

به نام خدا



سازمان بورس و اوراق بهادار
SECURITIES & EXCHANGE ORGANIZATION

مدیریت پژوهش، توسعه و مطالعات اسلامی

صندوق پوشش خطر؛ پدیده‌ای نوین در بازارهای مالی توسعه یافته

تهیه کنندگان: مدیریت پژوهش، توسعه و مطالعات اسلامی

کارکردهای بازار سرمایه به عنوان بخشی از نیمرخ مالی اقتصاد ملی علاوه بر تأمین مالی و سازوکارهایی که به تضمین ایمنی و افزایش نقدینگی ابزارهای تأمین مالی می‌انجامد؛ در بسیاری از کشورهای توسعه‌یافته، مدیریت خطر و به کارگیری ابزارهایی برای کاهش خطر نوسانهای قیمتی، احتمال بازده منفی، و بی‌اطمینانی بازار را نیز دربرمی‌گیرد.

کارکرد مدیریت خطر به ویژه در طی یکی دو دهه اخیر در بازارهای توسعه‌یافته جهان از توجهی بسزا برخوردار شده؛ و یکی از نمونه‌های بارز آن، رشد چشمگیر پدیده‌ای نوین به نام **صندوق پوشش خطر**^(۱) در طی چند سال اخیر بوده است. سرمایه اینگونه صندوقها از ۲۰ میلیارد دلار در سال ۱۹۹۰ به ۱۷۰ میلیارد دلار در ۱۹۹۶ افزایش یافته است. هم اکنون، دارایی این صندوقها در حدود ۳۰۰ میلیارد دلار برآورد، و پیش‌بینی می‌شود که این رقم تا سال ۲۰۰۶، به ۱۷۰۰ میلیارد دلار افزایش یابد. تعداد صندوقهای پوشش خطر هم‌اکنون در حدود ۴۰۰ تا ۵۰۰ واحد برآورد می‌شود. این رقم در سال ۱۹۹۰، کمتر از ۵۰۰ واحد بوده است. چنانکه پیداست، فعالیت این صندوقها در سالهای آتی به یک رشته نهادینه شده ویژه در بازارهای مالی تبدیل خواهد شد؛ درست مانند موقعیتی که در دهه ۱۹۸۰ فراروی صندوقهای سرمایه‌گذاری مشترک قرار گرفت.

گزارش پیش‌رو، عنوان نخست از مجموعه‌ای درباره بررسی کارکردها، شیوه عملکرد، و اهمیت اقتصادی فعالیت صندوقهای پوشش خطر است. اهمیت این گزارش از آن روست که علاوه بر شناساندن این پدیده نوین، پویایی بازارهای مالی امروزی جهان را دربرآوردن کارکردهای پیش‌گفته آشکار می‌کند. وانگهی، پیشی‌گرفتن کارکرد مدیریت خطر بر تأمین مالی، لزوم توجه به این وظیفه اساسی را در بازار سرمایه ایران بیش از پیش نمایان می‌سازد.

1- Hedge Fund

صندوق پوشش خطر؛ پدیده‌ای نوین در بازارهای مالی توسعه‌یافته

فهرست مطالب

۱- مقدمه	۱
۲- تعریف و کارکردهای صندوق پوشش خطر	۱
۱-۲ تعریف صندوق پوشش خطر	۱
۲-۲ کارکردهای صندوق پوشش خطر	۳
۳- راهبردهای عملیاتی صندوقهای پوشش خطر	۷
۱-۳ آربیتراژ اوراق قرضه قابل تبدیل	۷
۲-۳ اوراق بهادار با درآمد ثابت	۹
۳-۳ کاهش خطر از راه ادغام و ترکیب آربیتراژ	۱۱
۴-۳ سرمایه‌گذاری در اوراق بهادار شرکت‌های ورشکسته	۱۳
۵-۳ اوراق بهادار با پشتوانه رهنی	۱۳
۴- سخن آخر	۱۵

۱- مقدمه

وجود تنوع در ابزارهای مالی، از جمله عوامل مؤثر در ایجاد انگیزه برای مشارکت سرمایه‌گذاران در بازارهای متشکل سرمایه است. از همین روست که ابداعات و نوآوریهای بسیاری در چند دهه گذشته در این بازارها صورت گرفته است. با این حال به دلیل وابستگی و ارتباط بسیار نزدیک بازارهای مالی با یکدیگر، سرمایه‌گذاری در این بازارها همچنان پرخطر جلوه می‌کند. از جمله ابزارهای مالی که اخیراً با هدف پوشش خطر و کسب سود ابداع شده صندوقهای پوشش خطر است. این صندوقها با استفاده از راهبردها و استراتژیهای خاص قادر به کسب سود و کاهش خطر در شرایط مختلف حتی به هنگام بروز بحران در بازارهای مالی هستند.

گزارش پیش‌رو به منظور آشنایی با این صندوقها و بررسی نحوه فعالیت آنها تهیه شده است که ضمن آن به انواع راهبردهای پوششی مانند خرید و فروش استقراضی سهام، آربیتراژ اوراق قرضه قابل تبدیل و نحوه استفاده از آنها اشاره می‌شود.

۲- تعریف و کارکردهای صندوق پوشش خطر

۲-۱ تعریف صندوق پوشش خطر

صندوق پوشش خطر^(۱) معمولاً برای توصیف صندوقهایی به کار می‌رود که در قالب تعریف سنتی شرکتهای سرمایه‌گذاری قرار ندارند. صندوق پوشش خطر را می‌توان از جمله ابزارهای سرمایه‌گذاری مشترک قلمداد کرد. به بیان دیگر، هر صندوقی که از راهبردهایی به غیر از سرمایه‌گذاری بلندمدت در اوراق قرضه، سهام (صندوقهای سرمایه‌گذاری مشترک)، و بازارهای پول (صندوقهای بازار پول) استفاده کند، صندوق پوشش خطر است. از جمله این راهبردها می‌توان به موارد زیر اشاره کرد:

- پوشش از طریق فروش استقراضی: به معنای فروش سهامی که در مالکیت صندوق نیست به امید اینکه آنها را در آینده، با قیمت کمتر خریداری کند؛ زیرا انتظار دارد که قیمت آنها در آینده کاهش یابد.
- استفاده از آربیتراژ: صندوقها درصد استفاده از ناترازی قیمتی موجود بین اوراق بهادار هستند.

- استفاده از اختیار معامله و ابزارهای مشتق: منظور از اختیار معامله و ابزارهای مشتق قراردادهایی است که ارزش آنها بستگی به عملکرد داراییهای مالی مورد نظر، شاخص یا دیگر سرمایه‌گذاریها دارد.
 - استفاده از اهرم مالی: استفاده از استقراض به منظور افزایش بازده.
 - سرمایه‌گذاری در اوراق بهادار (اوراق بدهی یا سهام) که کمتر از حد ارزش‌گذاری شده باشد یا مطلوب همگان نباشد.
 - تلاش برای استفاده از مزایای شکاف بین قیمت جاری بازار و قیمت نهایی خرید در مواقعی مانند ادغام یا خریدن و تحت کنترل درآوردن یک شرکت به روش خصمانه.
- صندوقهای پوشش خطر و صندوقهای سرمایه‌گذاری مشترک با یکدیگر پنج تفاوت عمده دارند:
- ۱- صندوقهای سرمایه‌گذاری مشترک براساس عملکرد نسبی ارزیابی می‌شوند. به بیان دیگر عملکرد آنها با برخی شاخصهای مربوط مانند شاخص S&P 500 یا دیگر صندوقهای سرمایه‌گذاری مشترک در بخش خود مقایسه می‌شوند. از صندوقهای تضمین انتظار می‌رود که بازده مطلق را کسب کنند. صندوقهای سرمایه‌گذاری مشترک تلاش می‌کنند که در همه شرایط، حتی در مواقعی که شاخصهای مربوط پایین باشند، سود کسب کنند.
 - ۲- صندوقهای سرمایه‌گذاری مشترک بسیار قانونمند هستند و استفاده از فروش استقراضی و ابزارهای مشتق را محدود می‌کنند. این مقررات دست و پاگیرند و باعث می‌شوند که حمایت از داراییهای صندوق به هنگام رکود، با مشکل مواجه شود. از سوی دیگر، صندوقهای پوشش خطر قانونمند نیستند و در نتیجه محدودیت ندارند. صندوقهای پوشش خطر خرید و فروش استقراضی و راهبردهای دیگر کاربرپذیر برای افزایش توان و عملکرد صندوق را مجاز می‌دانند و به همین دلیل نوسان‌پذیری قیمت را محدود می‌کنند. با وجود این، نوعی محدودیت غیررسمی اغلب درباره تمامی مدیران صندوقهای پوشش خطر اعمال می‌شود. این محدودیت را سرمایه‌گذاران حرفه‌ای بر آنها اعمال می‌کنند. آنها نسبت به راهبردهای مختلف آگاهی دارند و به عنوان نمونه به علت تخصص یک مدیر در یک راهبرد ویژه سرمایه‌گذاری، در یک صندوق خاص سرمایه‌گذاری می‌کنند.
 - ۳- صندوقهای سرمایه‌گذاری مشترک اغلب حقوق مدیران را براساس درصدی از داراییهای صندوق می‌پردازند. صندوقهای پوشش خطر به مدیران خود علاوه بر حقوق ثابت براساس نتیجه عملکرد آنها نیز دستمزد می‌پردازند. سرمایه‌گذاری برای بازده معین نسبت به کسب بازده نسبی بیشتر مورد تقاضاست. این امر به مهارت، دانش و استعداد بیشتری نیاز دارد. شگفتی‌آور نیست که پرداخت حقوق براساس عملکرد، بسیاری از مدیران بااستعداد در سرمایه‌گذاری را به سوی صندوقهای پوشش خطر جذب کرده است.
 - ۴- صندوقهای سرمایه‌گذاری مشترک قادر نیستند که به گونه‌ای مؤثر از داراییهای خود در برابر کاهش قیمتها جز به صورت معامله نقدی یا با دادوستد قرارداد آتی سهام^(۱) حفاظت کنند. از سوی دیگر صندوقهای پوشش

خطر اغلب قادرند که با به کارگیری راهبردهای پوششی، از داراییهای خود در برابر افت و کسادى بازار حمایت و حفاظت کنند. البته، راهبردهای به کار رفته نسبت به ارزش سرمایه‌گذاری و نوع صندوق پوشش خطر بسیار متفاوت است. اما در نتیجه استفاده از این راهبردهای پوششی، برخی از انواع صندوقهای پوشش خطر حتی در شرایط رکودی بازار قادر به کسب بازده مثبت هستند.

۵- عملکرد آینده صندوقهای سرمایه‌گذاری مشترک به جهت و مسیر حرکت بازار سهام وابسته است. می‌توان آن را با حرکت کاه بر سطح اقیانوس قیاس کرد که با حرکت موج بالا و پایین می‌رود. عملکرد آتی بسیاری از صندوقهای پوشش خطر تا حدود زیادی قابل پیش‌بینی است و به جهت و مسیر بازار سهام وابسته نیست. این پدیده را می‌توان با حرکت کشتی قیاس کرد که آرام و مستقیم حرکت می‌کند، بدون آنکه تحت تأثیر امواج باشد.

به طور کلی صندوقهای پوشش خطر ماهانه یا فصلی اقدام به پذیرش سرمایه‌گذار جدید می‌نمایند. چنانچه فرد مقادیر قابل ملاحظه‌ای پول برای سرمایه‌گذاری داشته و از خطرات راهبردهای متفاوت صندوقهای پوشش خطر نیز آگاه باشد، بهترین روش آن است که یا از خدمات مشاوره‌ای استفاده کند یا در صندوق پوشش خطر اقدام به سرمایه‌گذاری بنماید. صندوق پوشش خطر داراییهای خود را در بین ترکیبی از صندوقهای پوشش خطر دیگر گسترش می‌دهد؛ و راهبردها و انواع مختلف دارایی را به کار می‌گیرد تا بتواند بازده بلندمدت بسیار باثباتی در مقایسه با تک‌تک صندوقهای پوشش خطر برای وی ارائه نماید.

در اوایل دهه ۱۹۹۰ صندوقهای پوشش خطر به عنوان شرکتی شناخته می‌شوند که اقدام به خرید و فروش سریع سهام می‌کنند. امروزه واژه صندوقهای پوشش خطر به صندوقهایی اطلاق می‌شود که از انواع سرمایه‌گذاریها استفاده می‌کنند. برخی از این صندوقها ممکن است حتی خطری را نیز پوشش ندهند. تعداد صندوقهای پوشش خطر به سرعت در حال افزایش است. طی چند سال اخیر، تعداد آنها سالانه بیست درصد افزایش داشته است. نرخ رشد داراییهای این صندوقها نیز بسیار زیاد بوده است. امروزه برآورد می‌شود که بین چهار تا پنج هزار صندوق پوشش خطر با سرمایه دویست تا سیصد میلیارد دلار وجود داشته باشد. هر چند تعداد و اندازه صندوقهای پوشش خطر نسبت به صندوقهای سرمایه‌گذاری مشترک اندک است، رشد چشمگیر آنها بیانگر اهمیت این نوع سرمایه‌گذاری برای سرمایه‌گذاران نهادی و به ویژه سرمایه‌گذاران ثروتمند است.

۲-۲ کارکردهای صندوق پوشش خطر

پیش‌بینی نتایج آتی هر راهبرد سرمایه‌گذاری به تغییرات بازده گذشته آن بسیار وابسته است. عملکرد آتی راهبردهایی که با نوسانهای زیاد همراهند، در مقایسه با عملکرد راهبردهایی که نوسانهای کم یا متوسطی دارند، کمتر قابل پیش‌بینی است. کسانی که در صنعت صندوقهای سرمایه‌گذاری مشترک فعالیت دارند - یعنی جایی که تغییرات یافته‌های گذشته بسیار زیاد است، زیرا یافته‌ها به مسیر و جهت بازار سهام وابسته است - بخوبی می‌دانند که تا چه

نوعی پیمان آتی یا قرارداد پیش خرید یا پیش فروش که بر مبنای عملکرد شاخص بورس نیویورک یا بر مبنای شاخص قیمت است.

حد پیش‌بینی عملکرد آینده مشکل است. اما در صنعت صندوقهای پوشش خطر، بسیاری از راهبردهای سرمایه‌گذاری قادر به ایجاد بازده مناسب و مستمر و قابل پیش‌بینی است. در نتیجه، صندوقهای پوشش خطر با به کارگیری برخی از این راهبردها می‌توانند یک بازده قابل پیش‌بینی ایجاد کنند که به مسیر و جهت بازار نیز وابسته نیست.

برای هر فردی که در صنعت سرمایه‌گذاری شرکت دارد - که شامل سرمایه‌گذاران خصوصی نیز می‌شود - لازم و ضروری است، دست کم بخشی از ترکیب سرمایه‌گذاریهای خود را به صندوقهای پوشش خطر که به سمت و جهت بازار وابسته نیست، اختصاص دهد. بدیهی است، تمام صندوقهای پوشش خطر شبیه یکدیگر نیستند. از این رو، هر فرد می‌تواند از میان صندوقهای پوشش خطر آن نوعی را انتخاب کند که به بهترین وجه، نحوه سرمایه‌گذاری و خطر آن را برای وی پوشش دهد.

به طور کلی، بسیاری از صندوقهای سرمایه‌گذاری مشترک نمی‌توانند از واگذاری یا فروش اختیار معامله خرید یا فروش سهام استفاده کنند. اما صندوقهای پوشش خطر قادر به انجام این کار هستند، آن هم نه به عنوان عملی تدافعی بلکه به عنوان ابزاری برای استفاده از فرصتهای سرمایه‌گذاری که از واگذاری یا فروش اختیار معامله خرید یا فروش استفاده می‌کنند.

دلیل این امر آن است که صندوقهای پوشش خطر برخلاف اغلب صندوقهای سرمایه‌گذاری سستی، به یک نوع خاص از دارایی، مانند سهام، محدود نمی‌شوند. در دنیای صندوقهای پوشش خطر، انواع متعددی از صندوقهای سرمایه‌گذاری وجود دارد که دامنه وسیعی از راهبردها و روشهای سرمایه‌گذاری را شامل می‌شود. برخی از آنها در بعضی انواع داراییها مانند پول یا اوراق بهادار کم ارزش در یک یا چند منطقه سرمایه‌گذاری می‌کنند. بعضی از صندوقهای پوشش خطر از ابزارهایی مانند اهرم مالی، ابزارهای مشتق، آربیتراژ و موقعیت سرمایه‌گذاری متمرکز که دور از دسترس صندوقهای سرمایه‌گذاری مشترک است و به شدت در معرض مقررات و الزامات قانونی دیگر قرار دارند، استفاده می‌کنند. براساس تحقیق یکی از صندوقهای پوشش خطر^(۱) که با همکاری یکی از مراکز دانشگاهی انجام گرفته است، صندوقهای پوشش خطر در مقایسه با شرکتهای سرمایه‌گذاری مشترک در شرایط مساوی از نظر خطر زیان و ضرر، بازده بالاتری به دست می‌آورند. این تحقیق بیش از ۱۶۰۰ صندوق پوشش خطر را طی یک دوره پنج ساله منتهی به ۱۹۹۵ مورد مطالعه قرار داده است. علاوه بر آن پس از این دوره پنج ساله نیز تقریباً تمام صندوقهای پوشش خطر در مقایسه با صندوقهای سرمایه‌گذاری مشترک، یک بازده بالاتر همراه با خطر کمتر کسب کرده‌اند. ضمن آنکه صندوقهای پوشش خطر به ویژه در مواجهه با رکود ناگهانی بازار نیز کارایی داشته‌اند.

صندوقهای پوشش خطر در راهبردهای پوششی و ترکیب بازده و خطر با یکدیگر تفاوت‌های چشمگیری دارند. روشهای صندوقها نیز با یکدیگر تفاوت‌هایی اساسی دارد. صندوقهای کلان جهانی، صندوقهایی که در آربیتراژ اوراق قرضه قابل تبدیل به کار می‌روند، و صندوقهایی که به خرید و فروش استقراضی سهام اشتغال دارند، با یکدیگر تفاوت‌های قابل ملاحظه‌ای دارند.

1- Van Hedge Fund Advisors, Inc.

بر روی هم، استراتژی صندوقهای پوشش خطر از دیدگاههای زیر با یکدیگر تفاوت دارد:

- بازده سرمایه‌گذاری
- نوسان‌پذیری قیمت
- خطر

برخی از صندوقهای پوشش خطر که به بازارهای سهام وابسته نیستند، قادر به کسب بازده مناسب همراه با خطر بسیار کم هستند؛ حال آنکه برخی دیگر از صندوقهای پوشش خطر ممکن است به اندازه صندوقهای سرمایه‌گذاری مشترک یا حتی بیشتر از آنها دچار نوسان‌پذیری قیمت شوند.

برپایه تفاوت‌های برشمرده، بر روی هم شش نوع مختلف صندوق پوشش خطر وجود دارد. صندوقهای پوشش خطر از نظر نوع راهبرد، نوع دارایی، استفاده از ابزارهای مشتق و اهرم مالی و بخشها و مناطق مالی مورد استفاده با یکدیگر تفاوت دارند. به عنوان نمونه صندوقهای بازارهای نواحی، در سهام یا اوراق بدهی بازارهای کم و بیش متوسط سرمایه‌گذاری می‌کنند که تورم و نوسان بیشتری دارند. فروش استقراضی سهام در بسیاری از بازارهای نواحی مجاز نیست، از اینرو پوشش مؤثر خطر اغلب انجام نمی‌شود.

صندوق صندوقها،^(۱) صندوقی است که موفقترین صندوقهای پوشش خطر و دیگر ابزارهای سرمایه‌گذاری مشترک را با یکدیگر ترکیب، و سرمایه‌گذاریها را میان صندوقها و ابزارهای سرمایه‌گذاری مختلف توزیع می‌کند. همانگونه که اشاره شد، راهبردهای صندوق پوشش خطر پیچیده‌اند و دامنه وسیعی از ترکیبهای خطر و بازده را پوشش می‌دهند. حتی در یک روش خاص، دو مدیر درست مانند هم عمل نمی‌کنند. هر یک از مدیران در ترکیب داراییها، پوششها و تضمینهای مختلفی را در اهرم مالی خود به کار می‌گیرند. صندوق صندوقها فرآیند انتخاب صندوقهای پوشش خطر را تسهیل می‌کند. صندوقها را به نحوی با یکدیگر درمی‌آمیزد که بتواند اهداف متنوع خطر و بازده را محقق سازد؛ به گونه‌ای که خطرات را میان صندوقهای مختلف توزیع کند و بگستراند. درهم‌آمیختگی راهبردها و داراییهای مختلف به فراهم کردن بازده مناسبتر - نسبت به تک تک صندوقهای پوشش خطر - کمک می‌کند.

از مهمترین مزایای این صندوق می‌توان به موارد زیر اشاره کرد:

- با ترکیب صندوقهای پوشش خطر، خطر و نوسانهای قیمتی تا حد قابل ملاحظه‌ای کنترل می‌شود.
- حفظ و نگهداشت سرمایه که اغلب اهمیت زیادی دارد، امکان‌پذیر می‌شود.
- نوسانها به ترکیب و نسبت راهبردهای به کار گرفته شده بستگی دارد.

صندوق صندوقها، ترکیبی از راهبردهای متعددی است که می‌توان آن را ترکیبی از صندوقهای پوشش خطر دانست. با ترکیب و درهم‌آمیختگی صندوقهای پوشش خطر و دیگر ابزارهای سرمایه‌گذاری مشترک، آنها راهبردهای مختلف و انواع داراییها را به کار می‌گیرند تا بازده درازمدت باثبات‌تری را در مقایسه با تک‌تک صندوقها به دست آورند. خطر و بازده با ترکیبی از صندوقها و راهبردها قابل کنترل است. معمولاً هر چه مجموعه انواع داراییهای

1- Fund of Funds

صندوق - به یکدیگر وابسته نیستند - بزرگتر باشد، نوسانها و تغییرپذیری قیمت نیز برای صندوق کل کمتر خواهد بود. دور از انتظار است که تمام سرمایه‌گذاران نسبت به راهبردهای متعدد و خطر و بازده متفاوت متناظر با آنها آشنا باشند. در صورت عدم آگاهی، آنها با متخصصان مالی مشورت می‌کنند. به این طریق آنها امکانات و فرصتهای سرمایه‌گذاری متناسب با اهداف سرمایه‌گذاریشان را از دست نمی‌دهند. از آنجا که تمام صندوقهای پوشش خطر شبیه هم نیستند، بازده سرمایه‌گذاری، خطر و نوسان‌پذیری قیمت، در میان آنها بسیار متفاوت است.

بعضی از صندوقهایی که به آنها صندوقهای پوشش خطر گفته می‌شود، در واقع فقط در برابر خطر پوشش ایجاد نمی‌کنند؛ زیرا این واژه دامنه وسیعی از صندوقهای دیگر را نیز دربرمی‌گیرد. این واژه همچنین صندوقهایی را نیز شامل می‌شود که از راهبردهای پرخطر، بدون پوشش خطر زیان، استفاده می‌کنند. به عنوان نمونه، یک راهبرد کلان جهان شمول ممکن است در سیاستهای اقتصادی برخی کشورها تغییراتی را پیش‌بینی کند که بر نرخ بهره اثر می‌گذارد که این نیز به نوبه خود تمام ابزارهای مالی را تحت تأثیر قرار داده و استفاده از اهرم مالی را افزایش می‌دهد. از آنجا که سرمایه‌گذاری مبتنی بر اهرم مالی بیشترین تأثیر را بر عملکرد بازار می‌گذارد، بازده مثبت یا منفی آن می‌تواند قابل ملاحظه باشد.

بسیاری از صندوقهای پوشش خطر به دنبال آنند که به گونه‌های مختلف خطر را پوشش دهند تا بازده باثبات و مناسبی داشته باشند. راهبردهای مبتنی بر حوادث، مانند سرمایه‌گذاری در موقعیتهای خاص یا ناگوار با قطع ارتباط با بازارها، خطر را کاهش می‌دهد.

صندوقهای پوشش خطر ممکن است اوراق قرضه بهره‌دار خریداری کرده یا اوراق شرکتی را که در حال تجدید سازمان یا در حال ورشکستگی یا تجدید ساختار هستند معامله کنند. باین ترتیب آنها، بیشتر به پدیده‌های خاص مربوط به یک شرکت توجه دارند تا رویدادها و روندهای کلان اقتصادی که سرمایه‌گذاری آنها را تحت تأثیر قرار می‌دهد. از این رو، اغلب قادر به کسب بازده مناسب همراه با خطر زیان کمتری هستند. اما صندوقهای دیگر به جریانهای بازار وابسته‌اند. صندوقهای پوشش خطر بخشی از خطرات بازار را از طریق واگذاری یا فروش استقراضی سهام به دیگران پوشش می‌دهند، و به این ترتیب هنگام رکود بازار و کاهش قیمت، سود می‌برند و زیانهایی را که به لحاظ داراییهای تحت تملک خود دیده‌اند، جبران می‌کنند. بنابراین، صندوق پوشش خطر در واقع یک ابزار سرمایه‌گذاری است که اولویت اول آن به حداقل رساندن خطر سرمایه‌گذاری و نیز کسب سود در همه شرایط است. صندوقهای پوشش خطر تلاش می‌کنند که دور از بازارهای راکد فعالیت کنند. در بحران سال ۱۹۸۷، زمانی که شاخص S&P ۵/۲۴ درصد و شاخص صندوقهای سرمایه‌گذاری مشترک تنها ۱/۰۲ درصد افزایش یافت، بازده صندوقهای پوشش خطر بنا به گزارش مورخ ۲۹ جولای ۱۹۹۶ بیزنس ویک، ۱۴/۴۹ درصد افزایش نشان داد.

بار دیگر، در سال ۱۹۹۰، وقتی که شاخص S&P و سهام صندوقهای سرمایه‌گذاری مشترک به ترتیب ۳/۱۱ و ۳/۸۲ درصد افزایش یافت، صندوقهای پوشش خطر همان سال را با ۱۰/۹۷ درصد رشد به پایان رساندند.

به نظر می‌رسد که دلیل مشارکت و افزایش سرمایه‌گذاری دانشگاهها و مؤسساتی از این قبیل در صندوقهای پوشش خطر طی سه تا پنج سال گذشته همین مزایا و منافع بوده باشد. دانشگاهها، سرمایه‌گذاری در این نوع

صندوقها را نوعی سرمایه‌گذاری محافظه‌کارانه تلقی می‌کنند. از جمله این دانشگاهها می‌توان به دانشگاه لویولای شیکاگو، ام هریست کالج، دانشگاه کلگیت، و دانشگاه تافتز اشاره کرد.

کم و بیش سهامی صندوقهای پوشش خطر در پی کسب سود از تغییرات اقتصاد جهانی‌اند و از اهرمهای مالی و ابزارهای مشتق برای مقابله با حرکت‌های بازار بهره می‌جویند. آنها بسیار سودآورند، اما با تغییرپذیری قیمت نیز دست به گریبانند و همچنین ممکن است گاهی افول نیز داشته باشند. به عنوان نمونه، در طول فصل نخست سال ۱۹۹۴، صندوق پوشش خطر مایکل اشتاین‌هارت به اشتباه تصور می‌کرد که نرخ بهره اروپایی کاهش، و در نتیجه قیمت اوراق قرضه افزایش خواهد یافت. اما به دلیل آنکه بانک مرکزی آمریکا نرخ بهره را در آمریکا افزایش داد، و نرخ بهره در اروپا افزایش یافت؛ صندوق مزبور ۲۹ درصد ضرر کرد.

واقعیت آن است که مدیران صندوقهای پوشش خطر در سهام، پول، اوراق قرضه، کالا و طلا سرمایه‌گذاری می‌کنند و به کمک اهرمهای متعددی می‌توانند برای کسب بازده فراوان با نوسانهای زیاد استفاده نمایند؛ اما در عمل کمتر از پنج درصد صندوقهای پوشش خطر از اینگونه راهبردها استفاده می‌کنند. اولویت اول اکثریت عمده صندوقهای پوشش خطر کسب بازده مستمر و مداوم و نه بازده بسیار زیاد است. بسیاری از آنها از ابزارهای مشتق فقط برای اقدامات تأمینی و پوششی استفاده می‌کنند. برخی از آنها اصلاً از ابزارهای مشتقه استفاده نمی‌کنند و برخی دیگر نیز اصولاً از اهرم مالی استفاده نمی‌کنند. در نتیجه، فقط بعضی از راهبردهای صندوقهای پوشش خطر به بازار سهام وابسته نیست و به کمک آنها قادرند یک بازده مناسب و مداوم و با خطر زیان کم به دست آورند.

همانند صندوقهای خاص، یعنی صندوقهایی که نسبت به بازار خنثی عمل می‌کنند، صندوقهای پوشش خطر قادر به کسب بازده یکنواخت با تغییرات و نوسانهای کم هستند. این صندوقها، با حفظ موقعیتهای مخالف سعی می‌کنند تا خطرات بازار را پوشش دهند و این کار را با استفاده از اوراق بهادار مختلف همان ناشر انجام می‌دهند. این صندوقها معمولاً به طور مساوی در خرید و فروش سهام سرمایه‌گذاری می‌کنند.

۳- راهبردهای عملیاتی صندوقهای پوشش خطر

۳-۱ آربیتراژ اوراق قرضه قابل تبدیل

از جمله راهبردهای فراگیر "عملیات" صندوقهای پوشش خطر، استفاده از شیوه آربیتراژ اوراق قرضه قابل تبدیل است. در این روش، با خرید اوراق قرضه قابل تبدیل و فروش استقراضی سهام، فرد می‌تواند به گونه‌ای سرمایه‌گذاری خود را پوشش دهد که نسبت به نوسانهای بازار مصون بماند. چنانچه قیمت سهام کاهش یابد با فروش استقراضی از سرمایه‌گذاری حمایت می‌شود. صندوقهای تضمین نیز که بنا به تعریف از یک یا چند راهبرد سرمایه‌گذاری استفاده می‌کنند، روش آربیتراژ اوراق قرضه قابل تبدیل را به کار می‌گیرند. گر چه تمام صندوقهای پوشش خطر به لزوم فقط پوشش خطر نمی‌کنند، بسیاری از آنها اقدام به این کار می‌نمایند و از جمله موفقترین شیوه‌های آنها نیز آربیتراژ اوراق قرضه قابل تبدیل است. به عنوان مثال در مورد اوراق بهادار قابل تبدیل می‌توان به

شکل زیر عمل کرد: با خرید اوراق قرضه قابل تبدیل با نرخ بهره ۵ درصد به ارزش ۱۰۰ دلار که قابل معاوضه با ۱۰۰ سهم عادی ۱۰ دلاری است، با به کارگیری استراتژی آربیتراژ در مقابل خرید این اوراق قابل تبدیل می توان اقدام به اتخاذ موقعیت فروش ۵۰ سهم از سهام عادی با قیمت ۱۰ دلار نمود. به رغم وجود ناکارایی در قیمتگذاری این دو نوع اوراق بهادار، با به کارگیری استراتژی آربیتراژ به هنگام افزایش و نیز کاهش قیمت سهام، سود به دست می آید.

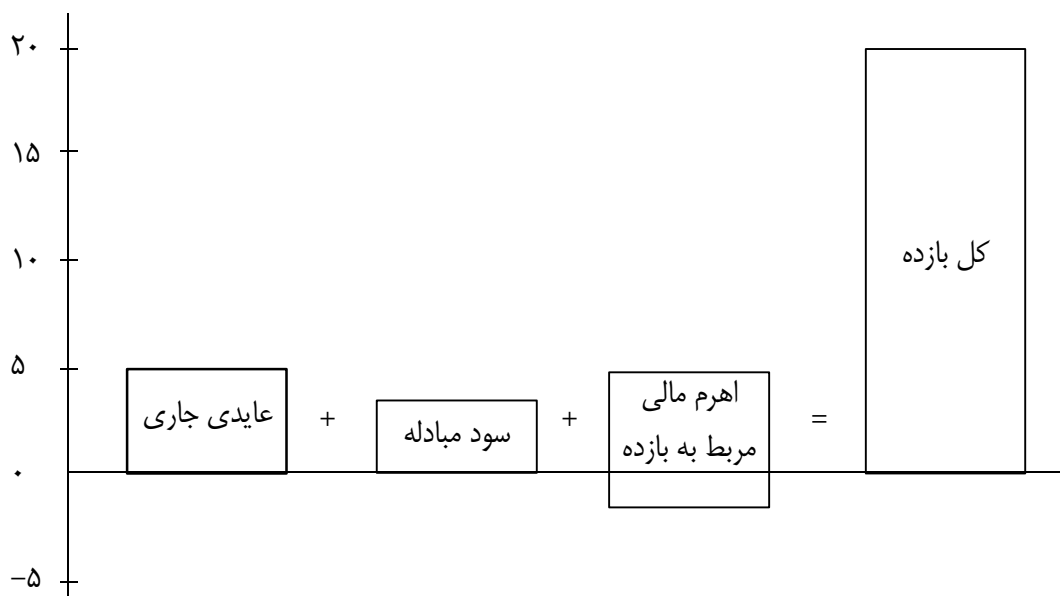
- بازده سرمایه گذاری در این حالت سرمایه گذاری فرضی به قرار زیر است:

بازده سرمایه گذاری بدون تغییر قیمت سهام	
بهره پرداخت شده به ۱۰۰۰ دلار اوراق قرضه قابل تبدیل (با نرخ بهره ۵ درصد)	۵۰ دلار
بهره دریافتی از ۵۰۰ دلار فروش استقراضی (با نرخ بهره ۵ درصد)	۲۵ دلار
کارمزد پرداختی به وام دهنده سهام عادی (۲۵/۰ درصد)	(۱/۵) دلار
خالص جریان نقدی	۷۳/۵ دلار
بازده سالانه	۷/۳ درصد
بازده سرمایه گذاری با ۲۵ درصد افزایش قیمت سهام	
سود ناشی از اوراق قرضه قابل تبدیل	۲۵ دلار
زیان مربوط به فروش سهام (۵۰ سهم به ازای هر سهم ۲/۵ دلار)	(۱۲۵) دلار
بهره اوراق قرضه قابل تبدیل	۵۰ دلار
بهره دریافتی از فروش استقراضی سهام	۲۵ دلار
کارمزد پرداختی به وام دهنده سهام عادی	(۱/۵) دلار
خالص سود و جریان نقدی	۱۹۸/۵ دلار
بازده سالانه	۱۹/۸۵ درصد
بازده سرمایه گذاری با کاهش ۲۵ درصدی قیمت سهام	
زیان اوراق قرضه قابل تبدیل	(۸۰) دلار
سود فروش سهام (۵۰ سهم)	۱۲۵ دلار
بهره اوراق قرضه قابل تبدیل	۵۰ دلار
بهره دریافتی از فروش استقراضی	۲۵ دلار
کارمزد پرداختی به وام دهنده سهام عادی	(۱/۵) دلار
خالص جریان نقدی	۱۱۸/۵ دلار
بازده سالانه	۱۱/۸۵ درصد

چنانکه مشاهده می شود، اگر موقعیت آربیتراژ اوراق قرضه قابل تبدیل به نحو مناسبی سازمان دهی شده باشد، نه تنها از بهره خود اوراق قرضه و نیز فروش آن بلکه از تغییرات افزایشی و کاهشی قیمت سهام نیز سود به دست می آید. به بیان دیگر، اگر قیمت سهام کاهش یابد، سود ناشی از فروش استقراضی سهام عادی از زیان مربوط به

خرید اوراق قرضه قابل تبدیل فزونی می‌گیرد. به همین ترتیب، اگر قیمت سهام افزایش یابد، سود خرید اوراق قرضه قابل تبدیل از زیان مربوط به فروش استقراضی سهام عادی بیشتر خواهد بود.

اجزای بازده



مدیران صندوقهای تضمین در پذیرش سرمایه‌گذاران کوچک با احتیاط عمل می‌کنند. دلیل آن نیز زمان است. اگر شما در انجام معامله‌ای ۳۰ ثانیه تأخیر کنید، سود تبدیل به زیان می‌شود. علاوه بر آن، کارمزد بالای کارگزاران و نیز عدم پرداخت بهره ناشی از فروش استقراضی توسط کارگزاران، سود را کاهش می‌دهد.

در طی پنج سال ۱۹۹۲-۱۹۹۶، نرخ بازده صندوقهایی که اقدام به فعالیتهای آربیتراژ، و از جمله آربیتراژ اوراق قرضه قابل تبدیل، کرده بودند، سالانه ۱۳/۵ درصد بود. این رقم به ویژه برای سرمایه‌گذارانی که اولویت اول سالانه آنها حفظ سرمایه است، بسیار توجه‌برانگیز بود.

۲-۳ اوراق بهادار با درآمد ثابت

در شرایط سرمایه‌گذاری پرنوسان امروز که در آن گاهی اوقات کاهش قیمت بازار طی یک روز بیش از ده درصد است، بسیاری از سرمایه‌گذاران به دنبال یافتن اوراق قرضه‌ای هستند که بازده آن ثابت باشد. مشکل آن است که نرخ بهره اغلب اوراق قرضه دلاری معتبر اندکی بیش از ۷ درصد در سال است.

اگر فرد به دنبال کسب نرخ بهره دورقمی است، باید به سراغ اوراق قرضه بنجل برود که به طور طبیعی خطرات بیشتری را نیز به دنبال دارد. اوراق قرضه بنجل اوراقی با درجه اعتباری BB هستند که توسط شرکتهایی منتشر می‌شوند که از رقم درآمدها و فروش خود اطلاعات کاملی ارائه نمی‌دهند، یا آنکه شرکتهایی هستند که از اعتبار ضعیفی برخوردارند.

راه دیگری فراروی آن دسته از سرمایه‌گذاران خواهان کسب بازده بالاتر بدون وابستگی به سرمایه‌گذاری مبتنی بر سهام و در معرض نوسانهای زیاد گسترده، آن است که در اوراق بهادار با درآمد ثابت شرکتهایی سرمایه‌گذاری کنند که به نام **شرکتهای "با موقعیت ویژه"** نامیده می‌شوند. شرکتهای "با موقعیت ویژه" شرکتهایی هستند که در موقعیت یا در معرض حادثه خاصی قرار گرفته‌اند و منجر به بروز سوء تفاهماتی نسبت به آنها در بورس وال استریت شده است. این شرکتهای اغلب اوراق قرضه با عایدی بالا عرضه می‌کنند. علت این نیست که اینگونه شرکتهای از نظر اعتباری ضعیف هستند، بلکه علت آن حقایقی است که پیرامون این شرکتهای را فرا گرفته و بدون تحقیقات گسترده و مفصل درک آنها بسیار مشکل است. هر چه شرایط پیچیده‌تر باشد، سوء تفاهم در مورد آن نیز بیشتر است. این امر منجر به آن می‌شود که اوراق به هنگام خرید کمتر ارزش‌گذاری شده و به طور بالقوه بازده بالاتری را برای آن دسته از سرمایه‌گذارانی که قادر به تبیین صحیح اطلاعات بوده‌اند، فراهم کند.

برخی از مدیران صندوقهای پوشش خطر برای کسب سود به دنبال سرمایه‌گذاری در اینگونه شرکتهای هستند. آنها با خرید اوراق قرضه قابل تبدیل این شرکتهای از بهره پرداختی و هرگونه افزایش قیمت اوراق بهادار یا خرید سهام با تخفیف مانند **حق خرید اضافی سهام*** یا اوراق قرضه قابل تبدیل استفاده می‌کنند. در صورتی که ارزش آتی سهام بیش از اوراق قرضه شود، اوراق قرضه به سهام تبدیل می‌شوند.

برخی دیگر از موقعیتهای سرمایه‌گذاری صندوقهای پوشش خطر آن است که به طور مستقیم به شرکتهای با نرخ بهره دورقمی وام می‌دهند، مشروط بر آنکه شرکتهای وامدار نیز گزینه‌هایی از قبیل ارائه سهام یا حق خرید اضافی سهام را به ازای وام تقبل کنند. دیگر روش سرمایه‌گذاری این صندوقها خرید تخفیف‌دار وامهای بانکی با عایدی زیاد و ارائه آن به شرکتهای قبل از عرضه اولیه سهام آنهاست. این بار نیز شرکتهای را وامدار می‌کنند تا به ازای آن وام، سهام به آنها عرضه کنند.

برخی مدیران صندوقهای تضمین معتقدند که سرمایه‌گذاری در اوراق بهادار با درآمد ثابت و موقعیتهای ویژه فرصت منحصر به فردی را برای سرمایه‌گذاران ایجاد می‌کند تا بازده مستمر و مداومی را بدون هیچ ارتباطی با بازار به دست آورند. حتی در بازارهایی که با رکود مواجهند، سرمایه‌گذاران از بهره‌های اوراق قرضه سود کسب می‌کنند. این حقیقت که صندوقها در اوراق قرضه کوتاه‌مدت سرمایه‌گذاری می‌کنند بدان معناست که حتی اگر قیمت اوراق قرضه کاهش یابد، سرمایه‌گذاران، تمام سرمایه‌گذاریها و بهره آنها را طی یک دوره کم و بیش کوتاه به دست خواهند آورد. امتیاز خاص دیگری که از سرمایه‌گذاری در اوراق بهادار با درآمد ثابت و شرایط ویژه، انتظار می‌رود افزایش قیمت اوراق قرضه و سهام است. این افزایش زمانی رخ می‌دهد که بورس وال استریت به قیمت‌گذاری نادرست شرکت مورد نظر واقف شود. دلیل این امر نیز این است که هر چه که به سرمایه‌گذاری در موقعیت ویژه دقت بیشتری شود، شکاف بین قیمت جاری و قیمت ذاتی آن بیشتر است. به محض آنکه جامعه سرمایه‌گذاری، این شکاف را تشخیص دهد، شرکت دوباره قیمت‌گذاری و باعث می‌شود که عایدی اوراق قرضه کاهش و قیمت آن افزایش یابد. علاوه بر آن، از آنجا که اینگونه سرمایه‌گذاریها اغلب به لحاظ حوادث و شرایط خاص یک شرکت یا یک صنعت رخ می‌دهد، با روند

*- Warrant

حق خرید تعدادی سهام به قیمت ثابت در دوره زمانی خاص

کلی بازار ارتباط چندانی ندارد.

به طور کلی دلیل اصلی سرمایه‌گذاری در اوراق با درآمد ثابت شرکت‌های با موقعیت ویژه برای سرمایه‌گذاران محتاط امروزی، بازده متناسب آن است که بدون وابستگی به نوسانهای فزاینده بازار سهام به دست می‌آید.

۳-۳ کاهش خطر از راه ادغام و ترکیب آریترائز

اوایل سال ۱۹۹۷ زمانی که شرکت مخابراتی SBC به دنبال تصاحب شرکت مخابراتی پاسیفیک بود، رییس صندوق، دیوید لیپتاک، محاسبه ساده‌ای انجام داد. چنانچه او سهام شرکت پاسیفیک را می‌خرد، ممکن بود سود ببرد که این سود ناشی از افزایش مورد انتظار در سهام پاسیفیک به هنگام تبدیل آن به سهام SBC رخ می‌داد. همزمان، به منظور حفظ تفاوت قیمت و نیز محافظت شرکت خود از افت قیمت سهام SBC، لیپتاک می‌توانست سهام SBC را به صورت استقراضی بفروشد. بدین ترتیب تا هنگامی که ادغام به طور کامل انجام شود، لیپتاک توانست برای صندوق سود کسب کند.

در واقع لیپتاک از نوعی استراتژی تضمین به نام آریترائز (ادغام) استفاده کرد. طرح او به کارگیری نوعی استراتژی بود که سود را، صرف نظر از جهت بازار سهام، تضمین می‌کرد. این استراتژی از نوسانهای مورد انتظار در قیمت - آریترائز فرصتها - بهره می‌برد. این فرصت پس از آنکه ادغام شرکتها مطرح و اعلام می‌شود، رخ می‌دهد. سؤال مهم این است که این استراتژی چگونه عمل می‌کند؟ پس از آنکه شرکتی اعلام کرد که قصد تصاحب شرکت دیگری را دارد، قیمت سهام شرکت مورد نظر افزایش می‌یابد.

مورد فرضی زیر را می‌توان در نظر گرفت که سهام شرکت الف به قیمت ۱۰۵ دلار مبادله می‌شود. این شرکت هر سهم خود را معادل سهم شرکت ب که در حال حاضر به قیمت ۸۰ دلار مبادله می‌شود، عرضه می‌کند. سرمایه‌گذاری که در جستجوی کسب سود از آریترائز سهام این دو شرکت باشد، سهام شرکت ب را به قیمت ۱۰۰ دلار خریداری می‌کند، یعنی قیمتی که سهام شرکت ب به محض اعلام ادغام به آن خواهد رسید، و همزمان سهام شرکت الف را به قیمت هر سهم ۱۰۵ دلار به صورت استقراضی بفروش می‌رساند. هر چه زمان ادغام نزدیکتر شود، این شکاف پمچ دلاری کمتر می‌شود، به گونه‌ای که قیمت سهام شرکت ب به الف نزدیک می‌شود و بازده سرمایه‌گذار افزایش می‌یابد. برای مثال، اگر قیمت سهام شرکت ب به ۱۰۱ دلار افزایش یابد و سهام شرکت الف به ۱۰۴ دلار کاهش یابد، سرمایه‌گذار معادل یک دلار از خرید و یک دلار از فروش سود به دست می‌آورد.

به محض آنکه ادغام به طور کامل صورت پذیرد و سهام شرکت ب به سهام شرکت الف تبدیل شود، سرمایه‌گذار صرفنظر از قیمت جاری سهام شرکت الف، به ازای هر سهم ۵ دلار سود کسب کرده است. اگر در جریان انتقال، بازار خراب شود و منجر به کاهش قیمت سهام شرکت الف به ۸۰ دلار شود، سرمایه‌گذار از فروش استقراضی سهام شرکت الف به قیمت ۱۰۵ دلار، ۲۵ دلار سود کسب می‌کند که از این میزان، دو دلار بابت سهام شرکت ب که وی به ازای آن ۱۰۰ دلار پرداخته بود، کسر می‌شود. جدول زیر سناریوی بالا را نشان می‌دهد:

استراتژی آربیتراژ ادغام			
خرید یک سهم از شرکت هدف ب به قیمت ۱۰۰ دلار؛ فروش استقراضی یک سهم از شرکت متقاضی (الف) به قیمت ۱۰۵ دلار			
سناریوی پس از ادغام	سود (زیان) از خرید استقراضی به ۱۰۰ دلار	سود (زیان) از فروش استقراضی به ۱۰۵ دلار	کل سود (زیان)
افزایش قیمت سهام شرکت الف به ۱۲۰ دلار	\$۲۰	(\$۱۵)	\$۵
کاهش قیمت سهام شرکت الف به ۸۰ دلار	(\$۲۰)	\$۲۰	\$۵

با توجه به اینکه میانگین زمان ادغام و انجام معاملات از زمان اعلام تا تکمیل آن چهار ماه به طول می‌انجامد، پنج درصد سودی که در جدول بالا نشان داده شد، در واقع پانزده درصد سود سالانه است.

متغیر مهم در اینجا، خطری است که ادغام‌گر خود را در آن می‌افکند. در این مورد، اگر شرکت هدف (ب) با مسایل و مشکلاتی روبرو باشد، قیمت سهام معمولاً به قیمت اولیه ۸۰ دلار یا حتی کمتر خواهد رسید. در نتیجه، از خرید سهام شرکت ب به قیمت ۱۰۰ دلار پس از اعلام ادغام، معادل ۲۰ دلار یا بیشتر ضرر و زیان به دست خواهد آمد. علاوه بر آن اگر پس از اعلام اولیه، قیمت سهام شرکت الف کاهش یابد، قیمت سهام آن به ۱۰۵ دلار تنزل خواهد کرد.

معمولاً، اغلب پیشنهادهای ادغام پس از اعلام تحقق می‌یابد. تنها سه درصد از معاملات "خوب" با "شکست" مواجه می‌شود. علاوه بر آن به لحاظ وجود تنوع زیاد، مدیران صندوقها می‌توانند تأثیر عدم توافق با یک شرکت را پوشش دهند. با اینحال بعضی از صندوقهای پوشش خطر به منظور پوشش مواردی که ادغام با شکست مواجه می‌شود، خرید استقراضی در شرکت هدف را با فروش استقراضی سهام شرکت تکمیل می‌کنند. لازم به ذکر است، آنها فقط زمانی اقدام به این عمل می‌کنند که شکاف موجود به گونه‌ای باشد که سود بالقوه بتواند هزینه فروش را به خوبی بپوشاند.

در مقایسه با عدم اطمینانی که در بازارهای سهام پرنوسان امروزی موجود است، سرمایه‌گذارهای مبتنی بر آربیتراژ مانند آنچه در بالا شرح داده شد، بازده مناسب و مداومی را به وجود می‌آورد.

یکی از مدیران صندوقهای تضمین لپیتاک معتقد است: "بازده آربیتراژ مبتنی بر ادغام با نوسانهای بازار سهام به کلی بی‌ارتباط است. مدیریت خطر نیز به نحو بهتری صورت می‌گیرد، زیرا در این نوع معاملات درباره نتایج احتمالی و قابل پیش‌بینی معامله خاصی صحبت می‌شود. حال آنکه در دیگر معاملات درباره پیش‌بینی رفتار متغیرهای تصادفی بحث و صحبت می‌شود."

آربیتراژ ادغام، به عنوان آربیتراژ خطر، یک راهبرد جدید پوشش خطر است. گاهی به آن **استراتژی فنثای پوشش فطر بازار** نیز اطلاق می‌شود. این استراتژی به تازگی مطرح شده است، هر چند تاحدودی به بازار مربوط می‌شود و به کلی نسبت به آن خنثی نیست؛ زیرا گاهی دیده می‌شود، کساد بازار به موافقت‌نامه‌های مربوط به ادغام نیز آسیب

می‌رساند.

اواخر دهه ۱۹۸۰، وقتی شرکت ایوان بوسکی با استفاده از اطلاعات درونی قبل از اعلام ادغام، سهام شرکت را خریداری کرد، با واکنشهای منفی روبرو شد. اما به طور کلی، آربیتراژ ادغام درباره تشکیل سرمایه از طریق معاملات اعلام شده، مفید است. آربیتراژ ادغام با انتشار اخبار مربوط به آن آغاز می‌شود به این ترتیب که فردی مایل به خریداری سهام یک شرکت است. بلافاصله به طور رسمی اعلام می‌شود که آیا این خرید:

(۱) دوستانه است یا غیردوستانه؛

(۲) موافقت با خرید نقدی (مصوب هیئت مدیره)، برگه درخواست خرید یا پیشنهاد خرید؛

(۳) نقدی یا به صورت سهام، یا ترکیبی از هر دو؛

(۴) پیشنهاد خرید (۳۰ روزه) یا درخواست حق رای به عنوان سهامدار (به مدت ۴ تا ۶ ماه) و

(۵) با شرایط خاص.

مدیران پرتفوی یا تحلیلگران، آن پیشنهاد را بررسی و تحلیل می‌کنند.

فعالیت‌های مربوط به ادغام در پنج سال گذشته بسیار افزایش یافته است، که برای این نوع تحلیل‌گران و مدیران زمینه کاری بسیاری را فراهم کرده است. با توجه به افزایش فعالیت‌های مربوط به ادغام شرکتها به ویژه روند فزاینده آن در اروپا، و افزایش تعداد سرمایه‌گذارانی که مایل به دور بودن از بازار پرنوسان سهام هستند، امروزه آربیتراژ ادغام به عنوان یک راهبرد پوششی برای آن دسته از سرمایه‌گذارانی که مایل به کسب بازده مناسب و مستمر هستند اهمیت زیادی یافته است.

۳-۴ سرمایه‌گذاری در اوراق بهادار شرکت‌های ورشکسته

به نظر نمی‌رسد، شرکتی که با ورشکستگی روبروست، موقعیت مناسبی برای سرمایه‌گذاری داشته باشد. اما در بسیاری مواقع برای آن دسته از افرادی که با سرمایه‌گذاری در اوراق بهادار شرکت‌های ورشکسته آشنا هستند، موقعیتی برای سرمایه‌گذاری محسوب می‌شود: اوراق بهادار ورشکسته، سهام، اوراق قرضه یا ادعاهای مالی یا تجاری شرکت‌هایی که یا در حال ورشکسته شدن هستند یا ورشکسته شده‌اند یا از نظر مالی مقروض هستند. هنگامی که دارندگان این اوراق بهادار به فروش سهام این شرکت که با مشکلات مالی روبروست، اقدام می‌کنند، قیمت سهام آن کاهش می‌یابد. این فروشندگان در مواجهه با مسأله احساساتی برخورد می‌کنند و به ارزش واقعی شرکت توجهی نمی‌کنند. در اینگونه موارد، متخصصان سرمایه‌گذاری که در یافتن اوراق بهادار ورشکسته متخصص هستند و از خطرات و نیز ارزش واقعی آنها آگاه هستند، این اوراق را با تخفیف خریداری می‌کنند.

۳-۵ اوراق بهادار با پشتوانه رهنی

سرمایه‌گذارانی که به سرمایه‌گذاری‌های با درآمد ثابت و بازده مداوم بیشتر از اسناد و اوراق قرضه تجاری علاقه‌مند باشند، معمولاً متقاضی اوراق بهادار با پشتوانه رهنی هستند. اوراق بهادار با پشتوانه رهنی در واقع نشاندهنده مالکیت

در یک گروه یا مجموعه‌ای از وام‌های رهنی است. این اوراق، اوراق قرضه‌ای است که در آن اصل و فرع دریافتی از مجموعه وام‌های رهنی به دارندگان اوراق قرضه پرداخت می‌شود. درجه اعتباری این اوراق غالباً AAA در نظر گرفته می‌شود که بالاترین درجه در میان انواع مشابه است. برخی از مؤسسات خصوصی مانند بانکها، بانکهای سرمایه‌گذاری، مسکن‌سازان و دیگر انواع وام‌های رهنی اغلب از درجه اعتباری بسیار بالایی برخوردارند. به اینگونه اوراق، اوراق بهادار با پشتوانه رهنی خصوصی گفته می‌شود.

تفاوت ساختار پرداخت در اوراق بهادار با پشتوانه رهنی و اوراق قرضه سنتی

هر چند اوراق بهادار با پشتوانه رهنی نیز اوراق قرضه به شمار می‌آیند، با اوراق قرضه تجاری و اوراق قرضه خزانه از نظر نحوه پرداخت تفاوت دارند. در اوراق قرضه استاندارد هر شش ماه یکبار بهره پرداخت می‌شود و اصل بازده در سررسید یکجا پرداخت می‌شود. اما اصل مبلغ اوراق بهادار با پشتوانه رهنی در طول مدت اعتبار اوراق قرضه به تدریج بازپرداخت می‌شود، به گونه‌ای که اصل و فرع آن ماهانه عودت داده می‌شود.

اینگونه ساختار پرداخت، اوراق بهادار با پشتوانه رهنی را در مقایسه با اوراق قرضه استاندارد از دو جنبه متمایز می‌سازد: اولین تفاوت آن است که از دید سرمایه‌گذاران پرداخت ماهانه، از پرداختهای شش ماهه جذابیت کمتری دارد، به این دلیل که پول باید به دفعات بیشتری با نرخهای بهره نامعلومی دوباره سرمایه‌گذاری شود. به این وجه تمایز، **فطر سرمایه‌گذاری مجدد** گفته می‌شود. دومین تفاوت آن است که مالکان مسکن بخشی یا کل وثیقه را در طول مدت اعتبار اوراق قرضه پرداخت می‌کنند. این می‌تواند عمر اوراق و در نتیجه دوره زمانی دریافت نرخ بهره را برای سرمایه‌گذار کوتاه نماید که به آن **فطر بازپرداخت** گفته می‌شود.

انواع دیگری از اوراق قرضه با پشتوانه رهنی نیز وجود دارد که به نحو پیچیده‌تری جریان نقدی ایجاد می‌کنند. با استفاده از صندوق پوشش خطر می‌توان از انواع اوراق بهادار با درجات مختلفی از خطر به عنوان اهرم مالی استفاده کرد، و از ثبات بازده و امکانات و فرصتهای مناسب سرمایه‌گذاری بهره‌مند شد.

مزایای اوراق بهادار با پشتوانه رهنی

با به کارگیری اوراق بهادار با پشتوانه رهنی خطرات تا حدود زیادی مدیریت، و منجر به ارائه یک بازده مستمر می‌شوند. به ویژه زمانی که اقدامات پوششی انجام گیرد. به طور کلی مزایای این اوراق چنین است:

(۱) بازده بالا

(۲) تنوع

(۳) اعتبار بالا (معمولاً از درجه AAA)

(۴) نقدشوندگی

تردید نیست که اوراق قرضه با پشتوانه رهنی بسیار پیچیده هستند. اما باید این نکته را در نظر داشت که برای آن دسته از سرمایه‌گذارانی که به دنبال کسب بازده یکنواخت هستند، اینگونه اوراق به مراتب از اوراق قرضه استاندارد بهترند.

صندوقهای پوشش خطر از جمله ابزارهای سرمایه‌گذاری مشترک هستند که در سالهای اخیر از رشد فزاینده‌ای در بازارهای مالی برخوردار بوده‌اند. در دنیای کنونی، با وجود تنوع بسیار زیاد ابزارهای مالی، به دلیل ارتباط و وابستگی بازارها به یکدیگر خطر سرمایه‌گذاری بالاست. از این رو صندوقهای پوشش خطر که مهمترین کارکرد آنها پوشش خطر معاملات ابزارهای مالی است، از اهمیت بسیار زیادی برخوردار شده‌اند. به ویژه آنکه این صندوقها در مقایسه با سایر ابزارهای سرمایه‌گذاری مشترک، مانند صندوقهای سرمایه‌گذاری مشترک، از تسهیلات خاصی در مورد مقررات و قوانین برخوردارند. افزون بر این، صندوقهای پوشش خطر با استفاده از انواع استراتژیها مانند فروش استقراضی سهام، ابزارهای مشتق، آربیتراژ اوراق قرضه قابل تبدیل و مانند اینها در شرایط کساد بازارها و یا حتی بحرانهای مالی نیز قادر به کاهش خطر و کسب سود هستند.