

بازارهای آتی انرژی: افسانه‌ها و واقعیت‌ها

نویسنده: رابرت جی. واینر

به نقل از بولتن تحولات بازار نفت شماره ۲۱، مؤسسه مطالعات بین‌المللی انرژی

انجمن بین‌المللی اقتصاد انرژی (IAEE) بهتر است نسبت به مطالب بحث‌برانگیز توجه بیشتری از خود نشان بدهد. ارایه مطالب بحث‌برانگیز در مورد بازارهای آتی انرژی کار چندان سختی نیست، زیرا بسیاری از مطالبی که در این باره نوشته شده‌اند، یا سفسطه آمیز بوده و یا از سر ناآگاهی هستند. در این مقاله من سعی می‌کنم افسانه‌هایی را که در مورد بازارهای آتی انرژی شایع شده‌اند، بررسی کنم و در عین حال سعی می‌کنم برداشت عمومی اشتباه آمیزی را که از این قضیه وجود دارد تصحیح نمایم و آگاهی نسبت به این معاملات را افزایش دهم. نظراتی که در اینجا ارایه می‌شود کاملاً متعلق به شخص من می‌باشد، اما به هر حال در طی سالیان گذشته از مباحثات گسترده‌ای که در مورد بازارهای آتی انرژی و قیمت‌گذاری با آقایان "ادگر اپلز"^(۱) و "فیلیپ ورلیگر"^(۲) داشته‌ام بهره‌فراوانی بردهام و همچنین آقایان "مایک لینچ"^(۳) و "مایکل پرات"^(۴) نسخه اولیه این مقاله را مطالعه کرده و رهنمودهای مفیدی ارایه نموده‌اند. در مقاله حاضر از علایم اختصاری زیر نیز استفاده شده است:

اتاق تجارت شیکاگو (سی.بی.او.تی)

بورس کالا (کامکس)

بورس بین‌المللی نفت لندن (آی.پی.ای)

اتاق تجارت کانزاس سیتی (کی.سی.بی.تی)

بورس غلات مینیاپولیس (ام.جی.ای)

بورس نیویورک (نایمکس)

بورس سنگاپور (سایمکس)

افسانه اول: بازارهای آتی انرژی، جدید هستند

بازارهای آتی انرژی عمدتاً به عنوان بخشی از آزادسازی اقتصادی و مالی در سطح جهان توصیف شده‌اند. در حقیقت، معاملات آتی نفت‌خام در اولین سال‌های پیدایش صنعت نفت در آمریکا به صورت گسترده‌ای رواج داشت. تقریباً برای یک ربع قرن از سال ۱۸۷۰، قراردادهای آتی در تعدادی از بازارهای بورس در آمریکا و کانادا مورد معامله قرار می‌گرفتند. در اوایل این دوره، معاملات نفتی اصولاً در شهر «پیتزبورگ» و در شهرهای کوچکی در مناطق نفتی پنسیلوانیای غربی متمرکز بود، ولی بعداً به نیویورک منتقل گردید. آنچه در این زمینه جالب توجه است، این که قبل از جدا شدن بورس‌های سهام و کالا، «تأییدیه‌های خط لوله»^(۵) به صورت قراردادهای آتی در بازار بورس سهام نیویورک مورد معامله قرار می‌گرفتند. در اواسط دهه ۱۸۹۰، نظام قیمت‌های اعلام شده در آمریکای شمالی جانشین معاملات بورس گردید و بورس به سرعت به فراموشی سپرده شد. دهه ۱۹۳۰ شاهد ظهور مجدد معاملات آتی نفت بود و قراردادهای بنزین و نفت‌خام در «کامکس» (که در حال حاضر جزئی از نایمکس می‌باشد) ارایه شدند. فقدان نوسان در قیمت‌های نفت‌خام موجب ناکارایی این قراردادها شد و سرانجام در سال ۱۹۴۲ از فهرست معاملات حذف گردید. البته شکی نیست که معاملات آتی گاز طبیعی و الکتریسیته برعکس قراردادهای آتی نفت، کاملاً جدید هستند.

افسانه دوم: قراردادهای آتی انرژی عموماً موفق‌اند

اغلب قراردادهای آتی جدید، همانند اغلب فرآورده‌های جدید در هر صنعتی با شکست روبرو می‌شوند، برای مثال، قبل از آنکه بورس بین‌المللی نفت لندن در سال ۱۹۸۸ با موفقیت قراردادهای آتی نفت‌خام برنت را معرفی نماید. دو بار قراردادهای آتی برنت برای تحویل فیزیکی را معرفی کرده بود که با شکست روبرو شد. قرارداد گاز طبیعی نایمکس برای تحویل در «هنری هابلا» بسیار موفق بود، اما قراردادهایی که برای تحویل در «حوزه پرمیان» و «آلبرتا» معرفی گردید، با شکست روبرو شد. علاوه بر آن، قراردادهای نفت‌خام ترش برای تحویل در

خلیج مکزیک و همین‌طور قراردادهای گاز طبیعی اتاق تجارت کانزاس سیتی در حال از بین رفتن هستند. «سایمکس» نیز چندین قرارداد نفتی ناموفق معرفی کرد که شامل نفت‌خام دبی، نفت کوره و گازوییل می‌باشد.

واژه «موفق» به خودی خود در معرض تفسیرهای مختلف قرار دارد، در عین حال که قراردادهای مزبور مورد معامله قرار نگرفتند. برخی از قراردادهای آتی انرژی که فعلاً مطرح هستند، نیز در حد بسیار نازکی معامله می‌شوند، ولی به آنها ناموفق گفته نمی‌شود. در واقع، یک قرارداد برای اینکه به صورت کامل در صفحه قراردادهای آتی نشریه «وال استریت ژورنال» درج شود، باید حداقل در هر روز ۱۰۰۰ برگه آن به فروش برسد و ۵۰۰۰ قرارداد باز (یعنی قراردادی که دارنده آن هنوز وضعیت خاصی مانند تحویل فیزیکی یا وضعیت مخالف اتخاذ نکرده و قرارداد هنوز برای تصمیم‌گیری در جهت جلب منفعت او باز است) نیز داشته باشد. اگرچه این معیارها در سطح بسیار پایینی قرار دارند، زیرا به عنوان مثال متوسط تعداد قراردادهای نفت خام نایمکس به ۱۵۰ هزار و قراردادهای باز آن به ۶۰۰ هزار مورد می‌رسد، ولی فقط شش قرارداد آتی انرژی در تابستان سال ۱۹۹۹ توانستند شرایط لازم را احراز کنند. قراردادهای مزبور عبارت بودند از قرارداد نفت‌خام وست‌نگزاس ایترمدیت، گاز طبیعی در مناطق شرقی، نفت حرارتی و بنزین بدون سرب در بورس نایمکس و قرارداد نفت‌خام برنت و گازوییل در بورس لندن. هیچکدام از قراردادهای جدید الکتریسیته در نایمکس، اتاق تجارت، شیکاگو و یا بورس مینیاپولیس نتوانستند شرایط یاد شده را احراز نمایند.

افسانه سوم: معاملات آتی موجب شده است که اوپک کنترل بر قیمت‌گذاری را از دست بدهد

توانایی اوپک برای حفظ قیمت‌ها به سه عامل بستگی دارد که عبارتند از:

- ۱- نظم درونی (یعنی احترام گذاشتن اعضا به سهمیه‌هایشان)؛
 - ۲- رقابت کشورهای تولیدکننده غیراوپک؛
 - ۳- میزان دسترسی به سوخت‌های جایگزین و با صرفه (که البته این موضوع نباید با مسئله عرضه مازاد و یا کاهش تقاضا مخلوط شود)
- بر این اساس جملاتی نظیر اینکه، «دیگر اوپک قیمت‌ها را تعیین نمی‌کند بلکه بورس‌بازان

این کار را انجام می‌دهند» جمله‌ای سفسطه‌آمیز و فریبنده می‌باشد. البته در ادامه موضوع بورس‌سازان را با تفصیل بیشتری مورد بحث قرار خواهیم داد.

افسانه چهارم، معاملات آتی منجر به قیمت‌های پایین‌تر نفت و بیشتر شدن نوسانات آن می‌شود

بازارها معمولاً وجه‌المصالحه و سپر بلای کسانی می‌شوند که علاقه‌ای به پیامدهای آنها ندارند، زیرا بازارها نه رأی می‌دهند، نه شکایتی دارند و نه به دنبال گروه بازی و دخالت در مسایل سیاسی هستند. دقیقاً همان‌طور که کشاورزان از مدتها قبل ادعا می‌کردند که بازارهای آتی، تجارت آنها را دچار زیان کرده است (و سرانجام نیز موفق شدند معاملات آتی پیاز را در آمریکا از اواخر دهه ۵۰ میلادی متوقف کنند)، تولیدکنندگان نفت نیز بازار را برای قیمت‌های پایین‌تر مهم و سرزنش می‌کنند. در اولین تلاشی که برای افزایش قیمت از طریق محدود کردن تولید در سال ۱۸۷۸ توسط اتحادیه تولیدکنندگان نفتی صورت گرفت، در بین موضوعاتی که به عنوان دلایل پایین بودن قیمت‌ها عنوان شده بود، دست‌کاری ذخیره‌سازی‌ها توسط بورس‌بازان و خریداران بود، زیرا آنها برای جلب منافع خود که همواره در تضاد با منافع تولیدکنندگان است، این کار را انجام داده بودند. در حقیقت هر قرارداد آتی یک خریدار و یک فروشنده دارد. بنابراین، حمایت از این ادعا که معاملات آتی سطح قیمت‌ها را تحت تأثیر قرار می‌دهد تا حدودی دشوار است. یک ادعای دیگر مشابه ادعای قبلی وجود دارد که می‌گوید، معاملات آتی باعث تشدید نوسانات قیمت می‌شود. امروزه این شایعه بسیار رایج است و گفته می‌شود هزینه بورس‌بازی در بازارهای آتی به صورت نوسانات قیمت ظاهر می‌شود. و این ادعا در ادبیات دانشگاهیان و همچنین در بین افرادی که عملاً در بازارهای مالی فعالیت دارند، نیز شنیده می‌شود.

هرچند غیرممکن نیست، اما به سختی می‌توان این ادعاها را ارزیابی کرد، زیرا به ندرت شامدی به نفع آنها می‌توان یافت. در واقع دوره‌های متلاطم در بازار نفت با نوسان شدید قیمت‌ها و افزایش فعالیت‌ها همراه است، اما این همراهی دلیل آن نمی‌شود که بگوییم افزایش فعالیت‌ها باعث نوسان قیمت‌ها می‌شود. بخشی از این تردیدها نیز ناشی از آن است که بازارهای

آتی کاملاً مشخص هستند. این خصوصیت سبب می‌شود که در هنگام بحران‌ها آماج اتهامات شوند. گفتنی است که در زمان وقوع بحران انرژی در دهه ۱۹۷۰، بازار تک محموله نقش مشابهی را داشت. در آن زمان، بازار آتی عامل مؤثری به شمار نمی‌آمد و همین سوالات در مورد بازار تک محموله مطرح بود.

افرادی که از بازارهای آتی دفاع می‌کنند، برعکس مخالفان آن، علت و معلول را در این قضیه از جنبه دیگری مطرح می‌کنند، یعنی معتقدند تلاطم در بازار نیاز به تأمین Hedging (یعنی برطرف کردن ریسک با استفاده از ابزارهای موجود در بازارهای آتی) داشته و همین طور زمینه بورس بازی و در نتیجه افزایش معاملات را ایجاد می‌کند. براساس این نظریه، بازارهای آتی باعث می‌شوند که صنعت نفت و انرژی راحت‌تر خود را با بحران‌های انرژی تطابق دهد.

دیدگاه‌های جدید مالی برای توضیح همبستگی که بین فعالیت تجاری و نوسانات قیمت‌ها مشاهده می‌شود، دو دلیل ریشه‌ای ارایه می‌کند. این دو دلیل عبارتند از:

۱- هر دو موضوع یعنی فعالیت تجاری معامله‌گران و نوسانات قیمت‌ها نتیجه اخباری می‌باشند که در مورد وضعیت فعلی و آینده عرضه و تقاضا منتشر می‌شود و هیچگونه رابطه علمی میان آنها وجود ندارد.

۲- فرایند معاملات به خودی خود ممکن است نوسان قیمت را ایجاد کند. حال ممکن است این نوسانات به دلیل معاملات نموداری یعنی معامله کردن بر اساس تحلیل‌هایی که از بررسی نمودارهای قیمت به دست می‌آید و مبتنی بر استیپات وضع آینده قیمت‌ها از روی وضع گذشته قیمت‌ها در نمودارهای قیمت می‌باشد و یا رفتار گروهی (یعنی معامله‌گران از روی رفتار یکدیگر تقلید می‌کنند) معامله‌گران باشد.

تأثیر معاملات آتی بر نوسانات قیمت‌ها (اگر چنین تأثیرگذاری وجود داشته باشد) را فقط می‌توان از طریق بررسی‌های عملی ارزیابی کرد. تمایز قابل شدن بین خبر و پارازیت به عنوان عاملی که باعث نوسان می‌شود، بسیار دشوار است و در این زمینه تلاش زیادی به عمل نیامده است. مطالعه‌ای که در مورد بحران خلیج فارس صورت گرفته است، نشان می‌دهد که معاملات آتی و نوسانات قیمت‌ها به طور همزمان و به شدت افزایش یافته بود، ولی تغییر چندانی در

شرکت‌ها معروفترین شرکت‌های نفتی هستند.

دلیل اینکه

متخصصان بازارهای آتی

دست به خرید یا فروش می‌زنند،

مبتنی بر درک آنها نسبت به

وضعیت عرضه و تقاضا نیست،

زیرا آنها هیچ دانشی

در این باره ندارند

تولید و مصرف مشاهده نمی‌شد. چنین نتیجه‌گیری شده بود که معاملات آتی در قبل و بعد از بحران، موجب افزایش نوسانات قیمت شده، ولی در طی دوره‌ای که بحران وجود داشت، چنین تأثیری مشاهده نگردید. (واینر، ۱۹۹۸).

افسانه پنجم: بازارهای آتی انرژی یک موضوع جانبی هستند و ربط چندانی به تجارت انرژی ندارند

این ادعا که می‌گویند معاملات آتی انرژی هیچ ربطی با تجارت انرژی ندارد و تأثیری هم بر صنعت نفت و انرژی نمی‌گذارد تا حدودی با سایر ادعاها فرق می‌کند. تصور بر آن است که کلاً معامله‌گران در بازارهای آتی نسبت به تولید انرژی، پالایش، توزیع و امثال آن بی‌اطلاعتند. برای مثال، بر اساس مطالعه‌ای که «ادوارد» در سال ۱۹۹۹ انجام داده است، دلیل اینکه چرا متخصصان بازارهای آتی دست به خرید یا فروش می‌زنند، مبتنی بر درک آنها نسبت به وضعیت عرضه و تقاضا نمی‌باشد، زیرا آنها اصلاً هیچ دانشی در این باره ندارند و اهمیتی هم به کسب دانش نمی‌دهند. هرچند امتحان گرفتن در مورد مسایل نفتی از شرکت‌کنندگان در بازار آتی غیرممکن است، اما به راحتی می‌توان اسامی شرکت‌هایی را که عضو بورس نایمکس هستند مورد بررسی قرار داد، زیرا عضویت در بازار بورس برای انجام معاملات آتی و اختیاری در این بورس‌ها ضروری است. در بین اسامی این شرکت‌ها (تا تابستان ۱۹۹۹) شرکت‌هایی وجود دارند که شنیدن نام آنها بسیار قابل توجه است، مانند آرماداهس، آرکو، بی‌پی آموکو، شورون، سینرجی، کوستال، کونوکو، دوک انرژی، تردینگ، الف پازو انرژی مارکتینگ، الف و اترون. همان‌طور که مشاهده می‌شود این

افسانه ششم: قیمت‌های تک محموله انرژی واقعی هستند در حالی که قیمت‌های بازار آتی انرژی بر اساس بورس بازی تنظیم می‌گردند

در واقع این ادعا می‌خواهد بگوید، قیمت‌های تک محموله، وضع فعلی عرضه و تقاضا را منعکس می‌کنند در حالی که قیمت‌های آتی فقط منعکس‌کننده فعالیت بورس‌بازان می‌باشد و نه اوضاع آینده عرضه و تقاضا.

به غیر از الکتروسیته، انرژی‌های مختلف دیگر قابل ذخیره‌سازی‌اند و مانند هر کالایی که قابل ذخیره شدن و انبارگشتن هستند، قیمت‌های تک محموله و آتی آنها نه تنها منعکس‌کننده وضعیت جاری عرضه و تقاضا می‌باشد، بلکه شرایط عرضه و تقاضای آینده را نیز بیان می‌کند. بنابراین، اگر معاملات آتی (یا معاملات کاغذی) قیمت‌های آتی (یا قیمت‌های کاغذی) را تحت تأثیر قرار می‌دهند، قیمت‌های فیزیکی (یا بشکه‌های تر^(F)) را نیز متأثر می‌سازند. برای مثال، اخبار مربوط به لغو احتمالی تحریم‌های نفتی عراق در ۳ ماه آینده به این معنی است که در آینده نفت بیشتری در دسترس خواهد بود. همین تحلیل باعث می‌شود که قیمت‌های نفت در معاملات آتی که در حال حاضر جریان دارد، کاهش پیدا کند و سطح ذخیره‌سازی‌ها نیز کاهش یابد. کاهش سطح ذخیره‌سازی‌ها نیز به نوبه خود باعث افزایش عرضه فعلی می‌شود که آن هم موجب کاهش قیمت‌های تک محموله می‌گردد.

افسانه هفتم: رابطه علت و معلولی بین ذخیره‌سازی‌ها و قیمت‌های آتی

در این زمینه دو ادعا وجود دارد:

۱- کاهش سطح ذخیره‌سازی‌ها موجب وضعیت پس بهینی می‌شود (یعنی وضعیتی که قیمت‌های تک محموله بیش از قیمت‌های آتی باشد)

۲- وضعیت پس بهینی نیز موجب کاهش سطح ذخیره‌سازی‌ها می‌گردد.

قیمت‌های آتی انرژی کاملاً با سطح ذخیره‌سازی‌ها مرتبطند. البته موضوع به همین جا خاتمه پیدا نمی‌کند، بلکه مسایل پیچیده‌تری نیز وجود دارد. براساس اولین دیدگاه، سطوح پایین ذخیره‌سازی نشان دهنده کمیابی نفت در حال حاضر می‌باشد و بنابراین موجب افزایش

قیمت‌های تک محموله می‌شود. هر میزان که قدم به آینده می‌گذاریم، ارتباط سطح ذخیره‌سازی‌ها و قیمت‌ها کمتر می‌شود. دیدگاه دوم نیز با این ادعا همراه است: زمانی که قیمت‌های آتی پایین‌تر از قیمت‌های تک محموله باشد، نگهداری ذخیره‌سازی‌ها اقتصادی نیست. زیرا شواهد نشان می‌دهد که قیمت‌ها کاهش خواهند یافت و بنابراین نگهداری ذخیره‌سازی‌ها موجب ضرر می‌شود. بنابراین در چنین شرایطی شرکت‌ها در صدد خسواهند بود تا ذخیره‌سازی‌های خود را کاهش دهند.

باید توجه شود که هر دو این دیدگاه‌ها نمی‌تواند درست باشند، زیرا به هر حال قضیه به این سادگی نیست که عنوان گردید و این مطالب فقط به دلیل کثرت نقل، مقبولیت یافته‌اند. برای مثال، بوهن در سال ۱۹۹۷ می‌گوید: انتظار کاهش قیمت‌ها موجب کاهش ذخیره‌سازی‌ها شد یا تراپمن و تودارو در همان سال می‌گویند: به نظر می‌رسد عملکرد مخازن ذخیره‌سازی گاز، عامل عمده‌ای در تعیین قیمت‌ها در سال‌های ۹۷-۱۹۹۶ بوده است. در واقع رابطه نزدیکی بین سطح ذخیره‌سازی‌ها و شرایط پس‌بهمینی وجود دارد که اغلب از آن تحت عنوان عرضه ذخیره یاد می‌شود به همین ترتیب، سطوح پایین ذخیره‌سازی‌ها با عمیق‌تر شدن وضعیت پس‌بهمینی همراه است. با این وجود، هیچ‌کدام از این دو ادعا درست نیستند. یعنی، هر دو دیدگاه از این چهار این اشتباه بنیادین هستند که روابط قیمت و ذخیره‌سازی‌ها علت یا محرک روابط موجود در بازار می‌باشند. در حالی که این دیدگاه واقعیت ندارد.

در عوض، عبارت صحیح این است که حالت پس‌بهمینی و سطح ذخیره‌سازی‌ها نتیجه و یا معلول شوک‌هایی هستند که بر وضع فعلی و یا آینده عرضه و تقاضا وارد می‌شود. به عنوان مثال، یک زمستان سرد پیش‌بینی نشده می‌تواند موجب کاهش ذخیره‌سازی‌های نفت حرارتی و یا گاز طبیعی شود و قیمت این دو نوع سوخت را در مقایسه با قیمت‌های آتی افزایش دهد. البته این نظریه نیز درست است که اخبار مربوط به ذخیره‌سازی‌ها (برای مثال گزارش‌های هفتگی مؤسسه ای‌پی‌آی در مورد ذخیره‌سازی‌های نفت در آمریکا) می‌تواند بر اختلاف قیمت‌ها در فاصله‌های مختلف تأثیر بگذارد. اما این موضوع به این دلیل است که معامله‌گران نفتی می‌توانند بر اساس حجم تغییر ذخیره‌سازی‌ها، از اندازه شوک‌های وارد شده بر عرضه و تقاضا که مستقیماً قابل رؤیت نیستند، مطلع گردند.

این دیدگاه‌ها به وسیله آزمون‌های مربوط به نظریه عرضه ذخیره نیز تأیید می‌شود. معمولاً این آزمون‌ها، اختلاف قیمت‌ها را در ماه‌های مختلف بر مبنای سطوح ذخیره‌سازی برگشت^(۷) می‌کنند و یا سطوح ذخیره‌سازی را بر مبنای اختلاف قیمت‌ها در ماه‌های مختلف برگشت می‌نمایند. این برگشت‌ها از لحاظ اقتصادسنجی دچار مشکل جانبداری همزمانی^(۸) می‌باشد و تفسیر نتایج آنها روشن نیست.

افسانه هشتم: تأمین‌گران، افرادی خوب و بورس‌بازان، افرادی بد هستند

این ادعا نیز شامل سه دیدگاه است:

۱- در ورای اغلب معاملات آتی، انگیزه تأمین‌گری^(۹) وجود ندارد.
۲- معاملات آتی اغلب به منظور بورس‌بازی صورت می‌گیرد و نقش معاملات تأمین در این معاملات اندک است.

۳- شرکت‌هایی که در تجارت انرژی فعالیت می‌کنند به دنبال معاملات تأمین بوده و افراد خارج از این رسته به دنبال بورس‌بازی‌اند. همانند تمامی بازارهای آتی، بازیگران تجاری (یعنی افرادی که در تجارت انرژی درگیرند) تمایل دارند بر اساس تغییر شرایط، وضعیت تأمین خود را نیز تغییر دهند که معمولاً این اقدام هر چند وقت یک بار اتفاق می‌افتد. برعکس آنها، بورس‌بازان هنگامی که پیش‌بینی‌های آنها یا شرایط موجود تغییر نماید یا وضع سرمایه‌اشان عوض شود، وضعیت تأمین خود را تغییر می‌دهند و این پدیده غالباً اتفاق می‌افتد. حجم عمده معاملات در بازارهای آتی در بین افراد محلی یعنی اعضای بورس صورت می‌گیرد که برای شخص خود به معامله می‌پردازند، بنابراین دیدگاه مخالف از دقت لازم برخوردار نیست. بازیگران تجاری حجم چشمگیری از قراردادهای خود را باز نگاه می‌دارند که به آن قراردادهای باز^(۱۰) می‌گویند. اما بورس‌سازان به سرعت قراردادهای خود را به انجام می‌رسانند. حتی به سرانجام می‌رسانند. بنابراین تعجبی ندارد، که معامله‌گران تجاری غالباً وضعیت خود را تا زمانی که دیگر به تأمین نیاز نداشته باشند، باز نگاهدارند.

فرضیه‌ای که غالباً در نشریات تجاری به آن اشاره می‌شود، این است که شرکت‌های انرژی که در بازار آتی فعال بوده و به تأمین خود اقدام می‌کنند و تمامی منافع و دارایی خود را از طریق تأمین می‌نمایند. این موضوع نه تنها واقعیت ندارد بلکه چنین کار و پیشنهادی اصولاً نادرست

می‌باشد. حتی شرکت‌هایی که آرزوی به حداقل رساندن خطرپذیری منافع خود را در سر دارند معمولاً باید کمتر از صد در صد وضعیت نقدی خود را تأمین نمایند. آن نسبتی که باید تأمین گردد (یعنی نسبت قراردادهای آتی به وضعیت فیزیکی) به رابطه قیمت‌های تک محموله و آتی بستگی دارد.

دیدگاه دیگری نیز معتقد است، تنها هدف از معاملات آتی برای شرکت‌های انرژی به حداقل رساندن خطرپذیری است. چند سال قبل، از معامله‌گرانی که برای شرکت‌های بزرگ نفتی معامله می‌کردند، سؤال کردم که آیا هرگز در فعالیت‌های بورس‌بازی شرکت کرده‌اند. پاسخی که دریافت کردم منفی بود، آنها اجازه نداشتند وارد چنین فعالیت‌هایی بشوند. مجدداً از آنها سؤال کردم که آیا تا به حال سعی کرده‌اند که تمامی وضعیت نقدی خود را در بازار تأمین کنند؟ پاسخ آنها منفی بود. این معامله‌گران هر روز به کار خرید و فروش قراردادهای آتی مشغول بوده و کاملاً بازار را می‌شناختند و به دنبال فرصتی برای پول درآوردن بودند.

امیدوارم در دو جمله گفته شده، مشکل شناسایی (و در نتیجه مدیریت) تفاوت‌های معامله به منظور بورس‌بازی در مقابل هدف تأمین به خوبی روشن شده باشد. نقش بازیگران غیر تجاری (یا همان بورس‌بازان) در بازارهای آتی مورد توجه تحلیلگران بسیاری قرار گرفته است. رئیس شرکت «آمراداس» در پاسخ به فشارهای وزارت انرژی آمریکا اعلام کرد که بورس‌بازان مسئول افزایش قیمت نفت حرارتی بوده‌اند (سولیوان، ۱۹۹۶). در یک رشته از گزارش‌هایی که مشاوران نفتی تهیه کرده‌اند و همچنین مقالاتی که در نشریات انرژی به چاپ رسیده است (و در اینجا فقط نمونه‌های اخیر ذکر می‌شود) آقایان کراپلز، ۱۹۹۶، ۱۹۹۷، ۱۹۹۹ و «ورلیگر»، ۱۹۹۵، موضوع فعالیت‌های بورس‌بازی را به نوسانات قیمت در بازارهای بورس ربط داده‌اند. آنها با استفاده از اطلاعات مربوط به تمهیدات معامله‌گران که توسط بازار بورس نیامکس منتشر می‌شود، همبستگی شدیدی را بین قراردادهای بورس‌بازان و سطح قیمت‌های نفت نمایش داده‌اند. این یافته‌ها توجه زیاد نشریات نفتی را به خود جلب کرده است (برای مثال، مراجعه شود به نشریه پی‌آی‌دبلیو در سال‌های ۱۹۹۸ و ۱۹۹۵ و همچنین مقالات آرنولد، ۱۹۹۵، ۱۹۹۸ و ۱۹۹۶) که مورد توجه حامیان صنعت نفت و همچنین گروهی که در

صدد تضعیف جایگاه معاملات آتی می‌باشند، قرار گرفته است.

مقالات مزبور در مجموع کمک کرده است تا توجه همگان به کل ابعاد بازارهای آتی جلب گردد و نقش بورس‌بازانی که با سرمایه کافی در این میدان وارد شده‌اند و همچنین مؤسسات مالی مورد توجه قرار گیرد. سؤال این است که آیا مؤسسات مالی هم دارای نقش مثبت در نوسانات قیمت بازارهای آتی می‌باشند و یا تأثیر عملیات آنها صرفاً در این نوسانات منفی است. این سؤال را می‌توان با این سؤال پاسخ داد که آیا این مؤسسات را می‌توان تحت عنوان «پول هوشمند»^(۱۱) دسته‌بندی کرد یا خیر؟ اگر چنین باشد، حضور آنها برای اینکه بازار بتواند خود را به آرامی با تغییرات صنعت، تغییرات کلان و تغییرات سیاسی تطبیق دهد، مفید است.

از سوی دیگر، اگر این مؤسسات مالی تحت عنوان مقوله «پول گنگ»^(۱۲) طبقه‌بندی شوند، معامله‌گران نموداری که با دنبال کردن روندها کار می‌کنند و یا معامله‌گرانی که «رفتار گله‌ای»^(۱۳) دارند و به خاطر اینکه دیگران اقدام به خرید یا فروش می‌کنند از آنها پیروی می‌نمایند، موجب تشدید نوسانات بازار می‌شوند. اما اگر بورس‌بازان به تغییراتی که پیش‌بینی می‌شود در بنیادهای بازار به وجود آید عکس‌العمل نشان نمی‌دهند، آیا می‌توان گفت که آنها موجب سقوط و یا افزایش قیمت‌ها می‌شوند؟ در واقع ورشکستگی اخیر مؤسسه مالی تأمین‌گر «مدیریت بلندمدت سرمایه» که باعث آن شد تا وام‌دهندگان به این مؤسسه، ضمانت خود را لغو نمایند، و پس از آن، مجدداً مؤسسات مالی را به عنوان «پول هوشمند» شناسایی نکنند. در نتیجه این تصور حاصل شده که مؤسسات مالی عامل عدم ثبات بازارهای مالی هستند.

به هر حال پاسخ دادن به سؤالات مزبور بدون داشتن شواهد عینی امکانپذیر نمی‌باشد و تنها با داشتن چنین شواهدی است که می‌توان با قطعیت در این خصوص نظر داد. برای مثال «کراپلز» ۱۹۹۹، در مقاله خود می‌گوید، صدها نفر از مدیران مؤسسات مالی و معامله‌گران کالا، معامله‌گران سیستمی هستند. یعنی برای انجام معامله فقط بر تحلیل‌های خود از روند قیمت‌ها تکیه می‌کنند و توجه اندکی به بنیادهای بازاری که در آن به معامله مشغولند مبذول می‌نمایند. البته این اظهارات آقای «کراپلز» با دیدگاه او که قبلاً نقل گردید، سازگاری دارد. در سطرهای قبلی، به نظر او که معتقد است بورس‌بازان منبع

اگر قیمت‌ها در آینده کمتر از امروز باشد، دولت‌ها با استفاده از

این نوع معاملات می‌توانند

و جاهت کسب کنند.

اما اگر قیمت‌ها افزایش یابند،

ولی دولت‌ها قیمت نفت خود را

تثبیت کرده باشند،

دچار مشکلات سیاسی می‌شوند

نوسانات در بازار می‌باشند، اشاره کردیم. اما تحلیلگرانی نظیر «دیل و زیرن، ۱۹۹۶» اعتقاد دیگری دارند. آنها می‌گویند مجموعه آمار و اطلاعات نشان می‌دهد که مؤسسات مالی به جای اینکه بر قیمت‌های نفت تأثیر داشته باشند، از آنها دنباله‌روی می‌کنند (نشریه پی‌آی‌دبلیو در سال ۱۹۹۵ واژه تبعیت گوسفندوار را در این مورد به کار برد). حتی اگر آنچه تحلیل‌های آنها نشان می‌دهد درست باشد (که البته نیست و همان‌گونه که کراپلز نیز نظرات آنها را رد کرده است)، تفسیری که آنها کرده‌اند غیر قابل قبول است و نشان می‌دهد این بحث‌ها و اصلاً متوجه نشده‌اند.

متأسفانه وقتی اطلاعات به صورت کامل وجود ندارد، یافتن همبستگی گسترده بین نوسانات قیمت و تغییرات وضعیت بورس‌بازان نمی‌تواند: اولاً، نشانگر سودآور بودن وضعیت آنها باشد. ثانیاً، تأثیر اقدامات آنها را بر کارایی بازار و نوسانات نشان دهد. ثالثاً، اثبات کند که اصلاً این پدیده نیاز به چنین توجهاتی دارد. به طور کلی تفسیر این روابط به اطلاعات مربوط به رفتار شخصی هر یک از معامله‌گران نیاز دارد.

یک نظریه دیگر هم در این بخش مطرح است که قابل بررسی می‌باشد و آن نظریه چهارم در این مورد است:

۴- بورس‌بازی بر اساس رفتار گله‌وار^(۱۴)، پدیده مهمی در بازارهای آتی انرژی می‌باشد.

همان‌گونه که گفته شد، غالباً فرض می‌شود که مؤسسات مالی و سایر بورس‌بازان تمایل دارند که همانند گوسفندان به صورت گله‌ای حرکت کنند، یعنی به دلیل استفاده از یک الگوی مشابه و یا نسخه‌برداری از استراتژی تجاری یکدیگر به طور همزمان شروع به خرید یا فروش نمایند. این موضوع یک سؤال عملی در پی دارد و بدون در دسترس داشتن اطلاعات مربوط به

وضعیت هر یک از بورس‌بازان، نمی‌توان در مورد آن اظهار نظر کرد. کمیسیون معاملات آتی کالای آمریکا^(۱۵) به عنوان ناظر و تنظیم‌کننده مقررات بازارهای آتی در این کشور، آمار مربوط به وضعیت استفاده‌کننده عمده تجاری و بورس‌بازان در بازار آتی و قراردادهای اختیاری را منتشر می‌سازد. براساس قانون بورس کالا در آمریکا، افرادی که معاملات گسترده‌ای دارند، یعنی میزان قراردادهای خریداری شده و یا فروخته شده آنها زیاد است، ناچارند در پایان هر روز تعداد قراردادهای باز خود را گزارش کنند. و بازار بورس نیز معمولاً این ارقام را به صورت کلی هر دو هفته یک بار ضمن گزارش تہدات معامله‌گران منتشر می‌کند (برای جزئیات بیشتر به گزارش کراپلز، ۱۹۹۹ مراجعه شود). اما به هر حال در گزارشی که وزارت انرژی آمریکا برای ارزیابی تأثیر اقدامات بورس‌بازان بر قیمت نفت حرارتی و سطح ذخیره‌سازی‌ها انجام داده است (که در واقع ادعای مزبور چنین تحقیقی را موجب شده بود)، اطلاعات مربوط به هر یک از معامله‌گران در معاملات آتی نفت حرارتی، نفت‌خام و بستن برای فاصله زمانی ۱۹۹۷-۱۹۹۳ در اختیار مؤلفان این گزارش قرار گرفت. این اطلاعات در اختیار «ادیرینکتون» و «لی» نیز قرار گرفت که گزارشی توصیفی و همچنین خلاصه‌ای از آمار مربوط به هر یک از معامله‌گران را تهیه کردند. بررسی‌های اولیه این آمار، شواهد زیادی از رفتار گله‌ای در بین عاملان مؤسسات مالی^(۱۶) (یعنی مدیران مؤسسات مالی که پول مشتریان خود را در بازارهای آتی و اختیاری سرمایه‌گذاری می‌کنند) به دست نمی‌دهد. این عاملان در بازار بورس آتی نفت حرارتی هر کدام دارای ۲۵۰ مورد و یا بیشتر، قرارداد باز بودند که هر کدام از این قراردادها شامل ۱۰۰۰ بشکه نفت‌خام می‌شود. اگر این عاملان قصد داشتند رفتار گله‌ای از خود بروز دهند، یعنی همگی در یک زمان به خرید یا فروش بپردازند، چنین رفتاری باید از طریق یافتن همبستگی با درجه بالا در بین آمار مربوط به تغییر تعداد قراردادهای باز آنها مشاهده شود.

همان‌گونه که در جدول ۱ مشاهده می‌شود متوسط همبستگی بین تغییرات وضعیت ۸۰ مؤسسه مالی به اندازه کافی می‌تواند گویا باشد. این مؤسسات که آمار آنها مورد بررسی قرار گرفته است، عبارت از کلیه مؤسسات مالی می‌باشند که حداقل یک روز دارای وضعیت قابل گزارش در فاصله سال‌های ۹۷-۱۹۹۳ بوده‌اند. متوسط

همبستگی بین تغییرات وضعیت آنها در حدود ۱۱ درصد می‌باشد. اغلب آنها مؤسسات کوچکی هستند که به تناوب در بازارهای آتی وارد می‌شوند. متوسط روزهایی که یک وضعیت قابل گزارش همچنان بازنگاه داشته شده بود به ۹۲ روز از ۹۶۳ کاری می‌رسید.

در نتیجه، تنها یک سوم از ۳۱۶۰ رقم همبستگی قابل محاسبه بود. و درجه همبستگی فقط در حدود یک دهم از ۱۱۱۵ رقم به بیش از ۵۰ درصد می‌رسید. متوسط همبستگی‌ها در سطح اعتماد قابل قبول تقریباً معادل صفر می‌باشد. علاوه بر آن، تعداد اندکی از همبستگی‌ها در بین بازیگران کوچک مطرح می‌باشد. وقتی همبستگی مشخص شده بین مؤسسات مالی بزرگتر را که بر اساس تعداد روزهایی که قراردادهای باز آنها حداقل به ۲۵۰ مورد می‌رسد در نظر بگیریم، موضوع حرکت گله‌ای در سطح ضعیفی مشاهده می‌شود. و متوسط همبستگی‌ها در این مورد نیز تقریباً معادل صفر است و فقط یک مورد از ۴۵ مورد به بیش از ۵۰ درصد می‌رسد و ۵ مورد نیز بیش از ۳۰ درصد است.

یکی دیگر از ادعاهایی که در این زمینه مطرح است و تحت شماره ۵ در اینجا آورده شده عبارت است از:

۵- کشورهای صادرکننده نفت از معاملات آتی برای حفظ قیمت استفاده می‌کنند. بحث در

مورد تأمین‌گری دولت‌ها شدیدتر از موضوع تأمین‌گری شرکت‌های خصوصی است، زیرا دولت‌های صادرکننده نفت به عنوان نماینده ملت، تنوع زیادی نداشته اما از انسجام خوبی برخوردار هستند. در حالی که سرمایه‌گذاران و سهامداران شرکت‌های خصوصی کاملاً متنوع هستند. اما به هر حال استفاده از معاملات آتی برای تأمین درآمدهای صادراتی، درآمدهای مالیاتی و سایر موارد، توسط دولت‌های صادرکننده نفت بسیار کم و در حداقل خود می‌باشد.

برخی از ناظران نفتی، این موضوع را به ناآگاهی دولت‌ها در خصوص این معاملات نسبت می‌دهند. ولی دانستن این نکته ضروری است که اگر قیمت‌ها در آینده کمتر از امروز باشد، دولت‌ها با استفاده از این نوع معاملات می‌توانند وجاهت کسب کنند. اما اگر قیمت‌ها افزایش یابند، ولی دولت‌ها قیمت نفت خود را تثبیت کرده باشند، دچار مشکلات سیاسی می‌شوند. از سوی دیگر، محدودیت نقدینگی نیز وجود دارد، زیرا اگر کشورهای عمده صادرکننده نفت (به عنوان مثال عربستان سعودی) بخواهند فروش نفت خام خود را از طریق بازار نایمکس و یا بازار بورس لندن تأمین کنند، قیمت‌های آتی در این بازارها دچار افت شدیدی می‌شوند، زیرا در حقیقت مازاد عرضه قابل توجهی در این بازارها به وجود خواهد آمد.

الفصل نهم: وقفه در عرضه نفت و بازارهای آتی

این موضوع نیز بر دو ادعا مبتنی است که به ترتیب به شرح و تقد آنها می‌پردازیم:

۱- با وجود بازارهای آتی، موضوع ذخایر استراتژیک نفت غیرضروری و بی‌مورد است برای اینکه این ادعا را بهتر مورد تجزیه و تحلیل قرار بدهیم، بهتر است ابتدا فرضیه‌هایی را که توجیه‌کننده ضرورت ذخایر استراتژیک نفت می‌باشند، مورد ارزیابی دهیم. در واقع، اگر قرار بر این است که ذخایر استراتژیک نفت در زمان بروز بحران، به صورت ارزان در اختیار برخی گروه‌ها (مانند صنایع دفاعی، پلیس، آتش‌نشانی‌ها، خدمات نظامی، حمل و نقل عمومی و بخش کشاورزی) قرار گیرد، باید گفت که چنین کاری از بازارهای آتی بر نمی‌آید. و اگر قرار باشد ذخایر استراتژیک به صورت گسترده نفت را در دسترس مصرف‌کنندگان قرار دهد تا اقتصاد کلان از آسیب‌های بحران در امان بماند، باز هم بازارهای آتی نمی‌تواند چنین خدماتی را ارائه دهد، مگر در مواردی که احتمال می‌رود اشخاص شدیداً دچار آسیب شوند که در این صورت با خرید قراردادهای آتی می‌توان وضعیت خود را تثبیت کرد. مجدداً اگر قرار باشد ذخایر استراتژیک نفت به دولت‌ها این امکان را بدهد که قیمت‌ها را تحت تأثیر قرار بدهند، یعنی

جدول ۱. حرکت گروهی در بین فعالان در بازار آتی نفت حرارتی

| ۱۰ عدد از بزرگترین مؤسسات | کل ۸۰ مؤسسه | تعداد مؤسسات مالی مورد بررسی = ۸۰ |
|---------------------------|-------------|---|
| | | حداکثر تعداد همبستگی قابل محاسبه = ۳۱۶۰ |
| ۵۳۶ | ۹۲ | میانگین روزهای قابل گزارش از ۹۳۶ روز کل |
| ۴۵ | ۱۱۱۵ | تعداد همبستگی‌ها |
| -۱۶/۹ | -۱۰۰ | کمترین |
| -۸ | -۳۰/۴ | ۵ درصد |
| -۶/۴ | -۱۷/۴ | ۱۰ درصد |
| -۰/۲ | -۳/۵ | ربع پایین |
| ۲/۲ | ۴/۷ | متوسط |
| ۱۰/۷ | ۲۴/۹ | ربع بالا |
| ۳۲/۲ | ۵۰/۱ | ۹۰ درصد |
| ۳۸/۵ | ۷۶/۲ | ۹۵ درصد |
| ۵۱/۳ | ۱۰۰ | بیشترین |
| ۷/۲ | ۱۰/۹ | متوسط |

با خرید نفت تولید شده در زمانی که قیمت‌ها کاهش می‌یابد آن را تقویت کنند و هنگامی که قیمت‌ها افزایش می‌یابد با برداشت از این ذخایر قیمت‌ها را پایین بیاورند، چنین وظیفه‌ای از عهده بازار آتی بر نمی‌آید.

ادعای دیگری که در این زمینه مطرح می‌باشد عبارت از این است که:

۲- معاملات آتی، اثر وقفه‌هایی را که در عرضه نفت پیش می‌آید تشدید می‌کنند این دیدگاه در هنگام بروز بحران خلیج فارس رواج بسیاری پیدا کرده بود. در آن زمان، حتی پیشنهاد شده بود که برای یک دوره کوتاه و یا تا زمان نامعینی معاملات آتی نفت تعطیل شود. کمیته معاملات آتی کالا نیز موضوع تعطیل کردن معاملات آتی نفت را در آن زمان مورد توجه قرار داد. قبلاً نیز در هنگام اشغال افغانستان توسط اتحاد جماهیر شوروی (سابق) در سال ۱۹۷۹، این کمیته معاملات آتی گندم را لغو نمود. همان گونه که گفته شد در گزارش «واینر، ۱۹۹۸» آمده است به دلیل تأثیرگذاری عوامل بنیادین (مانند جنگ، اشغال و غیره) نوسان شدید قیمت‌ها به هنگام بحران خلیج فارس به وجود آمد و معاملات آتی فقط نقش تعدیل‌کننده و آرام‌بخشی را برعهده داشتند.

افسانه دهم: قیمت‌های آتی و تک‌محموله نفت از الگوهای ساده‌ای پیروی می‌کنند

در این بخش نیز ۵ ادعا مطرح می‌شود ابتدا سه مورد از آنها را که با یکدیگر شباهت دارند، مورد بررسی قرار می‌دهیم و سپس به ترتیب به نقد دو ادعای باقی مانده می‌پردازیم:

۱- قیمت‌های نفت از یک سیر تصادفی (۱۷) پیروی می‌کنند.

۲- قیمت‌های نفت تمایل دارند که در بلندمدت به یک سطح مشخص بازگردند.

۳- قیمت‌های نفت تمایل دارند که بر اساس نرخ بهره افزایش پیدا کنند، همانند نظریه «هتلینگ» (۱۸).

عدم دقت پیش‌بینی‌هایی که درباره قیمت‌های نفت صورت گرفته به خوبی برای همه شناخته شده است. سؤال طبیعی این است که الگوی قیمت‌های آتی چه چیزی را در مورد مسیر قیمت‌های نفت می‌تواند به ما بگوید؟ علاوه بر آن، این قیمت‌ها نشان‌دهنده پیش‌بینی دست‌اندرکاران بازار است و اینکه آنها قصد دارند پولشان را در چه سطحی به کار اندازند.

سه ادعای مذکور به صورت‌های مختلفی

توسط تحلیلگران فنی و همچنین دانشگاهیان ابراز می‌شود. روشن است که همه این ادعاها نمی‌تواند درست باشد و البته شواهدی که از قیمت‌های آتی در دست است، نشان می‌دهد که هیچکدام آنها درست نیست (حداقل در مورد نفت‌خام که قیمت آن مبنای همه پیش‌بینی‌هایی است که در مورد انرژی صورت می‌گیرد).

بحث نظریه سیر تصادفی در مورد تغییر قیمت‌ها در بازار و نرخ مبادله ارزها و کالاها در دهه ۱۹۸۰ کاملاً شایع بود. اساس این نظریه بسیار ساده است و می‌گوید، ذاتاً تغییرات قیمت غیر قابل پیش‌بینی است، زیرا از شوک‌های غیرقابل پیش‌بینی در آینده ناشی می‌شود و بهترین پیش‌بینی از قیمت‌های فردا (یا قیمت‌های ماه آینده و یا سال آینده) قیمتی است که امروز وجود دارد. این نظریه امروزه از رواج زیادی برخوردار نیست، اما هنوز هم در برخی از بازارها (عمدتاً در بازار مبادلات ارزهای خارجی) از اعتبار کافی برخوردار است.

در مقابل، قیمت‌های کالا، که شامل نفت نیز می‌شود، به بازگشت به سطح میانگین (۱۹) تمایل دارند. یعنی تغییرات قیمت تا حدودی از طول زمان تمایل به برگشت دارد. این موضوع به دو دلیل واقعیت دارد:

دلیل اول: پاسخ به شوک‌ها به آرامی صورت می‌گیرد، برای مثال در بخش تقاضا می‌توان از افزایش تدریجی کارایی سوخت‌ها و همچنین صرفه‌جویی بعد از شوک‌های دهه هفتاد میلادی یاد کرد و در بخش عرضه نیز می‌توان از اینکه افزایش قیمت‌ها چگونه توانست به افزایش اکتشافات و تولید نفت در مناطق مختلف در سطح جهان منجر شود، اشاره کرد. این حقیقت که کشش‌های عرضه و تقاضا در بلندمدت بیش از کوتاه مدت می‌باشد، نشان می‌دهد که:

الف: در کوتاه‌مدت غالب تعدیلاتی که در مقابل شوک‌ها صورت می‌گیرد از طریق قیمت‌ها ظاهر می‌شود.

ب: در بلندمدت بیشتر تعدیلات از طریق تولید و مصرف صورت می‌گیرد.

و نتیجه این دو نوع تعدیل، بازگشت به سطح میانگین می‌باشد.

دلیل دوم: شوک‌هایی که اتفاق می‌افتد به خودی خود تمایل دارند که برطرف شوند، مانند زمستان سرد که به آب و هوای عادی تبدیل می‌شود. جنگ‌ها و آشوب‌های سیاسی نیز به تدریج برطرف می‌شوند و یا موارد دیگری از این قبیل. شواهد مربوط به بازگشت به سطح میانگین

به راحتی با مطالعه قیمت‌های آتی قابل آزمون است. به عنوان مثال، در تشریح وال استریت ژورنال و یا شبکه نایمکس یا آدرس www.nymex.com و یا شبکه بورس بین‌المللی نفت لندن با آدرس www.ipe.uk.com به راحتی می‌توان این موضوع را مشاهده کرد. در واقع قیمت‌ها برای قراردادهای بلندمدت‌تر نوسان کمتری نسبت به قراردادهای کوتاه‌مدت‌تر دارند، حتی در هنگام بحران خلیج فارس، قیمت‌های آتی در قراردادهای نزدیکتر حدود ۴۰-۲۰ دلار در بشکه رسیدند و سپس به سطح ۲۰ دلار در بشکه بازگشتند. اما قیمت‌ها در قراردادهای بلندمدت‌تر هیچگاه از ۲۵ دلار در بشکه فراتر نرفت. البته در مورد ادعای دوم، باید این نکته را مورد توجه قرار داد که تمایل به بازگشت به سطح میانگین نباید با این نظریه که معتقد است قیمت‌های نفت باید همیشه به سطح ارزش واقعی بازگردد، اشتباه شود. در واقع هیچ شواهدی وجود ندارد که ثابت کند چنین ارزش واقعی برای نفت و یا هر کالای دیگری وجود دارد که البته نباید هم وجود داشته باشد. اگر چنین ارزش بنیادینی وجود داشت، منحنی‌های بلندمدت عرضه و تقاضا باید بدون تغییر باقی می‌ماند و یا اینکه حداقل با یکدیگر جابه‌جا می‌شد و سطح رقابت در صنعت نفت ثابت باقی می‌ماند. با توجه به تغییرات شدید تکنولوژی در بخش‌های تولید و مصرف و همچنین تجدید ساختار صنعت نفت، این فرضیه‌ها هیچکدام درست به نظر نمی‌رسند.

البته بازگشت به یک قیمت ثابت، پیش‌بینی را آسان‌تر می‌سازد (حداقل در بلندمدت). اما نگاهی دوباره به قیمت‌های آتی کافی است که این ادعا را مردود نشان دهد. یعنی قیمت‌های آتی در قراردادهای بلندمدت‌تر در عین حالی که نوساناتش کمتر از قیمت‌های ماه‌های نزدیکتر است، اما هرگز به یک رقم ثابت مبدل نمی‌شود برای مثال، قیمت‌های آتی نفت‌خام برای تحویل در دسامبر ۲۰۰۳ که از ژانویه ۱۹۹۷ معاملات آن شروع شد، بین ۱۶ تا ۲۲ دلار در هر بشکه نوسان دارند (از تابستان سال ۱۹۹۹).

ادعا و یا دیدگاه سوم مبتنی بر الگوی (هتلینگ، ۱۹۳۱) می‌باشد که پیش‌بینی می‌کند، قیمت (خالص هزینه نهایی استخراج) منابع طبیعی مانند نفت‌خام و گاز طبیعی براساس نرخ بهره افزایش خواهد یافت، تا منابع تولیدکننده به خاطر نگاه داشتن آنها در زیر زمین جبران گردد. چنین تحلیلی باید در قیمت‌های آتی به صورت

حالت پیش‌بینی^(۲۰) باشد، یعنی قیمت‌های آتی بهتر از قیمت‌های فیزیکی باشد. در حقیقت طی بیشتر سال‌های دهه ۸۰ و ۹۰ میلادی در حالت پس‌بینی^(۲۱) بود، یعنی قیمت‌های فیزیکی بهتر از قیمت‌های آتی بود.

ادعای چهارم در این بخش عبارت از این است که:

قیمت‌های آتی در پیش‌بینی قیمت‌ها بی‌فایده است.

این دیدگاه توسط بسیاری از تحلیلگران نفتی ابراز می‌شود. آنها فرض می‌کنند که قیمت‌های آتی انرژی هیچ ربطی به پیش‌بینی قیمت‌های تک‌محموله در آینده ندارند. دلایلی که برای اثبات این دیدگاه آورده می‌شود، متعدد است. یکی از آنها این است که بازار آتی جنبه فرعی و غیرواقعی داشته و پادنیای واقعی انرژی ربطی ندارد. به عبارت دیگر، بازارهای آتی ناکارآمد هستند و یا اینکه قیمت‌های آتی پیش‌بینی‌های جانبدارانه‌ای در مورد قیمت‌های تک‌محموله در آینده دارند، زیرا بخشی از قیمت‌های آتی مربوط به عامل خطرپذیری است. مفید بودن قیمت‌های بازار آتی برای پیش‌بینی، سؤالی است که نمی‌توان آن را فقط با بحث در مورد مفاهیم حل کرد. تحقیقات علمی نشان می‌دهد که حداقل در مورد نفت خام، قیمت‌های آتی پیش‌بینی‌کننده بدون غرضی برای قیمت‌های نفت خام تک‌محموله در آینده می‌باشند. از این جمله نتیجه می‌گیریم که برای مثال، بهترین حدس درباره قیمت نفت خام تک‌محموله در دسامبر سال ۲۰۰۳، قیمت آتی نفت خام در دسامبر ۲۰۰۳ می‌باشد که امروز معامله می‌شود. البته باید توجه شود که قیمت‌های آتی به عنوان یک پیش‌بینی‌کننده، هرچند بدون غرض می‌باشند، اما از دقت زیادی برخوردار نیستند، یعنی دامنه خطاهای پیش‌بینی در سطح بالایی قرار دارد.

ادعای پنجم در این بخش عبارت است از: ۵- قیمت‌های تک‌محموله نفت خام وست‌نگزاس ایترمدیت (WTI) و قیمت‌های آتی نایمکس همین نوع نفت خام در اولین ماه، بسیار به هم نزدیک می‌باشند. این موضوع نشان می‌دهد که بازار آتی به خوبی کار می‌کند.

واقعاً هم قیمت تک‌محموله نفت خام وست‌نگزاس ایترمدیت و قیمت آتی این نوع نفت خام در بازار بورس نایمکس کاملاً مشابه یکدیگرند. اما دلیل این موضوع آن است که هر دو یک چیز را اندازه‌گیری می‌نمایند، یعنی قیمتی برای نفت تحویلی در آینده نزدیک. برخلاف فرآورده‌های

نفتی و همچنین نفت خامی که توسط نفتکش تحویل داده می‌شود، واژه تک‌محموله در سیستم تحویلی در خط لوله (همانند خط لوله‌ای که برای تحویل نفت خام وست‌نگزاس ایترمدیت استفاده می‌شود)، اشاره به ماه بعدی دارد که زودترین زمان قابل تحویل می‌باشد. برای مثال، قیمت تک‌محموله نفت خام وست‌نگزاس در ماه ژوئن به تحویل در ماه ژوئیه اشاره می‌کند (یعنی تا روز ۲۵ ژوئن برنامه تحویل توسط خط لوله در ماه ژوئیه کامل می‌شود، ولی بعد از ۲۵ ژوئن وارد تاریخ تحویل ماه اوت می‌گردد).

پس مشاهده می‌شود که مفهوم تک‌محموله^(۲۲) و نزدیکترین ماه آتی^(۲۳) در این بازار، کاملاً مشابه یکدیگرند و هر دو به یک زمان در آینده اشاره دارند مگر برای سه روز در ماه (حداقل سه روز زیرا گاهی به دلیل تعطیلات آخر هفته و یا سایر تعطیلی‌ها، این مدت ممکن است طولانی‌تر شود).

نتیجه‌گیری

تلاش این مقاله بر آن بود تا دیدگاه‌های تحقیقاتی و تجاری را با یکدیگر ترکیب کرده و آنها را به هم نزدیک سازد و موضوعاتی نظیر بورس‌بازی، حرکت گله‌ای و نوسان قیمت‌ها را مورد بحث قرار دهد. گاهی اوقات نوشته‌های تحقیقاتی نشان می‌دهد که نویسنده با نهادهای دنیای واقعی و عملکرد آنها آشنایی نداشته است. اغلب بحث‌هایی که در مورد بازار آتی در نشریات تجاری انرژی صورت می‌گیرد، نادرست هستند. این مقاله قصد آن داشت تا بحث آگاهانه‌تری در مورد این مباحث ارائه دهد.

نظریه کارشناسی

مقاله مفصل آقای رابرت جی. واینر به دلایل زیر حایز اهمیت است:

۱- این مقاله به ابعاد عملی بازارهای آتی می‌پردازد و به بحث نظری صرف اکتفا نمی‌کند.

۲- از شیوه بحث و نقد برای ارائه مطالب خود استفاده می‌کند.

۳- این مقاله نشان می‌دهد که هر دو گروه از موافقان و مخالفان بازارهای آتی، دارای نظرات مستقل و عمیقی می‌باشند که اثبات و یا رد آنها به سادگی امکان‌پذیر نیست.

۴- این مقاله نشان می‌دهد که بازارهای آتی، افق ناشناخته‌ای را در مقابل صنعت نفت باز کرده است. به هر حال آنچه که بدیهی است، حضور گسترده این بازارها و قراردادهای در دنیای امروز است. به عنوان مثال، در اکتبر سال ۱۹۹۹ در حدود ۲۶۴

میلیون بشکه در روز نفت خام فرآورده در معاملات آتی و اختیاری بورس نایمکس مبادله گردید که چندین برابر حجم مصرف نفت روزانه جهان می‌باشد. از سوی دیگر، حضور شرکت‌های عمده بین‌المللی نفتی در این معاملات، ابعاد جدیدتری در بازار نفت ایجاد کرده است.

شرکت ملی نفت ایران نیز بدون تردید در آینده نزدیک سایه سنگین بازارهای آتی را احساس خواهد کرد، از این رو شایسته است:

الف. به شناخت نظری این معاملات اقدام شود.

ب. سازمان (و یا کمیته) خاصی را برای پیگیری مسایل این بازارها تشکیل دهد.

ج. به طور علمی و برای آموزش در ابعاد کوچک وارد این معاملات شود.

د. به تربیت نیروهای آشنا با ابزارهای جدید مالی بپردازد.

بدیهی است ترویج و تأکید بر بازارهای بورس نفتی برای کشورهای بزرگ صادرکننده نفت به صلاح نیست، اما کسب آمادگی لازم در

مورد شرایطی که برای ورود به این بازارها ضروری خواهد بود، الزامی است. به ویژه آنکه، بسیاری از رقبای کشورمان به تدریج در صدد ایفای نقش در این بازارها هستند.

1- Ed Krapels

2- Phillip Verleger

3- Mike Lynch

4- Michael Pratt

5- Pipeline Certificates

6- Wet Barrel

7- Regression

8- Simultaneity Bias

9- Hedging

10- open interest

11- Smart Money

12- Dumb Money

13- Herding Sheeps

14- Speculative Herding

15- Commodity Futures Trading Commission

16- Commodity Pool Operators

17- Random Walk

18- Herdelling

19- Mean-Reverting

20- contango

21- Back wardation

22- Spot

23- Nearby Futures