



مدیریت اقدامات شرکتی

در بورس‌هایی که قرارداد آتی سهام معامله می‌شود، پس از اقدام شرکتی ناشر، تغییراتی در قیمت و مشخصات قرارداد اعمال می‌کند. هدف از تعدیل قراردادها، جلوگیری از تاثیرگذاری اقدام شرکتی ناشر بر وضعیت سود و زیان معامله‌گران است. این تعدیل‌ها پیش از روز موثر شدن اقدام شرکتی ناشر انجام می‌شود. فرمول تعدیل نیز در اختیار مشارکت‌کنندگان بازار قرار می‌گیرد تا بتوانند موقعیت‌های معاملاتی خود را مدیریت کنند و تاثیر این اقدامات را بر سبد سرمایه‌گذاری خود بسنجند. اقدام شرکتی، تصمیمات وابسته به سهام شرکت‌هاست که با اهداف مختلفی انجام می‌شود و بر اوراق بهادار شرکت (اوراق دارایی و یا بدهی)، تاثیر می‌گذارد:

(۱) اقدامات مرتبط با ارزش اسمی هر سهم: شامل تجزیه و ترکیب^۱ سهام است؛

(۲) اقدامات وابسته به حقوق سهام‌داری^۲: از مهم‌ترین آن‌ها می‌توان به پرداخت سود، افزایش سرمایه از طریق انتشار حق تقدم^۳ و افزایش سرمایه از طریق انتشار سهام جایزه^۴ اشاره کرد؛

(۳) اقدامات مربوط به تملک: نظیر تحصیل^۵، ادغام^۶ و تجزیه شرکت^۷؛

(۴) اقدامات خاص: نظیر پرداخت‌های غیرنقدی^۸ به سهام‌داران و تغییر مکان فعالیت است.

معمولاً بورس‌ها، اقدامات شرکتی ناشر را که تعدیل در مورد آن‌ها انجام می‌شود، اعلام می‌کنند که در بیش‌تر موارد شامل تجزیه و ترکیب سهام، سود نامتعارف، افزایش سرمایه، تحصیل، ادغام و تجزیه شرکت است. بورس تهران در افزایش سرمایه و تقسیم سود توسط ناشر، اندازه قرارداد و آخرین قیمت تسویه روزانه را تعدیل می‌کند که در ادامه نحوه تعدیل بیان می‌شود.

۱. Stock Consolidation
۲. Entitlement Actions
۳. Right Issue
۴. Bonus Issue
۵. Acquisition
۶. Merge
۷. Demerge
۸. Distribution in Specie



الف) افزایش سرمایه از محل آورده و انتشار حق تقدم

اگر ناشر، اقدام به افزایش سرمایه از محل آورده و انتشار حق تقدم کند، اندازه قرارداد و آخرین قیمت تسویه روزانه بر اساس فرمول‌های زیر تغییر می‌کند:

= آخرین قیمت تسویه روزانه تعدیل یافته

$$\text{آخرین قیمت تسویه روزانه} \times \left[\frac{\text{قیمت پذیره نویسی سهم جدید}}{\text{قیمت بسته شدن سهم در آخرین روز قبل از موثر شدن اقدام شرکتی}} \times (\text{درصد افزایش سرمایه}) + 1 \right] \\ \div (\text{درصد افزایش سرمایه}) + 1$$

$$\text{اندازه قرارداد} = \frac{\text{آخرین قیمت تسویه روزانه}}{\text{آخرین قیمت تسویه روزانه تعدیل یافته}} \times \text{اندازه قرارداد}$$

ب) افزایش سرمایه از محل سود انباشته

اگر ناشر، اقدام به افزایش سرمایه از محل سود انباشته کند، اندازه قرارداد و آخرین قیمت تسویه روزانه با توجه به فرمول‌های زیر تغییر می‌کند:

$$\text{آخرین قیمت تسویه روزانه} = \frac{\text{آخرین قیمت تسویه روزانه}}{(\text{درصد افزایش سرمایه}) + 1}$$
$$\text{اندازه قرارداد} = \frac{\text{آخرین قیمت تسویه روزانه}}{\text{آخرین قیمت تسویه روزانه تعدیل یافته}} \times \text{اندازه قرارداد}$$



ج) افزایش سرمایه از محل آورده و سود انباشته

اگر ناشر، ترکیبی از دو روش الف و ب را به کار گیرد، اندازه قرارداد و آخرین قیمت تسویه روزانه با توجه به فرمول‌های زیر تغییر می‌کند:

= آخرین قیمت تسویه روزانه تعدیل یافته

$$\left[\frac{\text{قیمت پذیره نویسی سهم جدید}}{\text{قیمت بسته شدن سهم در آخرین روز قبل از موثر شدن اقدام شرکتی شرکتی}} \times (\text{درصد افزایش سرمایه از محل آورده}) + 1 \right] \times \text{آخرین قیمت تسویه روزانه}$$

(درصد افزایش سرمایه از محل اندوخته + درصد افزایش سرمایه از محل آورده) + ۱

$$\frac{\text{آخرین قیمت تسویه روزانه}}{\text{آخرین قیمت تسویه روزانه تعدیل یافته}} \times \text{اندازه قرارداد} = \text{اندازه تعدیل یافته قرارداد}$$

د) تقسیم سود

تقسیم سود ناشر سهم پایه منجر به تعدیل آخرین قیمت تسویه روزانه می‌شود. در این صورت، بورس پیش از بازگشایی نماد معاملاتی قراردادهای آتی سهم پایه، تعدیلات لازم را به شرح زیر انجام می‌دهد:

سود تقسیمی مصوب مجمع به ازای یک سهم - آخرین قیمت تسویه روزانه قرارداد آتی = آخرین قیمت تسویه روزانه تعدیل شده قرارداد آتی

دامنه نوسان قیمت روزانه

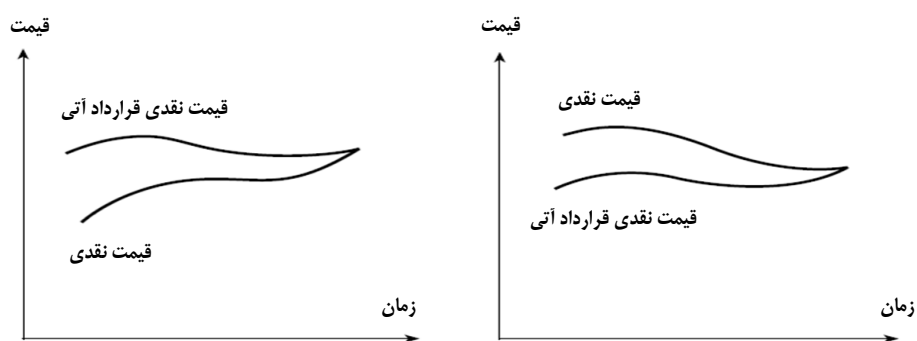
گاهی ممکن است در اثر انتشار اخبار غیرمنتظره در بازار، قیمت قرارداد آتی به شدت افزایش یا کاهش یابد. به همین دلیل در بیش تر بازارها بر خلاف رویه رایج در معاملات نقدی سهام، دامنه مجاز تغییر قیمت روزانه تعیین و اعمال می‌شود. هدف از وضع این نوع محدودیت‌ها ایجاد یک دوره آرام‌سازی اجباری است تا مشارکت‌کنندگان بازار فرصت یابند به ارزیابی دوباره اخبار و تاثیر آن بر موقعیت‌های خود بپردازند. در عین حال، بورس‌ها مقرراتی را برای معامله در شرایط بازار کاهشی یا افزایشی وضع می‌کنند. وضع مقررات فوق‌علی‌رغم مزایایی که می‌تواند داشته باشد، ممکن است عملیات آزاد نیروهای بازار را مختل کند. به منظور تخفیف آثار اقتصادی منفی این نوع محدودیت‌ها، بورس‌ها مقرراتی را برای اصلاح خودکار محدوده‌ی قیمت، متعاقب



آرام شدن جو بازار و بازگشت مجدد قیمت‌ها اعمال می‌کنند. به‌علاوه بورس‌ها در مواقع اضطراری از قدرت قانونی مطالبه وجه تضمین اضافی تا شروع روز کاری بعد برخوردار هستند.

مبنا و ریسک مبنا

قیمت آتی سهم پایه به قیمت نقدی آن بستگی دارد، اما همان‌طور که ذکر شد عوامل مختلفی نظیر نرخ سود بانکی، زمان تا سررسید، سود موردانتظار و نیروهای عرضه و تقاضا باعث انحراف قیمت آتی سهم از قیمت نقدی آن می‌شود. اگر چه قیمت‌های نقد و آتی متفاوت است، اما به دلیل وابستگی به یکدیگر تمایل به حرکت موازی نزدیک به هم دارند و بدون توجه به شرایط بازار، قیمت معاملات آتی و نقدی تمایل به یکسان شدن در تاریخ سررسید دارند. به‌عبارت دیگر، هر چه به زمان سررسید قرارداد آتی نزدیک‌تر می‌شویم، قیمت آتی به سمت قیمت نقدی میل می‌کند و در سررسید قرارداد آتی، قیمت آتی با قیمت نقدی تقریباً برابر می‌شود که اصل همگرایی قیمت‌ها^۹ نامیده می‌شود. اصل همگرایی قیمت‌ها به دلیل حضور آربیتراژگران در بازار و معاملات سودجویانه آن‌ها است. به تفاوت قیمت نقدی و قیمت آتی سهم پایه، مبنا^{۱۰} گفته می‌شود. مبنا در سررسید قرارداد صفر است، اما پیش از آن با توجه به شرایط بازار می‌تواند مثبت یا منفی باشد. اگر چه مبنا طی دوره‌ی معاملاتی نوسان دارد، اما نوسان آن از قیمت نقدی و آتی کم‌تر است. مبنای منفی بدین معناست که قیمت آتی از قیمت نقدی سهم پایه بیش‌تر است که به اصطلاح گفته می‌شود بازار در حالت خوش‌بینانه یا کونتانگو^{۱۱} قرار دارد. اگر قیمت نقدی از آتی بیش‌تر باشد، مبنا مثبت است که به اصطلاح گفته می‌شود بازار در حالت بدبینانه^{۱۲} قرار دارد.



نمودار ۸: بازار کاهشی و افزایشی

۹. Price Convergence
۱۰. Basis
۱۱. Forwardation or Contango
۱۲. Backwardation



مینا در واقع نشان‌گر هزینه‌های مختلفی است که باعث انحراف قیمت آتی از قیمت نقد می‌شوند و در مجموع به آن‌ها، هزینه‌ی حمل^{۱۳} گفته می‌شود. عامل اصلی تغییر مینا، نیروهای عرضه و تقاضاست. اگر تقاضای فعلی سهم زیاد شود، مینا افزایش می‌یابد (تقویت می‌شود) و اگر تقاضای فعلی سهم کاهش یابد، مینا کاهش می‌یابد (تضعیف می‌شود). مینا با مقایسه هزینه/فایده‌ی تملک سهم و خرید قرارداد آتی آن به‌منظور تحویل در آینده به‌دست می‌آید. مینا به‌طور پیوسته توسط آربیتراژگران بازار مورد پایش قرار می‌گیرد و به محض آن‌که قیمت قرارداد آتی سهم در مقایسه با قیمت نقدی گران‌تر باشد، این افراد سریعاً اقدام به فروش قرارداد آتی و خرید سهم می‌کنند. ریسک مینا زمانی به‌وجود می‌آید که شخص از قرارداد آتی به‌منظور پوشش ریسک خود در بازار نقدی استفاده می‌کند. تغییرات مینا طی فاصله زمانی اتخاذ موقعیت در قرارداد آتی تا بستن موقعیت، می‌تواند بر سود و زیان پوشش‌دهنده ریسک تاثیر گذارد. هنگامی که شخصی از تقویت مینا سود می‌کند، گفته می‌شود در موقعیت خرید مینا^{۱۴} و شخصی که از کاهش مینا سود می‌کند، گفته می‌شود در موقعیت فروش مینا^{۱۵} قرار دارد. کسانی که ریسک خود را با استفاده از قراردادهای خرید پوشش می‌دهند^{۱۶}، در گروه نخست و کسانی که ریسک خود را با استفاده از قراردادهای فروش پوشش می‌دهند^{۱۷}، در گروه دوم جای می‌گیرند.

نکاتی که پیش از ورود به معاملات قرارداد آتی سهام باید بدان توجه کرد

قراردادهای آتی سهام نظیر ابزارهای مالی دیگر، گزینه معاملاتی مناسبی برای همه مشارکت‌کنندگان محسوب نمی‌شود. تنها وجوهی را به‌منظور معاملات این قراردادها باید استفاده کرد که ضرر و زیان در معاملات، سلامت مالی شخص را به خطر نمی‌اندازد. از این‌رو، استفاده از پس‌انداز بازنشستگی، وجوه احتیاطی نظیر مخارج درمان و تحصیل، وام‌های دانشجویی یا مخارج روزانه زندگی در معاملات قراردادهای آتی، سرمایه‌گذاری سنجیده‌ای نیست.

در عین حال دلایل دیگری نیز وجود دارد که ممکن است معاملات قراردادهای آتی برای عموم گزینه سرمایه‌گذاری مناسبی به‌شمار نیاید. خلق و خوی سرمایه‌گذاری شخص از آن جمله است. افرادی که نوسان شدید بازارهای سهام را تاب نمی‌آورند، باید توجه داشته باشند که ویژگی اهرمی قراردادهای آتی، تأثیر این نوسان‌ها را شدت می‌بخشد.

در ادامه به برخی از نکات مهم در معاملات قراردادهای آتی سهام اشاره می‌شود:

۱۳. Cost of Carry

۱۴. Long Basis Position

۱۵. Short Basis Position

۱۶. Long Hedge

۱۷. Short Hedge



• آیا تمایل و امکان پایش پیوسته‌ی موقعیت‌های باز خود را دارید؟ به قراردادهای آتی سهام باید به‌عنوان ابزار مالی که به‌طور پیوسته باید مورد توجه قرار گیرد^{۱۸}، نگریند. برخلاف سهام، اوراق مشارکت و واحدهای صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک که بسیاری از سرمایه‌گذاران تمایلی به پیگیری روزانه‌ی آن ندارند، موقعیت‌های باز قراردادهای آتی، باید همواره مورد پایش و بررسی قرار گیرند. قراردادهای آتی سهام، به‌عنوان ابزار کوتاه‌مدتی هستند که باید به‌طور پیوسته توسط معامله‌گران مورد موشکافی قرار گیرند تا اطمینان حاصل شود که اهداف کوتاه‌مدت آن‌ها را برآورده می‌کند. بنابراین کنترل موقعیت‌ها، بخش مهمی از تاکتیک‌های مدیریت ریسک دارنده موقعیت باز به شمار می‌رود. معامله‌گر باید در اسرع وقت در مورد اختطاریه‌های افزایش وجه تضمین، تصمیم‌گیری کند آیا تمایل به واریز وجه دارد یا این که بستن موقعیت معاملاتی را ترجیح می‌دهد.

• چگونه می‌توان اطلاعات بیش‌تری در مورد ریسک‌های معاملات قراردادهای آتی کسب کرد؟ شرکت‌های کارگزاری موظفند پیش از قبول سفارش‌های مشتریان خود، بیانیه ریسک^{۱۹} را به امضای مشتری برسانند. مطالعه دقیق این بیانیه، می‌تواند در فهم بهتر ریسک این معاملات کمک کند. در عین حال، معامله‌گر باید آگاهی کامل از ریسک‌های راهبرد معاملاتی خود نیز داشته باشد. رویکرد مفیدی که در این زمینه می‌تواند به کار گرفته شود، تحلیل عبارت "چه می‌شود اگر"^{۲۰} است. برای مثال چه اتفاقی رخ می‌دهد اگر قیمت کاهش یابد یا افزایش یابد؟ اگر پاسخ پرسش‌ها مشخص نباشد یا ابهامی در آن وجود داشته باشد، بهتر است که با یک متخصص مالی مشورت شود.

• معامله‌گر با مقررات و رویه‌های داخلی بورس، اتاق پایاپای و کارگزار چقدر آشنایی دارد؟ آشنایی با مقررات، به معامله‌گر امکان می‌دهد تا به حقوق و تعهدات خود واقف باشد. مطالعه دقیق بیانیه‌ی ریسک، قرارداد مشتری-کارگزار، دستورالعمل معاملات و سایر مقررات مرتبط، می‌تواند در این زمینه کمک کند.

به‌طور کلی، معامله قراردادهای آتی سهام با هدف پوشش ریسک و کسب سود برای معامله‌گرانی که درک مناسبی از موارد زیر ندارند، توصیه نمی‌شود:

۱. ریسک معاملات قراردادهای آتی به‌دلیل ویژگی‌های اهرمی آن: ویژگی اهرمی قراردادهای آتی باعث می‌شود که سود (زیان) معامله‌گر نسبت به تغییرات اندک قیمت سهم پایه، تشدید شود و حتی از آورده وی (وجه تضمین اولیه) فراتر رود؛

۲. مباحث ریاضی معاملات قراردادهای آتی و وجه تمایز قراردادهای آتی سهام با سهام؛

۳. مفهوم و اهمیت وجه تضمین در تضمین معاملات قراردادهای آتی و تعهدات مالی پیرو آن؛

^{۱۸}. Pay Attention Financial Instrument

^{۱۹}. Risk Disclosure

^{۲۰}. What if Analysis



۴. اهمیت و مدیریت تاریخ سررسید: ویژگی چشم‌انداز کوتاه‌مدت قرارداد آتی سهام موجب می‌شود معامله‌گر برخلاف معاملات نقدی سهام نتواند به امید حرکت مطلوب قیمت، موقعیت معاملاتی زیان‌ده خود را ادامه دهد. بنابراین باید در موارد مقتضی، تصمیم‌های درستی نظیر واریز وجه تضمین جبرانی، بستن موقعیت معاملاتی، تجدید موقعیت معاملاتی در قرارداد با ماه سررسید دورتر، تحویل یا تسویه نقدی اتخاذ کند.