

دکتر پرویز پیری
حسابدار رسمی و عضو
هیات علمی دانشگاه ارومیه
بهمن قادری
دانشجوی کارشناسی ارشد
حسابداری دانشگاه ارومیه

دودس در این مقاله مبانی نظری راجع به تصمیمات مربوط به انتشار اوراق قرضه قابل تبدیل و همچنین انگیزه‌های مرتبط با انتشار این قبیل اوراق بهادار مورد بررسی قرار گرفته است. بر اساس نتایج به دست آمده از پژوهش‌های مختلف بیان می‌گردد که اوراق قرضه قابل تبدیل ابزاری مناسب برای کاهش هزینه‌های نمایندگی و هزینه‌های گزینش نامناسب است. به طور کلی با بررسی مبانی نظری مربوط به انتشار بدهی‌های قابل تبدیل، درک بسیار ارزشمندی در مورد انگیزه‌ها و عوامل مورد تقاضای سرمایه‌گذاران به دست آمده است.

اوراق قرضه قابل تبدیل یکی از انواع ابزارهای مالی است که بر اساس تصمیم دارنده آن، قابلیت تبدیل به سهام عادی را دارد. تأمین مالی از محل اوراق قرضه قابل تبدیل، یکی از راه‌هایی است که به وسیله آن می‌توان تفاسیر نادرست (منفی) مطرح شده پیرامون اقدامات واحد تجاری را کاهش داد. مطلوبیت این قبیل اوراق بهادار از دیدگاه سرمایه‌گذاران و شرکت‌ها منتشر کننده، باعث شده در سال‌های اخیر تعداد تحقیقات تجربی انجام شده در این حوزه به شدت افزایش پیدا کند. این بررسی‌ها به نوبه خود منجر به شکل‌گیری ایده‌ها و نگرش‌های جدیدی پیرامون تأمین مالی از محل اوراق قرضه قابل تبدیل شده است. به‌علاوه، تغییر در بازار اوراق قرضه قابل تبدیل موجب شده که سوالات زیادی از درپچه نوع گزینه‌های تأمین مالی از طریق اوراق بهادار قابل تبدیل مطرح شود.



پژوهشگاه علوم انسانی و مطالعات فرهنگی
پرتال جامع علوم انسانی

مبانی نظری چالش‌های تأمین مالی از محل اوراق بدهی قابل تبدیل

دودس

فروردین ماه ۱۳۹۲
شماره ۱۱۰

درماندگی مالی و حتی ورشکستگی گام بردارد که در نهایت این وضعیت می تواند باعث کاهش ارزش شرکت و افزایش ضریب تصاحب شرکت توسط رقبای شود؛ برخلاف بدهی های عادی، تأمین مالی از محل اوراق قرضه قابل تبدیل همزمان می تواند هم خطر ورشکستگی و هم خطر تصاحب شرکت توسط شرکت های رقیب را کاهش دهد. برای حل این مشکل مدیریت می تواند برای تأمین مالی از بدهی هایی استفاده کند که دارای خصوصیات اوراق قرضه قابل تبدیل باشند و با دنبال کردن این خط مشی بتواند ترکیبی بهینه از بدهی های عادی و اوراق قرضه قابل تبدیل را بر گزیند و به وسیله آن انگیزه سرمایه گذاری بین سهامداران و سایر فعالان بازار افزایش را افزایش دهد.

بدهی های قابل تبدیل

ابزاری برای کاهش هزینه های مربوط به گزینش نامناسب

بخش عمده ای از تئوری های مربوط به اوراق قرضه قابل تبدیل، این اوراق را ابزاری برای کاهش هزینه های مربوط به گزینش نامناسب ناشی از وجود پدیده عدم تقارن اطلاعاتی بین افراد درون و برون سازمانی می دانند. نظریه ریسک عدم قطعیت برنان و کرواس (۱۹۸۷) بر این فرض استوار است که بین مدیریت شرکت و سرمایه گذاران بازار سرمایه بر سر نرخ ریسک مربوط به شرکت اختلاف نظر وجود دارد. بر این اساس هر چه ریسک مربوط به شرکت بالاتر باشد، شرکت ها باید هزینه سرمایه بیشتری را تحمل کنند. انتشار اوراق قرضه قابل تبدیل باعث کاهش این هزینه ها می شود، زیرا ریسک بیشتر موجب ارزش گذاری بالاتر اوراق قابل تبدیل (اوراق قرضه، سهام ممتاز) می شود. بنابراین زمانی که بخش اعتباری کمتر از ارزش واقعی و همچنین اوراق قابل تبدیل بیش از ارزش واقعی، ارزش گذاری شده اند؛ نتیجه این می شود که برای ارزش گذاری قیمت اوراق بهادار، مدیران واحد تجاری و سرمایه گذاران برون سازمانی بر سر یک قیمت منصفانه با هم به توافق می رسند. نوع دوم گزینش نامناسب، بر فرض وجود پدیده عدم تقارن اطلاعاتی در مورد ارزش شرکت (به جای ریسک مربوط به شرکت) استوار شده است. شاید معروف ترین مدل شناخته شده مربوط به این حوزه، نظریه بک - ڈر است که توسط استین در سال ۱۹۹۲ ارائه شده است. این مدل بیان می دارد، در صورت وجود پدیده عدم تقارن اطلاعاتی پیرامون ارزش شرکت، به هنگام انتشار سهام عادی این تفکر در بین سهامداران به وجود می آید که ممکن است سهام واحد تجاری بیش از ارزش واقعی، ارزش گذاری شده باشد. با توجه به محتوای اطلاعاتی مخابره شده مربوط به انتشار اوراق قرضه قابل تبدیل نسبت به انتشار ثانویه سهام، می توان گفت که انتشار اوراق قرضه قابل تبدیل باعث کاهش هزینه های گزینش نامناسب می شود زیرا از دیدگاه سرمایه گذاران احتمال اینکه سهام واحد تجاری بیش از ارزش واقعی ارزش گذاری شده باشد، کاهش می یابد. بنابراین شرکت ها ترجیح می دهند که تأمین مالی از محل اوراق قرضه قابل تبدیل را در اولویت خود قرار دهند. نظریه استین (۱۹۹۲) با فرض اینکه مدیریت شرکت به صورت خردمندانه عمل می کند، ارائه شده است به این معنی که مدیریت باید در مورد مسایل پیش روی تأمین مالی از طریق انتشار اوراق قرضه قابل تبدیل (احتمال ایجاد بحران مالی) و یا انتشار سهام عادی (افزایش هزینه های گزینش نامناسب) یکی را انتخاب کند. هدف از انتشار اوراق قرضه قابل تبدیل بهبود واکنش سهامداران نسبت به فعالیت های واحد تجاری است. البته در انتشار اوراق قرضه قابل تبدیل باید اختیاری بودن یا نبودن بودن قابلیت تبدیل اوراق قرضه نیز مدنظر قرار گیرد. چنانچه پدیده عدم تقارن اطلاعاتی در طول زمان ادامه داشته باشد، مدیران می توانند مشکلات مربوط به گزینش نامناسب را با انتشار اوراق قرضه قابل تبدیل، هنگامی که قیمت سهام از یک مقدار مشخص تجاوز کند حل کنند. دارندگان اوراق قرضه قابل تبدیل می توانند اوراق قرضه خود را به اوراقی که ریسک کمتری دارند، تبدیل کنند. مدیران تمایل دارند تا از طریق سیاست های مربوط به کاهش ارزش قراردادهای مربوط به خرید سهام شرکت در آینده، ثروت سهامداران خود را به حداکثر برسانند. اما محدودیت های مربوط به قیمت، به مدیران اجازه می دهد تا زمانی که اخبار مطلوب در مورد شرکت موجود می است این قبیل قراردادهای را باز خرید یا

مبانی نظری راجع به تصمیمات مربوط به انتشار اوراق قرضه قابل تبدیل

به طور کلی می توان برای انتشار اوراق قرضه قابل تبدیل دو نوع انگیزه متفاوت را بر شمرد؛ انگیزه های قابل قبول (پذیرفتنی) و انگیزه های غیر قابل قبول. هزینه سرمایه اوراق قرضه قابل تبدیل نسبت به بدهی های معمول (به دلیل داشتن کوپن های بهره کمتر) و سهام عادی (بیشتر بودن قیمت تبدیل نسبت به قیمت انتشار سهام عادی در یک زمان مشابه) کمتر است. در واقع حامیان انگیزه های قابل قبول معتقدند اوراق قرضه قابل تبدیل می تواند هزینه های تأمین مالی را تا حد زیادی کاهش دهد. بر این اساس می توان گفت که اگر محدودیتی در مسیر استفاده از بدهی های قابل تبدیل وجود نداشته باشد، این بدهی ها می توانند به عنوان جایگزینی مناسب برای تأمین مالی از محل انتشار سهام عادی و سایر منابع تأمین مالی مورد استفاده قرار گیرند (روس و همکاران، ۲۰۱۳).

از نظر تئوریک، تفاسیر متفاوتی در مورد مسایل خاص مربوط به تأمین مالی مطرح شده است. پژوهش هایی مختلفی بیانگر این امر هستند که تأمین مالی از محل بدهی های قابل تبدیل، می توانند این این قبیل مشکلات را کاهش دهند. یک گروه از مطالعات تأمین مالی از طریق اوراق قرضه قابل تبدیل را ابزاری برای کاهش مشکلات نمایندگی معرفی کرده اند در حالی که مطالعات گروه دوم بدهی های قابل تبدیل را ابزاری مناسب برای کاهش خطر گزینش نامناسب می دانند.

بدهی های قابل تبدیل

مکانیزمی برای کاهش هزینه های نمایندگی

چندین مدل تئوریک، بدهی های قابل تبدیل را به عنوان یک ابزار مالی مناسب جهت کاهش هزینه های نمایندگی معرفی کرده اند. نظریه ریسک تغییر گرین (۱۹۸۴) بر تعارضات موجود بین منافع دارندگان اوراق قرضه و سهامداران تمرکز دارد. با این استدلال که اوراق قرضه قابل تبدیل می تواند انگیزه های سهامداران برای پذیرش ریسک بیشتر و همچنین احتمال منفی شدن خالص ارزش فعلی پروژه ها را کاهش دهد. پشتوانه تئوریک این مدل این است که سهامداران هرگونه جریان نقدی ناشی از استراتژی های مخاطره آمیز (استراتژی های با ریسک بالا) را با دارندگان اوراق قرضه قابل تبدیل به اشتراک خواهند گذاشت، در نتیجه چنین سرمایه گذاری هایی، باعث کاهش منافع و انگیزه های سهامداران می شود (دوربون و همکاران، ۲۰۱۴).

در حالی که گرین (۱۹۸۴) مشکلات نمایندگی بین دارندگان اوراق قرضه و سهامداران را مورد توجه قرار داده بود، می پرس (۱۹۹۸) بیان داشت؛ زمانی که شرکت ها با فرصت های سرمایه گذاری رو به رو می شوند، اوراق قرضه قابل تبدیل ابزاری برای کاهش مشکلات نمایندگی بین مدیریت و سهامداران واحد تجاری است. استدلال وی به این صورت بود که تأمین مالی پروژه های سرمایه گذاری شرکت از محل بدهی های قابل تبدیل به مراتب مناسب تر از اوراق قرضه عادی بلند مدت است، زیرا هنگامی که پروژه ها دارای ارزش افزوده اقتصادی نباشند می توان با توجه به ماهیت مربوط به بدهی های قابل تبدیل وجوه تأمین مالی شده را به دارندگان اوراق قرضه عودت داد تا هزینه سرمایه ای بیشتر بر شرکت تحمیل نشود، همچنین می توان گفت مدل های مختلف اوراق قرضه قابل تبدیل به عنوان یک ابزار تأمین مالی، باعث می شود که مدیران سیاست های سرمایه گذاری بهینه ای را برای گزینش سرمایه گذاری و پروژه های اجرایی به منظور کاهش هزینه های سرمایه ای شرکت دنبال کنند (وانگ، ۲۰۰۹). در حالی که تمام مدل های فوق بر اساس این فرض که هدف مدیریت حداکثر کردن ثروت سهامداران است، بنا شده اند، اما مدیران ناکارآمد می توانند با بکارگیری سیاست های خاص مربوط به انتشار اوراق قرضه قابل باز خرید، موقعیت و جایگاه خود در واحدهای تجاری حفظ کنند. استدلال مربوط به این ترتیب است که مدیریت اوراق قرضه را به گونه ای طراحی می کند که چنانچه پروژه های سرمایه گذاری، ارزش افزوده ای را برای شرکت ایجاد کند، این توانایی را داشته باشند که این اوراق را باز خرید نمایند (ایساگوا، ۲۰۰۲). اما در نقطه مقابل، اگر خالص ارزش فعلی پروژه ها منفی شود، این امر باعث می شود که شرکت در مسیر

تبدیل کند. زمانی که خبرهای خوب مربوط به شرکت به بازار مخابره می‌شود و یا اینکه به سبب وجود پدیده عدم تقارن اطلاعاتی، مدیر چشم‌انداز مربوط به آینده شرکت را خوب می‌داند تلاش می‌کند تا اوراق قرضه قابل بازخرد را از مالکان این گونه اوراق بهادار خریداری کند. بنابراین زمانی که صاحبان قرارداد دورنمای وضعیت واحد تجاری را مثبت ارزیابی می‌کنند احتمال کمتری دارد قرارداد خود را قبل از سررسید تبدیل کنند. با توجه به مطالب بیان شده، مسایل مربوط به گزینش نامناسب عنوان شده توسط می‌یرس (۱۹۹۸) و استین (۱۹۹۲) به صورت کامل حل خواهد شد (چاکرابورتی و ویلماز، ۲۰۱۱).

بدهی‌های قابل تبدیل

پاسخی به ملاحظات مورد تقاضای سرمایه‌گذاران

هر چه سطح عدم تقارن اطلاعاتی در مورد ارزش شرکت‌ها در بازار سرمایه بیشتر باشد، بازارهای عرضه ثانویه (به دلیل سهمیه‌بندی) مانع از تأمین مالی این شرکت‌ها از محل انتشار سهام عادی می‌شود. در واقع این بحث در تضاد مدل استین (۱۹۸۴) است. استین معتقد بود که انتشار اوراق قرضه قابل تبدیل پیام‌های مثبتی را به بازار سرمایه مخابره می‌کند که باعث کاهش خطر گزینش نامناسب می‌شود، در حالی که در اینجا مسئله به این صورت بیان می‌شود که از آنجا که شرکت‌ها برای تأمین مالی از طریق انتشار سهام عادی با محدودیت روبه‌رو می‌شوند، پس به ناچار برای تأمین سرمایه مورد نیاز خود اقدام به انتشار اوراق قرضه قابل تبدیل (یا اوراق قرضه عادی) می‌کنند (لوئیس و همکاران، ۲۰۰۱).

به دلیل سهمیه‌بندی بازارهای عرضه ثانویه، معاملات در حوزه اوراق بهادار قابل تبدیل از جمله اوراق قرضه قابل تبدیل، یکی از مهمترین ابزارهای معاملاتی در بازارهای مالی به شمار می‌روند. استراتژی‌های پیچیده و متفاوت سرمایه‌گذاری و همچنین فعالیت صندوق‌های تأمین سرمایه این اجازه را می‌دهد که به منظور توزیع ریسک سرمایه‌گذاری‌ها، این امکان فراهم شود که بدهی‌های قابل تبدیل به عنوان ابزاری مناسب در اختیار سرمایه‌گذاران نهادی قرار گیرد تا به وسیله این ابزارهای مالی، ریسک سرمایه‌گذاری‌ها کاهش یابد (پراون و همکاران، ۲۰۱۲). توجه شود که تشریح مسایل مربوط به اوراق بهادار قابل تبدیل تحت تأثیر تقاضای سرمایه‌گذاران برای این دسته از اوراق بهادار است. استدلال بر این است، در صورت نبود محدودیت‌های تأمین مالی در سایر بازارها، افزایش تقاضا برای این قبیل اوراق بهادار این فرصت را نصیب شرکت می‌کند که با انتشار اوراق بهادار قابل تبدیل به جای سایر ابزارهای تأمین مالی، قیمت بالاتری را برای آنها تقاضا کند (فروش یا صرف). نوسانات موقتی در تقاضای سرمایه‌گذاران برای اوراق بهادار قابل تبدیل ممکن است ناشی از الگوی بازده عمومی این دسته از اوراق بهادار (هر چه میزان ریسک‌گریزی سرمایه‌گذاران بیشتر باشد، ارزش این اوراق بیشتر خواهد بود) و یا رفتار غیر عقلایی سرمایه‌گذاران باشد (دی‌یانگ و همکاران، ۲۰۱۳).

دلایل و انگیزه‌های مربوط به انتشار اوراق قرضه قابل تبدیل

شاید اساسی‌ترین پرسش قابل طرح در این زمینه، شرح چرایی این مطلب باشد که به چه علت شرکت‌ها از بین گزینه‌های مختلف تأمین مالی (ابزارهای مالی دورگه، اوراق قرضه معمولی، انتشار سهام عادی، وام‌های بلند مدت و ...)، تمایل بیشتری به تأمین مالی از طریق ابزارهای مالی دورگه دارند. شمار زیادی از مطالعات تجربی انجام شده، در پی کشف انگیزه‌ها و دلایل علاقه‌مندی شرکت‌ها جهت تأمین مالی از محل اوراق قرضه قابل تبدیل بوده‌اند. مطالعات اولیه (قبل از ارائه تئوری‌های مربوط به انتشار اوراق قرضه قابل تبدیل) در این حوزه بیشتر از نوع توصیفی بوده که خلاصه نتایج آنها به این موضوع اشاره داشته که هدف از انتشار این قبیل اوراق بهادار این بوده که شرکت‌ها در نهایت بتوانند این اوراق را به سهام عادی تبدیل کند و یا اینکه با استفاده از انتشار این اوراق، هزینه سرمایه‌های کمتری را به شرکت تحمیل کنند. مطالعات ثانویه که به صورت کمی انجام شده بودند بر آزمون صحت پیش‌بینی‌های انجام شده بر اساس مدل‌های مختلف تئوریک انتشار اوراق قرضه استوار بوده است. برای مثال، چانگ

و همکاران (۲۰۰۴) بر اساس پژوهش‌های خود دریافتند که خالص مبالغ تأمین مالی شرکت‌ها در طول عمر اوراق بهادار قابل تبدیل افزایش نیافته است. این یافته آنها با پیش‌بینی می‌یرس (۱۹۹۸) مبنی بر اینکه اوراق بهادار قابل تبدیل ابزار مفیدی برای کاهش هزینه معاملات تأمین مالی جدید هستند، سازگار است. سایر مطالعاتی که به صورت کمی انجام شده‌اند، منطقی بودن تأمین مالی از طریق انتشار اوراق قرضه قابل تبدیل را با بررسی همزمان شرکت‌های منتشر کننده، مورد آزمون قرار داده‌اند. برای مثال بعضی از نتایج به دست آمده گویای این امر هستند که انعطاف‌پذیری مالی و عملیاتی شرکت‌هایی که از محل انتشار اوراق قرضه قابل تبدیل تأمین مالی شده‌اند به مراتب بیشتر از شرکت‌هایی است که از طریق سایر بدهی‌های عادی تأمین مالی شده‌اند. همچنین توانایی بالقوه شرکت‌های منتشر کننده اوراق قرضه قابل تبدیل در کاهش هزینه‌های مربوط به گزینش نامناسب به مراتب بیشتر از شرکت‌هایی است که از محل سهام عادی تأمین مالی شده‌اند. به‌علاوه دلیل تمایل شرکت‌ها برای استفاده از اوراق قرضه قابل تبدیل به جای بدهی‌های عادی تحت تأثیر هزینه‌های نمایندگی، گزینش نامناسب و بحران‌های مالی آتی شرکت است (کریش‌ناسوامی و یمن، ۲۰۰۸).

دونگ و همکاران (۲۰۱۳)، بر اساس مطالعات خود به این نتیجه رسیدند که مصاحبه با مدیران و افرادی که مسئول تصمیم‌گیری در مورد انتشار اوراق قرضه هستند، می‌تواند درک بهتری را در مورد انگیزه‌های مربوط به انتشار یا عدم انتشار اوراق قرضه قابل تبدیل در اختیار بگذارد. در نهایت آنها بیان داشتند، مدیرانی که مسئولیت تصمیم‌گیری در مورد انتشار اوراق قرضه قابل تبدیل را بر عهده دارند، به خوبی با هزینه‌ها و پیامدهای اقتصادی بکارگیری این نوع ابزار مالی آشنا هستند.

دی‌یانگ و همکاران (۲۰۱۳) طیف وسیعی از عوامل مؤثر بر نوسانات تقاضا برای اوراق قرضه قابل تبدیل (مانند ریسک‌گریزی، نوع پرداخت اصل و بهره اوراق قرضه قابل تبدیل و ...) را مورد مطالعه قرار دادند. نتیجه به دست آمده بر وجود ارتباط مثبت بین این عوامل و تمایل بیشتر به انتشار اوراق قرضه قابل تبدیل به جای سایر گزینه‌های تأمین مالی تأکید داشت. نکته مهمی که در تحقیق دی‌یانگ و همکاران باید به آن اشاره کرد این است که تأثیر عامل تقاضای سرمایه‌گذار بر انتشار اوراق قرضه قابل تبدیل «معاد» است، به این معنی که وابسته به ویژگی‌های خاص شرکت و عوامل کلان اقتصادی است. آنها همچنین نتیجه گرفتند که اثرات تقاضای سرمایه‌گذار بر حجم انتشار اوراق قرضه قابل تبدیل، به صورت مستقیم و غیرمستقیم مانع از ارزش‌گذاری زیر قیمت می‌شود.

نتیجه‌گیری

در این مقاله مبانی نظری مربوط به تأمین مالی از محل بدهی‌های قابل تبدیل علی‌الخصوص اوراق قرضه قابل تبدیل مورد بررسی قرار گرفت. نتایج برخی از تحقیقات نشان می‌دهد که به دلیل وجود تضاد منافع بین صاحبان سهام و مدیریت و همچنین دارندگان اوراق قرضه قابل تبدیل و صاحبان سهام، بهره‌گیری از اوراق قرضه قابل تبدیل به عنوان یک ابزار مالی می‌تواند باعث کاهش هزینه‌های نمایندگی گردد. از طرفی دیگر به دلیل وجود پدیده عدم تقارن اطلاعاتی در مورد ارزش و ریسک مربوط به شرکت‌تین افراد درون سازمانی و برون سازمانی، اوراق قرضه قابل تبدیل مکانیزمی مناسب برای کاهش هزینه گزینش نامناسب معرفی گردیده است. علاوه بر این موارد، مطالعات انجام شده در زمینه دلایل و انگیزه‌های مربوط به انتشار اوراق قرضه قابل تبدیل به دو صورت توصیفی و کمی انجام پذیرفته است. که در مطالعات توصیفی انگیزه انتشار این قبیل اوراق، کاهش هزینه سرمایه‌ای و تبدیل اوراق قرضه به سهام عادی عنوان گردیده و مطالعات کمی نیز بیان داشته‌اند که شرکت‌هایی که از محل بدهی‌های قابل تبدیل تأمین مالی شده‌اند، از انعطاف‌پذیری مالی و عملیاتی بیشتری برخوردار می‌باشند و همچنین تأثیر عامل تقاضای سرمایه‌گذار بر انتشار اوراق قرضه قابل تبدیل وابسته به ویژگی‌های خاص شرکت و عوامل کلان اقتصادی دارد.

● منابع مقاله در دفتر ماهنامه بورس موجود است