

استراتژی های هجینگ برای درک حمایت از اوراق بهادار و سهام

الهه بیگدلی

با وجود ضعف اخیر بازار موجودی ایالات متحده ، تعداد زیادی از مشتریان و اتحادیه شرکت ها هنوز اوراق بهادار و سهام با میزان زیادی از درک و اصول هزینه پایین دارند . یک استاندارد قانونی توسعه جایگزین سطح بالاتری از امنیت در فرآیند تصمیم گیری گوناگونی می شود . همچنین یک اعتقاد در حال رشد وجود دارد که همه استراتژی های متنوع مستدل که باید مورد ملاحظه قرار گیرند ، شامل استراتژی های هجینگ می باشند .

بخاطر اینکه برنامه ریز مالی اغلب گسترده ترین دیدگاه را از موقعیت مالی همه جانبه مشتری دارد ، آگاهی از این موضوع مهم است . این مقاله استاندارد قانونی در حال توسعه برای گوناگونی را تشریح می کند و نمونه های واقعی که استفاده موفق از استراتژی های هجینگ را مشخص می سازند را فراهم می کند که دربرگیرنده یک دیدگاه از موضوعات مالیاتی در هسته (مرکز) استراتژی های هجینگ است .

مارک . ای . میلر ، جی . دی . سی . اف . پی رئیس شرکای سرمایه ای میلر است ، یک شرکت مدیریتی توانگر خصوصی که در بلومفیلد هیلز، میشیگان قرار دارد .

Hedge : یک استراتژی محافظه کار که مورد استفاده قرار می گیرد تا کمبود سرمایه را محدود کند از طریق انجام یک معامله که موقعیت موجود را متعادل می کند .

با وجود ضعف موجودی های زیادی در بازار موجودی ایالات متحده در چند سال گذشته ، تعداد زیادی از اشخاص و اتحادیه های شرکت ها هنوز در سطح بالایی از امنیت در پرداخت سهام مشمول مالیاتشان نیاز به صعود قوی بر روی ارزیابی های موجودی بیست سال گذشته احساس کرده اند . این موجودی ها ممکن است درصد بزرگی از سهام کلی (موقعیت های متمرکز) یا درصد پایینی از میزان بالای ارزش دارایی ها باشد . در حالیکه این سطح از درک برای مالکان و ذینفعان اتحادیه شرکت شگفت انگیز است ، نیاز دارد با دقت بالایی مورد ملاحظه و حمایت قرار گیرد .

برنامه ریزان مالی اغلب از نظر ارائه یک دیدگاه گسترده تر از یک موقعیت مالی کلی یک مشتری نسبت به دیگر مشاوران مشتری در موقعیت منحصر بفردی هستند . مشاور سرمایه گذاری و امانتدار ممکن است چنین دیدگاه مالی گسترده ای نداشته باشند . بنابر این ، برنامه ریز مالی ممکن است احتمالی ترین مشاور باشد تا شناسایی و نظارت کند بر موقعیت هایی که در آن امنیت و سهام درک شده مشتری ممکن است از طریق کاهش ارزش (قیمت) حمایت شود . علاوه بر این ، همچنین یک مکتب فکری در حال رشد وجود دارد که برنامه ریزان مالی، مشاوران سرمایه گذاری و امانتداران ممکن است در حال حاضر وظیفه داشته باشند استفاده کاربردی از تکنیک های هجینگ را بفهمند . زمانیکه

تکنیک های هجینگ درک می شوند ، می توانند بطور عقلایی دور انداخته شوند یا بکار گرفته شوند تا اینکه به مناسب ترین ترکیب از ریسک و بازگشت برای مشتریان و ذینفعان حقیقی (اتحادیه شرکت) برسند .

هدف این مقاله اینست که برنامه ریزان مالی یک دیدگاه از استراتژی های هجینگ اولیه فراهم کنند که سراسر ترین و محافظه کارترین هستند و کاربردهای موقعیتی فراهم می آورند . بعنوان بخشی از تجزیه و تحلیل ، یک بازنگری در جنبه های مالیاتی استراتژی های هجینگ خیلی مهم است زیرا پس انداز های مالیاتی یکی از مزایای ابتدایی استراتژیهای هجینگ است .

سهام درک شده مورد حمایت ممکن است به تصمیمات سریع نیاز داشته باشد .

در اکثر موقعیت ها ، درک سهام حمایتی می تواند با یک فرآینده شمرده و خوب استدلال شده بعد از یک آزمایش کامل از همه حقایق مرتبط همراه باشد . با این حال ، اخیراً ، کاهش های بزرگی در ارزش رخ داده است بدون زمان کافی تا بطور کامل اطلاعات را از طریق شایعات و اکاذیب باز و مرتب کنند ، در حالیکه منتظر انتشار حقایق درست هستند . در حالیکه حساب هایی که مشمول مالیات نیستند ، می توانند بدون ارتباط با مالیات ها به فروش برسند ، مشتریان با یک موقعیت درک شده بالا ممکن است از طریق استراتژی های هجینگ بکار گرفته شوند تا در زمان مجاز ارزیابی کنند و سپس تصمیم گیری نمایند آیا سهام را حفظ کنند (با فروش بدون مالیات) یا بفروشند .

وظیفه متنوع ساختن و هجینگ در مقابل کاهش در ارزش

در حالیکه وظیفه متنوع ساختن و هجینگ یا هولدینگ های متمرکز (و وظیفه تنوع و هجینگ سفارش شده) تمرکز این مقاله نیست ، بحث با ارزشی می باشد . نمونه Levy اخیراً یک الگوی حقیقی عالی برای یک دیدگاه از مطالبات فراهم می کند که می تواند در زمینه وظیفه مشاوران مالی ایجاد شود تا استراتژی های هجینگ را متنوع سازند یا توصیه نمایند . در نمونه Levy ، که یک اتحادیه سفارش شده یا قانون سرمایه گذار محتاط را دربرمی گیرد توسط ایالت های زیادی پذیرفته می شود ، شاکای موجودی را در Corning Inc دریافت کرد . از طریق ادغام موجودی با شرکت خصوصی تحت مالکیت خودشان . موجودی Corning ، ۸ میلیون دلار ارزش را نشان داد ولی از نظر فروش برای یکسال در مضیقه بود . شاکای ، در چندین موقعیت ، خیلی واضح آنرا بعنوان حق ایجاد کرد - یک مشاور سرمایه گذاری و یک شرکت ائتلافی - که او خواست موجودی Corning اش ، اگر امکانپذیر باشد از طریق کاهش در ارزش در طول دوره محدودیت ، مورد حمایت قرار گیرد . مدعی علیه ، خودش به عموم و به شاکای بسط می یابد هنگامی که مدیریت توانگر غیر طبیعی و متخصص برنامه ریزی مالی دارد . شاکای استدلال کرد که مدعی گفت هجینگ ریسک نامطلوب موجودی محدود شده امکانپذیر نبود . شاکای بعداً از شرکت سرمایه گذاری دیگر یاد گرفت که هجینگ موجودی محدود شده امکانپذیر است و شاکای یک استراتژی هجینگ (استفاده از یک ترکیب از ایجادگرینه ها و تماس

با گزینه ها (انتخاب ها) تا یک ارزش کف و سقف در موجودی فراهم کنند .) با شرکت سرمایه گذاری دیگری را اجرا کرد ، اما تنها بعد از تحمل کردن زیان ها در فروش موجودی Corning در آن زمان ، هجینگ جدید اتفاق افتاد . نمونه قبل از آزمایش ایجاد شد .

در حالیکه مورد Levy ، دربرگیرنده وظیفه مشاور سرمایه گذاری در هجینگ بود ، مشاور سرمایه گذاری خودش را بعنوان یک شرکت مدیریتی توانگر بسط داد تا مشاوره و خدمات برنامه ریزی مالی را عرضه کند . بنابراین ، Levy تغذیه خوبی برای استدلال برای تمام برنامه ریزان مالی است.

نه تنها متنوع ساختن یک استاندارد ضروری برای ارزیابی وظیفه است ، یک اجبار در حال رشد وجود دارد که ، در اتخاذ تصمیم متنوع ، همه روش های مستدل گوناگون باید مورد ملاحظه فرار گیرند . همانگونه که متخصص امین ، جرج گرافورد می گوید ، " این ابزار [استراتژی هجینگ] در حال حاضر بطور گسترده ای مورد استفاده قرار می گیرند بطوریکه باید در جعبه ابزار هر مشاور باشد ، حتی اگر تنها با دقت و با مضایقه انجام شود . نظیر هر ابزار دیگری ، می تواند مورد استفاده یا سوء استفاده قرار گیرد .

فروش ساده در مقایسه با استراتژی های هجینگ

ما بطور کامل انتظار داریم در اکثر موقعیت ها زمانیکه متنوع سازی مجدد یک طبقه از دارایی یا سهام ضروری است ، فروش بهترین تصمیم باشد . متعادل کردن سودهای سرمایه و ضررهای سرمایه در اتخاذ تصمیم فروش با روش مرجح درک حمایتی کمک می کند . اما با گذشت زمان ، سودهای غیر واقعی در یک سهام باید از ضررهای غیر واقعی در دسترس بزرگتر باشد . در حالی که این یک نتیجه عالی برای مشتریان و مشاوران سرمایه گذاری شان و امانتداران است، می تواند یک موقعیت دشوار برای مشاوران سرمایه گذاری یا امانتدارانی باشد که در سطح بالایی جانشین اوراق بهادار و سهام مشتریان جدید می شود . اغلب این سودها در موجودی ها از طریق امانتدار یا مشاور سرمایه گذاری توصیه و دنبال نمی شود . در این موارد ، داشتن یک نظم در انتخاب های در دسترس برای حمایت از سودها در موقعیت های مختلف مهم است ، جز اینکه یک فروش اتوماتیک برای همه اوراق بهادار ضروری است نه برای یک لیست موجودی تصویب شده شرکت .

تعداد زیادی از قوانین ایالتی، اعمال سرمایه گذاری اعتباری را یکنواخت می کنند و نمایندگی های تنظیمی ملی نتیجه گرفته اند که استراتژی های هجینگ ذاتاً نه محتاط هستند و نه بی احتیاط . متأسفانه ، استفاده از استراتژی های تأمینی برای سهام سرمایه گذاری خصوصی و ائتلاف ها غالباً حق را به ادراکاتشان نظیر پیچیده و دارایی های پرمخاطره فروگذار کرده اند . ما می خواهیم یک دیدگاه از استراتژی های هجینگ و کاربرد امکانپذیرشان برای سهام خصوصی

مشمول مالیات ارائه دهیم . اشخاص زیادی نظیر دیوید مک کورت (ببینید بخشی تحت عنوان " یک داستان موفق زندگی واقعی از هجینگ ") می توانند از هجینگ برای ذخیره یک بخش ذاتی از ارزش شبکه شان قدردانی کنند .

چشم اندازی از استراتژی های هجینگ

تعداد زیادی از استراتژی های هجینگ امکانپذیر وجود دارند که ذهن خلاق می تواند ساختاردهی کند . از آن بابت ، ارتباط قانونی که استراتژی های هجینگ می توانند مورد سوء استفاده قرار گیرند ، سخن نادرستی است . بعلاوه ، برنامه ریزان مالی ممکن است بترسند منحصراً پیشنهاد کنند ، در نظر گرفتن استراتژی هجینگ می تواند شهرتشان را لکه دار کند . هنوز زمانیکه استراتژی های اساسی درک می شوند ، مشتریان می توانند در مورد توانایی شان آموزش ببینند تا در موقعیت های مناسب ریسک را حداقل کنند نه اینکه ریسک را افزایش دهند . در مرکز آنها ، استراتژی های هجینگ تدافعی خطر را از یک کاهش در قیمت به بخش دیگری انتقال می دهند . مسلم است که نرخ های درک برای برابری های ۲۰ سال گذشته ، بخوبی میانگین های بلندمدت بوده اند ، بنظر می رسد که مشتریان و مشاورانشان باید مفهوم انتقال خطر کاهش قیمت به دیگران را باز کنند ، اگر استراتژی ها ، هزینه ها را دربرمی گیرند ، مناسب هستند .

فروش مختصر

یک استراتژی فروش مختصر فروشی را دربرمی گیرد که موجودی از یک بخش سوم قرض گردد . اگر موجودی ارزش را کاهش دهد ، موجودی از بازار آزاد با قیمت پایین تر از قیمت فروش ابتدایی خریداری می شود . موجودی خریداری شده به بخش سوم برگشت داده می شود ، و تفاوت میان قیمت فروش ابتدایی و قیمت خرید بعدی سود مشمول مالیات فروشنده مختصر است .

فروش مختصر می تواند موجودی یک شرکت را که بطور مداوم در سهام دارای مالکیت شده دربرگیرد . این تکنیک ها یک ارتباط کامل ارائه می دهند زیرا یک تنظیم مستقیم وجود دارد تا موجودی ها را کاهش دهد و تکنیک فروش مختصر را افزایش دهد . اغلب " مختصر در مقابل جعبه " نامیده شد ، این تکنیک هجینگ نسبتاً مشخص است ، اما مفاهیم مالیاتی منفی دارد (مراجعه کنید به مذاکره قوانین فروش مفید تحت عنوان " تجزیه و تحلیل مالیاتی استراتژی های هجینگ ") و بنابراین طولانی تر از یک استراتژی هجینگ مؤثر نیست .

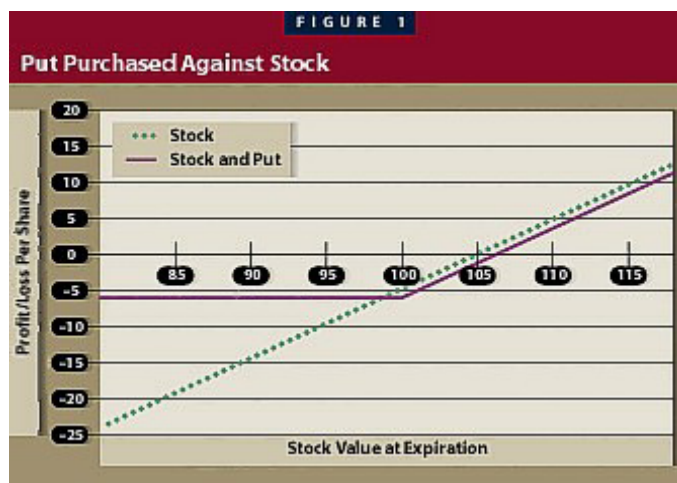
متناوباً ، فروش مختصر می تواند موجودی یک شرکت در همان صنعت را دربرگیرد ، که یک نتیجه دارد ، اما ارتباط کاملی با موجودی که مورد حمایت قرار می گیرد ندارد . یک مثال از این تکنیک می تواند یک مشتری یا ائتلافی باشد که یک هولدینگ مهم در ارتباطات SBC را به مالکیت در می آورد و میزان مشابهی از Verizon یا Bellsouth را مختصر می فروشد ، همه سه مورد شرکت های تلفن محلی ایالات متحده با کسب و کار بی سیم در حال رشد می

باشند . با این حال هر زمان ارتباط قطعی نیست ، استراتژی های هجینگ می توانند منحرف شود . بطور کامل خودداری کردن در مقابل کلاهبرداری یا مسئولیت حجیم که مخصوص هر شرکت می باشد ، غیر ممکن است . اخیراً ، سرمایه های شاخص مبادله – دادوستد معرفی شده اند بطوریکه سبدهای معین اولیه از موجودی ها مختصر بفروش رسند . این ارتباط متنوع گسترده تری را فراهم می کند ، نظیر فروش مختصر بخش مراقبت سلامت S&P تا در برابر موقعیت بزرگ Merck خودداری کند ، یا فروش مختصر یک شاخص بخش ارتباطاتی تا در برابر یک موقعیت SBC بزرگ هجینگ کند .

put option

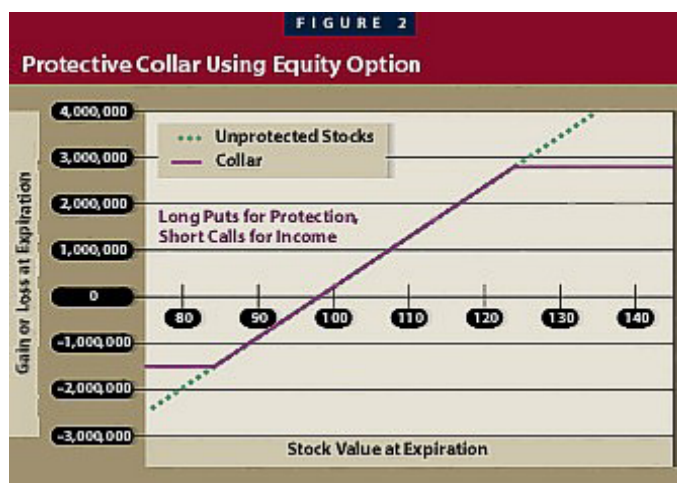
خرید یک پوت آپشن به سرمایه گذاران اجازه می دهد تا خطر تامطلوب موجودی را محدود کنند در حالیکه فرصت برای درک موجودی را از دست ندهند . یک پوت آپشن به خریدار پوت آپشن اجازه می دهد تا شمار معینی سهام با قیمت از پیش تعیین شده بدون چهارچوب زمانی از پیش تعیین شده را بفروش رساند . مزایای اصلی یک پوت آپشن عبارتند از :

- سرمایه گذار درک بالفعلی از موجودی تحت اختیار دارد .
 - حداکثر ضرر سرمایه گذار در پوت آپشن میزان پرداخت برای پوت آپشن می باشد .
 - مالیات سودهای سرمایه در موجودی سرشکن می شود اگر معامله بطور مناسب ساختاردهی شود .
- همانگونه که با فروش مختصر ، پوت آپشن ها می توانند بعنوان موجودی که باید حمایت شود (برای ارتباط جنبش قیمت مستقیم) خریداری شوند یا بتواند در برابر یک موجودی مشابه یا شاخصی با ارتباط نسبتاً نزدیک خریداری شود . شکل ۱ مشخص می کند چگونه موجودی ای که با یک پوت آپشن ترکیب شد (خط ارغوانی) می تواند موجودی را از کاهش بیشتر از پنج درصد حفظ کند در حالیکه اجازه درک کامل را می دهد وموجودی تنها (خطوط نقطه چین سبز) عوامل بالقوه فوقانی و تحتانی کاملی دارد .



حلقه . یک حلقه دربرگیرنده خرید call option می باشد تا در مقابل کاهش قیمت موجودی که با فروش یک کال آپشن ترکیب شد ، حمایت کند . همانگونه که قبلاً توضیح داده شد ، پوت آپشن ساختار دهی می شود تا کاهش قیمت را بر طبق عبارات از قبل مذاکره شده برای هزینه یا یک حق العمل محدود کند .

از طریق فروش یک گزینه کال آپشن ، سرمایه گذار به بخش سومی حق خرید موجودی اختیاری را بر طبق عبارات مذاکرات از پیش انجام شده ، معمولاً با تاریخ انقضاء متناظر با پوت آپشن می فروشد . سرمایه گذار از درک موجودی بالای یک قیمت معین منصرف می شود اما در عوض یک حق العمل دریافت می کند ، که می تواند هزینه خرید پوت آپشن را تنظیم کند . اگر حق العمل از فروش دریافت شد کال آپشن بطور کامل هزینه پوت آپشن را می پوشاند . هزینه خالص هجینگ درست صفر است ، در غیر اینصورت ، یک حلقه " غیر نقدی " یا " هزینه صفر " نامیده شد . همانگونه که در شکل ۲ نشان داده می شود ، حلقه (خط ارغوانی) یک ارزش شناور برای موجودی هجینگ شده نشان می دهد ، با یک محدودیت بر روی خطوط فوقانی و تحتانی اگر چه قیمت موجودی حمایت نشده (با خطوط نقطه چین سبز نشان داده شده است) می تواند بالاتر یا پایین تر از محدودیت های حلقه پیش رود .



حلقه ها می توانند در موجودی درک شده برای روابط دقیق اتفاق بیفتند ، اما تعدادی موضوعات مالیاتی وجود دارند تا حلقه ها را ملاحظه کنند . موضوعات مالیات کاربردی برای حلقه ها ، و دیگر تکنیک های اساسی هجینگ ، بعداً در این مقاله شرح داده می شوند .

چرا هجینگ ، فروش نه

سؤال اساسی این است که چرا فروش یک اوراق بهادار نسبت به استفاده از استراتژی هجینگ ساده نمی باشد تا از درک اوراق بهادار یا سهام کلی حمایت کند ؟ در حالیکه دلایل زیادی وجود دارند که تا کاربرد استراتژی های هجینگ ملاحظه شود ، دلایل اصلی شامل می شوند :

- یک مشتری (که ممکن است یک شخص یا ائتلاف خصوصی باشد) از درصد زیاد ارزش در موجودی منحصر ناراحت است – که آن سهام متمرکز می باشد – اما نمی خواهد بفروشد و مالیات های سودهای سرمایه را در زمان حال رها سازد .
- یک مشتری دارایی زیادی دارد که با کاهش ذاتی بالقوه مواجه می باشد ، اما احتمال آن معین نیست . دارایی ممکن است تداوم یابد تا بر بهای آن افزوده شود . زمان مورد نیاز است تا تصمیم خوبی اتخاذ شود . یک هجینگ ممکن است زمانی بدون نتیجه مالیاتی ناسازگار فراهم آید .
- یک مشتری ممکن است موقعیت بزرگی در یک موجودی را به مالکیت درآورد که حق محدودیت های بازرگانی به مقررات حبس کردن IPO (ارائه عمومی اولیه) ، یا محدودیت های بازرگانی تحمیل شده توسط دولت یا حق شرکت در مورد وضعیت کارمندان داخلی یا عوامل دیگر دارد .
- یک شخص ممکن است نیاز به نقدینگی برای خرید خانه جدید ، پرداخت به بستانکاران یا دیگر احتیاجات جریان نقدی داشته باشد ، اما نمی خواهد مالیات سود سرمایه را سرشکن کند . با وارد شدن در یک استراتژی هجینگ ، ارزش حداقل موقعیت درک شده می تواند ثابت شود ، یک دارایی فراهم می کند که می تواند همانند یک وثیقه برای وام ها بکار رود .

عللی که استراتژی های هجینگ با اندیشه صحیح نیستند .

تعداد زیادی از مشاوران به ارباب رجوع ها و اتحادیه ها با سهام مشمول مالیات استراتژی هجینگ را به دلایل مختلف توصیه نمی کنند . تعهد زمانی مورد نیاز ، پیچیدگی موضوع و ترس از آنچه دیگر مردم انجام می دهند (مشتمل بر ارباب رجوع یا دیگر مشاوران ، وجود دارد که ممکن است توسط مشاوره که رسیدگی به استراتژی های هجینگ را معرفی می کند تفکر شود (آن ریسک اعتبار می باشد) . یک سند ائتلافی اصولی ممکن است کاربرد گزینه ها و فروش کوتاه را محدود کند . راهنماهای سرمایه گذاری یک متولی (امانت دار) شرکت ممکن است استراتژی های هجینگ معینی را تحریم کند . همچنین ، مشتری ممکن است به اندازه کافی خبره و ماهر نباشد تا یک تصمیم آگاهانه اتخاذ کند ، اگر با یک استراتژی هجینگ ارائه شد . اما بی خبری برنامه ریز مالی و ادراکات نادرست توسط دیگران (که خودشان اغلب در بی خبری هستند) نباید دلیلی باشد تا ابزار قانونی مدیریت ریسک را کاهش دهد .

یک داستان موفق زندگی – واقعی از هجینگ : world com

در سال ۱۹۹۶ ، MFS (یک کمپانی تلکام) توسط world com با یک ذخیره ۱۲ میلیون دلاری ، در ادغام آزاد مالیاتی بدست آمد . دیوید مک کورت ، کسی که در حال حاضر مدیر اجرایی ارشد RCN است ، یک کمپانی تلفنی /

تلگرافی تجاری عمومی ، یک سرمایه گذار بزرگ در MFS و نشستن بر گستره مدیران MFS بود . قبل از هجینگ سهامش در MFS world com جدید ، ۸۱۲۰۰۰ سهامش تقریباً ۲۵ میلیون دلار ارزش گذاری شد . مک کورت با مدیریت world com ایجاد کرد اما آنرا به اندازه کافی خوب شناخت تا یک بخش فرعی از ارزش خالصش را در ریسک را جای دهد ، که به موفقیتش در مسیر world com بستگی دارد . بعنوان رئیس یک شرکت سرمایه گذاری ذکر شده آنرا در مواجهه با راه حل یکسانی قرار داده است ، " ... امروزه ما همه تخم مرغ هایمان را در یک سبد داریم ، اما مالک سبد هستیم ، اگر ما ذخیره شما را برداریم ، هنوز همه در یک سبد می باشیم ، اما شما مالک سبد هستید و آن یک تفاوت بزرگ است . "

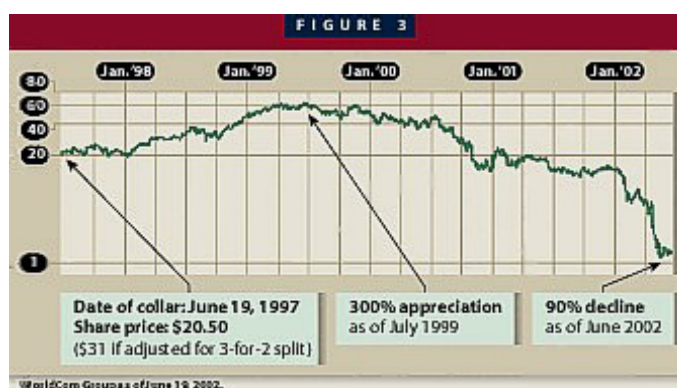
مک کورت دیدگاه مشابهی دارد " من خواستم از هولدینگم حمایت کنم زیرا زمانیکه شما چیزی را برای ذخیره بفروشید و مردم را شناسید ، آن یک راه کوتاه برای مدیریت کردن سرمایه گذاری است . "

مک کورت موقعیت ۲۵ میلیون دلاری اش در MFS world com را توسط وارد شدن به یک " حلقه غیرنقدی " حمایت کرد . مک کورت کال آپشن هایی را فروخت که او را متعهد به فروش ۸۱۲۳۰۸ سهمش با ۶۴ دلار برای هر سهم کرد ، هر افزایش قیمتی در بالا را در قیمت برای یک دوره پنج ساله از تاریخ آزادی از ۱۹ جون ۱۹۹۷ رد می کرد . مک کورت از سرمایه هایی استفاده کرد که از مبادله دریافت کرد تا پوت آپشن را خریداری کند که به او برای دوره پنج ساله حق می دهد تا سهامش را با ۲۸ دلار برای هر سهم بفروشد ، خودش را از تنزل قیمت سهام به زیر ۲۸ دلار حفظ کند . مقتضی است که با یک شکاف در موجودی world com ، ۸۱۲۳۰۸ سهمش به ۱۲۱۸۴۶۲ سهم افزایش یافت . بنابراین سرمایه گذاری مک کورت در یک دوره پنج ساله میان ۲۸ دلار و ۶۴ دلار برای هر سهم نوسان داشت ، اما نه بیشتر و نه کمتر . او حمایت از ۹۱ درصد از سرمایه گذاری ۲۵ میلیون دلاری اش را تعهد کرد ، در حالیکه از پیش حق رسیدن به تنها بالای ۱۰۰ درصد ترقی قیمت در سرمایه گذاری اش را ، اما نه بیشتر ، برای یک دوره پنج ساله حفظ می کرد . شکل ۳ نشان می دهد ، چطور world com از تقریباً ۳۰۰ درصد بعد از اینکه استراتژی حلقه را بکار برد ، بر بها افزود .

اما از آنجا که از جون ۲۰۰۲ ، موجودی به حالت دراماتیکی کاهش یافته است ، بنابراین ارزش کمتر از ۱۰ درصد ۲۵ میلیون دلار واقعی در ارزش با کف حلقه ای مقایسه می شود که ۹۱ درصد از ۲۵ میلیون دلار واقعی در ارزش بود . هجینگ برای مک کورت بطور شگفت انگیزی کار کرد همانگونه که توسط کاهش دراماتیک در موجودی world com در چند سال گذشته ثابت کرد .

ارزش موجودی world com با هجینگ	۲۲,۵ میلیون دلار
ارزش موجودی world com بدون هجینگ	۲,۵ میلیون (یک سهم ۲ دلار)
ارزش مورد حمایت توسط استراتژی هجینگ	۲۰ میلیون دلار

در بخشی از یک طنز ، مک کورت ادامه داد تا بگوید که اگر او مدیریت world com را در زمان هجینگ شناخته بود بخوبی شناختی که چند ماه قبل پیدا کرد ، هرگز از اختیارات در جهت حمایت از سرمایه گذاری اش استفاده نمی کرده است . متأسفانه برای مک کورت ، او آنها را بخوبی نمی شناخت و هجینگش را قرار داد . در حالیکه موجودی world com یک عملکرد خیلی قوی از سال ۱۹۹۹ داشت ، هجینگ اختیاری را نظیر یک تصمیم غیر عاقلانه ، اتخاذ کرد ، موجودی در سال ۲۰۰۰ ، ۲۰۰۱ و ۲۰۰۲ سرازیر شد ، استراتژی هجینگش را بطور کامل با ارزش نمود .



موقعیت مک کورت در MFS world com یک مالکیت متمرکز بود که بطور احتمالی یک حداکثر از ارزش خالص مک کورت نشان می دهد . اما فقط بخاطر اینکه یک هولدینگ درک شده حداکثر ارزشی ارائه نمی دهد که به آن معنا باشد که آن هجینگ یا حمایت بالارزشی نیست . آن بسادگی به توانایی مشتری وابسته است تا کاهش های بلند مدت در ارزش در رابطه با اهداف مورد انتظار مشتری و جریان نقدی یا نیازهای نقدینگی را در آینده بپذیرد .

تجزیه و تحلیل مالیاتی استراتژی های هجینگ

مالیات ها عامل کلیدی هستند در ارزیابی اینکه چگونه به مؤثرترین شیوه ریسک را در سهام مشمول مالیات حداقل می کند . با یک فروش ، مسئولیت مالیاتی یک محاسبه سر راست است ، که با استفاده از دوره کوتاه مدت مناسب و سرمایه بلند مدت نرخ های ، هر دوی دولت و حکومت را بدست می آورد ، ضررهای سرمایه موجود را جبران می کند . با استراتژی های هجینگ ، هزینه های تبادل ، بویژه مالیات ها ، کمتر قابل سنجش هستند زیرا قیمت های فروش نهایی شناخته نمی شوند چراکه قیمت معامله نهایی ثابت نمی باشد . بنابراین برای یک مشاور یا امین که بطور شایسته ای استراتژی های هجینگ را درک و ارزیابی کند ، مالیات ها یک اصل هستند ، وگرنه حدهایی رواج می یابند و مشاور باید برای سناریوها و مفروضات مختلف با ارزش نهایی برنامه ریزی کند .

برای استراتژی های هجینگ دو قانون اصلی وضع مالیات را مقرر می کنند :

(۱) قوانین فروش سازنده و (۲) قوانین استرداد

قانون فروش سازنده مقرر می سازد آیا شروع کار هجینگ تفسیر شده است تا یک فروش تضمینی هجینگ و بنابراین یک رخداد مشمول مالیات باشد . قوانین استرداد جنبه های مالیاتی نزدیک هجینگ را مقرر می سازند (کنترل می

کنند) ، که موضوعاتی نظیر سرمایه پرداختی دوره های مالکیت سود را شامل می شود ، و تجمع سرمایه هزینه های استراتژی هجینگ را بدوش می گیرد . برای اکثر استراتژی های هجینگ ، هدف اولیه باید از معامله فروش سازنده اجتناب کند تا سود را مشخص سازد اگر فرض شده است که یک فروش سازنده اتفاق افتاده است (حتی اگر یک فروش واقعی اتفاق نیفتاده باشد) . همچنین اگر جنبه های منفی قوانین استرادل بتوانند جلوگیری شوند ، بنابراین استراتژی هجینگ می تواند یک استراتژی مالیاتی مؤثرتر باشد .

قوانین فروش سازنده

عمل بهسازی مالیاتی ۱۹۹۷ تبادلات مشخصی فراهم می آورد که در تلاش برای خنثی سازی سود و زیان در هولدینگ موجودی جاری هستند که آنها " فروش های سازنده " می باشند ، که اگر بعد از ۸ ژوئن ۱۹۹۷ وارد شده باشند ، باعث شناسایی سود می شوند . یک فروش سازنده معامله ای است که دارنده یک سهام درک شده به یکی از سه معامله زیر وارد می شود :

- یک فروش مختصر همان دارایی یا دارایی ذاتاً یکسان
- یک قرداد جبرانی با رجوع به همان دارایی یا دارایی ذاتاً یکسان
- یک قرداد رو به جلو یا قراردادهای معامله سهام یا کالا به منظور تحویل در آینده تا همان دارایی یا دارایی ذاتاً یکسان را تحویل دهند .

عبارت " ذاتاً یکسان " معمولاً مورد ملاحظه قرار می گیرد تا اوراق بهادار توسط همان توزیع کننده ای منتشر شوند ، که از نظر تجارت در همه جنبه های اصلی که در برگیرنده مقررات سود سهام هستند قرار گیرند . معمولاً اوراق بهادار توسط دو توزیع کننده متفاوت که بطور " ذاتاً یکسان " قابل مشاهده نیستند منتشر می شود، مگر آنکه برای مثال شرکت ها در حال ادغام باشند و روزها دور از یک محوطه ادغامی قرار گیرند و موجودی هر شرکت نظیر وثیقه دادوستد شود . قیمت گذاری وابسته توسط بازار معیار کلیدی برای " ذاتاً یکسان " است .

بنیان نهادن یک خرید یک پوت آپشن فروش سازنده نمی باشد . یک پوت آپشن ، که به دارنده پوت آپشن حق فروش موجودی در قیمت و زمان از قبل تعیین شده را می دهد ، نباید یک فروش سازنده باشد ، حتی اگر پوت آپشن برای همان موجودی است که توسط دارنده مالکیت شد . اگر چه خدمت بازده داخلی (IRS) قوانین نهایی را رواج نداده است تا آنچه را فروش سازنده است و آنچه را فروش سازنده نمی باشد مشخص سازد ، انجمن به مقررات کد عمل بهسازی مالیاتی ۱۹۹۷ که رهنمودهایی فراهم می آورد ، گزارش می دهد .

انجمن پیشنهاداتی را گزارش می دهد که استراتژی های فروش سازنده محرک آنهایی هستند که تقریباً همه سود و زیان را حذف می کنند . بخاطر اینکه یک پوت آپشن تعدادی را و نه همه را کاهش می دهد و هیچ یک از سودها را

کاهش نمی دهد ، نباید بعنوان فروش سازنده طبقه بندی شود . اگر پوت آپشن خریداری شده " عمیقاً در پول " است ، بنابراین خرید پوت آپشن می توانست یک فروش سازنده یا رخداد مشمول مالیات باشد چنانچه یک پوت آپشن به یک نماینده برای موجودی خودش نزدیک می باشد .

یک فروش مختصر در موجودی ها یا ضرایب در صورت عدم تملک یک فروش سازنده نمی باشد .

یک فروش مختصر موجودی یا شاخص موجودی در صورت عدم تملک توسط مشتری یا اتحادیه یک فروش سازنده نیست ، زیرا موجودی مختصر شده ذاتاً یکسان نیست . بنابراین ، فروش Verizon مختصر (که در غیر اینصورت تحت مالکیت مشتری نیست) که در مقابل یک کاهش در موقعیت درک شده سطح بالا احاطه می کند در ارتباطات SBC یک فروش سازنده حاصل مالیات نمی باشد ، اگر موجودی ها در کسب و کارهای مشابه باشند . این برای اجتناب از قوانین فروش سازنده مفید می باشد ، اما زیان در آنست که هجینگ ممکن است بعلت فقدان وابستگی کامل کار نکند . فروش مختصر یک موجودی یا شاخص موجودی قبلاً به یک فروش سازنده متعلق بود (بجز برای انتظارات محدود شده به فروش مختصر کوتاه مدت) که مالیات را سرشکن می کند . بنابراین ، فروش مختصر همان موجودی که باید هجینگ شود در مقابل یک استراتژی هجینگ مالیاتی محتاط نمی باشد .

وارد کردن یک حلقه مورد استفاده نباید یک فروش سازنده یا رخداد مشمول مالیات باشد .

یک حلقه ای که برخی زیان ها و برخی مزایا فراهم می کند نباید بعنوان یک فروش سازنده مورد ملاحظه قرار گیرد مگر آنکه خیلی نزدیک باشد تا ارزش موجودی را در یک رنج نسبتاً محکم ثابت کند (یک حلقه مورد استفاده) حلقه ها احتمالی نمی باشند تا مورد سوء استفاده قرار گیرند ، اگر مدت معامله سه سال یا کمتر است و تفاوت میان قیمت کف و سقف حلقه در نهایت ۲۰ درصد است . گزارش انجمن به نظر می رسد پیشنهاد کند که حلقه هایی که مناسب نیستند تحت قوانین نهایی خواهند بود . IRS مقررات نهایی تحت پوشش سازنده را رواج نداده است ، بنابراین هر هجینگی که سعی در هر دوی سود و زیان دارد ، نظیر یک حلقه باید با احتیاط مورد ارزیابی قرار گیرد .

Transaction Type	Example	Constructive Sale?
Put Option Purchased for Stock or Index Not Otherwise Owned	Purchase a Put Option on Verizon to Protect Against Decline in Large SBC Holding	No
Put Option Purchased for Stock or Index Already Owned	Purchase a Put Option on SBC to Protect Against Decline in Large SBC Holding	No

Transaction Type	Example	Constructive Sale?
Sell Short a Stock or Index Not Otherwise Owned	Sell Short Verizon to Protect Against Decline in Large SBC Holding	No
Sell Short a Stock or Index Already Owned	Sell Short SBC to Protect Against Decline in Large SBC Holding	Yes

معافیت های دیگر از قانون فروش سازنده وجود دارد ، نظیر هجینگ کوتاه مدت مرتبط با مختصر سازی همان موجودی ، اما برای اکثر موقعیت های پوت آپشن ، فروش مختصر در مقابله با یک موجودی یا شاخص مشابه یا متفاوت و حلقه ها غالباً در تکنیک های هجینگ مورد استفاده قرار می گیرند .

قوانین استرادل

زمانیکه یک سرمایه گذار اوراق بهادار درک شده دارد و در جستجو می باشد تا از ارزش اوراق بهادار با یک هجینگ حمایت کند ، اجتناب از قوانین فروش سازنده موضوع مالیاتی آستانه می باشد .

دومین موضوع مالیاتی اینست که آیا هجینگ یک استرادل است . در حالیکه قوانین فروش سازنده در معامله ای بکار برده می شوند که تلاش می کند ارزش را در یک رنج معین قفل کند ، فرصت برای هم سود و هم زیان را حذف می کند ، قوانین استرادل گسترده تر هستند و اکثر موقعیت هایی را در برمی گیرند که مالیات دهنده در تلاش است تا زیان ها در اوراق بهادار درک شده را از طریق اوراق بهاداری دیگر محدود سازد .

اگر یک هجینگ یک استرادل است ، مفاهیم مالیاتی بی شماری ایجاد می شوند تا هجینگ را منعقد کنند ، همانگونه که اخیراً در این مقاله تشریح شد . تأثیر مالیاتی یک استرادل معمولاً نسبت به یک فروش سازنده دارای وزن کمتری می باشد . اما قوانین استرادل با این وجود عامل مالیاتی خیلی مهمی در هجینگ هستند .

استرادل های تعریف شده

یک استرادل توسط کد بازدهی داخلی تعریف می شود نظیر " موقعیت های جبرانی با رجوع به دارایی شخصی " . یک استرادل می تواند بعنوان یک الا کلنگ بازی کردن (بالا و پایین رفتن) نگریسته شود . موجودی اصلی در یک طرف است و موقعیت جبرانی موجودی یا اوراق بهادار دیگری در طرف دیگر است . موقعیت های جبرانی عموماً هر معامله ای را در برمی گیرند که قصد دارد اساساً ریسک زیان یک موقعیت را محدود کند . بنابراین ، اگر یک مشتری موجودی را مختصر می کند یا یک پوت آپشن خریداری می کند که موقعیت به طرف دیگر الاکلنگ ادامه یابد ، موضوع دیگر آنست که آیا اوراق بهادار جدید بر آنست تا خطر کاهش در ارزش موجودی اصلی را جبران کند ، و اگر چنین است ، احتمالاً آن یک استرادل می باشد . مگر آنکه یک استثناء باشد .

در ارزیابی اگر موقعیت های جبرانی به حقایق و آزمون شرایطی از " قصد اساساً محدود کردن ریسک زیان " دست یابند ، کد بازدهی داخلی چندین معیار فراهم می کند که اگر مطابقت داشت باعث رد این احتمال که یک استرادل وجود دارد ، می شود . این احتمالات رد کردنی یک استرادل فرض می کنند که هجینگ همان اوراق بهادار را نظیر اوراق بهادار حمایت شده دربرگیرد ، حتی اگر اساساً در شکل متفاوتی باشند . این معیارها همچنین یک استرادل را فرض می

کنند اگر هجینگ به فروش رسد و یا نظیر یک موقعیت جبرانی (صرفنظر از اسمی که استفاده کرد) در معرض فروش قرار گیرد . اما بعنوان بخشی از این معیارها ، الزامی وجود دارد که یک رابطه معکوس در ارزیابی تغییرات میان موقعیت های جبرانی وجود دارد . تأثیر ناب این قوانین اینست که هر هجینگ سعی شده احتمالی است و به هدف مورد نظر از قوانین استرادل وابسته است .

خلاصه کردن قوانین اساسی استرادل

۱. یک استرادل زمانی اتفاق می افتد که یک سرمایه گذار موجودی را به تملک درآورد و سپس به یک موقعیت جبرانی (تعدیل کننده) وارد می شود ، نظیر :

- یک اختیار در چنین موجودی ای یا موجودی اساساً یکسان
- یک واقعیت با توجه به دارایی های اساساً مشابه یا مرتبط (دربرگیرنده موجودی نباشد) . دارایی اساساً مشابه یا مرتبط به موجودی است زمانیکه ارزش منصفانه موقعیت های جبرانی عمدتاً منعکس می کند عملکرد :
 - یک شرکت
 - همان صنعت
 - همان عوامل اقتصادی نظیر نرخ سود ، قیمت های کالا ، یا نرخ های پول رایج خارجی
 - بعلاوه ، تغییرات در ارزش منصفانه بازار موقعیت های جبرانی عقلایی انتظار می رود وارونه حرکت کنند .بعبارت دیگر ، اگر موجودی درک شده در یک طرف الاکلنگ باشد ، بنابراین یک پوت آپشن در همان موجودی یا موجودی اساساً مشابه در طرف دیگر الاکلنگ یک استرادل است

۲. یک استرادل به نظر نمی رسد با یک موقعیت جبرانی در موجودی اساساً مشابه موجود باشد .

این شبیه است به آنچه پیشتر مدیر اجرایی Enron انجام داد در زمانیکه او کمپانی انرژی مختصر AES را در آگوست ۲۰۰۱ فروخت در حالیکه موجودی Enron را بدست آورد .

۳. موجودی ای که قبل از ژانویه ۱۹۸۴ حاصل شد ، موضوع قوانین استرادل نیست . برای این موجودی ها ، قراردادهای می توانند در مقابل موقعیت های موجودی با همبستگی و حمایت یکسان خریداری شوند ، ولی بدون مفاهیم مالیاتی ناسازگار تحت هر فروش سازنده یا قوانین استرادل .

تعداد زیادی استراتژی های هجینگ دیگر وجود دارند که فروش مختصر یا خرید قراردادهای بعنوان یک شاخص سرمایه (هم بطور گسترده و هم توسط بخش) را در برمی گیرند . این استراتژی ها پیچیدگی زیادی دارند اما می توانند همبستگی بالاتری از استراتژی های هجینگ در یک موجودی دیگر در همان صنعت بعنوان موجودی درک شده ارائه دهند .

TABLE 3		
Transaction Type	Example	Straddle?/ Constructive Sale?
Sell Short a Substantially Similar Stock Not Otherwise Owned	Sell Short Verizon Stock to Protect Against Decline in Large SBC Holding	No/No
Sell Short a Stock Already Owned	Sell Short SBC to Protect Against Decline in Large SBC Holding	Yes/Yes
Purchase a Put Option on Substantially Similar Stock Not Otherwise Owned	Purchase a Put Option on Verizon to Protect Against Decline in Large SBC Holding	Yes/No
Purchase a Put Option on Stock Already Owned	Purchase a Put Option on SBC to Protect Against Decline in Large SBC Holding	Yes/No
Non-Abusive Collar on Stock Already Owned (i.e., collar does not hold value in very tight range)	Purchase Put Option and Sell Call Option on SBC to Limit Value to a Range	Yes/No

مفاهیم مالیاتی قانون استرادل در چهارچوب استرادل

اگر یک استرادل وجود نداشته باشد، مفاهیم مالیاتی عمدتاً با محتوای موقعیت جبرانی مرتبط هستند.

- یک تعلیق در دوره های هولدینگ سود سرمایه در طول زمان جبران وجود دارد. بنابراین، پوت آپشنها یا موقعیت های جبران در کوتاه مدت در ماهیت مشابه می مانند زمانیکه توسط تأثیر استرادل از بلند مدت شدن منع شده اند.
- نتیجه گیری غیر جاری برای زیان ها میزان هر سود غیر واقعی در موقعیت های جبران را نادیده می گیرد. بنابراین، زیان ها در یک استرادل به تعویق می افتند تا سودهای غیر واقعی در موقعیت های جبرانی حذف شوند.
- همه هزینه های حمل و نقل و هزینه بهره (شامل بودجه احتیاطی) در طول دوره جبران (خالص سود سهام) سرمایه گذاری شده اند و به موجودی تحت تملک اضافه شده اند. این تأثیر کاهش بر میزان سود سرمایه دارد زمانیکه موقعیت موجودی تحت تملک فروخته می شود.

اقتصاد استراتژی های هجینگ اولیه

بعد از اینکه تجزیه و تحلیل مالیاتی کامل شد، سؤال اساسی آنست که آیا اقتصادها استحقاق یک استراتژی هجینگ با نظر به همه مالیات های وابسته (شامل مالیات های دارایی) و تنوع تغییرات قیمتی بالقوه برای اوراق بهادار یا سهامی که هجینگ می شود را دارد.

چندین خروجی ممکن باید مدلسازی شوند، با استفاده از نرخ متنوعی از درک، مالیات بندی و تأثیرات اقتصادی دیگر نظیر درآمد مفقود سود سهام و هزینه های معامله.

تکنیک دیگر برنامه ریزی برای رسیدگی ، استفاده از اعضای جوانتر خانوار یا ائتلاف های خانوار می باشد تا هجینگ را انجام دهند . برای مثال یک کودک با منابع کافی می توانست یک هجینگ انجام دهد تا در مقابل کاهش در ارزش سهم تحت تملک پدر یا مادر حمایت کند . فقدان ارزش برای پدر یا مادر مالیات دارایی را کاهش می دهد ، در حالیکه سود در ارزش پوت آپشن یا استراتژی هجینگ دیگر می توانست منتج به سود کودک شود ، بدون اینکه دارایی پدر یا مادر را دربرگیرد . ساختارهای مالکیت جایگزین موضوع برنامه ریزی آینده هستند که مستحق رسیدگی و ملاحظه می باشند .

نتیجه

فرآیند تصمیم گیری برای تنوع و مدیریت ریسک اوراق بهادار که در سطح بالایی درک شده اند و سهام ، شایعتر و پیچیده تر می شوند . در حالیکه تصمیم فروش معمولاً ساده ترین است ، پیشنهادات متناوبی استراتژی های هجینگ را در برمی گیرند که برای کاربرد ممکن باید ارزیابی شوند . استراتژی های هجینگ می توانند مورد استفاده قرار گیرند تا به شیوه ای مؤثر ریسک را از طریق معامله مساعد مالیاتی مدیریت کنند . در موقعیت های محدودی که استراتژی های هجینگ مؤثر هستند ، توجه یکسانی که در ارزیابی و اجرای هجینگ انجام شد ، باید به مدیریت شایسته ای محول شود و هجینگ نظارت شود .

برنامه ریزان مالی ممکن است فرصت هایی را برای استراتژی های هجینگ ببینند که مشاوران سرمایه گذاری و اتحادیه ممکن است از آن آگاه نباشند .

ایجاد افزایش در شمار مشتریان و مشتریان بالقوه اوراق بهادار و سهام درک شده ، یک دانش کاربردی از استراتژی های هجینگ از اهمیت در حال توسعه ای از یک دیدگاه قضایوتی برخوردار است . چنین دانشی همچنین می تواند به مشخص کردن برنامه ریزی مالی توسط تعداد زیادی از حرفه ای های مالی ، برای سود نهایی مشتری و عمل برنامه ریز مالی کمک کند .