فصلنامه رویکردهای پژوهشی نو در علوم مدیریت
Journal of New Research Approaches in Management Science
سال اول. شماره پنجم. بهار ۱۳۹۷، صص ۷۴-۶۱ Vol 1. No 5. 2018, p 61-74
شماره شاپا (۲۵۸۸-۵۵۶۱) ISSN: (2588-5561)

متاثر بودن ریسک سرمایه گذاری از قراردادهای آتی

بشری خان‌محمدی[۱]. مهرداد زارع نژاد[۲]
۱. دانشجوی کارشناسی ارشد مدیریت دولتی. دانشگاه آزاد اسلامی. واحد قائمشهر. ایران
۲. عضو هئیت علمی دانشگاه آزاد اسلامی. واحد قائمشهر. ایران

چکیده

هدف تحقیق حاضر بررسی متؤثر بودن ریسک سرمایه گذاری از قراردادهای آتی بوده است. یکی از ویژگی‌های بازار بورس، نوسانات زیاد قیمتها می‌باشد که سبب ایجاد ریسک قیمت می‌گردد از آنجایی که در اقتصاد ایران بورس و فعالیتهای بورس به عنوان یک ابزار کارآمد در ایران شناخته نشده است و نوسانات قیمت به دلیل شرایط اقتصادی بالا می باشد و ریسک قیمت اثرات منفی بر اقتصاد کشور وارد می‌کند لذا مدیریت و پوشش این ریسک به وسیله راهکارهای مناسب ضروری به نظر می‌رسد. یکی از راهکارهای مقابله با ریسک استفاده از ابزار مشتقه مالی و ورود به معاملات کاغذی می باشد که در این تحقیق به آن پرداخته شده است. و در پایان قراردادهای با سررسید کوتاه تر توان بیشتری در کاهش ریسک دارند و عدم توجه به اصول پوشش ریسک و ناآشنا بودن با چگونگی استفاده از مشتقات در استراتژی پوشش ریسک نه تنها به کاهش ضرر احتمالی نوسانات قیمتی کمکی نمی‌کند بلکه خود به ابزاری مخرب تبدیل می شود؛ نتیجه گیری شد.

واژه‌های کلیدی: ریسک، سرمایه گذاری، قرارداد، تجارت، اقتصاد

[Downloaded from jnraims.ir on 2026-11-19]

مقدمه

سرمایه‌گذاری به عنوان موتور رشد و توسعه‌ی اقتصادی، در تمام کشورهای جهان از اهمیت ویژه ای برخوردار است. لازمه‌ی رشد اقتصادی تولید بیشتر و سرمایه گذاری تولید بیشتر و رشد اقتصادی، افزون‌تر است؛ در دهه‌های اخیر به طور میانگین حدود دوازده درصد از تولید ناخالص داخلی کشور به سرمایه گذاری اختصاص یافته است که در مقایسه با کشورهایی همچون، کره جنوبی، ترکیه و پاکستان بسیار ناچیز است (حسین‌زاده بحرینی،۱۳۸۳؛ آهنگری و سعادت‌مهر،۱۳۸۷) همچنین سرمایه گذاری را می‌توان یکی از ارکان اساسی اقتصاد کشورها دانست. تردیدی نیست که افزایش تولید که یکی از نخستین گام های فرآیند توسعه محسوب می‌گردد، مستلزم افزایش سرمایه‌گذاری خواهد بود و به همین دلیل، نظریه هایی در علم اقتصاد مطرح است که علت توسعه نیافتگی برخی کشورها را کمبود سرمایه و سرمایه گذاری پنداشته و دور باطل کمبود تولید را ناشی از نبود سرمایه‌گذاری می‌داند (نخجوانی، ۱۳۸۲؛ بیدگلی و بیگدلو، ۱۳۸۵)

اما در این بین ریسک[1]جزئی جدائی ناپذیر از زندگی بشر می باشد و زندگی امروز در حالی ادامه می‌یابد که شرایط عدم اطمینان[2]بر کلیه امور، به علل مختلف تصمیم گیری را به کلی متحول ساخته است. همه افراد به نحوی با مفهوم ریسک آشنائی دارند و اذعان می کنند که کلیه شئونات زندگی با ریسک مواجه است. ریس‌ک در زبان عرف عبارت است از خطری که به علت عدم اطمینان در مورد حادثه ای در آینده پیش میآید، و هر چقدر این عدم اطمینان بیشتر باشد اصطلاحاً گفته می‌شود ریسک زیادتر است. فرهنگ وبستر (۱۹۸۱) ریسک را «در معرض خطر قرار گرفتن» تعریف کرده است. فرهنگ هیلدرس (۱۹۸۸) نیز ریسک را «زبان بالقوه سرمایه گذاری که قابل محاسبه است» می‌داند. گالیتز (۱۹۹۶) ریسک را هرگونه نوسانات در هر گونه عایدی می‌داند.

ریسک در یک معنای عام عبارت است از تغییرات قیمت که خود شامل نرخ های ارز، نرخ های سود، نرخ‌های کالا و نرخ های بازدهی سهام می باشد. در هر حال این متغیرها به علت تغییر در بسیاری از عواملی است که هر یک به سطوح مختلف ریسک وارد می شوند. به همین علت و با توجه به انواع تقسیم بندی‌های ریسک در کتب مختلف ریسک به دو دسته کلی تقسیم می‌شود: دسته اول مربوط به ریسک بازار سرمایه است که در این حالت با توجه به ماهیت مالی متغییرها، سعی بر کنترل آن است (مانند ریسک سیاسی، ریسک صنعت، ریسک نیروی انسانی و ...). البته این تقسیم بندی به مفهوم جدایی ریسک ها از یکدیگر نیست زیرا ریسک غیر مالی (بازار محصول) بر ریسک های مالی (بازار سرمایه) تاثیر زیادی دارند. بدین معنی که هر یک از ریسک های غیر مالی در نهایت باعث تغییرات در متغییرهای مالی می گردند. مثلاً ریسک سیاسی (ریسک غیر مالی) به راحتی به تغییرات نرخ ارز و در نتیجه ریسک نرخ ارز (ریسک

1. Risk
2. Uncertainty

[Downloaded from jnraims.ir on 2026-11-19]

مالی) منجر می‌شود. ریسک لزوماً پدیده ای منفی نیست بلکه به همراه هر فرصتی، ریسک نیز وجود دارد و اصولاً نمی توان کلیه ریسک ها را از بین برد؛ چرا که کلیه فرصتها نیز بدین صورت از بین خواهد رفت. بنابراین می بایست با مدیریت ریسک، به روشی بهینه در مقابل ریسک واکنش نشان داد. مدیریت ریسک ضابطه ها و روشهایی را به دست داده که اشخاص، موسسه‌های اقتصادی (صنعتی و تجاری) و غیر انتفاعی و دولتها با استفاده از آن می‌توانند وظیفه آینده نگری را در ارزیابی، کنترل و تامین مالی خسارتها انجام دهند. بر این پایه، مدیریت ریسک برخوردی نظام یافته با ریسک را سامان می دهد. بدین منظور همواره در کار پاسخ گفتن به دو پرسش اساسی درباره پیشامدهای احتمالی آینده است. نخستین پرسش اینکه ‹‹چه خواهد شد؟›› ودومی اینکه ‹‹چه باید کرد؟›› مدیریت ریسک همواره در کار برنامه ریزی برای رویارویی با رویدادهای احتمالی آینده است (کوپلند[1]،۲۰۰۶).

در ادبیات مالی پنج راهکار در مواجه با موقعیت های ریسکی و مدیریت آنها آمده است. در صورت امکان حذف ریسک بدون حذف فرصت های موجود، ریسک را حذف کرد. با ارزیابی دقیق اثرات سوء ریسک، بدون هیچ اقدام حمایتی، ریسک را قبول کرد. جهت بهره برداری هر چه بیشتر از موقعیت های موجود و با انگیزه های بورس بازی می توان به استقبال ریسک رفت. با ایجاد تنوع در ریسک ها و یا تنوع در نهاده ها و ستاده‌ها، ریسک را کاهش داد. با قبول ریسک دیگری که با ریسک اولیه همبستگی منفی دارد، آن را پوشش داد (درخشان،۱۳۸۳).

حذف ریسک موقعی امکان پذیر است که مدیریت ریسک از نوسان قیمتها مطمئن باشد و با اتخاذ موضع مناسب، که همان خرید یا فروش محصول مورد نیاز قبل از نوسان است به زعم خود، خود را از ریسک نوسانات مخالف مصون نگاه دارد. در قبول ریسک علی رغم اینکه نوسان احتمالی پیش بینی می شود. ولی این نوسانات مورد قبول واقع می‌شوند. در واقع با تکیه بر اصل ‹‹خرید یا فروش هر موقع لازم بود›› معاملات انجام می گیرد. اما عمل حذف ریسک جز در موارد معدودی مقدور نبوده و قبول آن همچنان خسارت بار است که گاه به ورشکستگی می انجامد. لذا راهی جز کاهش یا پوشش ریسک باقی نمی ماند. کاهش ریسک به وسیله تنوع سازی، بیشتر متوجه شرکتهای تولیدی و سهام داران بورس مالی می باشد؛ در حالی که معامله گران بازار کالا از استراتژی پوشش ریسک بهره بیشتری می برند (راعی و سعیدی،۱۳۸۳).

برنامه مدیریت ریسک در صورتی در یک سازمان موفق خواهد بود که با برنامه استراتژیک و همچنین استراتژیهای مالی هماهنگ باشد. بنابراین مدیریت ریسک را افرادی در سازمان باید انجام دهند که با مسائل کلی آشنا باشند و اهداف استراتژیک سازمان را بدانند و علاوه برآن باید در حوزه مدیریت ریسک و استفاده از ابزار آن تجربه کافی داشته باشند، چرا که استفاده از ابزار مدیریت ریسک با خطراتی نیز همراه است که در صورت عدم دقت کافی به نتایج ناخوشایندی منجر خواهد شد. ابزار مدیریت ریسک گاهی به

---

1. Copeland

[Downloaded from jnraims.ir on 2026-11-19]

تیغ تشبیه شده است که در صورت استفاده صحیح نتایج مثبتی میتوان ازآن بدست آورد و استفاده نادرست از آن منجر به حوادث وحشتناکی خواهد گردید با این حال این توصیف نمی‌تواند دلیلی برای استفاده نکردن ازآن باشد (جلالی‌نائینی و کاظمی منش،۱۳۸۳).

عناصر اصلی در موفقیت ریسک عبارتند از: تشخیص منابع ریسک؛ اندازه گیری میزان ریسک، ارزیابی تأثیر میزان ریسک مورد نظر بر کل سازمان و استراتژیهای مالی، ارزیابی تواناییهای سازمان در برنامه ریزی برای مدیریت ریسک یا استفاده از ابزارهای مدیریت ریسک، انتخاب ابزارهای مناسب و مفید مدیریت ریسک (پوک[1]،۲۰۰۹).

انواع ریسک های مهم

ریسک اعتباری به عدم توانایی قرض گیرنده در سررسید، نسبت به بازپرداخت اصل یا بهره وام دریافتی، و احتمال زیان به علت توانایی در بازپرداخت بدهی ها یا کاهش اعتبار شرکت ریسک اعتباری گفته می‌شود.

ریسک اعتباری: ریسکی است که از نکول یا قصور طرف قرارداد و یا در حالت کلی تر، از اتفاقی اعتباری به وجود می آید. بررسی تاریخی نشان می دهد که این ریسک معمولاً در مورد اوراق قرضه رخ می‌داد، که این شکل که قرض دهنده ها از بازپرداخت وامی که به قرض گیرنده داده بودند، نگران بودند. به همین خاطر گاهی اوقات ریسک اعتباری را ریسک نکول هم می‌گویند. تاثیر این ریسک، با هزینه جایگزینی وجه نقد ناشی از نکول طرف قرارداد سنجیده می‌شود. ریسک اعتباری یکی از مهم ترین عوامل تولید ریسک در بانک ها و شرکت های مالی است. برای اندازه گیری ریسک اعتباری باید به این موارد توجه کرد:

الف: احتمال نکول: احتمالی است که طرف قرارداد در مدت تعیین شده در قرارداد، به تمام تعهداتش، خواسته یا ناخواسته عمل نکند.

ب: میزان تعهد اعتباری: نشان می‌دهد که در زمان نکول، چه مقدار از تعهدات متاثر از نکول (مانده تعهدات) قرار می گیرد.

ج: نرخ بازیافت: در صورت نکول، چه سهمی از تعهدات ممکن است از راه های مختلف مثل وثیقه باز گردد:

رتبه اعتباری شرکت ها: بحث مهم دیگری که در اندازه گیری ریسک اعتباری مطرح می‌شود. رتبه بندی اعتباری شرکت ها است.

ریسک بازار به احتمال زیان ناشی از اتفاقات بازار (تغییرات عرضه و تقاضا، قوانین، رسیدن اخبار جدید در مورد سرمایه گذاری شما یا مجموعه ی بازار و ...) گفته می‌شود. ریسک بازار در اثر نوسانات قیمت

1. Pok

[Downloaded from jnraims.ir on 2026-11-19]

دارایی‌ها در بازار ایجاد می شود. اشخاص حقیقی و حقوقی، دارایی های خود را به صورت های مختلف مانند: پول نقد، سهام، اوراق قرضه، مسک، طلا و سایر دارایی های با ارزش نگهداری می‌کنند. تمام این دارایی ها در معرض تغییرات قیمت قرار دارند، و این نوسانات قیمتی مداوم، عامل اصلی ایجاد ریسک بازار هستند. ریسک بازار که یکی از عوامل اصلی ایجاد کننده ریسک می باشد، به همراه ریسک اعتباری نقش اصلی را در اکثر ورشکستگی ها ایفا می‌کنند. بحران های پیاپی و پیوسته مالی ناشی از ریسک مالی، که در دو دهه اخیر در مقاطع مختلف در سطح جهان روی داده اند، لزوم مدیریت یکپارچه ریسک مالی را با تمرکز بر ریسک بازار و ریسک اعتباری، بیش از پیش مطرح ساخته اند (درخشان،۱۳۸۳).

ریسک نرخ ارز تبدیل یک ارز (ارز اولیه) به ارزی دیگر (ارز ثانویه) و سرمایه گذاری ارز جدید، به منظور منتفع شدن از نرخ بازده بیشتر، ریسک نرخ تبدیل برای اصل و بهره تا زمان سررسید را به همراه خواهد داشت. اهمیت این ریسک، هنگامی افزایش می یابد که بخش قابل توجهی از پرتفوی شرکت، متشکل از یک ارز و یا ارزهای گوناگون، بر اساس وضعیت بازار (سبد ارزی) باشد. در مورد بانک ها، حالت دیگری که باعث ایجاد ریسک نرخ ارز می شود این است که بانک، مبادلات ارزی قابل توجهی داشته باشد و یا سپرده‌های ارزی دریافت نموده و تسهیلات ارزی پرداخت نماید. ریسک عملیاتی، احتمال زیان بر اساس عملکرد افراد، رویه ها یا سیستم ها می باشد. ریسک عملیاتی، عموماً ناشی از اشتباهات انسانی یا اتفاقات و خطای تکنیکی است. این ریسک شامل تقلب (موقعیتی که معامله گرها اطلاعات غلط می‌دهند)، اشتباهات مدیریتی و کاستی کنترل می‌شود. خطای تکنیکی ممکن است ناشی از نقص در اطلاعات، پردازش معاملات، سیستم‌های جابه جایی یا به طور کلی هر مشکل دیگری در سطح سازمان باشد. ریسک‌های عملیاتی ممکن است منجر به ریسک اعتباری بازار شوند (راعی و سعیدی،۱۳۸۳).

ریسک نقدینگی

ریسک نقدینگی، درجه سهولت تبدیل یک نوع طلب یا دارایی به وجه نقد را بیان می کند. هر چقدر یک طلب (دارایی) سریع تر و نزدیک تر به قیمت واقعی به وجه نقد تبدیل شود، ریسک نقدینگی آن کمتر است. واحد اندازه گیری این ریسک، فاصله بین خرید و فروش اعلام شده توسط شرکت کنندگان در بازار می باشد. ریسک نقدینگی دو حالت مختلف دارد: ریسک نقدینگی دارایی و ریسک نقدینگی تامین مالی.

ریسک نقدینگی دارایی که با نام ریسک نقدینگی بازار محصول هم شناخته می‌شود، زمانی ظاهر می‌شود که با قیمت پیش بینی شده قابل انجام نباشد (به دلیل تغییر وضعیت نسبت به زمان معامله عادی) این ریسک در بین گونه های دارایی‌ها و در زمان وابسته به شرایط بازار تغییر می‌کند. بعضی دارایی‌ها مانند ارزهای اصلی یا اوراق قرضه، بازارهای عمیقی دراند و در اغلب مواقع به راحتی با نوسان کمی در قیمت، نقد می‌شوند اما این امر در مورد همه دارایی ها صادق نیست.

[Downloaded from jnraims.ir on 2026-11-19]

ریسک نقدینگی تامین مالی که ریسک جریان وجه نقد هم نامیده می شود، به عدم توانایی در پرداخت تعهدات بر می‌گردد. این موضوع، مخصوصاً برای پورتفوهایی که متوازن شده‌اند و متعهد به پرداخت حاشیه سود به طلبکاران هستند معضل مهمی است. در واقع، اگر ذخیره وجه نقد کافی نباشد، ممکن است در شرایط سقوط ارزش، بازار، نیاز به پرداخت داشته باشد که منجر به نقد کردن اجباری پورتفو در قیمت پائین می شود. این چرخه ضررها که با حاشیه سود تعهد شده شدیدتر می‌شود، گاهی به مارپیچ مرگ تعبیر می‌شود. ریسک تامین مالی با برنامه ریزی مناسب جریان وجه نقد کنترل می‌شود. محدود کردن شکاف جریان وجه نقد، متنوع کردن و در نظر گرفتن نقش مهمی در کنترل ریسک نقدینگی دارد. مدیریت نقدینگی یکی از بزرگترین چالش‌هایی است که سیستم بانکداری با آن روبرو است. دلیل اصلی این چالش این است که بیشتر منابع بانک ها، از محل سپرده‌های کوتاه مدت، تامین مالی می‌شود. علاوه بر این، تسهیلات اعطایی بانک ها صرف سرمایه گذاری در دارایی‌هایی می‌شود که درجه نقدشوندگی نسبتاً پایینی دارند. مدیریت نقدینگی به معنی توانایی بانک برای ایفای تعهدات مالی خود در طول زمان است. مدیریت نقدینگی در سطوح مختلفی صورت می گیرد. اولین نوع مدیریت نقدینگی به صورت روزانه صورت پذیرفته و به صورت متناوب، نقدینگی مورد نیاز در روزهای آتی پیش بینی می شود. دومین نوع مدیریت نقدینگی، نقدینگی مورد نیاز را برای فواصل طولانی تر شش ماهه تا دو ساله پیش بینی می‌کند. سومین نوع مدیریت نقدینگی به بررسی نقدینگی مورد نیاز بانک در شرایط بحرانی می پردازد (جلالی،۱۳۸۳).

ریسک قانونی

ریسک قانونی احتمال زیان ناشی از مسائل قانونی با تفسیرهای غلط از قانون می باشد. ریسک قانونی زمانی مطرح می شود که یک معامله از نظر قانونی قابل انجام نباشد. این ریسک می تواند به صورت شکایت سهامداران علیه شرکتی که ضرر ده باشد ظاهر شود. ریسک های قانونی از طریق سیاست هایی که قسمت حقوقی موسسه، با مشاوره مدیر ریسک و مدیریت سطح بالا اعمال می کند، کنترل می‌شوند. موسسات باید مطمئن باشند قراردادها با طرفین، قابلیت اجرا دارد. با این حال، وقتی پای زیان‌های بزرگ در میان باشد، کشمکش های هزینه بر به وجود می آید زیرا منافع زیادی درگیر است.

ریسک قانونی که ریسک حقوقی نیز نامیده می‌شود، یکی از ریسک‌های اثرگذار بر فعالیت شرکت ها است. دو عامل مهم در میزان ریسک حقوقی تاثیرگذار هستند. عامل اول، ایجاد کننده ریسک حقوقی، نوع و ساختار قوانین، روند قانونگذاری، و همچنین تغییرات قوانین می‌باشد. عامل دوم، ایجاد کننده ریسک حقوقی، روابط حقوقی بین بانک و اشخاص حقیقی و حقوقی مرتبط با بانک است (جدیدیان، ۱۳۸۱). ریسک کشوری، ریسک سیاسی و اقتصادی یک کشور به تمایل یا امکان انجام به موقع تعهدات می‌باشد. توجه به درجه یا رتبه بندی اعتباری یک کشور نقش به سزایی در کاهش این نوع ریسک دارد یعنی هر چه

[Downloaded from jnraims.ir on 2026-11-19]

رتبه اعتباری کشوری بالاتر باشد ریسک کشوری کمتر خواهد بود و از طرف دیگر، اطمینان بیشتری به سرمایه گذاری در این کشورها وجود دارد.

ریسک دولت هنگامی که بخش عمومی متقاضی وام باشد، ریسک مشمول آن را ریسک دولتی می‌نامند. در این حالت، دولت مسئولیت نهایی بدهی را به عهده دارد (کاتر[1] و همکاران،۲۰۰۹).

ریسک انتقال این نوع از ریسک هنگامی ایجاد می شود که بخش خصوصی وام گیرنده است و از بعد اقتصادی و مالی قابل اطمینان بوده و توانایی پرداخت بدهی را داشته باشد، لکن شرایط اقتصادی سیاسی و مقررات کشوری و جهانی (از جمله تحریم سیستم بانکی یک کشور یا ناحیه از سوی شورای امنیت) مانع انتقال وجوه جهت تسویه بدهی و انتقال گردد.

ریسک قیمت ریسک برای یک بنگاه کوچک تا یک شرکت چند ملیتی بزرگ و همچنین در سطح کلان اقتصاد یک کشور نیاز به مدیریت و کنترل دارد. مدیریت ریسک فرآیندی پیچیده بوده و مراحلی چون شناسایی و ارزیابی ریسک، گزینش روشی بهینه جهت مقابله با آن و برنامه ریزی جهت انجام و نظارت بر صحت عمل آن را شامل می شود. پوشش ریسک یکی از راهکارهای مدیریت ریسک است که با استفاده از ابزارهای مشتقه مالی مانند قراردادهای آتی انجام می‌گیرد. هنگامی که فرد یا شرکت تصمیم می‌گیرد با ورود در بازار آتی، ریسک مربوط به نوسانات نامطلوب قیمت را پوشش دهد، معمولاً هدف این است که با اتخاذ یک موضع معاملاتی، تا حد امکان ریسک مذکور را کاهش دهد و خنثی نماید (ابراهیمی و قنبری، ۱۳۸۸)

بازارهای مالی از طریق ایجاد رابطه بین دو گروه پس‌انداز کننده (کسانی که مازاد درآمد دارند اما توانایی بهره‌برداری از آن را ندارند) و کارفرمایان (آنان که توانایی و تخصص لازم را دارند اما فاقد وجوه لازم برای ایجاد کسب و کار هستند)، تجهیز پس‌اندازهای کوچک و بزرگ، تخصیص بهینه سرمایه، افزایش نقدینگی و روان سازی مبادلات و فراهم نمودن شرایط برای مدیریت ریسک، بستر را برای افزایش فعالیتهای مفید اقتصادی فراهم می‌کنند. به هرحال اگر بخشهای کارآمد اقتصاد گسترش یابند، قادر به جذب عوامل تولید اضافی از بخشهای غیرکارآمد خواهند بود. برای دستیابی به این امر باید بتوان شرکت‌ها و پروژه‌های کارا و سودآور را از شرکت‌ها و پروژه های غیرسودآور تشخیص داد. در بازار مالی کارآمد این کار به راحتی انجام می‌شود. در اقتصادی که بازار مالی آن درست عمل کند، از یک سو حجم سرمایه‌گذاری افزایش می‌یابد و ازسوی دیگر کیفیت و سلامت سرمایه‌گذاریها بیشتر می‌شود. افزایش دسترسی به ابزارها و نهادهای مالی، هزینه‌های مبادلات و کسب اطلاعات را در اقتصاد کاهش می‌دهد. بازارهای مالی بزرگتر و کاراتر در راستای پوشش و مدیریت ریسک، به بنگاههای اقتصادی کمک می‌کنند و از اینجا باعث افزایش سرمایه‌گذاری و رشد اقتصادی می‌شوند.در چنین چارچوبی امکان افزایش

1. Cotter

[Downloaded from jnraims.ir on 2026-11-19]

رشد اقتصادی نیز فراهم می گردد. اثرات توسعه مالی بر رشد اقتصادی بطور گسترده در ادبیات علمی مورد بحث واقع شده است. این فرضیه که توسعه مالی باعث رشد اقتصادی می‌شود به روش‌های گوناگون مورد آزمون قرار گرفته که عمدتا اثر مثبت معنادار تأیید شده است. یافته‌های یک تحقیق نشان می‌دهد که بازارهای مالی از طریق انباشت سرمایه بر رشد اقتصادی در کشورهای در حال توسعه تأثیر دارند و در اقتصادهای پیشرفته، توسعه مالی باعث رشد بهره‌وری می‌شود. تأثیر بهبود عملکرد بازارهای مالی بر رشد اقتصادی در چارچوب مدلهای رشد برون‌زا و درون‌زا مورد تأیید واقع شده است(ابراهیمی و قنبری،۱۳۸۵).
قرارداد آتی: قراردادی است که دارنده آن متعهد می شود دارایی موضوع قرارداد، یعنی دارایی پایه را که ممکن است کالا یا ارز یا اوراق بهادار باشد، در آینده خریداری کرد و یا بفروشد. قیمتهای قراردادهای آتی برای یک قرارداد معین عبارت است از همان قیمتی که شما توافق می کنید دارایی را در آن قیمت بخرید یا بفروشید. اما ویژگی اصلی قرارداد آتی استاندارد بودن آن است، بدین معنی که کمیت و کیفیت و خصوصیات فنی دارایی پایه و محل تحویل آن باید بر طبق ضوابط بورس استاندارد باشد. برای مثال به هر ۱۰۰۰ بشکه نفت خام یک قرارداد آتی نفت خام گفته می‌شود. آتی ها همانند سلف ها ریسک اعتباری ندارند ولی بیشتر برای بازار کالا کاربرد پیدا می کنند. قرارداد معاوضه مجموعه ای از جریانهای نقدی با نرخ ثابت و نرخ شناور است که با یکدیگر معاوضه می شوند. قرارداد معاوضه جریان نقدی، روی معاملات مختلفی انجام می‌گیرد که از آن جمله نرخ سود است و به آن «قرارداد معاوضه سود» گویند. از این دست، قرارداد معاوضه نرخ ارز و کالا کاربرد زیادی دارند و در بازارهای مالی و کالا از آن استفاده می‌شود. این قراردادها نیز همانند سلف‌ها دارای مساله ریسک اعتباری می باشند (بولیسو[1] و همکاران، ۲۰۱۰).

ویژگی‌های قرارداد آتی ها

قرارداد آتی یکی از رایج ترین مشتقاتی است که برای ریسک استفاده می‌شود. یک قرارداد آتی، قراردادی است میان دو گروه، برای خرید و یا فروش یک دارایی در زمان خاصی در آینده در یک قیمت معین. دلیل اصلی استفاده شرکت‌ها و موسسات از این قراردادها، پوشش ریسک است که به طور کامل ریسک خود را جبران کنند. با این حال، در زندگی واقعی، این امر ممکن نیست و بنابراین افراد به جای آن تا حد امکان برای خنثی نمودن ریسک تلاش می‌کنند. به عنوان مثال اگر کالایی که مورد پوشش ریسک قرار می‌گیرد به عنوان قرارداد آتی در دسترس نباشد، پوشش دهنده از قرارداد آتی گزینه ای دیگر که نوساناتش نزدیک به آن کالاست استفاده خواهد کرد. در حقیقت، بازارهای آتی ها، بازارهای سازمان یافته و استاندارد شده بازارهای سلف هستند. معاملات سازمان یافته آتی ها، قراردادهای سلف غیر استاندارد را

1. Bollerslev

[Downloaded from jnraims.ir on 2026-11-19]

استاندارد و متعارف می سازد و این به وسیله تعیین اندازه قراردادها، تاریخ های تحویل و شرایط تحویل کالا صورت می پذیرد. تنها قیمت و تعداد قراردادها به عهده معامله گران آتی برای مذاکره باقی می مانند. افراد می توانند بدون قرارداد شخصی با یکدیگر در یک بازار متمرکز، معامله کنند. کارایی این بازار نیز توسط اتاق پایاپای تضمین می‌شود. یکی از دلایل با ارزش بودن این بازارها در اقتصاد این است که به پوشش دهندگان ریسک اجازه می‌دهند که ریسک قیمت را به سفته بازان انتقال دهند. ریسک نوسانات قیمت از کسانی که مایل به در معرض قرارگیری این ریسک نیستند به کسانی که تمایل دارند، انتقال می‌یابد (هال، ۲۰۰۳).

در این بخش به برخی از ویژگی های این قرارداد ها اشاره می کنیم (هال،۲۰۰۳).

دارایی پایه: در صورتی که دارایی مورد نظر در قرارداد، کالا باشد، لازم است شرایط قابل قبول کالا توسط بورس تعیین شود. کمیت و کیفیت دارایی موضوع قرارداد، دقیقاً از قبل تعیین شده است و جز در چارچوب آن ضوابط، نمی توان به نحو دیگری معامله کرد.

اندازه قرارداد: اندازه قرارداد، حجم دارایی را که طی یک قرارداد باید تحویل داده شود، مشخص می‌کند. به عبارت دیگر مقدار استاندارد شده دارایی پایه را به اصطلاح «اندازه قرارداد» گویند. اندازه قرارداد نباید خیلی بزرگ یا خیلی کوچک باشد، بلکه اندازه صحیح یک قرارداد به نوع کاربر بستگی دارد.

نحوه تحویل: مکان تحویل کالا باید توسط بورس مشخص شود. این امر خصوصاً در مورد کالاهایی که هزینه حمل و نقل بالایی دارند، اهمیت زیادی پیدا می‌کند.

ماههای تحویل: معمولاً هر قرارداد آتی با توجه به ماه تحویل آن خوانده می شود. بورس باید دوره دقیق زمان تحویل کالا را مشخص می سازد . دوره تحویل در بیشتر قراردادهای آتی، کل ماه است. ماههای تحویل از یک قرارداد به قرارداد دیگر متفاوت است. این ماهها توسط بورس با توجه به نیازهای معامله گران تعیین می شوند. در هر مقطع زمانی، قراردادها برای نزدیک ترین ماه تحویل و یا سایر ماه های تحویل معامله می‌شوند. زمان دقیق انجام معامله در ماه، توسط بورس تعیین می شود. همچنین بورس، آخرین روز معامله یک قرارداد را مشخص می‌کند. معمولاً معاملات، چند روز قبل از تحویل متوقف می‌شوند.

نحوه گزارش (درج) قیمت‌ها: قیمت آتی به گونه ای درج می‌شود که به آسانی و راحتی فهمیده شوند.

محدودیت‌های تغییرات روزانه: بورس‌های رسمی در بسیاری موارد محدوده تغییرات روزانه قیمت را نیز تعیین می‌کنند تا مانع نوسانات شدید قیمت شوند. اگر قیمت به سمت حد پایین قیمت تعیین شده توسط بورس حرکت کند، اصطلاحاً می گوئیم قرارداد «پایین حد مجاز» است و اگر قیمت به سمت حد بالای

[Downloaded from jnraims.ir on 2026-11-19]

قیمت تعیین شده توسط حرکت کند، اصطلاحاً می گوییم قرارداد «بالای حد مجاز» است. یک «حرکت مجاز» حرکتی است که در بین دو کرانه قیمت مشخص شده توسط بورس باشد. معمولاً با حرکت قیمتها به بالاتر از کرانه بالای مجاز یا پایین تر از کرانه پایین مجاز، معاملات متوقف می شوند. البته در مواردی که قیمت یک کالا در بازار با نوسانات شدید مواجه می شود، بورس‌ها معمولاً این اختیار را دارند که حد تغییرات روزانه را بزرگتر و یا حذف کنند. هدف از ایجاد محدودیت در تغییرات روزانه قیمتها، جلوگیری از نوسانات شدید قیمت، در نتیجه فزون خواهی سفته بازان است. با این حال این محدودیت ها می‌تواند هنگام افزایش یا کاهش شدید قیمت دارایی پایه، به صورت یک مانع مصنوعی برای معاملات عمل کند. این پرسش، که آیا محدود کردن حد تغییرات قیمت می‌تواند نقش مهمی در برقراری و حفظ تعادل به هنگام افزایش قیمتها ایفا کند، پاسخ روشنی ندارد.

محدودیت‌های موضع معاملاتی: محدودیت موضع معاملاتی نشان دهنده حداکثر تعداد قراردادهای آتی است، که یک سفته باز می تواند داشته باشد. البته پوشش دهندگان ریسک که واقعاً به دنبال پوشش ریسک هستند، از این محدودیت مستثنی می باشند. هدف از این محدودیت ها، جلوگیری از نفوذ بیش از حد سفته بازان بر بازار است.

پرداخت ودیعه: معامله گرانی که قصد خرید یا فروش آتی ها را دارند ابتدا باید سپرده ای نزد کارگذار بورس بگذارند که به «حساب ودیعه» معروف است. میزان این سپرده را بورس تعیین می‌کند، لیکن کارگذاران بورس می توانند با توجه به میزان اعتبار مالی معامله گر، سطح این سپرده را تغییر دهند. هدف اصلی این ودیعه گذاری، حداقل کردن ریسک پیمان شکنی (ریسک اعتباری) است. از آنجا که که این ودیعه در فعالیت معامله گران در بازار آتی ها محدودیت ایجاد می کند، سعی بر این است که مبلغ این ودیعه به صورت غیر منطقی زیاد نباشد. البته هنگامی که هر یک از معامله گران به تمام تعهدات خود در قبال قرارداد بطور کامل عمل کرد، ودیعه اولیه به او بازپرداخت می شود. به جز این ودیعه، دو نوع ودیعه دیگر وجود دارند که عبارتند از: «حداقل ودیعه ثابت» و«ودیعه متغیر حاشیه متغیر» هستند. کمترین مبلغی که همواره باید در حساب ودیعه حفظ شود، حداقل ودیعه ثابت نام دارد. از آنجایی که به علت وجود اتاق پایاپای، در پایان هر روز قراردادها قابل نقد شدن هستند و قیمت قراردادها در پایان هر روز مثل قیمت سهام اعلام می‌شود، لذا اگر معامله گر با کاهش ارزش قرارداد آتی مواجه شود، باید نسبت به تکمیل سپرده ودیعه خود اقدام کند. این مقدار اضافی که به علت تغییرات قیمت پرداخت می‌شود ودیعه متغیر نام دارد (هال،۱۳۸۴).

[Downloaded from jnraims.ir on 2026-11-19]

فعالان بازار آتی‌ها

انواع معامله گران در بازار مشتقات به سه دسته زیر تقسیم می‌شوند:

پوشش دهندگان ریسک، که با استفاده از قراردادهای آتی به دنبال کاهش ریسکی هستند که از حرکت بالقوه آتی در یک متغیر ناشی می‌شود.

سفته بازان، از پیش بینی جهت حرکت آتی قیمت، در یک بازار استفاده می‌کنند. به استقبال ریسک می‌روند و موقعیت هایی را متناسب با نوع پیش بینی خود درباره تغییر قیمتها کسب می کنند.

آربیتراژگران با اتخاذ موقعیت های متناسب در دو یا چند بازار مختلف، به دنبال کسب سود بدون ریسک هستند. آربیتراژ عبارت است از فرصت دستیابی به سود بدون ریسک، از طریق ورود همزمان در دو یا چند بازار، آربیتراژگران از مزایای تفاوت قیمت بین دو یا چند بازار مختلف استفاده می کنند (مرادی،۱۳۸۸).

چگونگی پوشش ریسک با استفاده آتی‌ها

با اینکه مدت زیادی از تاسیس بورس های آتی و عرصه انواع مشتقات مالی سهام در بازار نمی گذرد اما مشتقات مالی چنان مورد استقبال قرار گرفته اند که امروزه تا چندین برابر خرید و فروش واقعی، معاملات کاغذی در بورس صورت می‌گیرد. معاملات مشتقات مالی با اهداف و مقاصد مختلفی انجام می‌پذیرد و معامله گران کاغذی وارد این بازار می‌شوند. پوشش ریسک نوسانات قیمت یکی از اهدافی است که معمولاً فروشندگان از آن بهره می برند و به وسیله آن ریسک نوسانات نامطلوب قیمت را کاهش می دهند، یکی از استراتژی‌های مناسب برای شرکتها یا معامله گرانی که نگران کاهش قیمتها هستند اقدام به فروش آتی ها است، در واقع استراتژی پوشش ریسک بر این اصل استوار است که معامله گران، موضعی در بازار آتی ها اتخاذ کنند که مخالف موضع آنان در بازار فیزیکال است تا بدین ترتیب ضرر احتمالی در بازار کالا با سود احتمالی در بازار آتی ها جبران شود. بدین ترتیب توفیق این استراتژی همسویی قیمت ها در دو بازار است (گجراتی،۱۳۸۷).

پوشش ریسک

بر خلاف نظریه سنتی یک به یک – که توجهی به ریسک پایه نمی‌کرد- این نظریه از «مبنا» به عنوان «متغیر تصمیم» بهره می‌جوید. به طوری که نظریه بتا را می توان نظریه سفته بازی روی «مبنا» نامید. اگر مبنا در شروع دوره کم یا منفی (خیلی مثبت) باشد، پوشش دهندگان ریسک اقدام به خرید (فروش) آتی‌ها به همان مقدار دارایی نقد می‌کنند و در غیر اینصورت هیچ موقعیتی نمی گیرند. لذا طبق این نظریه گرفتن موقعیت در بازار آتی‌ها برای پوشش ریسک، همانند روش سنتی از نرخ یک به یک استفاده می‌شود. موفقیت این استراتژی در وجود رابطه منفی بین سطح پایه جاری و تغییرات آن در دوره بعدی می‌باشد. بنابراین اولین گام در استراتژی بتا تحقیق و بررسی در رابطه با وجود چنین رابطه ای است. گام بعدی تعیین

[Downloaded from jnraims.ir on 2026-11-19]

مقدار پایه است که در آن، تصمیم به گرفتن موقعیت در بازار آتی می‌شود. انجام این مراحل با استفاده از مدلهای اقتصادسنجی امکان پذیر است (کاسیلو ۲۰۰۵).

نتیجه‌گیری

قراردادهای با سررسید کوتاه تر توان بیشتری در کاهش ریسک دارند، بنابراین با توجه به ریسک گریزی شرکتها و صنایع باید قراردادهای با سررسید کوتاه تر جهت پوشش ریسک قیمتهای سهام انتخاب شوند. در میان قراردادهای موجود مدل **OLS** به عنوان بهترین گزینه پیشنهاد می‌گردد. البته توصیه می‌گردد که جهت استفاده از قراردادهای آتی و پوشش ریسک به عنوان ابزار مشتقه ابتدا بررسی کامل از سایر بورس‌های کشورهای توسعه یافته گردد زیرا به دلیل نوسانات و شرایط بد اقتصادی و عدم استقبال شرکتهای ایرانی اطلاعات موجود بهینه نبوده و نتایج مناسبی اخذ نمی گردد.

از آنجایی که عدم توجه به اصول پوشش ریسک و ناآشنا بودن با چگونگی استفاده از مشتقات در استراتژی پوشش ریسک نه تنها به کاهش ضرر احتمالی نوسانات قیمتی کمکی نمی‌کند بلکه خود به ابزاری مخرب تبدیل می‌شود، لذا تربیت و آموزش نیروهای متخصص در این زمینه پیشنهاد می گردد. با توجه به اهمیت اقتصاد از اهمیت ویژه ای برخوردار است و نه تنها متولیان آن باید با بازارها و معاملات رایج در بورسها آشنایی کامل داشته باشند بلکه توانایی ایجاد بسترهای لازم برای استفاده از ابزار و استراتژیهای معاملاتی این بازار از جمله قراردادهای آتی و انواع پوشش ریسک را دارا باشند تا بورس فراتر از یک محل معاملاتی صرفاً برای خرید و فروش کالا، علاوه بر کاهش ریسک معاملاتی سهام وتعدیل نوسانات قیمت به یک ابزار توسعه پایدار نیز تبدیل شود. از این رو تبدیل شدن بورس سهام به یک بورس تاثیر گذار نیازمند نگاهی جدی از طرف مسئولان است. حتی در صورت فراهم نشدن شرایط راه اندازی بورس شرکتهای سهامی در داخل کشور می توان وارد سایر بورسهای جهان شد و از این طریق ریسک قیمت های سهام را پوشش داد.

[Downloaded from jnraims.ir on 2026-11-19]

فهرست منابع و مآخذ

ـ ابراهیمی، محسن و قنبری، علیرضا (۱۳۸۵) مدیریت ریسک نوسانات قیمت نفت در ایران، نامه مفید، سال دوازدهم، شماره ۵۷، ۱۳۹-۱۶۲

ـ ابراهیمی، محسن و قنبری، علیرضا (۱۳۸۸) پوشش ریسک نوسانات درآمدهای نفتی با استفاده از قراردادهای آتی در ایران، پژوهشنامه اقتصادی، شماره ۹، صص ۱۷۳-۲۰۴

ـ جدیدیان، سروا (۱۳۸۱) پوشش ریسک صادرات از طریق بازارهای سلف، پایان نامه کارشناسی ارشد، موسسه عالی پژوهش و برنامه ریزی و برنامه ریزی و توسعه.

ـ جلالی نائینی، سید احمد رضا و کاظمی منش، مریم (۱۳۸۳) بررسی تغییرات نرخ بهینه پوشش ریسک در بازار نفت، فصلنامه مطالعات اقتصاد انرژی، شماره ۱، صص ۳-۲۷.

ـ درخشان، مسعود (۱۳۸۳) مشتقات و مدیریت ریسک در بازارهای نفت، چاپ اول، تهران: انتشارات موسسه مطالعات بین المللی انرژی.

ـ راعی، رضا و سعیدی، علی (۱۳۸۳) مبانی مهندسی مالی و مدیریت ریسک، چاپ اول، تهران: انتشارات سمت.

ـ گجراتی، دامور (۱۳۷۸) مبانی اقتصاد سنجی. حمید ابریشمی، تهران، انتشارات دانشگاه تهران.

ـ مرادی، علیرضا (۱۳۸۸) کاربرد ایویوز در اقتصاد سنجی، چاپ سوم، تهران: سازمان انتشارات جهاد دانشگاهی.

ـ هال، جان (۱۳۸۴) مبانی مهندسی مالی و مدیریت ریسک، سیاح، سجاد و صالح آبادی، علی، چاپ اول، انتشارات گروه رایانه تدبیر پرداز .

__ Bollerslev, T. Russel, J. R. & Watson, M. W. (2010), "Glossary to ARCH (GARCH)", Volatility and Time Series Econometrics: Essays in Honor of Robert F, Engle.Oxford University Press, Chapter8, and pp: 137-163.

__ Conrad, J. Gultekin, M., Kaul, G (1991), Asymmetric Predictability of Conditional Variances, the Reviwe of Financial Studies, Vol: 4, pp: 597-622.

__ Copeland, L. Zhu, Y. (2006), Hedging Effectiveness in the Index Futures Market, Cardiff Economics, Working Papers, E2006/10.

__ Cotter, J. Hanly, J. (2009); " Time-varying risk aversion: an application to energy hedging", journal of Energy Economics., 1816, pp. 0-10.

__ Gupta, s.l. (2006), FinancialDerivatives, Theory, Concepts andProblems, Prentice-Hall of India, pp: 3-582

__ Essions with Generated Regressors, International Economic Review, and Vol: 25, pp: 221-247

[Downloaded from jnraims.ir on 2026-11-19]

__ Pok, W.C. Poshakwale, S. S. Ford, J. L. (2009), Stock Index Futures Hedging in the Emerging Malaysian Market, Global Finance Journal, pp: 273-288.

[Downloaded from jnraims.ir on 2026-11-19]