



تعریف قرارداد آتی سهام

قرارداد آتی سهام^۱، قراردادی دو طرفه است که بر اساس آن، خریدار و فروشنده^۲ تعهد می‌کنند سهام موضوع قرارداد را به قیمت مشخص و در تاریخ معینی در آینده دادوستد کنند. سود (زیان) طرفین قرارداد آتی سهام، به قیمت سهم پایه در تاریخ سررسید بستگی دارد. وضعیت خریدار و فروشنده در قرارداد آتی سهام در جدول ۱ نشان داده است.

جدول ۱: وضعیت خریدار و فروشنده در قرارداد آتی سهام

فروشنده	خریدار
تعهد به فروش سهم پایه در سررسید	تعهد به خرید سهم پایه در سررسید
کسب سود از کاهش قیمت‌ها	کسب سود از افزایش قیمت‌ها
پرداخت وجه تضمین اولیه و به‌روزرسانی وجه تضمین با تعهدات	پرداخت وجه تضمین اولیه و به‌روزرسانی وجه تضمین با تعهدات
خروج از بازار از طریق اتخاذ موقعیت تعهدی خرید	خروج از بازار از طریق اتخاذ موقعیت تعهدی فروش

نحوه ورود به قرارداد آتی سهام به این صورت است که اگر فردی معتقد است قیمت سهام طی زمان مشخصی در آینده افزایش خواهد یافت، می‌تواند از طریق اتخاذ موقعیت خرید (به‌عنوان خریدار)، منتفع شود. سود (زیان) وی به این بستگی دارد که قیمت سهم افزایش (کاهش) یابد. به همین ترتیب، اگر فرد دیگری امید به کاهش احتمالی قیمت در آینده دارد، می‌تواند در قرارداد آتی موقعیت فروش اتخاذ کند.

مثال: فرض کنید اول خرداد است و سهام شرکت الف در بازار، ۶۰۰ تومان معامله می‌شود. به‌نظر شخص (۱) چشم‌انداز صنعتی که شرکت الف در آن به فعالیت مشغول است، در افق زمانی کوتاه‌مدت مثبت است و قیمت سهام شرکت افزایش خواهد یافت. در مقابل، شخص (۲) معتقد است سهام شرکت الف، طی چند ماه آینده، افت قیمت شدیدی را تجربه خواهد کرد. شخص (۱)، می‌تواند به کارگزار خود سفارش خرید قرارداد آتی سررسید مرداد ماه سهم الف را که اندازه‌ی قرارداد آن، ۳ هزار سهم است، به قیمت ۷۰۰ تومان بدهد. شخص (۲) نیز دستور سفارش فروش همین قرارداد را به قیمت ۷۰۰ تومان به کارگزار خود می‌دهد. وضعیت سود (زیان) خریدار و فروشنده در سررسید در جدول ۲ آورده شده است:

۱. Single Stock Futures

۲. از این پس بر اساس عرف بازار، به‌جای واژه متعهد فروش (Short Position) از فروشنده و به‌جای واژه متعهد خرید (Long Position) از خریدار استفاده می‌شود.



جدول ۲: سود (زیان) خریدار و فروشنده قرارداد آتی در سررسید

روند بازار	قیمت سهم در سررسید	سود (زیان) خریدار	سود (زیان) فروشنده
افزایش قیمت	۷۵۰	$(۷۵۰-۷۰۰) \times ۳,۰۰۰ = ۱۵۰,۰۰۰$	$(۷۰۰-۷۵۰) \times ۳,۰۰۰ = -۱۵۰,۰۰۰$
ثبات قیمت	۷۰۰	۰	۰
کاهش قیمت	۶۵۰	$(۶۵۰-۷۰۰) \times ۳,۰۰۰ = -۱۵۰,۰۰۰$	$(۷۰۰-۶۵۰) \times ۳,۰۰۰ = ۱۵۰,۰۰۰$

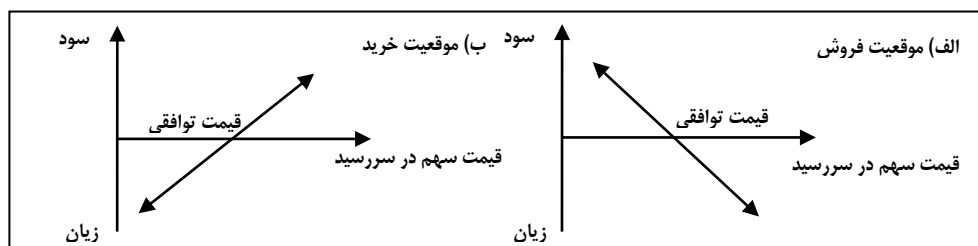
البته این مثالی از کاربرد قراردادهای آتی سهم با هدف کسب سود بود. قراردادهای آتی سهم می‌تواند با هدف مدیریت یا کاهش ریسک قیمت نیز معامله شود که در بخش‌های بعدی به آن اشاره می‌شود.

داد و ستد قرارداد آتی سهام

معامله‌گران سفارش‌های خود را به ازای یک نماد معاملاتی که ترکیبی از سهم پایه و ماه سررسید است به قیمت‌های مختلف از طریق کارگزاران در سامانه معاملاتی بورس وارد می‌کنند. به عبارت دیگر منظور از معامله یک قرارداد، ثبت سفارش اتخاذ تعهد خرید یا تعهد فروش در سامانه‌ی معاملاتی به ازای یک قرارداد با نماد معاملاتی خاص به قیمتی که سرمایه‌گذار تعیین می‌کند، است. به عنوان مثال نماد معاملاتی قراردادی که ناشر سهم پایه آن شرکت الف، ماه سررسید قرارداد تیر ماه و سال سررسید ۱۳۸۹ است، به صورت الف ۸۹۰۳ تعریف می‌شود.

سود و زیان داد و ستد قرارداد آتی سهام

سود و زیان داد و ستد قراردادهای آتی سهام، به عوامل مؤثر بر قیمت سهم پایه بستگی دارد. اگر قیمت سهم پایه افزایش یابد، قیمت سهم در قرارداد آتی آن (ارزش آتی سهم) نیز افزایش می‌یابد، با این تفاوت که درصد سود و زیان نسبت به سرمایه‌گذاری انجام شده در قرارداد آتی سهام بیش‌تر است. وضعیت سود (زیان) طرفین معامله در قرارداد آتی در نمودار ۱ نشان داده شده است.



نمودار ۱: وضعیت سود (زیان) فروشنده و خریدار قراردادهای آتی سهام



تفاوت سهام و قرارداد آتی سهام

مهم‌ترین تفاوت بین سهام و قرارداد آتی سهام به ماهیت این ابزار مالی باز می‌گردد. سهام، سند مالکیت و مشارکت سرمایه‌گذار در شرکت است، اما قرارداد آتی سهام، تعهد سرمایه‌گذار برای خرید یا فروش تعداد معینی سهام در تاریخ مشخص و قیمت از پیش تعیین شده است. به‌طور خلاصه می‌توان گفت:

سهام‌دار شرکت:

- کل ارزش سهام را در زمان خرید پرداخت می‌کند؛
- شریک شرکت محسوب می‌شود؛
- حق رأی دارد؛
- سود دریافت می‌کند؛
- تنها در زمان فروش سهام از سود (زیان) ناشی از تغییرات قیمت سهام، منتفع (متضرر) می‌شود؛
- سهام، اوراق بهادار بدون سررسید است و سهام‌دار شرکت تا زمانی که اقدام به فروش سهام خود نکند، در مالکیت شرکت سهامی است؛

• در صورت ورشکستگی شرکت نسبت به اموال و دارایی شرکت حق دارد.

اما، خریدار قرارداد آتی سهام:

- به جای پرداخت ۱۰۰ درصد ارزش قرارداد، تنها درصدی از ارزش آن را به‌عنوان وجه تضمین سپرده می‌کند؛
- متعهد است که سهام را در تاریخ مشخص و قیمت معین خریداری کند؛
- سود (زیان) خریدار، به‌طور روزانه به حساب آن‌ها منظور می‌شود و کسب سود بر خلاف بازار سهام، منوط به بستن موقعیت و خروج از بازار نیست؛
- بر خلاف بازار سهام، تحت تأثیر خرید و فروش‌های سهامداران عمده قرار نمی‌گیرد؛
- سود تقسیمی شرکت را دریافت نمی‌کند؛
- تعهد وی مبنی بر خرید سهام، سررسید کوتاه‌مدت دارد.



مشخصات قرارداد^۳

یکی از ویژگی‌های مهم قرارداد آتی سهام، استاندارد بودن این قرارداد و معامله آن در بورس است. بورس‌ها پیش از آغاز معاملات قرارداد آتی یک سهم، مشخصات قرارداد آن را منتشر می‌کنند که حاوی اطلاعاتی در مورد قرارداد از قبیل موارد زیر است:

- (۱) ناشر سهم پایه
- (۲) نماد معاملاتی
- (۳) اندازه قرارداد
- (۴) ماه‌های قرارداد
- (۵) دامنه نوسان قیمت روزانه
- (۶) حداقل تغییر قیمت
- (۷) دوره معاملاتی
- (۸) وجه تضمین اولیه
- (۹) حداقل وجه تضمین
- (۱۰) سقف سفارش
- (۱۱) واحد پولی قیمت
- (۱۲) دوره تحویل
- (۱۳) کارمزد معاملات، تسویه و تحویل
- (۱۴) سقف موقعیت‌های باز مشتری، کارگزار و بازار
- (۱۵) تسویه نهایی (نقدی، فیزیکی) و خسارت‌ها
- (۱۶) سایر موارد

در واقع قرارداد آتی سهام، قرارداد استنداردی است که در بورس پذیرفته شده است و اندازه قرارداد بر اساس ارزش تعیین شده برای هر قرارداد و توسط بورس تعیین می‌شود. اندازه قرارداد به گونه‌ای انتخاب می‌شود که برای مشارکت‌کنندگان بازار جذاب باشد. قراردادهای آتی سهام، ماه سررسید مشخصی دارند و از این‌رو، ابزار معاملاتی کوتاه‌مدت محسوب می‌شوند.

روزهای مهم در قرارداد آتی سهام

اولین روز معاملاتی^۴: روز آغاز معاملات قرارداد آتی سهام در بازار است.

۳. Contract Specification

۴. First Trading Date



آخرین روز معاملاتی^۵: آخرین روزی است که امکان معامله یک قرارداد آتی سهام وجود دارد.

دوره معاملاتی: فاصله بین اولین و آخرین روز معاملاتی است که قرارداد آتی سهام در بازار معامله می‌شود.

روز تحویل^۶: روزی است که نقل و انتقال سهم پایه بر مبنای تحویل به ازای پرداخت^۷ توسط اتاق پایاپای انجام می‌شود.

تعیین ارزش آتی سهم

ارزش آتی و قیمت نقدی سهم از عوامل مشترکی نظیر عرضه و تقاضای بازار، رشد سود، روند صنعت، فشار رقبا، هزینه مواد اولیه و تغییر در مدیریت شرکت تأثیر می‌پذیرند. تعیین ارزش آتی سهم پایه در قرارداد آتی سهام، بر اساس ارزش آتی عادلانه سهم پایه انجام می‌شود. ارزش آتی سهم پایه به قیمت پایانی سهم پایه در بازار نقدی در زمان ارزش‌گذاری، نرخ سود علی‌الحساب بانکی و زمان باقی‌مانده تا سررسید بستگی دارد. فرمول تعیین ارزش عادلانه آتی سهم (FV) به صورت زیر است:

$$FV = CP \times e^{ix/365}$$

که:

CP: قیمت پایانی سهم پایه در بازار نقدی در زمان ارزش‌گذاری؛

i: نرخ سود علی‌الحساب سپرده‌های سرمایه‌گذاری کوتاه‌مدت؛

X: تعداد روزهای بین زمان ارزش‌گذاری تا آخرین روز معاملاتی.

قیمتی که در این فرمول تعیین می‌شود، یک قیمت تئوریک است که به دلیل ماهیت پویای بازارهای مالی می‌تواند با قیمت‌های واقعی متفاوت باشد. این تفاوت از عواملی نظیر عرضه و تقاضا، نقدشوندگی بازار و هزینه‌های معاملات ناشی می‌شود.

نکته: متعهد خرید تا پیش از پایان ماه قرارداد و تسویه فیزیکی، سهام‌دار شرکت ناشر سهم پایه محسوب نمی‌شود و سود سهم به وی تعلق نمی‌گیرد، از این رو، رویه متداول در بورس‌ها این است که اگر مجمع عمومی سالانه ناشر سهم پایه پیش از پایان ماه قرارداد برگزار می‌شود، سود موردانتظار در تعیین ارزش آتی سهم، به‌عنوان عامل کاهنده در نظر گرفته شود. در این صورت،

۵. Last Trading Date

۶. Settlement Day

۷. Delivery Versus Payment



اگر سود مصوب ناشر در مجمع عمومی سالانه با سود موردانتظار بازار متفاوت باشد، بر سود و زیان معامله‌گران در بازار آتی تاثیر می‌گذارد.

بورس تهران با هدف حذف ریسک انحراف سود موردانتظار از سود مصوب ناشر در مجمع عمومی سالانه، پیش از بازگشایی نماد معاملاتی قراردادهای سهم پایه، از آخرین قیمت تسویه روزانه، سود مصوب ناشر را کسر می‌کند.

بنابراین باید در نظر داشت اگر مجمع عمومی سالانه ناشر طی دوره معاملاتی قرارداد و پیش از پایان ماه قرارداد برگزار شود، در تعیین ارزش آتی سهم پیش از برگزاری مجمع به‌منظور ثبت سفارش در سامانه معاملاتی بازار آتی، سود موردانتظار از قیمت سهم کسر نشود.

مثال: قیمت پایانی سهم الف در روز ارزش‌گذاری، ۲۵۰ تومان است. امکان معامله‌ی قرارداد آتی با سررسید ۲ ماه دیگر و اندازه قرارداد ۸,۰۰۰ سهم در بازار وجود دارد. مجمع عمومی سالانه ناشر سهم الف قرار است یک ماه آینده تشکیل شود. سودی که بر اساس برآوردها انتظار می‌رود در مجمع شرکت تقسیم شود، ۳۰ تومان است. نرخ سود علی‌الحساب سپرده‌های سرمایه‌گذاری کوتاه‌مدت، ۶ درصد است. ارزش عادلانه‌ی آتی سهم به شرح زیر تعیین می‌شود:

$$FV = CP \times e^{ix/365} = 250 \times e^{0.06 \times 60 / 365} = 252$$

باید توجه داشت علی‌رغم این که در زمان سررسید، سود موردانتظار شرکت از قیمت فعلی سهم خارج شده است، به‌دلیل تعدیل قیمت تسویه روزانه توسط بورس، در تعیین ارزش آتی سهم، سود مورد انتظار از قیمت سهم کسر نمی‌شود.

