



## مشارکت کنندگان بازار

قراردادهای آتی سهام به طور گسترده‌ای توسط پوشش دهندگان ریسک<sup>۱</sup> برای پوشش ریسک موقعیت‌های خود در بازار سهام و معامله‌گران با افق سرمایه‌گذاری کوتاه‌مدت برای کسب سود از سهامی که مالک آن نیستند، استفاده می‌شود. همچنین قرارداد آتی سهام، ابزار مناسبی برای آریترایزران به شمار می‌رود و فرصت‌های مناسبی پیش روی آن‌ها قرار می‌دهد.

## (۱) پوشش دهندگان ریسک

فرض کنید مدیر صندوق، سهم الف را که هم‌اکنون ۱۵۰ تومان معامله می‌شود در سبد خود دارد و معتقد است که در آینده نزدیک، این سهم یک دوره کوتاه افت قیمت را تجربه می‌کند. مدیر صندوق به دنبال آن است که کارمزد فروش و خرید مجدد را پرداخت نکند، اما از ارزش سبد خود محافظت کند. اگر کارمزدهای معاملات آتی از نقدی کم‌تر باشد، اتخاذ موفقیت فروش در قرارداد آتی این سهم با اندازه قرارداد ۱۳,۵۰۰ و قیمت ۱۵۰ تومان سهم می‌تواند راهبرد بهینه‌ای باشد.

اگر پیش‌بینی مدیر سبد، صحیح باشد و قیمت تا ۱۳۵ تومان کاهش یابد، مدیر می‌تواند موفقیت تعهدی فروش را با اتخاذ موفقیت تعهدی خرید سهام به قیمت ۱۳۵ تومان ببندد و ۲۰۲,۵۰۰ تومان سود عاید خود کند  $(135 - 150) \times 13,500$ . از طرف دیگر، قیمت سهم الف در سبد سرمایه‌گذاری، به همین میزان کاهش پیدا کرده است. بدین ترتیب، سود ناشی از قرارداد آتی، زیان کاهش ارزش سهم را جبران می‌کند. در واقع، پوشش ریسک کمک می‌کند که:

- سرمایه در معرض ریسک کاهش یابد، در عین این که هزینه خرید و فروش سهام به سرمایه‌گذاران سبد تحمیل نشود؛
- بازده سبد در سطح مشخصی حفظ شود، بدون آن که نیاز به فروش سهام باشد.

## (۲) معامله‌گران با افق سرمایه‌گذاری کوتاه‌مدت

به‌عنوان مثال فرض کنید که معامله‌گری بر اساس تحلیل خود معتقد است که قیمت سهام شرکت الف که هم‌اکنون ۱۵۰ تومان معامله می‌شود، افزایش می‌یابد. معامله‌گر یک قرارداد آتی سهم شرکت الف را خریداری می‌کند.

وجه تضمین اولیه، ۲۰ درصد ارزش قرارداد یعنی ۴۰۰ هزار تومان است. یک ماه بعد، قیمت سهم به ۱۷۰ تومان می‌رسد. معامله‌گر با انجام معامله معکوس، موفقیت معاملاتی خود را می‌بندد و سودی معادل تومان  $27,000 = (170 - 150) \times 13,500$

<sup>۱</sup>. Hedgers



کسب می‌کند. همچنین اگر شخص احتمال می‌دهد که قیمت سهم در آینده، کاهش می‌یابد، می‌تواند با اتخاذ موقعیت فروش در قرارداد آتی این سهم، مشابه پوشش ریسک البته بدون در اختیار داشتن سهم، سود کسب کند.

### ۳) سرمایه‌گذاران

سرمایه‌گذاران افق سرمایه‌گذاری بلندمدت دارند. سرمایه‌گذاران از قراردادهای آتی سهام برای اتخاذ موقعیت‌های معادل خرید و فروش<sup>۲</sup> در سهم پایه استفاده می‌کنند. مزیت این روش آن است که سرمایه‌گذار می‌تواند از تغییرات قیمتی سهم با سرمایه و هزینه معاملاتی کمتر، منتفع شود. در عین حال، الزامی به تحویل سهم پایه نیست، زیرا سرمایه‌گذار می‌تواند از طریق انجام معامله معکوس پیش از سررسید قرارداد، از بازار خارج شود و موقعیت معاملاتی خود را در قراردادهای با ماه سررسید دورتر، تجدید<sup>۳</sup> کند.

### ۴) آربیتراژگران

آربیتراژگران به دنبال کسب سود بدون ریسک هستند. بدین ترتیب که سهامی را که در یک بازار کم قیمت گذاری شده‌اند، خریداری و در بازاری دیگر که بالا قیمت‌گذاری شده‌اند، به فروش می‌رسانند. تا زمانی که این تفاوت قیمت وجود داشته باشد، امکان کسب سود برای آربیتراژگران وجود دارد. کاربرد قرارداد آتی سهام با اهداف آربیتراژگری، به ویژگی اهرمی بودن آن باز می‌گردد که تأثیر عدم تقارن قیمت‌ها را بیش‌تر می‌کند.

### مزایای قرارداد آتی سهام

برخی از مزایای این قراردادها در زیر آورده شده است:

- ریسک اعتباری به دلیل کارکردهای اتاق پایاپای وجود ندارد؛
- به دلیل ویژگی اهرمی<sup>۴</sup> با سرمایه کمتر می‌توان سود بیش‌تری کسب کرد.

<sup>۱</sup>. Synthetic Position

<sup>۲</sup>. Roll over

<sup>۴</sup>. Gearing or Leverage Investment



مثال: سهم شرکت الف، هم‌اکنون ۲۵۰ تومان معامله می‌شود. اندازه قرارداد آتی سهام آن، ۸,۰۰۰ سهم و وجه تضمین اولیه ۴۰۰,۰۰۰ تومان است. معامله‌گر می‌تواند با ۴۰۰,۰۰۰ تومان، ۱,۶۰۰ سهم شرکت را خریداری کند یا در قرارداد آتی سهم الف، موقعیت خرید اتخاذ کند. کارمزد خرید نقدی سهام، ۰/۵ درصد ارزش معامله و کارمزد اتخاذ موقعیت خرید در هر قرارداد ۰/۵۰۴ درصد است.

اگر قیمت سهم در سررسید ۲۶۰ تومان باشد، بازدهی معامله‌گر در صورتی که قیمت سهم افزایش یابد، در جدول ۳ آورده شده است:

جدول ۳: بازدهی معامله‌گر در خرید سهم و قرارداد آتی سهام

نسبت بازدهی خرید قرارداد آتی به خرید نقدی سهم	بازدهی (درصد)	سود (زیان) در سررسید با احتساب کارمزدهای معاملاتی	کارمزد	ارزش معامله	آورده معامله‌گر	تعداد سهم	راهبرد معاملاتی
۲/۳ برابر	۳	۱۴,۰۰۰	۲,۰۰۰	۴۰۰,۰۰۰	۴۰۰,۰۰۰	۱۶۰۰	خرید نقدی سهم به قیمت ۲۵۰ تومان
	۷	۳۹,۷۱۸	۱۰,۳۸۲	۲,۰۴۰,۰۰۰	۴۰۰,۰۰۰	۸,۰۰۰	موقعیت خرید در قرارداد آتی سهام به قیمت ۲۵۵ تومان

- امکان پوشش ریسک را فراهم می‌آورد؛
- سود و زیان قراردادهای آتی به صورت روزانه به حساب سرمایه‌گذار واریز می‌شود و کسب سود در این بازار بر خلاف بازار سهام، منوط به بستن موقعیت و خروج از بازار نیست؛
- در بازار افزایشی<sup>۵</sup> و کاهشی<sup>۶</sup>، امکان کسب سود فراهم است و این ویژگی به افزایش کارایی بازار کمک می‌کند؛
- سرمایه‌گذاران بدون توجه به سررسید قراردادها، می‌توانند طی دوره معاملاتی قرارداد با بستن موقعیت خود از طریق معامله‌ی معکوس (خرید در برابر فروش و فروش در برابر خرید) از بازار خارج شوند؛
- امکان کشف قیمت<sup>۷</sup> بهتر سهام پایه را فراهم می‌آورد: هر چند بازارهای آتی برآورد قطعی از قیمت آتی سهم پایه ندارند، اطلاعات ارزش‌مندی در مورد ریسک، ثبات یا عدم ثبات قیمت در آینده ارائه می‌دهند. در واقع، معاملات قراردادهای آتی بیانگر انتظارات بازار درباره‌ی قیمت‌های آینده سهم پایه قرارداد است؛

<sup>۵</sup>. Bullish Market

<sup>۶</sup>. Bearish Market

<sup>۷</sup>. Price Discovery

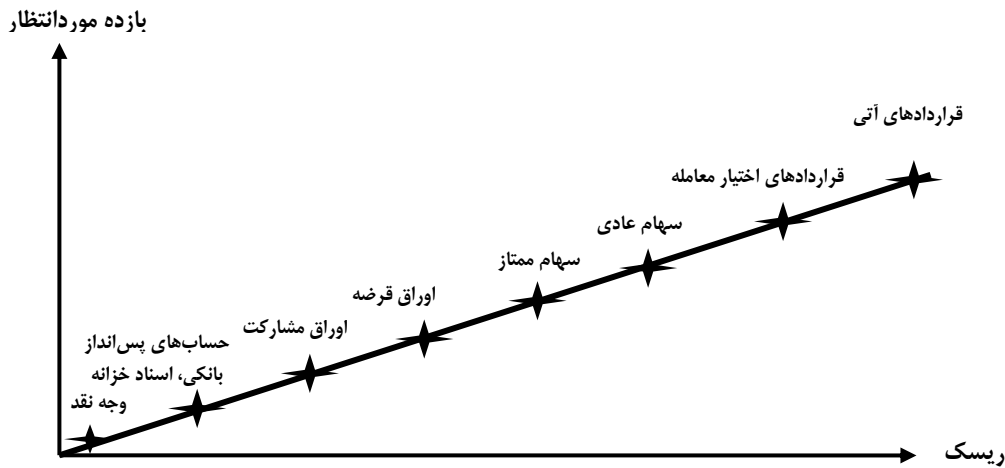


- سهامداران عمده و سرمایه‌گذارانی که افق سرمایه‌گذاری بلندمدت دارند، می‌توانند از این بازار برای پوشش ریسک ناشی از نوسان قیمت سهام در اختیار خود استفاده کنند؛
- برای اتخاذ موقعیت فروش، نیاز به در اختیار داشتن سهام پایه نیست و سرمایه‌گذاران می‌توانند بر اساس پیش‌بینی‌های خود، اقدام به فروش کنند؛
- بازار آتی بر خلاف بازار سهام، تحت تاثیر خرید و فروش‌های سهامداران عمده قرار نمی‌گیرد؛
- نقدشوندگی قرارداد آتی سهام به دلیل ماهیت آن به نسبت سهم پایه بیشتر است: بازارهای ابزارهای مشتق، از نقدشوندگی بالایی برخوردارند. زیرا در این بازارها نسبت به بازارهای سهام، سرمایه کم‌تری برای انجام معاملات موردنیاز است و بازده و ریسک در سطح دلخواهی قابل تعدیل هستند، به همین دلیل معامله‌گران بیش‌تری جذب این بازارها می‌شوند. همچنین راهبردهای معاملاتی مختلفی در این بازارها بدون تغییرات زیاد قیمت، قابل اجراست. به عبارت دیگر، معاملات در این بازارها به‌عنوان جایگزین یا مکمل بازارهای نقدی سهام، راحت‌تر و جذاب‌تر است؛
- هزینه معاملات قرارداد آتی سهام اندک است: کارمزد معامله در بازار آتی معمولاً کم‌تر از کارمزد معامله‌ای با ارزش برابر در بازار سهام است. با توجه به این که مالکیت سهام تا قبل از سررسید بین طرفین قرارداد جابجا نمی‌شود، هزینه‌های نقل و انتقال و مالیات در معاملات این قراردادها پیش از سررسید وجود ندارد.

### ریسک‌های قرارداد آتی سهام

ریسک با بازده موردانتظار دارایی‌های مالی ارتباط مستقیم دارد. به عبارت دیگر، هر چه ریسک دارایی مالی بیش‌تر باشد، بازده موردانتظار آن نیز بیش‌تر است. ویژگی اهرمی قراردادهای آتی مانند یک شمشیر دو لبه است. اگر چه بازده این قراردادها در صورت تحقق از سهام، اوراق مشارکت و یا قراردادهای اختیار معامله بیش‌تر است، اما باید در نظر داشت که در صورت حرکت قیمت‌ها به ضرر راهبرد معامله‌گر، زیان هنگفتی می‌تواند برای وی به همراه داشته باشد. با مقایسه ریسک قراردادهای آتی با سایر ابزارهای مالی می‌توان به درک بهتری دست یافت.

بازده موردانتظار و ریسک دارایی‌های مالی و ابزارهای مشتق در نمودار ۲ نشان داده شده است. همان‌طور که مشاهده می‌شود ریسک قراردادهای آتی در سطح بالایی قرار دارد.



نمودار ۲: بازده موردانتظار و ریسک

به‌طور کلی ریسک قراردادهای آتی سهام را می‌توان در موارد زیر خلاصه کرد:

### ۱) محدود نشدن ضرر سرمایه‌گذار به میزان آورده<sup>۸</sup> (ویژگی اهرمی)

ریسک اصلی قرارداد آتی سهام از ویژگی اهرمی این ابزار ناشی می‌شود. ویژگی اهرمی قرارداد آتی می‌تواند زیان بسیاری در کوتاه‌مدت برای معامله‌گر به همراه داشته باشد، زیرا هر تغییر اندک در قیمت سهم پایه، با توجه به میزان اهرم، می‌تواند موجب شود ضرر و زیان چند برابری به حساب معامله‌گر منظور شود. ویژگی اهرمی قراردادهای آتی به این دلیل است که وجه تضمین اولیه برای اتخاذ موقعیت خرید یا فروش در قرارداد آتی، تنها درصدی از ارزش قرارداد است.

**مثال:** اندازه هر قرارداد آتی، ۱,۰۰۰ سهم، قیمت فعلی سهم ۲ هزار تومان و وجه تضمین اولیه برای اتخاذ موقعیت ۲۰۰ هزار تومان است. شخص الف با ۲۰۰ هزار تومان اقدام به خرید ۱۰۰ سهم می‌کند و شخص ب موقعیت خرید ۱,۰۰۰ سهم در قرارداد آتی مربوطه اتخاذ می‌کند. کاهش قیمت سهم به ۱۶۰۰ تومان، زیان کاغذی<sup>۹</sup> ۴۰ هزار تومانی (۲۰ درصد اصل سرمایه) برای خریدار سهم در پی دارد، در حالی که دارنده موقعیت خرید در قرارداد آتی سهام ۴۰۰ هزار تومان (۲۰۰ درصد اصل سرمایه) زیان می‌بیند.

۸. Not Capital Protected

۹. Paper Loss



## ۲) توقف نماد معاملاتی قرارداد آتی سهام

توقف نماد معاملاتی قرارداد آتی سهام می‌تواند بر ارزش موقعیت‌های معاملاتی معامله‌گر تاثیرگذار باشد. مقام ناظر بازار، در شرایط خاصی نظیر انتشار اخبار جدید در مورد ناشر، مسائل نظارتی یا نوسان بازار اقدام به توقف نماد معاملاتی سهم پایه یا قراردادهای آتی مبتنی بر سهم می‌کند. اگر بازگشایی مجدد نماد تحت شرایط خاصی نظیر افزایش دامنه نوسان قیمت روزانه انجام شود، می‌تواند بر سود (زیان) موقعیت‌های معاملاتی باز تاثیرگذار باشد.

## ۳) نقدشوندگی بازار<sup>۱۰</sup>

متداول‌ترین روش خروج از بازار در قراردادهای آتی، انجام معامله متقابل موقعیت باز فعلی معامله‌گر است که در بخش‌های بعد به تفصیل به آن پرداخته می‌شود. معامله‌گر ممکن است در شرایط خاص با توجه به نیروهای عرضه و تقاضا و وجود دامنه نوسان روزانه، در زمان مناسب نتواند از بازار خارج شود و زیان ناخواسته‌ای به وی تحمیل شود.

<sup>۱۰</sup>. Liquidity Risk