

بازارها، ابزارها و خدمات نوین مالی

رسول اسکندری (Rasol@mail.com)

سعید اسلامی بیدگلی (saeedsb@yahoo.com)

دانشجویان دوره دکترای مدیریت مالی دانشگاه شهید بهشتی

شهریور ۱۳۸۴

۱	بازارها، ابزارها و خدمات نوین مالی	۱
۱	بازارهای مالی	۱
۲	انواع بازارهای مالی	۲
۴	نهادهای مالی مورد نیاز در بازار اولیه	۴
۸	بازار سازها	۸
۹	ابزارهای مالی	۹
۱۰	اوراق بهادار بازار سرمایه	۱۰
۱۱	اوراق قرضه	۱۱
۱۱	ویژگی‌های اوراق قرضه	۱۱
۱۵	سهام ممتاز	۱۵
۱۸	اوراق اختیار معامله	۱۸
۲۰	انواع اوراق اختیار معامله از لحاظ زمان استفاده	۲۰
۲۱	کاربردهای اختیار معامله	۲۱
۲۳	اختیار خرید	۲۳
۲۳	قراردادهای آتی	۲۳
۲۵	کارکردهای پیمان آتی	۲۵
۲۶	قرار داد تاخت	۲۶
۲۷	ساز و کار معاملا تاخت	۲۷
۲۸	شرکت‌های سرمایه‌گذاری	۲۸
۳۰	مزایای صندوقهای سرمایه‌گذاری	۳۰
۳۱	صندوق‌های بازنشستگی	۳۱
۳۱	شرکت‌های بیمه و بیمه‌های مختلف	۳۱
۳۲	کارگزاران و خدمات نوین مالی	۳۲

بازارها، ابزارها و خدمات نوین مالی

بازارهای مالی

شرکت‌های بازرگانی و تولیدی برای تأمین مالی فعالیت‌های خود به حجم بالایی از سرمایه نیاز دارند. به عبارت دیگر شرکت‌ها برای اینکه رشد و توسعه پیدا کنند، نیازمند سرمایه‌گذاری هستند. واضح است که تأمین این میزان سرمایه از محل سود شرکت‌ها در زمان محدودی میسر نیست و بایستی از جای دیگری تأمین مالی شود. بازارهای مالی این امکان را برای شرکت‌ها و دولت‌ها فراهم می‌سازند که بتوانند از طریق فروش اوراق بهادار، نیازهای خود را برطرف سازند. اشخاصی (چه حقیقی چه حقوقی) وجود دارند که دارندگان منابع مالی محسوب می‌شوند و مایلند که از طریق سرمایه‌گذاری، بازده کسب کنند ولی چون خودشان به هر دلیلی مانند (عدم تخصص، کهنلت سن، نداشتن توانایی مدیریت و...) نمی‌توانند به طور مستقیم در دارائیهای واقعی سرمایه‌گذاری کنند به دنبال جایی هستند که منابع مالی خود را در اختیار تولید کنندگان و کارآفرینان قرار دهند و از این طریق بازده کسب کنند. نقش بازارهای مالی در اینجا این است که اهداف این دو دسته اشخاص را به هم مرتبط سازد و بین آنها رابطه ایجاد کند. این ارتباط از طریق ایجاد دارائیهای مالی (مثل انواع اوراق قرضه، سهام ممتاز و عادی...) از سوی شرکت‌های وام گیرنده و خرید این دارائیهای توسط افراد وام دهنده صورت می‌گیرد. بازار مالی مکانی است که در آن انواع دارائیهای مالی خرید و فروش می‌گردد. پس کارکرد عمده دارایی مالی، انتقال وجوه از کسانی که پول اضافی برای سرمایه‌گذاری دارند به کسانی که برای سرمایه‌گذاری در دارائیهای واقعی به پول نیاز دارند، می‌باشد.

بازارهای مالی نیز سه کارکرد دارند که بر کارکرد خود دارائیهای مالی افزوده می‌شود:

۱) این بازارها ساز و کاری برای تعیین قیمت (یا به جای آن بازده مورد انتظار) دارائیهای مالی

فراهم می‌کنند.

۲) این بازارها نقدینگی دارائی‌های مالی را بیش‌تر می‌کنند (چون در آن، دارائیهای مالی دارای خریداران و فروشندگان زیادی هستند)

۳) این بازارها هزینه مبادله دارایی‌های مالی را کاهش می‌دهند.

انواع بازارهای مالی

برای طبقه بندی بازارهای مالی راههای گوناگونی وجود دارد که به دو دسته طبقه بندی اشاره می‌شود. بازارهای مالی را می‌توان بر حسب تاریخ سررسید اوراق بهادار به دو دسته تقسیم کرد:

۱- بازار پول

۲- بازار سرمایه

بازار پول، بازاری است که در آن اوراق بهاداری که داری تاریخ سررسید کمتر از یکسال می‌باشند مبادله می‌شود (مثل اوراق خزانه که توسط بانک مرکزی آمریکا و دولت آمریکا منتشر می‌کند و دارای سررسید ۹۱ روزه، ۱۸۲ روزه و ۵۲ هفته‌ای می‌باشد).

بازار سرمایه، بازاری است که در آن اوراق بهاداری که دارای سررسیدهای بیش از یکسال و یا نامعلوم هستند (مثل سهام عادی که تاریخ سررسید ندارد) مبادله می‌شوند. بازار بورس اوراق بهادار یک بازار سرمایه محسوب می‌شود.

بازارهای مالی را می‌توان از حیث دیگر به بازارهای اولیه و بازارهای ثانویه تقسیم کرد.

بازار اولیه بازاری است که در آن شرکتها اوراق جدید انتشار خود را می‌فروشند و از این راه تأمین مالی می‌کند. بازار ثانویه بازاری است که در آن اوراق بهاداری که قبلاً در بازار اولیه منتشر شده‌اند خرید و فروش می‌شوند. بازار ثانویه باعث می‌شود تا نقد شوندگی اوراق بهاداری که در بازار اولیه منتشر شده بودند افزایش یابد. اصولاً بدون وجود بازار ثانویه، بازار اولیه نمی‌تواند عملکرد موفقی داشته باشد.

بازار ثانویه به دو صورت وجود دارد

(۱) به شکل بورس

(۲) به شکل خارج از بورس OTC (over the counter)

بازار خارج از بورس، بازاری است که برخلاف بازار بورس مکان فیزیکی مشخصی ندارد و دارای یک سیستم کامپیوتری می‌باشد که مکان مجازی را برای معاملات فراهم می‌آورد و در آن تمام کارگزاران از طریق یک کامپیوتر به کامپیوتر مرکزی متصل هستند و قیمت خرید و فروش خود را اعلام می‌کنند سهام شرکت‌هایی که در بورس پذیرفته نشده‌اند در بازار OTC مبادله می‌شوند. این بازار به طور تاریخی به آنجا بر می‌گردد که فروشنده‌ها به بانک‌ها مراجعه می‌کردند و از پشت پیشخوان (over the counter) به بانک سفارش می‌دادند.

تعیین قیمت در بازار خارج از بورس از راه مذاکره و چانه‌زنی صورت می‌گیرد. در آمریکا بیش از ۹۰ درصد اوراق قرضه شرکت‌ها و تمام اوراق بهاداری که دولت منتشر می‌کند در این بازارها معامله می‌شود البته OTC هم بازار اولیه است و هم ثانویه.

برای افزایش سرمایه‌گذاری و به تبع آن افزایش رشد اقتصادی، بازارهای اولیه از اهمیت بالایی برخوردارند. با توجه به اینکه متأسفانه در ایران بازار منسجم اولیه به مفهومی که در کشورهای توسعه یافته وجود دارد، موجود نمی‌باشد برای شناخت بهتر این بازارها به بررسی نهادهای مالی مورد نیاز در بازار اولیه می‌پردازیم.

نهادهای مالی مورد نیاز در بازار اولیه

۱) بانکهای سرمایه‌گذار (مؤسسات تهیه سرمایه)

در بازار سرمایه صدها بانک سرمایه‌گذاری (Investment Banker) فعالیت می‌کنند تا بازار اولیه بتواند نقش خود را به نحو احسن ایفا کند. این مؤسسات مالی به شرکت‌ها کمک می‌کنند تا آسانتر اوراق بهادار منتشره خود را در بازار اولیه به فروش برسانند. متأسفانه واژه «بانک سرمایه‌گذاری» از این لحاظ یک اسم بی‌مسمّا است؛ چرا که این مؤسسات نه سرمایه‌گذار هستند (دارایی‌های مالی و سرمایه‌ای نمی‌خرند) و نه بانک (از مردم سپرده قبول نمی‌کنند)، اما خدماتی که عرضه می‌کنند اهمیت بسیار زیادی دارد و حتی سرمایه‌گذاران بزرگ برای کسب اطلاعات با ارزش به این مؤسسات مراجعه می‌کنند تا در زمینه اسناد و اوراق بهاداری که در بازار اولیه منتشر می‌شود اطلاعات لازم را به دست بیاورند. بانک‌های سرمایه‌گذاری در بازار ثانویه نقش دلالت‌دهنده و کارگزاران اوراق بهادار را ایفا می‌کنند. اما در بازار اولیه دارای نقش‌ها و وظایف زیر می‌باشند:

۱- نقش تضمین فروش اوراق بهادار منتشره: شرکت‌ها سرمایه مورد نیاز خود را به روش‌های مختلف تأمین می‌کنند و اکثر این اقدامات از مجرای بانکهای سرمایه‌گذار صورت می‌گیرد. تفاوت این روش‌ها در این است که آیا فروش اوراق بهادار تضمین شده است یا خیر. تضمین به این معنی است که بانک سرمایه‌گذار فروش اوراق بهادار را در طی یک زمان مشخص و به قیمتی معین، تعهد می‌کند. برای مثال زمانی که بانک سرمایه‌گذار اوراق بهادار شرکتی را تضمین می‌کند در واقع به آن شرکت تعهد می‌دهد که: (۱) تمامی اوراق بهادار آن را بفروشد؛ (۲) وجه معادل ارزش آن اوراق بهادار را به شرکت بپردازد (۳) در یک مدت زمان معین، این جوه به شرکت پرداخت شود.

به عبارتی بانک سرمایه‌گذار پرداخت وجه اوراق بهاداری را که تا زمان مشخصی به فروش نرود تضمین خواهد کرد. اوراق بهادار فروش نرفته به بانک سرمایه‌گذار تعلق خواهد داشت و به شرکت اصلی مسترد نمی‌گردد. بنابراین اولین نقش یا وظیفه بانکهای سرمایه‌گذار در بازارهای اولیه این است که ریسک تأمین سرمایه را از شانه شرکت‌هایی که در صدد تأمین سرمایه بر می‌آیند بردارد و آن را بر عهده بگیرند.

۲- نقش مشاوره: قبل از اینکه اوراق بهاداری تضمین گردد، بانکهای سرمایه‌گذار در مورد زیر شرکت‌ها را راهنمایی می‌کنند: اتخاذ بهترین استراتژی و تعیین شرایطی که یک شرکت بتواند در آن شرایط، اوراق بهاداری را منتشر کند و نقشی که بازار اولیه در این خصوص ایفا خواهد کرد.

۳- کمک به انجام امور اداری: مسئولیت کارهای اداری و مکاتباتی که باید در زمان انتشار اوراق بهادار جدید صورت گیرد نیز بر عهده بانکهای سرمایه‌گذار است این کارها احیاناً مستلزم صرف مقدار زیادی انرژی و دقت خواهد شد، مخصوصاً از لحاظ تأمین خواسته‌های «کمسیون بورس اوراق بهادار» و سایر مراجع نظارت کننده بر بازار سرمایه.

۴- توزیع و فروش: زمانی که باید اوراق بهادار جدیدی تضمین گردد، بانکهای سرمایه‌گذار مسئولیت توزیع آن اوراق بهادار را بر عهده می‌گیرند. اگر مسأله تضمین مطرح نباشد، باز هم بانکهای سرمایه‌گذار در امر توزیع و فروش آن اوراق بهادار (به قیمتی مناسب و در زمان مقرر) کمک‌های شایانی خواهند کرد. بانکهای سرمایه‌گذار معروف در آمریکا عبارتند از: Merrill Lynch,

Salomon Brothers

۲- مؤسسات اعتبار سنج (Rating Agency)

در کشورهای توسعه یافته برای اینکه اوراق قرضه‌ای منتشر شود باید مؤسسات اعتبار سنج اعتبار آنها را تعیین کنند. در آمریکا دو مؤسسه بزرگ خدمات مالی به نام‌های Standard & Poor's و

Moody's Investor Service سیستم‌هایی را برای تعیین درجه اوراق قرضه ارائه کرده‌اند که می‌توان بدان وسیله، ریسک نسبی سرمایه‌گذاری در اوراق بهادار را اندازه‌گیری کرد. کار اصلی این‌گونه مؤسسات تعیین درجه ریسک اوراق است. وجود این نهاد باعث به وجود آمدن تحلیل و اطلاعات پردازش شده می‌گردد و مشکل عدم تقارن اطلاعاتی را از بین می‌برد. عدم تقارن اطلاعاتی به وضعیتی گفته می‌شود که مردم فکر می‌کنند اطلاعات مدیران شرکت‌ها بیش از خودشان می‌باشد و این حالت میل به سرمایه‌گذاری در مردم را کاهش می‌دهد. مؤسسات اعتبار سنجی در رفع این نقصان کمک می‌کنند.

۳- مؤسسات امین (Trustee)

مؤسسات امین مؤسساتی هستند که تعهداتی را که شرکت انتشار دهنده اوراق در قرارداد اوراق به صورت مکتوب بیان کرده‌اند تضمین می‌کنند. این مؤسسات، امین سرمایه‌گذارند و در جهت منافع سرمایه‌گذاران کار می‌کنند. مؤسسات امین امضاء کننده قرار داد اوراق شرکت‌ها هستند و وظیفه‌شان این است که کنترل کنند که آیا شرکت به تعهدات خود عمل می‌کند یا نه. در ضمن تمام ضمانت‌های موجود شرکت در رهن مؤسسه امین می‌باشد. مؤسسه امین در صورت مشاهده تخلف، از طرف دارندگان اوراق قرضه حق طرح دعوی در دادگاه را دارد تا مطالبات دارندگان را از شرکت بگیرد.

وجود مؤسسات امین باعث افزایش اطمینان مردم برای سرمایه‌گذاری در اوراق قرضه (یا هر نوع اوراق بهادار دیگری) می‌شوند و مؤسسات امین بابت این کار خود از شرکت ناشر قرضه، حق الزحمه دریافت می‌کنند.

۴- حسابرسان: حسابرسان مستقل وظیفه رسیدگی و اظهار نظر نسبت به صورت‌های مالی شرکت‌ها را دارند و با تأیید صورت‌های مالی شرکت‌ها به سرمایه‌گذاران این اطمینان را می‌دهند که این صورت‌ها براساس واقعیات و استانداردهای حسابداری تهیه و تنظیم شده و می‌توان با استناد به آنها وضعیت مالی شرکت را مورد بررسی قرارداد.

۵- دلالان و کارگزاران (Dealers & Brokers)

دلالان یا معامله‌گران (Dealers) اشخاصی هستند که در بازار برای خودشان خرید و فروش می‌کنند و ریسک مربوط به معاملات را هم می‌پذیرند و عمدتاً در بازارهای خارج از بورس فعال هستند. این افراد برای اینکه واجد شرایط چنین معامله‌ای باشند، باید از نظر مالی، داد و ستد و گزارشگری دارای صلاحیت لازم باشند. فعالیت این معامله‌گران با ضوابط و مقررات خاصی باید انجام شود و خرید و فروش‌های آنان را مسئولین بورس کنترل می‌کنند. اگر چه معامله‌گران می‌کوشند تا به حساب شخصی خودشان معاملات سودآوری انجام دهند ولی حضور آنان در تالار به نفع بازار نیز می‌باشد زیرا در برابر یک فروشنده، نقش خریدار و در برابر یک خریدار، نقش فروشنده را دارند و باعث می‌شوند تا نقدینگی بازار افزایش یابد.

کارگزاران نمایندگان مشتریان هستند و برای مشتریان خود اوراق بهادار را با پایین‌ترین هزینه می‌خرند یا می‌فروشند.

وجود دلالان و کارگزاران در بازار اولیه نیز اهمیت بسیاری دارد چرا که بدون وجود آنها نمی‌توان اوراق بهادار را در بازار خرید و فروش کرد. در خصوص کارگزاران و وظایف مختلف آنها در بازار سرمایه در یک بخش جداگانه بحث خواهیم کرد.

بازار سازها (Specialists)

بازارسازها کسانی هستند که به امر خرید و فروش اوراق بهادار، به قصد متعادل نگه داشتن قیمت‌ها در بورس می‌پردازند. این افراد بنا به درخواست ناظر بورس و یا کارگزاری که سفارشی از مشتری خود گرفته است، اقدام به خرید و فروش اوراق بهاداری می‌کنند که در آن لحظه مشتری متقابلی ندارند و از این رو کمک می‌کنند که سفارشات به سرعت انجام شوند. بازارسازها از اعضای بورس هستند و توسط بورس برای خرید و فروش یک سهم خاص یا چند سهم انتخاب شده‌اند. بازار سازان متعهد نیز بازارسازانی هستند که تنها می‌توانند روی سهام یا اوراق خاصی که به آنها تخصیص داده شده است کار کنند ولی بازارسازان می‌توانند روی کلیه اوراق بهادار معامله کنند. یک بازارساز در کانون فعالیت‌های تالار بورس قرار دارد. هر نوع سهم یا اوراق بهاداری که در بورس نیویورک پذیرفته شود به یک بازار ساز متعهد واگذار می‌گردد تا بازار آن سهم خاص را منظم و متعادل نگه دارد. بازار ساز برای متعادل نگه داشتن بازار سعی می‌کند مخالف بازار حرکت کند. برای مثال هنگامی که در بازار عده زیادی خریدار برای یک سهم وجود دارد، بازار ساز آن سهم را به پایین‌ترین قیمت بازار می‌فروشد و هنگامی که صف فروش برای آن سهم ایجاد می‌شود بازارسازها به بهترین قیمت بازار آن سهم را می‌خرند تا بازار آن سهم به تعادل برسد. بازار سازها باعث افزایش نقدینگی سهام می‌شوند. از سوی دیگر بازارسازها باعث کاهش نوسانات قیمت از یک معامله به معامله دیگر می‌شوند و همچنین به خاطر آشنایی کاملی که با شرکت دارند برای سهام شرکت، قیمت نزدیک به ارزش ذاتی تعیین می‌کنند و باعث می‌شوند تا کارایی بازار حفظ شود. بازار سازان اجازه ارتباط نزدیک با هیئت مدیره شرکت را دارند تا تمام اخبار را در اختیار داشته باشند و آن اخبار را در قیمت سهام اعمال نمایند. بازار سازان برای هر سهم قیمت خرید (Bid Price) و قیمت فروش (Ask Price) دارند. قیمت خرید قیمتی است که بازار ساز حاضر به خرید آن سهم است و قیمت

فروش قیمتی است که بازارساز در آن حاضر به فروش آن سهم است. نباید تفاوت چندانی بین قیمت فروش و خرید بازار سازان باشد. بازارسازان از تفاوت بین دو قیمت خرید و فروش نفع می‌برند.

ابزارهای مالی

در این قسمت ابزارهای مالی (اوراق بهادار) قابل معامله را در سه دسته ((اوراق بهادار بازار پول، بازار سرمایه و مشتقه‌ها)) بررسی می‌کنیم.

اوراق بهادار بازار پول

اوراق این گروه از دارایی‌ها، دارای درجه نقدشوندگی بالا و ریسک‌پذیری کمی است و به وسیله دولت‌ها، موسسات مالی و شرکت‌ها به سرمایه‌گذاران فروخته می‌شود. ویژگی مهم این اوراق سررسید دار بودن آنهاست. حجم معاملات آنها بالا و سررسید آنها از یک روز تا یک سال است. سرمایه‌گذاران عمدتاً به طور مستقیم در این اوراق سرمایه‌گذاری می‌کنند ولی در برخی موارد به طور غیر مستقیم و از طریق صندوق‌های سرمایه‌گذاری این کار انجام می‌شود.

ابزارهای عمده بازار پول به قرار زیرند:

اوراق خزانه: این اوراق توسط خزانه‌داری کشورها منتشر شده و سررسید آنها زیر یک سال است. به این اوراق بهره تعلق نمی‌گیرد، در عوض با تخفیف (تنزیل)، فروخته شده و در سررسید، قیمت آتی پرداخت می‌شود. انتشار و فروش این اوراق توسط دولت‌ها یکی از ابزارهای سیاست پولی در هنگام تورم است. این اوراق کم ریسک‌ترین و پر معامله‌ترین ابزارهای بازار پول است. اوراق خزانه با تنزیل ارزش اسمی (ارزش اسمی، پرداخت نقدی است که سرمایه‌گذار در سررسید دریافت می‌نماید) فروخته می‌شود. تفاوت بین قیمت خرید و ارزش اسمی، عایدی دریافتی برای سرمایه‌گذار است. از آنجا که فرض می‌شود اوراق خزانه، ریسک عدم پرداخت ندارد، لذا نقش خاصی

را در نظریه‌های مالی ایفا می‌نماید. این اوراق سررسیدهای بسیار کوتاه مدت و عایدی مشخصی دارند و در بازارهای فعال مبادله می‌شوند.

قراردادهای بازخرید: موافقتنامه‌ای بین وام‌گیرنده و وام‌دهنده (معمولاً موسسات) برای خرید و فروش اوراق بهادار دولتی است. وام‌گیرنده، اوراق بهادار را به وام‌دهنده می‌فروشد و موافقت می‌کند که در تاریخ معین با قیمت مشخصی که معمولاً بالاتر از قیمت فروش است، آنها را بازخرید کند. نرخ بهره موثر، در حقیقت تفاوت میان قیمت خرید و فروش است. این اوراق نقش وثیقه را داشته و در واقع یک نوع روش تأمین مالی است. سررسید این قراردادها معمولاً کمتر از ۱۴ روز است. قراردادهای بازخرید بلندمدت‌تری که قرار دادهای بازخرید مدت‌دار نامیده می‌شود وجود دارد که سررسید آنها غالباً ۳۰ روزه یا بیشتر است.

گواهی سپرده قابل معامله: این اوراق به وسیله بانک‌ها با نرخ بهره و سررسید مشخصی که عملاً زیر یک سال است، منتشر می‌گردد و دارنده آنها می‌تواند پیش از سررسید، این اوراق را در بازار بفروشد. اوراق مذکور در بازارهای بورس، قابل معامله بوده و اصل و بهره آنها در تاریخ سررسید پرداخت می‌گردد.

اوراق تجاری: اسناد کوتاه مدتی است که توسط شرکت‌های معتبر دارای توان مالی قوی منتشر می‌شود. به دلیل اعتبار بالای شرکت‌های صادرکننده، معمولاً این اوراق بدون وثیقه بوده و سررسید آنها نیز کمتر از نه ماه است و با تخفیف (تنزیل) فروخته می‌شود. بازده و ریسک این اوراق از اوراق خزانه بیشتر است.

اوراق بهادار بازار سرمایه

این گروه از اوراق در مقایسه با اوراق بهادار بازار پول از درجه نقدشوندگی پایین‌تری برخوردار بوده و عمدتاً فاقد سررسید هستند و یا سررسید آنها بیش از یک سال می‌باشد. ریسک و بازده این اوراق

نسبت به ابزارهای پول، در حد بالاتری است. در این گروه از ابزارها ابتدا به بررسی اوراق قرضه و سپس سهام ممتاز می‌پردازیم.

اوراق قرضه

اوراق قرضه از جمله ابزارهای مالی هستند که یک شرکت می‌تواند بدان وسیله منابع مالی بلند مدت تهیه کند. دارنده اوراق قرضه نیز درآمد ثابتی را برای خود کسب می‌کند. اوراق قرضه اسنادی است که به موجب آنها شرکت انتشار دهنده تعهد می‌کند مبالغ معینی (بهره سالانه) را در زمان‌های خاص به دارنده آنها پرداخت کند. و در موعد مقرر (سررسید) اصل مبلغ را پرداخت کند. قرار دادی که شامل شرایط و توافق طرفین قرارداد، یعنی منتشر کننده و دارندگان اوراق قرضه (یا نماینده آنها) است را توافقنامه یا قرارداد اوراق قرضه می‌نامند.

ویژگی‌های اوراق قرضه

۱- سند بستانکاری: دارنده یک برگه از اوراق قرضه، بستانکار شرکتی است که این برگ را منتشر کرده است. او به عنوان بستانکار حق دریافت اصل مبلغ اسمی و بهره آن را دارد و حقوق وی در سند قرارداد وام تعیین شده است، ولی دارنده اوراق قرضه هیچ نوع مالکیتی در شرکت ندارد و چیزی از بابت سود سهم (که به سهامداران پرداخت می‌شود) به او نخواهد رسید.

۲- تاریخ سررسید: معمولاً اوراق دارای سررسید مشخص هستند برخی از اوراق قرضه در یک مقطع معین زمانی سررسید می‌شوند و برخی دیگر به تدریج سررسید می‌شوند به گونه‌ای که اکثر آنها قبل از سررسید باز خرید خواهند شد.

۳- ارزش اسمی: معمولاً اوراق قرضه دارای ارزش اسمی مشخص هستند.

۴- اولویت: اگر شرکتی که اوراق قرضه منتشر کرده است ورشکست شود، دارندگان اوراق قرضه در رابطه با دریافت اصل و فرعی مبلغ سرمایه‌گذاری خود بر صاحبان سهام عادی اولویت دارند. اگر

شرکتی چند نوع اوراق قرضه منتشر کرده باشد، ترتیب اولویت آنها در قراردادهای مربوط قید می‌شود.

۵- وثیقه: بعضی از شرکت‌ها اقدام به انتشار اوراق قرضه با وثیقه می‌کنند؛ مثلاً ممکن است شرکت زمین و ساختمان خود را وثیقه اوراق قرضه دهد. شرکت‌هایی که دارای اعتبار و شهرت هستند معمولاً اوراق قرضه بدون وثیقه انتشار می‌دهند.

۶- عدم حق رأی: به طور کلی دارندگان اوراق قرضه در زمینه تصمیم‌گیری‌های شرکت حق رأی ندارند، ولی امکان دارد که دارندگان نوع خاصی از اوراق قرضه در موارد خاصی، در تصمیم‌گیری‌های شرکت (مثل انتشار و فروش اوراق قرضه‌های دیگر یا در مورد ادغام شرکت در شرکت‌های دیگر) دارای حق رأی باشند. فراتر اینکه، اگر شرکتی شرایط مندرج در قرارداد اوراق قرضه را رعایت نکند، دارندگان اوراق قرضه می‌توانند بر بسیاری از فعالیت‌های شرکت اعمال قدرت کنند.

۷- امین دارندگان اوراق قرضه: اگر اوراق قرضه به صورت عرضه اختصاصی (مستقیماً) به خریدار فروخته شود فقط شرکت منتشر کننده و خریدار طرف قرارداد هستند ولی اگر اوراق قرضه، به طور عمومی به تعداد زیادی از خریداران فروخته شود، غیر از طرفین قرارداد یک شخص سوم به نام موسسه امین (Trustee) طرف قرارداد است که به نمایندگی از طرف دارندگان اوراق قرضه بر اجرای تعهدات شرکت نظارت می‌کند.

۸- نرخ بهره: در گذشته وضع به این گونه بود که اوراق قرضه دارای نرخ بهره ثابت بودند و معمولاً در طول عمر آنها این نرخ تغییر نمی‌کرد. برای مثال اگر، نرخ بهره سالانه اوراق قرضه بیست ساله ۷ درصد تعیین می‌شد، شخص خریدار می‌دانست که اگر انتشار دهنده اوراق قرضه با بحران مالی مواجه نشود، بازدهی به میزان ۷ درصد به دست خواهد آورد. ولی در حال حاضر نرخ بهره اکثر

قرضه‌هایی که به تازگی منتشر می‌شوند ثابت نمی‌باشد. معمولاً اینها را اوراق قرضه با نرخ شناور، می‌نامند. میزان بهره آنها در آینده به نرخ بهره سایر اوراق بهادار رایج در بازار (مثل اوراق خزانه) بستگی دارد.

انواع اوراق قرضه

۱- **اوراق قرضه بی نام (Bearer Bond)**: اوراق قرضه بی نام متعلق به همان کسی که اوراق را در اختیار دارد و لازم نیست مالکیت وی در جایی ثبت گردد. شرکت منتشر کننده این نوع اوراق نمی‌داند که مالکان اوراق قرضه چه کسانی هستند؛ از این رو همراه این اوراق قرضه تعدادی کوپن بهره ضمیمه شده که بر روی آنها تاریخ دریافت بهره نوشته شده و دارنده اوراق می‌تواند در زمان‌های مشخص شده با در دست داشتن کوپن، بهره را از بانک دریافت کند. تغییر مالکیت این اوراق آسان است و نیازی به ثبت نمی‌باشد.

۲- **اوراق قرضه با نام (ثبت شده) (Registered Bond)**: در این نوع اوراق، اسم و آدرس صاحب ورقه در دفاتر شرکت انتشار دهنده اوراق ثبت می‌شود و پولهایی که شرکت باید از بابت اوراق قرضه به صاحب آن پرداخت کند مستقیماً از طریق پست برای او ارسال می‌شود. نقل و انتقال اینگونه اوراق در صورتی میسر می‌گردد که صاحب آنها اسناد و مدارک انتقال را امضاء کرده باشد. پس از اینکه اوراق به نام خریدار جدید گردید از نظر شرکت وی مالک جدید آن اوراق شناخته می‌شود.

۳- **قرضه فعال (Active Bond)** اوراق قرضه‌ای هستند که پس از انتشار اولیه آنها، به کرات در بازار معامله می‌شوند.

۴- **قرضه قابل بازخرید (Callable Bond)** اوراق قرضه ای است که در آن شرکت منتشر کننده این اختیار را دارد تا هر زمانی که بخواهد تحت شرایطی که هنگام نشر اوراق مشخص می‌شود، اوراق را از دارندگان بخرد.

۵- **قرضه قابل فروش (Puttable Bond)** این نوع اوراق قرضه همراه با اختیار فروش صادر می‌شود و دارنده این اختیار را دارد که اوراق قرضه را به قیمت و شرایط مشخص شده در برگ اختیار فروش، بفروشد.

۶- **قرضه با بهره صفر (Zero Coupon Bond)** دارندگان این نوع اوراق قرضه هیچ پولی به عنوان بهره دریافت نمی‌کنند. به همین دلیل این نوع اوراق قرضه به صورت تنزیلی و به قیمت کمتر از ارزش اسمی‌شان فروخته می‌شوند.

۷- **قرضه با وجوه استهلاکی (Sinking Fund Bond)** در این نوع اوراق قرضه شرکت انتشار دهنده اوراق، هر ساله مبلغ معینی را برای باز خرید اوراق منتشره‌اش کنار می‌گذارد و پس این اوراق ریسک عدم پرداخت ندارند.

۸- **قرضه سریال Serial Bond**: قرضه‌ای است که دارای سررسیدهای متفاوتی است و سرمایه‌گذار باید سررسید قرضه را مطابق با افق سرمایه‌گذاری خود انتخاب کند.

۹- **قرضه تضمینی (Guaranteed Bond)** اوراق قرضه‌ای است که پرداخت اصل و بهره آن توسط یک شرکت معتبر تضمین می‌شود و معمولاً برای حجم عظیم سرمایه‌گذاری این نوع قرضه را منتشر می‌کنند.

۱۰- **قرضه دولتی (Government Bond)** قرضه‌ای است که توسط دولت منتشر می‌شود و دارای کمترین ریسک می‌باشد.

ارزش اوراق قرضه:

برای محاسبه ارزش اوراق قرضه، همانند سهام عادی میبایست ارزش عایدات آتی هر قرضه را تنزیل نماییم. برای مثال ارزش اوراق قرضه‌ای که هر ساله مبلغ ثابت I را به عنوان بهره پرداخت می‌کند و دارای سرسید در سال n میباشد را میتوان به صورت زیر محاسبه کرد:

$$V = \frac{I}{(1+k)^1} + \frac{I}{(1+k)^2} + \dots + \frac{I}{(1+k)^n} + \frac{par}{(1+k)^n}$$

در فرمول فوق par بیانگر ارزش اسمی اوراق قرضه می‌باشد که در تاریخ سرسید دارنده اوراق قرضه دریافت می‌کند.

سهام ممتاز (Preferred Stock)

سهام ممتاز نوعی از سهام است که دارنده آن نسبت به درآمدها و دارائیهای شرکت، حق یا ادعای محدود و معینی دارد. سهام ممتاز را اوراق بهادار دورگه (hybrid) می‌نامند؛ زیرا هم ویژگی اوراق قرضه و هم خصوصیت سهام عادی را دارد. این ویژگی‌ها به شرح زیر است:

- ۱- سهام ممتاز در بردارنده نوعی حق مالکیت (برای دارنده آن) در شرکت است و از این حیث شبیه سهام عادی می‌باشد.
- ۲- سهام ممتاز سر رسید ندارد و عمر آن به عمر شرکت بستگی دارد (مثل سهام عادی)
- ۳- شرکت انتشار دهنده نباید دارائی‌های خود را وثیقه یا رهن این اوراق قرار دهد زیرا سهامداران ممتاز خود از مالکان شرکت محسوب می‌شوند.
- ۴- به دارندگان سهام ممتاز سود پرداخت می‌شود (همانند اوراق قرضه) البته پرداخت سود منوط به این است که شرکت سود کند لذا شرکت نمی‌تواند پرداخت سود را تضمین کند.

۵- دارندگان سهام ممتاز، از نظر دریافت سود سهام، بر دارندگان سهام عادی حق تقدم دارند. اگر شرکتی در یک سال به خصوص، نتواند پولی بابت سود سهام به صاحبان سهام ممتاز بپردازد، حق ندارد چیزی بابت سود سهام به دارندگان سهام عادی پرداخت نماید.

۶- اگر یک شرکت منحل شود، دارندگان سهام ممتاز نسبت به سهامداران عادی از نظر دریافت ادعای خود حق تقدم دارند. تا زمانی که حق و حقوق سهامداران ممتاز پرداخت نگردد، صاحبان سهام عادی حق دریافت هیچ‌گونه پولی از شرکت ندارند.

۷- دارندگان سهام ممتاز اغلب حق رأی ندارند مگر در موارد بسیار خاصی که باید از قبل مشخص شود. مثلاً شرکتی در موعد مقرر سود سهام ممتاز را پرداخت نکند (در صورت وجود سود)، سهامداران ممتاز از حق انتخاب تعداد معینی از اعضای هیأت مدیره برخوردار خواهند شد. فزاینده، در مواردی، صاحبان این سهام نسبت به فروش سهام ممتاز یا اوراق قرضه قابل تبدیل به سهام ممتاز نیز دارای حق رأی می‌شوند.

انواع سهام ممتاز

۱) **سهام ممتاز جمع شونده (تجمعی):** در این نوع سهام ممتاز، اگر سود سهام ممتاز یک سال پرداخت نشود این حق به سال بعد منتقل می‌شود و شرکت حق پرداخت هیچ‌گونه سودی را به سهامداران عادی نخواهد داشت، مگر اینکه سود سهام ممتاز انباشته شده در سالهای قبل را بپردازد. از آنجا که هیچ نوع الزام قانونی به پرداخت سود به سهامداران ممتاز وجود ندارد، مناسب‌ترین راه برای جلب نظر سرمایه‌گذاران، انتشار سهام ممتاز از نوع جمع شونده می‌باشد زیرا شرکت می‌تواند از این طریق خریداران را از دریافت سود سهام، مطمئن سازد.

۲) سهام ممتاز مشارکتی: نوعی سهام ممتاز می‌باشد که در آن دارندگان سهام ممتاز علاوه بر دریافت میزان معینی سود سهام، در تقسیم سود با صاحبان سهام عادی سهیم می‌شوند یا مشارکت می‌کنند. کسی که دارای سهام ممتاز مشارکتی است فقط زمانی حق مشارکت در سود اضافی شرکت را دارد که صاحبان سهام عادی، میزان معینی سود سهام دریافت کرده باشند.

۳) سهام ممتاز قابل تبدیل: دارندگان سهام ممتاز قابل تبدیل حق دارند در صورت تمایل، سهام ممتاز خود را به سهام عادی تبدیل کنند. بدیهی است که نرخ تبدیل این سهام از قبل تعیین شده و مورد توافق قرار گرفته است.

مزایا و معایب سهام ممتاز از دید سرمایه‌گذار

از نظر سرمایه‌گذاران سهام ممتاز مزایای زیر را در بر دارد:

- ۱) سهام ممتاز درآمد پیوسته قابل قبولی برای سرمایه‌گذار فراهم می‌کند.
- ۲) هنگام انحلال شرکت، صاحبان سهام ممتاز نسبت به صاحبان سهام عادی ارجحیت دارند.
- ۳) بسیاری از شرکت‌ها (برای مثال شرکت‌های بیمه در آمریکا) تمایل دارند به عنوان سرمایه‌گذاری سهام ممتاز خریداری کنند زیرا ۸۵ درصد سود سهام آن اوراق، برای این مؤسسات معاف از مالیات است.

سهام ممتاز معایبی نیز برای سهامداران دارد

- ۱) اگر چه صاحبان سهام ممتاز، سهم قابل توجهی از خطر مالکیت را بر دوش می‌کشند، اما بازده آن‌ها محدود است.
- ۲) با این که نوسانات قیمت سهام ممتاز بیشتر از اوراق قرضه است، در عین حال بازده اوراق قرضه غالباً بیشتر از سهام ممتاز بوده است.

۳) حق قابل اجرای قانونی برای دریافت سود سهام ممتاز در بسیاری از کشورها وجود ندارد.

۴) سود سهام معوقه انباشته، به ندرت به صورت نقد کلاً تصفیه می‌شود.

اوراق مشتقه: همراه با گسترش بازارهای مالی و ایجاد نوآوری‌های مالی، اوراق بهادار جدیدی ظاهر شدند که ارزش خود آنها به تبع ارزش اوراق دیگری است. به این اوراق اصطلاحاً اوراق بهادار مشتقه گفته می‌شود.

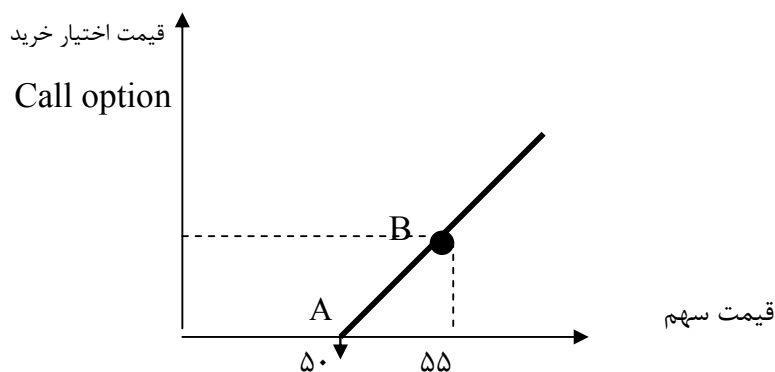
از مهم‌ترین ابزارهای مشتقه می‌توان به اوراق اختیار معامله، پیمان‌های آتی و تاخت اشاره کرد که در ادامه به بررسی هر یک از آنها می‌پردازیم.

اوراق اختیار معامله (Option)

اوراق اختیار معامله، اوراق بهاداری است که طبق آن، دارنده اختیار معامله، حق دارد (اما موظف نیست) که اوراق بهادار خاصی (از قبیل سهام عادی) را تا تاریخ معینی با قیمت مشخص معامله کند. این اوراق می‌تواند شامل اختیار معامله بر روی سهام، اوراق قرضه و ارزش‌های خارجی و سایر موارد باشد. اولین بورس مبادله اختیارات معامله تحت عنوان بورس مبادله اختیار معامله شیکاگو (C B O E) در سال ۱۹۷۳ تأسیس شد و در آن به سرمایه‌گذاران اجازه داده شد تا اختیارات معامله (خرید و فروش) بر روی سهام عادی را مبادله کنند. با ادامه فعالیت این بورس و موفقیت آن اختیار معامله بر روی سایر اوراق بهادار مثل اوراق قرضه نیز ابداع شد. اوراق اختیار معامله به دو دسته کلی تقسیم می‌شوند:

۱) **Call option** (اختیار خرید) این اوراق این اختیار را به دارنده می‌دهد که سهام (سایر اوراق بهادار) شرکت خاصی را به قیمت معین، از شخص معینی (انتشار دهنده اوراق) خریداری کند. سرمایه‌گذار با این امید این اوراق را خریداری می‌کند که در آینده (تاریخ معین) قیمت سهامی که اختیار خرید بر روی آن صادر شده از قیمتی که در برگ اختیار خرید توافق و معین شده فراتر رود

و فرد بتواند در آن تاریخ آن سهم را با قیمت پائین‌تر از قیمت بازار خریداری کند و از این راه بازده بدست بیاورد. شخصی که اوراق اختیار معامله را منتشر می‌کند باید به اندازه ادعایی که می‌کند (مثلاً ادعا می‌کند که طبق برگه اختیار خرید، ۱۰۰ سهم، سهام A را که دارای قیمت روز ۵۰ دلار می‌باشد در تاریخ اول سپتامبر ۲۰۰۵، به قیمت ۵۵ دلار می‌خرد یعنی کلاً ۵۵۰۰ دلار ادعا می‌کند) در اتاق پایاپای بورس (که برای رفع هرگونه اختلاف به وجود می‌آید) به ضمانت بگذارند. اگر در سر رسید تعیین شده، قیمت روز سهم مورد نظر از قیمت توافق شده کمتر باشد، اختیار خرید آن سهم هیچ ارزشی نخواهد داشت و شخص به اندازه پولی که صرف خرید اختیار کرده متضرر می‌شود. اگر در طول تاریخ انتشار برگ اختیار خرید سهم (Call option) تا تاریخ سر رسید رفته رفته قیمت سهمی که اختیار خرید بر روی آن بسته شده افزایش یابد و از قیمت توافق شده فراتر رود قیمت برگ اختیار خرید نیز افزایش می‌یابد. اگر به نمودار زیر توجه کنید در نقطه A و قبل از آن برگ اختیار خرید سهم هیچ ارزشی ندارد ولی بعد از اینکه قیمت سهم از مرز ۵۰ دلار که در آن توافق شده است فراتر رود برگ اختیار خرید نیز دارای ارزش می‌گردد.

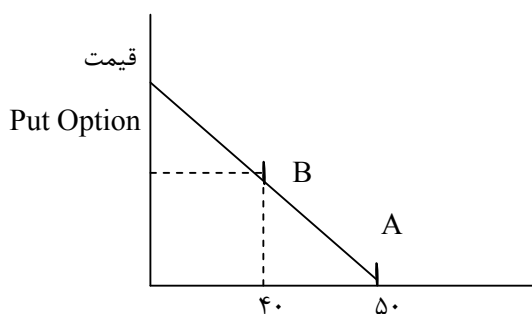


۲) اختیار فروش (Put option)

این برگ، این اختیار را به دارنده می‌دهد که سهام شرکت خاصی را به قیمت معین در تاریخ معینی بفروشد. معمولاً اشخاصی از این اختیار استفاده می‌کنند که یک سهم خاصی را خریداری کرده‌اند و از اینکه قیمت این سهم شاید در طول ماه‌های بعد کاهش یابد احساس نگرانی می‌کنند و با خرید

برگ اختیار فروش، به نوعی خود را در برابر این ریسک (خطر کاهش قیمت سهام) مصون نگه می‌دارند. برای مثال فرض کنید.

فردی ۱۰۰۰ سهم A را در اختیار دارد و این سهام را به قیمت ۵۰ دلار خریداری کرده و نگران این است که این سهم بعد از ۳ ماه کاهش پیدا خواهد کرد او می‌تواند امروز یک برگ اختیار فروش (Put option) این سهم را با این شرایط که بعد از ۳ ماه ۱۰۰۰ سهم A را به قیمت ۵۰ دلار (یا بیشتر از آن) بفروشد، بخرد. این برگ اختیار فروش بعد از انتشار آن به شرطی دارای ارزش خواهد بود که قیمت آن سهم از ۵۰ دلار کاهش یابد و به قیمت‌های پایین‌تر برسد. برای مثال اگر قیمت سهم A در تاریخ سررسید، بیشتر از ۵۰ دلار گردد برگ اختیار فروش هیچ ارزشی نخواهد داشت و برعکس اگر قیمت از ۵۰ دلار کاهش یابد و مثلاً به ۴۰ دلار (نقطه B) برسد این برگ دارای ارزش خواهد بود.



انواع اوراق اختیار معامله از لحاظ زمان استفاده

اوراق اختیار معامله را می‌توان به دو نوع تقسیم کرد :

۱- اختیار معامله آمریکایی (America option) : اگر قرار داد اوراق اختیار معامله به گونه‌ای بسته شود که دارنده اوراق (برگ) بتواند در هر زمان (پیش از سررسید نهایی) از حق خود استفاده کند آن را «اوراق آمریکایی» می‌نامند.

۲- اختیار معامله اروپایی (European option) : اگر در برگ قرار داد اختیار معامله، این جمله قید شده باشد که دارنده، تنها در زمان انقضا می‌تواند از آن حق استفاده کند آن را «اوراق اروپایی» می‌نامند. دارنده این اوراق تنها در زمان انقضا می‌تواند از حق خود استفاده کند.

لازم به یادآوری است که دو واژه «آمریکایی» و «اروپایی» به معنی محل یا مکان صدور برگه‌های اختیار معامله سهام نیستند.

کاربردهای اختیار معامله

۱- عمل بر اساس اطلاعات خاص

یکی از موارد استفاده اختیار معامله زمانی است که سرمایه گذار نسبت به روند آتی قیمت‌ها اطلاعات خاصی داشته باشد. این اطلاعات ممکن است از طریق مطالعه روند تاریخی قیمت‌ها و یا اطلاع از وضع قوانین و به وجود آمدن شرایط خاصی در مورد بازار یک دارایی به وجود آید. به عنوان مثال اگر بر اساس اطلاعات برآورد کنیم که قیمت شاخص سهام افزایش خواهد یافت، تحصیل اختیار خرید سودآور خواهد بود.

به عنوان مثال فرض کنید که پیش‌بینی می‌شود قیمت سهم A در شش ماه آینده، به حداکثر ۸۰ واحد برسد و بعید به نظر میرسد که قیمت این سهم از ۸۰ واحد بیشتر شود. استراتژی مناسب برای این شرایط، تحصیل ترکیب اختیارهای دوطرفه یکسان و یا واگذاری آن می‌باشد. در حقیقت واگذاری اختیار خرید و فروش به طور همزمان در قیمت ۸۰ واحد می‌تواند حاشیه ایمنی مناسبی ایجاد کند. اگر قیمت در تاریخ سررسید معادل ۸۰ واحد باشد، هیچ یک از اختیارها (اختیار خرید و اختیار فروش) اعمال نمی‌شوند و قیمت‌گذاری اختیار عاید شما خواهد شد. در عین حال اگر قیمت اختیار کمتر یا بیشتر از ۸۰ واحد باشد، یکی از اختیارها اعمال می‌شود و دیگری اعمال نخواهد شد. در حالتی که قیمت اختیار معامله در تاریخ سررسید بیش از جمع بهای اختیار معامله گردد، به علت اعمال یکی از اختیارها، معادل تفاضل جمع بهای اختیار معامله ها و قیمت اختیار اعمال شده در تاریخ سررسید، زیان به وجود می‌آید، اما در حالتی که پیش بینی شود قیمت اختیار معامله در تاریخ سررسید به مقدار کم یا زیاد نوسانات خواهد داشت، تحصیل ترکیب اختیارهای دو طرفه

یکسان یا تحصیل اختیار خرید و یا اختیار فروش به صورت همزمان می‌تواند سودآوری بهتری داشته باشد.

در این حالت اگر تغییر قیمت بیشتر از جمع بهای اختیار معامله‌ها باشد، عایدی نهایی مثبت خواهد بود. اگر این پیش بینی محقق نشود به اندازه تفاضل مجموع اختیار معامله‌ها و قیمت اعمال شده در تاریخ سررسید، زیان به وجود می‌آید. در صورت واگذاری ترکیب اختیارهای دو طرفه یکسان و نوسان شدید قیمت، زیان حاصل نامحدود می‌باشد.

به طور کلی واگذاری اختیار معامله ریسک بیشتری به نسبت تحصیل اختیار معامله دارد، چرا که حداکثر زیان حاصل از تحصیل اختیار، بهای اختیار معامله است در حالی که زیان حاصل از واگذاری اختیار معامله نامحدود می‌باشد.

۲- پوشش ریسک

یکی از مهمترین موارد استفاده اختیار معامله پوشش ریسک و یا فروش ریسک به طرف مقابل ریسک است.

این ابزارهای مالی، سالها در بازار کالا مورد توجه سرمایه گذاران قرار گرفته است. به طوری که بسیاری از سرمایه گذاران از طریق این بازارها ریسک مالی خود را پوشش داده اند.

مثال: فردی اوراق بهادار الف را به قیمت جاری ۱۰۰ واحد خریداری کرده است. فرض کنید وی فردی ریسک گریز است و به لحاظ نیازهای نقدی نیز قادر به تحمل نوسانات شدید قیمت نمی‌باشد. به عنوان مثال بر اساس توان مالی خود، برنامه‌ریزی کرده است تا نوسان ۲۰ درصدی، قدرت تحمل تغییرات قیمت را داشته باشد و با توجه به این مسأله به تحصیل اختیار فروش با قیمت ۸۰ واحد و واگذاری اختیار خرید با قیمت ۱۲۰ واحد اقدام می‌کند.

اختیار خرید (Warrants)

نوعی دیگر از اوراق بهادار است که از لحاظ ماهیت شبیه call option می‌باشد و اختیار خرید سهام شرکت را به دارنده می‌دهد. با این تفاوت که این اوراق را شرکت‌ها منتشر می‌کنند اما optionها را افراد حقیقی منتشر می‌نمایند. شرکت‌ها به دو دلیل warrant منتشر می‌کنند:

(۱) هنگامی که شرکت نمی‌تواند از اوراق قرضه استفاده کند (کسی حاضر نیست به شرکت وام بدهد) warrant را در کنار اوراق قرضه منتشر می‌کند تا وام دهنده خیالش راحت باشد که شرکت اگر در کارش موفق شد و قیمت سهام شرکت افزایش یافت وام دهنده نیز بتواند از این موضوع استفاده کند.

(۲) شرکت با یک عرضه عمومی، منابع مالی را در دو مقطع بدست می‌آورد یکی به هنگام عرضه اوراق قرضه و دیگری هنگامی که دارندگان warrant را می‌فروشد چون به صورت رایگان در حال حاضر تأمین مالی می‌نماید.

قراردادهای آتی

قراردادهای آتی اختصاصی (Forward Contracts)

قراردادی است که بین دو نفر تنظیم می‌شود و در آن شرایط انجام معامله در آینده، امروز مشخص می‌شود. مثلاً طرف فروشنده قرارداد متعهد می‌شود که یک کالایی را با کیفیت مشخص، با قیمت و سایر ویژگی‌های مشخص در تاریخ معین به طرف خریدار تحویل دهد و طرف خریدار نیز متعهد می‌شود که بهای این کالا را در تاریخ مذکور پرداخت نماید. ارزش یک پیمان آتی اختصاصی برحسب تفاوت «قیمت تحویل» و «قیمت مورد انتظار آتی» تعیین می‌گردد. که می‌تواند مثبت یا منفی باشد. هنگام بستن قرارداد، ارزش یک برگ پیمان آتی اختصاصی صفر است. اگر پس از چندی، قیمت مورد انتظار آتی آن قلم دارایی افزایش یابد، ارزش پیمان نامه برای خریدار بالا

می‌رود، در صورتی که برای فروشنده کاهش می‌یابد. عکس قضیه هم می‌تواند اتفاق بیافتد. با گذشت زمان، قیمت مورد انتظار آتی به خاطر تغییر پیش‌بینی‌ها، تغییر خواهد کرد، در حالی که ((قیمت تحویل)) به همان مقدار باقی می‌ماند. پس از بستن پیمان، این دو قیمت یکسان و همانند نخواهند ماند، مگر اینکه بر حسب تصادف، همانند شوند.

یک پیمان آتی اختصاصی کلاً در سررسید تسویه می‌شود. فروشنده، دارایی مورد معامله را به خریدار تحویل می‌دهد و در ازای آن پول نقد، که بر اساس قیمت تحویل محاسبه می‌شود، دریافت می‌کند؛ تنها متغیر که روی ارزش برگ پیمان آتی اختصاصی تأثیر می‌گذارد، همان قیمت مورد انتظار آتی آن قلم دارایی می‌باشد.

این نوع قراردادها در مورد مبادله هرگونه کالا، ارزهای خارجی و نرخ‌های بهره کاربرد دارد. از آنجا که پیمان‌های (قراردادهای) آتی اختصاصی (Forward Contracts) چندان قابل معامله نیستند برای رفع این مشکل پیمان‌های آتی قابل معامله (Future Contracts) ایجاد شدند. شرایط قراردادهای Future بر خلاف قراردادهای Forward استاندارد است. مثلاً گفته می‌شود نفت دبی، ۵۰۰۰ بشکه، بنادر شمال برای زمان‌های تحویل متفاوت و نیز قیمت متفاوت.

قیمت کالای مورد معامله، هر روز می‌تواند تغییر کند و به خاطر اینکه ریسک عدم ایفای تعهد از بین برود باید هر یک از طرفین مبلغی را به عنوان ضمانت انجام معامله در اتاق پایاپای بورس ودیعه بگذارند. داد و ستد برگه‌های پیمان آتی در بورس انجام می‌شود. هر نوع جنس یا کالایی «اتاق پایاپای» مخصوص به خود را دارد. این اتاق به عنوان واسطه بین خریدار و فروشنده عمل می‌کند و در مقابل خریدار مسئولیت فروش و تحویل جنس و در مقابل فروشنده مسئولیت خرید و پرداخت وجه را قبول می‌نماید. اتاق پایاپای بورس به هنگام هرگونه تغییر در قیمت کالای مورد معامله در

حساب‌های ودیعه خریدار و فروشنده به اندازه تغییر قیمت کالا تغییر ایجاد می‌کند. برای مثال اگر کالا گرانتر شده باشد از حساب فروشنده کسر و به حساب خریدار منظور می‌کند و بالعکس با این کار در ریسک عدم ایفای تعهد هر یک از طرفین را از بین برده می‌شود.

کارکردهای پیمان آتی

افراد مختلف با توجه به نیازها و خواسته‌های مختلف به بازار آتی مراجعه و قراردادهایی منعقد می‌کنند. براینند قراردادهای برخی از این افراد ممکن است صفر گردد، به این معنی که امکان دارد در یک قرار داد وضعیت خریدار داشته باشند و در قرارداد دیگر وضعیت فروشنده، که بدین ترتیب در مجموع، اثر یکدیگر را خنثی می‌کنند.

در این قسمت به انگیزه‌های مختلف مشارکت کنندگان بازار آتی و یا به عبارتی کارکردهای مختلف بازار آتی می‌پردازیم.

۱- پوشش ریسک.

یکی از کاربردهای اصلی پیمان آتی، استفاده از آن جهت پوشش ریسک می‌باشد. استفاده از وضعیت فروش و یا خرید می‌تواند ریسک ناشی از تغییرات قیمت کالا و انواع نرخ‌ها را از بین ببرد.

۲- بورس بازی

گروهی از مشارکت کنندگان بازار به دنبال بورس بازی و استفاده از فرصت‌های بازار برای رسیدن به حداکثر سود می‌باشند. این گروه بر خلاف افرادی که به منظور کاهش ریسک وارد این بازار می‌شوند، به دنبال کسب منافع از نوسانات قیمت‌ها هستند. البته وجود این دو گروه، مکمل یکدیگر است و می‌دانیم که اگر گروه بورس بازان وجود نداشته باشند، افرادی که برای کاهش ریسک به این بازارها مراجعه می‌کنند، کسی را به عنوان طرف مقابل در این قراردادها نخواهند داشت. به هر حال این افراد با پذیرش ریسک و یا به عبارتی با خرید ریسک، گاهی متضرر و گاهی متنفع می‌شوند.

متأسفانه گروه بورس بازان برای کم کردن ریسک خود اغلب به روش‌های غیر قانونی برای کسب اطلاعات، دست می‌زنند که این جنبه باعث عدم کارایی بازار می‌گردد و تصور منفی جامعه از این افراد نیز بدین سبب می‌باشد.

قرار داد تاخت (SWAP)

یکی از ابزارهای پراستفاده در گستره مدیریت ریسک، قرارداد تاخت نام دارد که ابتدا در سال ۱۹۷۹ در لندن طراحی شد. در سال ۱۹۸۱ قرارداد تاخت پول توسط شرکت معروف سالومان برادرز طراحی و عرضه گردید که اولین مشتریان این قرارداد بانک جهانی و شرکت IBM بودند. به طور خلاصه در قرارداد تاخت، مجموعه‌ای از جریانهای نقدی با نرخ ثابت و مجموعه‌ای از جریانهای نقدی با نرخ شناور با یکدیگر تاخت زده می‌شوند. بدین صورت افرادی که به دنبال پرهیز از مواجهه با نوسانات قیمت هستند، جریان نقد ثابت و سایر مشارکت کنندگان بازار که به واسطه حرفه خویشتن از این فرصت‌ها با قبول ریسک استفاده می‌کنند، جریان نقد شناور را بر می‌گزینند.

امروزه از معاملات تاخت استفاده‌های زیادی می‌شود و همه روزه کاربران جدیدی وارد این بازار می‌شوند. سرعت فراگیر شدن قرارداد تاخت از هنگام معرفی تا کاربرد، از سایر ابزارهای مشتقه بیشتر است که علت آن را می‌توان سهولت استفاده و کارایی در پوشش ریسک و حتی کاهش هزینه‌ها و نیز یافتن شرایطی با فرصت‌های بیشتر ذکر کرد.

قرارداد تاخت روی جریان نقدی حاصل از معاملات مختلف منعقد می‌شود، از جمله نرخ سود که بیشترین استفاده را در قرارداد تاخت دارد و بازار عمده آن مربوط به قرارداد تاخت نرخ سود است. از این دست، قرارداد تاخت نرخ ارز و کالا را می‌توان نام برد که در بازارهای مالی و بازار کالا مورد استفاده قرار می‌گیرد.

ساز و کار معاملا تاخت

کلیه معاملات تاخت یک ویژگی عمومی دارند و آن طرفین معامله و واسطه‌ای است که معامله‌گر تاخت نامیده می‌شود. این معامله‌گر، بانک تاخت یا بازار ساز نیز خطاب می‌شود. در این معامله طرفین به معامله‌گر تاخت مراجعه کرده، درخواست‌های خود را عنوان می‌نمایند. یکی از طرفین (طرف اول) به دنبال یک یا چند جریان نقدی بر اساس نرخ ثابت است و معامله‌گر طرف مقابل (طرف دوم) را برای وی جستجو می‌کند تا همان درخواست را با نرخ شناور داشته باشد. مقادیر ثابت پرداخت شده با عنوان کوپن تاخت معرفی می‌شود و با دریافت این مبلغ ثابت، طرف اول ریسک تغییرات نرخ دارایی را از بین می‌برد.

مثال: فرض کنید شرکت الف دارای برنامه تأمین مواد است و هر سه ماه باید مواد اولیه خریداری کند. بر این اساس مدیر مالی شرکت به دنبال تهیه جدول بودجه نقدی برای سال آینده است. ضمناً باید مواد اولیه را از یک کشور خارجی وارد کند که نرخ برابری ارز خارجی آن در مقابل ریال دارای نوسان است. شرکت مزبور برای پوشش ریسک نرخ ارز، با بانک سرمایه‌گذاری وارد قرارداد تاخت می‌شود، به طوری که در پایان هر سال بر اساس نرخ ارز ثابت مندرج در قرارداد به بانک سرمایه‌گذاری پرداخت می‌کند و بانک سرمایه‌گذاری نیز نرخ ارز را بر اساس نرخ جاری به شرکت الف می‌پردازد. البته در پایان هر سه ماه تنها مابه‌التفاوت نرخ ثابت و شناور بین طرفین قرارداد انتقال می‌یابد. در این قرارداد اگر نرخ ارز جاری بازار از نرخ قرارداد کم تر شود، شرکت الف مابه‌التفاوت را به بانک سرمایه‌گذاری می‌پردازد و بر عکس اگر نرخ جاری بازار از نرخ ثابت قرارداد بیشتر باشد، رقم مابه‌التفاوت توسط بانک سرمایه‌گذاری به شرکت الف پرداخت می‌شود. بدین صورت شرکت الف با مجموعه‌ای از پرداخت‌های ثابت مواجه خواهد بود که در جدول بودجه‌نقدی منعکس می‌گردد و منابع تأمین مالی کافی نیز به آن اختصاص داده خواهد شد و عملاً ریسک مربوط به تغییرات نرخ ارز را برای خود از بین می‌برد.

شرکت‌های سرمایه‌گذاری

سرمایه‌گذاران در بازارهای مالی، به دو طریق می‌توانند سرمایه‌گذاری کنند طریق اول آن است که سرمایه‌گذاران به طور مستقیم در انواع اوراق بهادار موجود در بازارهای مالی (سهام عادی، انواع اوراق قرضه و ...) سرمایه‌گذاری می‌کنند و به طور مستقیم از بازده این اوراق به شکل سود تقسیمی یا بهره، بهره‌مند می‌گردند.

علاوه بر سرمایه‌گذاری مستقیم، سرمایه‌گذاران می‌توانند اقدام به سرمایه‌گذاری غیر مستقیم کنند. سرمایه‌گذاری غیر مستقیم عبارتست از خرید و فروش سهام شرکت‌های سرمایه‌گذاری که این شرکت‌های سرمایه‌گذار از طریق ایجاد سبد سرمایه‌گذاری (پرتفوی) دست به تشکیل مجموعه‌ای متنوع از اوراق بهادار می‌زنند. شرکت‌های سرمایه‌گذاری، شرکت‌های مالی ای هستند که به منظور سرمایه‌گذاری در اوراق بهادار مختلف سازماندهی شده‌اند. مزیت سرمایه‌گذاری غیر مستقیم این است که سود یا زیانی که سرمایه‌گذاران قبلاً مستقیماً متحمل می‌شدند حالا از طریق یک شرکت سرمایه‌گذاری متحمل می‌شوند و تنها تفاوت شامل هزینه‌هایی است که شرکت‌های سرمایه‌گذاری در ازای خدمات دهی و ثبت و کنترل دریافت می‌کنند.

شرکت‌های سرمایه‌گذاری از لحاظ میزان سرمایه به دو دسته تقسیم می‌شوند:

۱- شرکت‌های سرمایه‌گذاری با سرمایه‌باز (صندوق‌های مشترک سرمایه‌گذاری) (Mutual

Funds). این نوع شرکت‌های سرمایه‌گذاری همواره آماده‌اند که به عامه مردم سهام جدید

بفروشند و در صورت تقاضای سهامدار، سهام را به قیمتی که برابر نسبت متناسب و ارزش کل

سبد سرمایه‌گذاری شرکت می‌باشد و در خاتمه هر روز محاسبه می‌شود، باز خرید می‌کند.

قیمت سهام صندوق مشترک سرمایه‌گذاری متکی به ارزش خالص دارایی‌های هر سهم (NAV)

است. ارزش خالص هر سهم صندوق مشترک سرمایه‌گذاری را از راه کسر بدهی‌های صندوق (در

صورت وجود) از ارزش بازار سبد سهام (مجموعه سهام‌هایی که شرکت در آن سرمایه‌گذاری کرده) و سپس تقسیم حاصل تفریق، بر تعداد سهام موجود به دست می‌آید.

$$NAV = \frac{\text{بدهی‌های شرکت} - \text{ارزش اوراق بهادار و دارایی‌های شرکت}}{\text{تعداد سهام موجود شرکت}}$$

صندوق‌های مشترک سرمایه‌گذاری سعی می‌کنند تا آنجا که ممکن است تمام دارایی خود را به شکل اوراق بهادار حفظ کنند و حتی ساختمانی که در آن فعالیت می‌کنند را نیز اجاره می‌کنند تا در پایان هر روز بتوانند براساس ارزش روز بازار، خالص ارزش دارایی‌های هر سهم را محاسبه کنند. سرمایه‌گذاران با خرید سهام شرکت‌های سرمایه‌گذاری دیگر نیازی ندارند تا برای بررسی و تحلیل اوراق بهاداری که در سبد سهام این شرکت‌ها وجود دارد خود هزینه صرف کنند بلکه این کار را تحلیل‌گران مالی و کارشناسان سرمایه‌گذاری خود شرکت‌ها انجام می‌دهند. سهام این‌گونه شرکت‌ها در بورس معامله نمی‌شود.

۲- شرکت‌های سرمایه‌گذاری با سرمایه ثابت:

شکل دیگر شرکت سرمایه‌گذاری، شرکت‌های سرمایه‌گذاری با سرمایه ثابت و مشخص است که درصد کمی از شرکت‌های سرمایه‌گذاری را تشکیل می‌دهند و سهام آن مانند سهام سایر شرکت‌ها در بورس اوراق بهادار مورد معامله قرار می‌گیرد. تعداد سهام این شرکت‌ها ثابت است و سرمایه‌گذاران برای خرید و فروش این سهام از طریق کارگزاران خود و با پرداخت مبلغی به عنوان حق کارگزاری اقدام می‌کنند. برخلاف صندوق‌های مشترک سرمایه‌گذاری، شرکت‌های سرمایه‌گذاری با سرمایه ثابت می‌توانند سهام خود را به کمتر و یا بیشتر از خالص ارزش دارایی هر سهم (NAV) بفروشند، برای اینکه قیمت این سهام در بازار آزاد و توسط سرمایه‌گذاران مشخص می‌شود.

مزایای صندوقهای سرمایه‌گذاری

عمده مزایای اصلی صندوق‌های سرمایه‌گذاری عبارتند از:

- ۱- یکی از بهترین مزایای صندوق‌های سرمایه‌گذاری (عمدتاً با سرمایه متغیر) قابلیت بازخرید سهام صندوق، توسط خود صندوق است که باعث افزایش درجه نقدشوندگی شده و واحدهای سرمایه‌گذاری این صندوق‌ها را در ردیف اوراق بهادار شبه نقد قرار داده و جانشین پول می‌نماید. این نقدشوندگی یکی از مهمترین ویژگی‌هایی است که صندوق‌ها به سیستم مالی ارائه نموده‌اند.
- ۲- مزیت دیگر صندوق‌های سرمایه‌گذاری، اعمال مدیریت حرفه‌ای و تخصصی یکسان بر وجوه کلیه سرمایه‌گذاران (جزء یا عمده، حقیقی یا حقوقی) است. بدین مفهوم که میزان سرمایه تأثیری بر نحوه اعمال مدیریت مدیران صندوق بر وجوه سرمایه‌گذاران ندارد، زیرا این وجوه به صورت مجتمع در اوراق بهادار سرمایه‌گذاری می‌شود.
- ۳- مزیت سوم، خرید و فروش آسان واحدهای سرمایه‌گذاری صندوق، برای سرمایه‌گذاران است. زیرا خود صندوق، هم فروشنده و هم خریدار سهام است و تمامی صندوق‌ها با اعلام یک شماره تلفن رایگان، بدون حضور سرمایه‌گذار و با افتتاح یک شماره حساب مخصوص به نام سرمایه‌گذار، عملیات خرید و فروش آنها را انجام می‌دهند.
- ۴- تنوع بخشی: طبق نظریه نوین پرتفوی، سرمایه‌گذاری در تعداد معینی از سهام مختلف، به کاهش چشم‌گیر ریسک غیر سیستماتیک سرمایه‌گذاری منجر می‌شود. این صندوق‌ها با سرمایه‌گذاری در دامنه وسیعی از سهام، به هدف فوق دست می‌یابند.
- ۵- هزینه‌های کمتر عملیاتی: از آنجا که وجوه در اختیار صندوق، به شیوه‌ای حرفه‌ای و در مقیاسی وسیع اداره می‌شوند، لذا هزینه‌های مبادلاتی نسبتاً کمی را در مقایسه با سرمایه‌گذاری‌های انفرادی متقبل می‌شوند، که این امر خود به افزایش بازدهی سرمایه‌گذاری منجر می‌گردد.

صندوق‌های بازنشستگی (Pension Funds)

طرح بازنشستگی صندوقی است که کارفرمایان خصوصی، دولتی یا اتحادیه‌ها به منظور پرداخت مزایای بازنشستگی درست می‌کنند. این طرح‌ها عمدتاً به خاطر معافیت‌های مناسب مالیاتی آنها، به سرعت رشد کرده‌اند. صندوق‌های بازنشستگی حائز اهمیت و نیز سهم لشرکه پرداختی کارفرمایان از مالیت بر درآمد دولت در آمریکا معاف است. دو نوع صندوق‌های بازنشستگی عبارتند از: طرح‌های بازنشستگی با سهم تعریف شده و طرح‌های بازنشستگی با مزایای مشخص. در طرح اول بانی یا متعهد طرح فقط مسئول است پرداخت‌های مشخصی از طرف کارکنان حائز شرایط به طرح بکند، اما پرداخت حقوق بازنشستگی معینی را تعهد نمی‌کند. طرح بازنشستگی با مزایای مشخص، پرداخت مبالغ معین در هنگام بازنشستگی به کارمندان حائز شرایط را تضمین می‌کند. صندوق‌های بازنشستگی با سرمایه‌گذاری در انواع اوراق بهادار به دنبال پوشش طرح‌هایی هستند که برای آنها تأمین مالی شده‌اند.

شرکت‌های بیمه و بیمه‌های مختلف

شرکت‌های بیمه عمر و شرکت‌های بیمه حوادث و اموال، واسطه‌های مالی‌ای هستند که در مقام پذیرندگان خطر عمل می‌کنند. شرکت‌های بیمه بر دو نوع هستند: شرکت‌های بیمه عمر و شرکت‌های بیمه حوادث و اموال. هر چند مهمترین رویدادی که شرکت‌های بیمه، مشتری را در برابر آن بیمه می‌کنند مرگ است، از دهه ۱۹۷۰ بخش عمده‌ای از فعالیت شرکت‌های بیمه عمر عرضه پرداخت‌های تمام عمر به شکل بیمه نامه‌های بازنشستگی بوده است.

قراردادهای بیمه عمر را می‌توان به چهار نوع تقسیم کرد: (۱) بیمه حمایتی صرف در برابر خطر مرگ (مثل بیمه عمر مدت‌دار) (۲) مجموعه‌ای مرکب از بیمه حمایتی و ابزار سرمایه‌گذاری (مثل بیمه سراسر عمر، بیمه فراگیر و بیمه عمر متغیر) (۳) بیمه در برابر خطر زندگی (مستمری سالیانه)

۴) بیمه نامه‌های مختص سرمایه‌گذاری که اصولاً برای صندوق‌های بازنشستگی طراحی شده است (مثل قراردادهای تضمین شده سرمایه‌گذاری)

با توجه به اهمیت بیمه نامه‌های مختص سرمایه‌گذاری در صندوق‌های بازنشستگی به عنوان ابزاری نوین برای مدیریت ریسک قدری به بحث در مورد آن می‌پردازیم.

بیمه نامه مختص سرمایه‌گذاری، قرارداد تضمین شده سرمایه‌گذاری (GIS) است. این قراردادها را معمولاً تعهد کنندگان یا بانیان طرح‌های بازنشستگی خریداری می‌کنند. قراردادهای تضمین شده سرمایه‌گذاری شرکت بیمه عمر می‌پذیرد که در قبال دریافت حق بیمه واحد، در سررسید GIS، مقدار دلار معینی بپردازد. مبلغ این قرارداد معادل است با حق بیمه پرداخت شده به علاوه بهره انباشته شده یک نرخ بهره که شرکت بیمه آن را تضمین می‌کند و در قرار داد ذکر می‌شود؛ برای مثال، مبلغ ۱۰ میلیون دلار GIS پنج ساله، با تضمین نرخ ۱۰٪ بدین معنی است که در پایان پنج سال، شرکت بیمه عمر تعهد دارد مبلغ ۱۶,۱۰۵,۱۰۰ دلار بپردازد.

شرکت‌های بیمه حوادث و اموال، مشتریان را در برابر طیف وسیعی از رویدادها بیمه می‌کنند. درآمد این شرکت‌ها از دو منبع تعیین می‌شود. حق بیمه دریافت شده برای بیمه نامه‌های صادره در طول سال و درآمد سرمایه‌گذاری حاصل از سرمایه‌گذاری ذخایر کنار نهاده برای مطالبات آینده و مازاد این شرکت‌ها.

کارگزاران و خدمات نوین مالی

وظیفه اصلی و سنتی یک کارگزار یا مؤسسه کارگزاری این است که برای مشتریان خود، اوراق بهادار را با پائین‌ترین هزینه، بخرد یا بفروشد. با گسترش روز افزون بازارهای سرمایه و افزایش رقابت بین کارگزاران مختلف، کارگزاران برای جلب رضایت بیشتر مشتریان خدمات دیگری نیز در کنار وظیفه اصلی خود برای مشتریان ارائه می‌نمایند. در زیر به برخی از این خدمات اشاره می‌کنیم.

۱- ارائه تحلیل‌های مالی توسط تحلیل‌گران مالی خبره :

اغلب سازمان‌های کارگزاری تعدادی تحلیل‌گر مالی خبره (Chartered Financial Analyst) که به جامعه تحلیل‌گران مالی وابسته‌اند در استخدام خود دارند. فدراسیون تحلیل‌گران مالی با برگزاری دوره‌های آموزش رسمی به کارآموزان بورس از آنان امتحانات کتبی به عمل می‌آورند و به کسانی که این دوره‌های آموزشی را با موفقیت بگذرانند گواهی تحلیل‌گر مالی خبره (C F A) اعطا می‌کنند. این تحلیل‌گران در کارگزاری‌ها مشغول به کار می‌شوند و با تجزیه و تحلیل‌ها و ابزار نظرهای حرفه‌ای مالی سرمایه‌گذاران را راهنمایی می‌کنند.

۲- طراحی و ساخت پایگاه اطلاعاتی (وب سایت) مخصوص کارگزاری و ارائه اطلاعات و خدمات از طریق اینترنت.

۳- قبول انواع سفارش‌های (دستورات) خرید و فروش از قبیل سفارش‌های زیر :

انجام معامله بدون تغییر قیمت بازار : گاهی یک شرکت سرمایه‌گذاری به کارگزار خود سفارش خرید و فروش تعداد زیادی سهم می‌دهد مشروط بر آنکه باعث تغییر قیمت بازار نشود.

سفارش یکجا یا هیچ (A O N) : این نوع سفارش توسط مشتریانی داده می‌شود که نمی‌خواهند سفارش آنها تکه‌تکه شده و در چند دقیقه انجام شود. کارگزاری که این نوع سفارش را دریافت می‌کند موقعی آن را در تالار بورس مطرح می‌کند که مطمئن باشد می‌تواند کل سفارش را یک دفعه انجام دهد اگر این سفارش طبق نظر مشتری قابل اجرا نباشد باطل شده تلقی می‌گردد.

سفارش از نوع اجرای فوری (FOK) : کارگزاری که چنین سفارشی دریافت می‌کند «باید تعداد مورد سفارش را فوراً بخرد یا بفروشد، در غیر این صورت سفارش باطل می‌شود.

۴- سبد گردانی :

با توجه به اینکه سرمایه‌گذاران با ایجاد سبد متنوعی از سهام می‌توانند علاوه بر کاهش ریسک، از بازده مورد انتظاری نیز برخوردار شدند، شرکت‌های کارگزاری با توجه به بازده و ریسک مطلوب هر سرمایه‌گذار اقدام به شناسایی و ایجاد سبد سهم برای اشخاص حقیقی و حقوقی می‌کنند و در

ضمن به سرمایه‌گذار در مدیریت سبد سهام خود راهنمایی و کمک می‌کنند. با توجه به اهمیت سبد گردانی (مدیریت پرتفوی) به بحث در مورد فرآیند آن می‌پردازیم.

قبل از اقدام به هرگونه خرید و فروش اوراق بهادار، باید سیاست سرمایه‌گذاری، محدودیتهای مربوط به سطح بازده مورد انتظار، میزان تحمل ریسک و سایر محدودیتهایی که تحت آن شرایط، بایستی پرتفوی تشکیل گردد، را تعیین نمود. تعیین ملاکهای فوق توسط سرمایه‌گذار (یا با کمک مشاورین سرمایه‌گذاری)، قبل از انتخاب سهام و یا تعیین ترکیب پرتفوی بهینه ضروری است. متخصصین سرمایه‌گذاری در یک نگرش کلی معمولاً یک رویه سه مرحله‌ای را برای فرآیند مدیریت پرتفوی پیشنهاد می‌نمایند:

۱- یادگیری اصول اساسی مالی: بدون یادگیری اصول مالی، نمی‌توان پرتفوی موثری را تشکیل داد. دو مفهوم کلیدی در ادبیات مالی، به زبان ساده عبارتند از: ۱- ارزش یک ریال امروز، بیشتر از ارزش یک ریال فرداست؛ ۲- یک ریال مطمئن، با ارزشی کمتر از یک ریال نامطمئن است.

۲- **ایجاد پرتفوی**: بعد از یادگیری اصول اساسی مالی، قدم بعدی ایجاد پرتفوی (سبد سهام) است، بدین منظور باید با عناصر و مفاهیم ((نظریه بازار سرمایه)) آشنا شد و روابط ریاضی به کار رفته در نظریه پرتفوی را آموخت. همچنین بایستی با مفاهیم ریسک و بازدهی پرتفوی و تنوع بخشی آشنا شد.

۳- **مدیریت و حفاظت پرتفوی**: پس از تشکیل پرتفوی، نمی‌توان آن را به حال خود رها کرد. شرایط، تغییر می‌نماید و بدین منظور بایستی یک طرح به منظور به روز نمایی پرتفوی طراحی نمود، و همیشه اهداف مورد نظر در پرتفوی را اصلاح کرد. هر پرتفوی می‌تواند به صورت فعال و یا غیر فعال اداره شود. همچنین مدیران پرتفوی بایستی با اصول قیمت‌گذاری حق اختیار معامله و مشتقه‌ها آشنا شوند. آنها همچنین بایستی شیوه‌های ارزیابی عملکرد پرتفوی را بیاموزند.