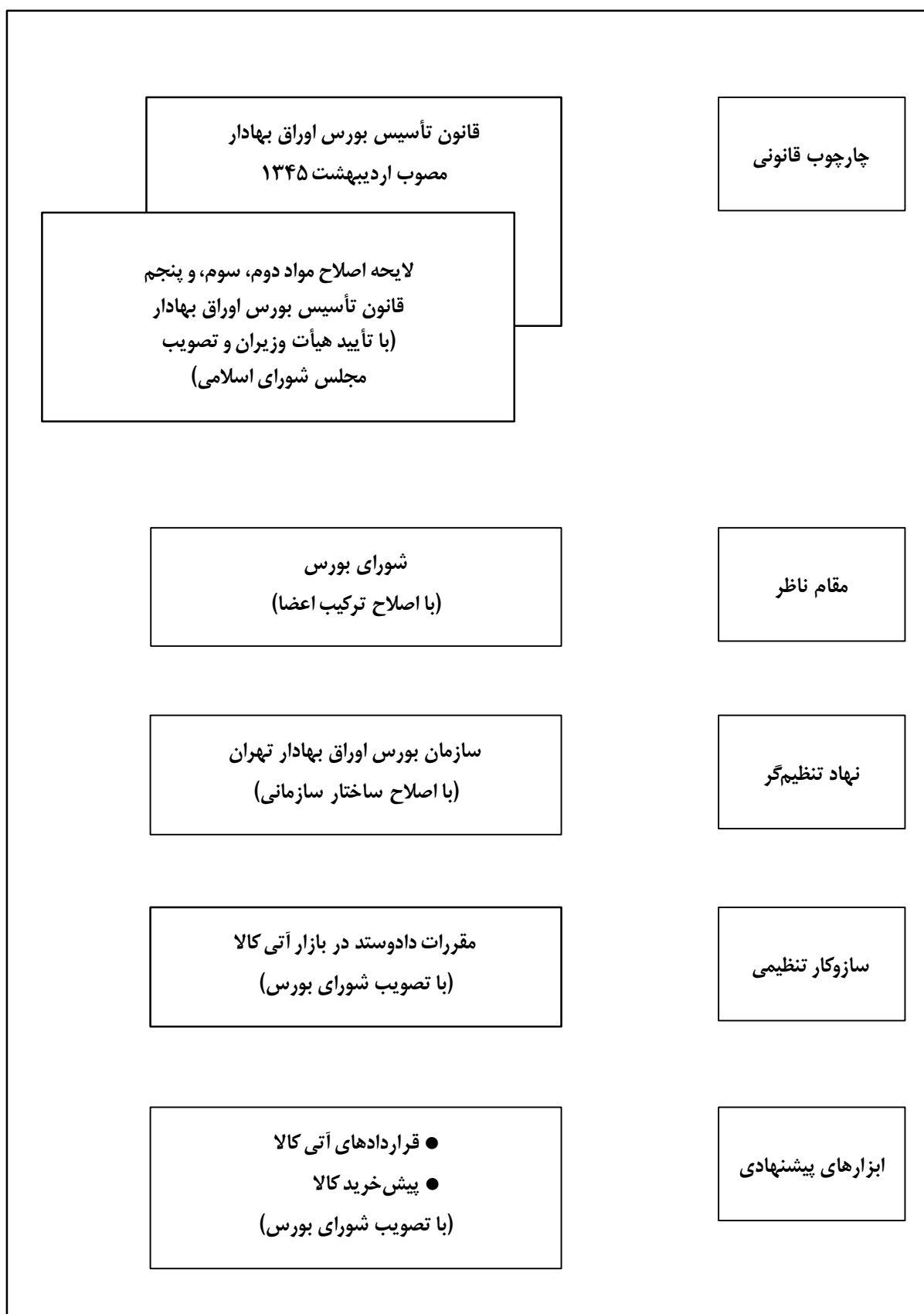
یکی از مهمترین راههای حفاظت از درست‌نمایی و کارایی بازار، نظارت و ارزیابی آن به منظور ردیابی هرگونه رفتار ناسازگار با روح کلی حکمفرما بر فضای بازار دادوستد آتی است. وضع قانون و مقررات به خودی خود فایده‌ای ندارد؛ مگر آنکه همه فعالان بازار از آن پیروی نمایند. ارزیابی منظم، حسابرسی ادواری و تصادفی، نظارت بر شیوه ثبت رویدادها و نقل‌وانتقالات مالی، بازرسی کارآمد، و ردیابی موارد تخلف از قانون و مقررات در این باره اهمیتی اساسی دارد. از سوی دیگر، نهاد تنظیم‌گر باید از اختیارات اجرایی کافی برای ردیابی، پیگیری، و مجازات متخلفان برخوردار باشد.

برپایه همه آنچه گفته شده طراحی بازار ابزارهای مشتق برای هر کشور به عوامل گوناگونی بستگی دارد که بسیاری از آنها ممکن است ویژه همان کشور باشد. در این میان، توجه به عواملی مانند سطح آگاهی و پیچیدگی رفتار مشتریان بالقوه بازار مزبور، ساختار و درجه سامان‌یافتگی بازار سرمایه، وجود نهادهای و زیرساختار مالی، درجه هم‌پیوندی با بازارهای مالی جهان، و میزان آمادگی بسترهای قانونی، اجتماعی، و فرهنگی جامعه برای راه‌اندازی چنین بازاری در اقتصاد ملی اهمیتی اساسی دارد. از این دیدگاه، تفاوت ساختار تنظیمی و نظارتی بورسهای آتی و اختیار معامله، میزان هم‌پوشانی حوزه‌های تنظیمی و نظارتی بازارهای اوراق بهادار و ابزارهای مشتق، ماهیت ارتباط بین مقام ناظر و نهاد تنظیم‌گر، و نیز تفاوت روشهای دادوستد، سازوکار اجرایی، و ساختار سازمانی نهاد تنظیم‌گر بازارهای مزبور در کشورهای مختلف تا حدود زیادی از تفاوت‌های موجود در همین عوامل مؤثر برشمرده سرچشمه گرفته است.

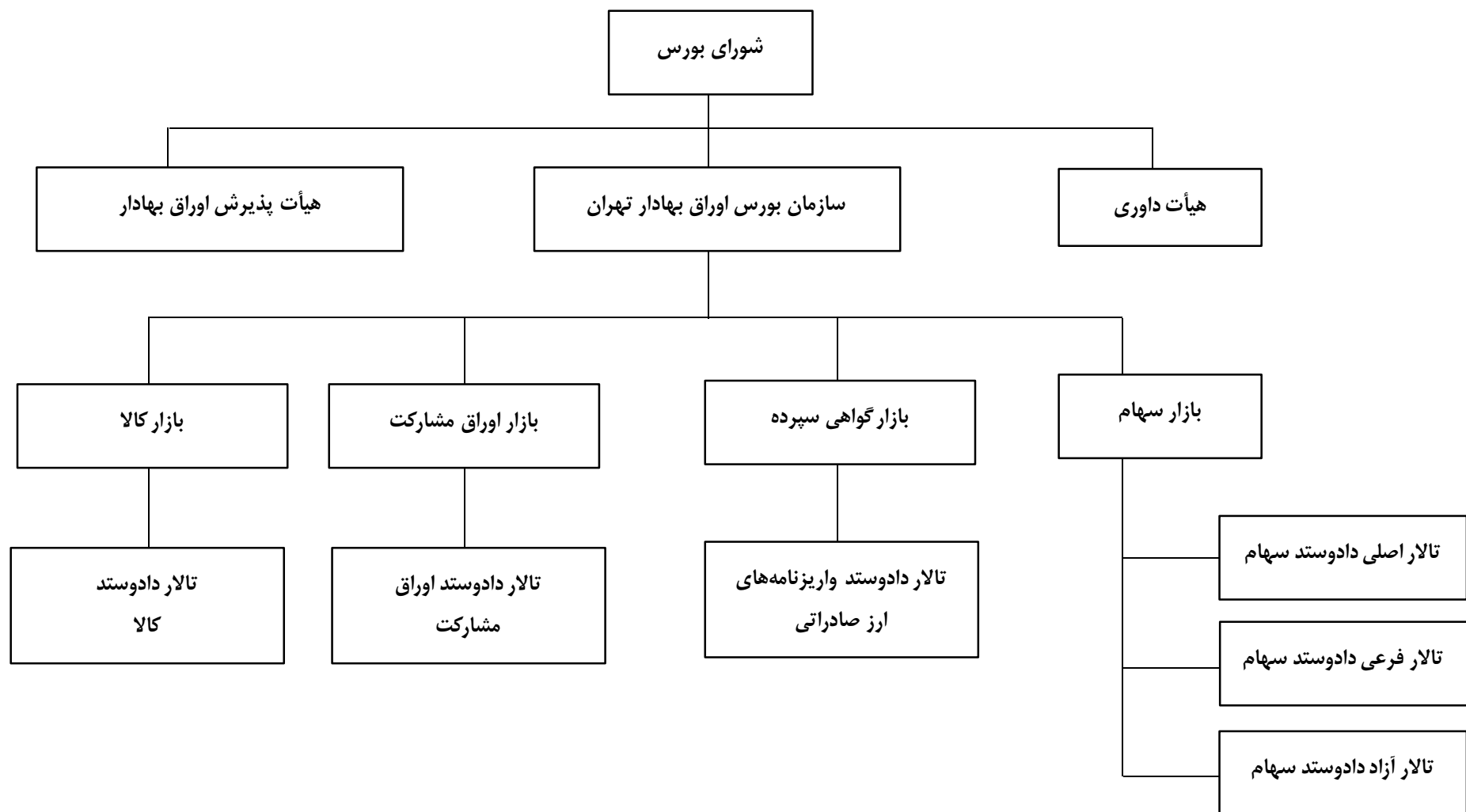
بدین معنا، تقلید بی‌چون و چرا و پیاده‌سازی یک الگوی موفق در یک کشور خارجی به لزوم به موفقیت همان الگو در کشوری دیگر نمی‌انجامد. از این دیدگاه، یکی از ویژگیهای آشکار چارچوب پیشنهاد شده در این گزارش آن است که ساختار تنظیمی و نظارتی، سازمان، سازوکار اجرایی و ابزارهای پیشنهادی کاربردی‌پذیر در بازار دادوستد آتی کالا در ایران برپایه شناسایی نیازها و امکانات موجود در اقتصاد ایران و ویژه همین کشور طراحی شده است؛ ضمن آنکه ترسیم چشم‌انداز گسترش آتی این بازار در رویکرد درازمدت نیز از نظر دور نمانده است.

۲-۵ پیشنهادها

الف - ساختار تنظیمی و نظارتی



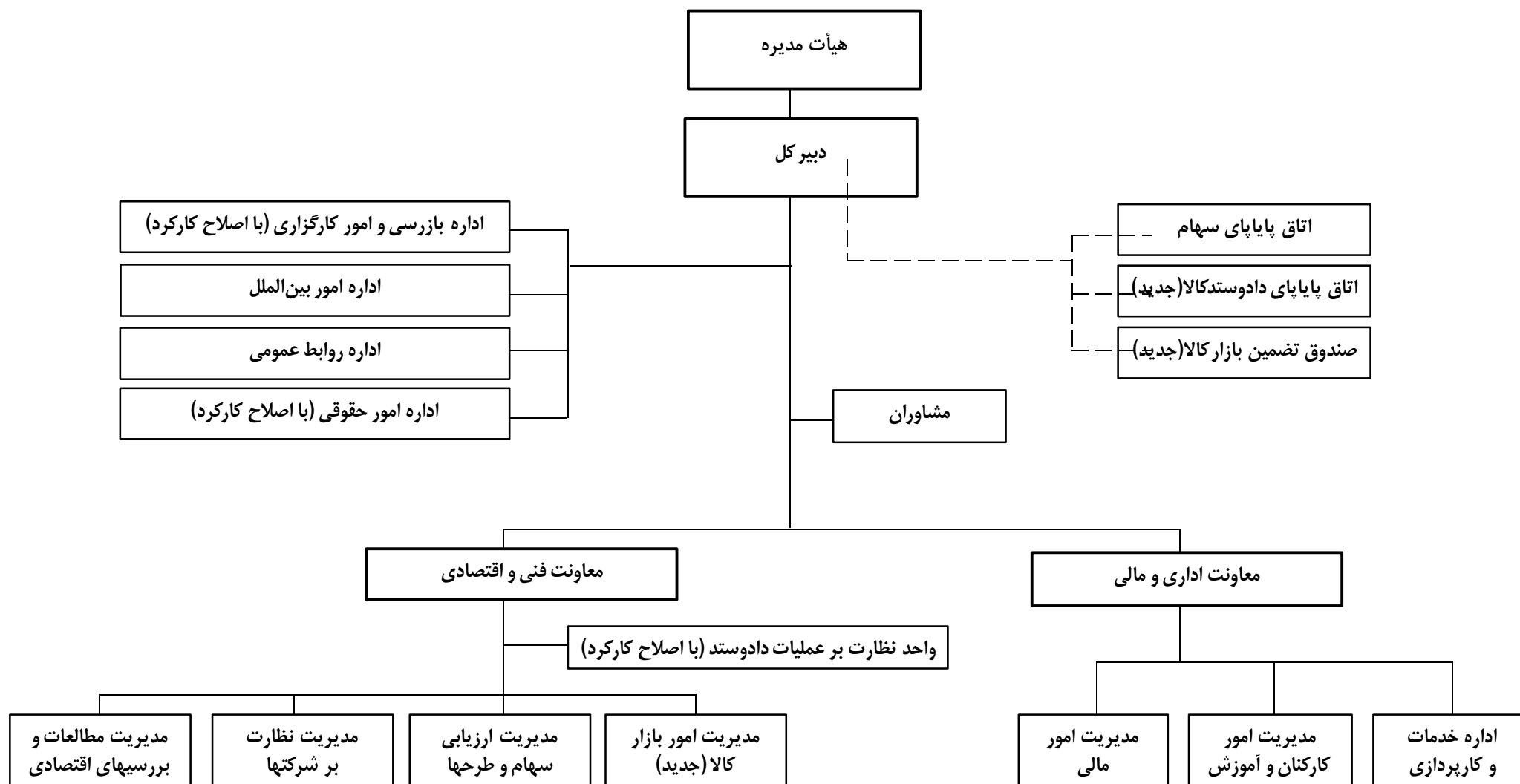
نمودار ۵-۲ ساختار تنظیمی و نظارتی بازارهای اوراق بهادار در ایران (اصلاح شده برای پوشش بازار آتی کالا)



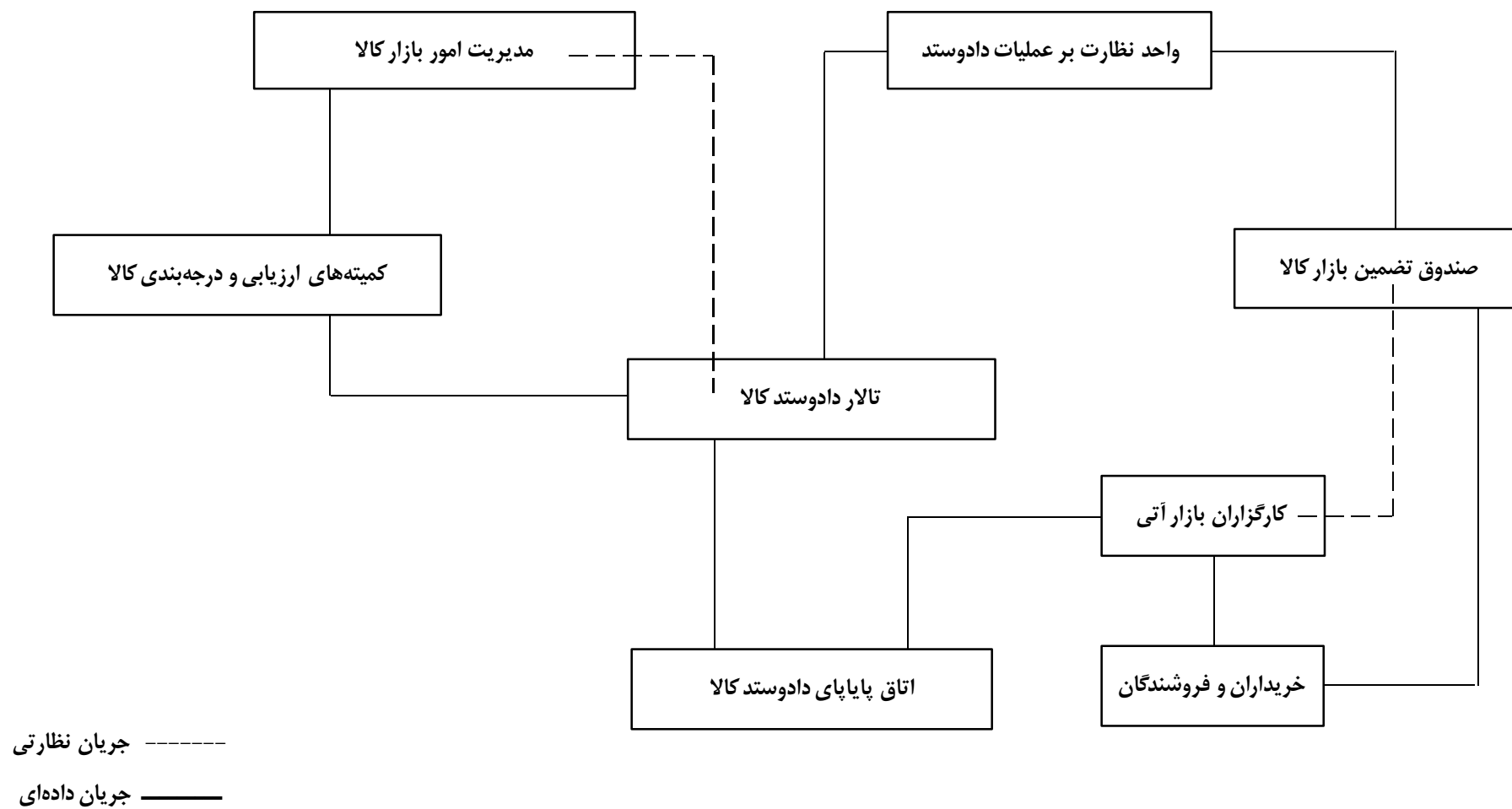


ب - سازمان پیشنهادی بازار

نمودار ۵-۴ نمودار سازمانی بورس اوراق بهادار تهران (اصلاح شده برای پوشش بازار آتی کالا در ایران)



نمودار ۵-۵ جریانهای ارتباطی و نظارتی نهادهای فعال در بازار دادوستد آتی کالا در ایران (پیشنهادی)



پ - (ویکرد موضوعی فعالیت

جدول ۵-۱ مراحل زمانی و اولویت‌بندی موضوعی گسترش فعالیت بورس آتی کالا در ایران

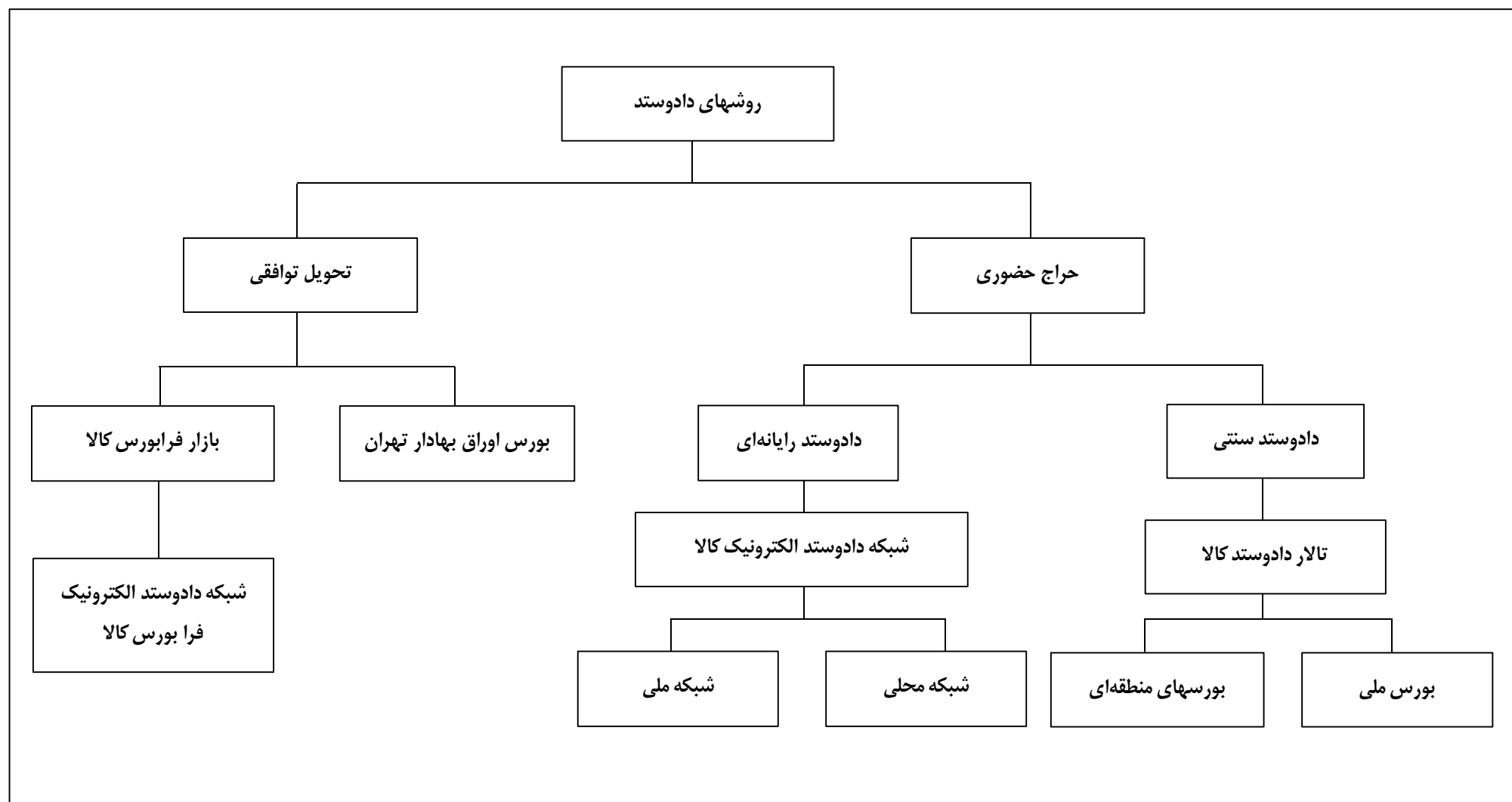
ترتیب زمانی	نوع ابزار مشتق	موضوع فعالیت	قراردادهای پیشنهادی		
			پیمان آتی	پیش خرید	اختیار معامله
۱	کالایی	محصولات کشاورزی	★	★	—
۲	کالایی	فلزها شامل فلزهای اساسی و گرانیها	★	★	—
۳	مالی	ارز	★	—	★
۳	مالی	سهام	★	—	★
۴	کالایی	نفت و مشتقهای نفتی	★	★	—
۵	مالی	داراییهای بهره‌دار*	★	—	★

* در صورت آژانس‌سازی احتمالی نرخهای بهره در اقتصاد ایران.

جدول ۵-۲ همسنگی قراردادهای آتی با لوراق سهام

شرح	قرارداد آتی	سهام
کارکرد	انتقال خطر؛ کشف قیمت	تأمین مالی
سررسید	دارد.	ندارد.
نوسان روزانه قیمت	محدود است.	می‌تواند نامحدود باشد.
تعداد موقعیتهای خرید یا فروش در یک روز	محدود است.	می‌تواند نامحدود باشد.
پیش‌نیاز یک موقعیت خرید	پرداخت سپرده	پرداخت کل قیمت سهام
پیش‌نیاز یک موقعیت فروش	پرداخت سپرده	ارائه اوراق سهام*
خطرگریزی	ممکن	ناممکن
خطرپذیری	ممکن	ممکن
خطرپوشی	ممکن	ناممکن
عرضه در یک لحظه مفروض	نامحدود	محدود
ثبت مالکیت	انجام نمی‌شود.	انجام می‌شود.
محدوده فعالیت بازارساز	تمامی قراردادهای آتی موجود در بازار.	تعداد یا حوزه مشخصی از اوراق سهام.

* در بازار سرمایه ایران، فروش استقراضی (Short Selling) اوراق بهادار مجاز نیست.



ج - قراردادهای پیشنهادی

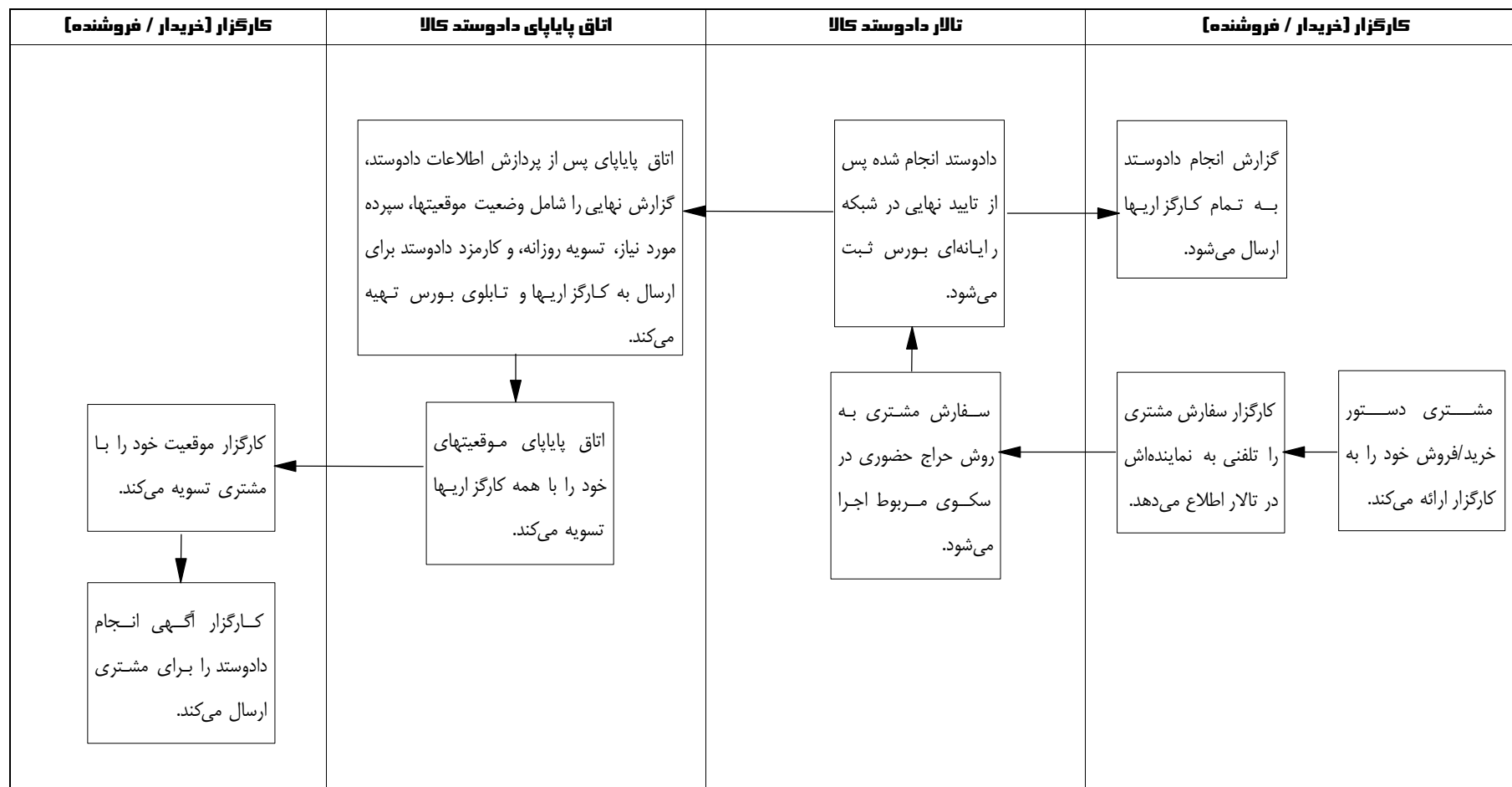
جدول ۵-۳ روشها و انواع قراردادهای پیشنهادی برای دادوستد کالا در بورس لورلق بهادر تهران

روش دادوستد	نام قرارداد	هزینه گشایش قرارداد [بدون احتساب کارمزد بورس]	راههای پایان دادن به قرارداد
حراج حضوری	پیمان آتی	پرداخت سپرده	امکان تحویل کالا در سررسید.
	استاندارد	خرید / فروش کالا - برپایه مقررات بورس.	امکان تسویه نقدی قرارداد در سررسید.
			امکان خرید قرارداد وارون برای لغو تعهد پیش از سررسید.
	پیش خرید	پیش پرداخت درصدی از بهای	الزام به تحویل کالا در سررسید.
	استاندارد	کالا - برپایه مقررات بورس و قیمت تالار.	امکان بازفروش قرارداد پیش از سررسید.
	خرید نقدی استاندارد	پرداخت کل بها - برپایه قیمت تالار.	تحویل کالا به دارنده نهایی قرارداد در سررسید الزامی است.
تحویل توافقی	پیش خرید توافقی	پیش پرداخت بهای کالا - برپایه توافق خریدار و فروشنده درباره قیمت و درصد پیش پرداخت.	الزام به تحویل کالا در سررسید مورد توافق؛ بدون امکان بازفروش قرارداد پیش از سررسید.
	خرید نقدی توافقی	پرداخت کل بها - برپایه توافق خریدار و فروشنده درباره قیمت.	الزام به تحویل کالا بسته به توافق خریدار و فروشنده به صورت آتی یا آتی.

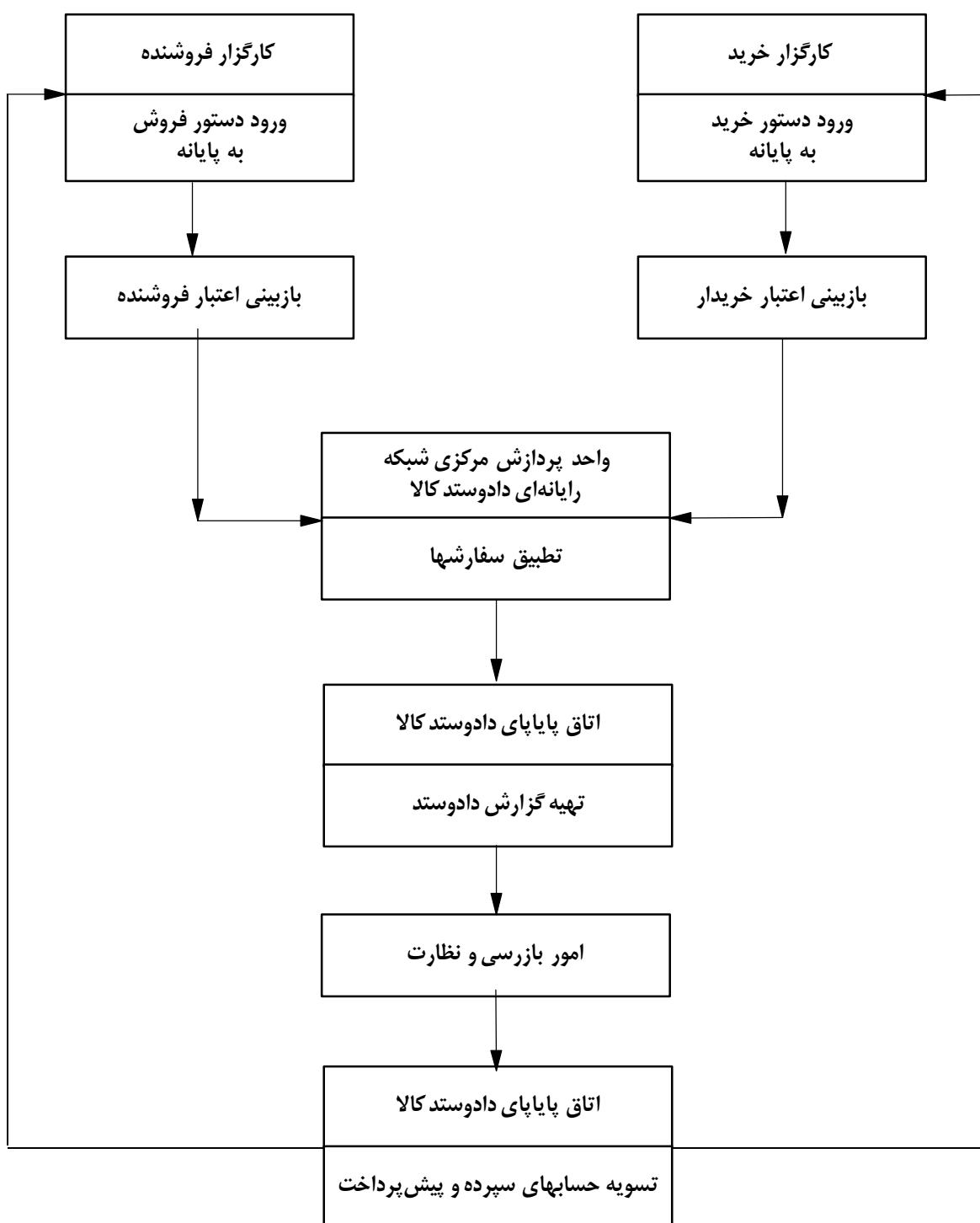
جدول ۵-۴ ویژگیهای قراردادهای پیشنهادی برای دادوستد کالا در بورس اوراق بهادار تهران

شرح	قرارداد آتی استاندارد	پیش خرید استاندارد	خرید نقدی استاندارد	پیش خرید توافقی	خرید نقدی توافقی
کارکرد	مدیریت خطر، کشف قیمت	تأمین مالی با توان نقدشوندگی زیاد	تأمین کالای مورد نیاز	تأمین منابع مالی مورد نیاز	تأمین کالای مورد نیاز
کاربران	تولیدکنندگان کالا، خطرگريزان، خطرپذیران، خطرپوشان	تولیدکنندگان کالا، مصرفکنندگان واسطه‌ای یا نهایی کالا	مصرفکنندگان واسطه‌ای یا نهایی کالا	تولیدکنندگان، مصرفکنندگان واسطه‌ای یا نهایی کالا	مصرفکنندگان واسطه‌ای یا نهایی کالا
طول عمر قرارداد	محدود به سررسید	محدود به سررسید	محدود به سررسید	محدود به سررسید	محدود به سررسید
زمان (زمانهای) سررسید قرارداد	معین و استاندارد است.	معین است.	معین است.	معین و قابل توافق است.	معین و قابل توافق است.
مکان دادوستد	تالار دادوستد کالا	تالار دادوستد کالا	تالار دادوستد کالا	خارج از تالار	خارج از تالار
نوع و کیفیت کالا	معین و استاندارد است.	معین و استاندارد است.	معین و استاندارد است.	معین و استاندارد است.	معین و استاندارد است.
مقدار کالا	معین و استاندارد است.	معین و استاندارد است.	معین و استاندارد است.	معین و قابل توافق است.	معین و قابل توافق است.
حد مجاز نوسان روزانه قیمت	توسط بورس تعیین می‌شود.	توسط بورس تعیین می‌شود.	ندارد.	با توافق خریدار و فروشنده	ندارد.
میزان سپرده یا پیش پرداخت	توسط بورس تعیین می‌شود.	توسط بورس تعیین می‌شود.	ندارد.	با توافق خریدار و فروشنده	ندارد.
تضمین‌کننده اجرای مفاد قرارداد	اتاق پایاپای بورس	اتاق پایاپای بورس	اتاق پایاپای بورس	اتاق پایاپای بورس	اتاق پایاپای بورس
الزام به تحویل کالا در سررسید	وجود ندارد.	وجود دارد.	وجود دارد.	وجود دارد.	وجود دارد.
امکان تسویه نقدی در سررسید	وجود دارد.	وجود ندارد.	وجود ندارد.	وجود ندارد.	وجود ندارد.
امکان بازفروش قرارداد پیش از سررسید	وجود ندارد.	وجود دارد.	وجود ندارد.	وجود ندارد.	وجود ندارد.
امکان لغو تعهد دارنده از طریق خرید قرارداد وارون	وجود دارد.	وجود ندارد.	وجود ندارد.	وجود ندارد.	وجود ندارد.
تاریخ تحویل کالا	معین و استاندارد است.	معین است.	معین است.	با توافق خریدار و فروشنده	با توافق خریدار و فروشنده
روش تحویل کالا	توسط بورس تعیین می‌شود.	توسط بورس تعیین می‌شود.	توسط بورس تعیین می‌شود.	با توافق خریدار و فروشنده	با توافق خریدار و فروشنده
شروط تحویل کالا	معین و استاندارد است.	معین و استاندارد است.	معین است.	با توافق خریدار و فروشنده	با توافق خریدار و فروشنده
مکان تحویل کالا	انبارهای مورد تایید بورس	انبارهای مورد تایید بورس	انبارهای مورد تایید بورس	با توافق خریدار و فروشنده	با توافق خریدار و فروشنده

ج - سازوکار دادوستد نمودار ۵-۷ سازوکار پیشنهادی دادوستد قراردادهای استاندارد کالا به روش حراج حضوری سنتی در بورس اوراق بهادار تهران



نمودار ۵-۸ سازوکار پیشنهادی دادوستد قراردادهای استاندارد کالا به روش
حراج حضوری رایانه‌ای در بورس اوراق بهادار تهران



نمودار ۵-۹ سازوکار پیشنهادی خرید نقدی یا پیش خرید کالا به روش تحویل توافقی در بورس اوراق بهادار تهران

