

## بررسی راه‌اندازی بازار آتی سکه طلا و تبعات آن بر اقتصاد کشور

دکتر محمد نادعلی\*

### چکیده

از سال ۱۳۸۷ شاهد فعالیت ابزار جدید مالی به نام آتی سکه طلا در بورس کالای ایران هستیم. این ابزار جدید با هدف دعوت از سرمایه‌گذاران برای معامله آتی در بورس، جلوگیری از خروج سرمایه، یکپارچگی و یکسان‌سازی معاملات طلا در سراسر کشور و جلوگیری از معاملات موهوم و رواج سکه‌های تقلبی در بازارهای کاذب، در بورس کالا عرضه شد. ابتدا، استقبال چشمگیری از این ابزار مالی نشد، اما با گذشت زمان و پدیدار شدن شرایط جدید و همراه با نوسان و التهاب در بازار ارز و طلا در کشور، به یکباره تقاضا برای خرید و فروش این ابزار جدید مالی به شدت افزایش یافت؛ به طوری که ارزش و تعداد قرارداد معاملات آتی سکه طلا به ترتیب از ۶۰/۷ میلیارد ریال و ۳/۲ هزار عدد در سال ۱۳۸۷ با افزایش حدود ۵۹۷۳ و ۱۰۶۱ برابری به ۳۶۲۸۱۵/۷ میلیارد ریال و ۳۳۶۹/۱ هزار عدد در پایان سال ۱۳۹۱ رسید. حال، این پرسش مطرح می‌شود که آیا به دلیل کارکرد پوشش ریسک آتی سکه طلا، این ابزار مورد توجه قرار گرفته و بازار آن با رونق مواجه شده است؟ یا استقبال از این ابزار به دلیل گسترش فعالیت‌های واسطه‌گری و دلالی در اقتصاد ایران، به دلیل بروز نوسانات در بازار ارز و طلا در ماه‌های اخیر بوده است؟ هدف اصلی این پژوهش، پاسخ به پرسش‌های مطرح شده است. بر این اساس، با روش تحلیل آماری و توصیفی فرضیه تأثیرپذیری بالای بازار آتی سکه طلا از تحولات اخیر اقتصاد کلان کشور و محدود بودن اثر کارکرد پوشش ریسک این ابزار مورد بررسی قرار گرفت. یافته‌ها نشان می‌دهد راه‌اندازی بازار آتی سکه طلا در بورس کالای ایران که با هدف پوشش ریسک معاملات طلا در کشور بوده است، بیشتر محلی برای فعالیت‌های واسطه‌گری و دلالی بوده است تا محلی برای پوشش ریسک معاملات بازار نقد طلا.

واژگان کلیدی: قرارداد آتی، آتی سکه طلا، بورس کالا، بازار ارز، بازار طلا.

طبقه‌بندی JEL: C12, C22, G10, G24

\*رئیس دایره نفت و نیرو اداره بررسی‌ها و سیاست‌های اقتصادی بانک مرکزی ج.ا.ا.

## ۱. مقدمه

فعالان اقتصادی از دیر باز با ریسک‌های مختلفی در بازار مواجه بوده‌اند. ریسک‌هایی همچون تغییرات غیرمنتظره بهای کالا، ریسک اعتباری،<sup>۱</sup> نوسانات عرضه کالا و مواد اولیه و عدم پای‌بندی طرف معامله به قرارداد (نکول)<sup>۲</sup> از این جمله هستند. از دیدگاه نظری نیز هر فعالیت اقتصادی با درجه‌ای از ریسک همراه است و ریسک را نمی‌توان کاملاً حذف کرد، بنابراین، نگرش علمی به مسأله ریسک چیزی جز مدیریت آن نیست. از سوی دیگر، با توسعه بنگاه‌های اقتصادی و گسترش دامنه تجارت، ریسک از اهمیت ویژه‌ای در مطالعات اقتصادی و بازرگانی برخوردار شده و روش‌های مدیریت ریسک بسیار مورد توجه قرار گرفته است.

فعالان اقتصادی برای مقابله با ریسک، استراتژی‌های مختلفی در دهه‌های گذشته به کار برده‌اند؛ استراتژی‌هایی همچون استفاده از پوشش بیمه‌ای، پیش فروش یا پیش خرید کالا، اخذ ضمانت‌نامه و معامله در بورس. یکی از شیوه‌های جدید پوشش<sup>۳</sup> و مدیریت ریسک<sup>۴</sup> در دهه‌های اخیر استفاده از ابزارهای مشتقه<sup>۵</sup> است. ابزارهای مشتقه به بیان ساده عبارت از ابزارهایی هستند که ارزش آنها از یک دارایی پایه<sup>۶</sup> (مانند طلا، سهام و ارز) مشتق شده است، معمولاً به چهار گروه تقسیم می‌شوند: "سلف‌ها"،<sup>۷</sup> "معاملات آتی"،<sup>۸</sup> "معاملات اختیاری"<sup>۹</sup> و "معاملات متقابل"<sup>۱۰، ۱۱</sup>.

قرارداد آتی بنا بر تعریف قراردادی است که فروشنده بر اساس آن متعهد می‌شود در سررسید معین، مقدار معینی از کالای مشخص را به قیمتی که الان تعیین می‌کنند، بفروشد و در مقابل طرف دیگر قرارداد متعهد می‌شود آن کالا را با آن مشخصات، خریداری کند. در این قراردادها، برای جلوگیری

- 
1. Credit Risk
  2. Default
  3. Hedging
  4. Risk Management
  5. Derivatives
  6. Underlying Asset
  7. Forwards
  8. Futures
  9. Options
  10. Swaps

از امتناع طرفین از انجام قرارداد، طرفین به صورت شرط ضمن عقد متعهد می‌شوند مبلغی را به عنوان وجه تضمین نزد اتاق پایاپای<sup>۱</sup> بگذارند و متعهد می‌شوند متناسب با تغییرات قیمت آتی، وجه تضمین را تعدیل کنند و اتاق پایاپای بورس کالا از طرف آنان وکالت دارد متناسب با تغییرات، بخشی از وجه تضمین هر یک از طرفین را به عنوان اباحه تصرف در اختیار طرف دیگر معامله قرار دهد و او حق استفاده از آن را خواهد داشت تا در سررسید با هم تسویه کنند.

بررسی تجارب دنیا نشان می‌دهد، قراردادهای آتی به‌عنوان یکی از ابزارهای مشتقه استاندارد عمدتاً در دهه‌های اخیر مورد توجه بازارهای مالی و کالایی دنیا بوده است. این ابزار به طور خاص در بورس‌های کالایی به دلیل شرایط خاص معاملات نقدی کالایی با اقبال زیادی مواجه شدند. این بورس‌ها که در ابتدای پیدایش، معاملات خود را عمدتاً به صورت نقدی انجام می‌دادند، با گسترش معاملات قراردادهای مشتقه و به طور خاص قراردادهای آتی در بورس‌های کالایی، در حال حاضر معاملات اصلی خود را بر روی قراردادهای مشتقه انجام می‌دهند و اصولاً بورس‌های کالایی دنیا محل معاملات ابزارهای مشتقه شناخته می‌شوند. با توجه به مزیت‌های گسترده این نوع ابزارها در حوزه تأمین و تثبیت مالی، بورس کالای ایران نیز در راستای گسترش معاملات ابزار مشتقه به عرصه معاملات کالایی اقدام به راه‌اندازی قراردادهای آتی در این بورس کرده است.

با گذشت حدود ۵۷ ماه از فعالیت ابزار آتی سکه طلا در بورس کالای ایران، تعداد و ارزش معاملات این ابزار از رشد قابل توجهی برخوردار شده است؛ به‌طوری که در سال ۱۳۹۱ نسبت به سال ۱۳۸۷ ارزش معاملات از رشد حدود ۵۹۷۳ برابری برخوردار بوده است. از سوی دیگر، عملکرد بازار آتی سکه طلا دو روند از خود نشان داده است؛ یکی روند آرام و محدود معاملاتی از ابتدا تا پایان سال ۱۳۸۹ و دیگری از ابتدای سال ۱۳۹۰ به بعد که روند معاملات با نوسانات بازار ارز و طلا در کشور به شدت افزایش یافته است. حال پرسش اصلی این پژوهش آن است که آیا به دلیل کارکرد پوشش ریسک آتی سکه طلا، این ابزار مورد توجه قرار گرفته و بازار آن با رونق مواجه شده است؟ یا استقبال از این ابزار به دلیل گسترش فعالیت‌های واسطه‌گری و دلالی در اقتصاد ایران، به دلیل بروز نوسانات در بازار ارز و طلا

در ماه‌های اخیر بوده است و به ماهیت و هدف اصلی راه‌اندازی بازار آتی سکه طلا در بازار بورس کالای ایران مرتبط نیست؟

در این مقاله به پرسش‌های پیش‌گفته با بهره‌گیری از ابزار تحلیل توصیفی، تحلیلی و آماری پاسخ داده می‌شود. براین اساس، مقاله در هفت بخش ساماندهی شده است؛ در بخش اول به طور مختصر تاریخچه راه‌اندازی بازار قرارداد آتی در جهان و ایران را بررسی نموده و در بخش دوم دیدگاه‌های نظری و تجربی مربوط به آثار راه‌اندازی بازار آتی بر بازار نقد مرور می‌شود تا مزایا و معایب بازار آتی در عملکرد بازار نقد روشن شود. در بخش سوم به بررسی تحلیلی عملکرد بازار آتی سکه طلا در ایران اختصاص داشته و در آن تحلیل روندهای شکل‌گرفته در بازار آتی سکه طلا صورت می‌گیرد. در بخش چهارم به ارزیابی عملکرد سیاست راه‌اندازی ابزار آتی سکه طلا پرداخته‌شده و در بخش پنجم آثار و تبعات آتی سکه طلا بر امنیت اقتصادی کشور بررسی می‌شود. بخش ششم به آینده‌نگری نسبت به جایگاه آتی سکه در پوشش ریسک معاملات بازار سکه کشور پرداخته و در بخش هفتم نیز راهکارها و سیاست‌های پیشنهادی ارایه خواهد شد.

## ۲. تاریخچه راه‌اندازی بازار قرارداد آتی سکه طلا

### ۲-۱. جهان

از دیدگاه تاریخی، نخستین معامله آتی به روش جدید در اواسط قرن نوزدهم (سال ۱۸۶۵) و در پی توسعه تجارت غلات در بورس شیکاگو<sup>۱</sup> انجام شد. در سال ۱۹۷۲ "بازار پولی بین‌المللی" یا IMM به صورت شاخه‌ای از بورس تجاری شیکاگو تأسیس شد تا به معامله قراردادهای آتی مالی بپردازد. در حال حاضر، تعداد بورس‌هایی که در آنها قرارداد آتی معامله می‌شود، بسیار زیاد است.

به طور کلی، در دهه اخیر معاملات ابزار مشتقه در سراسر دنیا با رشد چشمگیری مواجه شده است. این رشد هم در زمینه ابزارهای مشتقه معامله شده در بورس‌های کالایی و اوراق بهادار و هم در

1. Chicago Board of Trade(CBOT)

2. International Monetary Market(IMM)

معاملات خارج از بورس<sup>۱</sup> رخ داده است. در سال ۲۰۱۰ کل حجم قراردادهای ابزار مشتقه معامله شده در ۷۷ بورس دنیا نسبت به سال ۲۰۰۹، رشد ۲۶ درصدی را نشان می‌دهد؛ در حالی که نسبت رشد در سال ۲۰۰۹ نسبت به سال ۲۰۰۸ تنها یک درصد، در سال ۲۰۰۸ نسبت به سال ۲۰۰۷ حدود ۱۳/۷ درصد و در سال ۲۰۰۷ نسبت به سال ۲۰۰۶ حدود ۳۰/۲۰ درصد بوده است که این نشان‌دهنده ادامه رشد چشمگیر حجم معاملات ابزار مشتقه در سال ۲۰۱۰ به‌رغم وقوع بحران مالی جهانی است. معرفی ابزارهای مشتقه (اوراق بهادار ناظر به قراردادهای آینده) در رونق بخشیدن و عمق دادن به بازارهای مالی غربی بسیار با اهمیت بوده و امروزه حجم اصلی معاملات این بازارها به ابزار مشتقه اختصاص دارد. به عنوان مثال حجم معاملات آتی سهام در بازار سهام نیویورک در حدود ۹ برابر حجم معاملات عادی سهام (نقدی) در این بازار است.

## ۲-۲. ایران

با توجه به اینکه نخستین معاملات قراردادهای آتی در دنیا به صورت استاندارد در بورس‌های کالایی انجام شده است، در ایران نیز نخستین معاملات قرارداد آتی در بورس کالای ایران با راه‌اندازی قرارداد آتی بر روی شمش طلای یک اونسی - که در تاریخ ۱۳۸۷/۳/۱۲ پذیرفته شد - از تاریخ ۱۳۸۷/۴/۱ آغاز شد؛<sup>۲</sup> اما با راه‌اندازی قراردادهای آتی بر روی سکه طلای بهار آزادی و آغاز معاملات آن در تاریخ ۱۳۸۷/۹/۵ هم‌اکنون تقریباً تمام معاملات آتی بورس کالا به قراردادهای سکه طلای بهار آزادی اختصاص پیدا کرده است. در جدول ۱، مشخصات قرارداد آتی سکه طلای تمام بهار آزادی طرح امام‌خمینی آورده شده است:

1. Over The Counter(OTC)

۲. ناصرپور، (۱۳۹۰).

## جدول ۱. مشخصات قرارداد آتی سکه بهار آزادی طرح امام خمینی

دارایی پایه	سکه طلای تمام بهار آزادی طرح امام
قرارداد آتی پذیرش شده	قرارداد آتی سکه طلای تمام بهار آزادی طرح امام
اندازه قرارداد آتی	۱۰ سکه
استاندارد تحویل	بر اساس استاندارد بانک مرکزی با عیار ۹۰۰ در هزار با وزن ۸،۱۳۳ گرم
ماه قرارداد آتی	تمام ماه‌های سال
حد نوسان قیمت روزانه	حداکثر تا ۵-/+ درصد (با توجه به قیمت تسویه روز پیشین)
دوره معاملات	از تاریخ مندرج در اطلاعیه معاملاتی قرارداد تا ۵ روز پیشین
تاریخ تحویل	از اولین روز کاری پس از آخرین روز معاملات تا پایان قرارداد
محل تحویل	اتاق پایاپای بورس یا محلی که توسط بورس تعیین می‌شود
حداقل تغییر قیمت سفارش	۱۰۰۰ ریال برای هر سکه (۱۰۰۰۰ ریال برای هر قرارداد)
وجه تضمین اولیه	تضمین اولیه با توجه به فرمول محاسباتی زیر دریافت خواهد شد که با توجه به آن تضمین طی زمان ثابت نبوده و به صورت پویا در حال تغییر خواهد بود. مبنای محاسبه وجه تضمین در این رابطه ریاضی میانگین موزون قیمت‌های تسویه در تمام سررسیدهای قراردادهای آتی در دارایی پایه مربوطه تعیین شده است. اگر وجه تضمین محاسبه شده بر اساس رابطه زیر در ۵ روز کاری متوالی بزرگتر یا در ۱۵ روز کاری متوالی کوچکتر از وجه تضمین جاری باشد، وجه تضمین باید بر اساس رابطه زیر تعدیل شود: $A = 3 \times ([B/C] + 1) \times C$ A: وجه تضمین اولیه محاسباتی B: میانگین موزون قیمت‌های تسویه در تمام سررسیدهای قراردادهای آتی دارایی پایه مورد نظر C: پانصد هزار ریال
حداقل وجه تضمین	۶۰ درصد وجه تضمین اولیه
حداکثر حجم هر سفارش	حداکثر تا ۱۰ قرارداد
واحد قیمت	ریال برای هر سکه
کارمزد معاملات	۱۰۰۰۰ ریال بورس و ۱۰۰۰۰ ریال کارگزار و ۴۰۰۰ ریال سازمان بورس و اوراق بهادار از بابت معامله هر قرارداد
کارمزد تسویه و تحویل	۵۰۰۰۰ ریال بابت هر قرارداد
ساعات معامله	از شنبه تا چهارشنبه، ساعت ۱۰ تا ۱۸ و روزهای پنجشنبه ساعت ۱۱ تا ۱۳
سقف مجاز موقعیت‌های معاملاتی باز	اشخاص حقیقی ۱۰۰ قرارداد، اشخاص حقوقی معادل اشخاص حقیقی و قابل افزایش تا ۱۰ درصد سرمایه ثبتی شرکت و محدود به ۲۰ درصد موقعیت‌های تعهدی باز در بازار
مهلت ارایه گواهی آمادگی تحویل	۲ روز کاری پیش از آخرین روز معاملاتی تا ۳۰ دقیقه پس از اتمام جلسه معاملاتی

## ادامه جدول ۱.

<p>الف) حسب مواد ۴۱ و ۴۲ از دستورالعمل اجرایی قرارداد آتی جریمه عدم ارائه گواهی آمادگی تحویل از طرف دارندگان موقعیت تعهدی باز خرید و فروش به میزان یک درصد ارزش کل قرارداد بر اساس قیمت تسویه همان روز معاملاتی قرارداد آتی است.</p> <p>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 می شود. 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 دریافت می شود.</p> <p>ج) جریمه عدم واریز وجه ارزش قرارداد بر اساس قیمت تسویه آخرین روز معاملاتی از طرف مشتریان خریدار، یک درصد ارزش قرارداد است که به نفع فروشنده از حساب مشتری خریدار کسر می شود 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 دریافت می شود.</p> <p>د) در تمامی موارد بالا، کارمزد تسویه و تحویل هر دو سر معامله به نفع بورس از مشتری نکول کننده دریافت خواهد شد.</p>	جریمه ها
<p>مبنای تحویل کالا، سکه ضرب آخرین سال است. امکان تحویل کالا برای سکه های ضرب شده سال های دیگر به غیر از سکه ضرب آخرین سال، بر اساس پرمیوم تعیین شده توسط بورس وجود دارد. مجموع موقعیت های معاملاتی باز کل بازار برای این قرارداد حداکثر به میزان مجموع سکه های طلای تمام بهار آزادی طرح امام ضرب شده است.</p>	سایر شرایط

مأخذ: شرکت بورس کالای ایران.

همان طور که در جدول ۱، مشاهده می شود، در معاملات آتی برای هر روز قیمت پایه تعیین می شود که قیمت تسویه روز پیشین است که به آن ارزش قرارداد در هر روز می گویند. همچنین، وجه تضمین اولیه در هر قرارداد بر مبنای رابطه ارایه شده در جدول ۱، محاسبه و در هنگام خرید از طرفین معامله دریافت می شود. برای اولین قرارداد این مبلغ ۲۰۰ هزار تومان محاسبه شد که این مبلغ با توجه به افزایش قیمت سکه افزایش یافته و براساس آخرین آمار موجود در ششم فروردین ماه ۱۳۹۲ به ۶/۸۵ میلیون تومان رسیده است. در ضمن، منظور از موقعیت معاملاتی باز<sup>۱</sup> هر مشتری، قراردادهای خریداری شده توسط وی است که هنوز به فروش نرفته اند. جمع این قراردادهای خریداری حقیقی ۱۰۰ قرارداد به معنای هزار سکه طلا است. مشتریان حقوقی نیز می توانند تا اندازه ای خریداری کنند که مجموع وجوه تضمین اولیه پرداخت شده حداکثر به میزان ۱۰ درصد سرمایه ثبت شده آنها باشد.

### ۳. آثار ایجاد بازار آتی بر بازار نقد (دیدگاه های نظری و تجربی)

ابزارهای مشتقه مظهري از توسعه و نوآوری در دانش اقتصاد مالی و مدیریت ریسک است، اما مورد پذیرش و تأیید تمام تحلیل گران مسایل مالی نیست. بسیاری از صاحب نظران رشد ابزارهای مشتقه را

عامل اصلی بحران‌های موجود در بازارهای مالی بین‌المللی می‌دانند. به‌طور نمونه هنگامی که رئیس کل بانک انگلستان درباره علل ورشکستگی بانک بارینگز در سال ۱۹۹۵ سخن می‌گفت، از ابزارهای مشتقه با تعبیر "ابزارهای مشتقه هولناک"<sup>۱</sup> یاد کرد.

به طور کلی، عملکرد تاریخی بازارهای مالی همواره بیانگر این حقیقت است که اشتباه در پیش‌بینی، یا قضاوت نادرست در مسایلی همچون قیمت طلا، زمین و مسکن، یا خطا در پیش‌بینی روند تغییرات نرخ بهره و نرخ ارز، موجب ورشکستگی‌ها به علت انجام معاملات در بازار ابزارهای مشتقه بوده است. حال، آیا ابزارهای مشتقه را بایستی عامل این ورشکستگی‌ها بدانیم یا آنکه اشتباه مدیران ریسک در تحلیل واقعیات بازار، علت اصلی بوده است؟ شاید نتوان پاسخ دقیقی به این پرسش داد، اما مدافعان ابزارهای مشتقه معتقدند ابزارهای مشتقه ماهیتاً بحران‌زا نیستند، بلکه خطا در استراتژی کاربران ابزارهای مشتقه، علت اصلی ورشکستگی‌های مالی است. مثالی که معمولاً در تقویت استدلال خود ذکر می‌کنند آن است که در سانحه قتلی با اسلحه گرم، نمی‌توان گفت "گلوله" فرد مقتول را کشته است؛ در حقیقت، "فردی" که گلوله را شلیک کرده و نه گلوله، قاتل است. با این همه، این پرسش که آیا ابزارهای مشتقه در مجموع موجب کاهش ریسک در بازارهای بین‌المللی شده یا آن را افزایش داده است، هنوز پاسخ روشنی ندارد.<sup>۲</sup>

بنابراین، با راه‌اندازی معاملات آتی موجی از نگرانی‌ها در خصوص اثر این نوع معاملات بر بازار نقد ایجاد شد. بدین‌روی، متون اقتصادی جدیدی در خصوص آثار مثبت و منفی معاملات آتی بر بی‌ثباتی بازار نقد شکل گرفت. مرور مختصر متون اقتصادی نشان می‌دهد، دو نوع دیدگاه زیر در این زمینه وجود دارد:

– دیدگاه /ول: در این دیدگاه بحث می‌شود که بازار آتی بی‌ثباتی بازار نقد را افزایش می‌دهد؛ زیرا بازار آتی با جذب معامله‌گران بی‌اطلاع و درجه بالاتر نسبت اهرمی در قیاس با بازار نقدی، احتمال بی‌ثباتی را افزایش می‌دهد. افزون بر این، بازار آتی با تقویت سفته‌بازی موجبات افزایش بی‌ثباتی را در بازار نقد فراهم می‌کند. کاکس (۱۹۷۶)<sup>۴</sup> علت اصلی بی‌ثباتی بازار نقد را وجود معامله‌گران بی‌اطلاع در

1. Dreaded Derivatives

۲. درخشان، (۱۳۸۳).

3. Underlying Spot Market

4. Cox



بازار ابزارهای مشتقه می‌داند. فینگل‌افسکی (۱۹۸۱)<sup>۱</sup> ضمن تأیید نظر کاکس، معتقد است که سطح پایین اطلاعات معامله‌گران بازار آتی در قیاس با بازار نقد، بی‌ثباتی در بازار نقد را افزایش می‌دهد. اشتاین (۱۹۸۷)<sup>۲</sup> ضمن توصیف این موضوع که بازار آتی معامله‌گران بی‌اطلاع را جذب کرده و در نتیجه، درجه ریسک اهرمی را بالا می‌برند، خاطر نشان می‌سازد فعالیت چنین معامله‌گرانی محتوای اطلاعات راجع به قیمت‌ها را کاهش داده و بی‌ثباتی بازار نقد را افزایش می‌دهند.

– دیدگاه دوم: در این دیدگاه بحث می‌شود که بازار آتی بی‌ثباتی بازار نقد را کاهش می‌دهد؛ چرا که بازار آتی نقش مهمی را در کشف قیمت‌ها ایفا کرده و نتیجه آن، افزایش عمق بازار معاملات نقد و ارتقای کارایی آن است. ضمن آنکه بازار آتی فرصت پوشش ریسک را برای بازیگران بازار نقد فراهم کرده و در نتیجه، ریسک بازار را کاهش دهد و به ثبات بیشتر بازار منجر می‌شود. پاورز (۱۹۷۰)<sup>۳</sup> ادعا می‌کند معامله آتی عمق و اثربخشی اطلاعات بازار را بهبود می‌بخشد. دانثینی (۱۹۷۸)<sup>۴</sup> با مطالعه خود نشان داد معاملات آتی عمق بازار را افزایش و بی‌ثباتی بازار نقد را کاهش می‌دهد. بری (۱۹۸۱) و کیلی (۱۹۸۵) در مدل‌های خود اثبات کردند بازار آتی بی‌ثباتی بازار دارایی پایه<sup>۵</sup> را کاهش می‌دهد. استول و والی (۱۹۸۸) معتقدند معامله آتی کارایی بازار را افزایش می‌دهد. شوارتز و لاتش (۱۹۹۱) ادعا کردند، بازار آتی نقش مهمی در کشف قیمت در بازارهای نقد بازی می‌کنند.

اختلاف دیدگاه در خصوص آثار مثبت و منفی بازار آتی بر بازار نقد نه تنها در مباحث نظری، بلکه در مطالعات تجربی انجام شده در سال‌های مختلف نیز مشاهده می‌شود که نتایج برخی از این مطالعات به طور خلاصه در جدول ۲، ارائه شده است. همان‌طور که مشاهده می‌شود، برخی از مدل‌ها نشان‌دهنده آثار مثبت ایجاد بازار آتی بر کاهش بی‌ثباتی بازار نقد دارند. برخی دیگر از مدل‌ها بر آثار منفی ایجاد بازار آتی بر بی‌ثباتی بازار دارایی‌های پایه دلالت می‌کنند.

---

1. Finglewski  
2. Stein  
3. Powers  
4. Danthine  
5. Underlying Asset

## جدول ۲. نتایج مطالعات تجربی انجام شده در مورد آثار مثبت و منفی ایجاد بازار آتی بر ثبات بازار نقد

مطالعات تجربی که دیدگاه اول تأیید می‌کند (ایجاد بازار آتی بی‌ثباتی بازار نقد را افزایش می‌دهد)			
نویسنده	سال مطالعه	کشور مورد بررسی	نتیجه مطالعه
فینگل افسکی	۱۹۸۱	آمریکا	بازار آتی بی‌ثباتی بازار دارایی پایه را افزایش می‌دهد.
کلیفتن <sup>۱</sup>	۱۹۸۵	آمریکا	بازار آتی بی‌ثباتی بازار نقد ارز را افزایش می‌دهد.
لی و اوهک <sup>۲</sup>	۱۹۹۲	استرالیا، هنگ کنگ، ژاپن، آمریکا و انگلستان	بی‌ثباتی بازار سهام پس از معرفی شاخص سهام آتی در ژاپن، انگلستان و آمریکا به طور معناداری افزایش یافته و لی در هنگ کنگ کاهش و در استرالیا اثر معناداری نداشته است.
آنتونیو و هلمز <sup>۳</sup>	۱۹۹۵	انگلستان	معرفی قراردادهای آتی بی‌ثباتی بازار سهام لندن را افزایش داده است.
چتراد و همکاران <sup>۴</sup>	۱۹۹۶	انگلستان، کانادا، سوئیس و آلمان	معاملات آتی بر بی‌ثباتی ارزهای کشورهای مورد مطالعه اثر مثبت داشته است.
مطالعات تجربی که دیدگاه اول تأیید نمی‌کند (ایجاد بازار آتی بی‌ثباتی بازار نقد را کاهش می‌دهد)			
ادواردز <sup>۵</sup>	۱۹۸۸	آمریکا	بی‌ثباتی بازار سهام اس اند پی پس از معرفی قرارداد آتی کاهش یافته است.
شاستری و همکاران <sup>۶</sup>	۱۹۹۶	-	بی‌ثباتی نرخ‌های ارز پس از معرفی قرارداد آتی‌های ارز کاهش یافته است.
آنتونیو و همکاران <sup>۷</sup>	۱۹۹۸	آلمان، ژاپن، اسپانیا، آمریکا، انگلستان و سوئیس	معاملات آتی بر بی‌ثباتی بازار نقد در کشورهای آلمان و سوئیس اثر منفی داشته و در کشورهای دیگر اثر معناداری نداشته است.
جوچام و کدریز <sup>۸</sup>	۱۹۹۸	مکزیک، برزیل و مجارستان	معاملات آتی بی‌ثباتی پزو مکزیک را کاهش و بر ریل برزیل و فورینت مجارستان اثر معنادار نداشته است.
بولوگنا و کوالو <sup>۹</sup>	۲۰۰۲	ایتالیا	ایجاد معاملات آتی بی‌ثباتی بازار سهام را کاهش داده است.
دریمبتاز و همکاران <sup>۱۰</sup>	۲۰۰۷	یونان	ایجاد معاملات ابزارهای مشتقه بی‌ثباتی احتمالی بازار دارایی‌های پایه را کاهش داده است.
عاریف ادونکو <sup>۱۱</sup>	۲۰۰۱	ترکیه	ایجاد معاملات آتی بی‌ثباتی بازار نقد ارز را کاهش داده است.

مأخذ: یافته‌های پژوهش.

1. Clifton
2. Lee & Ohk
3. Antoniou & Holmes
4. Chatrath, et al
5. Edwards
6. Shastri, et al
7. Antoniou, et al
8. Jochum & Kodres
9. Bologna & Cavallo
10. Drimbetas, et al
11. Arif Oduncu

در مجموع، معامله‌گران بازار ابزارهای مشتقه را می‌توان به دو گروه "پوشش‌دهندگان ریسک" و "سفته‌بازان" دسته‌بندی کرد؛ هر چند این تفکیک دقیق نیست، زیرا پوشش‌دهندگان ریسک در معامله ابزارهای مشتقه چه‌بسا سفته‌باز نیز هستند. سفته‌بازان به نوعی تمایل دارند موضع معاملاتی کوتاه‌مدت اختیار کنند؛ زیرا به دنبال آنند که از فرصت‌های موجود در بازار برای سودآوری بهره‌برداری کنند. از این رو به سرعت وارد بازار ابزارهای مشتقه شده و مواضع گوناگونی در معاملات اتخاذ می‌کنند و صرفاً مدت کوتاهی حضور دارند و سپس ناپدید شده و به گوشه‌ای دیگر می‌روند که احتمال سودآوری در آنجا بیشتر است. پوشش‌دهندگان ریسک معامله‌گرانی هستند که مواضع پایدارتری در معاملات اتخاذ می‌کنند و حضورشان در بازار ابزارهای مشتقه به اعتبار ساختار معاملات آنان در بازارهای حقیقی است، بنابراین، همچون سفته‌بازان ورودشان به بازار ناگهانی نیست و معمولاً مواضع خویش را در بازار ابزارهای مشتقه تا دستیابی به نتیجه نهایی در بازار حقیقی همچنان حفظ می‌کنند. انگیزه سفته‌بازان برای معامله در بازار ابزارهای مشتقه نیز متفاوت از انگیزه‌های پوشش‌دهندگان ریسک است؛ سفته‌بازان خطرپذیرند و پوشش‌دهندگان ریسک خطرگریز. رفتار سفته‌بازان در معامله ابزارهای مشتقه بیشتر شبیه "شرط‌بندی" روی قیمت است، در حالی که پوشش‌دهندگان ریسک دقیقاً با توجه به وضعیت دارایی پایه و موضعی که در بازار حقیقی دارند اقدام به معامله ابزارهای مشتقه می‌کنند. ضمن آنکه جابه‌جایی سریع در بازار خصلت سفته‌بازان است، در حالی که پوشش‌دهندگان ریسک مواضع خود را معمولاً به سرعت تغییر نمی‌دهند.<sup>۱</sup>

نکته مهمی که درباره سفته‌بازان و پوشش‌دهندگان ریسک وجود دارد، دسترسی آنها به "اطلاعات"<sup>۲</sup> موجود در بازار ابزارهای مشتقه است. معامله‌گرانی که آگاهی بیشتری از بازار داشته باشند، کمتر زیان می‌کنند. از این رو شاید سودی که امروز از معامله ابزارهای مشتقه حاصل می‌شود، ثمره سرمایه‌گذاری‌هایی است که دیروز برای کسب اطلاعات انجام شده است. اگر مسأله از این دیدگاه تجزیه و تحلیل شود، معلوم می‌شود سفته‌بازان دسترسی بیشتری به اطلاعات دارند، بنابراین، احتمال زیان برای پوشش‌دهندگان ریسک در مجموع بیشتر است.

۱. درخشان. (۱۳۸۳).

شاید بتوان ادعا کرد، استفاده از ابزارهای مشتقه به منظور مدیریت ریسک از طریق طراحی استراتژی‌های مناسب برای پوشش دادن به معاملات، کاهش‌دهنده ریسک است، در حالی که استفاده از ابزارهای مشتقه برای سفته‌بازی و سودجویی چه بسا معامله‌گران را در معرض ریسک‌های بسیار شدید قرار می‌دهد. از سوی دیگر، معمولاً ادعا می‌شود سفته‌بازان در نهایت سودکنندگان اصلی در بازار ابزارهای مشتقه‌اند، که با فرض اول متناقض است. از سوی دیگر، بدون سفته‌بازان که "خطرپذیرند" پوشش‌دهندگان ریسک که "خطرگریزند" معمولاً نمی‌توانند معاملات خود را پوشش دهند. بنابراین، اگر از این زاویه نیز به موضوع نگاه شود، ملاحظه می‌شود که به سادگی نمی‌توان به پرسش اثر ایجاد بازار آتی بر بازار نقد، پاسخ روشن داد.

#### ۴. بررسی تحلیلی عملکرد بازار آتی سکه طلا در ایران

از عمر کاری ابزار آتی سکه طلا حدود ۴ سال می‌گذرد، اما در این زمان کوتاه دو روند متفاوت در فعالیت بازار مشاهده می‌شود. از تیرماه سال ۱۳۸۷ که زمان راه‌اندازی معاملات آتی سکه طلا در بورس کالای ایران است تا پایان سال ۱۳۸۹ روند معاملات حاکی از بازاری بسیار آرام و با معاملات محدود است، اما از ابتدای سال ۱۳۹۰ به بعد همگام با نوسانات بازار ارز و طلا در کشور روند جدیدی در بازار آتی سکه طلا شکل می‌گیرد که بسیار متفاوت از روند پیشین این بازار است. در این بخش با بررسی آماری عملکرد بازار آتی سکه طلا به تحلیل عملکرد آن پرداخته می‌شود.

نگاهی به آمار معاملات قراردادهای آتی در بورس کالای ایران نشان می‌دهد، در مدتی که از راه‌اندازی این قراردادها می‌گذرد، حجم و ارزش این معاملات هر سال نسبت به سال قبل افزایش را تجربه کرده است. بر این اساس، در سال ۱۳۹۱ تعداد بیش از ۳/۳ میلیون قرارداد آتی سکه طلا در بورس کالای ایران داد و ستد شده که ۷۵/۵ درصد بیشتر از مدت مشابه سال ۱۳۹۰ است. در همین مدت، ارزش معاملات قراردادهای آتی سکه طلا نیز با ۱۷۵/۶ درصد افزایش به حدود ۳۶۳ هزار میلیارد ریال رسیده است (جدول ۳).

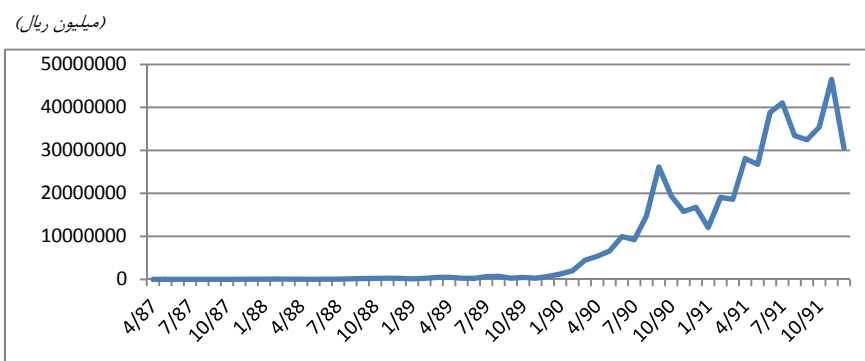
جدول ۳. عملکرد آتی سکه طلا از ابتدا تا نیمه اول سال ۱۳۹۱

سال	تعداد قرارداد (هزار عدد)	رشد تعداد قرارداد (درصد)	ارزش قرارداد (میلیارد ریال)	رشد ارزش قرارداد (درصد)
۱۳۸۷	۳/۲	-	۶۰/۷	-
۱۳۸۸	۵۱/۳	۱۵۱۵	۱۴۰۶/۳	۲۲۱۵
۱۳۸۹	۱۴۲/۵	۱۷۸	۴۸۷۱/۵	۲۴۶
۱۳۹۰	۱۹۱۹/۷	۱۲۴۷	۱۳۱۶۲۸/۴	۲۶۰۲
۱۳۹۱	۳۳۶۹/۱	۷۵/۵	۳۶۲۸۱۵/۷	۱۷۵/۶

مأخذ: شرکت بورس کالای ایران.

با بررسی دقیق‌تر عملکرد بازار آتی سکه طلا در کشور مشاهده می‌شود که این بازار دو روند کاملاً متفاوت را تجربه کرده است. روند اول مربوط به شروع فعالیت این ابزار از تیرماه سال ۱۳۸۷ تا پایان سال ۱۳۹۰ بوده است و روند دیگر از سال ۱۳۹۰ به بعد آغاز شده است (نمودارهای ۱ و ۲). در دوران اول، به نظر می‌رسد این بازار کارکرد نسبتاً طبیعی‌تری داشته است. در این دوره، حجم و ارزش معاملات آتی سکه طلا از روند هموار و باثباتی برخوردار بوده است و استقبال از این بازار نیز برای پوشش ریسک بازار معاملات نقد طلا محدود بوده است.

نمودار ۱. روند ارزش معاملات آتی در بورس کالای ایران از ابتدا تا پایان سال ۱۳۹۱



مأخذ: شرکت بورس کالای ایران.

دوره دوم فعالیت بازار آتی سکه طلا، با نوسانات زیاد در بازار ارز و طلا در اقتصاد ایران مقارن است. از سال ۱۳۹۰ به بعد همزمان با افزایش نرخ تورم و نرخ رشد نقدینگی در کشور و به دلیل عدم

افزایش نرخ سود سپرده‌ها و تسهیلات بانکی، تمایل به سرمایه‌گذاری در بازار پول (شبکه‌بانکی) کاهش یافت و ترکیب سپرده‌های بلندمدت به سمت سپرده‌ها کوتاه‌مدت‌تر تغییر یافت که علت اصلی آن حفظ نشدن ارزش قدرت خرید پول در بانک‌ها به دلیل بالاتر بودن نرخ تورم از نرخ سود سپرده‌های بانکی بود. در چنین شرایطی، به دلیل رکود حاکم بر بازار سهام و مسکن، تمایل و انگیزه زیادی برای ورود به بازار ارز که پس از یکسان‌سازی نرخ ارز در سال ۱۳۸۱ به‌رغم شرایط تورمی، نرخ ارز متناسب با تفاضل نرخ تورم داخل و خارج (طبق اصل برابری قدرت خرید) تعدیل نشده و از پتانسیل بالایی برای تغییر برخوردار بود، به‌وجود آمد و سبب شد حجم بالایی از نقدینگی که در چند سال اخیر نرخ‌های رشد بالایی را نیز تجربه کرده بود، به این بازار سرازیر شود. تشدید تحریم‌های اقتصادی غرب علیه اقتصاد ایران و آغاز دور جدید تحریم خرید نفت ایران و بانک مرکزی کشور در ماه‌های پایانی سال ۱۳۹۰ توسط اتحادیه اروپا و با همکاری کشورهای دیگر، ضمن تشدید شرایط رکود تورمی، انگیزه‌های ورود به بازار ارز و طلا را دو چندان نمود<sup>۱</sup>.

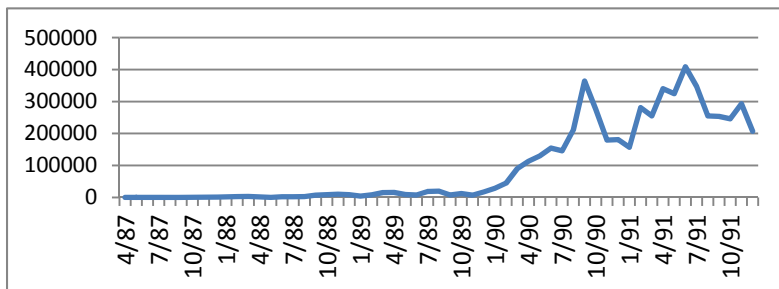
۱. در این زمینه می‌توان به گزارش مرکز پژوهش‌های مجلس شورای اسلامی با عنوان «علل و عوامل افزایش قیمت طلا در ایران» اشاره کرد که در آن آمده است که «خروج نقدینگی از بانک‌ها» به دلیل کاهش نرخ سود سپرده‌ها در سال ۱۳۹۰ و به دنبال آن کاهش نرخ سود اوراق مشارکت موجب شد که مردم به خاطر حفظ ارزش زمانی پول (مقابل با تورم) و کسب یک حاشیه گسترده برای کسب سود مورد انتظار، به سمت بازار طلا هدایت شوند. «کاهش فشار تقاضا در بازار مسکن» از عوامل دیگری است که در این گزارش ذکر شده و آمده است: به دنبال افزایش قیمت تمام‌شده مسکن - که افزایش قیمت این کالا نیز به دلیل افزایش قیمت مصالح ساختمانی در داخل و نیز ناشی از افزایش قیمت انرژی در جهان برای مصالح ساختمانی وارداتی است - فشار تقاضا در بازار مسکن که یکی از سرمایه‌گذاری‌های جذاب و زودبازده تلقی می‌شود، کاهش یافته و منابع آن به سوی بازار فلزات گرانبها روانه شد. «افزایش قیمت جهانی طلا» از دلایل دیگر افزایش قیمت طلا و سکه در داخل کشور است که در گزارش مرکز پژوهش‌ها به آن اشاره شده و آمده است: افزایش حدود ۲۵ درصدی قیمت طلا در سال‌های ۲۰۰۹-۲۰۱۱ میلادی در بازارهای جهانی موجب تقویت بیشتر قیمت طلا و سکه در بازارهای داخلی شد. بنابراین، «کاهش ارزش پول ملی» و نوسان ارزش آن به‌ویژه در خرداد و دی‌ماه سال ۱۳۹۰ موجب شد، مردم، واسطه‌ها و حتی برخی شرکت‌ها برای سودآوری و حفظ ارزش دارایی‌های خود به تقاضا و خرید شمش و سکه طلا روی بیاورند. این امر در کنار دلایل دیگر جهانی موجب شد قیمت طلا در ایران بیش از سطح جهانی افزایش یابد (عزیزنژاد، ۱۳۹۰، ص ۱۵).

در چنین شرایطی که اقتصاد ایران با هجوم بالای دلالتان و واسطه‌گران برای ورود به بازار ارز و طلا مواجه بوده است، بازار آتی سکه طلا نیز با استقبال این گروه‌ها روبه‌رو شده و محلی برای کسب منافع حاصل از سفته‌بازی شده است؛ چرا که قیمت‌های خرید و فروش این ابزار در بورس کالا به تبعیت از دارایی پایه آن که طلا است، مرتباً به دلیل روند افزایشی قیمت ارز و در نتیجه طلا، با افزایش روبه‌رو بوده و سودهای بالایی را در میان فعالان این بازار جابه‌جا کرده است. وجود چنین سود بالایی حاصل از فعالیت صرفاً سفته‌بازی بدون آنکه ماهیت پوشش ریسک این ابزار بر اساس اهداف اولیه راه‌اندازی مورد نظر باشد، سبب شد هر روز گروه‌های جدیدی از سفته‌بازان با انگیزه کسب سود وارد این بازار شوند تا از منافع افزایش قیمت مستمر ارزش هر قرارداد آتی سکه طلا بهره‌مند شوند.

روند استقبال از بازار آتی سکه طلا به‌رغم اجرای سیاست پیش فروش سکه توسط بانک مرکزی در فصل پایانی سال ۱۳۹۰ برای کنترل قیمت طلا و ارز در کشور، که به کاهش مقطعی تعداد قراردادهای این بازار منجر شد، اما به دلیل تشدید تحریم‌ها و کاهش عرضه ارز در بازار ارز کشور و روند افزایشی نرخ ارز و در نتیجه افزایش نرخ طلا، بار دیگر شدت و روند افزایش مبادلات آن تداوم یافت (نمودار ۲).

نمودار ۲. روند حجم معاملات آتی در بورس کالای ایران از ابتدا تا پایان سال ۱۳۹۱

(تعداد قرارداد)



مأخذ: شرکت بورس کالای ایران.

##### ۵. ارزیابی عملکرد سیاست راه‌اندازی ابزار آتی سکه طلا

معاملات آتی، فرصت‌های زیادی برای کسب سود ایجاد می‌کنند. فرض بر این است که در این کار ریسک سرمایه‌گذاری پایین‌تر بیاید، هزینه‌های معاملاتی کمتر شود و امکان پوشش ریسک بهتری نسبت به بازارها دیگر برای سرمایه‌گذاران و معامله‌گران ایجاد شود. به این ترتیب سرمایه‌گذارانی که در

زمینه پیش‌بینی قیمت سکه از مهارت و تخصص مالی کافی برخوردار نیستند، می‌توانند با استفاده از این معاملات ریسک ناشی از نوسان قیمت‌ها را پوشش دهند و به این صورت خود را در برابر افزایش یا کاهش ناگهانی قیمت آن، بیمه کنند. به طور کلی، مزایای معاملات آتی در بورس کالای ایران چنین برشمرده شده است:<sup>۱</sup>

الف) مهم‌ترین مزیت قراردادهای آتی ویژگی پوشش ریسک آن است. پوشش ریسک به معنای اتخاذ موقعیتی در بازار است که هدف از آن حداقل نمودن یا از بین بردن ریسک ناشی از نوسانات و تغییرات قیمت است.

ب) تضمین معاملات توسط اتاق پایاپای بورس: اتاق پایاپای هر بورس نقش مهمی را برای تضمین عملکرد مالی قراردادهای آتی معامله‌شده ایفا می‌کند و به عنوان پشتوانه قابل اطمینان برای طرفین معامله است.

ج) هزینه ناچیز معاملات: معاملات قراردادهای آتی نسبت به معاملات نقدی از هزینه معاملاتی کمتری برخوردار بوده و مطالعات نشان می‌دهد که معاملات آتی هزینه‌ای برابر ۰/۱ هزینه معاملات نقدی را دارد.

د) استفاده از اهرم مالی<sup>۲</sup>: معاملات قراردادهای آتی در برگیرنده ریسک بالایی بوده و به معامله‌گران فرصت به‌دست آوردن سود زیادی را می‌دهد؛ به طوری که معامله‌گر با یک سپرده اولیه ناچیز می‌تواند برابر کل ارزش دارایی تعهدشده، کسب سود یا زیان نماید.

ه) نقد شوندگی بالای معاملات: در قراردادهای آتی برای اینکه سرمایه‌گذار قادر به فروش قرارداد آتی باشد، نیاز به مالکیت آن کالا یا آن دارایی معین ندارد و با عمل پیش فروش می‌تواند یک قرارداد آتی را در بازار بفروشد و در صورت نیاز به تحویل، آن را از بازار فیزیکی تهیه نماید که این امر میزان نقد شوندگی معاملات را تا حد بسیار زیادی افزایش می‌دهد.

۱. قراردادهای آتی در بورس کالای ایران. (۱۳۹۱).



بنابراین، مشاهده می‌شود، ایجاد بستر لازم برای معامله منصفانه، ایجاد تنها بازار یکپارچه الکترونیکی در ایران، امنیت صد در صد معامله آتی طبق مقررات، حمایت از سرمایه‌گذاران و مشتریان در معامله آتی و کشف قیمت واقعی سکه طلا در بازاری منسجم و شفاف به نام بورس کالا، از مهم‌ترین مزایای راه‌اندازی معامله آتی سکه طلا برشمرده شده است. حال پرسش این است که با سپری شدن حدود ۴ سال از زمان راه‌اندازی معاملات آتی سکه طلا در بورس کالای ایران، آیا به اهداف تعیین شده و اولیه دست یافته است؟ عملکرد فعلی بازار آتی سکه طلا در راستای اهداف اولیه در جریان است، یا محلی برای دستیابی به اهداف دیگر شده است؟ در این بخش تلاش می‌شود، به اختصار از این زاویه عملکرد معاملات آتی سکه طلا مورد ارزیابی قرار گیرد.

۱. بازار نقدی سکه به طور سنتی بازاری با رویه معاملاتی روزانه مبتنی بر نیاز مصرفی سکه طلا به‌عنوان کالای هدیه، سرمایه‌گذاری خرد خانوار و مرجعی برای تعیین مهریه بوده و هیچ‌گاه در ابعاد عظیم به‌عنوان یک گزینه سرمایه‌گذاری در بازارهای مالی ایران مطرح نبوده است. شاید افت و خیز قیمت جهانی طلا تأثیر مهمی بر زندگی یک اروپایی یا آمریکایی نداشته باشد؛ ولی تغییر قیمت داخلی طلا و سکه طلا که وابسته به نرخ جهانی طلا و نرخ ارز است، به علت نقش آن در زندگی ایرانیان تأثیر دارد و تعریف بازار مالی برای یک کالای انحصاری که در عین حال کارکرد اجتماعی نیز دارد، موجب اختلال در سازوکار بازار مصرف خواهد شد. بازار آتی سکه طلا که حدود ۴ سال پیش راه‌اندازی شده است، بازاری حاشیه‌ای در بورس کالا بوده تا اینکه از سال ۱۳۹۰ با نوسانات شدید در قیمت جهانی طلا و نوسانات داخلی نرخ ارز مورد توجه قرار گرفت و در واقع، جرقه رشد حبابی قیمت سکه و فزونی قیمت بازار سکه از ارزش ذاتی آن، با رونق بازار آتی سکه آغاز شد.<sup>۱</sup>

بنابراین، با این دیدگاه استنتاج می‌شود که راه‌اندازی بازار معاملات آتی سکه طلا، در شرایطی که سکه طلا نقش مهمی در مبادلات و فعالیت‌های اقتصادی جامعه نداشته و بیشتر کارکرد لوکس و فرعی داشته است، سبب شده است نقش سکه طلا در فعالیت‌های

۱. ایروانی، (۱۳۹۱).

غیرمولد بیشتر شده و بخشی از نقدینگی کشور جذب بازاری شود که در تولید ملی نقش چندانی نداشته و تنها باعث گسترش فعالیت‌های سفته‌بازی در اقتصاد شود. به بیان دیگر، راه‌اندازی بازار معاملات آتی سکه طلا در شرایطی که بازار نقد آن تنها کارکرد فرعی و خاص داشته است، باعث شکل‌گیری فعالیت‌های سفته‌بازی در سطح ملی و بی‌ثباتی بیشتر در بازار نقد شده است تا ایجاد ثبات برای معامله‌گران و سرمایه‌گذاران در این بازار. این موضوع نیز با فلسفه شکل‌گیری این ابزار مالی در تضاد است.

۲. بر اساس تجارب جهانی، معمولاً درصد ناچیزی از قراردادهای آتی به تحویل منجر می‌شوند. البته، این موضوع به معنای تسویه نقدی تمامی این قراردادها نیست، بلکه به این معناست که بیشتر قراردادها پیش از ورود به دوره تحویل توسط یک معامله‌گر جبرانی بسته می‌شوند. در بورس‌های مختلف جهان تعداد قراردادهایی که وارد دوره تحویل می‌شوند، متغیرند، اما در کل کمتر از ۵ درصد قراردادهای منعقد شده به تحویل فیزیکی یا تسویه نقدی منجر می‌شوند و بیش از ۹۵ درصد آنها در دوره معاملات با انجام معاملات جبرانی بسته می‌شوند. به طور مثال، در بورس فلزات لندن حدود ۰/۵ درصد از قراردادهای منعقد شده به تحویل منتهی می‌شوند و یا در بورس ابزارهای مشتقه ترکیه، قراردادها (چه کالایی و چه مالی) همگی تسویه نقدی می‌شوند و تحویل فیزیکی وجود ندارد.<sup>۱</sup>

این پرسش مطرح می‌شود که پیش‌خرید یا پیش‌فروش اهرمی سکه (برای معامله کاغذی آتی هر هزار سکه حدود ۱۰ درصد یعنی فقط صد سکه سپرده‌گذاری کافی بوده است، یعنی بهشت سفته‌بازی) برای حداکثر ۴ یا ۵ ماه آینده چه کارکرد اقتصادی برای کشور و چه پوشش ریسکی ایجاد می‌کند. به‌عنوان مثال، بیش از ۲۵۷ هزار قرارداد آتی منتهی به دی‌ماه ۱۳۹۰ معامله‌شده که فقط ۱۲۳۳ قرارداد آن به تحویل فیزیکی سکه منجر شده است؛ یعنی کمتر از نیم درصد قراردادها واقعی است.<sup>۲</sup>

۱. میرزاپور. (۱۳۸۸).

۲. ایروانی. (۱۳۹۱).

بنابراین، از این منظر نیز کارکرد بازار معاملات آتی سکه طلا در راستای اهداف اولیه آن - پوشش ریسک معاملات طلا برای سرمایه‌گذاران و کاهش بی‌ثباتی بازار نقد - نبوده است؛ چرا که حدود ۹۹/۵ درصد از بازیگران این بازار را سفته‌بازان تشکیل داده که با استفاده از این ابزار به دنبال حداکثر کردن سود خود بوده‌اند و این بازار را محلی برای دسترسی به اهداف سودجویانه خود تبدیل کرده‌اند. اگرچه لازمه پوشش ریسک در بازار وجود سفته‌بازان نیز هست، اما به نظر می‌رسد، در بازار آتی سکه طلای کشور به دلیل اهمیت کم بازار نقد آن، عملاً این بازار محلی برای فعالیت‌های سفته‌بازی بوده است تا محلی برای پوشش ریسک معاملات واقعی و ضروری سکه طلا.

۳. یکی از اهداف مهم تعریف و ایجاد ابزارهای نوین مالی از جمله ابزار مشتقه آتی، کمک به توسعه فعالیت‌های بخش حقیقی اقتصاد<sup>۱</sup> است. ابزارهای مالی از طریق تسهیل معاملات و پوشش ریسک زمینه‌ساز رشد و توسعه بخش حقیقی اقتصاد می‌شوند.<sup>۲</sup> حال، چگونه است به‌رغم استقبال خوب از بازار آتی سکه طلا در ماه‌های اخیر نه تنها شاهد تحول قابل‌توجهی در بخش حقیقی و رفع مشکلات تأمین مالی این بخش نبوده، بلکه در بازار آتی سهام که در ارتباط نزدیک‌تر و منطقی‌تر با بخش حقیقی اقتصاد قرار دارد، عدم استقبال سرمایه‌گذاران مشاهده می‌شود. به بیان دیگر، با وجود حجم بالای معاملات آتی سهام در بازارهای مالی بین‌المللی که موجب توسعه بازار سرمایه و امکان تجهیز منابع ارزان برای شرکت‌های

#### 1. Real Economy

۲. پژوهشگران و سیاستگذاران تلاش‌های بسیاری برای یافتن تدابیری که به رشد اقتصادی منجر شود، انجام داده‌اند. اغلب تحلیل‌گران مانند مک کینون (۱۹۷۳)، شاو (۱۹۷۳)، کینگ ولوین (۱۹۹۳) و لوین و زروس (۱۹۹۶) معتقدند توسعه مالی می‌تواند سرعت رشد اقتصادی را افزایش دهد. در چنین دیدگاهی، فرض می‌شود توسعه ابزارها و بازارهای مالی موتوری برای رشد اقتصادی بوده، بنابراین، سیاستگذاران باید توجه خود را بر روی خلق و ارتقای مؤسسات مالی (شامل بخش‌های بانکی، غیربانکی و بازارهای سرمایه) برای پیشرفت واقعی و بالابردن ظرفیت این مؤسسات در تحمل رشد اقتصادی، متمرکز نمایند. عملکرد خوب مؤسسات مالی می‌تواند باعث ارتقای کارایی کل اقتصاد، خلق و گسترش نقدینگی، تحرک پس‌اندازها، افزایش تشکیل سرمایه، انتقال منابع از بخش‌های سنتی (با رشد ناچیز) به بخش‌های مدرن و همچنین ارتقای کارآفرینان این بخش‌ها شود.

پذیرفته شده در بورس و تشویق شرکت‌های غیربورسی به گزارش‌دهی و شفاف‌سازی به منظور پذیرش در بورس می‌شود و به‌رغم گذشت بیش از یک سال از راه‌اندازی بازار آتی سهام، در بورس ایران معاملات بازار آتی سهام در ایران دارای حجم بسیار کم و عدم اقبال سرمایه‌گذاران است.

بنابراین، جایگاه هر فعالیت اقتصادی بر اساس کارکرد واقعی آن در جامعه و اثر آن بر بخش حقیقی اقتصاد سنجیده می‌شود؛ نه بر اساس میزان خلق سود آن در حالی که تأثیر آن بر کل اقتصاد جامعه در حاشیه قرار داشته باشد.

#### ۶. بررسی آثار و تبعات آتی سکه بر امنیت اقتصادی کشور

با بررسی و ارزیابی عملکرد راه‌اندازی معاملات آتی سکه طلا در بورس کالای ایران، در این بخش، آثار و تبعات شرایط فعلی حاکم بر بازار آتی سکه بر امنیت اقتصادی کشور به اختصار بررسی شد. تجربه ایجاد معاملات آتی سکه طلا نکات زیر را در مورد تبعات آن بر امنیت اقتصادی کشور نمایان می‌سازد:

#### الف) گسترش فعالیت‌های سفته‌بازی و غیرمولد در اقتصاد کشور

همان‌طور که پیشتر نیز اشاره شد، استقبال از بازار آتی سکه طلا بیشتر متأثر از شرایط اقتصادی حاکم بر کشور بوده، نه ماهیت پوشش ریسک آن. به بیان دیگر، بیشتر بازیگران این بازار به دنبال حداکثر کردن سود خود از محل سفته‌بازی در این بازار به دنبال نوسانات ایجادشده در بازارهای نقدی طلا و ارز هستند. بنابراین، حاکم بودن چنین شرایطی بیشتر در خدمت فعالیت‌های سوداگرانه و سفته‌بازی است تا فعالیت‌های حقیقی اقتصاد و تأمین منابع مالی و پوشش ریسک فعالیت‌های این بخش.

#### ب) نبود پشتیبانی از بخش حقیقی اقتصاد

فلسفه اصلی ابزارهای مالی جدید از جمله ابزار آتی تسهیل مبادلات بخش حقیقی اقتصاد و کمک به رشد و توسعه آن است؛ اما از آنجا که درصد بسیار بالایی از قراردادهای آتی سکه طلا به تحویل فیزیکی کالا منجر نشده و استقبال از این بازار با گشایشی در بخش حقیقی اقتصاد همراه نبوده است، در نتیجه، به نظر می‌رسد که در این بازار کسب سود هدف اصلی است و تأثیرگذاری بر بخش حقیقی اقتصاد در

حاشیه قرار دارد. نبود استقبال از بازار آتی سهام که در ارتباط نزدیکتر با بخش حقیقی اقتصاد است نیز می‌تواند دلیلی بر این مدعا باشد.

### ج) بی‌ثبات کردن بازار نقد طلا

همان‌طور که پیشتر نیز اشاره شد، دو دیدگاه در خصوص آثار مثبت و منفی معاملات آتی بر بی‌ثباتی بازار نقد وجود دارد؛ گروهی معتقدند بازار آتی بی‌ثباتی بازار نقد را افزایش می‌دهد و در مقابل، گروه دیگر اعتقاد بر اثر مثبت بازار آتی بر کاهش بی‌ثباتی بازار نقد دارند. بررسی تجربه راه‌اندازی معاملات سکه طلا در ایران نشان می‌دهد که ایجاد بازاری برای معاملات سکه طلا که نقش اندکی در فعالیت‌های روزمره مردم داشته است، سبب شده تا حساسیت مردم به نوسانات این کالا را افزایش دهد و از سوی دیگر، با شکل‌گیری نوسانات در بازارهای ارز و به دنبال آن بازار طلا، این بازار نیز تحت تأثیر قرار گرفته و بر نوسانات بازار نقد طلا افزوده شود.

### د) افزایش ریسک اهرمی در اقتصاد کشور

معامله آتی دارای ریسک‌های مالی بالقوه‌ای بوده و ممکن است برای همه سرمایه‌گذاران مناسب نباشد. در معاملات آتی سود و زیان خریدار و فروشنده متقارن است. بدین معنا که اگر طرف دارنده موقعیت تعهدی خرید در این قرارداد سود کند، طرف دارنده موقعیت تعهدی فروش زیان می‌کند. بنابراین، سود یا زیان واقعی هر فرد در موقعیتی که روی قرارداد آتی اتخاذ کرده است، دقیقاً به اندازه تغییر قیمت آن قرارداد در روز مورد نظر است. دقیقاً به دلیل همین ماهیت اهرمی و ریسکی بازارهای آتی است که توصیه می‌شود افراد با سطح آشنایی و آگاهی بالا وارد این معاملات شوند. به ویژه فعالانی که قصد پوشش ریسک و یا آربیتراژ در بازار ندارند، در مورد ورود به این بازار باید بررسی بیشتری کرده و از ریسک‌های موجود در این بازار شناخت کافی داشته باشند، در نتیجه، تمام سرمایه‌گذاران این بازار پیش از ورود به بازار بیانیه ریسک را امضا می‌کنند که در برگیرنده اطلاعات لازم در خصوص اقرار سرمایه‌گذار به آگاهی کامل از ریسک‌های موجود در این بازار و شناخت کافی از سازوکارهای معاملاتی بازار است. حال، در شرایطی که این بازار بیشتر متکی بر فعالیت‌های سفته‌بازی است تا فعالیت‌های پوشش ریسک، احتمال افزایش ریسک اهرمی در این بازار به دنبال معاملات آن بسیار بالاتر است؛ چرا که فعالان در این

بازار به دنبال پوشش ریسک نبوده و بیشتر به دنبال سود بیشترند که این مسأله زمینه‌ساز ورود افراد با ریسک‌پذیری بالاتر و آگاهی کمتر و در نتیجه، افزایش ریسک اهرمی در اقتصاد کشور است.

#### ۷. آینده‌نگری نسبت به جایگاه آتی سکه طلا در پوشش ریسک معاملات بازار سکه کشور

بازار آتی سکه طلا در حدود چهار سالی که از فعالیت آن می‌گذرد، دو روند مشخص از خود آشکار ساخته است؛ روند اول آن که همگام با شروع فعالیت آن است، روند آرام و بیشتر معطوف به ماهیت اصلی بازار که معرفی ابزار مالی جدید در اقتصاد کشور و کمک به پوشش ریسک برای معاملات طلا برای متقاضیان آن است که این روند با استقبال زیادی همراه نبوده، ولی روند روبه رشدی داشته است. روند دوم که از سال ۱۳۹۰ به بعد شروع شده است، روند با استقبال بسیار زیاد بازیگران این بازار است؛ اما نکته اساسی آنجاست که استقبال از این بازار ناشی شده از ماهیت پوشش ریسک ابزار آتی سکه طلا نیست، بلکه به دلیل نوسانات ایجادشده در بازار ارز و طلای کشور و استقبال کم از بازارهای دیگر مالی و غیرمالی است. به بیان دیگر، با گسترش فعالیت‌های سودگرانه و سفته‌بازی در اقتصاد کشور به دلیل کم رونق شدن فعالیت‌های بخش حقیقی اقتصاد در مقابل حجم بسیار بالای نقدینگی در کشور، این بازار به محلی مناسبی برای پیگیری اهداف سودجویانه و سودگرانه تبدیل شده است.

با توجه به روندهای مشاهده شده در بازار آتی سکه طلا در بورس کالای ایران و شرایط حاکم بر اقتصاد کشور مانند تشدید تحریم‌های بین‌المللی علیه اقتصاد ایران و رکود تورمی حاکم بر بخش حقیقی اقتصاد، پیش‌بینی می‌شود روند دوم شروع شده در بازار آتی سکه طلا تداوم داشته باشد و این بازار بهشتی برای سفته‌بازان شود تا محلی برای پوشش ریسک معاملات واقعی طلا در کشور؛ چرا که این بازار به سرعت و به شدت تحت تأثیر بازار ارز، طلا و پول قرار گرفته و با توجه به پیش‌بینی تداوم نوسان در بازارهای یادشده، این بازار نیز با نوسان همراه بوده و زمینه بسیار مناسبی برای گسترش سفته‌بازی باشد. همچنین، تجربه ماه‌های اخیر این بازار نشان می‌دهد که به دلیل تمرکز مسئولان بر بازار ارز و طلا برای کنترل نوسانات آن، توجه به این بازار در قیاس با دو بازار دیگر کمتر بوده و همین مسأله سبب شده به دلیل رونق داشتن فعالیت‌های سفته‌بازی در اقتصاد کشور، این بازار به شکل‌گیری انتظارات افزایش قیمت طلا منجر شده و همین مسأله نیز بر بی‌ثباتی بازار نقد طلا اثر مثبت داشته است. افزون بر

این، پیش‌بینی می‌شود با تدوام این شرایط بازار آتی سکه علامت افزایش قیمت به بازار نقد بفرستد که نتیجه آن بی‌ثباتی بیشتر بازار طلا خواهد بود.

#### ۸. نتیجه‌گیری و توصیه‌های سیاستی

فلسفه بهره‌گیری از ابزارهای مالی جدید در بازار مالی کشور به ویژه ابزارهای مالی مشتقه مانند آتی سکه طلا، موضوع مورد مناقشه نیست و بیشتر تحلیل‌گران و کارشناسان اقتصادی متنوع کردن ابزارهای مالی را برای تأمین مالی، پوشش ریسک، تسهیل مبادلات بخش حقیقی اقتصاد تأیید می‌کنند؛ اما موضوع اصلی چگونگی به‌کارگیری این ابزارها و تشخیص ابزار مناسب برای بازار کالای مورد نظر است. اگرچه راه‌اندازی بازار معاملات آتی سکه طلا در بازار بورس کالای ایران، در راستای معرفی ابزار مالی جدید به اقتصاد کشور و شناخت مزایا و محاسن آن به‌منظور گسترش استفاده از آن برای کالاهای دیگر، می‌تواند اقدام مناسبی باشد، اما از سوی دیگر، ایجاد بازار آتی برای کالایی که بازار نقدی آن تأثیر قابل ملاحظه‌ای بر اقتصاد حقیقی و زندگی عادی مردم ندارد، خود می‌تواند سبب ایجاد ریسک‌ها و مخاطرات جدیدی شود. بر این اساس در جهت حرکت بازار معاملات آتی سکه طلا در راستای ماهیت اصلی آن که پوشش ریسک معاملات طلا در چارچوب محاسن بازار بورس است، راهکارها و سیاست‌های زیر پیشنهاد می‌شود:

#### الف) کاهش نوسانات و التهابات در بازارهای دیگر مرتبط

عوامل تأثیرگذار بر انتظارات افراد از قیمت‌های نقد سکه طلا را می‌توان عواملی چون قیمت جهانی طلا و تغییرات نرخ ارز دانست. در ماه‌های اخیر نوسانات بسیار شدیدی که عمدتاً روند افزایشی داشته است، در قیمت‌های جهانی طلا و نیز نرخ ارز رخ داده است که باعث نوسانات شدیدی در قیمت‌های نقدی سکه طلا نیز شده است، خود باعث تأثیر قرارگرفتن قیمت آتی سکه طلا شده است. در ایران در مقاطع خاصی عوامل دیگری غیر از نوسانات داخلی نرخ ارز و قیمت‌های جهانی طلا نیز قیمت نقدی سکه طلا در نتیجه قیمت‌های آتی را تحت تأثیر قرار داده است و آن نیز ورود نقدینگی به بازار معاملات سکه طلا بوده است. در بازار سرمایه نیز از سال ۱۳۹۰ به دلیل برخی دلایل از جمله افت شاخص کل، تقاضای سرمایه‌گذاری در این بازار نیز کاهش یافته و نقدینگی زیادی از این بازارها در حال حاضر به سمت بازار ارز و سکه جاری شده و این عامل، تعادل موجود در بازار نقدی طلا و ارز را برهم زده است که تأثیر این

نبود تعادل به بازار آتی سکه طلا نیز سرایت کرده است. به طور مثال، اگر بانک مرکزی سیاست‌های مناسبی در مورد سود بانکی نداشته باشد و یا سیاست پایداری در مورد نرخ ارز اتخاذ نکند، قیمت‌های آتی سکه طلا تحت تأثیر این دو عامل خواهند بود و نوسانات شدید این قیمت‌ها با توجه به نوسانات پارامترهای تأثیرگذار قابل توجه خواهد بود.

بنابراین، برای پایدارکردن روند معاملات در بازار آتی سکه طلا، شرط لازم پایدارکردن فعالیت‌های اقتصادی در کل اقتصاد و بازارهای مرتبط است. به بیان دیگر، ایجاد ثبات در یک بازار و هدایت آن به سمت اهداف اصلی نیازمند ایجاد ثبات در کل اقتصاد کشور است.

### ب) هماهنگی میان بانک مرکزی با سازمان بورس اوراق بهادار

راه حل دیگری که می‌تواند به ایجاد تعادل و پایداری در بازار آتی کمک کند، ورود بانک مرکزی به این بازار با رعایت و مقررات موجود در زمینه معاملات آتی سکه طلا است. البته، چگونگی ورود بانک مرکزی به این بازار نیاز به بررسی بیشتری دارد. از آنجا که بانک مرکزی یک نهاد انتفاعی نیست، ورود بانک مرکزی به این بازار در راستای کنترل قیمت‌ها اگر با ضوابط و قواعد خاصی همراه نباشد، می‌تواند مخاطراتی برای بازار از جمله امکان سلب اعتماد فعالان بازار را در پی داشته باشد. بنابراین، برای هدایت بازار به سمت اهداف اولیه لازم است در زمینه چگونگی اثرگذاری بر بازار طلای کشور میان بانک مرکزی و سازمان بورس اوراق بهادار هماهنگی و تقسیم کار لازم صورت گیرد.

### ج) نظارت بر بازار برای حرکت در راستای اهداف اولیه

تاریخچه تحولات و توسعه بازار ابزارهای مشتقه به‌ویژه معاملات آتی‌ها در بورس‌های رسمی نشان‌می‌دهد، نظارت مقامات مالی از دهه ۱۹۸۰ به بعد بیشتر شده است. تصویب قوانین مربوط به خدمات مالی و تشکیل نهادهای نظارتی بر عملکرد بورس‌ها برای حمایت از سرمایه‌گذاران کوچک و بزرگ و توسعه فضاهای رقابتی و نظایر آن همه به منظور تأمین سلامت بیشتر در معاملات و تثبیت بازارهای مالی به ویژه در بورس‌ها بوده است. بر این اساس، ضرورت دارد تا با پایش مداوم معاملات آتی سکه طلا، قوانین و



مقررات لازم در جهت حرکت کردن بازار به سمت اهداف اولیه و کاهش فعالیت‌های غیرضرور سفته‌بازی تدوین و اجرا شود.

#### د) اطلاع‌رسانی و آگاه نمودن آحاد مردم از منافع و مخاطرات فعالیت در بازار آتی سکه

ظهور ابزارهای مشتقه به ویژه ابزارهای مشتقه مالی و توسعه معامله ابزارهای مشتقه در بورس‌ها که از نیمه دوم دهه ۱۹۸۰ آغاز شد، انقلابی در نظام مالی جهان محسوب می‌شود. روش‌های ریاضی و آماری ابزارهای مشتقه و توانایی این ابزارها برای مدیریت ریسک اهمیت زیادی در توسعه بازار ابزارهای مشتقه داشته است. کاربرد ابزارهای مشتقه موجب شده است که نظام سنتی حاکم بر بازارهای مالی که مبتنی بر محافظه‌کاری و خطرگریزی بود، به کلی واژگون شود و بدین ترتیب فضای مناسبی برای سودهای کلان ایجاد شده است؛ ولی این موضوع، زیان‌های کلانی را نیز موجب شده است. در بازار ابزارهای مشتقه، سود یک معامله‌گر دقیقاً مساوی با زیان معامله‌گر دیگری است؛ فقط زمانی اکثر معامله‌گران همزمان متضرر می‌شوند که بحران‌های شدید مالی ظاهر شود. بنابراین، اطلاع‌رسانی مناسب به متقاضیان ورود به این بازار و آشنایی آنها با ریسک‌های اهرمی الزامی به نظر می‌رسد.

## منابع

- ۱- ایروانی، محمد جواد. (۱۳۹۱). درباره بورس آتی ارز. روزنامه دنیای اقتصاد، شماره ۲۷۱۳ مورخ ۱۳۹۱/۵/۲۲.
- ۲- تقوی، مهدی و همکاران. (۱۳۹۱). ابزارهای مشتقه مالی. کتابخانه فروردین، تهران.
- ۳- درخشان، مسعود. (۱۳۸۳). مشتقات و مدیریت ریسک در بازارهای نفت. مؤسسه مطالعات بین‌المللی انرژی، تهران، چاپ اول.
- ۴- عزیزنژاد، صمد. (۱۳۹۰). ریشه‌ها، پیامدها و راهکارهای مقابله با افزایش ناگهانی قیمت طلا در ایران. مرکز پژوهش‌های مجلس شورای اسلامی، دفتر مطالعات اقتصادی، گزارش پژوهشی شماره ۱۲۲۳۰.
- ۵- شرکت بورس کالای ایران. (بهار ۱۳۹۱). قراردادهای آتی در بورس کالای ایران.
- ۶- میرزاپور، اکبر. (۱۳۸۸). الگوی تحویل کالا در معاملات آتی بورس‌های منتخب و رایه پیشنهاد برای بورس کالای ایران. مدیریت مطالعات اقتصادی، برنامه‌ریزی و آموزش، شرکت بورس کالای ایران.
- ۷- ناصرپور، علیرضا. (۱۳۹۰). تحلیلی بر ابعاد مختلف معاملات آتی سکه طلا. مدیریت مطالعات اقتصادی، برنامه‌ریزی و آموزش، شرکت بورس کالای ایران.
- 8- Antoniou, A. and Holmes, P. (1995). Futures Trading, Information, and Spot Price Volatility: Evidence for the FTSE-100 Stock Index Futures Contract Using GARCH. *Journal of Banking and Finance*, 19: pp117-29.
- 9- Antoniou, A., Holmes, P. and Priestley, R. (1998). The Effects of Stock Index Futures Trading on Stock Index Volatility: an Analysis of the Asymmetric Response of Volatility to News. *Journal of Futures Market*, 8: pp151-66.
- 10- Bollerslev, T. (1986). Generalized Autoregressive Conditional Heteroscedasticity. *Journal of Econometrics*, 31: pp307-27.

- 11- Bologna, P. and Cavallo, L. (2002). Does the Introduction of Stock Index Futures Effectively Reduce Stock Market Volatility? Is the 'Future Effect' Immediate? Evidence from the Italian Stock Exchange Using GARCH. *Applied Financial Economics*, 12: pp183-92.
- 12- Bray, M. (1981). Futures Trading, Rational Expectations and The Efficient Market Hypothesis. *Econometrica*, 49: pp575-96.
- 13- Chatrath A., Ramchander, S. and Song, F. (1996). The Role of Futures Trading Activity in Exchange Rate Volatility. *Journal of Futures Markets*, 16: pp 561-84.
- 14- Clifton, E. (1985). The Currency Futures Market and Interbank Foreign Exchange Trading. *Journal of Futures Markets*, 5: pp 375-84.
- 15- Cox, C. (1976). Futures Trading and Market Information. *Journal of Political Economy*, 84: pp1215-37.
- 16- Danthine, J. (1978). Information, Futures Prices and Stabilizing Speculation. *Journal of Economic Theory*, 17: pp 79-98.
- 17- Drimbetas, E., Sariannidis, N. and Porfiris, N. (2007). The Effect of Derivatives Trading on Volatility of the Underlying Asset: Evidence from the Greek Stock Market. *Applied Financial Economics*, 17: pp139-48.
- 18- Edwards, F. (1988a). Does the Future Trading Increase Stock Market Volatility?. *Financial Analysts Journal*, 44: pp 63-9.
- 19- Edwards, F. (1988b). Futures Trading and Cash Market Volatility: Stock Index and Interest Rate Futures. *Journal of Futures Markets*, 8: pp 421-39.
- 20- Figlewski, S. (1981). Futures Trading and Volatility in the GNMA Market. *Journal of Finance*, 36: pp 445-56.
- 21- Glosten, L., Jagannathan, R. and Runkle, D. (1989). Relationship Between the Expected Value and the Volatility of the Nominal Excess Return on Stocks. Working Paper, Department of Finance, Columbia University.

- 22- Holmes, P. (1996). Spot Price Volatility, Information and Futures Trading: Evidence from a Thinly Traded Market. *Applied Economics Letters*, 3: pp 63-6.
- 23- Jochum, C. and Kodres, L. (1998). Does the Introduction of Futures on Emerging Market Currencies Destabilize the Underlying Currencies? *IMF Staff Papers*, 45(3): pp 486-521.
- 24- King, R. G., and Levine, R.(1993). Finance and Growth: Schumpeter Might Be Right. *Quarterly Journal of Economics*, August.
- 25- Kyle, A. (1985). Continuous Auction and Insider Trading. *Econometrica*, 53: pp1315-35.
- 26- Lee, S. and Ohk, K. (1992). Stock Index Futures Listing and Structural Change in Time-varying Volatility. *The Journal of Futures Markets*, 12: pp493-509.
- 27- Levine, R., and Zervos, S(1996). Stock Market Development and Long – Run Growth. World Bank, Policy Research Working paper No. 1582, March.
- 28- McKinnon, R. (1973). Money and Capital in Economic Development. Washington, D.C.: Brooking Institution.
- 29- Oduncu, Arif .(2011). The Effects of Currency Futures Trading on Turkish Currency Market. Central Bank of the Republic of Turkey.