

اوراق مشارکت ارزی قابل تبدیل به سهام*

تاریخ دریافت: ۹۲/۶/۲۵

تاریخ تأیید: ۹۳/۴/۴

مهدی ذوالفقاری* بهرام سحابی***
علی رضا سارنج*** نادر مهرگان****

چکیده

در سال‌های اخیر یکی از عمده‌ترین کوشش‌ها در توسعه قابلیت و تنوع بخشی اوراق مشارکت، تجهیز کردن این اوراق با مجموعه‌ای از ویژگی‌های دیگر ابزارهای مالی است که این مسئله، مدنظر تحقیق پیش‌رو نیز است. با توجه به نقشی که اوراق مشارکت در تأمین مالی پروژه‌های سرمایه‌گذاری در کشور دارد، افزایش قابلیت و متنوع‌سازی این اوراق می‌تواند حجم جذب منابع مالی را برای هدف‌های سرمایه‌گذاری، بیش از پیش افزایش دهد. در این باره پرسشی که در پژوهش پیش‌رو مطرح است اینکه آیا می‌توان اوراق مشارکت را با مجموعه‌ای از ویژگی‌های بازار سهام تجهیز کرد و در عین حال با توسل به آن، ریسک نوسان‌های نرخ ارز را پوشش داد. کوشش‌های محققان در پژوهش پیش‌رو به معرفی «اوراق مشارکت ارزی قابل تبدیل به سهام» انجامید. این اوراق ضمن بهره‌مند کردن نگه‌دارندگان از منافع اوراق مشارکت و سهام، دارایی آنها را در برابر ریسک نوسان‌های نرخ ارز پوشش می‌دهد. روش تحقیق پیش‌رو نیز به لحاظ هدف، توسعه‌ای - کاربردی بوده و از نظر ماهیت، انجام تحقیق تحلیلی - توصیفی به روش کتابخانه‌ای است.

واژگان کلیدی: اوراق مشارکت، سهام، اوراق مشارکت قابل تبدیل به سهام، مدیریت ریسک.
طبقه‌بندی JEL: G19، G21، G30.

* مقاله پیش‌رو برگرفته از رساله دکترای مهدی ذوالفقاری تحت عنوان: بررسی و تحلیل ریسک نوسانات نرخ ارز با استفاده از فرایند مارکوف و ارائه الگوی مالی - اسلامی جهت مدیریت ریسک آن است.

** دانشجوی دکترای اقتصاد دانشگاه تربیت مدرس. Email: mahdizolfaghari1985@gmail.com.

*** استادیار دانشکده مدیریت و اقتصاد دانشگاه تربیت مدرس. Email: bsahabi56@modares.ac.ir.

**** استادیار دانشکده مدیریت و حسابداری پردیس فارابی دانشگاه تهران. Email: alisaranj@ut.ac.ir.

***** دانشیار دانشکده اقتصاد دانشگاه بوعلی. Email: mehregannader@gmail.com.

مقدمه

در تأمین مالی طرح‌ها و پروژه‌های سرمایه‌گذاری، روش‌ها و ابزار گوناگونی وجود دارد که هر کدام ویژگی‌های مربوط به خود را دارند. یکی از روش‌های مهم فرایند تأمین مالی، تبدیل به اوراق بهادار کردن دارایی‌هاست. یکی از ابزارهای مالی مهم و کارا برای فرایند تبدیل به اوراق بهادار کردن دارایی‌ها، اوراق قرضه یا اوراق با درآمد ثابت (Fixed Income Bond) است. با نگاهی بر آمارهای منتشر شده درباره حجم انتشار و فروش این اوراق، متوجه می‌شویم که میزان انتشار این اوراق در سال‌های اخیر نسبت به رقیب خود (عرضه اولیه سهام) رشد قابل توجه‌ای داشته است (فدراسیون جهانی بورس‌ها، ۲۰۱۳)؛ به‌طور نمونه، طبق آمار منتشر شده فدراسیون جهانی بورس‌ها، در سال ۲۰۰۶ حجم اوراق با درآمد ثابت منتشره با سهمی نزدیک به ۱۸ درصد کل عرضه اولیه (سهام و اوراق) به ۸۲ درصد در سال ۲۰۱۳ برای کشورهای عضو افزایش یافته است. بررسی آمارها نشان می‌دهد رشد عرضه اولیه سهام در کشورهای عضو فدراسیون جهانی بورس‌ها از سال ۲۰۰۶ - ۲۰۱۳ به‌طور متوسط ۱.۲ درصد است؛ در حالی که رشد میزان انتشار اوراق با درآمد ثابت در کشورهای عضو طی این مدت به‌طور متوسط کمی بیش از ۱۰ درصد است.

به‌رغم کاربرد گسترده استفاده از این اوراق در بسیاری از کشورهای توسعه‌یافته و در حال توسعه، در بسیاری از کشورهای مسلمان با الغای اصل بهره و ربا در نظام اقتصاد اسلامی، استفاده از این اوراق ممنوع است (سروش، ۱۳۸۷، ص ۱۶۷). از سوی دیگر در این کشورها طراحی و پیاده‌سازی ابزارهای جایگزین اوراق قرضه در چند دهه گذشته به عنوان یکی از راهکارهای تأمین مالی پروژه‌ای مطرح شده است. کشورهای گوناگونی نیز به تناسب چارچوب نظام اقتصادی خود به استفاده از برخی از این ابزار اقدام کرده‌اند. نخستین جایگزینی که برای اوراق قرضه در ایران طراحی شده، اوراق مشارکت است که چندین سال است برای تأمین مالی طرح‌های سرمایه‌گذاری گوناگون به وسیله دولت، شهرداری‌ها و اخیراً برای برخی شرکت‌های خصوصی منتشر می‌شود.

با توجه به اینکه در چند سال گذشته، اوراق مشارکت به عنوان یکی از ابزارهای کامیاب در عرصه تأمین مالی مطرح است، محققان بازارهای مالی اسلامی به دنبال راه‌حلی جهت افزایش کارایی و جذاب کردن تأمین مالی از راه این اوراق برای سرمایه‌گذاران هستند. یکی از عمده‌ترین کوشش‌ها در این عرصه، توسعه قابلیت‌های اوراق

مشارکت و تجهیزکردن (ترکیب) این اوراق با مجموعه‌ای از ویژگی‌های دیگر ابزارهای مالی موجود هستند. معرفی «اوراق مشارکت ارزی قابل تبدیل به سهام»^{*} به عنوان یک ابزار تأمین مالی جدید، نتیجه کوشش‌های محققان در این عرصه است. در حقیقت این اوراق، یک ابزار ترکیبی متشکل از ویژگی‌های اوراق مشارکت و سهام است که پوشش‌های ریسک نرخ ارز را نیز برای ناشران و دارندگان این اوراق فراهم می‌کند. در حقیقت این اوراق ضمن تأمین مالی پروژه‌های سرمایه‌گذاری بخش خصوصی و دولتی، جذابیت‌های فراوانی را برای سرمایه‌گذاران فراهم می‌کند. با توجه به نگرانی‌هایی که فعالان اقتصادی از نوسان‌های اخیر نرخ ارز دارند، این اوراق پوشش‌های مناسب جهت مقابله با ریسک نوسان‌های نرخ ارز را برای سرمایه‌گذاران فراهم می‌کند. این ابزار به تناسب ویژگی‌های خود می‌تواند ضمن بهره‌مندکردن نگه‌دارندگان از منافع اوراق مشارکت، این اختیار را به صاحبان خود بدهد که بسته به شرایط بازار، اوراق پیش‌گفته را تبدیل به سهام کنند؛ بنابراین این اوراق می‌تواند از منافع سهام نیز بهره‌مند شوند.

هدف از نگارش تحقیق پیش‌رو معرفی ابزار جدید تأمین مالی است که افزون بر تأمین مالی، امکان پوشش ریسک نوسان‌های نرخ ارز را نیز برای بنگاه اقتصادی فراهم کند. با عنایت به اینکه درباره «اوراق مشارکت قابل تبدیل» مطالعه‌های مناسبی به وسیله محققان داخلی صورت گرفته، نوآوری تحقیق پیش‌رو بیشتر درباره اضافه‌کردن مؤلفه «ارزی» و ساختار جدید پوشش ریسک ارزی این نوع اوراق است.

نظر به اینکه مطالعه‌های صورت‌گرفته در این باره به‌طور عمده در حیطه اوراق قرضه قابل تبدیل به سهام است، در تحقیق پیش‌رو ابتدا به بررسی خلاصه‌ای از ساختار و ویژگی‌های اوراق قرضه قابل تبدیل به سهام پرداخته می‌شود و پس از آن با معرفی اوراق مشارکت ارزی قابل تبدیل به سهام به ارائه مدل عملیاتی آن پرداخته می‌شود.

پیشینه تحقیق

بیدگلی و سرافزار اردکانی (۱۳۸۷) در مطالعه‌ای به امکان‌سنجی طراحی اوراق حق اختیار معامله و اوراق مشارکت قابل تبدیل به دارایی مالی و واقعی پرداختند. در این تحقیق بیشتر

*. در سال ۱۳۹۲ کلیات رویه اجرایی انتشار اوراق مشارکت قابل تبدیل به سهام به وسیله سازمان بورس منتشر شد.

به بررسی مفهوم‌هایی مانند حق اختیار خرید، اوراق قابل تبدیل و برخی قوانین و مقررات جاری مربوطه پرداخته شده است.

سرافراز اردکانی (۱۳۸۷) در مطالعه‌ای به طراحی مدل قیمت‌گذاری اوراق بهادار قابل تبدیل به دارایی واقعی و با اختیار معامله پرداخت. وی در این تحقیق ضمن مروری بر قیمت‌گذاری حق اختیار معامله و مدل‌های قیمت‌گذاری بلک شولز، به استخراج مدل رگرسیونی قیمت‌گذاری زمین در شهر تهران اقدام کرد و اوراق مشارکت قابل تبدیل به آپارتمان در تهران را طراحی کرد. در این جهت، ابزارهای مورد نیاز این فرایند همچون تعریف و کارکرد ابزارهای مورد نیاز، میزان استفاده از حق اختیار، امکان‌سنجی طراحی اوراق و چگونگی قیمت‌گذاری اوراق بررسی شد.

فرازمند و عابدینی (۱۳۹۱) در مطالعه‌ای به بررسی امکان‌سنجی انتشار ابزار مالی جدیدی در بازار سرمایه ایران به نام اوراق مشارکت قابل تبدیل به سهام پرداختند و این اوراق را از جنبه‌های بُعدهای اقتصادی، حقوقی و فقهی مورد بررسی قرار دادند. نتیجه‌های این مطالعه نشان داد که ورود این ابزار جدید از یک سود تضمین‌شده بدون ریسک از یک سو و امکان بهره‌مندی از مزیت‌های احتمالی افزایش قیمت سهام تا سررسید از سوی دیگر مزیت‌هایی را برای سرمایه‌گذاران فراهم می‌آورد. همچنین انتشار این اوراق با قانون چگونگی انتشار اوراق مشارکت و آیین‌نامه اجرایی قانون هیچ‌گونه مغایرتی ندارد.

عیوضلو و آقامحمد سمسار (۱۳۹۲) به معرفی اوراق مشارکت قابل تبدیل به عنوان شیوه تأمین مالی ترکیبی در بازار سرمایه کشور پرداختند. در این مطالعه این ابزار تأمین مالی مزیت ویژه‌ای را برای تأمین مالی پروژه‌های سودآور بنگاه‌های کسب‌وکار فراهم می‌کند. مقاله ضمن معرفی ابزار مالی و تشریح ویژگی‌ها و شیوه قیمت‌گذاری آن، این نوع اوراق مشارکت را به منظور بهره‌گیری بازار سرمایه ایران خیلی سودمند می‌داند.

ذوالفقاری (۱۳۹۲) در تحقیقی ضمن معرفی اوراق مشارکت قابل تبدیل به سهام و بررسی ویژگی‌های آن به قابلیت پیاده‌سازی این اوراق در بازار سرمایه اشاره کرد. در این مطالعه به معرفی برخی از انواع اوراق قرضه قابل تبدیل به سهام نیز اشاره شد.

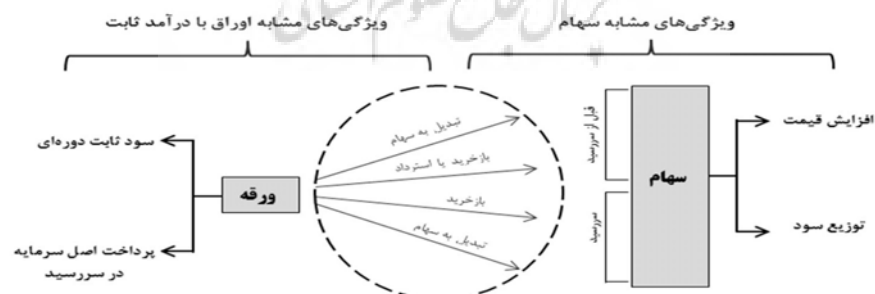
موسویان (۱۳۹۲) در بخشی از کتاب *بازار سرمایه اسلامی* به بررسی اصول و مبانی فقهی و اقتصادی اوراق مشارکت قابل تبدیل به سهام پرداخته است.

با بررسی مطالعه‌های پیش‌گفته مشاهده می‌شود که محققان به‌طور کلی ضمن معرفی این اوراق و چگونگی قیمت‌گذاری آن به بررسی ویژگی‌های این اوراق از جنبه‌های گوناگون اقتصادی، فقهی و حقوقی پرداختند؛ اما آنچه که در این مطالعه‌ها مورد توجه قرار نگرفته چگونگی پیاده‌سازی یا مدل عملیاتی این اوراق در بازار سرمایه است. مقاله پیش‌رو به پشتوانه مطالعه‌های گذشته یک گام جلو برداشته و به معرفی ابزار تکامل‌یافته‌تری که نه تنها ویژگی‌های اوراق قابل تبدیل به سهام را دارد؛ بلکه با افزودن مؤلفه «ارز» وظیفه پوشش ریسک نوسان‌های نرخ ارز را نیز برای این اوراق تعریف می‌کند. افزون بر این مدل عملیاتی پیاده‌سازی این اوراق در بازار سرمایه را نیز پوشش می‌دهد.

اوراق قرضه قابل تبدیل

در ادبیات مالی، اوراق قرضه قابل تبدیل (Convertible Bonds) نوعی اوراق بدهی شرکتی شمرده می‌شود که دارنده آن می‌تواند اوراق خود را با نرخ از پیش تعیین شده به سهام شرکت ناشر تبدیل یا در ازای دریافت وجه نقد به ناشر ارائه کند. این اوراق در طبقه‌بندی ابزارهای ترکیبی ویژگی‌های مشترک سهام و اوراق با درآمد ثابت دارند. اگر چه این اوراق نرخ بهره پایین‌تری نسبت به دیگر اوراق بدهی دارند؛ اما با اعطای اختیار تبدیل ورقه بدهی به سهام، امکان دستیابی به بازده بالاتری از راه تملک سهام را برای سرمایه‌گذار فراهم می‌کنند، سرمایه‌گذار با خرید این اوراق، هم‌زمان از مزیت تبدیل اوراق به سهام و پوشش ریسک نامطلوب جریان‌های نقدی از راه دریافت بهره و اصل سرمایه‌گذاری در زمان سررسید منتفع می‌شود (Howard & O'Connor, 2004, p.131).

نمودار ۱: ویژگی‌های اوراق قابل تبدیل به سهام



اوراق قابل تبدیل به طور معمول با نام ناشر طراحی شده و بر روی آن افزون بر نرخ کوپن،* قیمت انتشار، نسبت تبدیل، قیمت تبدیل، اختیار خرید فروش و تاریخ سررسید درج می‌شود.** در جدول ذیل عناصر اوراق قابل تبدیل تعریف شده است:

جدول ۱: اجزای اوراق قرضه قابل تبدیل به سهام

جزء	توضیح
قیمت انتشار (Issue Price)	قیمت اوراق در نخستین عرضه به بازار که می‌تواند معادل (۱۰۰٪) (at par) یا بالاتر از ارزش اسمی (صرف (premium)) یا کمتر از ارزش اسمی (تخفیف (discount)) باشد.
نسبت تبدیل (Conversion Ratio)	تعداد سهامی که ناشر در ازای یک ورقه قابل تبدیل، تحویل می‌دهد.
قیمت تبدیل (Conversion Price)	$\text{قیمت تبدیل} = \frac{\text{ارزش اسمی ورقه}}{\text{نسبت تبدیل}}$
اختیار خرید	به ناشر اوراق این حق را می‌دهد که تا پیش از سررسید، اوراق را با قیمت از پیش تعیین شده بازخرد کند.
اختیار فروش	به دارندگان اوراق اجازه می‌دهد تا اوراق خود را پیش از سررسید با قیمتی از پیش تعیین شده به ناشر بفروشند.
ارزش برابری (Parity)	قیمت جاری سهام \times نسبت تبدیل = ارزش برابری
صرف تبدیل (Premium)	ارزش برابری / (ارزش برابری - قیمت ورقه قابل تبدیل) = صرف تبدیل
حداقل قیمت قابل تبدیل (Bond floor)	$\text{حداقل قیمت قابل تبدیل} = \sum_{i=1}^m \frac{\text{کوپن}}{(1+d)^i} + \frac{\text{ارزش بازپرداختی}}{(1+d)^i}$

*. نرخ کوپن یا بهره اوراق تا زمان سررسید ثابت خواهد بود. درآمد ناشی از بهره می‌تواند به صورت سالانه، شش‌ماهه و فصلی در طول عمر اوراق پرداخت شود.

** جهت آشنایی بیشتر با اجزای این اوراق به کتاب **بازار سرمایه اسلامی** نوشته سیدعباس موسویان مراجعه کنید.

ورقه قرضه قابل تبدیل از دو جزء شامل ورقه بدهی و حق خرید سهم (warrant) تشکیل می‌شود؛ از این رو ارزش‌گذاری این اوراق به‌طور عمده بر پایه مفروض‌های ذیل صورت می‌پذیرد:

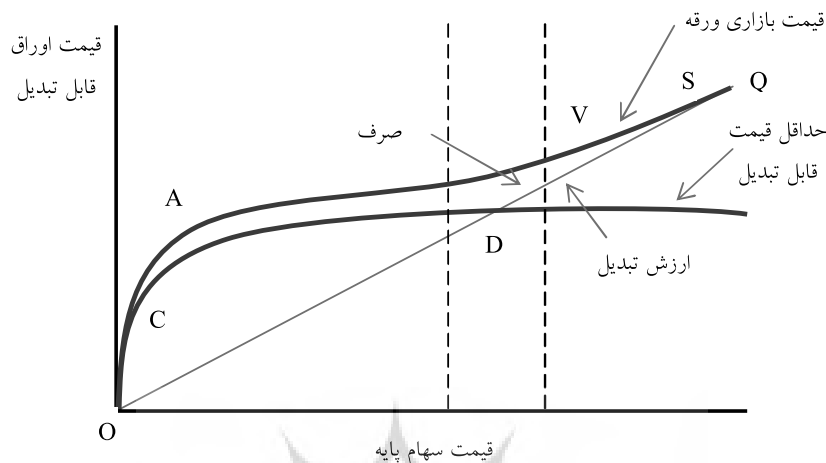
۱. نوسان‌های قیمت سهام پایه در ارزش‌گذاری اوراق قابل تبدیل مدنظر قرار می‌گیرد.
۲. رتبه اعتباری ناشر برای جزء درآمد ثابت ورقه و رتبه‌بندی ورقه قابل تبدیل، در ساختار سرمایه ناشر مورد توجه قرار می‌گیرد.

عنصر دوگانه نوسان - اعتبار در ارزش‌گذاری اوراق قابل تبدیل اهمیت به‌سزایی دارد و آنچه باعث افزایش محبوبیت این اوراق می‌شود این است که سرمایه‌گذار نمی‌تواند نوسان را از اعتبار به‌طور کامل تفکیک کند.

برای ارائه تصویر مناسب‌تر از ارزش‌گذاری اوراق می‌توان به وسیله نمودار ارزش‌گذاری (نمودار ۲) استفاده کرد. این نمودار نقش دو عنصر سهام و بدهی را در ارزش‌گذاری یک ورقه قابل تبدیل نشان می‌دهد. در این نمودار محور افقی نشان‌دهنده ارزش سهام پایه است که از حاصل ضرب قیمت جاری سهام پایه در نسبت تبدیل به‌دست می‌آید. محور عمودی نیز ارزش اوراق قابل تبدیل را نشان می‌دهد.

منحنی ODQ (با زاویه ۴۵ درجه) یا راه برابری، نشان‌دهنده برابری قیمت سهام پایه و قیمت اوراق قرضه قابل تبدیل است. منحنی OCDB مربوط به ارزش حداقل قیمت قابل تبدیل است. منحنی CAVS نیز قیمت اوراق قابل تبدیل را نشان می‌دهد. نظر به اینکه اوراق قابل تبدیل برای سرمایه‌گذار حقی را پدید می‌آورد (اختیار تبدیل به سهام پایه)، ارزش آن همیشه برابر یا بالاتر از ارزش حداقل قیمت قابل تبدیل است. از آنجا که نرخ بهره بدون ریسک در محاسبه حداقل قیمت قابل تبدیل استفاده می‌شود، این منحنی، قیمت اوراق قرضه متعارف را نیز نشان می‌دهد؛ بنابراین ارزش اوراق قابل تبدیل بالاتر از ارزش سرمایه‌گذاری آن است. همچنین با توجه به داشتن امتیاز اختیار تبدیل دارنده اوراق پیش‌گفته، ارزش این اوراق برابر یا بالاتر از راه برابری خواهد بود. در نمودار ارزش CAVS برابر یا بالاتر از خط OQ است.

نمودار ۲: ارزش گذاری اوراق قرضه قابل تبدیل



مزیت‌ها و عیب‌های اوراق قابل تبدیل

اوراق قابل تبدیل مزیت‌ها و عیب‌هایی برای سرمایه‌گذاران و ناشران دارند. در جدول ۲ به‌طور خلاصه به ارائه این ویژگی‌ها پرداخته شده است.

جدول ۲: مزیت‌ها و عیب‌های اوراق قابل تبدیل به سهام

ویژگی‌ها	دیدگاه	توضیح
سرمایه‌گذاران		تحمیل ریسک پایین‌تر نسبت به سهام عادی و سهام ممتاز*
		برخورداری از نوسان‌های قیمتی کمتری نسبت به سهام
		ممانعت از تشدید افت بازار سهام (به علت برخوردارگی از ماهیت مشارکت تدافعی)
		انتفاع از افزایش قیمت سهام پایه و مصونیت در برابر کاهش قیمت سهام
		برخورداری از بازدهی بالاتر نسبت به اوراق قابل تبدیل (تجربه تاریخی)
		بهبود شفافیت و افزایش کارایی در قیمت‌گذاری اوراق به علت تعیین قیمت در سازوکار قیمت‌های پیشنهادی معامله

*. زیرا زمانی ارزش این اوراق به کمتر از ارزش اسمی آن کاهش می‌یابد که ارزش دیگر اوراق هم‌گروه آن نیز کاهش یابد.

هزینه استقراض با نرخ بهره کمتر	ناشر	
امکان استقراض بلندمدت با نرخ بهره کمتر		
بهره‌مندی از اختلاف قیمت تبدیل و قیمت بازار سهام جدید		
عدم برخورداری صاحبان اوراق قابل تبدیل از حق رأی		
افزایش اهرم بدهی		
بازخرید صرف اوراق قابل تبدیل		
برگه تصاحب*		
برخورداری از نرخ مالیات کمتر		
تمایل کم به نگهداری سهام ناشر به علت احتمال پدیدساختن سهام جدید در پی تبدیل اوراق به سهام در آینده	معایب (ریسک)	
به حداقل رسیدن سود پرداختی اوراق (که کمتر از سود اوراق متعارف است) در زمان افت شدید قیمت سهام و عدم تمایل تبدیل این اوراق به سهام در چنین وضعیتی		
ریسک اعتباری بالا به علت پرهیز مؤسسه‌های رتبه‌بندی معتبر از رتبه‌بندی این اوراق		
ریسک نرخ بهره		
ریسک بازخرید		

مبانی فقهی اوراق مشارکت قابل تبدیل به سهام

دارندگان اوراق مشارکت به نسبت سرمایه‌ای که آورده‌اند، در دارایی موضوع مشارکت شریک و به صورت مشاع مالک آن خواهند بود. این اوراق فی نفسه ارزشی ندارند و ارزش آن به ارزش دارایی پایه مربوط است؛ به همین جهت معتبر هستند و سود دارایی هم به صاحب اوراق تعلق می‌گیرد (فرازمند و عابدینی، ۱۳۹۱).

*. هنگامی که بازدهی سهام پایه اوراق قابل تبدیلی پایین باشد، دارندگان اوراق به منظور تسهیل فروش اوراق به اعطای تخفیف روی اوراق قرضه ناگزیر می‌شوند؛ بنابراین عدم تمایل به این اقدام باعث می‌شود تا عرضه کمتری صورت گرفته؛ در نتیجه از افت شدید قیمت سهام پایه جلوگیری شود (Landskroner & Raviv, 2007, p. 563).

قابلیت تبدیل به سهام از جهت فقهی به این معناست که زمانی که احداث طرح به پایان رسید و بهره‌برداری از طرح شروع شد، طرح قیمت‌گذاری شده و ارزش روز اوراق مشارکت تعیین می‌شود. در آن موقع هم‌زمان ارزش طرح به تعداد سهام معین به ارزش اسمی خاص تقسیم می‌شود؛ سپس از صاحبان اوراق مشارکت خواسته می‌شود که در صورت تمایل به ارزش اوراق مشارکت، سهام دریافت کنند و به مشارکت خود استمرار دهند و اگر تمایل ندارند، قیمت اوراق مشارکت خود را دریافت کرده و از شرکت خارج شوند. اگر برخی از صاحبان اوراق مشارکت پول از ناشر تقاضا کنند این به معنای فروش سهم مشاع خود به ناشر است (موسویان، ۱۳۸۶، ص ۴۴۱). با توجه به تعریف‌های انواع حقوق مالی و غیرمالی،* و نیز با در نظر داشتن مفهوم اوراق مشارکت قابل تبدیل، می‌توان گفت که ماهیت قسمت قابل تبدیلی اوراق، یک حق مالی از نوع دینی است؛ به این صورت که فروشنده در بازار ثانویه نسبت به دارایی خود حق مالی دارد که آن را به هر فردی که می‌خواهد به قیمتی که میل دارد (با لحاظ شرایط بازار) و در هر زمان که تشخیص می‌دهد، بفروشد. از آنجا که آثار مالی بر این حق مترتب است، حق پیش‌گفته از نوع حقوق مالی بوده و قابل تقویم و دادوستد است.

بنابراین فروشنده برگه اوراق قابل تبدیل در حقیقت مشارکت و حق تبدیل خود را به سهام شرکت ناشر در سررسید به خریدار وامی‌گذارد و خریدار این برگه نیز با پرداخت وجهی معین، مشارکت در پروژه شرکت به همراه برخورداری از حق سهامدار شدن در شرکت را تا سررسید مشخص از فروشنده می‌خرد. در حقوق مالی، عنصری وجود دارد که تمام آنها در قسمت تبدیلی اوراق قابل تبدیل وجود دارد:

۱. صاحب حق: که در اوراق قابل تبدیل عبارت است از خریدار برگه اوراق قابل تبدیل.
۲. متعهد که ملزم به اجرای تعهد است. در اوراق قابل تبدیل، این عنصر همان ناشر اوراق قابل تبدیل است که متعهد به انجام موضوع قرارداد است.
۳. موضوع حق یا تعهد که در اوراق قابل تبدیل عبارت است از تعهد تبدیل این اوراق به سهام در صورت تمایل خریدار اوراق قابل تبدیل. بنابراین ملاحظه می‌شود که سه عنصر ضروری حقوق مالی در اوراق قابل تبدیل وجود دارد؛ بنابراین با توجه به مطالب پیش‌گفته،

* جهت آشنایی بیشتر با انواع حقوق مالی و غیرمالی ر.ک: به فرازمنند و عابدینی، ۱۳۹۱.

می‌توان بیان داشت که قسمت تبدیلی اوراق قابل تبدیل از حقوق مالی است (فرازمند و عابدینی، ۱۳۹۱، ص ۵۶).

حال این پرسش مطرح می‌شود که به فرض، قسمت تبدیلی اوراق مشارکت قابل تبدیل یک حق مالی است. آیا اصولاً خرید و فروش حق، در شرع مبین اسلام جایز است یا خیر؟ جهت پاسخ‌گویی به این مسئله به بررسی دیدگاه فقیهان در این باره می‌پردازیم. مرحوم شیخ‌انصاری^۱ پس از بیان اقسام حقوق به حکم هر قسمت پرداخته و باور دارد که در قسم اول (حق غیرمالی) و دوم (حق مالی عینی) تردیدی نیست که می‌توان آنها را عوض در بیع قرار داد؛ اما در قسم سوم (حق مالی دین) اشکال و تردید است؛ سپس می‌گوید که هر چند این قسم را در عقد صلح می‌توان در برابر مال قرار داد؛ اما عوض بودن آن در بیع، محل اشکال و مورد بحث فقیهان است. از نظر امام خمینی^۲ حق این است که مبادله حقوق در برابر عوض یا حتی مبادله حقوق در برابر حقوق و به ملکیت درآوردن آن، عرفاً بیع شمرده می‌شود. وی نه تنها بیع قسم سوم را خالی از اشکال می‌داند؛ بلکه برای قسم دوم حقوق نیز قائل به صحت بیع هستند (موسوی‌خمینی، ۱۳۶۳، ج ۱، ص ۶۵)؛ بنابراین دادوستد و قائلیت به امکان بسته‌شده یکی از عقدهای اسلامی بین خریدار و ناشر اوراق قابل تبدیل و همچنین طرفین قرارداد در بازار ثانویه اوراق قابل تبدیل از نظر فقیهان تشیع وجود دارد؛ اشکالی بر آن نیست و موانع همه رفع شده است.

شایان ذکر است که اوراق مشارکت قابل تبدیل شرکت پتروشیمی پردیس مقرر بود در بازار سرمایه منتشر شود که به علت پدیدآمدن برخی مشکل‌های داخلی و قانونی، امکان انتشار این اوراق در بازار سرمایه محقق نشد (خبرگزاری ایسنا، ۱۳۹۲/۰۲/۰۹).

مروری بر وضعیت اوراق مشارکت ارزی

پیش از معرفی اوراق مشارکت ارزی قابل تبدیل به سهام، لازم است با توجه به تجربه اخیر انتشار اوراق مشارکت ارزی (پارس جنوبی) به معرفی کوتاه این اوراق (به همراه اوراق مشارکت ریالی) پرداخته شود تا در بخش بعدی، ضمن معرفی ابزار جدید به تفاوت اصلی این ابزار با اوراق مشارکت ارزی پی‌برده شود.

اوراق مشارکت، اسناد و گواهی‌های دارای ارزش یکسان هستند و برای تجمیع وجوه لازم جهت راه‌اندازی طرح‌های جدید، توسعه طرح‌های موجود یا تأمین مالی کسب‌وکارهای مبتنی بر عقد شرکت استفاده می‌شوند. دارندگان اوراق به میزان سهم خود از مشارکت، مالک طرح یا دارایی‌های آن می‌شوند (نظرپور و خزایی، ۱۳۹۱، ص ۱۴۳). اوراق مشارکت را می‌توان در بازارهای ثانویه معامله کرد. سود اوراق مشارکت از پیش تعیین شده نیست و متناسب با سود حاصل در پایان پروژه است؛ پس در اوراق مشارکت، میزان سود غیرقطعی و همراه با مخاطره و ریسک است. اگر وضعیت اقتصادی و وضعیت کسب‌وکار مطلوب باشد، سود بالا و در غیر این صورت سود پایین یا حتی ممکن است منفی باشد. گرچه تضمین سود علی‌الحساب از مخاطره به مقدار بسیاری می‌کاهد؛ اما به علت محاسبه دقیق سود قطعی در پایان پروژه، طبیعی است که مقدار اولیه سود علی‌الحساب نباید مبنای تصمیم‌گیری مشارکت‌کنندگان قرار گیرد؛ بنابراین با توجه به معنا و ماهیت واقعی مشارکت، افرادی به خرید اوراق مشارکت اقدام می‌کنند که ریسک‌پذیر باشند؛ اما افراد از نظر روان‌شناختی و روحیه یکسان نیستند؛ به طوری که برخی ریسک‌پذیر هستند و در صورت احتمال کسب درآمد و بازده فراوان حاضر هستند در آن زمینه سرمایه‌گذاری کنند (همان، ص ۱۴۴).

یکی از انواع اوراق مشارکت، اوراق مشارکت ارزی است. اوراق مشارکت ارزی، اوراق بهادار بی‌نام یا بانامی است که به سبب قانون (آیین‌نامه اجرایی بند ۶ قانون بودجه سال ۱۳۸۸) و با مجوز بانک مرکزی به عنوان ابزار مالی جهت تجهیز و تأمین منابع ارزی از بازارهای بین‌المللی برای طرح‌های توسعه‌ای اولویت‌دار بخش‌های دولتی و غیردولتی و بانک‌ها به ارز خارجی و برای مدت معین براساس عقد شرکت منتشر می‌شود (همان، ص ۱۴۳). هر ورقه مشارکت ارزی نشان‌دهنده میزان سهم‌الشرکه دارنده آن است. با فروش اوراق مشارکت ارزی رابطه وکیل و موکل بین ناشر و خریدار اوراق برقرار می‌شود. ناشر به وکالت از طرف خریداران اوراق مشارکت ارزی می‌تواند نسبت به مصرف وجوه حاصل از فروش اوراق و هر گونه دخل و تصرف در آن جهت اجرای طرح و خرید و فروش هر گونه کالا، خدمات و دارایی مربوط به طرح اقدام کند. انتقال اوراق به رابطه وکالت بین دارندگان اوراق و ناشر خدشه وارد نمی‌کند و این رابطه تا سررسید اوراق بین آنها برقرار است؛

بنابراین اوراق مشارکت ارزی قابلیت معامله در بازارهای ثانویه را دارد (نظرپور و خزایی، ۱۳۹۱). انواع ریسک‌های اوراق مشارکت ارزی و ریالی در بازار ثانویه عبارت هستند از:

الف) ریسک سیستماتیک:

۱. ریسک تورم؛

۲. ریسک نوسان‌های نرخ ارز؛

۳. ریسک سیاسی.

ب) ریسک غیرنظام‌مند:

۱. ریسک اعتباری؛

۲. ریسک نقدشوندگی؛

۳. ریسک نرخ بازده؛

۴. ریسک سرمایه‌گذاری دوباره.

جهت تجزیه و تحلیل و آسیب‌شناسی دقیق این اوراق می‌توان به مطالعه‌های موسویان (۱۳۸۶) و ذوالفقاری و همکاران (۱۳۹۱) درباره بررسی اوراق مشارکت ریالی و نظرپور و خزایی (۱۳۹۱) و درباره اوراق مشارکت ارزی رجوع کرد. شایان ذکر است که نخستین اوراقی ارزی که در ایران به فروش رفته در سال ۱۳۸۹ بوده که برای تأمین طرح‌های نفت و گاز پارس جنوبی بوده است. مدت این اوراق ۴ ساله و سود آن هم ۸ درصد بوده که به صورت ۶ ماهه پرداخت می‌شد. این اوراق به صورت یورو عرضه شد و متقاضیان می‌توانستند این اوراق را با ارز یورو یا دلار بخرند (کارگر، ۱۳۹۲).

اوراق مشارکت ارزی قابل تبدیل به سهام

در بخش پیشین اوراق قرضه قابل تبدیل معرفی و به تشریح ویژگی‌ها، مزیت‌ها و عیب‌های آن، نیز ارزش‌گذاری و انواع این اوراق پرداخته شد. با شناخت کلی این اوراق، در این بخش مؤلفه ارز در ساختار این اوراق وارد می‌شود؛ اما همان‌گونه که اشاره شد اوراق قرضه قابل تبدیل به واسطه داشتن برخی از ویژگی‌های خاص انواع گوناگونی دارند. اوراق قرضه قابل تبدیل ارزی نیز به واسطه در نظر گرفتن مؤلفه ارز تا حدودی متفاوت از دیگر اوراق است. آنچه تحت عنوان اوراق قرضه قابل تبدیل ارزی در بازارهای مالی کنونی

متداول است، انتشار اوراق قرضه یک شرکت خارجی در بازار مالی کشورهای دیگر است. نوع دیگری از اوراق قابل تبدیل که در این بخش معرفی می‌شود در انطباق با ویژگی‌های بازار سرمایه کشور و نگرانی‌هایی که فعالان اقتصادی از نوسان‌های اخیر نرخ ارز دارند، است. براساس این نوع از اوراق ارزی قابل تبدیل در داخل کشور، شرکت‌هایی که سهام آنها در بازار سرمایه براساس پول ملی منتشر می‌شود و در بازار در حال مبادله است، می‌توانند از مزیت‌های این اوراق استفاده کنند. این شرکت‌ها براساس پرتفوی ارزی خود به انتشار اوراق قابل تبدیل ارزی اقدام می‌کنند. هدف اصلی از این اقدام؛ تأمین مالی پروژه‌ای، برخورداری از ویژگی‌های اوراق قابل تبدیل (پیش‌گفته در مطلب پیشین) و نیز مدیریت ریسک نوسان‌های نرخ ارز است. جهت تفهیم بهتر این موضوع به ۲ مثال ذیل توجه کنید.

مثال ۱: فرض کنید شرکت سهامی عام وجود دارد که بخش اعظمی از نهاده‌های خود را از خارج وارد می‌کند و محصول‌های تولیدشده خود را در داخل می‌فروشد. وضعیت این شرکت را در شرایط نوسان‌های نرخ ارز در غالب دو سناریو الف) عدم انتشار اوراق قابل تبدیل ارزی و ب) انتشار اوراق قابل تبدیل ارزی بررسی می‌کنیم.

سناریو الف): در صورتی که نرخ ارز خارجی افزایش یابد. این اتفاق باعث افزایش هزینه تولید، افزایش قیمت تمام‌شده محصول و در نتیجه کاهش سود شرکت خواهد شد. در این وضعیت قیمت سهام کاهش می‌یابد و سهام‌داران این شرکت نیز متضرر می‌شوند و حجم معامله‌های این نوع شرکت‌ها در بازار بورس نیز کاهش می‌یابد. در این وضعیت سه نهاد بنگاه تولیدی، سهام‌داران و بازار مالی از این شوک ضربه می‌بینند و فضای کسب‌وکار این صنعت نیز در حوزه‌های گوناگون اشتغال، سرمایه‌گذاری، مصرف، تورم داخلی تحت اثر منفی قرار می‌گیرند.

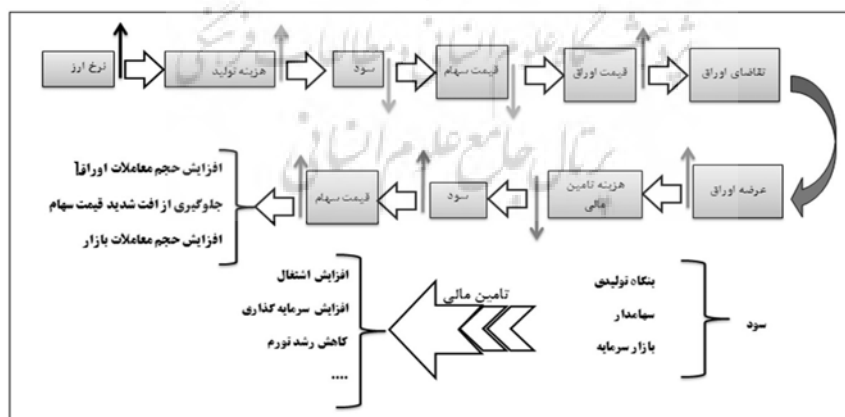
سناریو ب): حال اگر این شرکت چنین اوراقی را منتشر کرده باشد، افزایش نرخ ارز مانند پیش باعث کاهش قیمت سهام خواهد شد؛ اما از سوی دیگر ارزش اوراق قابل تبدیل ارزی افزایش خواهد یافت، این افزایش اثرهای مفیدی به شرح ذیل خواهد داشت:

۱. صاحبان اوراق منتفع می‌شوند.
۲. تقاضا برای این اوراق افزایش می‌یابد.
۳. با عرضه این اوراق، شرکت حجم تأمین مالی خود از این اوراق را افزایش می‌دهد.

۴. با توجه به اینکه نرخ بهره این اوراق کمتر از نرخ بهره اوراق متعارف است؛ در نتیجه هزینه تأمین مالی بنگاه کاهش می‌یابد.
۵. به دنبال کاهش هزینه تأمین مالی، سود بنگاه افزایش می‌یابد.
۶. با افزایش سود بنگاه (با ختناشدن بخشی از زیان وارده در نتیجه افزایش ارزش) قیمت سهام این شرکت نیز از افت شدید محفوظ می‌ماند.
۷. حجم معامله‌های اوراق در بازار افزایش.
۸. از کاهش حجم معامله‌های سهام این شرکت در بازار کاسته می‌شود.

در اینجا به این نکته باید اشاره کرد که اگرچه افزایش در نرخ ارزش خارجی برای خریداری اوراق در داخل کشور جذاب است؛ اما چون پرداخت سود این اوراق نیز به ارزش خارجی خواهد بود، بالا رفتن نرخ ارزش، هزینه تأمین مالی (اگرچه سود پرداختی براساس درصد ثابتی از قیمت اسمی از پیش تعیین شده است) را برای شرکت افزایش می‌دهد. در توضیح این موضوع باید اشاره کرد که اگر افزایش نرخ ارزش بلندمدت باشد با توجه به آثار تورمی آن در سطح کل کشور، بنگاه اقتصادی می‌تواند با افزایش قیمت محصول، هزینه مازاد را به مصرف‌کننده منتقل کند. اگر افزایش نرخ ارزش کوتاه‌مدت باشد، بنگاه می‌تواند با ورود به قراردادهای پوشش ریسک ارزش (سلف، آتی یا تاخت) از هزینه تحمیل شده، بپرهیزد. همان‌گونه که مشاهده می‌شود حضور این اوراق باعث منتفع شدن صاحبان سهام، صاحبان اوراق، بازار بورس و بهبود فضای کسب‌وکار در دیگر متغیرهای کلان در آن صنعت خواهد شد.

نمودار ۳: انتشار اوراق قابل تبدیل ارزی برای بنگاه واردکننده نهاده اولیه و واسطه



حال فرض کنید برای همین شرکت نرخ ارز کاهش یابد با کاهش نرخ ارز، هزینه تمام شده و قیمت محصولات شرکت کاهش یافته و افزایش سود شرکت باعث افزایش قیمت سهام خواهد شد؛ در این وضعیت با توجه به اثرپذیری قیمت اوراق قابل تبدیل از افزایش قیمت سهام پایه، قیمت این اوراق نیز افزایش (یا از افت آنها کاسته می شود) خواهد یافت و در مجموع با توجه به افزایش تقاضا سهام و اوراق، زمینه برای تأمین مالی شرکت با افزایش سرمایه فراهم خواهد شد. از سوی دیگر حجم معامله ها در بازار و نقدینگی موجود در این رشته صنعتی نیز فراهم خواهد شد.

مثال ۲: فرض کنید یک شرکت سهامی عام وجود دارد که بخش اعظمی از نهاده های خود را از داخل تأمین و محصولات تولید شده را به خارج صادر می کند. وضعیت این شرکت را در شرایط نوسان های نرخ ارز در قالب دو سناریو الف) عدم انتشار اوراق قابل تبدیل ارزی و ب) انتشار اوراق قابل تبدیل ارزی بررسی می کنیم.

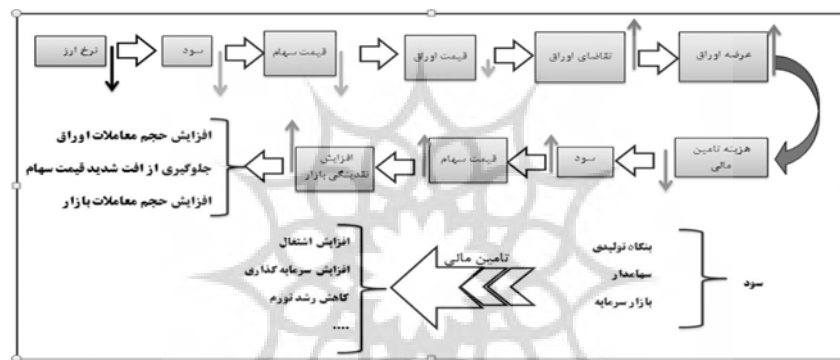
سناریو الف): در صورتی که نرخ ارز خارجی کاهش یابد. این اتفاق باعث کاهش سود شرکت می شود. در این وضعیت قیمت سهام کاهش می یابد و سهام داران این شرکت نیز متضرر می شوند و حجم معامله های این نوع شرکت ها در بازار بورس نیز کاهش می یابد. در این شرایط سه نهاد بنگاه تولیدی، سهام داران و بازار مالی از این شوک ضربه می بینند و فضای کسب و کار این صنعت نیز در حوزه های گوناگون اشتغال، سرمایه گذاری، مصرف، تورم داخلی تحت تأثیر منفی قرار می گیرند.

سناریو ب): حال اگر این شرکت چنین اوراقی را منتشر کرده باشد، کاهش نرخ ارز باعث کاهش قیمت سهام خواهد شد؛ اما از سوی دیگر به علت ویژگی درآمد ثابت اوراق منتشره، اگرچه ارزش این اوراق اندکی کاهش می یابد؛ اما تقاضا برای این اوراق از سوی سهام داران افزایش می یابد (تعدیل سبد دارایی). این اثرهای مفید ذیل را خواهد داشت:

۱. صاحبان اوراق منتفع می شوند.
۲. تقاضا برای این اوراق افزایش می یابد.
۳. با عرضه این اوراق، شرکت حجم تأمین مالی خود از این اوراق را افزایش می دهد.
۴. با توجه به اینکه نرخ بهره این اوراق کمتر از نرخ بهره اوراق متعارف است؛ در نتیجه هزینه تأمین مالی بنگاه کاهش می یابد.

۵. به دنبال کاهش هزینه تأمین مالی، سود بنگاه افزایش می‌یابد.
 ۶. با افزایش سود بنگاه (یا خنثاشدن بخشی از زیان وارده در نتیجه افزایش ارزش) قیمت سهام این شرکت نیز از افت شدید محفوظ می‌ماند.
 ۷. حجم معامله‌های اوراق در بازار افزایش.
 ۸. از کاهش حجم معامله‌های سهام این شرکت در بازار کاسته می‌شود.
- حضور این اوراق باعث منتفع شدن صاحبان سهام، صاحبان اوراق، بازار بورس و بهبود فضای کسب‌وکار در دیگر متغیرهای کلان در آن صنعت خواهد شد.

نمودار ۴: انتشار اوراق قابل تبدیل ارزی برای بنگاه صادرکننده محصول



از سوی دیگر در صورت افزایش نرخ ارزش، صاحبان این اوراق از دو محل، افزایش قیمت سهام پایه و افزایش ارزش بازاری اوراق منتفع می‌شوند.

تبیین مدل عملیاتی

اوراق مشارکت قابل تبدیل را می‌توان به سه نوع کلی تقسیم کرد: الف) اوراق مشارکت قابل تبدیل با اختیار فروش؛ ب) اوراق مشارکت قابل تبدیل با اختیار خرید؛ ج) اوراق مشارکت قابل تبدیل بدون اختیار خرید و فروش. در ادامه به تشریح فرایند انتشار هر یک از این موارد می‌پردازیم.

۱. نوع اول: اوراق مشارکت قابل تبدیل با اختیار فروش (Put option)

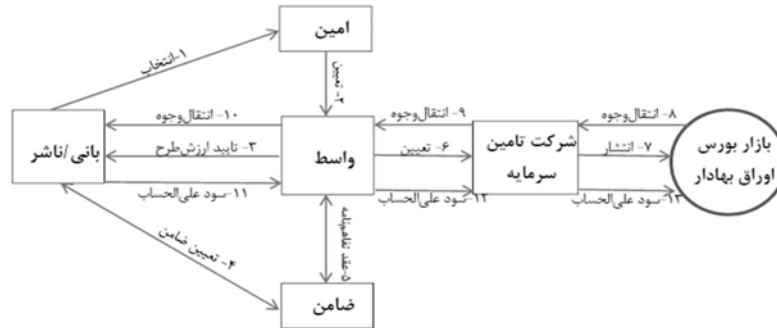
نهادهای فعال در انتشار این نوع اوراق عبارت هستند از: ۱. بانای فروشنده؛ ۲. واسط؛ ۳. امین؛ ۴. عامل تبدیل و پرداخت؛ ۵. ضامن؛ ۶. شرکت تأمین سرمایه؛ ۷. مؤسسه رتبه‌بندی اعتباری. در ادامه فرایند انتشار اوراق نوع اول بیان شده است.

مرحله ۱: عرضه به بازار اولیه:

۱. بانی به انتخاب امین اقدام می‌کند.
 ۲. واسط به وسیله امین تأسیس می‌شود.
 ۳. ارزش طرح مشارکتی (ریالی - ارزی) بانی نزد شرکت بورس به وسیله بانی تعیین و به تأیید امین و واسط می‌رسد.
 ۴. واسط جهت دریافت مجوز انتشار از سازمان به ارائه اطلاعات و مدارک مورد نیاز اقدام می‌کند.
 ۵. مؤسسه رتبه‌بندی اعتباری، اوراق مشارکت ارزی قابل تبدیل را رتبه‌بندی می‌کند.
 ۶. واسط به تعیین شرکت تأمین سرمایه اقدام می‌کند.
 ۷. بانی با معرفی ضامن به واسط و سازمان به عقد توافق‌نامه بین بانی - ضامن و ضامن - واسط اقدام می‌کند.
 ۸. واسط امیدنامه اوراق را به عموم عرضه می‌کند و از راه شرکت تأمین سرمایه به پذیره‌نویسی اوراق مشارکت ارزی قابل تبدیل اقدام کرد و به وکالت از طرف سرمایه‌گذاران امور مربوط به طرح را مدیریت می‌کند.
- شایان ذکر است از آنجایی که دارایی طرح مشارکتی قابل تقسیم نیست،* فرایند انتشار به صورت ذیل است:
- الف) واسط درخواست انتشار اوراق از راه تعهد پذیره‌نویسی را به شرکت تأمین سرمایه می‌دهد.
 - ب) شرکت تأمین سرمایه مبلغی معادل کل ارزش اوراق را به حساب مشترک امین و واسط واریز می‌کند.
 - ج) شرکت تأمین سرمایه به انتشار اوراق و دریافت وجوه از سرمایه‌گذاران اقدام می‌نماید.
 ۹. واسط با پرداخت وجوه به دست آمده به بانی، دارایی طرح مشارکتی را به وکالت از سرمایه‌گذاران می‌خرد.
 ۱۰. اسناد و مدارک مثبت مالکیت طرح به وکالت از سرمایه‌گذاران در اختیار امین قرار می‌گیرد.
 ۱۱. بانی سود علی‌الحساب اوراق را در مواعدهای مقرر به امین پرداخت می‌کند.

*. اگر دارایی طرح مشارکتی به صورت یک کل منسجم باشد؛ به عنوان نمونه، دارایی یک هواپیما باشد در صورتی که ۵۰ درصد اوراق فروخته شود امکان خرید دارایی به وسیله واسط انتقال آن به سرمایه‌گذار وجود ندارد؛ به همین علت در مواردی که دارایی به صورت یک کل منسجم باشد، شرکت تأمین سرمایه باید لزوماً از راه تعهد پذیره‌نویسی اوراق را منتشر کند.

نمودار ۵: مرحله ۱: عرضه به بازار اولیه



مرحله ۲: تبدیل اوراق یا اعمال اختیار فروش:

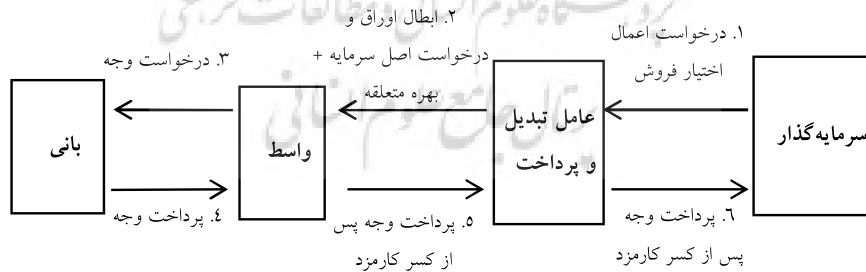
با توجه به ویژگی این نوع اوراق، اگر تا پیش از سررسید، سرمایه‌گذاری تمایل به اعمال یا تبدیل اوراق داشته باشد، مدل عملیاتی دو فرایند پیش‌گفته به صورت ذیل است.

الف) اعمال اختیار فروش اوراق به وسیله سرمایه‌گذاران

با توجه به ویژگی این نوع اوراق، اگر تا پیش از سررسید، سرمایه‌گذاری تمایل به اعمال موقعیت اختیار فروش کند، مرحله‌های ذیل باید سپری شود:

۱. ارائه درخواست اعمال اختیار فروش به وسیله سرمایه‌گذار به عامل تبدیل و پرداخت (شرکت سپرده‌گذاری مرکزی)؛
۲. ابطال اوراق و درخواست مبلغ اصل سرمایه‌گذاری از واسط.

نمودار ۶: اعمال اختیار فروش

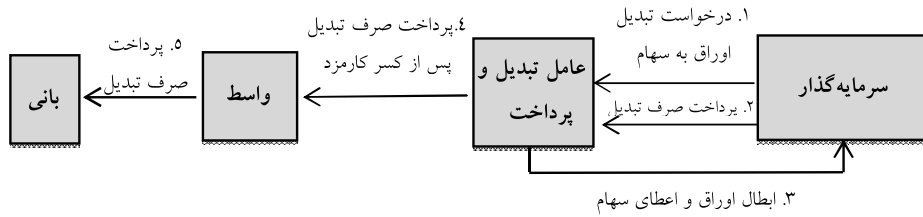


ب) درخواست تبدیل اوراق به سهام

۱. ارائه درخواست تبدیل به وسیله سرمایه‌گذار به عامل تبدیل و پرداخت؛

۲. ابطال اوراق و انتقال مالکیت سهام سرمایه‌ای بانی به سرمایه‌گذار؛
۳. ارسال صرف تبدیل به بانی.

نمودار ۷: تبدیل اوراق



مرحله ۳: سررسید اوراق:

در سررسید با توجه به مفاد امیدنامه اوراق مشارکت ارزی قابل تبدیل یا به سهام تبدیل شده یا بازخرید می‌شود که این بستگی به توافقی که در زمان انتشار اوراق در اساس‌نامه یا امیدنامه شرکت مندرج شده بود، دارد.

الف) تبدیل اوراق

در سررسید عامل تبدیل و پرداخت، بلافاصله با توجه به نسبت تبدیل و قیمت تبدیل، اوراق را ابطال کرده و با دریافت کارمزد، مالکیت سهام سرمایه‌ای بانی را نزد شرکت بورس به سرمایه‌گذار منتقل می‌کند. عامل تبدیل و پرداخت پس از کسر کارمزدهای مربوطه، موضوع را به واسط انتقال داده و واسط نیز آن را به بانی منتقل می‌کند.

نمودار ۸: تبدیل در سررسید

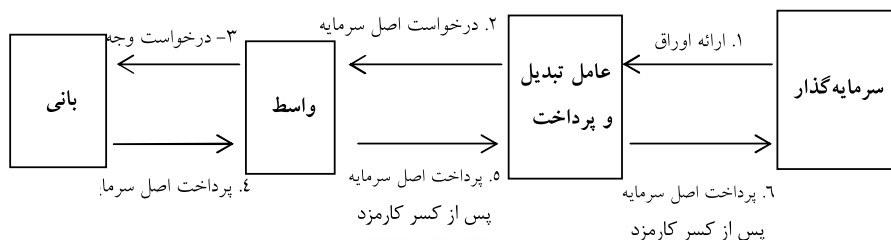


ب) بازخرید اوراق

در سررسید عامل تبدیل و پرداخت با جمع‌آوری اوراق و ابطال آن، درخواست پرداخت اصل سرمایه از واسط کرده و واسط مبلغ پیش‌گفته را از بانی یا ضامن دریافت و به عامل

تبدیل و پرداخت منتقل می‌کند، عامل تبدیل و انتقال به‌طور همزمان اوراق را ابطال و اصل سرمایه را پس از کسر کارمزد به حساب سرمایه‌گذار بدهکار می‌کند.

نمودار ۹: بازخرید در سررسید



۲. نوع دوم: اوراق مشارکت قابل تبدیل با اختیار خرید (Call option)

مرحله ۱: عرضه اولیه:

عرضه اولیه این اوراق مانند اوراق نوع اول است. به عبارتی در فرایند انتشار مرحله‌های یازده‌گانه پیشین سپری می‌شود:

مرحله ۲: تبدیل اوراق یا اعمال اختیار خرید

با توجه به ویژگی این نوع اوراق، اگر تا پیش از سررسید، سرمایه‌گذاری تمایل به تبدیل اوراق یا بانی تمایل به بازخرید اوراق را داشته باشد، مدل عملیاتی دو سناریو پیش‌گفته به‌صورت ذیل است.

الف) اعمال اختیار خرید اوراق به وسیله بانی

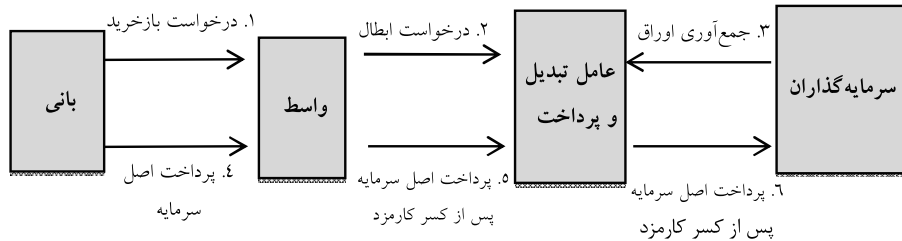
با توجه به ویژگی این نوع اوراق اگر تا پیش از سررسید، بانی تمایل به اعمال موقعیت اختیار بخرد، مرحله‌های ذیل باید سپری شود:

۱. ارائه درخواست اعمال اختیار خرید به وسیله بانی به عامل تبدیل و پرداخت؛

۲. جمع‌آوری و ابطال اوراق و بازپرداخت اصل سرمایه‌گذار؛

فرایند کلی مرحله‌های پیش‌گفته به‌صورت ذیل ارائه شده است:

نمودار ۱۰: اعمال اختیار خرید



ب) درخواست تبدیل اوراق به سهام

مانند اوراق نوع اول بوده و از تکرار آن پرهیز می‌شود.

مرحله ۳: سررسید اوراق:

مانند اوراق نوع اول بوده و از تکرار آن پرهیز می‌شود.

۳. نوع سوم: اوراق مشارکت قابل تبدیل بدون اختیار خرید و فروش

فرایند عرضه اولیه، بازار ثانویه و سررسید مانند دو نوع پیشین است با این تفاوت که بخش‌های «الف» مرحله ۲ هر دو نوع بالا در این فرایند حذف می‌شود. فرایند تأمین مالی پروژه‌های دولتی نیز به صورت پیش گفته است؛ البته در این باره ملاحظه‌های ذیل مورد توجه است:

- سازوکار تعیین امین و واسط همان سازوکار یک بنگاه خصوصی است.
- مدل عملیاتی مراحل ۱، ۲ و ۳ همانند قبل است

تفاوت در دو حوزه مشهود است:

۱. ناشر یک نهاد دولتی است که شخصیت حقوقی قابل پذیرش در بورس را ندارد.
۲. در صورت تبدیل اوراق به سهام نیز دو وجه محتمل است:
 - الف) طرح مورد نظر در سررسید قابلیت تبدیل به شخصیت حقوقی مستقل و قابل انتقال را دارد که در این صورت سهام آن به سرمایه‌گذار واگذار می‌شود (تحقق هدف‌های خصوصی سازی)؛
 - ب) قابلیت تبدیل طرح به شخصیت حقوقی مستقل امکان‌پذیر نیست؛ در این صورت سهام ضامن منتقل می‌شود.

بنابراین این اوراق می‌توانند هم به وسیله بخش دولتی (پروژه‌های ایجاد و توسعه‌ای) و

هم به وسیله بخش خصوصی (پروژه‌های ایجاد و توسعه‌ای) منتشر شود.

نتیجه‌گیری و ارائه پیشنهاد

نوآوری در اوراق بهادار با بهره‌گیری از قابلیت‌های انتقال ریسک، افزایش نقدشوندگی و کاهش هزینه‌های نمایندگی و مبادله‌ها و در مجموع با ارائه محرک‌های اثربخش و کم‌هزینه می‌تواند کارایی بازار سرمایه را ارتقا بخشد. یکی از حوزه‌های قابل توجه در نوآوری‌های مالی، طراحی و پدیدساختن اوراق مشارکت ارزی قابل تبدیل به سهام است که می‌تواند به‌عنوان ابزاری برای کاهش نوسان شدید قیمت اوراق بهادار در بازار مورد استفاده قرار گیرد. در حقیقت دارندگان این اوراق از امتیاز ترکیبی دو نوع اوراق با درآمد ثابت و سهام به‌طور هم‌زمان در کنار پوشش ریسک نوسان‌های نرخ ارز بهره‌مند می‌شوند. فرصت انتشار یک ورقه بهادار قابل تبدیل می‌تواند برای ناشر افزون بر تأمین مالی شرکتی، به‌عنوان منابع سرمایه‌ای (و نه بدهی) در حساب‌های مالی در نظر گرفته شود که این امر می‌تواند باعث جلب‌نظر سهام‌داران شرکت شود.

همان‌طور که در مقاله به آن اشاره شد، یک ورقه مشارکت قابل تبدیل بیانگر ترکیبی از یک ورقه مشارکت بدون قرارداد اختیار معامله و یک قرارداد اختیار خرید برای یک سهم (تحت عنوان سهام پایه) است. با این حال برخلاف قیمت اعمال یک قرارداد اختیار خرید که ثابت است، ارزش ورقه مشارکت طوری تعیین می‌شود که سرمایه‌گذار به تعداد از پیش تعیین‌شده‌ای از سهام پایه دست یابد. از طرف دیگر، ورقه مشارکت قابل تبدیل می‌تواند به‌عنوان ترکیبی از قرارداد اختیار فروش و سهام عادی تلقی شود که به دارنده آن این اختیار را می‌دهد که ورقه بهادار خود را در قیمتی نزدیک به ارزش بازار آن به ناشر بفروشد. در صورتی که سرمایه‌گذار تمایلی به تبدیل ورقه خود نداشته باشد، به‌طور مؤثر قرارداد فروش خود را اعمال می‌کند؛ در نتیجه هم‌چنان جریان‌های نقدی ورقه مشارکت را دریافت می‌کند. ارزش‌گذاری اوراق مشارکت ارزی قابل تبدیل به سهام تا حد فراوانی به نوسان قیمت سهام پایه و رتبه اعتباری ناشر بستگی دارد. در ارزش‌گذاری این اوراق، قیمت جاری سهام پایه و نرخ تبدیل که بیان‌کننده تعداد سهام قابل تبدیل برای هر ورقه مشارکت است، تعیین‌کننده قیمت تبدیل این اوراق هستند. افزون بر این، سرمایه‌گذار در هنگام تبدیل اوراق باید وجهی را به‌عنوان صرف تبدیل پرداخت کند که در حقیقت مابه‌التفاوت قیمت

تبدیل و قیمت جاری سهام است. وجود جزء اختیار معامله در این اوراق، فرایند ارزش‌گذاری آنها را با پیچیدگی‌های خاصی همراه می‌سازد که بسته به نوع ورقه، زمان سررسید و نوسان قیمت سهام پایه می‌تواند بسیار متنوع باشد. اوراق مشارکت ارزی قابل تبدیل را می‌توان به سه نوع کلی تقسیم کرد: الف) اوراق مشارکت قابل تبدیل با اختیار فروش؛ ب) اوراق مشارکت قابل تبدیل با اختیار خرید؛ ج) اوراق مشارکت قابل تبدیل بدون اختیار خرید و فروش.

اوراق مشارکت قابل تبدیل با اختیار فروش به دارنده آن این اختیار را می‌دهد که افزون بر برخورداری از حق تبدیل و معامله در بازار ثانویه، وی می‌تواند این اوراق را به ناشر در قیمت از پیش تعیین شده استرداد کند. اوراق مشارکت قابل تبدیل با اختیار خرید نیز به ناشر اختیار بازخرید اوراق را در قیمت از پیش تعیین شده می‌دهد و نوع سوم این اختیار را از هر دو طرف سلب می‌کند و فقط امکان معامله آن در بازار ثانویه و تبدیل به سهام وجود دارد. با توجه به ساختار مدل عملیاتی هر سه نوع اوراق، امکان پیاده‌سازی انواع این اوراق در بازار سرمایه وجود دارد؛ از این رو با توجه به ویژگی‌هایی که این اوراق در تأمین مالی، مدیریت ریسک نوسان‌های نرخ ارز و جذابیت‌هایی که برای سرمایه‌گذاران بخش خصوصی و دولتی دارد، به نظر می‌رسد پیاده‌سازی و انتشار این اوراق در قالب اوراق مشارکت اسلامی بتواند باعث افزایش جذابیت بازار سرمایه برای آن دسته از سرمایه‌گذارانی شود که به دنبال ابزارهایی با ریسک نسبی و بازدهی ثابت در کنار پوشش ریسک نوسان‌های نرخ ارز هستند.

منابع و مأخذ

۱. آیین‌نامه اجرایی قانون چگونگی انتشار اوراق مشارکت، مصوب ۱۳۷۷/۵/۱۸.
۲. ذوالفقاری، مهدی، آتوسا گودرزی و بهرام سبحانی؛ «آسیب‌شناسی پیاده‌سازی اوراق اجاره در بازار پول و سرمایه»؛ فصلنامه علمی پژوهشی اقتصاد اسلامی، ۱۲، ش ۴۵، ۱۳۹۱.
۳. ذوالفقاری، مهدی؛ «اوراق مشارکت قابل تبدیل به سهام»؛ ماهنامه بورس، ۱۳۹۲.

۴. سرافراز اردکانی، حسین و غلامرضا اسلامی بیدگلی؛ «امکان‌سنجی طراحی اوراق حق اختیار معامله و اوراق مشارکت قابل تبدیل به دارایی مالی و واقعی»؛ مجله حسابدار، ش ۱۲۵، ۱۳۸۷.
۵. سرافراز اردکانی، حسین؛ طراحی مدل قیمت‌گذاری اوراق بهادار قابل تبدیل به دارایی واقعی؛ پایان‌نامه کارشناسی ارشد دانشگاه امام صادق علیه السلام، ۱۳۸۷.
۶. سروش، ابوذر؛ «اوراق مشارکت رهنی ابزاری نوین در تأمین مالی بانک‌ها»؛ فصلنامه علمی پژوهشی اقتصاد اسلامی، س ۸، ش ۲۹، ۱۳۸۷.
۷. عیوضلو، رضا و محمدرضا آقامحمد سمسار؛ «اوراق مشارکت قابل تبدیل روش ترکیبی برای تأمین مالی بنگاه‌های اقتصادی»؛ ششمین کنفرانس توسعه نظام مالی در ایران، ۱۳۹۲.
۸. فرازمنند، مهدی و فائزه عابدینی؛ «امکان‌سنجی اقتصادی، حقوقی و فقهی انتشار اوراق مشارکت قابل تبدیل سهام»؛ پنجمین کنفرانس توسعه نظام مالی ایران، ۱۳۹۱.
۹. موسویان، سیدعباس؛ ابزارهای مالی اسلامی (صکوک)؛ تهران: پژوهشگاه فرهنگ و اندیشه اسلامی، ۱۳۸۶.
۱۰. _____؛ بازار سرمایه اسلامی؛ تهران: پژوهشگاه فرهنگ و اندیشه اسلامی، ۱۳۹۲.
۱۱. موسوی خمینی علیه السلام، سیدروح‌الله؛ کتاب البیع؛ ج ۳، قم: مؤسسه مطبوعاتی اسماعیلیان، ۱۳۶۳.
۱۲. نظرپور، محمدنقی و ایوب خزایی؛ «تحلیل و رتبه‌بندی ریسک‌های اوراق مشارکت ارزی در بازارهای ثانویه»؛ جستارهای اقتصادی، ش ۱۷، ۱۳۹۱.
13. Ariel Zadikov; "Methods of Pricing Convertible Bonds"; University of Cape Town, 2010.
14. Bermudez, A. and N. Webber; "An Asset Based Model of Defaultable Convertible Bonds with Endogenised Recovery"; Warwick Finance Research Institute working paper, 2006.

15. Takahashi, A. T. Kobayashi, and N. Nakagawa;" Pricing Convertible Bonds with Default Risk: A Duffie-Singleton Approach;" **Journal of Fixed Income**, 8, 2001.
16. Calamos Advisors LLC;" The Calamos Approach to Convertible Securities;" **Technical report**, Calamos Investments, 2012.
17. Lvov, D. A. Yigitbasioglu, and N. El Bachir; "Pricing Convertible Bonds by Simulation;" ISMA Centre University of Reading, **working paper**, 2005.
18. Ayache, E. P.A. Forsyth, and K.R. Vetzal; "Next Generation for Convertible Bonds with Credit Risk"; **WILMOTT magazine**, 2009.
19. Ayache, E. P.A. Forsyth, and K.R. Vetzal; "Valuation of Convertible Bonds with Credit Risk"; **Journal of Derivatives**, 2010.
20. Fabozzi; Frank J. "**Financial Markets and Instruments**"; Published by JohnWiley & Sons, Inc., Hoboken, New Jersey, VOLUME I, 2008.
21. Howard J. and M. O'Connor; "Convertible Securities, An Investors' Guide;" **Technical report**, Deutsche Bank, 2004.
22. Anderson L. and D. Buffum; "Calibration and Implementation of Convertible Bond Models. Bank of America Securities"; **working paper**, 2004.
23. Ammann, M. A.H. Kind, and C. Wilde; "The Pricing of Convertible Bonds: An Analysis of the French Market"; **Discussion Paper** no. 02, University of St.Gallen, 2005.

24. Brennan M. and E. Schwartz; "Convertible Bonds: Valuation and Optimal Strategies for Call and Conversion;" **Journal of Finance**, 32, 1987.
25. Hung M.W. and J.Y. Wang; "Pricing Convertible Bonds Subject to Default Risk;" **Journal of Derivatives**, 10, 2006.
26. Grimwood R. and S.Hodges; "The Valuation of Convertible Bonds: The Study of Alternative Pricing Models;" **Warwick Finance Research Institute working paper**, 2008.
27. Reynolds Sean; "The Convertibles Market;" **Lazard Asset Management**, 2012.
28. Cox, T.A.; "Convertible Structures The Inner Workings;" **Technical report**, Merrill Lynch, 2000.
29. Ho T. and D. Pfeffer; "Convertible Bonds: Model, Value Attribution and Analytics;" **Financial Analysts Journal**, 2000.
30. Gushchin V. and E. Curien; "The pricing of convertible bonds within the Tsiveriotis and Fernandes framework with exogenous credit spread: Empirical analysis;" **Journal of Derivatives & Hedge Funds**, 14, 2010.
31. Landskroner Y. and A. Raviv; "Credit Spread implied Convertible Bonds prices;" **Hebrew University of Jerusalem**, 2007.
32. Landskroner, Y. and A. Raviv; "Pricing inflation-indexed convertible bonds with credit risk;" **Hebrew University of Jerusalem**, 2005.

