



A Qualitative Analysis of the Factors Influencing the Formation of a Currency Derivatives Market in the Iran Mercantile Exchange: A Grounded Theory Approach

Hooman Samadzadeh

Department of Finance, AK.C., Islamic Azad University, Aliabad Katoul, Iran.

Parviz Saeidi (Corresponding Author)

Department of Management and Accounting, AK.C., Islamic Azad University, Aliabad Katoul, Iran.

saeidi-p@aliabadiau.ac.ir

Maryam Bokharaeian Khorasani

Department of Accounting, AK.C., Islamic Azad University, Aliabad Katoul, Iran.

Article Info	Extended Abstract
Article type: Research Article	Introduction In recent years, exchange rate volatility and the lack of formal hedging mechanisms have emerged as major challenges in Iran's foreign exchange market. Despite rising demands from exporters, importers, and financial institutions for structured tools to mitigate currency risk, Iran has yet to implement a fully functional derivatives market. This gap has contributed to macroeconomic instability, reduced transparency, and weakened the effectiveness of monetary policy transmission. In contrast, many developing countries have moved toward establishing foreign exchange derivatives markets to enhance price discovery, improve financial resilience, and manage external shocks. Within this context, the Iran Mercantile Exchange (Jing et al.)—having previously launched commodity-based derivatives—has shown potential as a platform for introducing currency derivatives. However, the institutional, regulatory, and cultural preconditions for forming such a market remain underexplored. This study seeks to fill this void by identifying and analyzing the critical enablers and barriers to forming a currency derivatives market within the IME using a grounded theory approach.
Article history: Received: 17 May 2025 Accepted: 07 Jul 2025	
Keywords: Currency derivatives, Iran Mercantile Exchange, Exchange rate volatility, Grounded theory, Institutional reform, Financial innovation.	
JEL Classification: G15, G32, O16, E58.	Literature Review Foreign exchange derivatives have gained recognition as indispensable instruments for risk management and financial innovation (Hull & Basu, 2022 ; Mishkin & Eakins, 2021). According to financial theory, derivatives contribute to improved resource allocation, lower transaction costs, and increased market efficiency (Brealey et al., 2019). In volatile exchange environments, tools such as forwards, options, and swaps allow firms and investors to hedge against adverse currency movements (Chance & Brooks,



[2021](#)). For effective implementation, prerequisites such as efficient clearing houses, advanced trading platforms, transparent regulation, and Sharia compliance are essential—particularly in markets like Iran, where financial operations are governed by Islamic finance principles ([Misami, 2020](#)). International reports emphasize the significance of robust infrastructure and institutional capacity in supporting derivatives market formation ([BIS, 2021](#); [G30, 2021](#); [IOSCO, 2022](#)). Yet in the Iranian context, most existing studies either focus on legal preconditions ([Khansari, 2021](#)), theoretical design ([Sadeghi et al., 2023](#)), or pricing mechanisms ([Rajabloo, 2024](#)), with limited empirical research on real-world implementation barriers. This study distinguishes itself by providing an integrated and theory-driven model grounded in expert insights and Iran-specific conditions.

Methodology

The research adopts the grounded theory methodology formulated by [Strauss and Corbin \(1998\)](#), as it facilitates theory generation from field data, particularly in complex and under-researched domains. Data collection involved semi-structured interviews with eleven experts across academia, financial regulation, capital markets, and economic policymaking. Sampling was conducted purposively and theoretically to ensure maximum variation and theoretical saturation. The transcribed interviews were analyzed in three stages: open coding, axial coding, and selective coding. The analysis led to the extraction of six major categories, seventeen axial components, and sixty conceptual codes, resulting in a multi-layered and contextualized framework. To ensure research rigor, techniques such as triangulation, member checking, and memoing were employed. All coding and thematic clustering were conducted using MAXQDA software to preserve analytical traceability.

Results

The analysis of the qualitative data led to the development of a comprehensive conceptual model encompassing six main categories and seventeen axial components, supported by a total of sixty final codes. The causal conditions highlighted include macroeconomic instability, limited institutional experience with foreign exchange derivatives, and the absence of a legal and regulatory framework tailored to such instruments. Contextual conditions involve structural characteristics of the Iran Mercantile Exchange ([Jing et al.](#)), prevailing cultural perceptions toward speculation and risk, and the state of technological infrastructure, each acting as either facilitators or barriers depending on alignment and readiness. Intervening conditions such as regulatory ambiguity, political



instability, and resistance from influential stakeholders were identified as dynamic forces with dual effects, capable of both accelerating and impeding progress. The core phenomenon emerging from the data, labeled as "institutional inertia and strategic ambiguity," reflects the prevailing indecision and lack of coordinated action among regulatory bodies, market institutions, and policymakers. Although this central theme played a pivotal role in shaping the model, it was not assigned distinct codes, as it emerged during axial and selective coding phases as a meta-category. Strategic actions proposed by interviewees include gradual implementation of Sharia-compliant contracts, the establishment of regulatory sandboxes to test instruments in a controlled environment, targeted capacity-building initiatives, and the creation of robust clearing and settlement infrastructure. The expected outcomes of a successful derivatives market were categorized into three layers: improved hedging mechanisms for businesses and investors, enhanced transparency and price discovery in the foreign exchange market, and greater effectiveness of monetary policy through indirect market-based interventions.

Discussion

This model provides a holistic view of the multifaceted factors influencing currency derivatives market formation in Iran. It illustrates how legal, cultural, behavioral, and political factors intersect to shape institutional behavior. Unlike other emerging economies, where derivatives markets have evolved through legal harmonization and market participation, Iran's financial landscape is marked by high centralization, state dominance, and ideological oversight. Therefore, market development is unlikely to occur without coordinated action across the Central Bank, the Securities and Exchange Organization (SEO), and the IME.

Moreover, the findings highlight a lack of operational clarity and regulatory cohesion, which causes uncertainty among stakeholders. The study also reveals deep-seated cultural reservations toward speculation, reflecting in the cautious attitudes of policymakers and market participants. Given these constraints, a phased approach—beginning with simpler instruments like non-deliverable forwards and gradually moving toward futures and options—was deemed more viable by most participants.

Finally, the model emphasizes the need for trust-building measures, both between regulatory entities and with market participants, as a prerequisite for sustainable market development. The experience of the IME in launching commodity derivatives provides a partial institutional basis for expansion into currency instruments, but this will require legal reforms,



educational initiatives, and political consensus.

Conclusion

This study presents a grounded conceptual model for understanding the enabling and inhibiting factors affecting the formation of a currency derivatives market in Iran. The research contributes to the literature by integrating macroeconomic, institutional, and behavioral perspectives in a developing country context. It also demonstrates the utility of qualitative inquiry and grounded theory in financial research where conventional data may be limited. The proposed framework serves both academic and policy purposes, offering a roadmap for financial authorities and market stakeholders seeking to build a more resilient and transparent financial system. Future research is recommended to validate this model through quantitative techniques such as structural equation modeling or agent-based simulations that can assess the dynamic behavior of market participants under various policy scenarios.

Conflict of Interest

The authors declare no conflict of interest with respect to the research, authorship, or publication of this article.





تحلیل کیفی عوامل مؤثر بر تشکیل بازار مشتقه ارزی در بورس کالای ایران: رویکرد نظریه

داده بنیاد

هومن صمدزاده

گروه مالی، واحد علی آباد کتول، دانشگاه آزاد اسلامی، علی آباد کتول، ایران.

پرویز سعیدی (نویسنده مسئول)

گروه مدیریت و حسابداری، واحد علی آباد کتول، دانشگاه آزاد اسلامی، علی آباد کتول، ایران.

saeedi-p@aliabadiu.ac.ir

مریم بخارائیان خراسانی

گروه حسابداری، واحد علی آباد کتول، دانشگاه آزاد اسلامی، علی آباد کتول، ایران.

اطلاعات مقاله	چکیده
نوع مقاله: پژوهشی تاریخچه مقاله: تاریخ دریافت: ۲۷ اردیبهشت ماه ۱۴۰۴ تاریخ پذیرش: ۱۶ تیرماه ۱۴۰۴ واژگان کلیدی: بازار مشتقه ارزی، بورس کالای ایران، نظریه داده بنیاد، تحلیل کیفی، مدیریت ریسک ارزی	هدف این پژوهش، شناسایی و تحلیل عوامل مؤثر بر تشکیل بازار مشتقه ارزی در بورس کالای ایران با رویکرد کیفی و بهره گیری از نظریه داده بنیاد است. اهمیت مدیریت ریسک نوسانات ارزی و توسعه ابزارهای مالی پیشرفته، ضرورت راه اندازی بازار مشتقه ارزی در بستر اقتصادی ایران را دوچندان ساخته است. این پژوهش با انجام مصاحبه های نیمه ساختاریافته با ۱۱ نفر از خبرگان مالی، مدیران اجرایی و اساتید دانشگاهی، و با استفاده از روش نمونه گیری گلوله برفی انجام شده است. داده های کیفی با کمک نرم افزار MAXQAD و از طریق کدگذاری سه مرحله ای باز، محوری و انتخابی تحلیل گردید. فرآیند تحلیل داده ها منجر به شناسایی پنج مقوله اصلی شد: شرایط علی (فرصت های سودآوری، نیاز به شفافیت بازار، ضرورت ابزارهای پوشش ریسک)، شرایط زمینه ای (زیرساخت های فنی، چارچوب های قانونی حمایتی، فرهنگ سرمایه گذاری)، عوامل مداخله گر (سطح دانش مالی، محدودیت های اعتباری)، راهبردها (طراحی ابزارهای مشتقه مناسب، آموزش فعالان بازار، ایجاد شفافیت در معاملات) و پیامدها (بهبود مدیریت ریسک ارزی، ارتقای شفافیت، افزایش کارایی بازارهای مالی). مدل مفهومی ارائه شده در این پژوهش، چارچوبی بومی برای طراحی و توسعه بازار مشتقه ارزی در ایران است. این مدل بر ضرورت اقدامات ساختاری، نهادی و رفتاری به صورت همزمان تأکید دارد.



۱. مقدمه

بازارهای مالی، به عنوان یکی از ارکان اصلی اقتصادهای مدرن، نقش مهمی در تخصیص منابع، تسهیل جریان سرمایه و مدیریت ریسک ایفا می‌کنند ([Mishkin & Eakins, 2021](#)). یکی از ابزارهای کلیدی در بازارهای مالی، ابزارهای مشتقه‌اند که به فعالان اقتصادی امکان می‌دهند با استفاده از قراردادهای مبتنی بر ارزش دارایی‌های پایه، در برابر نوسانات قیمتی از خود محافظت کنند ([Hull](#)). بازار مشتقه ارزی، یکی از مهم‌ترین بخش‌های این بازار است که در سال‌های اخیر اهمیت ویژه‌ای یافته است؛ زیرا نوسانات نرخ ارز می‌تواند تأثیرات عمیقی بر فعالیت‌های اقتصادی، صادرات، واردات و سرمایه‌گذاری‌های بین‌المللی داشته باشد ([Fabozzi, 2025](#)).

با جهانی‌شدن اقتصادها، مدیریت ریسک‌های ارزی به یکی از مهم‌ترین چالش‌های بنگاه‌های اقتصادی تبدیل شده است ([Weber, 2021](#)). به ویژه در کشورهایی مانند ایران، که تحت تأثیر تحریم‌های بین‌المللی، نوسانات شدید قیمت نفت و سیاست‌های ارزی داخلی قرار دارند، نیاز به ابزارهای پوشش ریسک ارزی بیش از پیش احساس می‌شود ([Heydarian et al., 2025](#)). افزایش نااطمینانی در بازار ارز، آثار مستقیم و غیرمستقیمی بر تولید، تجارت خارجی و ثبات اقتصاد کلان داشته و لزوم توسعه ابزارهای مالی پیشرفته را برای مقابله با این ریسک‌ها اجتناب‌ناپذیر کرده است ([Nik-Pasand et al., 2025](#)).

مطالعات نشان می‌دهد که کشورهای دارای بازارهای توسعه‌یافته مشتقه، توانسته‌اند با مدیریت مؤثر ریسک‌های ارزی، ثبات بیشتری در نظام مالی خود ایجاد کنند. در مقابل، کشورهایی که فاقد بازارهای مشتقه کارآمد هستند، بیشتر در معرض شوک‌های ارزی و بی‌ثباتی مالی قرار می‌گیرند ([IOSCO, 2022](#)). بررسی ادبیات موجود بیانگر آن است که بسیاری از مطالعات در حوزه بازارهای مشتقه، عمدتاً بر بازارهای توسعه‌یافته تمرکز داشته‌اند و شرایط خاص بازارهای نوظهور یا در حال توسعه، به طور کامل مدنظر قرار نگرفته است ([Chance & Brooks, 2021](#)). این در حالی است که ویژگی‌های ساختاری، نهادی و رفتاری بازارهای نوظهور، تأثیر بسزایی بر موفقیت یا شکست بازارهای مشتقه دارد ([Gomber, 2022](#)).

در ایران، اگرچه در سال‌های اخیر تلاش‌هایی برای توسعه ابزارهای مشتقه ارزی صورت گرفته است، اما نبود زیرساخت‌های فنی مناسب، محدودیت‌های قانونی، ضعف فرهنگ سرمایه‌گذاری بلندمدت و دانش مالی پایین فعالان بازار، موانع جدی در این مسیر ایجاد کرده‌اند. بورس کالای ایران به عنوان نهادی پیشرو در توسعه بازارهای مشتقه، نقش مهمی در پیگیری این هدف ایفا کرده است، اما تحقق کامل این پروژه مستلزم شناخت دقیق‌تر ابعاد مختلف تشکیل این بازار است. در ادامه، به بررسی مبانی نظری مرتبط با ابزارهای مشتقه و جایگاه آن‌ها در نظام مالی پرداخته می‌شود تا چارچوب نظری تحقیق تبیین گردد.

۲. مبانی نظری و پیشینه پژوهش

۲.۱. مبانی نظری

در نظام مالی مدرن، بازارهای مشتقه از جایگاه حیاتی در مدیریت ریسک و ارتقای کارایی برخوردارند (Hull & Basu, 2022). ابزارهای مشتقه، با ایجاد امکان محافظت در برابر نوسانات قیمت دارایی‌های پایه نظیر ارز، کالا یا سهام، به فعالان بازار این امکان را می‌دهند تا ریسک‌های خود را به طور مؤثری پوشش دهند (Fabozzi, 2025). در این میان، مشتقات ارزی از جایگاه ویژه‌ای برخوردارند، چراکه نوسانات نرخ ارز می‌تواند تأثیرات شدیدی بر فعالیت‌های اقتصادی، واردات، صادرات و سرمایه‌گذاری‌های خارجی داشته باشد (Weber, 2021).

بر اساس نظریه‌های مدیریت ریسک مالی، وجود ابزارهای مشتقه به افزایش کارایی بازار، کاهش هزینه‌های مبادله و بهبود تخصیص منابع کمک می‌کند (Brealey et al., 2019). نظریه‌های پوشش ریسک تأکید دارند که با استفاده از قراردادهای آتی، اختیار معامله و سوآپ‌های ارزی، بنگاه‌ها قادرند در برابر نوسانات شدید بازار محافظت شده و پایداری مالی بیشتری را تجربه کنند (Bazargan, 2019). زیرساخت‌های مناسب، نظیر اتاق‌های پایاپای کارآمد، سامانه‌های معاملات الکترونیک پیشرفته، و وجود چارچوب‌های نظارتی شفاف، از پیش‌نیازهای موفقیت بازارهای مشتقه شناخته می‌شوند (Gomber, 2022). به ویژه نهادهایی چون بورس کالا و اتاق‌های پایاپای

نقشی حیاتی در تضمین تسویه امن معاملات مشتقه دارند و وجود آنها می‌تواند اعتماد سرمایه‌گذاران را به طور چشمگیری افزایش دهد ([IOSCO, 2022](#)).

مطالعات جدید نشان می‌دهد که بازارهای مشتقه توسعه‌یافته، نقش مهمی در کاهش ریسک‌های سیستماتیک دارند و می‌توانند با توزیع بهتر ریسک بین بازیگران بازار، از بحران‌های مالی گسترده جلوگیری کنند ([BIS, 2021](#); [G30, 2021](#)). این نکته در بازارهای نوظهور اهمیت دوچندانی دارد، زیرا ضعف در مدیریت ریسک می‌تواند به بی‌ثباتی اقتصاد کلان منجر شود.

در بازارهای نوظهور، از جمله ایران، توسعه بازارهای مشتقه به دلیل چالش‌هایی نظیر ضعف زیرساخت‌های فنی، محدودیت‌های نهادی، عدم ثبات سیاسی و اقتصادی، و نبود فرهنگ سرمایه‌گذاری بلندمدت، با موانع جدی مواجه بوده است ([BIS, 2021](#)). ایجاد بازار مشتقه ارزی در چنین کشورهایی نیازمند درک عمیق‌تری از ویژگی‌های بومی، نیازهای بازار و رفتار فعالان اقتصادی است.

در این زمینه، بورس کالای ایران به عنوان نهادی پیشرو، تلاش کرده است تا با توسعه قراردادهای آتی و اختیار معامله بر روی کالاها، تجربه مناسبی در راه‌اندازی بازارهای مشتقه کسب کند. با این حال، توسعه بازار مشتقه ارزی مستلزم شناختی چندلایه از ابعاد ساختاری، نهادی و رفتاری محیط اقتصادی کشور است ([Misami, 2020](#)).

نتایج پژوهش‌های صورت گرفته در خصوص مدل تشکیل بازار مشتقه ارزی در بورس کالای ایران به شرح جدول (۱) می‌باشد:

جدول ۱. پیشینه پژوهش

مطالعات انجام شده	عنوان پژوهش	نتایج کلیدی
نیک‌پسند و همکاران (Nik-Pasand et al., 2025)	ابزارهای مشتقه مالی و مدیریت ریسک؛ ارائه مدل و تبیین به روش گراندد	استفاده از ابزارهای مشتقه مالی می‌تواند به مدیریت ریسک در بازار سرمایه کمک کند؛ ارائه مدلی برای به‌کارگیری این ابزارها در ایران.
پیمانی‌فروشان و همکاران (Foroushany et al.,)	ارزش‌گذاری قرارداد آتی با نرخ	مدلی برای قیمت‌گذاری قراردادهای آتی ارز با نرخ

سود تصادفی در بورس کالای ایران	بهره تصادفی ارائه شده است. نتایج نشان داد قراردادهای مشتقه توان پوشش ریسک و کشف قیمت ارز را دارند	(2024)
مطالعه تطبیقی مداخلات ارزی در ایران، مکزیک و ترکیه	مداخلات ارزی در ایران تابعی از نرخ رشد ذخایر خارجی و درآمدهای نفتی است؛ در حالی که مکزیک و ترکیه از ابزارهای مشتقه برای تثبیت نرخ ارز استفاده می‌کنند.	عباسزاده و همکاران (Abaszadeh et al., 2024)
ارزیابی محدودیت‌های استفاده یکپارچه از ابزارهای مالی مشتقه در بازار سرمایه ایران	موانع ساختاری، حقوقی و ضعف هماهنگی نهادی از چالش‌های اصلی پیاده‌سازی مشتقات مالی در ایران هستند؛ توسعه این بازار نیازمند اصلاح نهادی است	دشتی‌نژاد و همکاران (Doshni Nezhad et al., 2023)
پیامدهای واکنش سیاست‌گذار به حملات سفته‌بازانه در بازار ارز: نقش کیفیت نهادهای سیاسی	توسعه بازار مشتقات ارزی می‌تواند به کاهش نوسانات بازار ارز و بهبود اثربخشی سیاست‌های ارزی کمک کند.	جعفرزاده و همکاران (Gollo et al., 2022)
الزامات تشکیل بازار آتی ارز در ایران	بازار مشتقات ارزی می‌تواند نوسانات ارزی را کنترل کرده و به کشف قیمت ارز کمک کند؛ نقش بانک مرکزی در بازارسازی حیاتی است.	خوانساری (Khansari, 2021)
بررسی تشکیل بازار مشتقه ارزی منطبق با شریعت در نظام مالی کشور	امکان راه‌اندازی بازار مشتقه ارزی با رعایت ملاحظات اقتصادی و ضوابط شریعت وجود دارد؛ بازار می‌تواند در سه مرحله تشکیل شود.	میثامی (Misami, 2020)
Exchange Rate Volatility and Monetary Policy	سیاست‌های پولی نامناسب می‌تواند نوسانات نرخ ارز را تشدید کرده و نیاز به ابزارهای مشتقه برای مدیریت ریسک را افزایش دهد.	Ilzetzki et al., 2023
Options, Futures, and Other Derivatives	بازارهای مشتقه با ارائه ابزارهای متنوع به مدیریت ریسک‌های مالی کمک می‌کنند؛ توسعه این بازارها نیازمند زیرساخت‌های مناسب است.	(Hull & Basu, 2022)
Derivatives and Risk Management	آموزش و فرهنگ‌سازی در زمینه ابزارهای مشتقه برای استفاده مؤثر از این ابزارها در مدیریت ریسک	(Chance & Brooks, 2021)

ضروری است.		
بازارهای مشتقه زمانی کارآمد خواهند بود که زیرساخت‌های نهادی، سیستم پایاپای، شفافیت اطلاعاتی و آموزش فعالان به‌طور همزمان تقویت شوند.	U.S. Treasury Markets: Steps Toward Increased Resilience	(G30, 2021)
ابزارهای مشتقه نقش کلیدی در مدیریت ریسک‌های مالی دارند؛ توسعه این بازارها به بهبود کارایی بازارهای مالی کمک می‌کند.	The Economics of Money, Banking and Financial Markets	(Mishkin & Eakins, 2021)

۲.۲. خلأ پژوهشی موجود در ادبیات:

با بررسی دقیق پژوهش‌های داخلی و خارجی، می‌توان گفت که تاکنون مطالعه‌ای که به صورت کیفی و مبتنی بر نظریه داده‌بنیاد، به تحلیل ابعاد مختلف تشکیل بازار مشتقه ارزی در بستر اقتصاد ایران پرداخته باشد، وجود ندارد. بیشتر پژوهش‌های قبلی یا به صورت کمی به بررسی اثرات وجود بازار مشتقه پرداخته‌اند ([Misami, 2020](#)). یا صرفاً به تحلیل مزایا و معایب ابزارهای مشتقه در سطح نظری بسنده کرده‌اند ([Hull & Basu, 2022](#); [Mishkin & Eakins, 2021](#)).

به‌رغم اهمیت موضوع، اغلب پژوهش‌های انجام‌شده در زمینه بازار مشتقه ارزی در ایران، تنها به برخی ابعاد محدود مانند ابزارهای مالی یا الزامات حقوقی پرداخته‌اند و تحلیل یکپارچه عوامل نهادی، فرهنگی، رفتاری و ساختاری، همراه با مدل‌سازی بومی مبتنی بر داده‌های میدانی، کمتر دیده می‌شود. این خلأ موجب شده سیاست‌گذاری‌ها در این زمینه اغلب با پراکندگی و چالش مواجه باشند.

۲.۳. ضرورت پژوهش حاضر:

در پاسخ به این خلأ، پژوهش حاضر با بهره‌گیری از روش کیفی و رویکرد نظریه داده‌بنیاد، تلاش می‌کند تا با تحلیل داده‌های حاصل از مصاحبه‌های نیمه‌ساختاریافته با ۱۱ نفر از خبرگان حوزه مالی و اجرایی، مدلی جامع و بومی برای تبیین عوامل مؤثر بر تشکیل بازار مشتقه ارزی در بورس کالای

ایران ارائه دهد.

انتخاب این رویکرد به دلیل ماهیت اکتشافی موضوع و لزوم درک عمیق از زمینه‌های واقعی، باورها، نگرش‌ها و تجربیات فعالان بازار صورت گرفته است (Corbin, 2015). استفاده از نرم‌افزار MAXQDA برای تحلیل داده‌های کیفی، امکان استخراج دقیق‌تر مقوله‌ها و روابط میان آن‌ها را فراهم کرده است.

۳. روش شناسی پژوهش

این پژوهش از منظر هدف، توسعه‌ای-کاربردی و از نظر ماهیت، کیفی با رویکرد نظریه داده‌بنیاد (Grounded Theory) می‌باشد. نظریه داده‌بنیاد به پژوهشگر این امکان را می‌دهد که با تحلیل داده‌های میدانی، نظریه‌ای جدید و متناسب با زمینه پژوهش تدوین (Corbin, 2015). رویکرد پژوهش بیشتر مبتنی بر چارچوب سنتی اشتراوس و کوربین بوده و ساختار پارادایمی به عنوان مبنای مدل مفهومی استفاده شده است.

۳.۱. جامعه آماری و روش نمونه‌گیری

جامعه پژوهش شامل خبرگان مالی، مدیران اجرایی بورس کالا و اساتید دانشگاهی با تخصص در حوزه مالی و اقتصاد می‌باشد. انتخاب نمونه‌ها به روش گلوله‌برفی صورت گرفت، به گونه‌ای که ابتدا چند خبره شناسایی و سپس از آن‌ها خواسته شد افراد دیگری که دارای تخصص مرتبط هستند معرفی کنند. اشباع نظری در این پژوهش زمانی حاصل شد که داده‌های جدید منجر به شناسایی مفهوم جدیدی نمی‌شدند (Charmaz, 2014). در مجموع با ۱۱ نفر از خبرگان مصاحبه صورت گرفت. ترکیب جامعه آماری شامل ۸ نفر دارای مدرک دکترای تخصصی و ۳ نفر با مدرک کارشناسی ارشد در رشته‌های مرتبط با حوزه مالی و اقتصاد بود. از میان این افراد، ۶ نفر عضو هیئت علمی دانشگاه‌ها و ۵ نفر دارای سوابق مدیریتی در سطوح ارشد بازار سرمایه ایران بودند. این ترکیب متنوع از نظر جایگاه حرفه‌ای، سطح تحصیلات و تجربه عملی، موجب افزایش غنای داده‌های کیفی و تقویت اعتبار تحلیل‌ها از منظر مثلث‌سازی نظری و تجربی گردید.

برای نمونه، برخی از سؤالات کلیدی مصاحبه شامل موارد زیر بودند:

- به نظر شما چه عواملی در موفقیت یا شکست راه‌اندازی بازار مشتقه ارزی در ایران تأثیرگذار هستند؟
- چه زیرساخت‌هایی برای عملیاتی‌کردن این بازار لازم است؟
- تجربه شخصی یا سازمانی شما در مواجهه با ابزارهای مشتقه چگونه بوده است؟
- چه موانع نهادی یا فرهنگی برای توسعه این بازار وجود دارد؟

۳.۲. ابزار گردآوری داده‌ها

داده‌های پژوهش از طریق مصاحبه‌های نیمه‌ساختاریافته گردآوری شد. سؤالات مصاحبه بر اساس مطالعه پیشینه پژوهش و اهداف تحقیق طراحی گردید و با استفاده از چارچوبی انعطاف‌پذیر، امکان تعمیق در پاسخ‌های مشارکت‌کنندگان فراهم شد. هر مصاحبه بین ۴۵ تا ۶۵ دقیقه به طول انجامید و با رضایت مصاحبه‌شوندگان ضبط و به صورت کامل پیاده‌سازی شد.

۳.۳. روش تحلیل داده‌ها

داده‌های گردآوری‌شده با استفاده از نرم‌افزار MAXQDA2022 تحلیل شدند. تحلیل داده‌ها طی سه مرحله انجام گرفت:

- در مرحله کدگذاری باز مفاهیم اولیه از داده‌ها استخراج شد.
- در مرحله کدگذاری محوری ارتباط میان مفاهیم و مقوله‌ها شناسایی گردید.
- در مرحله کدگذاری انتخابی مقوله محوری پژوهش تعیین و مدل مفهومی نهایی تدوین شد (Charmaz, 2014).

۳.۴. اعتبار و پایایی پژوهش

برای افزایش اعتبار نتایج، از روش‌های مختلف مثلث‌سازی منابع داده، بازبینی مصاحبه‌ها توسط مشارکت‌کنندگان و بررسی تطبیقی کدگذاری‌ها توسط پژوهشگران همکار استفاده گردید. همچنین، پایایی کدگذاری‌ها از طریق بازکدگذاری تصادفی بخشی از داده‌ها و مقایسه نتایج با کدگذاری اولیه مورد سنجش قرار گرفت.

۴. یافته‌های پژوهش

فرآیند تحلیل داده‌های کیفی در این پژوهش مطابق با رویکرد نظریه داده‌بنیاد، در سه مرحله کدگذاری باز، محوری و انتخابی انجام شده است. ابتدا مفاهیم و مقوله‌های اولیه از متن مصاحبه‌ها استخراج شد. سپس مقوله‌های اصلی در چارچوب مدل پارادایمی شامل شرایط علی، زمینه‌ای، عوامل مداخله‌گر، راهبردها و پیامدها سازماندهی گردید. در نهایت، از طریق کدگذاری انتخابی، مقوله محوری تعیین و نظریه نهایی پژوهش تدوین شد ([Charmaz, 2014](#); [Corbin, 2015](#)). در ادامه، مراحل مختلف تحلیل داده‌ها به تفصیل ارائه می‌شود.

۴.۱. تحلیل کدگذاری باز

در مرحله نخست تحلیل داده‌های کیفی، پژوهشگر با بهره‌گیری از رویکرد کدگذاری باز، به شناسایی مفاهیم اولیه از داده‌های گردآوری شده پرداخت. در این مرحله، متن مصاحبه‌های نیمه‌ساختاریافته به واحدهای معنایی کوچک تفکیک و با استفاده از روش مقایسه مداوم، مفاهیم مشابه در قالب کدهای مفهومی جمع شدند ([Bazargan, 2019](#)).

بر مبنای تحلیل بیش از ۲۷۵ نقل قول از مصاحبه‌ها، تعداد ۶۰ کد کلیدی استخراج گردید. این کدها شامل موضوعاتی همچون پوشش ریسک ناشی از نوسانات ارزی، شفافیت اطلاعاتی، بهینه‌یابی نقدینگی، توسعه ابزارهای مشتقه و کشف قیمت ارز می‌باشند که ارتباط مستقیمی با فرآیند تشکیل بازار مشتقه ارزی در بورس کالای ایران دارند.

جهت نمونه، بخشی از کدهای استخراج‌شده به همراه نقل قول‌های مرتبط در جدول زیر ارائه شده است:

جدول ۲. نمونه نقل قول های مستخرج از مصاحبه ها

کد نهایی	نمونه نقل قول
پوشش ریسک	"برای شرکت هایی که در معرض نوسانات نرخ ارز هستند، ابزار مشتقه تنها راه مدیریت پایدار ریسک محسوب می شود".
شفافیت اطلاعاتی	"نبود اطلاعات دقیق و بهنگام در بازار ارز، انگیزه حضور در معاملات را کاهش داده است".
کشف قیمت ارز	"اگر بازار مشتقه راه اندازی شود، قیمت ارز واقعی تر و بر اساس عرضه و تقاضا کشف می شود".
پیش بینی جریان نقدینگی	"مشتقه ها به ما این امکان را می دهند که جریان نقدی آینده شرکت را دقیق تر پیش بینی کنیم".
محدودیت تأمین اعتبار	"عدم دسترسی آسان به منابع مالی مانعی برای مشارکت گسترده در بازار مشتقه خواهد بود".
توسعه قراردادهای فوروارد	"وجود قراردادهای فوروارد و سوآپ به بنگاه ها کمک می کند نوسانات نرخ ارز را مدیریت کنند".
کشف فرصت های آربیتراژ	"مشتقه ها می توانند فرصت های سودآور آربیتراژ را برای فعالان بازار فراهم کنند".

تحلیل انجام شده در کدگذاری باز نشان داد که مفاهیم استخراج شده به طور طبیعی در قالب مقوله های کلان قابل سازماندهی هستند. این ساختار اولیه مبنای ورود به مرحله بعدی، یعنی کدگذاری محوری، را فراهم می کند؛ جایی که مفاهیم شناسایی شده در چارچوب ابعاد مدل پارادایمی نظریه داده بنیاد (شرایط علی، زمینه ای، مداخله گر، راهبردها و پیامدها) ساختاردهی می شود.

۴.۲. تحلیل کدگذاری محوری

در فرآیند کدگذاری محوری، مفاهیم و مقوله های استخراج شده از مرحله کدگذاری باز، در چارچوب ابعاد مدل پارادایمی نظریه داده بنیاد سازمان دهی شدند. این ابعاد شامل شرایط علی،

شرایط زمینه‌ای، شرایط مداخله‌گر، راهبردها و پیامدها می‌باشند که همگی به مقوله محوری پژوهش یعنی تشکیل بازار مشتقه ارزی در بورس کالای ایران مرتبط هستند (Bazargan, 2019). در این مرحله، مقولات اصلی هر بُعد به شرح زیر شناسایی و تحلیل گردید:

جدول ۳. کدگذاری محوری پژوهش

مقوله‌های اصلی شناسایی شده	بعد مدل پارادایمی
فرصت‌های سودآوری	شرایط علی
شفافیت اطلاعاتی و برنامه‌ریزی بهتر	
نوسانات بازار ارز	
مدیریت نقدینگی	
زیرساخت‌های بازار	شرایط زمینه‌ای
رقابت بین شرکت‌ها	
قوانین و مقررات حمایتی	
دانش مالی فعالان بازار	شرایط مداخله‌گر
استراتژی‌های معاملاتی	
محدودیت‌های مالی و نهادی	
توسعه ابزارهای بانکی	راهبردها
گسترش ابزارهای سرمایه‌گذاری	
طراحی ابزارهای مالی مشتقه	
پوشش ریسک‌های ارزی و مالی	پیامدها
مدیریت کارآمد سبد سرمایه‌گذاری	
تعدیل انتظارات بازار و مدیریت رفتار هیجانی	
کشف نرخ واقعی ارز در بازار رقابتی	

در مرحله کدگذاری انتخابی، این مقولات در قالب مدلی پارادایمی و منسجم سازماندهی شده و ساخت نظریه نهایی پژوهش بر آن استوار می‌شود.

۴,۳. کدگذاری انتخابی

در سومین و نهایی‌ترین مرحله از تحلیل کیفی، یعنی کدگذاری انتخابی، پژوهشگر با بازنگری و یکپارچه‌سازی یافته‌های مراحل کدگذاری باز و محوری، چارچوب نظری منسجمی از پدیده‌ی مورد مطالعه ارائه داد. هدف این مرحله، خلق یک روایت سیستماتیک و منظم از ابعاد مختلف مدل تشکیل بازار مشتقه ارزی در بورس کلای ایران بود (McLeod, 2024).

با اتکا به مفهوم «حساسیت نظری»، تلاش شد تا بدون تحمیل الگوهای نظری از پیش تعیین‌شده، مفاهیم و روابط موجود در داده‌ها به طور طبیعی و مبتنی بر بافت واقعی مصاحبه‌ها استخراج شوند.

شرایط علی

شرایط علی مجموعه‌ای از عوامل هستند که وقوع یا گسترش پدیده مورد نظر را تحریک می‌کنند. در این پژوهش، فرصت‌های سودآوری، نیاز به شفافیت اطلاعاتی، نوسانات بازار ارز، و ضرورت مدیریت نقدینگی به عنوان عوامل علی مؤثر بر تشکیل بازار مشتقه ارزی شناسایی شدند.

جدول ۴. مقوله و مفاهیم شناسایی شده مرتبط با شرایط علی

نوع مقوله	مقوله	مفاهیم
عوامل علی	فرصت‌های سودآوری	سود و بازده
		پوشش ریسک
		مدیریت هزینه‌ها
		نوآوری در محصولات مالی
		انعطاف‌پذیری عملکردی
	شفافیت و برنامه‌ریزی بهتر	شفافیت اطلاعاتی
		شفافیت قیمتی
		شفافیت نقدشوندگی
		شفافیت ساختاری

شفافیت ریسک		
نوسانات ناشی شرایط بازار	نوسانات بازار	
نوسانات ناشی از قیمت ارز		
نوسانات ناشی از اقتصاد جهانی		
بهینه‌یابی حجم نقدینگی	مدیریت نقدینگی	
پیش‌بینی جریان نقدینگی		
میزان نقدشوندگی		

شرایط زمینه‌ای

شرایط زمینه‌ای بستر و محیطی را فراهم می‌کنند که در آن پدیده محوری رخ می‌دهد. زیرساخت‌های بازار مالی، میزان رقابت بین شرکت‌ها و قوانین و مقررات حمایتی از مهم‌ترین شرایط زمینه‌ای مؤثر بر توسعه بازار مشتقه ارزی در ایران بودند.

جدول ۵. مقوله و مفاهیم شناسایی شده مرتبط با شرایط زمینه‌ای

مفاهیم	مقوله	نوع مقوله
بازار فیزیکی	زیرساخت بازار	عوامل زمینه‌ای
بازار مشتقه		
بازار مالی		
بازار فرعی		
رقابت بین شرکت‌های داخلی	رقابت بین شرکتها	
رقابت بین شرکت‌های داخلی با خارجی		
قوانین مالیاتی	قوانین و مقررات	
قوانین معاملاتی		
قوانین بانکی		

شرایط مداخله‌گر

شرایط مداخله‌گر عواملی هستند که به طور غیرمستقیم فرآیند شکل‌گیری پدیده را تسهیل یا محدود می‌کنند. در این پژوهش، عواملی همچون سطح دانش مالی فعالان، الگوهای استراتژی معاملاتی، و محدودیت‌های مالی و نهادی به عنوان عوامل مداخله‌گر شناسایی شدند.

جدول ۶. مفاهیم و مقوله‌های شناسایی شده مرتبط با شرایط مداخله‌گر

مفاهیم	مقوله	نوع مقوله
دانش تخصصی مشتقات	دانش مالی	عوامل مداخله‌گر
دانش مالی		
دانش دانشگاهی		
استراتژی کوتاه‌مدت	استراتژی‌های معاملاتی	
استراتژی میان‌مدت		
استراتژی بلندمدت		
محدودیت سرمایه‌گذاری	محدودیت‌های مالی	
محدودیت تامین اعتبار		
محدودیت بانکی		
محدودیت‌های مالیاتی		

راهبردها

راهبردها اقداماتی هستند که در پاسخ به شرایط علی و در تعامل با شرایط زمینه‌ای و مداخله‌گر اتخاذ می‌شوند. در این پژوهش، توسعه ابزارهای بانکی، گسترش ابزارهای سرمایه‌گذاری، و طراحی ابزارهای مالی مشتقه به عنوان راهبردهای کلیدی برای تحقق مدل تشکیل بازار مشتقه ارزی تعیین گردید.

جدول ۷. مقوله و مفاهیم شناسایی شده مرتبط با راهبردها

نوع مقوله	مقوله	مفاهیم
راهبردها	ابزار بانکی	عملیات بهینه بانکی مشتقات ارزی
		نظارت بر عملیات بانکی
		مبارزه با قاچاق کالا و ارز
		انجام معاملات طلا و نقره
		تسهیلات ارزی
		عملیات بهینه بانکی مشتقات ارزی
	ابزار سرمایه‌گذاری	سرمایه‌گذاری از جنس آریترائز
		حجم سرمایه‌گذاری
		ارزیابی بازار توسط سرمایه‌گذار
	ابزارهای مالی مشتقه	قرارداد اختیار خرید
		قرارداد اختیار فروش
		پیمان آتی
		قرارداد معاوضه (سوآپ)
		قرارداد فورووارد

پیامدها

پیامدها نتایج مورد انتظار از تحقق پدیده محوری هستند. پوشش ریسک‌های ارزی و مالی، مدیریت کارآمد سبد سرمایه‌گذاری، تعدیل انتظارات بازار، و کشف نرخ واقعی ارز، از جمله پیامدهای پیش‌بینی‌شده برای اجرای موفق مدل بازار مشتقه ارزی در بورس کالای ایران می‌باشند.

جدول ۸. مفاهیم و مقوله‌های شناسایی شده مرتبط با پیامدها

نوع مقوله	مقوله	مفاهیم
پیامدها	پوشش ریسک	پوشش ریسک ناشی از نوسان نرخ ارز
		پوشش ریسک‌های مالی

پوشش فرصت‌های آربیتراژی		
ماکزیمم سازی سود سبد سرمایه‌گذاری	مدیریت کارآمد سبد سرمایه‌گذاری شرکت‌ها	
مینیمم سازی مخاطرات سبد سرمایه‌گذاری		
بهینه‌یابی تسهیلات شبکه بانکی		
نظارت دقیق بر فعالیت شرکت‌ها	تعدیل انتظارات و مدیریت بازار	
مدیریت شوک‌های اقتصادی		
مدیریت سرمایه در گردش شرکت‌ها		
کشف قیمت ارز در بازار	کشف نرخ ارز در بازار	
شفاف سازی انتظارات آینده		
کاهش تلاطم‌های ارزی		

۴.۴. تحلیل نظری یافته‌ها و تطبیق با پیشینه پژوهش

تحلیل داده‌های کیفی این پژوهش نشان داد که شکل‌گیری بازار مشتقه ارزی در ایران متأثر از مجموعه‌ای از عوامل ساختاری، نهادی و رفتاری است. در بُعد علی، عواملی چون فرصت‌های سودآوری، نیاز به شفافیت اطلاعاتی و کنترل نوسانات ارزی شناسایی شدند. این یافته‌ها با مطالعه وبر (Weber, 2021) هم‌راستا است که بازارهای مشتقه را ابزاری کلیدی برای کاهش تلاطم‌های نرخ ارز در اقتصادهای نوظهور معرفی می‌کند. همچنین، تأکید بر لزوم فرهنگ‌سازی و دانش عمومی برای بهره‌برداری صحیح از ابزارهای مشتقه، با یافته‌های چنس و بروک (Chance & Brooks, 2021) در زمینه ضرورت آموزش در بازارهای نوپا تطابق دارد.

در بُعد زمینه‌ای، اهمیت زیرساخت‌های فنی، چارچوب‌های قانونی حمایتی و ساختار بازار مالی از یافته‌های اصلی بود. این عوامل با نتایج ایسکو (IOSCO, 2022) و گمبر (Gomber, 2022) همخوانی دارند که توسعه موفق بازار مشتقه را مشروط به وجود سامانه‌های پایاپای، قوانین

مشخص و نظارت نهادهای مالی می‌دانند. در سطح داخلی نیز، یافته‌های پژوهش حاضر با مطالعه دشنی نژاد ([Doshni Nezhad et al., 2023](#)) هم‌راستا است که محدودیت‌های حقوقی، ساختاری و نهادی را از موانع مهم بهره‌گیری از ابزارهای مالی مشتقه در ایران معرفی کرده‌اند.

در بخش عوامل مداخله‌گر، سطح دانش مالی، راهبردهای معاملاتی و محدودیت‌های تأمین اعتبار از مهم‌ترین موانع شناسایی شده بودند. این نتایج با گزارش بیس ([BIS, 2021](#)) مطابقت دارد که ضعف سواد مالی و نبود زیرساخت آموزشی را از عوامل ناپایداری بازار مشتقه در کشورهای در حال توسعه برمی‌شمارد. همچنین، پژوهش گولو و همکاران ([Gollo et al., 2022](#)) نیز نشان داده است که کارایی سیاست‌های ارزی به شدت به کیفیت نهادهای سیاسی و اقتصادی وابسته است.

در بخش راهبردها، طراحی ابزارهای بانکی، توسعه ابزارهای سرمایه‌گذاری و ارائه قراردادهای مشتقه نوین به‌عنوان مسیرهای پیشنهادی شناسایی شدند. این یافته‌ها با دیدگاه ([G30, 2021](#)) هم‌راستا است که بر ضرورت هماهنگی نهادی، آموزش کاربران و توسعه زیرساخت فنی در بازارهای اوراق بهادار مشتقه تأکید دارد. همچنین نتایج با مطالعه پیمانی‌فروشانی و همکاران ([Foroushany et al., 2024](#)) نیز تطابق دارد که بر نقش ابزارهای مشتقه در تسهیل ارزش‌گذاری دقیق، به‌ویژه در بورس کالای ایران، تأکید می‌کند.

در نهایت، پیامدهای شناسایی شده شامل پوشش ریسک ارزی، مدیریت بهینه سبد سرمایه‌گذاری، شفاف‌سازی بازار و کشف قیمت منصفانه ارز بود. این پیامدها با نتایج پژوهش‌های هول و باسو، فابوزی و میشکین و ایکینز ([Fabozzi, 2025; Hull & Basu, 2022; Mishkin & Eakins, 2021](#)) منطبق است که ابزارهای مشتقه را عاملی در افزایش کارایی بازار و کاهش ریسک سیستماتیک معرفی کرده‌اند. تحلیل حاضر تأکید می‌کند که تحقق این پیامدها بدون اصلاح ساختار نهادی، توسعه فناوری و ارتقای سطح آموزش فعالان بازار امکان‌پذیر نخواهد بود.

۴.۵. خلق نظریه

کدگذاری انتخابی، به عنوان مرحله نهایی در فرآیند نظریه‌پردازی داده‌بنیاد، بر پایه نتایج حاصل از

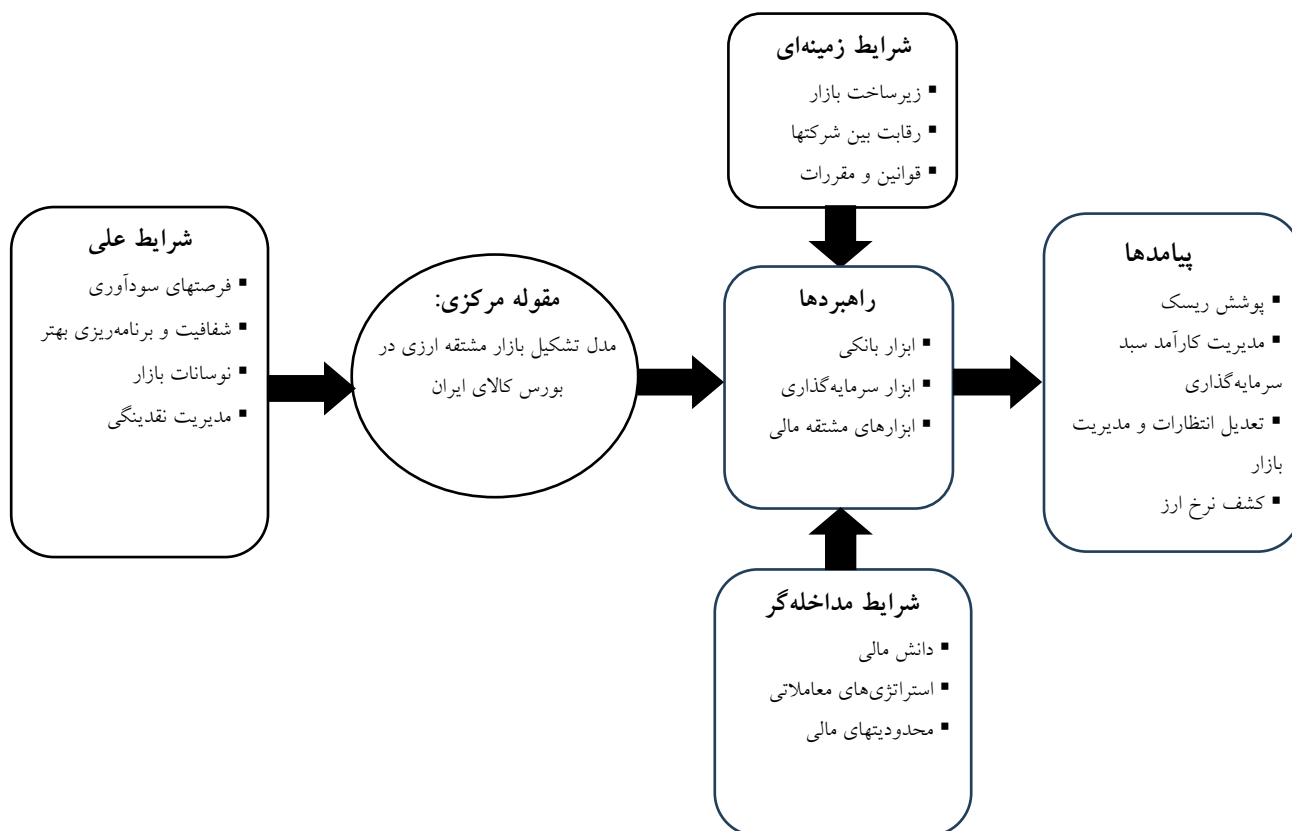
کدگذاری باز و محوری انجام شده است. در این مرحله، پژوهشگر با تمرکز بر انسجام مفاهیم و مقولات استخراج شده، روایت منسجمی از فرآیند شکل‌گیری پدیده محوری پژوهش ارائه می‌دهد (Bazargan, 2019).

در مدل پارادایمی استخراج شده، شرایط علی به‌عنوان نیروهای محرک اصلی شناخته شده‌اند. تأثیر این عوامل با توجه به شرایط زمانی و اقتصادی کشور، شدت و ضعف متفاوتی دارد. شرایط زمینه‌ای و مداخله‌گر نیز بستر و فضای اثرگذار بر توسعه این بازار را تعریف کرده و راهبردهای اتخاذ شده در پاسخ به این شرایط، مسیر دستیابی به پیامدهای مطلوب را ترسیم می‌کنند. در مرحله کدگذاری انتخابی، ارتباطات مفهومی میان مقولات اصلی و زیرمقولات استخراج شده از داده‌ها ترسیم شد. طی این فرایند، مقوله محوری با سایر مقولات مرتبط گردیده، انسجام نظری مدل برقرار شد و در عین حال، بخش‌هایی از مدل که نیازمند توسعه یا تصفیه مفهومی بودند، شناسایی شدند.

در نهایت، ۶ بعد تحلیلی و ۱۷ مفهوم و ۶۰ کد نهایی استخراج شده در قالب یک مدل پارادایمی نهایی سازمان‌دهی شدند. این مدل که در ادامه ارائه می‌شود، فرآیند شکل‌گیری بازار مشتقه ارزی را از مرحله شکل‌گیری شرایط علی تا تحقق پیامدهای مورد انتظار، در بستر شرایط زمینه‌ای و مداخله‌گر، به صورت سیستماتیک تبیین می‌کند.

مدل نظری نهایی این پژوهش، واجد ویژگی‌های کلیدی یک نظریه بومی شده است؛ چراکه برخاسته از داده‌های واقعی، زمینه‌مند و حاصل تعاملات مستقیم با خبرگان حوزه مالی و بورس است. برخلاف مدل‌های اقتباسی که ساختار از پیش‌تعریف شده دارند، در این مطالعه مفاهیم به‌صورت استقرایی از دل داده‌ها رشد یافته‌اند و روابط میان آن‌ها بر مبنای منطق زمینه‌ای چیده شده است. به همین دلیل، نظریه پیشنهادی پژوهش قابلیت تبیین، کاربردپذیری و تعمیم‌پذیری محدود در فضای خاص اقتصاد ایران را داراست. همچنین، این مدل نه تنها توصیفی از وضعیت موجود ارائه می‌دهد، بلکه مسیرهای بهبود و مداخله سیاستی را نیز نمایان می‌سازد. در واقع، نظریه استخراج شده می‌تواند هم به‌عنوان نقشه‌ی مفهومی برای علاقه‌مندان عمل کند و هم به‌عنوان مبنایی

برای توسعه ابزارهای مشتقه در قالب طرح‌های اجرایی در آینده مورد استفاده قرار گیرد.



شکل ۱. مدل پارادایمی تشکیل بازار مشتقه ارزی در بورس کالای ایران بر مبنای نظریه داده‌بنیاد

۴.۶. بررسی روایی محتوایی مدل نظری

به منظور سنجش روایی محتوایی مدل مفهومی استخراج‌شده در این پژوهش، از شاخص‌های نسبت روایی محتوا (CVR) و شاخص روایی محتوا (CVI) استفاده گردید. بدین منظور، نظرات تخصصی ۱۱ نفر از خبرگان حوزه مالی، بازار سرمایه، بورس کالا و اساتید دانشگاه که در مراحل مختلف تدوین مدل حضور داشتند، گردآوری و تحلیل شد.

برای محاسبه شاخص CVR، میزان ضرورت هر یک از مفاهیم و مقولات مدل مورد ارزیابی قرار گرفت. فرمول محاسبه CVR به صورت زیر محاسبه شد:

$$CVR = \frac{n_e - (N/2)}{N/2}$$

که در آن n_e تعداد متخصصانی است که گزینه "ضروری" را انتخاب کرده‌اند و N تعداد کل متخصصان است. طبق نتایج به‌دست آمده، مقدار CVR برای کلیه مقوله‌ها بالاتر از ۰,۷۵ بوده که نشان‌دهنده ضرورت مفاهیم و اعتبار محتوایی ابعاد مدل پیشنهادی می‌باشد.

در مرحله بعد، شاخص CVI به منظور ارزیابی میزان انطباق گویه‌ها با مفاهیم اصلی مدل محاسبه گردید. فرمول CVI به صورت زیر تعریف شد:

$$CVI = \frac{\text{تعداد متخصصانی که به گویه نمره 3 یا 4 داده‌اند}}{\text{تعداد کل متخصصان}}$$

جدول ۹. جدول بررسی روایی و پایایی مدل مفهومی پژوهش

شاخص	مقدار	آستانه قابل قبول	وضعیت
CVR	0.78	> 0.75	دارای روایی محتوا
CVI	0.82	> 0.79	سازگار با مفاهیم نظری

بر اساس نتایج به‌دست آمده، همه گویه‌ها موفق به کسب امتیازی بالاتر از ۰,۸۲ شدند. این مقدار بالاتر از حداقل مقدار قابل قبول (۰,۷۹) است و بیانگر تطابق قوی گویه‌ها با مفاهیم و مقولات نظری مدل می‌باشد.

در مجموع، نتایج بررسی روایی محتوایی بیانگر اعتبار بالای ابعاد و ساختار مدل مفهومی ارائه‌شده در این پژوهش است.

۴,۷. بررسی پایایی مدل نظری

به منظور سنجش پایایی مدل مفهومی استخراج شده در این پژوهش، از شاخص کاپا (KappaCoefficient) استفاده گردید. برای این منظور، محقق اصلی و یک محقق مستقل به طور جداگانه به بازکدگذاری مجموعه‌ای از داده‌های مصاحبه‌ها و مفاهیم استخراج شده در مرحله کدگذاری انتخابی پرداختند.

جهت آزمون میزان توافق میان دو محقق، نتایج بازکدگذاری با استفاده از نرم افزار SPSS نسخه ۲۶ تحلیل شد. شاخص کاپا برای مقایسه میزان توافق بین کدهای استخراج شده توسط دو محقق محاسبه گردید.

نتایج آزمون کاپا به شرح زیر به دست آمد:

جدول ۱۰. نتایج نرم افزار SPSS26

شاخص توافق	مقدار کاپا (Kappa)	خطای استاندارد (Asymp. Std.Error)	آماره‌ی تقریبی T (Approx. T)	سطح معنی داری (Sig.)
شاخص کاپا	۰,۷۴	۰,۰۵۸	۶,۶۳۹	۰,۰۰۰

بر اساس نتایج به دست آمده از آزمون کاپا، مقدار Kappa برابر با ۰,۷۴ بوده و سطح معنی داری آن کمتر از ۰,۰۰۱ محاسبه شده است. این نتایج بیانگر وجود توافق قوی و معنادار بین کدگذاری‌های انجام شده توسط دو ارزیاب مستقل می‌باشد. همچنین مقدار آماره‌ی تقریبی T برابر با ۶,۶۳۹ و خطای استاندارد ۰,۰۵۸ محاسبه گردید که نشان دهنده‌ی اعتبار بالای نتایج کدگذاری و پایایی مناسب داده‌های کیفی پژوهش می‌باشد.

۵. نتیجه‌گیری و آورده علمی

بر پایه‌ی داده‌های کیفی گردآوری شده و تحلیل‌های انجام شده، این پژوهش تلاش کرده است عوامل کلیدی مؤثر بر تشکیل بازار مشتقه ارزی در بورس کالای ایران را شناسایی و تبیین نماید. تحلیل‌ها مبتنی بر رویکرد نظریه داده‌بنیاد و کدگذاری سه مرحله‌ای صورت گرفت و منجر به ارائه‌ی

مدلی مفهومی و بومی شده گردید که ساختار شکل‌گیری این بازار را در تعامل با ابعاد مختلف نهادی، ساختاری و رفتاری تبیین می‌کند.

در مرحله کدگذاری باز، ۶۰ کد کلیدی از تحلیل بیش از ۲۷۵ نقل قول مصاحبه‌ها استخراج گردید و در قالب ۱۷ مفهوم اولیه سازماندهی شد. در مرحله کدگذاری محوری، این مفاهیم در چارچوب الگوی پارادایمی نظریه داده‌بنیاد شامل شرایط علی، زمینه‌ای، مداخله‌گر، راهبردها و پیامدها تجمیع شدند. در نهایت، در کدگذاری انتخابی، مقوله‌ی محوری "تشکیل بازار مشتقه ارزی در بورس کالای ایران" انتخاب شد و مدل مفهومی نهایی طراحی گردید.

مدل مفهومی ارائه‌شده در این پژوهش با تکیه بر داده‌های واقعی و تحلیل عمیق کیفی، می‌تواند به‌عنوان نقشه‌ای راهبردی برای نهادهای سیاست‌گذار در حوزه بازار سرمایه و ارز عمل کند. این مدل نه تنها تصویری توصیفی از وضعیت موجود ارائه می‌دهد، بلکه امکان طراحی مداخلات کاربردی برای توسعه و تثبیت بازار مشتقه ارزی را نیز فراهم می‌سازد.

۵.۱. آورده علمی پژوهش

یکی از مهم‌ترین دستاوردهای علمی این تحقیق، ارائه‌ی مدلی بومی‌شده برای تشکیل بازار مشتقه ارزی در شرایط خاص اقتصاد ایران است. مدلی که مبتنی بر داده‌های واقعی میدانی و تحلیل عمیق کیفی تدوین شده و نه تنها دارای پشتوانه نظری، بلکه از انسجام درونی و روایی محتوایی بالایی برخوردار است.

این پژوهش با استفاده از رویکرد نظام‌مند نظریه داده‌بنیاد، توانسته است خلأ مطالعات میدانی موجود در ادبیات داخلی را پر کرده و الگویی ارائه دهد که علاوه بر تبیین ابعاد پدیده، می‌تواند مبنایی برای سیاستگذاری عملی در سطوح اجرایی کشور باشد. برخلاف بسیاری از مطالعات پیشین که صرفاً به توصیف مفهومی بازار مشتقه پرداخته‌اند، این تحقیق به ارائه‌ی یک سیستم نظری منسجم با قابلیت اجرایی پرداخته است.

علاوه بر این، نوآوری پژوهش در شناسایی و ترکیب عوامل نهادی، ساختاری و رفتاری در قالب یک مدل جامع، نقطه قوت دیگری است که ارزش علمی یافته‌های کیفی را افزایش می‌دهد.

در عمل، مدل ارائه شده می تواند به عنوان مرجع راهبردی برای نهادهای تنظیم گر بازار سرمایه، بورس کالا و بانک مرکزی در فرآیند طراحی و پیاده سازی بازارهای مشتقه ارزی مورد استفاده قرار گیرد.

۵.۲. پیشنهادات کاربردی

با توجه به یافته های حاصل از تحلیل کیفی و مدل پارادایمی ارائه شده در این پژوهش، می توان پیشنهاداتی کاربردی در راستای تسهیل تشکیل بازار مشتقه ارزی در بورس کالای ایران ارائه داد. نخست، لازم است نهادهای متولی از جمله سازمان بورس و بانک مرکزی نسبت به تدوین مقررات اجرایی روشن و متناسب با ساختار بازار ایران اقدام نمایند. این مقررات می بایست شامل تعریف ابزارها، نحوه تعیین نرخ مرجع، تسویه قراردادها، و مدیریت ریسک نوسانات باشد.

در گام بعد، ایجاد نهاد تسویه مرکزی ارزی با مأموریت تضمین ایفای تعهدات طرفین می تواند یکی از الزامات زیرساختی کلیدی برای اعتمادسازی و توسعه بازار باشد. همچنین، ارتقاء سطح دانش مالی فعالان بازار از طریق آموزش های تخصصی در حوزه مشتقات ارزی، نقش مؤثری در کارکرد صحیح این بازار خواهد داشت.

در سطح ابزار، پیشنهاد می شود طراحی قراردادهای آتی ارز با سررسیدهای کوتاه مدت و اختیار فروش ارز صادراتی به صورت آزمایشی اجرا شود تا ریسک ورود برای فعالان اقتصادی کاهش یابد. افزون بر این، قیمت های آتی می توانند به عنوان سیگنال های انتظاری برای نهاد سیاست گذار (بانک مرکزی) مورد استفاده قرار گیرند و به بهبود اثربخشی سیاست ارزی کمک کنند.

در نهایت، شکل گیری کارگروهی بین نهادی با مشارکت بانک مرکزی، سازمان بورس، وزارت اقتصاد و نمایندگان بخش خصوصی جهت هماهنگی سیاست ها و تسریع در اجرا، می تواند مسیر شکل گیری این بازار را هموارتر سازد.

۵.۳. پیشنهادهایی برای پژوهش های آینده

با توجه به یافته های این پژوهش و همچنین محدودیت های خاص حاکم بر فرآیند مطالعه کیفی، پیشنهاد می شود تحقیقات آتی در جهت های زیر توسعه یابد:

- انجام مطالعات مشابه در سایر بازارهای مالی و بورس‌های کالایی کشور به منظور مقایسه ساختارهای نهادی و رفتاری تأثیرگذار بر بازار مشتقه ارزی؛
- توسعه مدل‌های ارائه‌شده با استفاده از رویکردهای ترکیبی (کیفی-کمی) در قالب پژوهش‌های آتی برای آزمون تجربی مفروضات نظریه داده‌بنیاد در این حوزه؛

منابع

- Abaszadeh, M., Sahabi, B., & Heydari, H. (2024). A comparative study of the intervention in foreign exchange markets in Iran, Mexico and Türkiye. *The Economic Research (Sustainable Growth and Development)*, 24(1), 223–254. <https://doi.org/10.22034/24.1.223>
- Bazargan, A. (2019). *Introduction to qualitative and mixed research methods: Common approaches in behavioral sciences*. Didavaran Publishing .
- BIS. (2021). *Annual Economic Report 2021*. B. f. I. Settlements. <https://www.bis.org/publ/arpdf/ar2021e.pdf>
- Brealey, R. A., Myers, S. C., & Allen, F. (2019). *Principles of Corporate Finance* (13 ed.). McGraw-Hill Education .
- Chance, D., & Brooks, R. (2021). *An Introduction to Derivatives and Risk Management* (10 ed.). Cengage Learning .
- Charmaz, K. (2014). *Constructing Grounded Theory* (2nd ed ed.). Sage Publications .
- Corbin, J. M. S., Anselm L. (2015). *Basics of Qualitative Research: Techniques and Procedures for Developing Grounded Theory* (4th ed ed.). Sage Publications .
- Doshni Nezhad, M., Imani Barandagh, M., Rostami, V., & Mohammadi, A. (2023). Evaluation of the limitations of integrated use of financial derivatives instruments in Iran's capital market. *Tose'e va Sarmayeh*, 8(2), 131–150. <https://doi.org/10.22103/jdc.2022.19831.1271>
- Fabozzi, F. J. (2025). *Introduction to Fixed-Income Analysis and Portfolio Management*. MIT Press .
- Foroushany, M. P., Amiri, M., & Rajabloo, A. (2024). Futures Valuation Beased on Stochastic Interest Rate in Iran Mercantile Exchange. *Financial Engineering and Portfolio Management* . ۶۲–۴۰, (۶۱)۱۵ ,
- G30. (2021). *U.S. Treasury Markets: Steps Toward Increased Resilience*. G. o. Thirty. https://stein.scholars.harvard.edu/files/steinscholars/files/g30_paper.pdf
- Gollo, S. J., Abbasinejhad, H., rahmani, T., & Barkhordari, S. (2022). Consequences of the policymaker's reaction to speculative attacks in the foreign exchange market: The role of the quality of political institutions. *Financial Economics*, 16(61), 103–128. <https://doi.org/10.30495/fed.2023.698845>

- Gomber, P., Arndt, B., Lutat, M., and Uhle, T. (2022). Market design and regulation in emerging markets: Challenges and future directions. *Journal of Financial Regulation and Compliance*, 30(2), 134–152. <https://doi.org/10.1108/JFRC-11-2021-0073>
- Heydarian, S., Pahlavani, M., & Mirjalili, S. H. (2025). Financial Sanction, Exchange Rate Volatility and Macroeconomic Variables (Case of Iran). *Iranian Journal of Finance*, 9(2), 70–106. <https://doi.org/10.61186/ijf.2025.462663.1476>
- Hull, J. C., & Basu, S. (2022). *Options, futures, and other derivatives*. Pearson Education India.
- Ilzetzki, E., Reinhart, C., & Rogoff, K. (2023). Exchange rate volatility and monetary policy. *Vox EU*, 4.
- IOSCO. (2022). *Derivatives Market Reforms: Eighth Progress Report on Implementation*. <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD726.pdf>
- Jing, D., Imeni, M., Edalatpanah, S. A., Alburaikan, A., & Khalifa, H. A. E.-W. (2023). Optimal selection of stock portfolios using multi-criteria decision-making methods. *Mathematics*, 11(2), 415.
- Khansari, R. (2021). *Requirements for forming a currency futures market in Iran*. M. a. B. R. Academy. <https://www.mbri.ac.ir/userfiles/file/working%20paper/1400/MBRI-PR-9913-%20آتی%20ارز.pdf>
- McLeod, S. (2024). *Selective Coding in Grounded Theory*. https://www.researchgate.net/publication/387751498_Selective_Coding_in_Grounded_Theory
- Misami, K. (2020). *Investigation of the formation of a Sharia-compliant currency derivatives market in the country's financial system* (MBRI-PP-9901). M. a. B. R. Academy. <https://www.mbri.ac.ir/userfiles/file/working%20paper/1399/MBRI-PR-9901-meisami-site%20ver.pdf>
- Mishkin, F. S., & Eakins, S. G. (2021). *Financial markets and institutions*. Pearson Education India.
- Nik-Pasand, M., MirArab, S. A., & Farahbakhsh, N. (2025). Financial derivatives instruments and risk management: presenting a model and interpretation using grounded theory. *Danesh-e Sarmayeh-Gozari*, 14(54), 107–128. <https://doi.org/10.30495/jik.2025.23533>
- Rajabloo, A., Peymany Froushany, Moslem, Amiri, Meysam. (2024). Futures Valuation Based on Stochastic Interest Rate in Iran Mercantile Exchange. *Financial Engineering and Portfolio Management*, 15(61), 40–62.
- Sadeghi, H., Mousavi, A., Abda, S., & Rah Chamni, A. (2023). Designing of a Framework for Applying Business Intelligence to Improve the Relationship between Academia and Industry. *Journal of value creating in Business Management*, 2(4), 106–129.
- Strauss, A., & Corbin, J. (1998). Basics of qualitative research techniques.
- Weber, E. (2021). Structural breaks in volatility transmission from developed markets to major Asian emerging markets. *Journal of Emerging Market Finance*, 20(3), 272–297.