

نقد اوراق تبعی اختیار معامله- بهمن ۹۲

دکتر احمد پویان فر- مدیر عامل مشاور سرمایه گذاری آیکو

در مدت چندین سال اقامتم در انگلیس شاید روزی نبود که در مسیر منزل به محل کار به دلیل پیشرفت جوامع غربی فکر نکرده باشم. هر روز به دلایل مختلفی می رسیدم. هر چند که در نهایت مجموعه ای از رفتارها، نهادها و قراردادهای فرهنگی و اجتماعی را دلیل این پیشرفت یافته لیکن در راس تمامی این موارد، "عدم تکرار خطای گذشته و پرهیز از اقدامات کوتاه مدت" را مهمترین عامل دانستم.

به زبان ساده، در جوامع غربی هر پدیده یا مشکل اجتماعی، اقتصادی، سیاسی و فرهنگی، آزادانه توسط اهالی فن و رسانه ها مورد تحلیل قرار می گیرد و نهایتاً راهکاری انتخاب می شود و تا زمانی که گزینه مناسب تری ارائه نشود همان قاعده قبلی مورد قبول همگان قرار می گیرد.

هدف از بیان مختصر تجربه فوق، پرداختن به رفتارهای اخیر در خصوص نوسانات شدید منطقی یا غیرمنطقی بازار می باشد. ظاهراً دستور، عنصر جدا نشدنی از اقتصاد دولتی است. وقتی قیمت مسکن رشد می کند، به صورت دستوری بانک ها را از پرداخت تسهیلات منع می کنیم. وقتی تقاضا برای طلا و ارز بالا می رود، به صورت دستوری اطلاع رسانی قیمت ها و نرخ ها و حتی خرید و فروش آن را منع می نمائیم و وقتی نرخ تورم یا بیکاری بالا می رود، به صورت دستوری نرخ آن را با تغییر شیوه محاسبه کاهش می دهیم.

در بازار سرمایه نیز روال کم و بیش بر همین منوال است. وقتی تصور می کنیم بازدهی بازار در مقطعی از آنچه که انتظار داشته ایم بیشتر شده است، دستور به فروش می دهیم و وقتی بخاطر افت متوالی شاخص مورد انتقاد قرار می گیریم حکم به خرید در بازار می دهیم.

اگر منصفانه قضاوت نمائیم شاید در کوتاه مدت تمامی راه ها به این چنین اقداماتی منتهی شود و لذا نمی توان صرفا متولیان بازار را در این خصوص مورد انتقاد قرار داد. لیکن موضوع اصلی این است که همانند سایر اقدامات بنیادی نهاد ناظر در طی چند سال اخیر، از قبیل سرو سامان دادن به وضعیت کارگزاری ها، افزایش درجه شفافیت و اطلاع رسانی بازار، تاسیس نهادهای جدید از قبیل صندوق های سرمایه گذاری و فراهم نمودن زیرساخت های لازم برای معاملات آنلاین، در خصوص مدیریت ریسک بازار نیز انتظار بر این است که نهاد ناظر یک گام اساسی برداشته و مشکل مداخله در فرایند عرضه و تقاضا را برای همیشه حل نماید.

مشتقه ها شامل قراردادهای آتی، اختیارها و سوپ ها، ابزارهای اصلی مدیریت ریسک و کاهش هیجانات بازار می باشند. در فقدان این دسته از ابزارها، همان گونه که بیان شد، تلفن و دستور، ابزار مدیریت ریسک در بازار خواهند بود. تا جایی که از دوران دانشجویی از دهه ۷۰ بیاد دارم، صف خرید و فروش، از مهمترین مشکلات بازار سرمایه کشور بوده است. شاید در بازار سرمایه ۱۰۰ هزار میلیارد تومانی بتوان با تلفن ریسک بازار را کنترل کرد و لیکن در بازار ۴۰۰ هزار میلیارد تومانی این امر سخت و دو سال آینده در بازار ۹۰۰ هزار میلیارد تومانی نشدنی است.

ابزارهای مدیریت ریسک همانند قراردادهای بیمه، با توزیع ریسک در جامعه علاوه بر افزایش سطح پایداری کل اقتصاد، منجر به افزایش رفاه اقتصادی می شوند. نمونه بارز این نیازمندی ها، نیاز به پوشش و مدیریت ریسک نرخ ارز و همچنین ابزارهای مدیریت ریسک بازار سهام از قبیل قراردادهای اختیار معامله در کشور است.

سال گذشته در مقطعی به دلیل افت شدید بازار ابزار جدیدی تحت عنوان اوراق تبعی اختیار معامله منتشر شد که به دلیل یکسری محدودیت ها و نواقص موجود در آن مورد استقبال بازار قرار نگرفت و تقریبا نتوانست از نقشی که برای آن متصور

شد بود بر آید. از مهمترین محدودیت های آن عدم امکان معامله، نگهداری دارائی پایه تا سررسید و مهمتر از همه قیمت گذاری آن بود. در مقطع کنونی نیز تا وقتی که ایرادات مذکور برطرف نگردد، ابزار مذکور نقش و سهمی در بازار و مدیریت ریسک آن نخواهد داشت.

نکات زیر در رابطه با این ابزار جدید قابل تامل است:

۱. در دنیای مشتقه‌های مالی، از اولین تعاریف ارائه شده به دانشجویان این رشته، تفکیک دو نوع اختیار آمریکایی و اروپایی است، که اولی قابل اعمال در هر لحظه از زمان و دومی صرفاً قابل اعمال در سررسید است. هر چند اوراق معرفی شده توسط سازمان بورس تحت عنوان اختیار فروش تبعی، در ظاهر نزدیک به اختیار فروش اروپایی است، لیکن به دلیل عدم امکان معامله تا قبل از سررسید و همچنین تضمین یک نرخ بازدهی مشخص، نمی‌تواند نام اختیار فروش را داشته باشد. با توجه به دستورالعمل منتشره، این ابزار تنها یک اختیار فروش نبوده، بلکه یک ابزار مالی پیچیده تحت عنوان کلی «ابزارهای مالی ساختارمند» است.

۲. ابزارهای مالی ساختارمند (structured products) به ابزارهایی گفته می‌شود که به نحوی ایجاد، ترکیب یا بازساختاردهی می‌شوند که جریان نقدی پایه‌ای را تغییر دهند. ناشر این گونه از ابزارها عمدتاً بانک‌ها و موسسات تامین سرمایه بزرگ با هدف تامین مالی هستند. از نمونه محصولات مالی ساختارمند در بازار سرمایه ایران می‌توان به صندوق‌های سرمایه‌گذاری اشاره کرد. در طراحی این ابزارها، یکسری تغییرات در جریان نقد دارایی پایه اعمال می‌شود تا جریان نقد مورد دلخواه سرمایه‌گذاران یا تامین‌کنندگان مالی به دست آید. از جمله این موارد می‌توان به تغییر سررسید، افزودن اختیار، گذاشتن سقف و کف و ... اشاره کرد. کارکرد اصلی دارایی‌های ساختارمند؛ پوشش ریسک، تامین مالی، سفته بازی و سرمایه‌گذاری است.

علاوه بر موارد مذکور، از دیگر کارکردهای ابزارهای مذکور می‌توان به بهینه سازی ترانزنامه (در صنعت بانکداری)، استفاده از مزایای مالیاتی، رفع و دور زدن مقررات زائد و افزودن درجه نقدشوندگی اشاره کرد.

۳. اوراق اختیار فروش تبعی معرفی شده در ایران، در واقع در زمره محصولات ساختارمند تضمین اصل (principal protected structured products) قرار می‌گیرد. رویکرد رایج در طراحی این دسته از اوراق، تضمین اصل سرمایه (یا یک نرخ حداقلی) و مشارکت در بازدهی دارایی پایه (سهام)، توسط ناشر و سرمایه‌گذار است.

۴. با توجه به تجربه سال گذشته می‌توان استنباط کرد که در انتشار این اوراق، تضمین نرخ بازدهی معادل بازده اوراق مشارکت ۲۰ درصدی مدنظر است. چنانچه چنین امری صادق باشد، تمامی اوراق منتشره تحت این عنوان بدون شک در چند لحظه اول عرضه، فروخته خواهد شد.

چرا که در دنیای مالی، مبنا بر عقلایی رفتار کردن سرمایه‌گذاران است. به این معنی که به ازای ریسک برابر، سرمایه‌گذاران بازدهی بیشتر را در انتخاب دو فرصت سرمایه‌گذاری در نظر می‌گیرند. این اوراق حداقل بازدهی ۲۰ درصد را تضمین (ریسک برابر با اوراق مشارکت) و مازاد آن عاید سهامدان خواهد شد. پس هیچ شخص عاقلی پول خود را در اوراق مشارکت یا فرصت‌های مشابه سرمایه‌گذاری نخواهد کرد.

۵. این محصول چنانچه در شکل فعلی منتشر شود، ابزار تضمین خیال سفته بازان با جیب سهامداران عمده است. تنها در صورتی این ابزار برای سهامدار عمده می‌تواند توجیه پذیر باشد که از وجوه حاصل از فروش این اوراق بتواند ۲۰ درصد بازدهی کسب کند یا در اصطلاح مالی خود را در این نرخ قفل کند. مکانیسم تعریف شده قبلی این امکان را ارائه نمی‌کند.

۶. به این ترتیب یکسری تعدیلات باید در طراحی و انتشار این ابزار ایجاد شود تا ریسک سیستماتیک بازار بدون هیچ دلیلی به سهامداران عمده منتقل نشود. هر چند در ظاهر درجه زیان‌پذیری سهامدار عمده از خرد بیشتر است و نباید از نظر دور داشت که سهامداران این سهامداران عمده نیز سهامداران خردی هستند که در رده دوم از نظر دسترسی به اطلاعات بازار قرار می‌گیرند. به عبارت دیگر، این ابزار می‌تواند یک فرصت مناسب برای سفته‌بازان بازار برای انتقال ریسک سیستماتیک خود به سرمایه‌گذاران نهادی و خرد نامطلع باشد.

۷. به این ترتیب تعدیلات و پیشنهادها زیر در راستای پیاده‌سازی این ابزار در بازار سرمایه کشور پیشنهاد می‌شود:

الف. برخلاف دستورالعمل سازمان بورس، قیمت عرضه تنها می‌تواند توسط ناشر تعیین شود. قیمت‌گذاری این ابزارها، فرآیندی بسیار پیچیده است که باید همانند خارج از کشور توسط نهادهای حرفه‌ای از قبیل شرکت‌های مشاور سرمایه‌گذاری انجام پذیرد. به دلیل پیچیدگی‌های محاسباتی و مقرراتی، طراحی و انتشار این گونه اوراق در خارج از کشور معمولاً در یک دوره زمانی ۲ تا ۵ ساله رخ می‌دهد.

ب. تضمین نرخ معادل با نرخ اوراق مشارکت، منافع سهامدار عمده را تامین نخواهد کرد و لذا می‌توان نرخ حداقل را در یک سطح معقول مثلاً ۱۰ درصد تعیین کرد.

ج. به ازای تضمینی که ناشر به سرمایه‌گذاران اعطا می‌کند باید در سود مازاد از یک نرخ مشخص، مثلاً مازاد ۲۰ درصد، مشارکت داشته باشد.

د. همانند سایر کشورها، سررسید این اوراق باید حداقل ۳-۵ سال تعیین شود تا ثبات و تامین مالی بلند مدت را در بازار ایجاد کند.

ه. امکان معامله اوراق، قبل از سررسید با شرط عدم وجود تضمین فراهم شود.

ی. تا زمان مشخص شدن سایر موضوعات مرتبط از قبیل نحوه و میزان مالیات اوراق منتشره برای سرمایه‌گذار و ناشر، نحوه انعکاس این اوراق در صورت‌های مالی، نوع و کیفیت تضمین‌های ارائه شده و... از انتشار آن پرهیز شود.

*مدیر عامل شرکت مشاور سرمایه‌گذاری ارزش پرداز آریان