

## اوراق مشارکت قابل تبدیل به سهام؛ ابزارک برای تامین مالی اسلامی

مهدی ذوالفقاری

کارشناس تحقیق و توسعه بورس تهران



## ■ مبانی نظری

در ادبیات مالی، اوراق قرضه قابل تبدیل، نوعی اوراق بدهی شرکتی محسوب می‌شود که دارنده آن می‌تواند اوراق خود را با نرخ توافقی به سهام شرکت ناشر تبدیل یا درازای دریافت وجه نقد به ناشر، اراهه کند. این اوراق در طبقه بندی ابزارهای ترکیبی ویژگی‌های مشترک سهام و اوراق بدهی را دارند. اگرچه این اوراق معمولاً نرخ بهره پایین‌تری نسبت به اوراق بدهی متعارف دارند، با اعطای اختیار تبدیل ورقه بدهی به سهام شرکت، امکان دستیابی به بازده بالاتری از طریق تملک سهام شرکت را برای سرمایه‌گذار فراهم می‌کنند؛ به طوری که سرمایه‌گذار می‌تواند با خرید این اوراق به‌طور همزمان از مزیت تبدیل اوراق به سهام و پوشش ریسک نامطلوب جریان‌های نقدی از طریق دریافت بهره و اصل سرمایه‌گذاری در زمان سررسید منتفع شود. اوراق قرضه قابل تبدیل معمولی غالباً بیش از یک اختیار معامله تبعی را به همراه دارند که می‌توانند قابل خرید یا قابل فروش باشند. بنابراین ارزش‌گذاری انواع جدید این اوراق از پیچیدگی‌های بیشتری برخوردار است؛ زیرا ارزش ورقه قابل تبدیل متأثر از تغییرات نرخ بهره (از طریق اختیارهای خرید یا فروش بر جریان‌های نقدی آتی مورد انتظار)، موقعیت اعتباری سهام پایه (ناشر اوراق) و تغییرات قیمت سهام پایه است.

## ۱. ویژگی‌ها

برخورداری از درآمد ثابت و برخی از مزایای سهام و نیز بهره‌گیری از مزایای قراردادهای اختیار معامله از ویژگی‌های مهم اوراق قرضه قابل تبدیل است که باعث جذابیت این ابزار در بازار اوراق بهادار شده است.

## \* ویژگی‌های مشابه اوراق با درآمد ثابت

اوراق قابل تبدیل به منزله نوعی اعطای وام به شرکت ناشر است که در تاریخ سررسید بازپرداخت می‌شود. درآمد این اوراق شامل بهره‌ای است که به‌طور منظم در بازه زمانی مشخصی پرداخت می‌شود. همچنین، بازپرداخت اصل سرمایه‌گذاری در سررسید را نیز شامل می‌شود. با این حال، ایجاد اختیار تبدیل برای دارنده ورقه موجب شده است تا این اوراق در مقایسه با اوراق غیرقابل تبدیل از بازده کمتری برخوردار باشند.

## \* ویژگی‌های مشابه سهام

این اوراق از دید سرمایه‌گذاران با ترجیحات درآمد ثابت، به‌عنوان اوراق قرضه متعارف همراه

آیا اوراق مشارکت می‌تواند جانشین خوبی برای اوراق قرضه باشد و کلیه وظایف مترتب بر آن را به نحو مناسبی به انجام برساند؟ با توجه به وضعیت انتشار اوراق مشارکت در ایران و با توجه به تعریف این اوراق، به نظر می‌رسد جواب این سوال منفی باشد (ذوالفقاری و همکاران، ۱۳۹۱).

از این رو محققان بازارهای مالی اسلامی از یک سو با توجه به ممنوعیت انتشار اوراق قرضه و از سوی دیگر وجود نقایص فراوان در اوراق مشارکت موجود، به دنبال راه‌حلی برای رفع نقایص اوراق مشارکت و جذاب کردن تامین مالی از طریق این اوراق برای سرمایه‌گذاران هستند. یکی از عمده‌ترین تلاش‌ها در این عرصه، توسعه قابلیت‌های اوراق مشارکت و تجهیز نمودن (ترکیب) این اوراق با مجموعه‌ای از ویژگی‌های سایر ابزارهای مالی موجود است. معرفی «اوراق مشارکت قابل تبدیل به سهام» به‌عنوان یک ابزار تامین مالی جدید، ماحصل تلاش محققان در این عرصه است.

درواقع این اوراق، یک ابزار ترکیبی متشکل از ویژگی‌های اوراق مشارکت و سهام است. این ابزار به تناسب ویژگی‌ها و مشخصه‌های خود می‌تواند ضمن بهره‌مند کردن نگهدارندگان از منافع اوراق مشارکت، این اختیار را به صاحبان خود بدهد که بسته به شرایط بازار، اوراق مذکور را تبدیل به سهام کنند. بنابراین این اوراق می‌تواند از منافع سهام نیز بهره‌مند شوند.

در تامین مالی پروژه‌های سرمایه‌گذاری، روش‌ها و ابزار گوناگونی وجود دارد که هر کدام ویژگی‌ها و خواص مربوط به خود را دارد. یکی از روش‌های مهم فرآیند تامین مالی، تبدیل به اوراق بهادار کردن دارایی‌ها است. یکی از ابزارهای مالی مهم و کارآ برای فرآیند تبدیل به اوراق بهادار کردن دارایی‌ها، اوراق قرضه است. با وجود کاربرد گسترده استفاده از این اوراق در بسیاری از کشورهای توسعه یافته و در حال توسعه، در بسیاری از کشورهای مسلمان بالغ‌الغای اصل بهره و رب‌اد نظام اقتصاد اسلامی، استفاده از این اوراق ممنوع است. از سوی دیگر در این کشورها طراحی و پیاده‌سازی ابزارهای جایگزین اوراق قرضه در چند دهه گذشته به‌عنوان یکی از راهکارهای تامین مالی پروژه‌های مطرح شده است.

کشورهای مختلفی نیز به تناسب چارچوب نظام اقتصادی خود اقدام به استفاده از برخی از این ابزار کرده‌اند. اولین جایگزینی که برای اوراق قرضه در ایران طراحی شده است، اوراق مشارکت است که چندین سال است به شکل‌های مختلف مورد استفاده قرار می‌گیرد. در واقع اوراق مشارکت همان اوراق قرضه است که طبق قانون بانکداری اسلامی منتشر می‌شود.

ماهیت حقوقی اوراق مشارکت بر پایه عقد مشارکت مدنی است. با توجه به تجربه انتشار چند سال اخیر اوراق مشارکت در کشور، در اینجا این سوال مطرح می‌شود که

با یک اختیار خرید با تبدیل به سهام در نظر گرفته میشود. از دیدگاه سرمایهگذارانی که مایل به داشتن سهام هستند، این اوراق به منزله ترکیبی از یک موقعیت خرید سهام پایه، یک اختیار فروش برای تبدیل به سهام و یک قرارداد معاوضه برای دریافت بهره اوراق قابل تبدیل در تبادل با سود توزیع شده سهام است.

مزایا

- مزایا از دیدگاه سرمایه گذاران

\* اوراق مشارکت قابل تبدیل نسبت به سهام عادی و سهام ممتاز ریسک پایین تری را به سرمایه گذار تحمیل می کند؛ زیرا زمانی ارزش این اوراق به کمتر از ارزش اسمی آن کاهش می یابد که ارزش سایر اوراق همگروه آن نیز کاهش یابد. از طرف دیگر، این اوراق عموماً از بازدهی بالاتری نسبت به سهام عادی برخوردار هستند.

\* اوراق مشارکت قابل تبدیل معمولاً از نوسانات قیمتی کمتری نسبت به سهام برخوردار هستند. در واقع رفتار این اوراق شباهت بسیاری به قرارداد اختیار خرید دارد. بنابراین اگر C قیمت خرید و S قیمت سهام باشد، داریم:

$$\delta C / \delta S \rightarrow \delta C = \Delta \times \delta S = \Delta$$

از آن جا که  $\Delta > 0$  است، بنابراین  $\delta C < \delta S$  همان گونه که مشاهده می شود، واریانس C کمتر از واریانس S است.

\* خرید همزمان اوراق قرضه قابل تبدیل و فروش استقراضی سهام ناشر به عنوان یک استراتژی سرمایه گذاری پوشش ریسک تحت عنوان «آر بیتز تبدیل» مطرح می شود. هدف از چنین استراتژی متکی کردن اختیار سهام به اوراق قابل تبدیلی است که نوسانات کمتری دارد.

\* اوراق مشارکت قابل تبدیل در شرایطی که بازار سهام رو به افت است، مانع تشدید افت بازار می شود. این اوراق به دلیل ماهیت مشارکت تدافعی در بازار سهام، یک رویکرد محافظه کارانه تر به سهام ارایه می کند.

\* دارندگان این اوراق می توانند از افزایش قیمت سهام پایه منتفع شوند و در مقابل کاهش قیمت سهام به دلیل برخورداری از ویژگی اوراق با درآمد ثابت مصون بمانند.

\* تجربه تاریخی نشان می دهد که سهام پایه اوراق قابل تبدیل به دلیل دارا بودن ویژگی مشابه اوراق با درآمد ثابت، بازدهی بالاتری را نسبت به اوراق غیر قابل تبدیل داشته اند.

\* اوراق مشارکت قابل تبدیل مزایای

منحصر به فردی دارد که با اضافه کردن آن به سبد دارایی ها می توان ریسک پرتفوی را به طور چشمگیری، به ویژه در دوره آشفتگی بازار کاهش داد.

\* از آن جا که اوراق مشارکت قابل تبدیل، در بازار و با سازوکار قیمت های پیشنهادی معامله می شوند، بنابراین این ویژگی موجب بهبود شفافیت و افزایش کارایی در قیمت گذاری آن می شود.

- مزایا از دیدگاه ناشر

\* هزینه استقراض با نرخ بهره کمتر: بهره گیری از اوراق مشارکت قابل تبدیل، امکان استقراض با هزینه کمتر را برای ناشر فراهم می کند. به طور مثال، در بازار کانادا بهره اوراق قرضه قابل تبدیل معمولاً بین ۱ تا ۳ درصد کمتر از اوراق قرضه متعارف است.

\* امکان استقراض بلندمدت با نرخ بهره کمتر: تامین مالی از طریق استقراض با نرخ های بهره پایین و ثابت یا عقد قرارداد معاوضه وام های بانکی با نرخ بهره متغیر و اوراق قرضه قابل تبدیل با بهره ثابت برای مدیر مالی در چرخه عمر بنگاه های اقتصادی از اهمیت ویژه ای برخوردار است.

\* بهره مندی از اختلاف قیمت تبدیل و قیمت بازار سهام جدید: هنگامی که سهام جدیدی طی فرآیند تبدیل ورقه قرضه منتشر میشود، به طور معمول قیمت تبدیل بالاتر از قیمت بازار آن سهم خواهد شد. به عنوان نمونه، در بازار کانادا مقایسه قیمت سهام جدید ناشی از تبدیل اوراق قرضه با سایر سهام جدید انتشار از طریق سایر روش های افزایش سرمایه نشان دهنده ایجاد صرف ۲۰ تا ۳۰ درصدی برای ناشر می شود.

\* عدم برخورداری از حق رای: دارندگان اوراق مشارکت قابل تبدیل صرفاً زمانی می توانند حق رای داشته باشند که اوراق خود را به سهام تبدیل کرده باشند.

\* افزایش اهرم بدهی: انتشار این اوراق باعث افزایش حجم کل بدهی ناشر می شود. از یک سو، مشارکت کنندگان بازار همواره به دنبال سهام ناشرانی هستند که بدهی خود را تا سقف معینی، بدون تاثیر منفی بر رتبه اعتباری و هزینه بدهی افزایش دهند؛ از سوی دیگر، انتشار این اوراق می تواند منابع مالی مازاد بر سقف معین را برای ناشر فراهم کند.

\* باز خرید صرف اوراق قابل تبدیل: ناشر در

زمان صدور ورقه قابل تبدیل، میزانی از نرخ بهره ثابت آن را به عنوان قیمت باز خرید در نظر میگیرد. در صورتی که سرمایه گذار این اوراق را قبل از سر رسید به سهام تبدیل کند، ناشر از بهره پایین این اوراق منتفع خواهد شد. به عنوان نمونه، اوراق قرضه قابل تبدیل در بازار فرانسه بهره ای نزدیک به صفر دارند.

\* برگه تصاحب: هنگامی که بازدهی سهام پایه اوراق قابل تبدیل پایین باشد، دارندگان اوراق به منظور تسهیل فروش اوراق، ناگزیر به اعطای تخفیف روی اوراق می شوند. بنابراین عدم تمایل به این اقدام موجب می شود تا عرضه کمتری صورت بگیرد و در نتیجه از افت شدید قیمت سهام پایه جلوگیری شود.

\* مزایای مالیاتی: اوراق قابل تبدیل نرخ های مالیاتی کمتری دارد که این امر موجب افزایش تمایل سرمایه گذاران به این اوراق و افزایش قیمت بازاری آن ها می شود. خاطر نشان می سازد که مالیات بر درآمد ناشی از افزایش قیمت سهم صرفاً زمانی پرداخت می شود که تبدیل واقعی صورت پذیرد.

۳. معایب (ریسک ها)

\* مخالفان این اوراق معتقدند که انتشار اوراق قابل تبدیل باعث می شود که در آینده این اوراق به سهام تبدیل شوند. به عبارت دیگر در این فرآیند، سهام جدید منتشر می شود. وجود چنین دیدگاهی موجب می شود دارندگان سهام ناشر اوراق، تمایل چندانی به نگهداری آن نداشته باشند؛ زیرا با افزایش تعداد سهام، بازدهی سهام کاهش خواهد یافت.

از سوی دیگر، زمانی که قیمت سهام افت شدیدی پیدا می کند، بهره پرداختی این اوراق که کمتر از بهره اوراق متعارف است به حداقل می رسد. در این وضعیت دارندگان این اوراق از یک سو با توجه به قیمت پایین سهام پایه علاقه چندانی به تبدیل این اوراق نخواهند داشت، از سوی دیگر اوراق مزبور نیز بهره کمتری پرداخت می کنند. از این رو دارندگان این اوراق متحمل زیان خواهند شد تا زمان سر رسید یا زمانی که قیمت سهام افزایش یابد.

موسسات رتبه بندی معتبر در بازارهای اوراق قرضه قابل تبدیل نظیر ایالات متحده و کانادا از رتبه بندی این اوراق، اجتناب می کنند که این امر موجب افزایش ریسک اعتباری این اوراق شده است.

ریسک نرخ بهره اوراق مشارکت قابل تبدیل نیز همانند سایر اوراق بهادار با درآمد ثابت است. قیمت اوراق مشارکت قابل تبدیل در صورت افزایش نرخ بهره کاهش خواهد یافت و برعکس. نرخهای بهره پایین تر موجب ایجاد ریسکی تحت عنوان ریسک بازخرید می شود. ریسک بازخرید در

واقع احتمال بازخرید اوراق قابل تبدیل با قابلیت اختیار خرید از سوی ناشر قبل از سررسید است؛ به طوری که ناشر می تواند مجدداً در نرخهای بهره پایین تامین مالی کند. این امر سرمایه گذار را مجبور میکند تا اقدام به سرمایه گذاری مجدد در نرخ بهره پایین تر کند.

انواع اوراق قابل تبدیل جدول زیر انواع مختلف اوراق قابل تبدیل را نشان می دهد. مبانی نظری و پایه اصلی کلیه اوراق قابل تبدیل، مطالب ذکر شده است؛ اما هر یک از اوراق، برخی مشخصه های خاصی را دارد که آن ها را از بقیه تفکیک می کند.

## دسته بندی انواع اوراق قابل تبدیل

ردیف	عنوان	توضیحات
۱	اوراق بدهی قابل تبدیل ساده (Vanilla Convertible)	دارنده ورقه به اختیار می تواند ورقه خود را در نرخ از پیش تعیین شده ای به سهام پایه آن تبدیل کند. این اوراق ممکن است قبل از سررسید نهایی بسته به وضعیت قیمتی سهام پایه بازخرید شوند.
۲	اوراق قابل تعویض (Exchangeable)	اوراق بدهی قابل تعویض این قابلیت را دارند که با سهامی غیر از سهام ناشر جایگزین شوند. به بیان دیگر، این اوراق در واقع در طبقه بندی اوراق بدهی قابل تبدیل قرار نمی گیرند؛ اما ویژگی های ارزش گذاری مشترک دارند.
۳	اوراق قابل تبدیل الزام آور (Mandatory Convertibles)	اغلب دارای سررسید کوتاه مدت هستند، معمولاً بازده بالاتری را نسبت به سهام پایه آن نصیب دارنده می کنند، به طور خودکار در زمان سررسید به تعداد معینی از سهام پایه تبدیل می شوند. در صورتی که در زمان سررسید ورقه، ارزش سهام پایه آن در حداقل ممکن باشد، تعداد سهام قابل تخصیص به سرمایه گذار باید به گونه ای باشد که از زیان وی ممانعت به عمل آید.
۴	اوراق قابل تبدیل مشروط (Contingent Convertibles)	این اوراق به گونه ای طراحی شده اند که دارنده آن تنها زمانی می تواند فرآیند تبدیل را انجام دهد که قیمت سهام درصد معینی بالاتر از قیمت تبدیل باشد.
۵	اوراق قابل تبدیل با پشتوانه سهام خزانه obligation Convertible En (Auction Nouvelles ou Existates)	ناشر این اوراق بهادار اختیار دارد که در تبدیل اوراق به سهام از سهام جدید یا سهام قبلی (خزانه که دارای شرایط سود تقسیمی متفاوت هستند) استفاده کند. اغلب اوراق قابل تبدیل در فرانسه از این نوع به شمار می روند و به طور تکنیکی این اوراق در شمار اوراق قابل تبدیل قرار نمی گیرند.
۶	سهام ممتاز قابل تبدیل (Convertible preferred stock)	سهام ممتاز سهامی است که میزان سود تقسیمی آن ثابت است و از ویژگی های بینابینی اوراق بدهی و سهام عادی برخوردار است. دارنده این نوع سهام از حق رای برخوردار نیست. در برخی مواقع سهام ممتاز به دلیل ویژگی ثبات سود تقسیمی در طبقه اوراق قرضه قرار می گیرد.
۷	اوراق قابل تبدیل معکوس (Reverse Convertible Security)	ناشر می تواند اوراق قرضه را به سهام شرکت تبدیل کند؛ اما سرمایه گذار از این حق برخوردار نیست.
۸	اوراق قرضه عرضه شده به عموم (Going-public bonds)	در طبقه اوراق با بهره ثابت قرار می گیرند، به سهام شرکتی تبدیل یا تعویض می شوند که با وقفه زمانی کوتاهی در بورس اوراق بهادار پذیرفته می شود.
۹	اوراق قرضه هیبریدی (Hybrid Convertible Bond)	به صورت سرمایه وامی (Loan capital) منتشر می شوند؛ اما ناشر حق محفوظ تبدیل یا تعویض اوراق قرضه به سهام ممتاز قابل تبدیل با حقوق و درآمد مشابه را دارد. هدف از انتشار این اوراق، استفاده از مزیت معافیت مالیاتی نرخ بهره پرداختی است و حتی ممکن است سود ناخالصی را به سرمایه گذاران پرداخت کند.
۱۰	قرارداد اختیار همراه با اوراق قابل تبدیل (Convertible Bond Option)	اختیار همراه با اوراق قرضه قابل تبدیل ابزاری مناسب برای اشخاصی است که به دنبال تفکیک اوراق قرضه قابل تبدیل از جزء ریسک اعتباری آن هستند.
۱۱	اوراق قابل تبدیل مادام العمر (Perpetuals Convertible Bond)	از انواع اوراق قرضه ای هستند که تاریخ سررسید خاصی ندارند و صرفاً بهره آن ها به طور منظم پرداخت می شود
۱۲	اوراق قابل تبدیل ارزی (Cross-Currency Convertible Bond)	از انواع اوراق بهادار بین المللی محسوب می شوند و به واحد پولی داری پایه آن محدود نمی شوند. این اوراق در بازاری غیر از بازار داخلی کشور منتشر می شود و واحد پولی معاملات آن واحد پولی بازار داخلی است که ورقه بهادار در آن منتشر شده است.