



اتاق بازرگانی، صنایع، معادن و کشاورزی تهران

TEHRAN CHAMBER OF COMMERCE,  
INDUSTRIES, MINES AND AGRICULTURE

# معرفی و بررسی پوشش ریسک نوسانات

## نرخ ارز در ایران

معاونت بررسی های اقتصادی

مرکز گردآوری و تحلیل آمار



## فهرست مطالب

۱	..... ۱. مقدمه
۲	..... ۲. ریسک نوسانات نرخ ارز
۳	..... ۳. مشتقات مالی و پوشش ریسک
۳	..... ۳-۱. ابزار مشتقه و پوشش ریسک
۴	..... ۳-۱-۱. قرارداد آتی
۴	..... ۳-۱-۲. قرارداد سلف
۵	..... ۳-۱-۳. قراردادهای اختیار معامله
۶	..... ۳-۱-۴. قرارداد سوآپ
۷	..... ۳-۲. انواع معامله گران
۷	..... ۳-۳. پوشش دهندگان ریسک در بازار ارز
۷	..... ۳-۳-۱. پوشش ریسک نوسانات نرخ ارز با استفاده از آتی و سلف
۸	..... ۳-۳-۲. پوشش ریسک با استفاده از اختیار معاملات
۸	..... ۳-۳-۳. پوشش ریسک و قراردادهای سوآپ ارز (Currency Swap Contracts)
۹	..... ۳-۴. راهبردهای پوشش ریسک
۹	..... ۳-۴-۱. راهبرد پوشش ریسک در موضع فروش
۱۰	..... ۳-۴-۲. راهبرد پوشش ریسک در موضع خرید
۱۰	..... ۴. نحوه مدیریت ریسک نوسانات نرخ ارز با استفاده از ابزارهای مشتقه در سایر کشورها
۱۲	..... ۴-۱. آمار جهانی اوراق مشتقه معامله شده در سال ۲۰۱۳
۱۳	..... ۵. نوسانات نرخ ارز و پوشش ریسک آن در ایران
۱۴	..... ۵-۱. مروری بر تاریخچه ارز چند نرخ در کشور
۱۵	..... ۵-۲. نوسانات نرخ ارز در ایران (فروردین ۱۳۹۰ تا آذر ۱۳۹۱)
۱۷	..... ۵-۳. عمده دلایل عدم اجرای پوشش ریسک ارزی در ایران
۲۰	..... ۶. منابع



## ۱. مقدمه

نرخ مبادله پول رایج یک کشور با پول سایر کشورها را در اصطلاح، «نرخ ارز» گویند. این نرخ در کشورهای مختلف بر اساس یکی از نظام‌های ثابت، متغیر، چندگانه یا مدیریت شناور شده تعیین می‌شود. سیاست تعیین نرخ ارز، تنظیم‌کننده جریان ورود و خروج ارز در اقتصاد ملی است و از آن طریق میزان ورود و خروج کالا، خدمات و سرمایه بین یک کشور با سایر کشورها مشخص می‌شود.

یکی از مسائل مهم و تعیین‌کننده در هزینه تمام شده واحدهای صنعتی نرخ ارز و نوسانات آن است. نوساناتی که امکان برنامه ریزی را از این واحدها خصوصاً واحدهای صادرکننده گرفته و در اکثر مواقع باعث بالارفتن هزینه تولید و در نتیجه پایین آمدن توان رقابتی آنها می‌شود.

نوسانات نرخ ارز از مهمترین مسائل تعیین‌کننده در هزینه تمام شده طرح‌های ایجاد، صادرات و واردات بنگاه‌های اقتصادی و واحدهای صنعتی بوده است. این نوسانات امکان برنامه ریزی را از این واحدها سلب کرده و باعث بالارفتن هزینه تولید و در نتیجه پایین آمدن توان رقابتی آنها می‌شود. ریسک ناشی از نوسانات نرخ ارز از جمله مسایلی است که همواره ذهن فعالان بخش‌های اقتصادی، دریافت‌کنندگان وام‌های ارزی (دلار، یورو و...)، تولیدکنندگان و افرادی که در ارتباط با فعالیت‌های صادراتی و وارداتی هستند، را به خود مشغول کرده است. به هر حال افراد فعال در این بازارها به خاطر این نوسانات دچار مشکل خواهند شد و این عامل در بلندمدت ممکن است برای رشد اقتصادی جامعه مساله ساز باشد.

با توجه به این مهم دولت جمهوری اسلامی ایران در بند (الف) ماده ۴۱ فصل سوم قانون برنامه چهارم خواستار اتخاذ تدابیری برای مقابله با آثار سوء نوسانات نرخ ارز بر صنایع شده که تا کنون به آن کمتر توجه شده است، بر اساس قانون برنامه چهارم، کنترل نوسانات شدید نرخ ارز با در نظر گرفتن حفظ توان رقابت بنگاههای صادرکننده و سیاست جهش صادراتی به عهده دولت بوده است.

بر همین اساس نیز شورای عالی بیمه با استناد به موادی از قانون تأسیس بیمه مرکزی و بیمه‌گری و قانون برنامه پنجم توسعه، در ۲۹ فروردین ۱۳۹۱ به منظور کاهش خطرپذیری ناشی از نوسانات قیمت‌ها، به شرکت‌های بیمه اجازه داده است که برای واحدهای تولیدی و واحدهای صادرکننده کالا یا خدماتی، که در معرض ریسک نوسانات نرخ ارز هستند، بیمه‌نامه نوسانات نرخ ارز صادر کنند تا بتوانند این ریسک را پوشش دهند. بدین منظور در این گزارش ضمن معرفی پوشش ریسک ارزی، عملکرد بیمه نوسانات نرخ ارز در ایران مورد بررسی قرار گرفته است.



## ۲. ریسک نوسانات نرخ ارز

با توجه به گسترش مبادلات تجاری بین کشورها، بازار مالی بین‌المللی در حال گسترش است و برخی از تجار یا تولیدکنندگان یا صادرکنندگان و واردکنندگان به ناچار باید اقدام به نگهداری ارز کنند و در این صورت چنانچه شرکتی ارقام زیادی از دارایی‌های خود را به صورت ارزی گرانتر خریداری کرده باشد، هر لحظه با این خطر مواجه خواهد بود که این نرخ کاهش یابد و در صورت وقوع چنین رخدادی، شرکت یاد شده زیان هنگفتی را متحمل می‌شود. بدین ترتیب ریسک نوسانات نرخ ارز می‌تواند دارایی‌ها و بدهی‌های افراد و مؤسسات را تحت تاثیر جدی قرار دهد. در هر حال افراد و شرکت‌ها در سبد دارایی‌ها و بدهی‌های خود انواع ریسک‌ها از جمله ریسک نوسانات نرخ ارز را در نظر دارند و سعی می‌کنند با کمترین ریسک، بیشترین سود را نصیب خود کنند. معمولاً افرادی که در معرض چنین ریسکی قرار می‌گیرند از عملیاتی استفاده می‌کنند تا حاشیه سود خود را افزایش داده و از زیان‌های پیش‌بینی نشده بین‌المللی جلوگیری کنند.

یکی از این اعمال «هجینگ ارزی» است؛ **هجینگ ارزی** به عملیاتی گفته می‌شود که طی آن واردکننده (صادرکننده) برای اینکه از افزایش (کاهش) نرخ برابری ارز نسبت به پول ملی متضرر نشود، اقدام به خرید ارز زودتر از موعد و برابر محاسبات و برنامه ریزی شرکت خود می‌کند تا خود را در مقابل ریسک نوسانات نرخ ارز پوشش دهد. این تعریف از پوشش ریسک ارزی، مفهومی کلی است اما به روش‌های متعددی می‌تواند صورت بگیرد. به ویژه این که تعریف فوق مستلزم آن است که شرکتها بخشی از دارایی‌های خود را به ارز تبدیل کنند که این امر نیز هزینه‌های زیادی به شرکت تحمیل خواهد کرد. اما بازارهای مالی این امکان را فراهم کرده که شرکت‌ها بتوانند آسان‌تر و با صرف هزینه کمتر اقدام به پوشش ریسک نوسانات ارز خود نمایند.

با توجه به رشد و توسعه بازارهای مالی در دنیا، به طور عمده اغلب شرکت‌هایی که قصد پوشش ریسک نوسانات ارز را دارند به بازارهای مالی و استفاده از ابزارهای موجود در آن روی می‌آورند. اما علاوه بر بازارهای مالی، شرکت‌های بیمه هم در برخی موارد اقدام به بیمه نوسانات ارز می‌کنند. لذا دو روش بازارهای مالی و ابزارهای موجود (مشتقات) در آن و بیمه نامه‌های صادره توسط شرکت‌های بیمه برای پوشش نوسانات نرخ ارز وجود دارد.



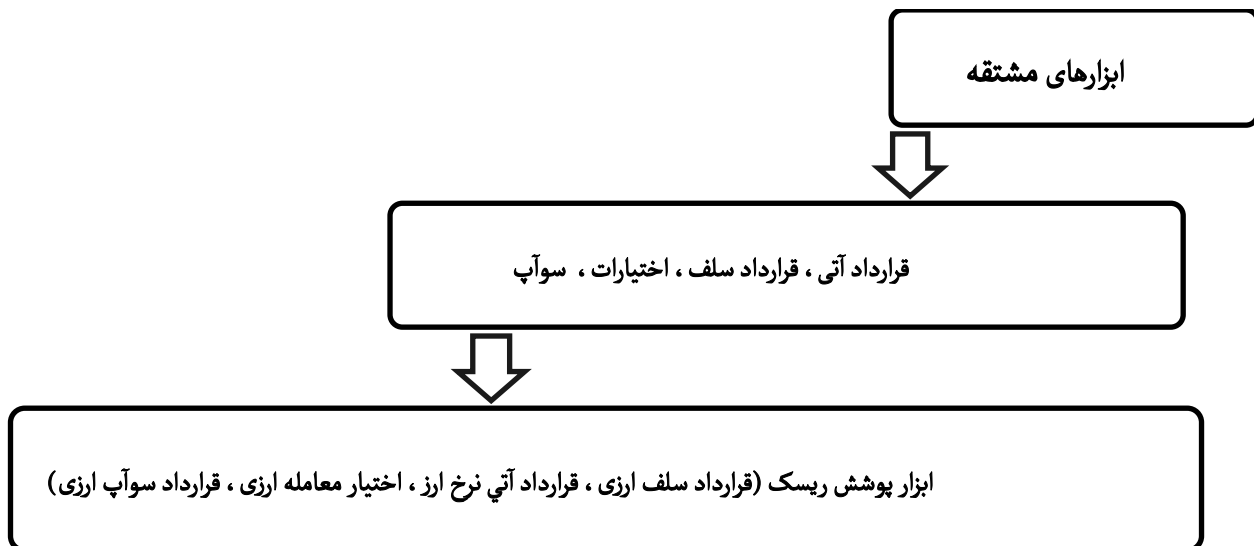
### ۳. مشتقات مالی و پوشش ریسک

بازارهای مالی کارکردهای متعددی دارند که از جمله آنها می‌توان به تأمین منابع مالی مورد نیاز شرکت‌ها، تعیین قیمت عادلانه و پوشش ریسک نوسانات قیمت اشاره کرد. مشتقات مالی به تناسب رشد و توسعه سرمایه‌گذاری چه در بازارهای واقعی و چه در بازارهای مالی جهت پوشش ریسک سرمایه‌گذاری، رشد پیدا کرده‌اند. ابزار مشتقه ابزاری است که ساختار پرداخت و ارزش آن از ارزش دارایی پایه و شاخص‌های مربوطه نشأت می‌گیرد. این ابزار به دارنده آن اختیار یا تعهد خرید و یا فروش یک دارایی معین را می‌دهد و ارزش آن از ارزش دارایی مربوطه مشتق می‌شود. معاملات اوراق مشتقه نسبت به بازار نقدی، سرعت و قدرت نقد شوندگی بیش‌تری دارد و هزینه کمتری در بازار ایجاد می‌کند و می‌تواند از نظر اقتصادی در انتقال خطر بازار و کاهش هزینه تأمین مالی، افزایش بازده دارایی، تعدیل سریع ساختار جریان نقدی و گریز از مالیات و در نهایت تغییر نرخ ثابت بدهی به نرخ شناور موثر باشد. برخی از انواع ابزار مشتقه عبارتند از؛ قرارداد آتی، قرارداد سلف (پیمان‌های آتی)، اختیار معامله، معاملات تعویضی (سوآپ).

برای پوشش نوسانات نرخ ارز، شرکت‌ها می‌توانند از هر یک از گزینه‌های فوق استفاده کنند که بسته به نوع آنها و دامنه پوشش ریسک، میزان هزینه و کارمزد پرداختی متفاوت خواهد داشت.

#### ۳-۱. ابزار مشتقه و پوشش ریسک

همان‌طور که اشاره شد ابزارهای مشتقه آتی، سلف، اختیار معامله و سوآپ در بازارهای مالی جهت پوشش ریسک نوسانات قیمت دارایی پایه می‌تواند مورد استفاده قرار بگیرد. در این قسمت به توضیح مختصری درباره هر یک از این ابزارها می‌پردازیم.



### ۱-۱-۳. قرارداد آتی

قرارداد آتی توافقنامه‌ای مبتنی بر خرید یا فروش دارایی در زمان معین در آینده و با قیمت مشخص است. در کشورهای مختلف، بورس‌های زیادی برای معامله قراردادهای آتی وجود دارد. بورس شیکاگو (CBOT) و بورس تجاری شیکاگو (CME) در آمریکا، دو نمونه از بزرگترین بورس‌های آتی در آمریکا هستند. از بزرگترین بورس‌های آتی در اروپا «بورس قراردادهای آتی و اوراق اختیار معامله بین‌المللی لندن (LIFFOE) و بورس یورکس (Eurex) می‌باشد. سایر بورس‌های بزرگ، شامل بورس آتی مالی بین‌المللی توکیو، «Bolsa de Mercadorias y Futures» در سائو پائولو، بورس بین‌المللی سنگاپور و بورس آتی سیدنی می‌باشد.

### ۱-۲-۳. قرارداد سلف

سلف از آن جهت که توافقی است مبتنی بر خرید یا فروش یک دارایی در زمانی معین در آینده و با قیمت مشخص، شبیه قرارداد آتی است. اما وجه تمایز این دو در آن است، که قراردادهای آتی در بورس معامله می‌شوند و قرارداد سلف در بازارهای فرابورس. در قراردادهای سلف مورد معامله اغلب، ارزش‌های خارجی هستند. بیشتر بانک‌های بزرگ در اتاق مبادلات ارزش‌های خارجی، میز مخصوصی با عنوان «میز قرارداد سلف» تدارک دیده‌اند، که مختص معاملات سلف است.



قرارداد آتی و قرارداد سلف، قراردادهایی مبتنی بر خرید و فروش یک دارایی در زمانی معین در آینده و با قیمتی مشخص شده هستند. در معاملات سلف در هنگام عقد قرارداد بین طرفین معامله، توافق می‌شود تا یک ارز، با نرخ مشخص و برای سررسیدی معین در آینده معامله و مبادله گردد. اگر این قرارداد توسط بانک منعقد شده باشد معمولاً متقاضی هیچ وجهی را بابت هزینه، کارمزد و یا اصل مبلغ پرداخت نمی‌کند و تنها وثائق مورد نیاز در زمان عقد قرارداد نزد بانک را تودیع می‌کند و نهایتاً جمع مبالغ در سررسید آینده در ازای دریافت ارز مورد درخواست به بانک پرداخت می‌شود. در این نوع از معاملات متقاضی مکلف خواهد بود در سررسید وجوه ارزی مورد تعهد خود را تحت هر شرایط و فارغ از نرخ جاری بازار، با همان نرخ توافق شده قبلی به بانک پرداخت نماید. باید دقت داشت که در اینگونه معاملات ممکن است در سررسید، نرخ نقدی بازار وضعیت بهتری را نسبت به نرخ توافق شده قبلی داشته باشد، لیکن به موجب قرارداد منعقد شده بایستی طرفین نسبت به ایفای تعهدات خود با همان نرخ قبلی اقدام نمایند.

### ۳-۱-۳. قراردادهای اختیار معامله

در مورد اختیارات می‌توان گفت که دارنده آن حق دارد که دارایی موضوع قرارداد را با قیمت معین و در تاریخ مشخص یا قبل از آن، بخرد یا بفروشد لذا حق اختیار معامله به دو دسته تقسیم می‌شود؛ اختیار خرید و اختیار فروش. یک اختیار خرید در واقع این حق (و نه الزام) را به دارنده آن می‌دهد، که دارایی موضوع قرارداد را با قیمت معین و در تاریخ مشخص یا قبل از آن، بخرد. به همین ترتیب، یک اختیار فروش به دارنده آن این حق را می‌دهد، که دارایی موضوع قرارداد را با قیمت معین و در تاریخ مشخصی و یا قبل از آن بفروشد.

در معاملات اختیارات (اعم از اختیار خرید و یا اختیار فروش) دارنده اختیار، اجازه خواهد داشت در سررسید (و یا تا سررسید) معامله، نسبت به انجام معامله اقدام نماید و یا چنانچه نرخ نقدی بازار مطلوبیت بیشتری را نسبت به نرخ تعیین شده قبلی داشته باشد از قبول معامله و انجام تعهد قبلی خودداری نماید و ارز مورد نیاز خود را از بازار تهیه نماید. هزینه مربوط به معاملات اختیارات می‌بایست در زمان عقد قرارداد از جانب متقاضی پرداخت می‌گردد. مضافاً اینکه در نوع اروپائی معاملات اختیاری، صرفاً در سررسید این اختیار به دارنده آن اعطا میشود



ولی در نوع امریکائی آن، از روز عقد قرارداد تا سررسید، حق استفاده از اختیار و یا انجام معامله محفوظ است. باید توجه داشت از آنجا که معاملات اختیاری ریسک وسیع تری را پوشش می دهد و مشکل عنوان شده در معاملات سلف را نیز مرتفع خواهد ساخت، لذا طبیعی است که هزینه مربوط به آن نیز به میزان قابل ملاحظه ای افزایش یابد.

لازم است بر این نکته تأکید کنیم، که یک «ورقه اختیار معامله» به دارنده آن «حق» یا «اختیار» انجام کاری را می دهد؛ نه اینکه او را «ملزم» به انجام کاری کند. این ویژگی، وجه تمایز ورقه اختیار معامله از قراردادهای آتی است. دارنده قرارداد آتی با «موضع پیش خرید» به خرید دارایی با قیمت معین و در زمان مشخصی در آینده متعهد می شود. ولی دارنده «اختیار خرید» امکان این انتخاب را دارد که دارایی پایه را با قیمت معین و در زمان معین در آینده بخرد یا نخرد.

### ۳-۱-۴. قرارداد سوآپ

سوآپ توافقی است بین دو شرکت برای معاوضه جریان های نقدی در آینده (با دو نوع پرداخت متفاوت از بدهی یا داراییها). قرارداد فوق تاریخ پرداخت و چگونگی محاسبه جریانات نقدی را که باید پرداخت شود، مشخص می کند. در معاملات سوآپ نیز همان شرایط معاملات سلف حاکم است با این تفاوت که تنها یک معامله نقدی معکوس نیز به آن اضافه می شود. انجام این نوع از معاملات، زمانی برای مشتریان موضوعیت خواهد داشت که منابع ارزی در اختیار آنها در مقطع فعلی متناسب با نیازهای جاری ایشان نبوده ولی تعهدات آتی آنها را پوشش می دهد. در این حالت به منظور کسب آسودگی خاطر از ایفای تعهد آتی و همچنین تامین نقدینگی لازم متناسب با نیازهای جاری، با انجام یک معامله سوآپ هر دو نیاز مشتریان مرتفع خواهد شد.





### ۳-۲. انواع معامله گران

عملکرد بازارهای آتی، سلف و اختیار معاملات به دلیل توانایی این بازارها برای جذب تعداد کثیری از انواع معامله گران و ایجاد قابلیت نقدینگی فراوان برای انجام مبادلات، به طور قابل توجهی موفقیت آمیز بوده است؛ به طوری که چنانچه سرمایه گذاری بخواهد یک موقعیت معاملاتی را اتخاذ کند، معمولاً مشکلی در یافتن طرف دوم قرارداد ندارد. سه گروه عمده معامله گران را می توان پوشش دهندگان ریسک، سفته بازان و آربیتراژگران در نظر گرفت. پوشش دهندگان ریسک با استفاده از قراردادهای آتی، قراردادهای سلف و اختیار معاملات به دنبال کاهش ریسکی هستند که از حرکت بالقوه آتی در یک متغیر ناشی می شود. سفته بازان از پیش بینی، جهت حرکت آتی قیمت در یک متغیر بازار استفاده می کنند. آربیتراژگران با اتخاذ موقعیت های متناسب در دو یا چند بازار مختلف، به دنبال کسب سود بدون ریسک هستند.

### ۳-۳. پوشش دهندگان ریسک در بازار ارز

در این قسمت بررسی می کنیم، که چگونه پوشش دهندگان ریسک می توانند با استفاده از قراردادهای آتی، سلف و اختیار معامله ریسک خود را کاهش دهند.

#### ۳-۳-۱. پوشش ریسک نوسانات نرخ ارز با استفاده از آتی و سلف

زمانی که یک شرکت نگران افزایش نرخ ارز است (به عنوان مثال این شرکت تعهدی ارزی در آینده دارد) کافی است در بازار مشتقات اقدام به اتخاذ موضع خرید آتی ارز کند از آنجایی که قیمت آتی ارز متناسب (ولی نه کاملاً یک به یک) با قیمت نقطه ای ارز حرکت می کند شرکت نوعی می تواند امیدوار باشد در صورتی که قیمت ارز افزایش یابد، قیمت آتی هایی که در دست اوست، نیز افزایش یابد و لذا می تواند با فروش آن در آینده ریسک حاصل از نوسانات نرخ ارز را پوشش دهد. همچنین شرکتی که نگران کاهش نرخ ارز است (مثلاً شرکت صادرکننده ای که مطالبات ارزی در موعد آینده دارد) کافی است موضع فروش در بازار آتی اتخاذ کند. نحوه عمل در مورد قراردادهای سلف هم به همین شکل است اما قراردادهای آتی به دلیل سهولت، کم هزینه بودن، شفافیت و سریع بودن نسبت به قرارداد سلف، دارای مزیت هستند. چرا که آتی در بورس معامله می شود. لذا استانداردها و شفافیت مناسبتری دارد؛ ضمن این که هنگام خرید، آتی کم هزینه تر است چرا که خریدار فقط قسمتی از قرارداد (margin) را می پردازد.



### ۳-۳-۲. پوشش ریسک با استفاده از اختیار معاملات

از اختیار معاملات نیز می‌توان، برای پوشش ریسک استفاده کرد. در این حالت شرکتی که نگران افزایش نرخ ارز است در بازار مشتقات می‌تواند اقدام به خرید اختیار خرید (call option) کند. در این صورت شرکت دیگر نگران افزایش نرخ ارز نیست چرا که در صورت افزایش نرخ ارز، اختیار خرید خود را اجرایی کرده و در قیمتی که از قبل تعیین شده می‌تواند ارز مورد نیاز خود را خریداری نماید و در صورتی هم که نرخ ارز افزایش نیابد از اجرایی کردن اختیار خرید خود صرف نظر می‌کند و صرفاً به میزانی که برای خرید اختیار هزینه کرده ضرر می‌کند که مسلماً این میزان حق بیمه ریسک تلقی می‌گردد.

همچنین شرکتی که نگران کاهش نرخ ارز است می‌تواند اقدام به خرید اختیار فروش (put option) کند. در صورت کاهش نرخ ارز در آینده شرکت می‌تواند اختیار فروش خود را اجرایی کرده و ارز خود را به قیمتی که از قبل تعیین شده بفروشد و به این صورت ریسک خود را پوشش دهد.

### ۳-۳-۳. پوشش ریسک و قراردادهای سوآپ ارز (Currency Swap Contracts)

سوآپ ارز عبارت است از پرداخت‌های اصل و فرع مبلغی از یک ارز در برابر پرداخت اصل و فرع در ارز دیگر. قرارداد سوآپ ارزی ایجاب می‌کند که مبالغ اصل (وام) با ارزهای گوناگون تعریف شده باشد؛ که این مبالغ به‌طور معمول در شروع و پایان عمر سوآپ، پرداخت می‌شوند. مبالغ اصل طوری انتخاب می‌شوند که در صورت پرداخت در زمان شروع و ابتدای قرارداد، معادل و مساوی همدیگر باشند. این برابری براساس نرخ برابری نقدی ارزهای مربوطه در زمان شروع قرارداد است. تحت یک قرارداد یا معامله سوآپ ارز، یکی از طرفین توافق می‌کند تا پرداخت‌های دوره‌ای (ماهانه، سالانه و ...) در یک ارز مشخص، برای یک دوره خاص، داشته باشد؛ تا بدهی طرف دیگر معامله (که از لحاظ ارز عنوان شده متحمل شده است)، برطرف شود. در عوض، طرف دوم معامله توافق می‌کند که همین عملیات را در مورد طرف نخست قرارداد پیاده کند. سوآپ ارزی، زمانی امکان‌پذیر است که هر یک از جریان‌های پرداختی که سوآپ می‌شوند، ارزش یکسان داشته باشند.



سوآپ می تواند برای تبدیل ماهیت دارایی و پوشش ریسک استفاده شود. مثلاً شرکتی خارجی می خواهد به صورت دلاری معادل مبلغ ۱۰ میلیارد ریال در ایران با فرض ۲۰ درصد بازده در سال برای پنج سال آتی سرمایه گذاری کند. اما پیش بینی می کند که ارزش ریال در مقابل دلار تضعیف خواهد شد و نرخ برابری آن افزایش خواهد یافت. لذا ترجیح می دهد که سرمایه گذاری آن به دلار تعریف شده باشد، که در این صورت سوآپ می تواند برای تبدیل سرمایه گذاری ریالی به یک سرمایه گذاری دلاری بکار برده شود و این در حالی است که ترکیب دارایی های شرکت خارجی به نحوی است که اقلام ترازنامه ای آن همگی (یا اکثریت آن) به دلار تعریف و ایجاد شده است لذا علاوه بر اینکه ریسک ارزی حاصل از نوسانات نرخ برابری ارزها را پوشش داده و تأمین می شود، زیان حاصل از کاهش ارزش دارایی شرکت نیز به این وسیله جبران شده و از افت ارزش سرمایه گذاری ارزی جلوگیری می شود.

### ۳-۴. راهبردهای پوشش ریسک

با توجه به روش های پوشش ریسک در بازار مشتقات می توان راهبردهای پوشش ریسک با استفاده از این ابزار را به شرح زیر برشمرد:

### ۳-۴-۱. راهبرد پوشش ریسک در موضع فروش

«راهبرد پوشش ریسک در موضع فروش» عبارت است از اتخاذ موضع معاملاتی فروش در قراردادهای آتی یا خرید اختیار فروش. این راهبرد هنگامی مناسب است که پوشش دهنده ریسک، از قبل مالک دارایی بوده و انتظار دارد که در مقطعی از زمان آینده، آن را بفروشد. همچنین معامله گری که دارایی را در حال حاضر تحت تملک ندارد، ولی قرار است در تاریخ معینی در آینده، مالک دارایی مذکور شود، می تواند از این راهبرد استفاده کند. برای مثال، یک صادر کننده که اطمینان دارد، در سه ماه آینده، مقداری دلار دریافت خواهد کرد و این صادر کننده در حال حاضر می داند که اگر قیمت دلار نسبت به ریال افزایش یابد، سود نصیب وی می شود و چنانچه قیمت دلار نسبت به ریال کاهش یابد، متحمل زیان خواهد شد. اتخاذ یک موضع معاملاتی



فروش در بازار آتی یا خرید اختیار فروش باعث می‌شود که با کاهش قیمت دلار، صادرکننده مزبور متحمل زیان نشود و از این طریق ریسک خود را پوشش دهد.

### ۳-۴-۲. راهبرد پوشش ریسک در موضع خرید

معامله گرانی که به منظور پوشش ریسک، یک موضع معاملاتی خرید در قرارداد آتی اتخاذ می‌کنند یا اقدام به خرید اختیار خرید می‌کنند، اصطلاحاً گفته می‌شود که از راهبرد پوشش ریسک در موضع خرید استفاده کرده‌اند. این راهبرد برای شرکتی مناسب است که قصد دارد در آینده کالایی را خریداری نماید و می‌خواهد در حال حاضر قیمت آن را در آینده تثبیت نماید. برای مثال، یک شرکت می‌داند که در سه ماه آینده برای واردات مواد اولیه خود نیاز به دلار دارد لذا او نگران افزایش نرخ دلار در برابر ریال است چرا که در صورت افزایش نرخ ارز او ضرر خواهد کرد اما اگر کاهش یابد سود خواهد برد. راهبرد مناسب برای این شرکت اتخاذ موضع خرید برای قرارداد آتی ارز یا خرید اختیار خرید ارز است. در این صورت با افزایش نرخ ارز شرکت واردکننده دچار آسیب نخواهد شد.

### ۴. نحوه مدیریت ریسک نوسانات نرخ ارز با استفاده از ابزارهای مشتقه در سایر کشورها

نوسانات ارزی به عنوان یک مساله نگران کننده برای شرکت‌ها در سراسر دنیا عنوان شده و استفاده از ابزار پوشش ریسک، به عنوان مدیریت ریسک نوسانات ارزی در بازارهای بین‌المللی مطرح شده است. بنابراین هر کشوری برای مدیریت کردن ریسک نوسانات ارزی نیازمند ابزارهایی است تا بتواند ریسک موجود را کاهش و یا حذف کند. قراردادهای آتی، پیمان‌های ارزی و همچنین اختیار معامله، به عنوان شناخته شده ترین ابزارهای مشتقات مالی است که می‌تواند برای این امر به کار رود.

بورس شیکاگو، برزیل، مکزیک، آرژانتین و استرالیا از عمده بورس‌های بزرگ دنیا هستند که از قراردادهای آتی ارز برای پوشش ریسک استفاده می‌کنند. این کشورها معمولاً پول داخلی خودشان را با دلار یا یورو معاوضه می‌کنند و عمدتاً یکی از دو جفت ارزی که تعیین می‌شود، یکی از آنها پول‌های داخلی و دیگری از ارزهای رایج است. قرارداد آتی ارز در واقع با توجه به اینکه استاندارد است و در بورس‌های دنیا مورد استفاده



قرار می‌گیرد، دارای مزیت‌هایی است؛ اول اینکه به علت داشتن بازار ثانویه، نقدشوندگی آن زیاد است و دیگر اینکه پوشش ریسک نیز دارد.

بررسی‌هایی که توسط مورگان چیس و همکارانش در شرکت‌های آمریکایی، ژاپنی و اروپایی انجام شد، نشان داد که در ماه دسامبر ۲۰۱۱، ۴۰ درصد از کل قراردادهای پوشش ریسک نوسانات قیمت، مربوط به پوشش ریسک ارزی بود که شرکت‌های آمریکایی، ۴۶ درصد از این پوشش ریسک را به خود اختصاص داده بودند. این کشورها برای پوشش ریسک نوسانات نرخ ارز از قرارداد آتی استفاده کردند.



## ۴-۱. آمار جهانی اوراق مشتقه معامله شده در سال ۲۰۱۳

در جدول زیر، آمار مربوط به قراردادهای و اختیار معامله‌های ارزی و درصد تغییرات آنها را از ژانویه - دسامبر ۲۰۱۲ تا ژانویه - دسامبر ۲۰۱۳ نشان داده شده است.

۲۰ قراردادهای برتر آتی و اختیار معامله ارزی در بورس‌های جهان از نظر تعداد قرارداد - واحد سنجش: عدد			
رتبه	شرح قرارداد	ژانویه - دسامبر ۲۰۱۲	ژانویه - دسامبر ۲۰۱۳ / تغییرات (%)
۱	قراردادهای آتی دلار آمریکا / روپیه هند، بورس اوراق بهادار ملی هند (NSE India)	۶۲۰،۲۱۵،۰۴۳	۵۶۶،۳۹۹،۹۳۶ -۸،۷
۲	قراردادهای آتی دلار آمریکا / روپیه هند، بورس هند (MCX-SX)	۵۵۱،۳۲۶،۱۲۱	۴۹۶،۳۳۰،۸۸۱ -۱۰،۰
۳	اختیار معامله‌های دلار آمریکا/روپیه هند، بورس مسکو	۳۷۳،۱۰۸،۷۳۱	۳۷۳،۴۶۶،۳۱۵ ۰،۱
۴	اختیار معامله‌های دلار آمریکا / روپیه هند، بورس اوراق بهادار ملی هند (NSE India)	۲۳۷،۰۶۲،۹۶۶	۲۵۲،۳۹۸،۴۲۳ ۶،۵
۵	قراردادهای آتی دلار آمریکا، بورس اوراق بهادار سائو پائولو (F&BM)	۸۴،۰۴۹،۰۹۷	۸۳،۴۲۶،۴۹۹ -۰،۷
۶	قراردادهای آتی یورو/دلار، بورس مسکو	۳۳،۶۳۲،۱۷۵	۶۶،۴۳۶،۵۲۳ ۹۷،۵
۷	قراردادهای آتی فارکس یورو، بورس آتی شیکاگو (CME)	۶۷،۴۰۷،۷۴۱	۶۱،۲۸۵،۶۱۷ -۹،۱
۸	قراردادهای آتی دلار آمریکا، بورس کره جنوبی	۵۳،۵۴۹،۳۰۰	۵۱،۸۱۴،۴۶۶ -۳،۲
۹	قراردادهای آتی دلار آمریکا، بورس آتی آرژانتین (Rofex)	۵۰،۳۵۹،۶۱۴	۵۰،۳۶۰،۰۷۶ ۰
۱۰	قراردادهای آتی ین ژاپن، بورس آتی شیکاگو (CME)	۲۳،۵۲۰،۵۶۲	۴۲،۷۶۲،۲۵۷ ۸۱،۸
۱۱	اختیار معامله‌های دلار آمریکا / روپیه هند، بورس اوراق بهادار هند (USE)	۴۳۱،۷۸۳	۲۹،۷۵۷،۴۳۳ ۶۷۹۱،۸
۱۲	قراردادهای آتی پوند انگلیس، بورس آتی شیکاگو (CME)	۲۶،۱۶۶،۲۹۰	۲۹،۲۳۷،۷۶۳ ۱۱،۷
۱۳	قراردادهای آتی دلار استرالیا، بورس آتی شیکاگو (CME)	۳۲،۷۲۷،۳۹۰	۲۶،۳۳۲،۲۹۹ -۱۹،۵
۱۴	قراردادهای آتی دلار آمریکا/ین ژاپن، بورس مالی توکیو (TFX)	۹۰،۲۱۲،۸۷۶	۲۰،۱۲۰،۹۳۴ ۱۱۸،۴
۱۵	قراردادهای آتی دلار کانادا، بورس آتی شیکاگو (CME)	۲۲،۷۹۹،۴۶۶	۱۷،۴۲۷،۸۳۲ -۲۳،۶
۱۶	قراردادهای آتی یورو / روپیه هند، بورس اوراق بهادار ملی هند (NSE India)	۵،۷۷۰،۲۰۵	۱۶،۹۸۴،۹۹۳ ۱۹۴،۴
۱۷	قراردادهای آتی دلار آمریکا / رند، بورس آفریقا (JSE)	۸،۵۱۶،۹۱۷	۱۶،۳۴۸،۲۵۸ ۹۲
۱۸	قراردادهای آتی یورو / روپیه هند، بورس هند (MCX-SX)	۱۰،۴۹۶،۴۴۵	۱۴،۴۰۹،۵۵۹ ۳۷،۳
۱۹	قراردادهای آتی پزو مکزیک/ دلار آمریکا، بورس اوراق مشتقه مکزیک (Mexder)	۹،۸۲۷،۰۸۶	۱۳،۵۳۵،۱۶۲ ۳۷،۷
۲۰	قراردادهای آتی دلار آمریکا / روپیه هند، بورس اوراق بهادار هند (USE)	۶،۸۷۲،۰۱۵	۱۱،۸۷۸،۱۹۴ ۷۲،۸

منبع: Futures Industry Association (۲۰۱۳)



## ۵. نوسانات نرخ ارز و پوشش ریسک آن در ایران

با توجه به آنچه که گفته شد برای فراهم آوردن امکان پوشش ریسک نوسانات نرخ ارز برای شرکت‌هایی که در معرض این ریسک قرار دارند، نیاز به ابزارهای مالی است. زمانی که یک بازار مالی پویا و کارا در دسترس شرکت‌ها باشد، می‌توانند به راحتی اقدام به پوشش ریسک ارز خود کنند. اما در کشور ما هنوز بسترهای لازم برای شکل‌گیری بازار مالی با ابزارهای کافی مهیا نشده است. لذا در این زمینه با کمبودهای زیادی مواجه هستیم. یکی از دلایلی که باعث عدم تمایل به سمت بازارهای مالی و عدم شکل‌گیری آن می‌شود، مربوط به ساختار و نظام ارزی کشور است. زمانی که قسمت عمده‌ای از درآمد ارزی کشور ارز دولتی حاصل از درآمد نفتی است، نمی‌توان انتظار داشت بازار کارای ارزی شکل بگیرد و لاجرم دخالت‌های دولت در آن گسترده است و با اتکا به منابع عظیم درآمدی قادر است بازار ارز را کاملاً کنترل کند اما زمانی که درآمدهای ارزی دولت رو به کاهش بگذارد آن‌گاه قادر به کنترل کامل بازار نخواهد بود و نرخ ارز با نوسانات شدیدی همراه خواهد شد. لذا وقتی کنترل‌کننده اصلی بازار ارز دولت است نمی‌توان انتظار داشت بازار کارای ارز ایجاد شود و وقتی بازار ارز به معنای واقعی آن وجود نداشته باشد تلاش برای راه‌اندازی بازارهای مالی ارزی و ابزارهای مشتقه ارزی بی‌ثمر خواهد بود. از این رو به نظر می‌رسد در شرایط کنونی نتوان از روش‌های متداول دنیا در پوشش ریسک نوسانات ارز، در ایران نیز استفاده کرد و باید به روش‌های جایگزین متوسل شد.

یک روش جایگزین که زمینه بهره‌گرفتن از آن مهیا شده است، ایجاد پوشش بیمه‌ای برای نوسانات نرخ ارز می‌باشد. از آنجایی که ریسک این بازار بسیار بالا است، باید دید آیا می‌توان شرایطی را فراهم کرد که شرکت‌های بیمه راغب به این کار باشند یا خیر. برای این که شرکت‌های بیمه قادر و راغب به ارائه خدمات بیمه‌ای در این حوزه باشند، لازم است که ریسک آن را کنترل کنند که این امر نیز نیاز به شرایط خاصی دارد. به عبارت دیگر شرکت بیمه باید قادر باشد ریسک مورد نظر را اندازه‌گیری کند در حالی که نوسانات نرخ ارز تابع هیچ شرایط پیش‌تعیین شده نیست و کاملاً تصادفی نوسان می‌کند در این صورت شرکت بیمه قادر نخواهد بود هیچ‌الگویی برای محاسبه ریسک ارائه دهد. لذا در صورتی می‌توان به متقاضی، بیمه ارائه داد که حق بیمه بالایی پرداخت کند. از طرف دیگر شرکت بیمه زمانی یک ریسک را بیمه می‌کند که بین ریسک بیمه‌گذاران همبستگی وجود نداشته باشد در حالی که در مورد نرخ ارز به گونه‌ای است که کاملاً این همبستگی وجود دارد و به عبارتی وقتی یک نفر دچار خسارت شود سایر بیمه‌گذاران نیز دچار خسارت می‌شوند.



شوند. این مسئله در بازار مالی مرتفع می‌شود چرا که سفته‌بازان ریسک‌پذیری در بازار وجود دارند که حاضرند ریسک بالایی را بپذیرند و وارد بازار شوند و به تعیین قیمت ریسک‌ارز کمک کنند.

بنابراین در این قسمت برای غنای بیشتر بحث، ابتدا مروری بر تاریخچه تحولات ارزی کشور کرده و در ادامه به دلایل عدم موفقیت در پوشش ریسک نوسانات ارز خواهیم پرداخت.

## ۵-۱. مروری بر تاریخچه ارز چند نرخی در کشور

نگاهی به روند تغییرات نرخ ارز در اقتصاد ایران نشان می‌دهد که پس از جنگ تقریباً ۱۲ نرخ برای ارز وجود داشته است. در فروردین ۱۳۷۲ برای اولین بار، ارز در اقتصاد ایران تک نرخی شد که این روند هفت ماه تداوم یافت اما با روی کار آمدن دولت جدید و در پی آن تغییر سیاست‌های اقتصادی، نظام ارز تک نرخی حفظ نشد و مجدداً به دو نرخی برگشت. اما در سال ۱۳۸۰ مجدداً نرخ بازار آزاد و دولتی یکسان شد و تا سال ۱۳۸۹ ادامه پیدا کرد تا اینکه در سال ۱۳۸۹ به دلیل افزایش نرخ تورم و رشد نقدینگی، فاصله‌ای بین نرخ دولتی و ارز آزاد ایجاد شد. در پی این امر دولت دهم به دلیل افزایش شکاف قیمتی بین نرخ ارز مرجع و نرخ بازار آزاد و حضور سودجویان در این بازار و استفاده از ارز مرجع برای ورود کالاهای غیر ضروری، مرکز مبادلات ارزی را با هدف ساماندهی بازار ارز و کنترل نرخ دلار در مهر ماه سال ۱۳۹۱ راه‌اندازی کرد و در نتیجه، کشور شاهد وجود سه نرخ برای ارز در اقتصاد شد تا اینکه دولت پیشنهاد نظام شناور مدیریت شده را برای نرخ ارز داد و بنا شد به کالاهای اساسی و نهاده‌های دامی و کشاورزی مابه‌التفاوت نرخ ارز ۱۲۲۶ تومانی و نرخ ارز مبادله‌ای که حدود ۲۵۰۰ تومان بود، پرداخت کند. اگرچه این امر مشکلاتی را برای واردکنندگان در پی داشت اما در نهایت منجر به حذف ارز مرجع از اقتصاد کشور شد.

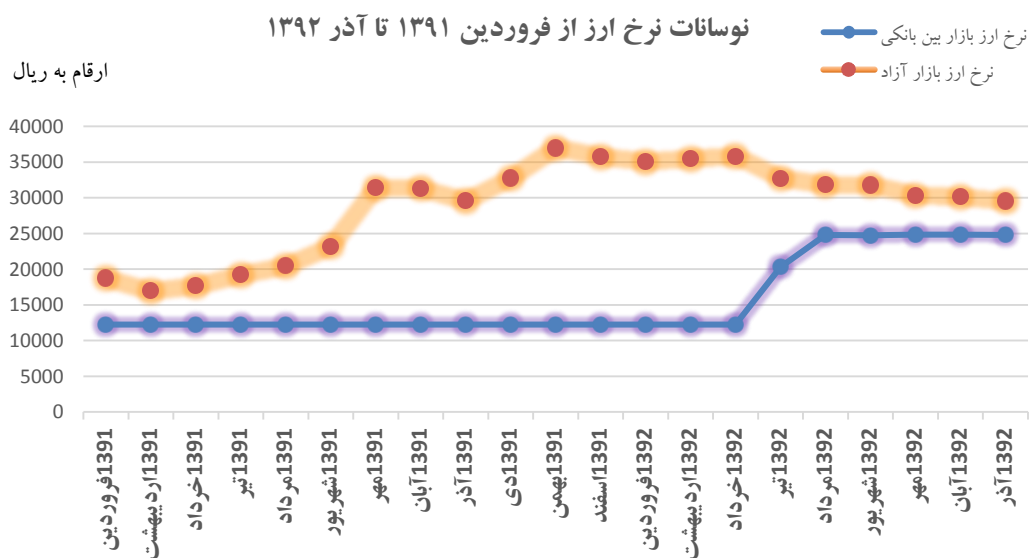




## ۵-۲. نوسانات نرخ ارز در ایران (فروردین ۱۳۹۱ تا آذر ۱۳۹۲)

سال	نرخ ارز بازار بین بانکی (ارقام به ریال)	نرخ ارز بازار آزاد (ارقام به ریال)
فروردین ۱۳۹۱	۱۲۲۶۰	۱۸۷۷۶
اردیبهشت ۱۳۹۱	۱۲۲۶۰	۱۶۹۸۷
خرداد ۱۳۹۱	۱۲۲۶۰	۱۷۶۹۸
تیر ۱۳۹۱	۱۲۲۶۰	۱۹۲۶۱
مرداد ۱۳۹۱	۱۲۲۶۰	۲۰۴۶۴
شهریور ۱۳۹۱	۱۲۲۶۰	۲۳۲۱۴
مهر ۱۳۹۱	۱۲۲۶۰	۳۱۴۲۴
آبان ۱۳۹۱	۱۲۲۶۰	۳۱۲۹۲
آذر ۱۳۹۱	۱۲۲۶۰	۲۹۵۴۳
دی ۱۳۹۱	۱۲۲۶۰	۳۲۷۲۹
بهمن ۱۳۹۱	۱۲۲۶۰	۳۶۹۷۶
اسفند ۱۳۹۱	۱۲۲۶۰	۳۵۷۳۰
فروردین ۱۳۹۲	۱۲۲۶۰	۳۵۰۳۷
اردیبهشت ۱۳۹۲	۱۲۲۶۰	۳۵۴۶۱
خرداد ۱۳۹۲	۱۲۲۶۰	۳۵۷۹۷
تیر ۱۳۹۲	۲۰۳۴۰	۳۲۷۱۳
مرداد ۱۳۹۲	۲۴۷۹۰	۳۱۸۰۷
شهریور ۱۳۹۲	۲۴۷۸۷	۳۱۷۷۵
مهر ۱۳۹۲	۲۴۸۵۸	۳۰۳۴۶
آبان ۱۳۹۲	۲۴۸۷۷	۳۰۱۲۶
آذر ۱۳۹۲	۲۴۸۰۷	۲۹۴۹۸

منبع: بانک مرکزی جمهوری اسلامی ایران



منبع: بانک مرکزی جمهوری اسلامی ایران



جدول و نمودار فوق، نوسانات نرخ ارز را از فروردین ماه ۱۳۹۱ تا آذر ماه ۱۳۹۲ نشان می‌دهد. با توجه به نمودار، نوسانات نرخ ارز از اردیبهشت ماه ۱۳۹۱ شروع شد تا اینکه در تیر ماه ۱۳۹۲، نوسانات نرخ ارز بین بانکی و نرخ ارز بازار آزاد نسبت به ماه‌های قبل کمتر گردید. همچنین بیشترین شکاف بین نرخ ارز بین بانکی و نرخ ارز بازار آزاد در بهمن ماه ۱۳۹۱ بوده است.

نوسانات نرخ ارز یکی از مسائلی است که تصمیمات فعالان بازار به ویژه در بخش صادرات و واردات را تحت تاثیر قرار داده است، لذا بانک مرکزی و بیمه مرکزی در جهت کاهش ریسک نوسانات نرخ ارز و افزایش امنیت صادرکنندگان و واردکنندگان اقدام به تصویب آیین نامه‌هایی به شرح ذیل کردند:

#### • بانک مرکزی

##### **آیین نامه اجرایی معاملات آتی ارز - ریال** در ۱۰ ماده و ۴ تبصره در جلسه مورخ ۱۳۸۹/۰۳/۲۵

شورای پول و اعتبار به تصویب رسیده و بعد از اعلام توسط بانک مرکزی جمهوری اسلامی ایران لازم الاجرا گردید. موضوع قرارداد در این آیین نامه تعهد بانک و مشتری نسبت به مبادله مقدار معینی ارز یا ریال به نرخ آتی ارز در سررسید می‌باشد. نرخ آتی ارز، مبلغ و سررسید در زمان عقد قرارداد تعیین می‌گردند. همچنین تعهدات بانک‌ها در این قرارداد به شرح ذیل می‌باشد:

- بانک متعهد می‌گردد در تاریخ سررسید نسبت به تأمین و فروش ارز یا ریال توافق شده به مشتری اقدام نماید.
- بانک موظف است قبل از انعقاد قرارداد نسبت به شناسایی کامل مشتری و وجود قرارداد تجاری صادراتی یا وارداتی معتبر اطمینان حاصل نماید.

#### • بیمه مرکزی

شورای عالی بیمه به استناد بند ۵ ماده ۱۷ قانون تأسیس بیمه مرکزی ایران و بیمه‌گری و ماده ۷۲ قانون برنامه پنجم توسعه اقتصادی، اجتماعی و فرهنگی ج.ا.ایران، به منظور کاهش خطرپذیری ناشی از نوسانات قیمت‌ها، در جلسه مورخ ۱۳۹۱/۰۱/۲۹ اجازه صدور **بیمه نامه نوسانات نرخ ارز** واحدهای تولیدی صادراتی را توسط شرکت‌های بیمه در چارچوب شرایط عمومی بیمه نامه نوسانات نرخ ارز واحدهای «تولیدی- صادراتی» صادر کرد؛ و بیمه مرکزی جمهوری اسلامی ایران در نامه‌ای، این آیین نامه را برای



اجرا به مدیران عامل شرکت‌های بیمه ابلاغ کرد. موضوع بیمه در این آیین نامه پوشش ریسک ناشی از نوسانات نرخ ارز در قرارداد تجاری بیمه گذار و منظور از نوسان نرخ ارز ریسک افزایش نرخ ارزهای خارجی برای تولیدکنندگان و ریسک کاهش نرخ ارزهای خارجی برای صادرکنندگان است.

به این ترتیب تولیدکنندگان داخلی که نگران تأثیر منفی افزایش نرخ ارز خارجی بر فعالیت‌های تولیدی خود بودند، همچنین صادرکنندگانی که کاهش نرخ ارز را به نفع خود و توسعه صادرات خود نمی‌دانستند، می‌توانستند برای کنترل تأثیر منفی نوسانات نرخ ارز پایه نسبت به نرخ روز انعقاد بیمه نامه، از بیمه استفاده کنند.

با وجود تصویب آیین نامه اجرایی معاملات آتی ارز توسط بانک مرکزی به بانک‌ها و همچنین ابلاغ مجوز صدور بیمه نوسانات نرخ ارز توسط بیمه مرکزی به شرکت‌های بیمه، هرچند مسوولان دولتی به شدت روی ضمانت اجرایی و اثرات مثبت این مصوبه تأکید داشتند اما بیش از دو سال از تصویب این بیمه نامه می‌گذرد و بر اساس مکاتباتی که با سازمان‌های ذی ربط (سازمان توسعه تجارت، صندوق ضمانت صادرات ایران، بیمه مرکزی و بانک مرکزی) انجام گرفت، تاکنون بیمه‌ای در این خصوص صادر نشده است.

### ۳-۵. دلایل عمده عدم اجرای پوشش ریسک ارزی در ایران

در ادامه به بررسی عمده‌ترین دلایل عدم کاربردی شدن پوشش ریسک ارزی در ایران می‌پردازیم:

۱. همان‌طور که پیش‌تر نیز اشاره شد؛ شرط اولیه برای تحقق یک بازار مشتقه وجود یک بازار عمیق نقدی (spot) می‌باشد. چرا که قیمت در بازار مشتقه در نهایت بر اساس قیمت نقدی تعیین می‌شود این در حالی است که بازار ارز در کشور ما ناقص است و دلیل اصلی آن این است که عرضه‌کننده اصلی ارز دولت است. در این صورت وظیفه ابزار مشتقه و بخش خصوصی پوشش ریسک درآمدهای نقدی دولت می‌شود که به نظر منطقی نمی‌رسد.
۲. علاوه بر مسئله فوق، شرایط چند نرخی هم وضعیت را به مراتب بدتر می‌کند. چرا که یکی از کارکردهای ابزار مالی تعیین قیمت است لذا چند نرخی یا نرخ گذاری توسط دولت بی‌معنی می‌شود. لذا در وهله اول باید ناسازگاری بین این موارد مرتفع شود.



۳. از طرف دیگر باز هم همان طور که اشاره کردیم بازار مشتقه شامل سه دسته معامله گر است: پوشش دهنده ریسک، سفته باز و آربیتراژگر. بازار عمیق نیازمند وجود هر سه دسته به طور همزمان در بازار است در غیر این صورت عمق بازار کم شده و هزینه ها را افزایش می دهد. لذا باید شرایطی فراهم شود که حساب سرمایه باز شده تا افرادی که قصد سفته بازی دارند بتوانند وارد بازار شوند.
۴. تحقق «پوشش ریسک» ریال در مقابل ارزهای خارجی، یک ساز و کار بسیار قوی و جا افتاده مطابق با مقتضیات ملی و بین‌المللی می‌طلبد و این نیز در حالی است که سیستم معامله ارزی به معنای واقعی وجود ندارد و اگر قرار بر این باشد که چنین بازاری در کشور جا بیافتند، باید زیر ساخت های لازم سیستم معامله ارزی، هم از بعد سیاسی و هم از بعد اجتماعی فراهم گردد تا افراد بتوانند همانند بازار سهام در این بازارها معامله کنند.
۵. آیین نامه بانک مرکزی هم درباره پوشش ریسک نوسانات ارزی با استفاده از ابزار آتی نقص زیادی دارد زیرا آنچه که بانک مرکزی با عنوان آتی نام برده است به قرارداد سلف شبیه است تا آتی. قراردادهای سلف در بورس معامله نمی شوند و ساختار غیراستانداردتری نسبت به آتی دارند. بانک مرکزی ساختاری طراحی کرده است که شبیه پیمان آتی ارز است و بنگاه های بزرگ اقتصادی از آن استفاده می کنند و نرخ آن براساس توافق مشتری با بانک تعیین می شود. نرخ که تعیین می شود نرخ بسیار قابل قبول و بسیار بهینه برای مشتری نیست و سررسید آن از یک ماه تا ۱۲ ماه است. براساس دستورالعمل، نرخ ها می بایست در چارچوب نرخ های واقعی متعارف بازار باشد. بانک تعهد می کند که در سررسید ارز را بدهد و مشتری توافق می کند که در سررسید پول را بدهد، بنابراین همه چیز بر اساس توافق طرفین تعیین می شود پس اتاق پایاپای (محل تسویه وجوه) وجود ندارد که اگر یکی از طرفین به تعهدش عمل نکرد پایاپای، این کار را انجام دهد. از طرف دیگر، بانک می تواند نرخ هایش را تغییر دهد و از مشتری کارمزدهای بیشتری بخواهد و با نرخ های بیشتری قرارداد را انجام دهد.
۶. یکی از موانع برای اجرایی شدن سیستم پوشش ریسک ارزی به ریالی را می توان در قالب بحث تعرفه های بین المللی مورد بررسی قرار داد؛ بدین معنی که ما تا زمانی که نتوانیم معامله های روان انجام دهیم و ارز را به راحتی در بازار بین الملل دریافت و پرداخت کنیم، نمی توانیم نسبت به بهره مندی از سیستم پوشش ریسک ارزی به ریالی متوقع باشیم؛ مشکلات ناشی از تحریم های جهانی و عدم امکان انجام معاملات اعتباری و ناتوانی بانک های کشور در برقراری روابط کارگزاری با بانک های بین المللی باعث شده تا معاملات ارزی در کشور با واسطه گری صراف ها انجام شود.



۷. عدم استقبال کافی سرمایه گذاران از بازارهای مشتقه به دلیل عدم ثبات اقتصادی کشور.
۸. عدم ثبات اقتصادی، دو نرخ بودن ارز و نوسانات آن؛ در اکثر کشورهای پیشرفته و برخی از کشورهای در حال توسعه با وجود بازارهای مالی پیشرفته، ابزار پوشش ریسک نوسانات نرخ ارز بر اساس ابزار مشتقه و پوشش های هجینگ انجام می‌شود. اما با توجه به روند افزایشی نرخ ارز و عدم تنوع ابزارهای پوشش ریسک ارز، شرکت‌های بیمه در ایران تمایلی به ارائه این خدمات ندارند، زیرا در صورت افزایش پیوسته نرخ ارز، از این نوع بیمه‌گری زیان می‌بینند. به دلیل وجود بازارهای مالی توسعه نیافته، چنین امکانی در کشور وجود ندارد و برای رسیدن به این منظور نیاز به اصلاحات اساسی در بازارهای مالی است که در قالب یک برنامه میان و بلندمدت ممکن می‌باشد.
۹. بیمه نوسانات توسط شرکت های بیمه هم با شکست مواجه می شود؛ همان طور که اشاره شد نوسانات نرخ ارز غیرقابل پیش بینی است و لذا شرکت بیمه نمی تواند بیمه نامه ارائه دهد. همچنین ریسک نرخ ارز با سایر ریسک ها تفاوت اساسی دارد و آن این است که احتمال وقوع حادثه در مورد ارز برای همه افراد همبستگی دارد یعنی وقتی یک فرد با حادثه مثلا افزایش نرخ ارز مواجه شود سایرین هم با این حادثه مواجه می شوند و لذا همه به سمت شرکت بیمه برای جبران خسارت می آیند و در نتیجه عملکرد این شرکت ها به شکست منجمد. لذا این نوسانات، بیمه پذیر نیست.



## ۶. منابع

- هال، جان. (۱۹۴۶). مبانی مهندسی مالی و مدیریت ریسک؛ مترجمان: سجادسیاح، علی صالح آبادی، تهران: گروه رایانه تدبیرپرداز، ۱۳۸۴.
- بیمه مرکزی جمهوری اسلامی ایران.
- بانک مرکزی جمهوری اسلامی ایران.
- مجله وال استریت.
- Futures Industry Association(۲۰۱۳).