

بررسی عملکرد اوراق آتی در بازار سرمایه کشور

کد موضوعی: ۲۲۰

شماره مسلسل: ۱۱۰۷۷

دفتر: مطالعات اقتصادی

مهرماه ۱۳۹۰

به نام خدا

فهرست مطالب

۱	چکیده
۱	مقدمه
۲	۱. مروری بر برخی مفاهیم
۷	۲. مباحث شرعی
۱۰	۳. مروری بر مقررات مربوط به اوراق آتی
۱۵	۴. عملکرد اوراق آتی کالا در بورس کالایی
۱۸	۵. عملکرد اوراق آتی سهام در بورس اوراق بهادار
۲۳	جمع‌بندی
۲۵	پیوست
۲۶	منابع و مأخذ



بررسی عملکرد اوراق آتی در بازار سرمایه کشور

چکیده

قرارداد آتی، یکی از ابزارهای نوین پوشش ریسک می باشد که کاربرد وسیعی در بازارهای مالی دنیا دارد. طبق تعریف، قرارداد آتی «قراردادی است که طی آن فروشنده متعهد می شود در سررسید معین، مقدار معینی از کالای مشخص را به قیمتی که الان تعیین می شود بفروشد و در مقابل طرف دیگر قرارداد متعهد می شود آن کالا را با مشخصات ذکر شده خریداری کند». معاملات این اوراق از سال ۱۳۸۷ در بورس کالایی و از سال ۱۳۸۹ در بورس اوراق بهادار (سهام) آغاز شده است.

در این گزارش تلاش می شود تا ضمن فراهم سازی آشنایی نسبی با این قرارداد و نحوه معامله آن در بورس ها، به عملکرد بورس کالا و بورس اوراق بهادار در عرضه اوراق آتی کالا و سهام اشاره شود. به طور کلی آموزش سهام داران هم از لحاظ آشنایی با فرآیند معاملات و هم از لحاظ آشنایی با ابعاد شرعی این قراردادها، در کنار پذیرش و درج قراردادهای جدید (کالاهای جدید در بورس کالا و سهام شرکت های جدید در بورس اوراق بهادار) می تواند نویدبخش گسترش این بازار باشد.

مقدمه

یکی از اصلی ترین راهکارهای توسعه بازار سرمایه معرفی و استفاده از ابزارهای جدید مالی است. به کارگیری این ابزارها موجب افزایش کارایی بازار سرمایه و انگیزش و مشارکت بیشتر مردم در تأمین منابع مالی فعالیت های اقتصادی بلندمدت می شود. به طور کلی بازارهای سرمایه دو کارکرد اساسی دارند و ابزارهای مالی متناسب با این دو کارکرد تعریف می شوند. اولین و اصلی ترین کارکرد بورس تأمین منابع مالی بلندمدت بنگاه ها از طریق هدایت منابع پس انداز می باشد. در کنار این کارکرد ماهیت اقتصاد مدرن شرایط را به سویی پیش برده که کارکرد دیگری نیز برای این بازارها تعریف شود و آن مدیریت و کنترل ریسک است. از ابزارهای تأمین مالی می توان به سهام و انواع اوراق مبتنی بر بدهی یا دارایی (مثل گواهی سپرده، اوراق مشارکت و صکوک) و از ابزارهای

پوشش ریسک می‌توان به اوراق آتی^۱ و اختیار معامله^۲ اشاره کرد.

در کشور ما به‌رغم سابقه و ظرفیت‌های بالای بورس اوراق بهادار، تا قبل از سال ۱۳۸۷ بازار مالی، وارد حیطه پوشش ریسک نشده بود، اما با ورود قراردادهای آتی کالا به بورس کالا در این سال و ورود قراردادهای آتی سهام به بورس اوراق بهادار در سال ۱۳۸۹، یک گام اساسی برای توسعه بازار برداشته شد.

در این گزارش برآن هستیم تا در ابتدا مروری اجمالی بر مفاهیم مرتبط با بازارهای آتی، مباحث شرعی و مقررات مربوط به این بازارها داشته باشیم و در ادامه عملکرد این اوراق را در کشور در دو حوزه اوراق آتی کالا و اوراق آتی سهام مورد بررسی قرار دهیم و در نهایت آسیب‌شناسی مختصری از عملکرد این اوراق ارائه کنیم.

۱. مروری بر برخی مفاهیم

از آنجا که در این گزارش به دنبال بررسی عملکرد اوراق آتی هستیم لازم است در ابتدا مروری بر برخی از مفاهیم و روش‌های موجود در بازار اوراق آتی داشته باشیم.

همان‌طور که در مقدمه بیان شد یکی از کارکردهای بازارهای مالی پوشش ریسک می‌باشد و در این راه این بازارها از ابزارهای متعددی استفاده می‌کنند که به اوراق مشتقه یا مشتقات^۳ معروف هستند. اوراق مشتقه به آن دسته از قراردادهای مالی اطلاق می‌شود که ارزش خود را از دارایی دیگری (دارایی پایه) می‌گیرند. به عبارت دیگر ارزش این اوراق وابسته به یک دارایی پایه است. دارایی پایه شامل سهام، کالا، ارز، نرخ‌های بهره یا هر نوع دارایی دیگر می‌باشد. به طور کلی امروزه چهار نوع اوراق مشتقه اصلی مورد معامله قرار می‌گیرد:^۴

- پیمان‌های آتی،^۵
- قراردادهای آتی،^۶
- قراردادهای اختیار معامله،^۷
- قراردادهای معاوضه.^۸

1. Futures
2. Options
3. Derivatives

5. Forwards
6. Futures
7. Options
8. Swaps

۴. درخشان، ۱۳۸۳، ص ۷۷.



قرارداد آتی طبق تعریف ارائه شده در کتب، توافقنامه‌ای مبتنی بر خرید یا فروش دارایی در زمان معین در آینده و با قیمت مشخص است.^۱ به عبارت دیگر قرارداد آتی قراردادی است که دارنده آن متعهد می‌شود دارایی موضوع قرارداد (کالا یا ارز یا اوراق بهادار) را در آینده خریداری کرده یا بفروشد. قراردادهای آتی به صورت استاندارد تعریف می‌شود، بدین معنی که کمیت، کیفیت و خصوصیات فنی دارایی پایه و تاریخ و محل تحویل آن باید بر طبق ضوابط بورس باشد. لازم به ذکر است پیمان‌های آتی تعریف مشابهی دارند، اما استاندارد نبوده و مذاکره طرفین کمیت و کیفیت مبادله را مشخص می‌کند.^۲

در ماده (۱) دستورالعمل اجرایی معاملات قراردادهای آتی در شرکت بورس کالای ایران، مصوب ۱۳۸۶/۱۲/۱۹ هیئت مدیره سازمان بورس و اوراق بهادار تعریف قرارداد آتی به صورت زیر ارائه شده است: «قراردادی است که طی آن فروشنده متعهد می‌شود در سررسید معین، مقدار معینی از کالای مشخص را به قیمتی که الان تعیین می‌شود بفروشد و در مقابل طرف دیگر قرارداد متعهد می‌شود آن کالا را با مشخصات ذکر شده خریداری کند. برای جلوگیری از امتناع طرفین از انجام قرارداد، طرفین به صورت شرط ضمن عقد متعهد می‌شوند مبلغی را به عنوان وجه تضمین^۳ نزد اتاق پایاپای^۴ بگذارند و متعهد می‌شوند متناسب با تغییرات قیمت آتی، وجه تضمین را تعدیل کنند و اتاق پایاپای از طرف آنان وکالت دارد متناسب با تغییرات، بخشی از وجه تضمین هر یک از طرفین را به عنوان اباحه تصرف در اختیار دیگری قرار دهد و او حق استفاده از آن را خواهد داشت تا در سررسید با هم تسویه کنند».^۵ لازم به ذکر است که طبق تعریف ارائه شده در این دستورالعمل، وقوع معامله در آینده (تاریخ سررسید) می‌باشد و طرفین در زمان انعقاد قرارداد آتی صرفاً متعهد به انجام معامله در آینده می‌شوند.

به دلیل انعطاف‌پذیری بالای قراردادهای آتی و امکان طراحی آنها بر مبنای سلیقه مشتریان، معاملات این اوراق از رونق قابل توجهی برخوردار می‌باشد. از دیگر عوامل گسترش بازار آتی‌ها توانایی این بازارها برای جذب تعداد کثیری از انواع معامله‌گران و ایجاد قابلیت نقدینگی فراوان برای انجام مبادلات است. مشارکت کنندگان در بازارهای مشتقات با انگیزه‌های متفاوتی وارد بازارهای مشتقات شده و اقدام به اتخاذ مواضع معاملاتی می‌نمایند. از مهمترین انگیزه‌های این افراد می‌توان

۱. هال، ۱۳۸۵، ص ۲۶.

۲. همان، ص ۸۳.

۳. هر چند که در متن دستورالعمل معاملات آتی از واژه وجه تضمین استفاده شده است اما به نظر می‌رسد که اصطلاح «مبلغ ودیعه» مناسب‌تر باشد.

۴. واحدی است که وظیفه تسویه قرارداد آتی را برعهده دارد.

۵. بند «۳۲» ماده (۱) دستورالعمل اجرایی معاملات قراردادهای آتی در شرکت بورس کالای ایران، برای مشاهده دستورالعمل ر ک: به بخش قوانین و مقررات سایت بورس کالای ایران.

به موارد زیر اشاره کرد:^۱

- پوشش ریسک‌های مختلفی که در معرض آن قرار دارند،
- استفاده از فرصت‌های آربیتراژی و کسب سود بدون ریسک،
- تغییر ماهیت بدهی‌ها،
- تغییر ماهیت سرمایه‌گذاری‌ها (بدون اینکه سرمایه‌گذار متحمل هزینه‌های فروش پرتفوی از دارایی‌ها و خرید پرتفوی دیگر شود).

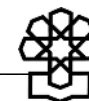
همان‌طور که ذکر شد کیفیت، کمیت و محل تحویل در قراردادهای آتی استاندارد می‌باشند و سرمایه‌گذاران می‌توانند بدون نگرانی در رابطه با این مسائل به طور کامل بر قیمت قراردادها تمرکز کنند.

از جمله مزیت این بازارها، وجود اهرم بالاست بدین مفهوم که می‌توان با میزان سرمایه اندک، حجم بالایی از دارایی را کنترل کرد. اهرم موجب می‌شود در صورتی‌که پیش‌بینی سرمایه‌گذار درست باشد، سود بالایی را کسب کند. البته در سوی دیگر قراردادهای آتی ممکن است به زیان‌های بالاتری نیز منجر شود. به بیان دیگر وجود اهرم در معاملات آتی همان‌طور که ممکن است منجر به سودهای بالا شود، می‌تواند منجر به زیان‌های بسیار و سریع نیز شود.

هنگامی که یک قرارداد آتی منعقد می‌شود، بورس باید جزئیات توافق بین دو طرف، مخصوصاً نوع دارایی، اندازه قرارداد،^۲ مکان تحویل و زمان تحویل را دقیقاً مشخص نماید (در پیوست گزارش مشخصات قرارداد آتی طلا در بورس کالایی ایران ارائه شده است) توضیح آنکه در صورتی‌که دارایی پایه، کالا باشد، لازم است که شرایط قابل قبول کالا توسط بورس تعیین شود. دارایی پایه می‌تواند نرخ ارز، نرخ سود یا نرخ بهره، اوراق بهادار و انواع کالاها باشد. در جدول زیر اطلاعات مربوط به معاملات قراردادهای آتی سهام سررسید ماه آبان در بورس اوراق بهادار تهران در ذیل آورده شده است:

۱. شرکت تأمین سرمایه امین، ۱۳۸۷، ص ۴.

۲. اندازه قرارداد، حجم دارایی را که طی یک قرارداد باید تحویل داده شود، مشخص می‌کند. به عبارت دیگر، مقدار استاندارد شده دارایی پایه را به اصطلاح «اندازه قرارداد» گویند.



جدول ۱. اطلاعات مربوط به معاملات قراردادهای آتی سهام - سررسید آبان ۱۳۹۰

ردیف	سهام پایه	اولین روز معامله	آخرین روز معامله	قیمت در ۱۳۹۰/۰۵/۱۱ (ریال)	تعداد روزهای باقیمانده تا سررسید	قیمت پایه (ریال)	اندازه قرارداد (سهام)	وجه تضمین اولیه (میلیون ریال)
۱	مخابرات ایران	۱۳۹۰/۰۵/۱۲	۱۳۹۰/۰۸/۲۵	۳۱۵۱	۱۰۶	۳۲۴۴	۸۵۰۰	۵/۵
۲	سایپا	۱۳۹۰/۰۵/۱۲	۱۳۹۰/۰۸/۲۵	۲۱۵۰	۱۰۶	۲۲۱۳	۱۰۰۰۰	۴۴۴/۴
۳	ایران خودرو	۱۳۹۰/۰۵/۱۲	۱۳۹۰/۰۸/۲۵	۳۱۷۶	۱۰۶	۳۲۷۰	۹۰۰۰	۵/۹
۴	مینا (مدیریت پروژه‌های نیروگاهی ایران)	۱۳۹۰/۰۵/۱۲	۱۳۹۰/۰۸/۲۵	۲۸۸۹	۱۰۶	۲۹۷۴	۹۵۰۰	۵/۷
۵	پتروشیمی خارک	۱۳۹۰/۰۵/۱۲	۱۳۹۰/۰۸/۲۸	۱۷۴۲۸	۱۰۹	۱۷۹۵۶	۱۷۰۰	۶/۱
۶	کالسیمین	۱۳۹۰/۰۵/۱۲	۱۳۹۰/۰۸/۲۸	۱۲۱۸۹	۱۰۹	۱۲۵۵۸	۲۵۰۰	۶/۳
۷	ملی صنایع مس ایران	۱۳۹۰/۰۵/۱۲	۱۳۹۰/۰۸/۲۸	۵۳۱۳	۱۰۹	۸۴۷۴	۷۹۳۶	۸/۷
۸	فولاد مبارکه اصفهان	۱۳۹۰/۰۵/۱۲	۱۳۹۰/۰۸/۲۸	۲۹۰۹	۱۰۹	۲۹۹۷	۱۰۶۱۰	۶/۴
۹	معدنی و صنعتی چادرملو	۱۳۹۰/۰۵/۱۲	۱۳۹۰/۰۸/۲۸	۶۲۵۶	۱۰۹	۶۴۴۶	۴۰۰۰	۵/۱
۱۰	سنگ آهن گل گهر	۱۳۹۰/۰۵/۱۲	۱۳۹۰/۰۸/۲۹	۶۶۲۰	۱۱۰	۶۸۲۳	۵۰۰۰	۶/۸
۱۱	سرمایه‌گذاری توسعه معدن و فلزات	۱۳۹۰/۰۵/۱۲	۱۳۹۰/۰۸/۲۹	۹۴۹۰	۱۱۰	۹۸۷۰	۴۰۰۰	۷/۸
۱۲	بانک پارسیان	۱۳۹۰/۰۵/۱۲	۱۳۹۰/۰۸/۲۹	۳۲۲۲	۱۱۰	۳۳۲۱	۹۶۵۵	۶/۴
۱۳	سرمایه‌گذاری غدیر	۱۳۹۰/۰۵/۱۲	۱۳۹۰/۰۸/۲۹	۴۱۴۲	۱۱۰	۴۲۶۹	۱۲۱۹۸	۱۰/۴
۱۴	بانک کارآفرین	۱۳۹۰/۰۵/۱۲	۱۳۹۰/۰۸/۲۹	۲۶۱۰	۱۱۰	۲۶۹۰	۸۰۳۴	۴/۳

مأخذ: اطلاعیه شماره ۲۴ آتی، شرکت بورس اوراق بهادار تهران.

در جدول فوق تمام دارایی‌های پایه، سهام شرکت‌های درج شده در بورس ایران می‌باشد. در این جدول تاریخ اولین روز معامله اوراق، تاریخ آخرین روز معامله، قیمت سهام پایه در زمان انتشار اطلاعیه آتی شرکت بورس، تعداد روزهای کاری باقیمانده تا سررسید، قیمت تحویل دارایی پایه در تاریخ سررسید، اندازه قرارداد و نیز وجه تضمین اولیه به اطلاع فعالان بازار می‌رسد. معمولاً قیمت سررسید اوراق از قیمت سهام پایه در زمان انعقاد قرارداد آتی پایین‌تر می‌باشد. وجه تضمین اولیه نیز معمولاً نسبت ثابتی از ارزش قرارداد (قیمت پایه در اندازه قرارداد) است.

تمامی معاملات در بازار آتی، از طریق اتاق پایاپای^۱ انجام می‌پذیرد. اولین نقش اتاق پایاپای، ضمانت طرفین معامله برای انجام معامله است. اتاق پایاپای بورس یک بخش الحاقی به بورس است و نقش واسط بین خریدار و فروشنده اوراق را در معاملات آتی ایفا می‌کند. این بخش، حسن عملکرد هریک از دو طرف معامله‌کننده را تضمین می‌کند.

خریداران و فروشندگان اوراق آتی، هنگام عقد قرارداد سپرده‌ای را تحت عنوان ودیعه^۲ یا سپرده اولیه و دیعه نزد اتاق پایاپای قرار می‌دهند (در دستورالعمل بورس کالا، از اصطلاح وجه تضمین استفاده شده است). با تغییر قیمت اوراق، از موجودی یکی از طرفین معامله به نفع طرف دیگر کاسته می‌شود. به عنوان مثال در صورت کاهش قیمت اوراق آتی، از حساب و دیعه (وجه تضمین) فروشنده اوراق آتی کاسته می‌شود و به حساب و دیعه خریدار اضافه می‌شود و در صورت افزایش قیمت اوراق آتی بالعکس عمل می‌شود. این فرایند به صورت روزانه و در قالب تسویه روزانه انجام می‌شود و تا آخرین روز قبل از تاریخ سررسید ادامه پیدا می‌کند. مشارکت‌کنندگان در بازار معاملات آتی در تاریخ سررسید به منظور خروج از بازار باید اقدام به تحویل فیزیکی، تسویه نقدی و یا انجام معامله خنثی‌کننده کنند. علیرغم اینکه در زمان کنونی بیشتر قراردادهای آتی در بازارهای جهانی به تحویل فیزیکی منجر نمی‌شود، اما امکان تحویل در قرارداد آتی وجود دارد. در مورد کالا، تحویل فیزیکی به معنای قبول یک رسید انبار، در مقابل پرداخت فوری است. طرف تحویل‌گیرنده، مسئول کلیه هزینه‌های انبارداری است. تسویه حساب نقدی در برخی قراردادهای آتی صادره بر دارایی‌های مالی، نظیر قراردادهایی که موضوع آنها سهام یا شاخص سهام است، صورت می‌گیرد، زیرا در این موارد تحویل دارایی پایه یا غیرممکن است یا با مشکلات زیادی همراه است. روش دیگر در این زمینه انجام معامله خنثی‌کننده^۳ می‌باشد. معمولاً در بازارهای آتی خریداران یا فروشندگان ترجیح می‌دهند قبل از رسیدن به زمان تحویل کالا موضع

1. Clearing House

2. Margin

3. Offsetting



معاملاتی خود را با انجام معامله معکوس مسدود کنند. انجام معامله معکوس به معنای اتخان موقعیت معاملاتی عکس موقعیت معاملاتی سرمایه گذار در یک قرارداد آتی با همان مشخصات می باشد (بدین معنا که اگر فرد تعهد خرید داشته است، فروش دارایی مورد تعهد را طی قرارداد دیگری تعهد می کند).

۲. مباحث شرعی

قرارداد آتی در دو فرض: ۱. فرض انجام قرارداد آتی به قصد تحویل دارایی پایه، ۲. فرض انجام قرارداد آتی بدون قصد تحویل دارایی پایه بیان می شود. در ادامه به تبیین هریک از این حالات می پردازیم:^۱

۲-۱. فرض انجام قرارداد آتی به قصد تحویل دارایی پایه

در این فرض تولیدکننده ای مثل ذوب آهن اصفهان، برای پوشش ریسک خود اقدام به انعقاد قرارداد آتی می کند و واقعاً قصد فروش محصولات را دارد که در آینده تولید می کند و قصد دارد محصولات فروخته شده را در سررسید مقرر تحویل دهد، خریدار قرارداد آتی نیز قصد جدی برای خرید کالا دارد و می داند تا سررسید، یا باید کالای خریداری شده را به دیگری بفروشد و یا در سررسید، کالای مذکور را تحویل بگیرد. در این فرض از جهت ماهیت معامله سه صورت قابل تصور است:

- تولیدکننده، محصول آینده خود را که از جهت جنس، نوع، اوصاف، مقدار و زمان تحویل مشخص شده در مقابل مبلغی معین که زمان، مکان و کیفیت پرداخت آن نیز مشخص شده می فروشد، خریدار نیز به این ترتیب می خرد. در این تصویر، قرارداد، ماهیت بیع کالی به کالی پیدا کرده و از نظر فقهی محل اشکال است. چون مشهور فقها بیع کالی به کالی را باطل می دانند.

- تولیدکننده، متعهد می شود مقدار معینی از محصول آینده خود را که از جهت جنس، نوع، اوصاف و زمان تحویل مشخص شده در مقابل مبلغی معین که زمان، مکان و کیفیت پرداخت آن مشخص شده بفروشد، خریدار نیز متعهد می شود در سررسید مقرر، آن محصول را به آن قیمت خریداری کند. در این حالت هنوز بیعی واقع نشده و طرفین تنها نسبت به هم متعهد شده اند که در آینده بیعی را انجام دهند. در این تصویر چیزی که در عمل اتفاق می افتد تعهد به خرید در مقابل تعهد به فروش کالای مشخص به قیمت معین در سررسید مشخص است.

۱. این بخش از مصوبات کمیته فقهی بورس (قابل دسترس در سایت www.rdis.ir) اقتباس شده است.

- تولیدکننده، تعهد خود مبنی بر فروش مقدار معینی از محصول آینده که از جهت جنس، نوع، اوصاف و زمان تحویل مشخص شده در مقابل مبلغی معین (که درصد کمی از قیمت کالا است)، می‌فروشد و خریدار با پرداخت آن مبلغ، تعهد تولیدکننده را خریداری می‌کند. [توضیح: عده‌ای از کارشناسان معتقدند که این فرض اصولاً پایه منطقی ندارد. زیرا فروش تعهد فروش یا تعهد خرید از نظر منطقی خدشه‌دار است و تعهد فروش اساساً دارای ارزش نیست اما به هر حال به‌عنوان یکی از فروض مطرح شده است].

۲-۲. فرض انجام قرارداد آتی بدون قصد تحویل دارایی پایه

در این فرض فروشنده، مقدار معینی از کالای مشخص را که از جهت جنس، نوع، اوصاف، مقدار و زمان تحویل مشخص شده در مقابل مبلغی معین که زمان، مکان و کیفیت پرداخت آن مشخص شده معامله می‌کند، خریدار نیز به این ترتیب وارد معامله می‌شود، اما هم فروشنده و هم خریدار می‌دانند که در سررسید کالایی تحویل نمی‌گردد، بلکه به‌طور معمول خریدار براساس قیمت روز با فروشنده تسویه کرده قیمت آن را تحویل می‌گیرد. در این فرض نیز از جهت ماهیت معامله حالات سه‌گانه فرض قبلی مطرح است.

کمیته فقهی بعد از بررسی ابعاد و احتمالات مختلف پیرامون قرارداد آتی به نتایج زیر رسید:

۱. قرارداد آتی در بازار بورس ایران همانند بسیاری از بورس‌های معتبر، بر مبنای تحویل فیزیکی دارایی پایه است، به این بیان که اصل اولی در معاملات تحویل فیزیکی دارایی پایه است، مگر اینکه طرفین قرارداد در پایان به تسویه نقدی توافق کنند.
۲. قراردادهای آتی روی آن دسته از دارایی‌های پایه که از اساس قابلیت تحویل ندارند مانند قرارداد آتی روی شاخص سهام، درجه حرارت هوا و امثال اینها صحیح نیست، اما قرارداد آتی روی دارایی‌های پایه‌ای چون سهام، سبد سهام، کالا، ارز و سکه طلا صحیح است.
۳. اگر طرفین از اول بنا بر انعقاد قرارداد روی دارایی نداشته و تنها به دنبال دریافت مابه‌التفاوت باشند قرارداد صحیح نخواهد بود.
۴. در تنظیم آیین‌نامه‌ها و دستورالعمل‌های اجرایی قرارداد آتی باید دقت شود تا از معاملات صوری و بی‌رویه که موجب بطلان قرارداد و اختلال اقتصادی می‌شود اجتناب شود. برای این منظور مقرر شد با نظارت سازمان بورس و اوراق بهادار، موارد زیر در آیین‌نامه اجرایی گنجانده شود:
 - تدابیری در قراردادها اتخاذ شود تا در صورت انتخاب گزینه تسویه کالایی، متعهد فروش، ملزم به انجام معامله باشد و در صورت امتناع مشمول جریمه بازدارنده شود.



- تدابیری در قراردادها اتخاذ شود تا در صورت انتخاب گزینه تسویه کالایی، قابلیت تحویل فراهم باشد. بنابراین میزان قرارداد هر متعهد، میزان معاملات هر کارگزار و میزان معاملات کل بازار، باید نسبت به موضوع هر قرارداد آتی تعریف و معاملات بازار در آن حد کنترل شود.

- راهکارهای عملی برای شناسایی اعتبار متعهد فروش و میزان توانایی وی برای انجام تعهدات تعریف و در اختیار کارگزاران گذاشته شود و مطابق آنها نظارت و کنترل گردد.

۲-۳. جمع‌بندی نهایی کمیته فقهی

کمیته فقهی سازمان بورس بعد از جمع‌بندی نهایی، قرارداد آتی را در دو قالب حقوقی زیر مجاز دانست:

۲-۳-۱. معاملات آتی در قالب مبادله تعهد در مقابل تعهد

مطابق این روش، فروشنده براساس قرارداد، متعهد می‌شود در سررسید معین مقدار معینی از دارایی مشخص را به قیمتی که الان تعیین می‌شود، بفروشد در مقابل، طرف دیگر قرارداد متعهد می‌شود آن دارایی را با ویژگی‌های مشخص خریداری کند و برای جلوگیری از امتناع طرفین از انجام قرارداد، طرفین به صورت شرط ضمن عقد متعهد می‌شوند مبلغی را به عنوان وجه‌الضمان نزد کارگزار بورس بگذارند و همچنین متعهد می‌شوند متناسب با تغییرات قیمت آتی وجه‌الضمان را تعدیل کنند. کارگزار بورس از طرف آنان وکالت دارد که متناسب با تغییرات قیمت آتی، بخشی از وجه‌الضمان هریک از طرفین را به عنوان اباحه (اذن) تصرف، در اختیار دیگری قرار دهد و او حق استفاده از آن را داشته باشد تا در سررسید با هم تسویه کنند. در این روش هریک از متعهد فروش یا متعهد خرید می‌توانند در مقابل مبلغی معین تعهد خود را به شخص ثالث واگذار کنند در این صورت شخص ثالث جایگزین او در انجام تعهد خواهد بود.^۱

۲-۳-۲. معاملات آتی در قالب قرارداد صلح آتی

مطابق این روش، فروشنده براساس قرارداد صلح، مقدار معینی از دارایی مشخص را در مقابل قیمتی معین به دیگری صلح می‌کند و متعهد می‌شود آن دارایی را با آن مشخصات در سررسید تحویل دهد و طرف دیگر نیز متعهد می‌شود قیمت آن را طبق قرارداد بپردازد، طرفین به صورت شرط ضمن عقد صلح، متعهد می‌شوند مبلغی را به عنوان وجه‌الضمان نزد کارگزار بورس بگذارند و

۱. به همین جهت در دستورالعمل معاملات آتی (مصوب ۱۳۸۶) «خریدار قرارداد آتی» چنین تعریف شده است شخصی که تعهد به خرید دارایی پایه در سررسید می‌نماید و مطابق عرف بازار خریدار نامیده می‌شود و نیز به جای استفاده از موقعیت خرید از موقعیت تعهدی خرید یا فروش استفاده شده و این مفاهیم چنین تعریف شده‌اند: **موقعیت تعهدی خرید:** موقعیت تعهدی است که مشتری با اتخاذ آن، متعهد به خرید دارایی پایه ذکر شده در «قرارداد آتی» می‌گردد و **موقعیت تعهدی فروش:** موقعیت تعهدی است که مشتری با اتخاذ آن، متعهد به فروش دارایی پایه ذکر شده در «قرارداد آتی» می‌گردد (دستورالعمل اجرایی معاملات آتی - ماده (۱)).

متعهد می‌شوند متناسب با تغییرات قیمت آتی وجه‌الضمان را تعدیل کنند و کارگزار بورس از طرف آنان وکالت داشته باشد متناسب با تغییرات قیمت آتی، بخشی از وجه‌الضمان هریک از طرفین را به عنوان اباحه (اذن) تصرف، در اختیار دیگری قرار دهد و او حق استفاده از آن را داشته باشد تا در سررسید با هم تسویه کنند. در این روش نیز هریک از طرفین قرارداد صلح می‌توانند قبل از سررسید، به قرارداد صلح دیگری، موضع خود را به شخص ثالث واگذار کرده از معامله خارج شوند و شخص ثالث جایگزین او خواهد بود.

لازم به ذکر است که در استفتائات اخذ شده از مراجع عظام توسط بورس کالایی در سال ۱۳۸۴ طرح مسئله در قالب قرارداد صلح اتفاق افتاده است و از مراجع بزرگوار تقلید آیات عظام بهجت، صافی، اردبیلی و... صلح بیع کالی به کالی را مجاز بیان فرموده‌اند.

۳. مروری بر مقررات مربوط به اوراق آتی

پس از تصویب قانون جدید بازار سرمایه در سال ۱۳۸۴ امکان گسترش نهادها و ابزارهای جدید در بازار سرمایه کشور افزایش یافت. در این راستا به منظور معرفی اوراق آتی کالا (در سال ۱۳۸۶) در بورس کالایی و اوراق آتی سهام در بورس اوراق بهادار (سال ۱۳۸۹) دستورالعمل‌هایی مختص آتی کالا و آتی سهام تهیه و تصویب شد که در ادامه مروری اجمالی بر مواد آنها ارائه می‌شود:

۳-۱. دستورالعمل معاملات قرارداد آتی کالا

دستورالعمل اجرایی معاملات قراردادهای آتی در ۱۹ اسفندماه سال ۱۳۸۶ در ۵۲ ماده به تصویب هیئت مدیره سازمان بورس رسید (البته بعدها و در آذرماه ۱۳۸۸ بخش‌هایی از آن اصلاح شد) در فصل‌های اول و دوم این دستورالعمل کلیه اصطلاحات، واژه‌ها و مشخصات قراردادهای آتی به تفصیل تعریف شده است. طبق ماده (۶) فصل سوم این دستورالعمل شرکت‌های کارگزاری یا کارگزار - معامله‌گران، مجاز به انجام معامله آتی خواهند بود که مجوز انجام معاملات آتی را از سازمان بورس اخذ کرده و بدین منظور در بورس پذیرش شده باشند و آن دسته از نمایندگان شرکت‌های کارگزاری امکان دسترسی به سامانه معاملات برای انجام معاملات آتی را خواهند داشت که صلاحیت‌های لازم را از نظر سازمان و بورس احراز کرده باشند (ماده (۷)). براساس این دستورالعمل، کد مشتری باید قبل از معاملات به درخواست مشتری، توسط کارگزار اخذ شده باشد (ماده (۸)) و فعالیت مشتری در بازار معاملات آتی منوط به افتتاح حساب بانکی توسط مشتری جهت معاملات آتی خواهد بود (ماده (۹)). همچنین کارگزاران مکلفند براساس اولویت زمانی دریافت سفارش مشتری، نسبت به اجرای سفارش



اقدام کنند (ماده (۱۲)) و قبل از ثبت سفارش هر مشتری، واریز وجه تضمین اولیه به حساب عملیاتی مشتری را احراز کنند (ماده (۱۳)).

در فصل چهارم این دستورالعمل نحوه انجام معاملات در قراردادهای آتی آمده است. ساعات و روزهای انجام معامله در بورس و مدت هر یک از مراحل جلسه معاملات توسط هیئت مدیره بورس تعیین و اعلام می شود (ماده (۱۷)). در صورت تغییر اضطراری ساعت شروع، خاتمه یا طول مدت جلسه رسمی معاملاتی در اثر اشکالات فنی، بورس باید تغییرات را قبل از اعمال، از طریق سایت رسمی خود اعلام و مستندات مربوط به دلایل بروز شرایط اضطراری را در سوابق خود نگهداری کرده و حسب درخواست، مستندات را به سازمان ارائه کند. اجرای سفارشات نیز براساس اولویت قیمت و در صورت تساوی قیمت ها براساس اولویت زمانی ورود سفارش به سامانه معاملاتی خواهد بود (ماده (۱۸)). معاملات قرارداد آتی با یک حراج تک قیمتی آغاز و با حراج پیوسته ادامه می یابد (ماده (۱۹)). بورس حداکثر یک ساعت پس از پایان جلسه معاملات روزانه، قیمت تسویه را براساس مقررات این دستورالعمل محاسبه و به عموم اعلام می کند (ماده (۲۰)). دامنه نوسان قیمت روزانه هر قرارداد آتی و سقف حجم هر سفارش در زمان پذیرش قرارداد آتی مشخص می شود (ماده (۲۱)). در صورت وجود اطلاعات یا وقوع شرایط اضطراری که تأثیر با اهمیتی بر قیمت قرارداد آتی و یا تصمیم سرمایه گذاران دارد کمیته آتی می تواند معاملات را حداکثر به مدت یک جلسه معاملاتی متوقف نموده و موضوع را جهت رفع موارد توقف پیگیری کند (ماده (۲۲)). براساس (ماده (۲۴)) این دستورالعمل، در صورتی که کارگزار خریدار یا فروشنده نسبت به معاملات انجام شده معترض باشند باید اعتراض خود را با ذکر دلایل برای رسیدگی تا ۲ ساعت قبل از شروع جلسه معاملاتی روز بعد به بورس اعلام کند و تصمیم بورس در این خصوص لازم الاجراست.

در فصل پنجم نحوه تسویه در قراردادهای آتی تشریح شده است طبق ماده (۲۴) هر مشتری باید جهت انجام معاملات آتی، حسابی تحت عنوان حساب عملیاتی مشتری نزد بانکی که بدین منظور توسط اتاق پایاپای معرفی می شود، افتتاح کند. در زمان افتتاح حساب، مشتری اذن تصرف در حساب مذکور را جهت انجام عملیات به روزرسانی حساب ها، مطابق مقررات این دستورالعمل به اتاق پایاپای خواهد داد و طبق ماده (۲۹) اتاق پایاپای متناسب با تعداد موقعیت تعهدی باز هر مشتری و میزان وجه تضمین اولیه هر قرارداد آتی، اقدام به مسدود نمودن حساب نامبرده می کند. دوره تسویه روزانه بعد از پایان معاملات آغاز می شود و تا یک ساعت قبل از پایان جلسه معاملات روز بعد ادامه خواهد یافت (ماده (۳۰)). در صورتی که مشتری تا پایان مهلت مقرر نسبت به واریز وجه تضمین جبرانی و اصلاح موجودی حساب خود تا سطح وجه تضمین اولیه اقدام نکند، کارگزار مربوطه حسب دستور اتاق پایاپای اقدام به بستن تمام یا بخشی از موقعیت های تعهدی باز

مشتری جهت تأمین وجه تضمین جبرانی مورد نیاز می‌نماید. ماده (۳۳) در صورتی که کارگزار نتواند از محل بستن موقعیت معاملاتی مشتری در ساعات معاملات عادی، اقدام به تأمین وجه تضمین جبرانی نماید، در بازار جبرانی نسبت به اجرای آن اقدام خواهد کرد (ماده (۳۴)). همچنین اگر بستن موقعیت‌های تعهدی مشتری در بازار جبرانی پوشش‌دهنده تعهدات وی نباشد، این تعهدات از محل موجودی کارگزار مربوطه و یا تضمین‌های وی نزد اتاق پایاپای تأمین می‌شود (تبصره «۲»، ماده (۳۴)).

در صورتی که مشتری اقدام به بستن موقعیت خود نماید تفاوت ارزش قرارداد معکوس با ارزش دارایی تعهد شده در قرارداد آتی برحسب آخرین قیمت تسویه روزانه به حساب مشتری منظور می‌شود (ماده (۳۵)). اتاق پایاپای پس از اعلام قیمت تسویه روزانه، باید تا پایان ساعات کاری همان روز گزارش تسویه را برای کارگزاران ارسال کند. این گزارش شامل حداقل اطلاعات مربوط به هر کارگزار به تفکیک مشتریان وی (تعداد موقعیت‌های تعهدی باز موجود، تعداد موقعیت‌های تعهدی بسته شده طی روز، تعداد موقعیت‌های تعهدی باز شده طی روز، میزان وجه تضمین موجود، میزان وجه تضمین اولیه مورد نیاز، وجه تضمین جبرانی و کارمزدها) می‌باشد (ماده (۳۷)). کارگزاران نیز باید پس از دریافت گزارش تسویه، آن را بررسی و در صورت هرگونه مغایرت موضوع را تا ۳۰ دقیقه قبل از شروع بازار روز کاری بعد کتباً به بورس گزارش کنند (ماده (۳۸)).

نحوه تحویل کالا و تسویه نهایی معاملات قراردادهای آتی در فصل ششم این دستورالعمل بیان شده است: قرارداد آتی پس از آخرین روز معاملاتی، وارد دوره تحویل می‌شود و طرفین قرارداد آتی باید نسبت به طی فرایند تحویل اقدام کنند (ماده (۳۹)). چنانچه دارنده موقعیت تعهدی بازرخرد یا فروش تصمیم به تحویل کالا بگیرد، طرف مقابل موظف به تحویل طبق ضوابط این دستورالعمل خواهد بود (تبصره ماده (۳۹)) و دوره تحویل از روز کاری بعد از آخرین روز معاملاتی شروع و تا پایان ماه قرارداد ادامه می‌یابد (ماده (۴۰)). دارندگان موقعیت تعهدی فروش باز، باید طی مهلت اعلام آمادگی تحویل توسط کارگزار مربوطه گواهی آمادگی تحویل را تحویل اتاق پایاپای دهند (ماده (۴۰)). چنانچه مدارک فوق در مهلت مذکور به بورس ارائه نگردد، قرارداد آتی براساس قیمت تسویه روزانه روز پایان مهلت ارائه گواهی آمادگی تحویل، تسویه نقدی شده و دارنده موقعیت تعهدی فروشی که طبق این تبصره تسویه نقدی شده است، مشمول جریمه‌های مقرر در مشخصات قرارداد آتی می‌شود (ماده (۴۱)).

دارندگان موقعیت تعهدی خرید باز نیز باید طی مهلت ارائه گواهی آمادگی تحویل توسط کارگزار مربوطه گواهی آمادگی تحویل را تحویل اتاق پایاپای دهند. (ماده (۴۲)).



همچنین پس از پایان مهلت ارائه گواهی آمادگی تحویل، اتاق پایاپای براساس اولویت زمانی خریدارانی را که می‌توانند کالا را تحویل گیرند و فروشندگانی را که می‌توانند کالا را تحویل دهند، مشخص کرده و به کارگزاران مربوطه اعلام می‌کند (ماده (۴۳)). دارندگان موقعیت تعهدی خرید در پایان آخرین روز معاملاتی، حداکثر تا ساعت ۱۲ روز کاری بعد از آخرین روز معاملاتی باید کل وجه دارایی تعهد شده قرارداد آتی برحسب قیمت تسویه روزانه آخرین روز معاملاتی را به حساب اتاق پایاپای واریز و فیش واریزی را توسط کارگزار مربوطه به اتاق پایاپای ارائه کند (ماده (۴۵)). در مقابل دارندگان موقعیت تعهدی فروش نیز باید در پایان آخرین روز معاملاتی، حداکثر تا ساعت ۱۲ روز کاری بعد از آخرین روز معاملاتی، رسید انبار یا اصل کالای مورد تعهد را حسب تعیین و اعلام بورس، توسط کارگزار مربوطه به اتاق پایاپای ارائه کند (ماده (۴۶)).

۲-۳. دستورالعمل معاملات قرارداد آتی سهام

در زمینه آتی سهام نیز هیئت مدیره سازمان بورس و اوراق بهادار، دستورالعمل معاملات قرارداد آتی سهام در بورس اوراق بهادار تهران و الحاقیه دستورالعمل پذیرش اوراق بهادار در بورس تهران درخصوص پذیرش قراردادهای آتی سهم را تصویب کرد. دستورالعمل معاملات شامل ۵۸ ماده و ۱۳ تبصره و الحاقیه دستورالعمل پذیرش قراردادهای آتی سهام شامل ۶ ماده و یک تبصره در جلسه ۱۲ تیرماه ۱۳۸۹ به تصویب هیئت مدیره سازمان بورس و اوراق بهادار رسید. ساختار کلی این دستورالعمل مشابه دستورالعمل معاملات قرارداد آتی کالا (اصلاحی ۱۳۸۸) می‌باشد. جدول زیر مقایسه کلی از ساختار این دو دستورالعمل ارائه می‌کند:

عنوان	دستورالعمل معاملات قرارداد آتی سهام	دستورالعمل معاملات قرارداد آتی کالا
تعاریف و کلیات	فصل اول ماده (۱)	فصل اول ماده (۱)
مشخصات قرارداد آتی	فصل دوم مواد (۲ - ۴)	فصل دوم مواد (۲-۵)
ثبت سفارش مشتریان	فصل سوم مواد (۵ - ۱۹)	فصل سوم مواد (۶-۱۶)
نحوه انجام معاملات	فصل چهارم مواد (۲۰ - ۲۷)	فصل چهارم مواد (۱۷-۲۷)
پایاپای و تسویه	فصل پنجم مواد (۲۸-۴۶) با عنوان پایاپای	فصل پنجم مواد (۲۸-۳۸) با عنوان تسویه
تحویل کالا و تسویه نهایی	فصل هفتم مواد (۵۰ - ۵۵) با عنوان تسویه نهایی	فصل ششم مواد (۳۹-۴۸)
تعدیل قرارداد آتی براساس اقدام شرکتی	فصل هشتم مواد (۴۷-۴۹)	—
سایر موارد	فصل هشتم مواد (۵۶-۵۸)	مواد (۴۹-۵۲)

در این دستورالعمل برخی جزئیات بیشتر از دستورالعمل آتی کالا مورد توجه قرار گرفته است. از جمله اینکه در ماده (۱۱) این دستورالعمل ذکر شده است که کارگزار باید پیش از دریافت سفارش مشتری، قرارداد مشتری - کارگزار را با وی منعقد کند. طبق این دستورالعمل حساب مشتری از محل وجوه واریزی وی به حساب معاملاتی کارگزار، بستانکاری وی در حساب کارگزاری و یا اعتبار اعطایی به مشتری از محل وجوه متعلق به کارگزار قابل تأمین است (ماده (۱۴)).

همچنین در صورتی که مشتری پس از ارائه سفارش و قبل از انجام معامله از اجرای سفارش منصرف شود و یا کارگزار به هر علت نتواند نسبت به اجرای سفارش مشتری اقدام کند، حسب درخواست مشتری وجوه وی باید توسط کارگزار مسترد شود (ماده (۱۳)) به نظر می‌رسد که این ماده در دستورالعمل آتی کالا مغفول مانده است.

همچنین در ماده (۱۷) این دستورالعمل تصریح شده است که به منظور اطمینان از ایفای تعهدات مشتری، وثایق یا تضامینی تا سقف تعیین شده در مشخصات قرارداد آتی از مشتری دریافت کند. براساس این دستورالعمل، انواع سفارش و اعتبار آن در بازار آتی به شرح دستورالعمل نحوه انجام معاملات اوراق بهادار در بورس اوراق بهادار تهران است که براساس ملاحظات فنی، توسط هیئت مدیره بورس انتخاب می‌شود. در حالی که در دستورالعمل آتی کالا انواع سفارش در ماده (۱۴) ذکر شده است.

در فصل پنجم این دستورالعمل نحوه پایاپای قرارداد آتی سهام ذکر شده است طبق این دستورالعمل کارگزار مسئولیت ایفای تعهدات مشتریان در مقابل اتاق پایاپای را بر عهده دارد (ماده (۲۸)). کارگزار باید برای انجام معاملات در بازار آتی، حساب ویژه‌ای تحت عنوان حساب عملیاتی کارگزار نزد بانک عامل افتتاح کند. کارگزار در زمان افتتاح این حساب اجازه برداشت و انسداد آن و همچنین اجازه سایر امور لازم جهت انجام عملیات به‌روزرسانی حساب‌ها را مطابق مقررات این دستورالعمل به اتاق پایاپای می‌دهد (ماده (۲۹)).

طبق این دستورالعمل کارگزار باید به منظور پوشش تعهدات خود در قبال اتاق پایاپای، وثیقه‌ای را تودیع کند. ارزش و انواع وثایق مورد قبول و ضوابط تعیین و اخذ آن، توسط هیئت مدیره شرکت سپرده‌گذاری تعیین می‌شود. اگر شرکت سپرده‌گذاری تشخیص دهد پس از بازگشایی نماد معاملاتی قرارداد آتی، احتمال افزایش ریسک نوسان قیمت وجود دارد، می‌تواند از کارگزار درخواست افزایش وثیقه کند. کارگزار باید وثیقه مورد نیاز را طی مهلت تعیین شده نزد اتاق پایاپای، تودیع کند (ماده (۳۳)).

در فصل ششم این دستورالعمل نیز تعدیل قرارداد آتی براساس اقدام شرکتی تشریح شده



است. توقف و بازگشایی نهادها، افزایش سرمایه و تقسیم سود از جمله اقدامات شرکتی می باشد که بر قیمت تسویه آتی اثر می گذارد. مواد (۴۷ و ۴۸ و ۴۹) دستورالعمل به بررسی این موارد می پردازد.

در مورد تسویه نهایی اوراق آتی سهام، مشابه دستورالعمل اوراق آتی کالا، چنانچه دارنده موقعیت تعهدی بازخرید یا فروش تصمیم به تسویه فیزیکی سهم بگیرد. طرف مقابل موظف به انجام تعهدات تسویه فیزیکی براساس ضوابط این دستورالعمل می باشد. عمده مواد فصل تسویه نهایی این آیین نامه مشابه فصل تحویل کالا و تسویه نهایی دستورالعمل اوراق آتی کالا است. بجز مواردی که به دلیل ویژگی های بازار سهام تفاوت هایی را ایجاد کرده است. به طور کلی به عنوان جمع بندی این بخش می توان به این نکته اشاره کرد که در این دو دستورالعمل تأکید زیادی بر تحویل فیزیکی کالا شده است و علاوه بر این تلاش شده تا سازوکارها به گونه ای تعریف شود که با اصول شرعی و فقهی سازگاری تمام داشته باشد.

۴. عملکرد اوراق آتی کالا در بورس کالایی

اوراق آتی راهکار مناسبی برای جذب نقدینگی های جامعه به شمار می رود و وجود چنین ابزاری در بورس، سرمایه های سرگردان را به سمت این بازار هدایت می کند. قرارداد آتی کالا از تیرماه ۱۳۸۷ با معامله اونس طلا در بورس کالایی ایران فعالیت خود را آغاز کرد و طی این مدت با اقبال زیادی همراه شد. هم اکنون معاملات قرارداد آتی سکه، طلا و مفتول مس در این بورس جریان دارد. اولین معاملات قرارداد آتی سکه تمام بهار آزادی (طرح امام خمینی (ره)) در شرکت بورس کالایی ایران در ۵ آذرماه ۱۳۸۷ با ارائه ۲ قرارداد صورت پذیرفت.

به طور کلی سه نوع قرارداد آتی اونس طلا، مفتول مس (۸ میلیمتری) و سکه طلا طرح امام در سال ۱۳۸۷ منتشر شد که با توجه به تاریخ انتهایی دوره (سررسید) ۱۰ قرارداد در این بورس عرضه شده است. کل تعداد قراردادهای مورد مبادله تا پایان سال ۱۳۸۷ برابر با ۳۱۷۳ قرارداد با ارزشی بالغ بر ۶۰/۷ میلیارد ریال بود که از این میان بیشترین مبادلات در سکه طرح امام (مجموعاً ۲۴۵۳ قرارداد به ارزش بالغ بر ۵۱ میلیارد ریال) بوده است. در حالی که در سال ۱۳۸۸ با شناخته شدن قراردادهای آتی کالا در کشور ارزش این مبادلات به ۱۴۰۶ میلیارد ریال رسید. جدول زیر خلاصه ای از عملکرد این اوراق را در بورس کالایی نشان می دهد:

جدول ۲. اوراق آتی در بورس کالایی

سال	ارزش (میلیارد ریال)	رشد (درصد)
۱۳۸۷	۶۰/۷	-
۱۳۸۸	۱۴۰۶/۳	۲۲۱۶
۱۳۸۹	۴۸۷۱/۵	۲۴۶

در ادامه این روند در سال ۱۳۸۹ انواع قراردادهای ۱۳ و تعداد قراردادهای به ۱۴۲۵۲۹ قرارداد رسید و ارزش مبادلات آتی به ۴۸۷۱ میلیارد ریال بالغ شد. جدول زیر آمار کلی معاملات آتی را در سال ۱۳۸۹ به تفکیک انواع معاملات نشان می‌دهد:

جدول ۳. آمار معاملات آتی در سال ۱۳۸۹

ردیف	نوع قرارداد	کد	تعداد	قیمت (میلیون ریال)
۱	مفتول مس ۸ میلیمتری تحویل اردیبهشت‌ماه ۱۳۸۹	CROR89	۲	۸۱۵/۱۰
۲	سکه طلا طرح امام تحویل اردیبهشت‌ماه ۱۳۸۹	GCOR89	۶,۹۲۹	۱۹۳۸۱۱/۰۳
۳	سکه طلا طرح امام تحویل تیرماه ۱۳۸۹	GCTR89	۱۵,۲۶۳	۴۶۸۵۴۲/۳۹
۴	سکه طلا طرح امام تحویل شهریورماه ۱۳۸۹	GCSH89	۲۷,۲۳۴	۸۵۶۴۹۵/۶۲
۵	سکه طلا طرح امام تحویل آبان‌ماه ۱۳۸۹	GCAB89	۳۰,۱۹۶	۱۰۱۹۷۸۰/۱۱
۶	سکه طلا طرح امام تحویل دی‌ماه ۱۳۸۹	GCDY89	۲۰,۶۶۵	۷۳۰۲۷۷/۵۲
۷	سکه طلا طرح امام تحویل اسفندماه ۱۳۸۹	GCES89	۲۵,۳۰۸	۹۳۴۶۷۲/۷۰
۸	سکه طلا طرح امام تحویل اردیبهشت‌ماه ۱۳۹۰	GCOR90	۱۳,۹۲۳	۵۳۸۴۷۳/۲۳
۹	سکه طلا طرح امام تحویل تیرماه ۱۳۹۰	GCTR90	۲,۷۴۳	۱۰۹۷۳۲/۷۳
۱۰	سکه طلا طرح امام تحویل شهریورماه ۱۳۹۰	GCSH90	۵۳	۲۱۸۴/۵۸
۱۱	شمش طلای ۱۰ اونسی تحویل آذرماه ۱۳۸۹	10GBAZ89	۸۸	۱۳۰۲۴/۹۲
۱۲	شمش طلای ۱۰ اونسی تحویل دی‌ماه ۱۳۸۹	10GBDY89	۲	۲۹۱/۷۰
۱۳	شمش طلای ۱۰ اونسی تحویل بهمن‌ماه ۱۳۸۹	10GBBA89	۲۳	۳۴۳۳/۷۷
			۱۴۲,۵۲۹	۴,۸۷۱,۵۳۵

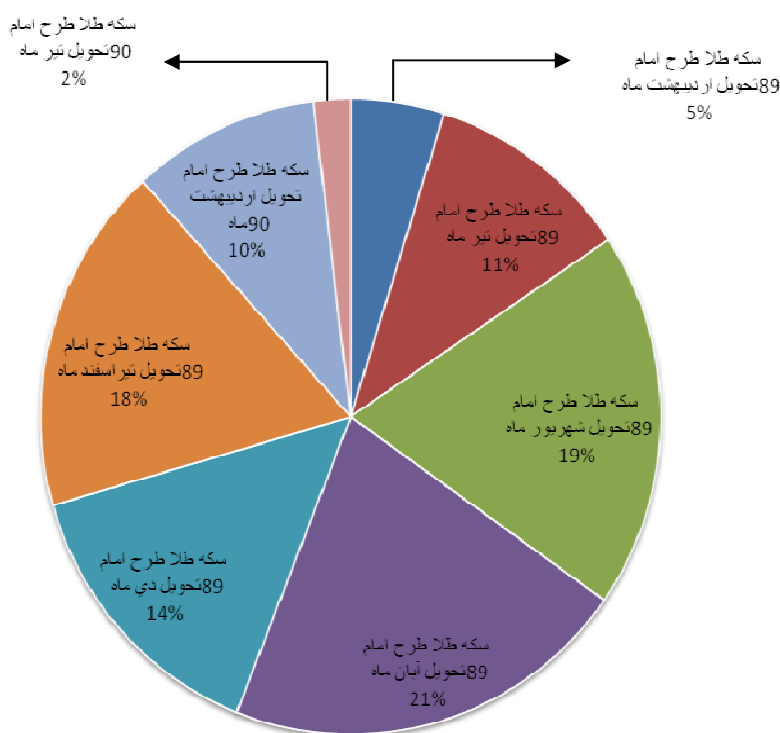
همان‌طور که مشاهده می‌شود معاملات آتی در سال ۱۳۸۹ از رشد قابل قبولی برخوردار بوده به‌طوری که با رشد ۲۴۶ درصدی حدود ۳/۹ درصد از ارزش کل معاملات بورس کالایی ایران را به‌خود اختصاص داده است. در حالی که در سال ۱۳۸۸ حدود ۱/۵ درصد از ارزش کل معاملات به این اوراق اختصاص یافت.

در سال ۱۳۸۹، ۱۳ قرارداد اعم از مفتول مس، سکه طلا و شمش طلا (اونس طلا) دادوستد شده است که قراردادهای سکه طلا تحویل آبان ماه با ۲۱ درصد از حجم کل معاملات بازار بیشترین معاملات را در اختیار داشته است (۳۰۱۹۶ قرارداد به ارزش ۱۰۱۹ میلیارد ریال) به‌طور کلی



قراردادهای سکه طلا عمده معاملات اوراق آتی کالا را شکل می‌دهد به گونه‌ای که بیش از ۹۹ درصد حجم کل معاملات آتی در سال ۱۳۸۹ را به خود اختصاص داده است.

نمودار معاملات آتی در سال ۱۳۸۹ به تفکیک انواع قرارداد^۱



حجم قراردادهای آتی طلا در چهار ماهه نخست ۱۳۹۰ به بیش از ۱۳ هزار میلیارد ریال رسید که نشان از روند رو به رشد این معاملات در این شرکت است. در جدول زیر کارمزد حاصل از معاملات آتی کالایی در بورس کالا را مشاهده می‌کنیم. مشاهده می‌شود که درآمد حاصل از کارمزد معاملات آتی - علیرغم رشد نسبتاً مناسبی که دارد - در سال ۱۳۸۹ تنها ۲ درصد از کل کارمزدهای دریافتی بورس کالایی کشور را تشکیل می‌دهد.

۱. به دلیل پایین بودن حجم معاملات مفتول مس تحویل اردیبهشت، شمش طلا تحویل ماه‌های آذر، دی و بهمن و نیز سکه تحویل شهریور مقادیر فوق از نمودار حذف شده‌اند. لازم به ذکر است که حجم معاملات تمامی موارد فوق کمتر از یک درصد می‌باشد.

جدول ۴. درآمد حاصل از کارمزد معاملات آتی در مقایسه با کل کارمزدهای دریافتی

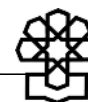
کل کارمزدهای دریافتی (میلیون ریال)	درآمد حاصل از کارمزد معاملات آتی		سال
	درصد از کل کارمزدهای دریافتی بورس کالا	مبلغ (میلیون ریال)	
۹۸۸۵۳	۰/۰۸	۸۱/۸	۱۳۸۷
۱۰۸۵۰۲	۱/۱	۱۲۲۳	۱۳۸۸
۱۴۶۱۷۹	۲	۳۰۵۲	۱۳۸۹

در برخی از روزها حجم معاملات آتی سکه طلا در بورس کالا به بیش از ۳۶۰ میلیارد ریال بالغ شده است. این پدیده نشان می‌دهد که بازار معاملات آتی سکه طلا نسبتاً شکل گرفته و درحال تعمیق است. گسترش معاملات اوراق آتی نشان می‌دهد که ایده گسترش معاملات کاغذی در بورس کالا درحال تحقق است و معاملات این بخش قابلیت افزایش بسیار بالایی را دارد.

۵. عملکرد اوراق آتی سهام در بورس اوراق بهادار

مطالعات تطبیقی و امکان‌سنجی راه‌اندازی معاملات قراردادهای آتی سهام سال ۱۳۸۸ در شرکت بورس آغاز شد که پس از تدوین مقررات لازم، تهیه نرم‌افزار معاملات، تأیید کمیته فقهی سازمان بورس و تصویب شورای عالی بورس، فعالیت این ابزار مالی مردادماه سال گذشته آغاز شد تا بورس سهام از وضعیت تک‌محصولی خارج شود و جذابیت‌های تازه‌ای را به سرمایه‌گذاران نشان دهد، زیرا علاوه بر فراهم شدن امکان پوشش ریسک، گزینه‌های سرمایه‌گذاری بیشتری پیش روی اشخاص ریسک‌پذیر قرار گرفت. به عبارت دیگر تا سال گذشته امکان معامله ابزارهای متنوع بازار سهام نظیر قراردادهای آتی و اختیار معامله سهام فراهم نبود و کارکرد بورس تنها به تأمین مالی و تجهیز پس‌اندازها محدود بود. از این نظر افتتاح بازار آتی سهام، نقطه عطفی برای بازار سرمایه کشور محسوب می‌شود.

در طی سال گذشته (مردادماه ۱۳۸۹ تا مردادماه ۱۳۹۰) بازار آتی بورس تهران طی ۲۳۲ روز معاملاتی، معامله حدود ۱۳ هزار قرارداد با ارزش بیش از ۶۵۰ میلیارد ریال ثبت شده است که از این بین ۱,۲۰۴ قرارداد با ارزش ۴۰ میلیارد ریال (۹ درصد تعداد قراردادها) به تحویل فیزیکی منجر شده است. این معاملات از طریق ۲۵ کارگزار فعال در بازار انجام شده است. تعداد سهام پایه قراردادهای آتی و نمادهای معاملاتی در شروع معاملات بازار آتی، ۲ سهم (بانک کارآفرین و بانک پارسیان) با ۸ نماد معاملاتی بوده است. این ارقام در انتهای سال ۱۳۸۹ به ۱۲ سهم پایه (بانک کارآفرین، بانک پارسیان،



فولاد مبارکه اصفهان، ملی صنایع مس ایران، معدنی و صنعتی چادرملو، سرمایه‌گذاری غدیر، سرمایه‌گذاری توسعه معادن و فلزات، سایپا، پتروشیمی خارک، مخابرات ایران، دارویی سبحان و بانک ملت) با ۲۴ نماد معاملاتی افزایش یافت. در حال حاضر سررسید اوراق در ماه‌های زوج سال (اردیبهشت، تیر، شهریور، آبان، دی و اسفند) می‌باشد. لازم به‌ذکر است که چهار سهم جدید (کالسیمین، مپنا، سنگ آهن گل‌گهر و ایران خودرو) در جلسات سال جاری هیئت پذیرش، پذیرفته شده و امکان معاملات اوراق آتی برای آنها نیز فراهم شده است. به همین سبب با توجه به اینکه اوراق آتی برای سررسید حداکثر ۶ ماه آینده منتشر می‌شود، در هر روز امکان باز بودن ۶۴ نماد معاملاتی (۱۶ سهم پایه برای سررسید چهار ماه از ماه‌های سال) وجود دارد. در جدول زیر قراردادهای پذیرفته شده در بورس تهران و تاریخ پذیرش آنها آورده شده است:

جدول ۵. قراردادهای آتی پذیرفته شده در بورس ایران

ردیف	نماد معاملاتی	سهم پایه	تاریخ پذیرش
۱	وپارس	بانک پارسیان	۱۳۸۹/۴/۲۷
۲	وکار	بانک کارآفرین	۱۳۸۹/۴/۲۷
۳	فولاد	فولاد مبارکه اصفهان	۱۳۸۹/۵/۲۵
۴	فملی	ملی صنایع مس ایران	۱۳۸۹/۵/۲۵
۵	وغدیر	سرمایه‌گذاری غدیر	۱۳۸۹/۵/۲۵
۶	اخابر	مخابرات ایران	۱۳۸۹/۸/۹
۷	دسبجا	گروه دارویی سبحان	۱۳۸۹/۸/۹
۸	شخارک	پتروشیمی خارک	۱۳۸۹/۸/۹
۹	وبملت	بانک ملت	۱۳۸۹/۸/۹
۱۰	رمپنا	مپنا (مدیریت پروژه‌های نیروگاهی ایران)	۱۳۹۰/۵/۵
۱۱	خودرو	ایران خودرو	۱۳۹۰/۵/۵
۱۲	کگل	سنگ آهن گل‌گهر	۱۳۹۰/۵/۵
۱۳	فاسیمین	کالسیمین	۱۳۹۰/۵/۵
۱۴	ومعادن	سرمایه‌گذاری توسعه معادن و فلزات	۱۳۸۹
۱۵	خسپا	سایپا	۱۳۸۹
۱۶	کچاد	معدنی و صنعتی چادرملو	۱۳۸۹

مأخذ: سایت شرکت بورس.

بر اساس دستورالعمل شرکت بورس اوراق بهادار، سهم پایه قراردادهای آتی بر اساس دستورالعمل پیشنهادی پذیرش و معیارهایی نظیر نقدشوندگی، سهام شناور آزاد و اندازه شرکت توسط هیئت پذیرش انتخاب می‌شود. مشخصات قرارداد نیز به پیشنهاد بورس به تصویب هیئت پذیرش می‌رسد (جدول ۱ در صفحه ۵ مشخصات کلی قراردادهای سررسید آبان‌ماه ۱۳۹۰ را نشان می‌دهد).

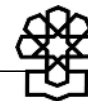
هرچند هنوز حجم این معاملات چندان چشمگیر نیست، اما پیش‌بینی می‌شود در طول سال‌های آینده با توسعه بازار، حجم معاملات آتی نیز در بورس تهران افزایش یابد. هدفگذاری شرکت بورس برای سال ۱۳۹۰ انجام معاملات ۳۰ شرکت در این بازار است. جدول زیر آمار معاملات انجام گرفته طی یک سال گذشته را نشان می‌دهد:

جدول ۶. آمار معاملات آتی در سال گذشته به تفکیک ماهیانه

ماه	تعداد (قرارداد)	ارزش (میلیارد ریال)	معاملات انباشته (قرارداد)	ارزش انباشته (میلیارد ریال)
مردادماه ۱۳۸۹	۱۰۴	۲/۳	-	-
شهریورماه ۱۳۸۹	۵۲۷	۱۲/۷	۶۳۱	۱۵/۱
مهرماه ۱۳۸۹	۵۲۸	۱۳/۵	۱۱۵۹	۲۸/۶
آبان‌ماه ۱۳۸۹	۵۰۷	۱۳	۱۶۶۶	۴۱/۶
آذرماه ۱۳۸۹	۵۳۹	۱۳	۲۲۰۵	۵۵
دی‌ماه ۱۳۸۹	۱۱۰۰	۳۲/۴	۳۳۰۵	۸۷/۶
بهمن‌ماه ۱۳۸۹	۱۶۰۸	۶۰/۲	۴۹۱۳	۱۴۷/۸
اسفندماه ۱۳۸۹	۱۳۵۹	۴۷/۵	۶۲۷۲	۱۹۵/۳
فروردین‌ماه ۱۳۹۰	۱۷۵۴	۷۲	۸۰۲۶	۲۶۷/۳
اردیبهشت‌ماه ۱۳۹۰	۲۳۹۴	۱۰۰	۱۰۴۲۰	۳۶۷/۳
خردادماه ۱۳۹۰	۱۴۰۵	۶۱	۱۱۸۲۵	۴۸۲/۳
تیرماه ۱۳۹۰	۱۳۷۷	۵۴	۱۳۲۰۲	۴۸۲/۳

مأخذ: گزارش‌های ماهیانه شرکت بورس اوراق بهادار.

مشاهده می‌شود که حجم مبادلات آتی سهام طی سال گذشته بسیار پایین بوده به‌گونه‌ای که تعداد قراردادها ۱۳ هزار قرارداد و مجموع کل ارزش معاملات کمتر از ۵۰۰ میلیارد ریال بوده است. (برای مقایسه می‌توان به آمار معاملات ۳۰۰ میلیاردی اوراق آتی طلا در بورس کالایی اشاره کرد) البته از سیر کلی تعداد و ارزش قراردادها نشان از رشد این بازار دارد. لازم به‌ذکر است که حضور سهام‌داران عمده در قراردادهای آتی در طول یک سال گذشته کم‌رنگ بوده است، درحالی که این افراد می‌توانند با استفاده از این ابزار، بازار نقد خود را به تعادل برسانند. هم‌اکنون ۲۵ کارگزار مجوز فعالیت در قراردادهای آتی را دریافت کرده‌اند و پیش‌بینی می‌شود، سایر کارگزاران نیز مجوز فعالیت در این معاملات را اخذ کنند. از ابتدای مرداد ماه سال جاری، امکان انجام معاملاتی آتی سهام از طریق سیستم PAM و در سامانه معاملاتی بورس تهران فراهم شده است این امر زمینه لازم برای انجام معاملات آنلاین و



نیز ورود تالارهای منطقه‌ای کشور به این بازار را فراهم می‌کند. انجام معاملات آنلاین کارآیی این ابزار را از طریق افزایش بازیگران حرفه‌ای به آن افزایش می‌دهد.

سازمان و شرکت بورس برنامه‌های متنوعی را برای ایجاد ابزارهای جدید در نظر گرفته‌اند. از جمله طرح‌های در دست بررسی انتشار «اوراق آتی روی سبد سهام شاخص ۳۰ شرکت بزرگ بورسی» است. از مزایای مهم این اوراق می‌توان به امکان پیش‌بینی بهتر قیمت‌های آتی شاخص نسبت به قرارداد آتی سهام، برخورداری از مزیت قراردادهای آتی شاخص به لحاظ سهولت پایش پیوسته موقعیت معاملاتی و در عین حال سایر مزایای قراردادهای آتی نظیر ویژگی اهرمی و امکان کسب سود در بازارهای کاهشی و افزایشی اشاره کرد.^۱

از دیگر برنامه‌های بورس می‌توان به ایجاد امکان استفاده از قراردادهای آتی جهت مدیریت و کاهش ریسک برای صندوق‌های سرمایه‌گذاری اشاره کرد.

از سوی دیگر راه‌اندازی قراردادهای آتی ارز توسط شرکت بورس به سازمان بورس پیشنهاد شده است که در صورت تصویب در شورای بورس امکان ایجاد قراردادهای آتی ارز در بازار فراهم می‌شود. قراردادهای آتی ارز می‌تواند به افزایش سرمایه‌گذاری خارجی کمک کند، زیرا سرمایه‌گذاران خارجی می‌توانند به راحتی با وارد شدن به قراردادهای آتی، ریسک ارز را کاهش دهند.

از دیگر برنامه‌های شرکت بورس می‌توان ایجاد امکان دادوستد قراردادهای اختیار معامله سهام در بورس اشاره کرد که پیشنهاد آن به سازمان بورس ارائه شده است و طبق گفته‌های مسئولان سازمان بورس، معاملات اختیار معامله در نیمه نخست امسال در بازار سرمایه کشور راه‌اندازی می‌شود.

۱-۵. آسیب‌شناسی اوراق آتی در ایران

یکی از مهمترین دغدغه‌های موجود در به‌کارگیری این اوراق در بازارهای مالی ایران، وجود ملاحظات شرعی می‌باشد. علیرغم اینکه کمیته فقهی بورس موافقت خود را با انتشار این اوراق در غالب تعهد خرید و یا فروش یا صلح اعلام کرده است هنوز برخی از صاحب‌نظران به دیده تردید به این اوراق می‌نگرند. از سوی دیگر حتی با فرض پذیرش نظر کمیته، بسیاری از خریداران و فروشندگان این اوراق، در عمل نیت و قصد قرارداد صلح بیع کالی به کالی را ندارند. همچنین بسیاری از فعالان بازار عملاً قصد خرید یا فروش دارایی پایه را ندارند و صرفاً با نیت کسب سود از نوسانات قیمت اقدام به اتخاذ موقعیت‌های معاملاتی می‌کنند که این امر نیز مسائل شرعی خاص

۱. البته طبق مصوبات کمیته فقهی بورس انتشار اوراق آتی روی شاخص به دلیل عدم امکان تحویل مجاز نیست.

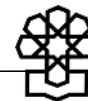
خود را دربردارد. پیشنهاد می‌شود در این زمینه آموزش‌های بیشتری برای کسانی که قصد ورود به این بازار را دارند در نظر گرفته شود.

معامله قراردادهای آتی‌ها ممکن است به زیان‌های بالقوه نامحدودی منجر شود که از میزانی که شخص نزد کارگزار سپرده‌گذاری کرده است بیشتر باشد. به همین سبب باید اطلاعات و آموزش‌های کافی به کسانی که قصد ورود به این بازار را دارند، داده شود، همچنین فرد سرمایه‌گذار نباید پولی را که جزو دارایی مورد نیاز او می‌باشد، در معرض این ریسک قرار دهد. وجود اهرم در معاملات آتی‌ها همان‌طور که منجر به سود بالا و سریع می‌شود می‌تواند منجر به زیان بالا شود. علاوه بر این در شرایط خاصی از بازار ممکن است فرد نتواند موقعیت خود را تسویه کند یا پوشش دهد و در صورت دارا بودن موقعیت ضرر، این حالت ادامه می‌یابد. حتی اگر موقعیت خود را تسویه کند یا آن را پوشش دهد، ممکن است سرمایه‌گذار با قیمتی مجبور به این عمل شود که متحمل زیان بسیاری خواهد شد. نوپا بودن بازار و نیز کم بودن خریداران و فروشندگان فعال یکی از عواملی است که احتمال عدم تسویه موقعیت را افزایش می‌دهد.

یکی از اصلی‌ترین ریسک‌های موجود در شرایط کنونی ریسک نقدشوندگی اوراق آتی است. در بسیاری از روزهای سال ۱۳۸۹ در بورس اوراق بهادار معامله‌ای روی اوراق آتی سهام صورت نگرفته است به همین جهت ریسک فقدان تقاضا و بنابراین عدم توانایی فروش اوراق به ارزش منصفانه همواره وجود دارد. نرخ بازده ضمنی در بسیاری از قراردادهای از مقداری که توسط تئوری پیشنهاد می‌شود کمتر است و حتی در برخی از قراردادهای منفی است. نتیجه این امر برای سرمایه‌گذارانی که با استفاده از قراردادهای آتی سهم قصد پوشش ریسک و یا بورس‌بازی دارند، آن است که اندک بودن فعالیت بازار ممکن است به انجام سفارشات به صورت ضعیف منتهی شود و احتمالاً (در صورت امکان) سفارش‌ها را به صورت سفارش محدود^۱ وارد می‌کنند تا سفارش آنان با قیمتی که فاصله زیادی از قیمت تئوری دارد، معامله نشود.

در شرایطی که قیمت نقدی و آتی ارتباط پیش‌بینی شده‌ای با یکدیگر نداشته و میزان این اختلاف مشخص نباشد، نمی‌توان با پیش‌بینی قیمت نقدی دارایی قیمت آتی‌های آن را پیش‌بینی کرد. در نتیجه ریسکی به وجود می‌آید که ریسک مبنا نامیده می‌شود. با توجه به کوچک بودن حجم معاملات و تعداد معامله‌کنندگان (در اوراق معاملات آتی حداکثر تعداد مشتری فعال برای معاملات سکه طرح امام (ره) تحویل تیرماه، ۳۴۲ نفر بوده که در تاریخ ۱۱ خرداد ماه ۱۳۹۰ به ثبت رسیده است) امکان تفاوت بالای

۱. مثلاً ممکن است سرمایه‌گذار سفارشی به قیمت معین، یا سفارش اعتباری تا زمان تعیین شده استفاده کند (برای اطلاع از انواع سفارش‌ها رک به: دستورالعمل اجرایی معاملات آتی سهام و یا دستورالعمل معاملات آتی کالا).



قیمت نقد و آتی (و حتی در موارد تفاوت قیمت شدید بین اوراق آتی با سررسیدهای مختلف) وجود دارد این امر هرچند از یک بُعد فرصت‌های آربیتراژی را افزایش می‌دهد اما در طرف مقابل ریسک کسانی که نیاز واقعی به دارایی پایه در آینده دارند را افزایش می‌دهد.

باید توجه داشته باشیم در صورتی که بازار آتی کالای ایران (به‌ویژه در مورد اوراق آتی طلا) بخواید با نوسانات بازارهای جهانی حرکت کند مشمول برخی محدودیت‌ها خواهد بود از جمله اینکه بازار ایران روزهای پنجشنبه و جمعه و بازارهای جهانی روزهای شنبه و یکشنبه تعطیل هستند. از سوی دیگر بنابر عرف بین‌المللی اغلب قیمت بسته شدن بورس طلای لندن برای معاملات اسپات طلا و قیمت بسته شدن بورس شیکاگو برای معاملات آتی ملاک قرار می‌گیرد.^۱ با توجه به هماهنگ نبودن روزهای معاملاتی ایران با جهان ممکن است در روز دوشنبه که روز شروع معاملات در بازارهای جهانی است، به‌علت تأثیر اخبار مرتبط با کالا و دیگر متغیرهای تأثیرگذار بر قیمت دارایی پایه، قیمت گشایش نسبت به قیمت آتی‌ها در بازار ایران دارای اختلاف زیادی باشد. از سوی دیگر به دلیل جلوتر بودن زمانی ایران از بورس‌های مزبور اثر اطلاعات روز قبل این بورس‌ها در معاملات امروز ایران قابل مشاهده خواهد بود. همچنین عدم انطباق ساعات معاملاتی در کشور با زمان معاملات در بازارهای جهانی زمان محدودی را برای پیاده‌سازی استراتژی‌های معاملاتی توسط سرمایه‌گذار باقی می‌گذارد.

استفاده از قرارداد آتی سهام به عنوان ابزار پوشش ریسک برای بسیاری از سرمایه‌گذاران ممکن است بسیار گران و یا غیرعملی باشد. این موضوع به‌ویژه برای آن دسته از سرمایه‌گذاران که قصد ایمن‌سازی موقعیت‌های بزرگی از سهم (مثلاً یک میلیون سهم) را دارند، حادث‌تر است. با توجه به حجم پایین بسیاری از قراردادهای آتی سهم، سرمایه‌گذار ممکن است نتواند در یک زمان تعداد کافی قرارداد برای پوشش ریسک فراهم آورد. این مشکل با افزایش حجم معاملات و توجه بورس‌بازان به قرارداد آتی سهام به‌عنوان یک گزینه سرمایه‌گذاری حل خواهد شد، اما به هر حال تا زمان افزایش حجم معاملات، سرمایه‌گذارانی که قصد ایمن‌سازی موقعیت خود را دارند باید از ابزارهای دیگری استفاده کرد و یا منتظر انجام تدریجی سفارش خود در بازار فعلی بمانند.

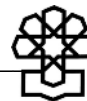
جمع‌بندی

ابزارهای مالی مشتقه مانند هر محصول دیگری محصول نوآوری‌های متخصصان مالی است که در پاسخ به نیازهای پیچیده و روزافزون اقتصاد جهانی ایجاد شده‌اند. اوراق آتی یکی از این ابزارها

است که کاربرد وسیعی در مدیریت ریسک و پوشش نوسان قیمتی کالاهای مختلف دارد. به‌کارگیری این ابزار در ایران موجب تنوع بیشتر ابزارهای مورد استفاده در بازار سرمایه کشور شده است و موجب شده قشر جدیدی از سرمایه‌گذاران وارد بازار سرمایه کشور شوند.

حجم پایین مبادلات این اوراق در کشور عمدتاً به سبب سابقه کم این اوراق در کشور می‌باشد به نحوی که در سال ۱۳۸۹ مجموع ارزش معاملات اوراق آتی کالا ۴۸۷۱ میلیارد ریال و ارزش معاملات اوراق آتی سهام ۴۸۲ میلیارد ریال بوده است. البته روند رشد معاملات این اوراق نشان از آینده مناسب این اوراق دارد.

استفاده از ابزارهای جدید مثل اوراق اختیار معامله و نیز تنوع بخشی به انواع اوراق آتی (از جمله معرفی اوراق آتی ارز، ورود کالاهای جدید به عرصه اوراق کالایی و پذیرش سهام شرکت‌های جدید برای معاملات اوراق آتی) می‌تواند به تعمیق این بازار کمک کند. البته برخی از مشکلات از جمله عدم آشنایی سرمایه‌گذاران با این ابزار، وجود ابهامات شرعی، کم بودن تعداد معامله‌کنندگان، عدم انطباق روزها و ساعات معاملاتی با بازارهای جهانی و... می‌بایست مورد توجه مسئولان بورس قرار گرفته و برای حل آنها چاره‌اندیشی شود.



پیوست مشخصات قرارداد آتی طلا در بورس کالایی ایران

مشخصات قرارداد آتی شمش طلا (اندازه قرارداد ۱۰ اونس)	
شمش طلای استاندارد	قرارداد آتی پذیرش شده
۱۰ اونس طلا (از شمش طلای یک کیلوگرم)	اندازه قرارداد آتی
شمش طلا با درجه خلوص ۹۹۵	استاندارد تحویل
هر ماه	ماه قرارداد آتی
۲٪ بر اساس قیمت تسویه روزانه روز کاری ماقبل	حدنوسان قیمت روزانه
از تاریخ مندرج در اطلاعیه معاملاتی قرارداد تا ۵ روز تقویمی قبل از پایان ماه قرارداد	دوره معاملات
از اولین روز کاری پس از آخرین روز معاملات تا پایان ماه قرارداد	تاریخ تحویل
اتاق پایایی بورس یا محلی که توسط بورس تعیین می گردد	محل تحویل
۱۰۰۰ ریال برای هر اونس	حداقل تغییر قیمت سفارش
۶٪ ارزش پایه قرارداد (۷,۵۰۰,۰۰۰ ریال) و قابل تعدیل با توجه به نوسانات بازار طبق ضوابط بورس	وجه تضمین اولیه
۶۰٪ وجه تضمین اولیه	حداقل وجه تضمین
حداکثر تا ۳۰ قرارداد	حداکثر حجم هر سفارش
ریال	واحد قیمت
مطابق مصوبات شورای عالی بورس و سازمان بورس و اوراق بهادار	کارمزد معاملات
مطابق مصوبات شورای عالی بورس و سازمان بورس و اوراق بهادار	کارمزد تسویه و تحویل
ساعات معاملاتی مجاز از ساعت ۱۰ الی ۱۸ هر روز متناسب با شرایط بازار و اعلام در اطلاعیه معاملاتی	ساعات معامله
شنبه تا چهارشنبه، روزهای پنجشنبه متناسب با شرایط بازار و اعلام در اطلاعیه معاملاتی	روزهای معامله
GBMMYY (MM علامت اختصاری ماه قرارداد و YY سال می باشد)	نماد کالا
اشخاص حقیقی: ۱۵۰ قرارداد، اشخاص حقوقی: حداقل معادل اشخاص حقیقی و قابل افزایش تا ۱۰٪ سرمایه ثبتی شرکت محدود به ۱۰٪ موقعیت های تمهیدی کل باز بازار	سقف مجاز موقعیتهای معاملاتی باز
۵ روز کاری قبل از آخرین روز معاملاتی تا ۳۰ دقیقه پس از اتمام جلسه معاملاتی	مهلت رایه گواهی آمادگی تحویل
الف) حسب مواد ۴۱ و ۴۲ از دستورالعمل اجرایی قرارداد آتی جریمه عدم ارائه گواهی آمادگی تحویل از طرف دارندگان موقعیت تمهیدی باز خرید و فروش بمیزان یک در هزار ارزش قرارداد بر اساس قیمت تسویه تعیین شده در پایان همان روز قرارداد آتی می باشد. مابه التفاوت قیمت نقدی و آتی در صورتیکه به نفع طرف مقابل باشد از حساب مشتری نکول کرده کسر شده و به حساب طرف مقابل منظور می گردد. ب) جریمه عدم ارائه رسید انبار از طرف مشتریان فروشنده یک درصد ارزش قرارداد بر اساس قیمت تسویه آخرین روز معاملاتی است که به نفع خریدار کسر میگردد. همچنین در صورتی که قیمت بازار نقدی دارای پایه از قیمت تسویه آخرین روز معاملاتی بیشتر باشد تفاوت این دو نرخ به نفع مشتری خریدار از فروشنده اخذ میگردد. ج) جریمه عدم واریز وجه ارزش قرارداد بر اساس قیمت تسویه آخرین روز معاملاتی از طرف مشتریان خریدار، یک درصد ارزش قرارداد می باشد که به نفع فروشنده از حساب مشتری خریدار کسر می گردد و چنانچه قیمت بازار نقدی دارای پایه از قیمت تسویه آخرین روز معاملاتی کمتر باشد، تفاوت این دو نرخ به نفع مشتری فروشنده از خریدار اخذ میگردد.	جریمه ها

منابع و مآخذ

۱. درخشان، مسعود. مشتقات و مدیریت ریسک در بازارهای نفت، مؤسسه مطالعات بین‌المللی انرژی، چاپ اول، ۱۳۸۳.
۲. دستورالعمل اجرایی معاملات قراردادهای آتی در شرکت بورس کالایی ایران، مصوب ۱۳۸۶/۱۲/۱۹ (اصلاحی مورخ ۱۳۸۸/۹/۱۰) هیئت‌مدیره سازمان بورس و اوراق بهادار.
۳. دستورالعمل معاملات قرارداد آتی سهام در بورس اوراق بهادار تهران، مصوب ۱۳۸۹/۴/۱۲ هیئت‌مدیره سازمان بورس اوراق بهادار.
۴. سایت سازمان بورس و اوراق بهادار: www.Seo.ir
۵. سایت شرکت بورس کالایی ایران: www.ime.co.ir
۶. شرکت تأمین سرمایه امین، ۱۳۸۷، آشنایی با قراردادهای آتی، مدیریت دارایی و سرمایه‌گذاری شرکت تأمین سرمایه امین، قابل دسترسی در سایت:
۷. pdf آشنایی ۲۰ درصد، ۲۰ درصد قراردادهای ۲۰ درصد آتی www.aminib.com/upload.files/
۸. هال، جان. مبانی مهندسی مالی و مدیریت ریسک، ترجمه: سجاد سیاح و علی صالح‌آبادی، انتشارات گروه رایانه تدبیرپرداز، ۱۳۸۴.



مرکز پژوهش‌ها
مجلس شورای اسلامی

شماره مسلسل: ۱۱۰۷۷

شناسنامه گزارش

عنوان گزارش: بررسی عملکرد اوراق آتی در بازار سرمایه کشور

نام دفتر: مطالعات اقتصادی (گروه بازارهای مالی)

تهیه و تدوین: محمد سلیمانی

ناظر علمی: احمد شعبانی

متقاضی: معاونت پژوهشی

ویراستار ادبی: فرزاد جعفری

واژه‌های کلیدی:

۱. اوراق آتی سهام

۲. اوراق آتی کالا

۳. بازار سرمایه

تاریخ انتشار: ۱۳۹۰/۷/۱۶