



کامران سلمانی قرآنی
کارشناس تحقیق و توسعه
بورس اوراق بهادار تهران

گواهی سود اهرمی؛ ابزار نوین تامین مالی در بازارهای اوراق بهادار

نوآوری های مالی به ویژه راه اندازی ابزارهای مالی جدید با استفاده از ترکیب ویژگی های اوراق بدهی، سهام و اوراق مشتقه در دو دهه گذشته، رشد قابل توجهی داشته اند. افزایش نوآوری های مالی می تواند به توسعه سریع تکنولوژی های مهندسی مالی کمک کرده و از طریق ترکیب چندین ابزار مالی مجزا در یک ابزار جدید منجر به کاهش هزینه های معاملاتی شود. وجود ابزارهای مالی جدید و متنوع در بازارهای سرمایه، این امکان را به بانک ها و نهادهای مالی می دهد تا برای تامین بخشی از منابع مالی خود اقدام به انتشار ابزارهای مالی مورد نیاز خود در بازارهای سرمایه کنند. گواهی سود اهرمی یکی دیگر از ابزارهای مشتق است که همچون سایر ابزارهای مالی از جمله ابزارهای مالی مبتنی بر سهم (ELI)^۱، می تواند به عنوان یک ابزار تامین مالی مورد استفاده بانک ها و نهادهای مالی قرار گرفته و در بورس های اوراق بهادار یا بازارهای خارج از بورس منتشر شوند. از جمله بورس های اوراق بهاداری که گواهی های سود اهرمی در آن معامله می شوند می توان به بورس های فرانکفورت، اشتوتگارت، سوییس، لوگزامبورگ، ایتالیا و وین اشاره کرد. در این نوشتار به بررسی سازوکار معاملات گواهی سود اهرمی، انواع گواهی سود اهرمی و ریسک های سرمایه گذاری در این گواهی های پر بازده، در ادامه، تفاوت ها و شباهت های موجود بین گواهی سود اهرمی با سایر ابزارهای مالی مورد بررسی قرار گرفته است و در انتهای این نوشتار، مزایای انتشار گواهی سود اهرمی در بورس اوراق بهادار تهران تشریح شده است.

این صورت است که سرمایه گذار، گواهی سود اهرمی را با قیمت توافقی از ناشر خریداری کرده و کل ارزش معامله را در ابتدای معامله به ناشر پرداخت می کند. لازم به ذکر است که قیمت توافقی گواهی سود اهرمی تقریباً همان قیمت جاری دارایی پایه در تاریخ انتشار گواهی است. در صورتی که در سررسید، تغییرات مطلوبی در قیمت دارایی پایه رخ دهد و تغییرات مطابق انتظار سرمایه گذار باشد (به این معنی که با توجه به نوع گواهی با سود اهرمی، قیمت دارایی پایه در سررسید بیشتر یا کمتر از قیمت توافقی باشد)، سرمایه گذار سود کسب می کند که سود

درصد است (به عنوان مثال ۱۵۰ درصد). از طرفی دیگر، زیان خریدار گواهی سود اهرمی مشابه زیان خریدار سهام بدون اهرم در نظر گرفته می شود. انواع گواهی سود اهرمی در بورس های اوراق بهادار و بازارهای خارج از بورس قابل معامله هستند که عبارتند از گواهی سود اهرمی غیرحدی^۴، گواهی سود اهرمی حدی^۵، گواهی سود اهرمی معکوس غیرحدی^۶ و گواهی سود اهرمی معکوس حدی^۷. سازوکار معاملات هر یک از این گواهی ها در بخش بعدی این گزارش به طور مفصل مورد بررسی قرار گرفته اند. سازوکار کلی معاملات گواهی سود اهرمی به

۱- سازوکار معاملات گواهی سود اهرمی

گواهی سود اهرمی همچون سایر ابزارهای مشتق مبتنی بر یک دارایی پایه از جمله سهام، شاخص سهام، ارز و کالاهای مختلف منتشر شده و بازده آن به عملکرد دارایی پایه در یک بازه زمانی از قبل تعیین شده (زمان تا سررسید) وابسته است. معاملات گواهی سود اهرمی تقریباً مشابه معاملات سهام است با این تفاوت که سود خریدار گواهی به صورت اهرمی بوده و با ضریبی تحت عنوان عامل مشارکت^۲ یا نرخ مشارکت^۳ تغییر می کند که این نرخ مشارکت همواره بیشتر از ۱۰۰

سرمایه گذار اهرمی بوده و با ضرب نرخ مشارکت در اختلاف قیمت بازاری دارایی پایه در سررسید و قیمت توافقی محاسبه می شود. اما در صورتی که در سررسید، تغییرات نامطلوبی در قیمت دارایی پایه رخ دهد، سرمایه گذار متحمل زیانی معادل مابه التفاوت قیمت بازاری دارایی پایه در سررسید و قیمت توافقی می شود. لازم به ذکر است که در این حالت، زیان خریدار گواهی سود اهرمی مشابه خریدار مستقیم دارایی پایه، بدون اهرم در نظر گرفته می شود. همچنین امکان تسویه فیزیکی معاملات گواهی سود اهرمی در سررسید نیز وجود دارد.

به عنوان مثال، سازوکار معاملات گواهی سود اهرمی غیرحدی به این صورت است که اگر قیمت دارایی پایه در سررسید بیشتر از قیمت توافقی باشد، سرمایه گذار سود کسب می کند. همان طور که در بالا گفته شد، سود سرمایه گذار اهرمی بوده و با ضرب نرخ مشارکت در مابه التفاوت قیمت بازاری دارایی پایه در سررسید و قیمت توافقی به دست می آید. اما در صورتی که قیمت دارایی پایه در سررسید کمتر از قیمت توافقی باشد، سرمایه گذار متحمل زیانی معادل زیان حاصل از تغییرات قیمت دارایی پایه می شود. زیان سرمایه گذار در این حالت برابر مابه التفاوت قیمت بازاری دارایی پایه در سررسید و قیمت توافقی است. به عنوان مثال، فرض کنید سرمایه گذاری اقدام به خرید یک گواهی سود اهرمی غیرحدی مبتنی بر یک سهم خاص با نرخ مشارکت ۱۷۰ درصد، قیمت توافقی ۳۰ دلار یا سررسید یک ماه دیگر کرده است. اگر بعد از گذشت یک ماه، قیمت سهم پایه به ۴۰ دلار افزایش یابد پس سود حاصل از تغییرات سهم پایه برابر ۱۰ دلار است اما سرمایه گذار با خرید گواهی سود اهرمی مبتنی بر این سهم خاص سودی معادل ۱۷ دلار به دست می آورد که از حاصل ضرب نرخ مشارکت در میزان سود حاصل از تغییرات قیمت سهم پایه $(10 \times 17/100)$ به دست می آید. اما اگر بعد از گذشت یک ماه، قیمت سهم پایه به ۲۰ دلار کاهش یابد پس زیان حاصل از تغییرات سهم پایه برابر ۱۰ دلار است در نتیجه سرمایه گذار با خرید گواهی سود اهرمی مبتنی بر این سهم خاص متحمل زیانی معادل همان ۱۰ دلار خواهد شد چرا که زیان خریدار گواهی سود اهرمی مطابق با تغییرات قیمت سهم پایه تغییر می کند و نرخ مشارکت تأثیری در زیان سرمایه گذار ندارد. از آنجایی که خریدار گواهی سود اهرمی، کل ارزش معامله را در ابتدای معامله به ناشر (فروشنده) پرداخت می کند، بنابراین خریدار الزامی به پرداخت وجه تضمین ندارد. همچنین مالکیت گواهی سود اهرمی با مالکیت مستقیم دارایی پایه یکسان نیست به این معنی که دارندگان این ابزار دارای حق رای نبوده و هیچ گونه منفعت متعلق به اوراق بهادار پایه از جمله سودهای

تقسیمی و یا سایر مزایایی که برای دارندگان اوراق بهادار وجود دارد، به آنها تعلق نمی گیرد. وظیفه اصلی ناشر بعد از انتشار گواهی سود اهرمی، حصول اطمینان از نقدشوندگی این گواهی ها است تا سرمایه گذاران با اطمینان خاطر بیشتری وارد معاملات این گواهی ها شده و هر موقع لازم بدانند اقدام به فروش این گواهی ها کنند. ناشر می تواند برای انجام این کار اقدام به بازارگردانی این گواهی ها طی ساعات معاملاتی کند. لازم به ذکر است که ناشر گواهی سود اهرمی یا یک نهاد ثالث که از طرف ناشر معرفی شده است می تواند به عنوان بازارگردان فعالیت کرده و به طور پیوسته یا بنا به درخواست کارگزار مربوطه و تحت شرایط بازار عادی، مظنه های خرید و فروش را برای گواهی ها ارائه دهد. در صورتی که شرایط بازار غیرعادی بوده یا مشکلات فنی در بازار وجود داشته باشد، ممکن است که خرید و فروش گواهی ها سود اهرمی به طور موقت غیرممکن یا مشکل باشد.

در انتشار گواهی سود اهرمی همانند انتشار واران، تمام مسئولیت های مربوط به انتشار گواهی سود اهرمی بر عهده ناشر است و بورس ها عملکرد و تعهدات ناشر گواهی سود اهرمی را در قبال تعهداتش تضمین نمی کنند. بنابراین دارندگان این گواهی همواره در معرض ریسک نکول ناشر قرار دارند، چرا که ناشران گواهی سود اهرمی ممکن است توانایی اجرای تعهدات خود را در قبال دارندگان گواهی نداشته باشند. اگر ناشر گواهی سود اهرمی نکول کند یا ورشکسته شود، ممکن است سرمایه گذار کل سرمایه یا بخشی از سرمایه خود را از دست بدهد. بنابراین ضروری است که سرمایه گذاران قبل از خرید گواهی سود اهرمی، عواملی همچون وضعیت مالی و رتبه اعتباری ناشر را مورد بررسی قرار دهند. البته بورس می تواند برای کاهش این ریسک، همانند الزامات لازم برای ناشران واران^۸، ناشران گواهی سود اهرمی را نیز ملزم به ارائه برخی از وثایق و اعتبارات خاص کنند تا بورس بتواند در صورت نکول ناشران، از محل این اعتبارات به نفع سرمایه گذاران استفاده کند.

۲- انواع گواهی سود اهرمی

همان طور که قبلاً گفته شد، انواع گواهی سود اهرمی در بورس های اوراق بهادار و بازارهای خارج از بورس معامله می شوند که عبارتند از گواهی سود اهرمی غیرحدی، گواهی سود اهرمی حدی، گواهی سود اهرمی معکوس غیرحدی و گواهی سود اهرمی معکوس حدی. در ادامه به تشریح سازوکار هر یک از این گواهی ها می پردازیم.

۱-۲- گواهی سود اهرمی غیرحدی

گواهی سود اهرمی غیرحدی دارای یک قیمت

توافقی و یک نرخ مشارکت است که در زمان انتشار گواهی تعیین می شوند. همچنین این گواهی ها دارای سررسید مشخص هستند. در معاملات گواهی سود اهرمی غیرحدی، سرمایه گذار اقدام به خرید گواهی سود اهرمی غیرحدی در قیمت توافقی از ناشر کرده و کل ارزش معامله را در ابتدای معامله به ناشر پرداخت می کند. سپس ناشر با خریدار گواهی توافقی می کند که اگر قیمت بازاری دارایی پایه در سررسید (S_T) بیشتر از قیمت توافقی (K) باشد، سودی اهرمی معادل مابه التفاوت قیمت بازاری دارایی پایه و قیمت توافقی ضربدر نرخ مشارکت (f) را به خریدار پرداخت کند. (فرمول شماره ۱)

فرمول شماره ۱

$$S_T \times f - K = \text{سود خریدار گواهی سود اهرمی}$$

بنابراین در سررسید، سرمایه گذار علاوه بر دریافت ارزش اولیه معامله در تاریخ انتشار (تعداد گواهی ضربدر قیمت توافقی)، سود به دست آمده را نیز از ناشر دریافت می کند. در صورتی که تسویه به صورت فیزیکی باشد، ناشر باید معادل وجه قابل پرداخت به سرمایه گذار، دارایی پایه به سرمایه گذار تحویل دهد. در صورتی که قیمت بازاری دارایی پایه در سررسید کمتر از قیمت توافقی باشد خریدار متحمل زیانی معادل مابه التفاوت قیمت بازاری دارایی پایه و قیمت توافقی می شود. (فرمول شماره ۲)

فرمول شماره ۲

$$S_T - K = \text{زیان خریدار گواهی سود اهرمی}$$

بنابراین در سررسید، ناشر میزان زیان به دست آمده را از ارزش اولیه معامله کسر کرده و باقی مانده پول را به سرمایه گذار برمی گرداند. در صورتی که تسویه به صورت فیزیکی باشد ناشر باید معادل ارزش اولیه معامله، تعداد مشخصی دارایی پایه را یا قیمت توافقی به سرمایه گذار تحویل دهد. به عبارت دیگر، تعداد دارایی پایه دریافتی توسط سرمایه گذار از تقسیم ارزش اولیه معامله بر قیمت توافقی به دست می آید. کل مبلغ دریافتی سرمایه گذار از ناشر در سررسید از رابطه ای که در فرمول شماره ۳ می بینید محاسبه می شود:

فرمول شماره ۳

$$\begin{cases} S_T \geq K & K + ((S_T - K) \times f) \\ S_T < K & S_T \end{cases} = \text{زیان خریدار گواهی سود اهرمی در سررسید}$$

بازده خریدار گواهی سود اهرمی غیرحدی در نمودار شماره ۱ نشان داده شده است. این نمودار حاکی از آن است که اگر قیمت بازاری دارایی پایه در سررسید بیشتر از قیمت توافقی بوده و به



اندازه α درصد سود حاصل شود، خریدار گواهی سود اهرمی غیرحدی مبتنی بر این دارایی پایه به اندازه $f\alpha$ درصد سود کسب می کند که در آن f نرخ مشارکت بوده و همواره بیشتر از ۱۰۰ درصد تعیین می شود. اما اگر قیمت بازاری دارایی پایه در سررسید مساوی یا کمتر از قیمت توافقی بوده و به اندازه α درصد زیان داشته باشد خریدار گواهی سود اهرمی غیرحدی مبتنی بر این دارایی پایه نیز به اندازه α درصد متحمل زیان می شود.

۲-۲- گواهی سود اهرمی حدی

نوع دیگری از گواهی ها سود اهرمی وجود دارند که به گواهی سود اهرمی حدی معروف هستند. سازوکار معاملات این گواهی ها تقریباً مشابه

سازوکار معاملات گواهی سود اهرمی غیرحدی است با این تفاوت که ناشر محدودیتی را بر میزان سود سرمایه گذار اعمال می کند. ناشران گواهی سود اهرمی حدی، سطح قیمت مشخصی تحت عنوان سطح قیمت حدی^۱ برای دارایی پایه تعیین می کنند که همواره بیشتر از قیمت توافقی است. وجود این سطح قیمت نشان می دهد که بیشترین دریافتی سرمایه گذار در سررسید برابر قیمت حدی است و سرمایه گذار نمی تواند بیشتر از آن از ناشر وجهی دریافت کند. در این حالت، سود سرمایه گذار پس از افزایش قیمت دارایی پایه از مقدار مشخصی (قیمت حدی)، ثابت خواهد بود. سازوکار معاملات گواهی سود اهرمی حدی به این صورت است که اگر قیمت بازاری دارایی

پایه در سررسید از سطح قیمت حدی عبور کرده و بیشتر از قیمت حدی (CL) باشد سرمایه گذار بدون توجه به قیمت بازاری دارایی پایه در سررسید، سود ثابتی معادل مابه التفاوت قیمت حدی و قیمت توافقی ضربدر نرخ مشارکت به دست می آورد. (فرمول شماره ۴)

فرمول شماره ۴

$$S_T = (CL - K) \times f$$

اگر قیمت بازاری دارایی پایه در سررسید بیشتر از قیمت توافقی و کمتر از سطح قیمت حدی باشد، سرمایه گذار سودی معادل مابه التفاوت قیمت بازاری دارایی پایه و قیمت توافقی ضربدر نرخ مشارکت به دست می آورد. (فرمول شماره ۵)

فرمول شماره ۵

$$S_T = (S_T - K) \times f$$

اگر تسویه به صورت فیزیکی تعیین شده باشد، سرمایه گذار معادل وجه دریافتی، دارایی پایه از ناشر تحویل می گیرد. در صورتی که قیمت بازاری دارایی پایه در سررسید کمتر از قیمت توافقی باشد، سرمایه گذار متحمل زبانی معادل زیان حاصل از تغییرات قیمت دارایی پایه می شود. (فرمول شماره ۶)

فرمول شماره ۶

$$S_T = S_T - K$$

در صورتی که تسویه به صورت فیزیکی باشد ناشر باید معادل ارزش اولیه معامله، تعداد مشخصی دارایی پایه را با قیمت توافقی به سرمایه گذار تحویل دهد. به عبارت دیگر، تعداد دارایی پایه دریافتی توسط سرمایه گذار از تقسیم ارزش اولیه معامله بر قیمت توافقی به دست می آید. کل مبلغ دریافتی سرمایه گذار از ناشر در سررسید از رابطه ای که در فرمول شماره ۷ می بینید به دست می آید:

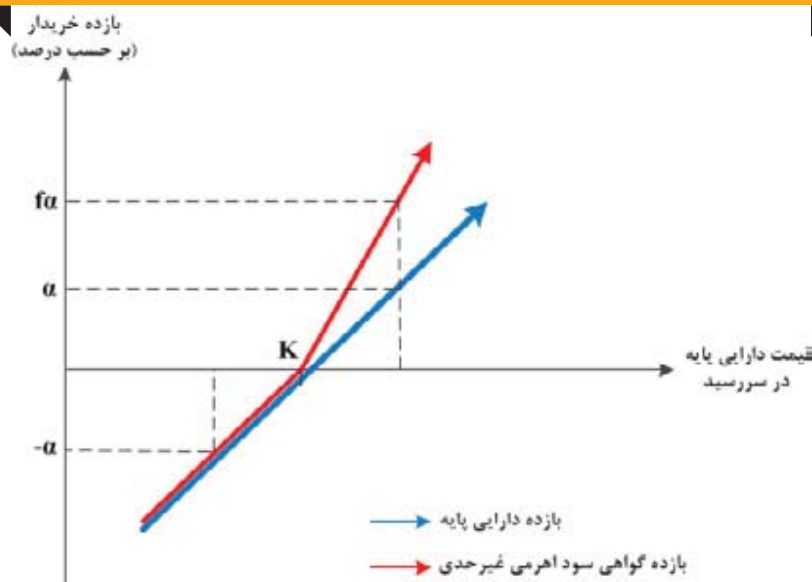
فرمول شماره ۷

$$S_T = \begin{cases} K + [(CL - K) \times f] & S_T \geq CL \\ K + [(S_T - K) \times f] & K \leq S_T < CL \\ S_T & S_T < K \end{cases}$$

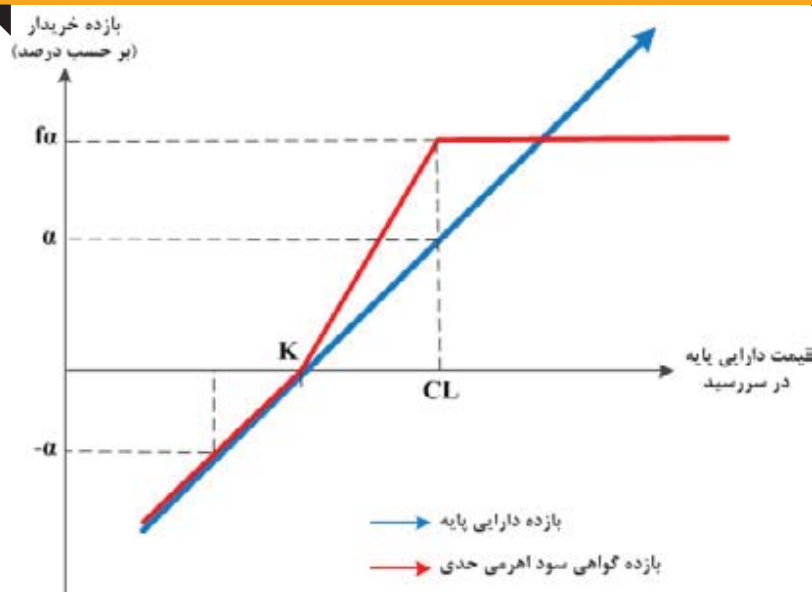
بازده خریدار گواهی سود اهرمی حدی در هر سه حالت فوق در نمودار شماره ۲ نشان داده شده است.

تفاوتی که بین گواهی سود اهرمی حدی و غیرحدی وجود دارد این است که در گواهی سود اهرمی غیرحدی هیچ گونه محدودیتی بر سود سرمایه گذار وجود ندارد و به هر میزان که قیمت بازاری دارایی پایه در سررسید از قیمت

نمودار ۱: بازده خریدار گواهی سود اهرمی غیرحدی



نمودار ۲: بازده خریدار گواهی سود اهرمی حدی



سازوکار معاملات گواهی سود اهرمی معکوس حدی به این صورت است که اگر قیمت بازاری دارای پایه در سررسید از سطح قیمت حدی عبور کرده و کمتر از قیمت حدی باشد سرمایه گذار بدون توجه به قیمت بازاری دارای پایه در سررسید، سود ثابتی معادل مابه التفاوت قیمت توافقی و قیمت حدی ضربدر نرخ مشارکت به دست می آورد. (فرمول شماره ۱۱)

فرمول شماره ۱۱

$$S_T \times f = (K - CL) \times f$$

اگر قیمت بازاری دارای پایه در سررسید کمتر از قیمت توافقی و بیشتر از قیمت حدی (CL) باشد، سرمایه گذار سودی معادل مابه التفاوت قیمت توافقی و قیمت بازاری دارای پایه در سررسید ضربدر نرخ مشارکت به دست می آورد. (فرمول شماره ۱۲)

فرمول شماره ۱۲

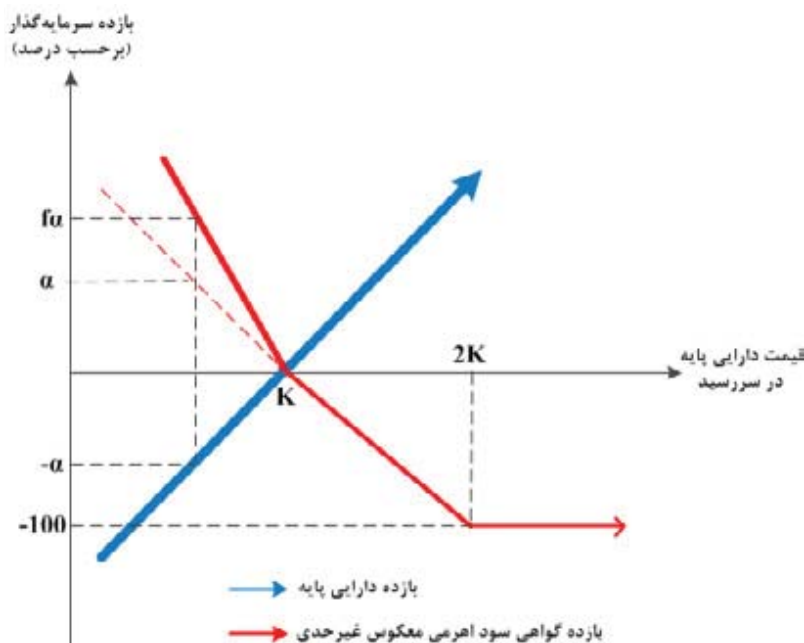
$$S_T \times f = (K - S_T) \times f$$

در صورتی که قیمت بازاری دارای پایه در سررسید بیشتر از قیمت توافقی باشد، سرمایه گذار متحمل زیانی معادل مابه التفاوت قیمت توافقی و قیمت بازاری دارای پایه در سررسید می شود. (فرمول شماره ۱۳)

فرمول شماره ۱۳

$$K - S_T = \text{زیان خریدار گواهی سود اهرمی}$$

نمودار ۱۳: بازده خریدار گواهی سود اهرمی معکوس غیر حدی



خریدار گواهی سود اهرمی معکوس غیر حدی مبتنی بر این دارایی پایه به اندازه $f \times$ درصد سود کسب می کند. اما اگر قیمت بازاری دارای پایه در سررسید مساوی یا بیشتر از قیمت توافقی بوده و به اندازه $f \times$ درصد افزایش یابد، خریدار گواهی سود اهرمی معکوس غیر حدی به اندازه $f \times$ درصد متحمل زیان می شود.

لازم به ذکر است که بیشترین میزان زیان سرمایه گذار محدود به مبلغ انتشار اولیه (قیمت توافقی) است و این در صورتی است که قیمت دارای پایه در سررسید به اندازه دو برابر قیمت توافقی یا بیشتر افزایش یابد. همان طور که در نمودار شماره ۳ نیز نشان داده شده است در صورتی که قیمت دارایی پایه در سررسید به اندازه دو برابر قیمت توافقی یا بیشتر افزایش یابد، میزان زیان سرمایه گذار محدود به همان قیمت توافقی خواهد بود و ناشر نمی تواند از سرمایه گذار درخواست وجه اضافی کند.

۴-۲- گواهی سود اهرمی معکوس حدی

ناشران گواهی سود اهرمی معکوس حدی هنگام انتشار این نوع گواهی، همانند انتشار گواهی سود اهرمی حدی، یک سطح قیمت مشخصی تحت عنوان سطح قیمت حدی برای دارایی پایه تعیین می کنند با این تفاوت که سطح قیمت حدی در گواهی های سود اهرمی معکوس حدی همواره کمتر از قیمت توافقی است. در این حالت، سود سرمایه گذار پس از کاهش قیمت دارایی پایه و کمتر شدن از مقدار مشخصی (سطح قیمت حدی)، ثابت خواهد بود.

توافقی بالاتر باشد سرمایه گذار سودی اهرمی معادل مابه التفاوت قیمت بازاری دارای پایه و قیمت توافقی ضربدر نرخ مشارکت به دست می آورد. اما میزان سود سرمایه گذار در گواهی سود اهرمی حدی محدود به سطح قیمت حدی است و سرمایه گذار نمی تواند سودی بیشتر از مابه التفاوت قیمت حدی و قیمت توافقی ضربدر نرخ مشارکت به دست آورد. لازم به ذکر است که به دلیل محدود بودن سود سرمایه گذار در گواهی سود اهرمی حدی، نرخ مشارکت برای گواهی سود اهرمی حدی همواره بیشتر از نرخ مشارکت برای گواهی سود اهرمی غیر حدی است.

۳-۲- گواهی سود اهرمی معکوس غیر حدی

سازوکار معاملات گواهی سود اهرمی معکوس غیر حدی به این صورت است که سرمایه گذار اقدام به خرید گواهی در قیمت توافقی از ناشر کرده و کل ارزش معامله را در ابتدای معامله به ناشر پرداخت می کند. سپس ناشر با خریدار گواهی توافق می کند که اگر قیمت بازاری دارای پایه در سررسید (S_T) کمتر از قیمت توافقی (K) باشد، سودی اهرمی معادل مابه التفاوت قیمت توافقی و قیمت بازاری دارای پایه در سررسید ضربدر نرخ مشارکت (f) را به خریدار پرداخت کند. (فرمول شماره ۸)

فرمول شماره ۸

$$K - S_T \times f = \text{سود خریدار گواهی سود اهرمی}$$

بنابراین در سررسید، سرمایه گذار علاوه بر دریافت ارزش اولیه معامله در تاریخ انتشار، سود به دست آمده از رابطه فوق را نیز از ناشر دریافت می کند. در صورتی که قیمت بازاری دارای پایه در سررسید بیشتر از قیمت توافقی باشد خریدار متحمل زیانی معادل مابه التفاوت قیمت توافقی و قیمت بازاری دارای پایه در سررسید می شود. (فرمول شماره ۹)

فرمول شماره ۹

$$K - S_T = \text{زیان خریدار گواهی سود اهرمی}$$

کل مبلغ دریافتی سرمایه گذار از ناشر در سررسید از رابطه زیر محاسبه می شود. (فرمول شماره ۱۰)

فرمول شماره ۱۰

$$S_T \leq K \Rightarrow K + [(K - S_T) \times f] \text{ دریافتی خریدار در سررسید}$$

$$S_T > K \Rightarrow S_T$$

همچنین بازده خریدار گواهی سود اهرمی معکوس غیر حدی در نمودار شماره ۳ نشان داده شده است. این نمودار حاکی از آن است که اگر قیمت بازاری دارای پایه در سررسید کمتر از قیمت توافقی بوده و به اندازه $f \times$ درصد کاهش یابد،





سرمایه گذار محدود به همان قیمت توافقی خواهد بود و ناشر نمی تواند از سرمایه گذار درخواست وجه اضافی کند.

۳- مقایسه گواهی سود اهرمی با سایر ابزارهای مالی

معاملات گواهی سود اهرمی تقریباً مشابه معاملات سهام است به این معنی که خرید گواهی سود اهرمی و خرید مستقیم سهم پایه این گواهی، معمولاً در یک قیمت یکسان (قیمت جاری بازار یا قیمت توافقی) انجام می شود و همانند خرید سهام، سرمایه گذار با خرید گواهی سود اهرمی از ناشر باید کل ارزش معامله را در ابتدای معامله به ناشر پرداخت کند. اما تفاوتی که بین معاملات این دو ابزار وجود دارد این است که سود دارنده گواهی سود اهرمی به صورت اهرمی بوده و با ضریبی تحت عنوان نرخ مشارکت تغییر می کند و در صورت تغییرات مطلوب قیمت سهم پایه، سرمایه گذار سود بیشتری نسبت به سرمایه گذاری مستقیم در سهم پایه کسب می کند. در صورت تغییرات نامطلوب قیمت سهم پایه، دارندگان گواهی سود اهرمی و سهم پایه متحمل زیان شده و زیان آنها بدون اهرم در نظر گرفته می شود. همچنین مالکیت گواهی سود اهرمی با مالکیت مستقیم سهم پایه یکسان نیست به این معنی که دارندگان گواهی سود اهرمی دارای حق رای نبوده و هیچ گونه منفعت متعلق به سهم پایه از جمله سودهای تقسیمی و سایر مزایایی که برای دارنده سهم وجود دارد، به آنها تعلق نمی گیرد. این در حالی است که دارندگان سهم پایه دارای حق رای در مجامع بوده و هرگونه منفعت متعلق به این سهم به دارنده سهم تعلق می گیرد.

در هر سه حالت فوق در نمودار شماره ۴ نشان داده شده است. لازم به ذکر است که بیشترین میزان زیان سرمایه گذار محدود به مبلغ انتشار اولیه (قیمت توافقی) است و این در صورتی است که قیمت دارایی پایه در سررسید به اندازه دو برابر قیمت توافقی یا بیشتر افزایش یابد. همان طور که در نمودار زیر نیز نشان داده شده است در صورتی که قیمت دارایی پایه در سررسید به اندازه دو برابر قیمت توافقی یا بیشتر افزایش یابد، میزان زیان

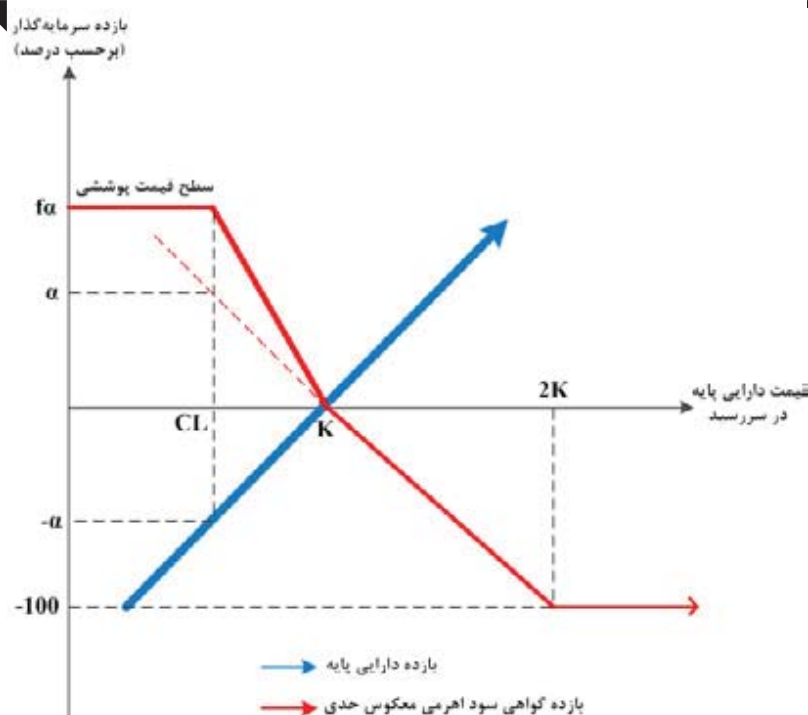
بنابراین کل مبلغ دریافتی سرمایه گذار از ناشر در سررسید از رابطه زیر به دست می آید: (فرمول شماره ۱۴)

فرمول شماره ۱۴

$$\text{دریافتی خریدار در سررسید} = \begin{cases} K + [(K-CL) \times f] & S_T \leq CL \\ K + [(K-S_T) \times f] & CL < S_T \leq K \\ S_T & K > S_T \end{cases}$$

بازده خریدار گواهی سود اهرمی معکوس حدی

نمودار ۴: بازده خریدار گواهی سود اهرمی معکوس حدی



گواهی سود اهرمی دارای شباهت‌هایی با سایر ابزارهای مشتقه همچون قراردادهای آتی، اختیار معامله و واران است. از جمله شباهت‌هایی که بین این ابزارها وجود دارد این است که گواهی سود اهرمی همانند قراردادهای آتی، اختیار معامله و واران جزو ابزارهای مشتقه به شمار می‌رود و مبتنی بر یک دارایی پایه همچون سهام و شاخص سهام منتشر می‌شود. همچنین گواهی سود اهرمی همانند قراردادهای آتی، اختیار معامله و واران به دارنده آن، این فرصت را می‌دهد که از نوسانات قیمت سهم پایه، بدون التزام به تملک آن استفاده کند. در معاملات گواهی سود اهرمی همچون معاملات قراردادهای آتی، اختیار معامله و واران، امکان کسب سود از نوسانات بازار در هر دو حالت صعودی و نزولی برای سرمایه‌گذاران وجود دارد. از طرفی، گواهی سود اهرمی دارای تفاوت‌هایی با قراردادهای آتی، اختیار معامله و واران است که در زیر به این تفاوت‌ها اشاره می‌کنیم.

● گواهی سود اهرمی همانند واران فقط توسط ناشران (یک نهاد ثالث همچون بانک‌ها و نهادهای مالی) منتشر می‌شوند اما قراردادهای آتی و اختیار معامله توسط بورس تعریف می‌شوند. این بدان معنی است که فقط ناشران واجد شرایط می‌توانند اقدام به فروش گواهی سود اهرمی در بازار اولیه کنند و در موقعیت فروش این گواهی‌ها قرار گیرند. سرمایه‌گذاران نیز فقط مجاز به اتخاذ موقعیت خرید گواهی سود اهرمی در بازار اولیه بوده و نمی‌توانند در موقعیت فروش این اوراق قرار گیرند. لازم به ذکر است که دارندگان گواهی سود اهرمی می‌توانند گواهی‌های خریداری شده را در بازار ثانویه معامله کرده و از بازار خارج شوند. اما در بازار آتی و اختیار معامله، سرمایه‌گذاران می‌توانند در هر دو موقعیت خرید و فروش قراردادهای آتی و اختیار معامله قرار گیرند.

● یکی از موضوعات بسیار مهم در راه‌اندازی هر ابزار مالی، توجه به مدیریت ریسک معاملات آن است. از آنجایی که دارندگان گواهی سود اهرمی همواره در موضع خرید گواهی سود اهرمی قرار دارند بنابراین نیازی به پرداخت وجه تضمین ندارند اما از آنجایی که دارندگان قراردادهای آتی و اختیار معامله می‌توانند موضع فروش اتخاذ کنند بنابراین ملزم به پرداخت وجه تضمین هستند چرا که در صورت اعمال این قراردادها، ملزم به رعایت تعهدات خود در مقابل خریدار این قراردادها هستند. بنابراین برای راه‌اندازی معاملات گواهی سود اهرمی نیازی به سیستم وجه تضمین نیست اما معاملات قراردادهای آتی و اختیار معامله مستلزم سیستم وجه تضمین است. لازم به ذکر است که در معاملات واران نیز به توجه به اینکه سرمایه‌گذاران فقط می‌توانند در موقعیت خرید واران قرار گیرند و تمامی مسئولیت‌ها بر عهده‌ی ناشر است، نیازی

به سیستم وجه تضمین نیست.

● در انتشار گواهی سود اهرمی همانند انتشار واران، تمام مسئولیت‌های مربوط به انتشار گواهی سود اهرمی بر عهده ناشر است و بورس‌ها عملکرد ناشر گواهی سود اهرمی را در قبال تعهداتش تضمین نمی‌کنند. این امر باعث می‌شود تا دارنده گواهی سود اهرمی در معرض ریسک نکول ناشر قرار گیرد. اما از آنجایی که قراردادهای آتی و اختیار معامله را بورس منتشر می‌کند و در نهایت سرمایه‌گذاران در مقابل هم قرار می‌گیرند و بورس بنا به موقعیت معاملاتی سرمایه‌گذار، از وی وجه تضمین اخذ می‌کند بنابراین احتمال نکول وجود ندارد.

● هزینه سرمایه‌گذاری در گواهی سود اهرمی در مقایسه با قراردادهای آتی، اختیار معامله و واران برای سرمایه‌گذار بیشتر است چرا که دارنده گواهی سود اهرمی باید کل ارزش معامله را در ابتدای ناشر پرداخت کند اما دارنده قراردادهای آتی، اختیار معامله و واران، فقط بخشی از کل ارزش قرارداد را پرداخت می‌کند.

● در معاملات گواهی سود اهرمی، در صورت تغییرات نامطلوب قیمت دارایی پایه، زیان سرمایه‌گذار می‌تواند به اندازه کل سرمایه اولیه (کل ارزش معامله) باشد. اما در معاملات قراردادهای اختیار معامله و واران، بیشترین زیانی که سرمایه‌گذار متحمل می‌شود محدود به پرمیوم^۱ یا قیمت این قراردادها^{۱۱} است که فقط بخشی از ارزش قرارداد محسوب می‌شود.

● در معاملات گواهی سود اهرمی، سود خریدار به صورت اهرمی تغییر کرده و زیان سرمایه‌گذار بدون اهرم در نظر گرفته می‌شود. این در حالی است که در معاملات قراردادهای آتی، سود و زیان سرمایه‌گذار به صورت اهرمی محاسبه می‌شود. همچنین در معاملات قراردادهای اختیار معامله و واران، زیان سرمایه‌گذار محدود به قیمت قرارداد است اما سود سرمایه‌گذار به صورت اهرمی است.

۴- مزایای انتشار گواهی سود اهرمی در بورس اوراق بهادار تهران

نهادهای و موسسات مالی همواره در تلاش هستند تا بتوانند از روش‌های مختلفی برای تامین نیازهای مالی خود در بازارهای سرمایه استفاده کنند. از آنجایی که گواهی سود اهرمی توسط یک نهاد ثالث (به عنوان مثال بانک‌ها و نهادهای مالی معتبر) و معمولاً به منظور تامین مالی منتشر می‌شود پس انتشار این گواهی می‌تواند مورد استفاده بسیاری از شرکت‌های معتبر در بورس اوراق بهادار تهران قرار گیرد. لازم به ذکر است که سرمایه‌گذاران می‌توانند از گواهی سود اهرمی به عنوان ابزاری جهت پوشش ریسک و فعالیت‌های سفته‌بازانه در بورس استفاده کنند که این کار باعث جذب سرمایه‌گذاران بیشتر و در نتیجه ورود

سرمایه‌های جدید به بورس می‌شود. یکی از الزامات راه‌اندازی ابزارهای مالی در بورس‌های اوراق بهادار، داشتن سیستم‌های مدیریت ریسک پیشرفته است. از آنجایی که در معاملات گواهی سود اهرمی هیچ‌گونه وجه تضمینی توسط دارندگان این گواهی پرداخت نمی‌شود و نیازی به سیستم مدیریت ریسک وجود ندارد پس انتشار و راه‌اندازی گواهی سود اهرمی در بورس اوراق بهادار تهران می‌تواند جذاب و راحت‌تر باشد. در ادامه به بررسی مزایای انتشار گواهی سود اهرمی از دیدگاه ناشران و سرمایه‌گذاران در بورس اوراق بهادار تهران می‌پردازیم.

۱-۴- مزایای دیدگاه ناشر

انتشار گواهی سود اهرمی برای ناشران دارای مزایایی است از جمله این که ناشر با استفاده از انتشار گواهی سود اهرمی می‌تواند به منابع مالی لازم دست یابد. همچنین ناشر می‌تواند با فروش گواهی سود اهرمی به جای اوراق بهادار پایه، همچنان مالکیت اوراق بهادار پایه را در اختیار داشته باشد به این معنی که اگر به اوراق بهادار پایه گواهی سود اهرمی طی دوره سرمایه‌گذاری سودی تعلق گیرد این سود به ناشر تعلق می‌گیرد و سرمایه‌گذار حقی در دریافت سود تقسیمی ندارد. همچنین حق رای مربوط به اوراق بهادار پایه برای ناشر باقی می‌ماند و ناشر می‌تواند در مجامع شرکت کرده و رای بدهد. از طرفی دیگر، ناشر می‌تواند با انتشار گواهی سود اهرمی حدی، میزان سود سرمایه‌گذار را محدود کرده و با تعیین سطح قیمت حدی، خود را در برابر ریسک افزایش چشمگیر قیمت دارایی پایه در سررسید پوشش دهد. لازم به ذکر است که ناشر می‌تواند از تغییرات قیمت دارایی پایه نیز سود کسب کند و این در صورتی است که تغییرات قیمت دارایی پایه در سررسید مطابق انتظار ناشر باشد. به عنوان مثال در گواهی سود اهرمی غیرحدی در صورتی که قیمت دارایی پایه در سررسید کمتر از قیمت توافقی باشد، ناشر سود سرمایه‌ای معادل مابه‌التفاوت قیمت بازاری دارایی پایه در سررسید و قیمت توافقی به دست می‌آورد.

۲-۴- مزایای دیدگاه سرمایه‌گذار

سرمایه‌گذاری در گواهی سود اهرمی و وجود نرخ مشارکت در معاملات این نوع گواهی به سرمایه‌گذاران این امکان را می‌دهد





یادداشت

1. Equity Linked Instruments (ELIs)
2. Participation Factor Or Performance Factor
3. Participation Rate
4. Outperformance Certificate Or Uncapped Outperformance Certificate:
5. Capped Outperformance Certificate
6. Reverse outperformance certificate or Uncapped Reverse Outperformance Certificate
7. Capped Reverse Outperformance Certificate

۸- در گزارشی تحت عنوان "بررسی تطبیقی وارانیت و امکان سنجی راه اندازی آن در بازار سرمایه ایران" که در واحد تحقیق و توسعه بورس اوراق بهادار تهران تهیه شده است، الزامات مربوط به ناشران وارانیت در بورس های اوراق بهادار مختلف مورد بررسی قرار گرفته است. برای دانلود این گزارش به سایت زیر مراجعه کنید:

[Http://New.Tse.Ir/Pages/Page24106.Html?Gid=2](http://New.Tse.Ir/Pages/Page24106.Html?Gid=2)

9. Cap Level
10. Premium
11. Option Price or Warrant Price

پرداخت وجه تضمین در حین معاملات ندارد. اما برخی از بورس ها برای کاهش ریسک اعتباری ناشر، همانند الزامات لازم برای ناشران وارانیت، ناشران گواهی سود اهرمی را ملزم به ارایه برخی از وثایق و اعتبارات خاص می کنند تا بورس ها بتوانند در صورت نکول آنها، از محل این اعتبارات به نفع سرمایه گذاران استفاده کنند.

با توجه به بررسی ویژگی ها و کارایی گواهی سود اهرمی در بازارهای اوراق بهادار، راه اندازی این ابزار در بورس اوراق بهادار تهران می تواند کمک شایانی به نهادهای مالی کرده و به عنوان یک ابزار تامین مالی مورد استفاده این نهادها قرار گیرد. همچنین سرمایه گذاران نیز می توانند از این ابزار به منظور تنوع سازی در سبد سرمایه گذاری خود استفاده کنند. از طرفی به دلیل وجود نرخ مشارکت در معاملات گواهی سود اهرمی، سرمایه گذاران می توانند سود بیشتری نسبت به سرمایه گذاری مستقیم در دارایی پایه کسب کنند که این امر می تواند باعث جذب سرمایه گذاران بیشتر به بورس اوراق بهادار تهران شود. با توجه به این که معاملات گواهی سود اهرمی نیازی به سیستم مدیریت ریسک ندارد بنابراین راه اندازی آن برای بورس اوراق بهادار تهران آسان تر از ابزارهایی است که نیازمند سامانه های مدیریت ریسک پیشرفته هستند که این امر می تواند از دیگر دلایل جذابیت انتشار گواهی سود اهرمی در بورس اوراق بهادار تهران باشد.

تاد در صورت تغییرات مطلوب قیمت دارایی پایه، سود بیشتری نسبت به سرمایه گذاری مستقیم در دارایی پایه کسب کنند. از طرفی زیان خریدار گواهی سود اهرمی همانند زیان حاصل از دارایی پایه بدون اهرم در نظر گرفته می شود. همچنین سرمایه گذار می تواند از نوسانات بازاری قیمت دارایی پایه در هر دو حالت صعودی و نزولی سود کسب کند.

جمع بندی و نتیجه گیری

گواهی سود اهرمی یکی از ابزارهای مشتق است که به منظور تامین منابع مالی شرکت ها و نهادهای مالی معتبر در بازارهای اوراق بهادار مورد استفاده قرار می گیرد. معاملات گواهی سود اهرمی مشابه معاملات سهام است با این تفاوت که سود خریدار گواهی سود اهرمی به صورت اهرمی بوده و با ضریبی تحت عنوان نرخ مشارکت تغییر می کند که این نرخ مشارکت همواره بیشتر از ۱۰۰ درصد است. از طرفی دیگر، زیان خریدار گواهی سود اهرمی مشابه زیان خریدار سهام بدون اهرم در نظر گرفته می شود.

از آنجایی که خریدار گواهی سود اهرمی، کل ارزش معامله را در ابتدای معامله به ناشر (فروشنده) پرداخت می کند، بنابراین خریدار الزامی به پرداخت وجه تضمین ندارد. همچنین در معاملات گواهی سود اهرمی، با توجه به اینکه ناشر از نهادهای مالی با رتبه اعتباری بالا است، بنابراین نیازی به