**بازدهی حق تقدم­های استفاده نشده**

در این مقاله می‌خواهیم بررسی کنیم که در روند افزایشی قیمت‌ها در بازار سرمایه خرید حق تقدم سهم بهتر است یا خرید خود سهم؟
حق تقدم خرید سهم از افزایش سرمایه حاصل می‌شود. اشخاصی که در تاریخ مجمع عمومی فوق‌‌العاده یک شرکت که به منظور تصویب افزایش سرمایه تشکیل شده سهامدار باشند، به نسبت سهم خود حق تقدم خرید سهام ناشی از افزایش سرمایه را دارند و به ازای هر حق تقدم تعلق‌ گرفته باید مبلغ اسمی سهم را (در مورد شرکت‌های بورسی ۱۰۰۰‌ریال) به حساب خاصی که بدین منظور تدارک دیده شده است، واریز کنند. طبق مفاد لایحه اصلاحی قانون تجارت مهلت پذیره‌نویسی حق تقدم‌ها حداقل ۶۰ روز است که تحت شرایطی به مدت ۳۰ روز دیگر قابل تمدید است. در مورد شرکت‌های پذیرفته شده در بورس حق تقدم‌ها در دوره پذیره‌نویسی قابل معامله مکرر هستند.
حال با چند مثال تحلیلی و با یک مفروضات ثابت می‌خواهیم نتیجه بگیریم در صورتی که مفروضات و پیش‌بینی‌های ما به حقیقت بپیوندد. خرید حق تقدم سوددهی بیشتری دارد یا خرید خود سهم ؟
مثال اول:
قیمت سهم ۱۸۰۰‌ریال
تفاوت قیمت سهم باحق تقدم(بعلاوه ۱۰۰ تومانی که باید برای آن واریز شود) ۵‌درصد؛ یعنی حق تقدم از خود سهم ۵‌درصد ارزانتر است.
قیمت حق تقدم ۷۱۰‌ریال + ۱۰۰۰‌ریال ارزش اسمی در صورتی‌که بخواهیم از حق تقدم استفاده کنیم سرمایه ما ۱۰۰,۰۰۰,۰۰۰‌ریال
پیش‌بینی می‌شود روند قیمت سهم مورد نظر در آینده افزایشی باشد و تفاوت ۵‌درصد بین قیمت خود سهم و حق تقدم در آینده نیز حفظ شود.
حال به پایان دوره ۶۰ روزه پذیره‌نویسی حق تقدم‌ها نزدیک می‌شویم و شرکت نیز قصد تمدید مهلت پذیره‌نویسی را ندارد. تصمیم می‌گیریم نیمی از سرمایه خود را برای خرید حق تقدم و نیمی دیگر را برای خود سهم تخصیص دهیم. (برای سهولت در محاسبات کارمزد خرید و فروش کارگزار بورس نادیده‌گرفته است)
تعداد سهم خریداری شده
۲۷۷۷۷ = ۱۸۰۰ ÷ ۰۰۰,۰۰۰, ۵۰
تعداد حق تقدم‌های خریداری شده
۷۰۴۲۲ = ۷۱۰ ÷ ۰۰۰,۰۰۰, ۵۰
از این تعداد حق تقدم در مهلت قانونی استفاده نمی‌کنیم. یعنی ۱۰۰۰‌ریال بهای اسمی هر سهم را به تعداد حق تقدم‌های خریداری شده به حساب شرکت واریز نمی‌کنیم. بنابراین شرکت پس از طی مراحل قانونی و کسب مجوز از بورس و اداره ثبت شرکت‌ها نسبت به عرضه حق تقدم‌های استفاده نشده اقدام می‌کند. فرآیند پایان مهلت تا شروع پذیره‌نویسی از حق تقدم­های استفاده نشده نیز حدود ۲ ماه طول می‌کشد در این فرصت دو ماهه همانطوری که پیش‌بینی کرده بودیم روند افزایشی قیمت بهبود یافته و قیمت خود سهم حدود ۲۰‌درصد رشد می‌کند و به ۲۱۶۰‌ریال می‌رسد.با فرض قبلی که قیمت حق‌تقدم‌ها ۵‌درصد کمتر از قیمت خود سهم است قیمت حق‌تقدم‌ها نیز به ۱۰۵۲‌ریال می‌رسد حال سهم‌ها را خودمان می‌فروشیم و حق تقدم‌ها را شرکت می‌فروشد.
حاصل از فروش سهم
۳۲۰, ۹۹۸, ۵۹ = ۲۱۶۰× ۲۷۷۷۷
سود حاصل از معامله سهم
۳۲۰, ۹۹۸, ۹ =۰۰۰,۰۰۰, ۵۰ – ۳۲۰, ۹۹۸, ۵۹
حاصل از فروش حق تقدم استفاده نشده
۹۴۴, ۰۸۳, ۷۴ = ۱۰۵۲ × ۷۰۴۲۲
سود حاصل از معامله حق تقدم
۹۴۴, ۰۸۳, ۲۴ = ۰۰۰,۰۰۰, ۵۰ – ۹۴۴, ۰۸۳, ۷۴
بنابراین مشاهده می‌شود در شرایطی که قیمت خود سهم اختلاف زیادی با بهای اسمی سهم (۱۰۰۰‌ریال) نداشته باشد و برآورد ما از روند قیمت سهم در آینده افزایشی باشد، بازدهی خرید حق تقدم و عدم استفاده آن خیلی بیشتر از خرید خود سهم است. البته خطر محبوس شدن سرمایه ما روی حق تقدم‌ها را نیز نباید نادیده‌گرفت. سهمی را که خریدیم هر لحظه می‌توانیم تبدیل به وجه نقد کنیم ولی وجوه حاصل از فروش حق تقدم‌های استفاده نشده پس از طی مراحل قانونی توسط شرکت به ما پرداخت خواهد شد.
موضوع را با یک مثال فرضی دیگر در حالتی پیگیری می‌کنیم که قیمت سهم چندین برابر ارزش اسمی (۱۰۰۰‌ریال) است. حال ببینیم به چه نتایجی دست پیدا می‌کنیم.
مثال ۲:
قیمت سهم
۲۲۰۰۰‌ریال
تفاوت قیمت سهم با حق تقدم ۵‌درصد یعنی حق تقدم از خود سهم ۵‌درصد ارزان‌تر است.
قیمت حق تقدم
۱۹۹۰۰‌ریال
سرمایه ما ۰۰۰,۰۰۰, ۱۰۰‌ریال
پیش‌بینی افزایش قیمت سهم طی دو ماه آینده که حق تقدم‌های استفاده نشده عرضه می‌شود حدود ۲۰‌درصد است.
باز نیمی از سرمایه را به خرید سهم اختصاص می‌دهیم.
تعداد سهم خریداری شده
۲۲۷۲ = ۰۰۰, ۲۲ ÷ ۰۰۰,۰۰۰, ۵۰
و نیمی دیگر را برای خرید حق تقدم:
تعداد حق تقدم خریداری شده
۲۵۱۲ = ۹۰۰, ۱۹ ÷ ۰۰۰,۰۰۰, ۵۰
قیمت سهم پس از دو ماه با فرض ۲۰‌درصد افزایش معادل ۴۰۰/۲۶‌ریال خواهد شد و قیمت حق‌تقدم استفاده نشده نیز با تفاوت ۵‌درصد و کسر ۱۰۰۰‌ریال ارزش اسمی معادل ۰۸۰/۲۴‌ریال خواهد شد.
فروش سهم توسط خودمان
۸۰۰, ۹۸۰, ۵۹ = ۴۰۰ ,۲۶ × ۲۷۲ ,۲
سود حاصل از معامله سهم
۸۰۰, ۹۸۰, ۹ = ۰۰۰, ۰۰۰, ۵۰ – ۸۰۰, ۹۸۰, ۵۹
فروش حق تقدم توسط شرکت
۹۶۰, ۴۸۸, ۶۰ = ۰۸۰ ,۲۴ × ۵۱۲ ,۲
سود حاصل از معامله حق تقدم
۹۶۰, ۴۸۸, ۱۰ = ۰۰۰, ۰۰۰, ۵۰ – ۹۶۰, ۴۸۸, ۶۰
با مقایسه دو مثال متوجه می‌شویم که سود حاصل از معامله سهم در هر دو حالت یکی است (حدود ۲۰‌درصد) و ارتباطی به فاصله قیمت سهم با ارزش اسمی سهم (۱۰۰۰‌ریال) ندارد، ولی در مورد حق تقدم‌ها نتایج به گونه دیگری رقم خورده است.
در مثال اول سود حاصل از معامله حق تقدم ۹۴۴ ,۲۴,۰۸۳‌ریال
ولی در مثال دوم ۱۰,۴۸۸,۹۶۰‌ریال است، در حالی که سرمایه ما یکسان و زمان انتظار و خواب سرمایه نیز یکی فرض شده بود.
در مثال اول در معامله حق تقدم و عدم استفاده از آنها حدود ۱۴۰‌درصد بیشتر از معامله خود سهم سود برده‌ایم. راز این موضوع در چیست؟ خیلی ساده است. راز این موضوع در عدم استفاده از حق تقدم نهفته است. اگر از حق تقدم‌های خریداری شده استفاده می‌کردیم مجبور می‌شدیم قسمتی از سرمایه خود را (قسمتی از ۵۰,۰۰۰,۰۰۰‌ریال) بابت بهای اسمی سهم بپردازیم، در این حالت فقط می‌توانستیم ۲۹۲۳۹ سهم خریداری کنیم و تنها تفاوت سود ما با خرید خود سهم به همان اختلاف ۵‌درصدی بر می‌گردد.
در حالی که با استفاده نکردن از حق تقدم ۱۰۰۰‌ریال‌های مازاد را برای خرید حق تقدم‌های بیشتر استفاده کردیم و توانستیم تعداد ۴۱۱۸۳ حق تقدم دیگر نیز اضافه کنیم و از روند افزایش ۲۰‌درصدی قیمت آنها نیز سود ببریم.
مازاد حق تقدم خریداری شده  ۴۱۱۸۳ = ۲۹۲۳۹ – ۷۰۴۲۲
مثال‌های دیگری نیز با قیمت‌های مختلف سهم می‌توان ارائه کرد که در حوصله این مقاله نیست و خود مشتاقان و علاقه‌مندان می‌توانند با طرح حالت‌های مختلف و انجام محاسبات به نتایج متنوعی دست پیدا کنند.
در این استراتژی معاملاتی باید مزایا و معایب زیر را در نظر داشت:
۱٫ خرید حق  تقدم‌ها به دید استفاده نشدن، از ریسک بالاتری نسبت به خرید خود سهم به دلیل عدم امکان معامله در مدت زمان پایان فرصت ۶۰روزه حق تقدم‌ها تا عرضه توسط شرکت برخوردار است.
در این مدت ممکن است جهت بازار از روند صعودی به دلایل خارج از بازار که قابلیت پیش‌بینی ندارند، به سمت نزولی تغییر مسیر داده و  در نتیجه همانطور که بازدهی بالاتری در روند صعودی انتظار می‌رود، در روند نزولی سهم، حق تقدم، زیان سنگین تری از خود سهم را به صاحب خود وارد می‌کند. از طرفی ممکن است شرکت مدت زمان زیادی پس از فروش، وجوه حق تقدم استفاده نشده را واریز نکند و سرمایه فرد طی این مدت بلوکه شود.
۲٫ در این استراتژی، معامله‌گر لازم است که شناخت و اطمینان کافی از مسائل بنیادی یک سهم، داشته باشد. به طور معمول در بعضی از افزایش سرمایه‌ها به دلیل آنکه سهامدار عمده تعهد پذیره‌نویسی دارد، با مشاهده اینکه تعداد زیادی حق تقدم استفاده نشده باقی مانده است. در حالی که قصد اضافه کردن سهام خود را ندارد، اقدام به عرضه خود سهم کرده تا وجه لازم برای حق تقدم‌ها را فراهم سازد. این موضوع موجب افت قیمت سهم در مقطع عرضه حق تقدم‌ها و خرید حق تقدم‌ها به قیمت ارزانتر می‌شود، در نتیجه به عدم حصول بازدهی پیش‌بینی شده می‌انجامد.
۳٫ هرچه قیمت سهمی ارزانتر باشد بازدهی این روش معاملاتی بیشتر است و در مورد سهام‌گران قابلیت اجرا ندارد.
۴٫ معمولا در مورد سهام بنیادی قوی، در صورتی که موعد ثبت افزایش سرمایه آنها قبل از مجمع عمومی سالانه باشد و شرکت متعهد تعلق‌گرفتن سود نقدی به حق‌تقدم‌های واریز شده باشد، در نتیجه به دلیل رشد سنتی قیمت سهام قبل از این استراتژی معاملاتی قابلیت اجرا و تحقق بیشتری خواهد یافت.
نتیجه‌گیری نهایی:
اگر شرکتی افزایش سرمایه دارد و حق تقدم‌های آن به منظور پذیره‌نویسی عرضه شده است و پیش‌بینی می‌شود قیمت سهم در آینده نزدیک افزایش یابد، با فرض اینکه قیمت سهم به بهای اسمی سهم (۱۰۰۰‌ریال) نزدیک باشد و پیش‌بینی ما در مورد افزایش قیمت سهم به حقیقت پیوند دو روند فروش حق‌تقدم‌های استفاده نشده به‌طور عادی پیش برود، بیشترین سود ما موقعی است که تمام سرمایه خود را به منظور خرید  حق تقدم بکار گیریم و از حق تقدم‌ها استفاده نکنیم تا در مهلت معقول شرکت اقدام به فروش حق تقدم‌ها و بازپرداخت سرمایه و حاصل فروش  کند.