

حق تقدم خرید (وارانت) و اوراق قرضه قابل تبدیل به سهام عادی

مسئله تامین سرمایه برای بنگاههای اقتصادی اعم از تولیدی، بازرگانی و خدماتی، امری است مهم که همواره بخش عمده‌ای از تلاشهای اقتصاددانان و کارشناسان مالی را به خود اختصاص داده است.

ابوالفضل شهرآبادی

دانشجوی دوره دکتری مدیریت مالی

داشت؟ عوامل محرک بازار ثانویه کدامند؟ سوالات پیشگفته را از چند نظر می‌توان پاسخ گفت و چندین عامل را برای این امر عنوان نمود، از جمله قانونمند بودن بازار، وجود سیستم اطلاعاتی پیشرفته و مناسب، شناخت و آشنایی عوامل بازار از اصول علمی سرمایه‌گذاری،



وجود زمینه‌های فرهنگی لازم و همچنین تنوع ابزارهای مالی. مورد اخیر یعنی تنوع ابزارهای مالی، از جمله مواردی است که می‌تواند با پاسخگویی نیازها و سلیقه‌های مختلف سرمایه‌گذاران و سرمایه‌پذیران،

استوار و پویا امکانپذیر است. بازار ثانویه فعال برای داراییهای مالی از جمله عواملی است که در کارایی بازار سرمایه و ساده سازی فرایند تامین مالی، سهمی به‌سزا دارد. اما چگونه می‌توان بازار ثانویه‌ای فعال

تولیدی، بازرگانی و خدماتی، امری است مهم که همواره بخش عمده‌ای از تلاشهای اقتصاددانان و کارشناسان مالی را به خود اختصاص داده است. فرایند تامین مالی، از مجرای یک بازار سرمایه کارا با چارچوبی

مقدمه

مسئله تجهیز سرمایه‌های اندک و تبدیل آن به سرمایه‌های کلان و کارآمد، از جمله عواملی است که می‌تواند در فعال‌کردن و شکوفایی یک نظام اقتصادی نقش اساسی داشته باشد. در واقع، مسئله تامین سرمایه برای بنگاههای اقتصادی اعم از

قرضه عام^۳ و انتشارات بعدی سهام عادی نیز منتشر می‌شود. معمولاً وقتی حق تقدم خرید به همراه اوراق قرضه انتشار می‌یابد در قرارداد اوراق قرضه ذکر می‌شود که آیا برگه‌های حق تقدم قابل جدا کردن از اوراق قرضه و فروش جداگانه می‌باشند یا نه. البته غالباً حق تقدم را بلافاصله می‌توان از اوراق قرضه جدا کرده و فروخت.

تفاوت‌های حق تقدم و اختیار معامله
شاید لازم باشد پیش از بیان تفاوت‌های بین این دو مختصری در مورد اختیار معامله^۴ گفته شود. اختیار معامله در واقع نوعی ابزار مالی است که به دارنده خود اختیار خرید یا فروش یک دارایی مالی را در آینده مشخص و به قیمت معین، می‌دهد، و بر دو نوع اختیار خرید^۵ و اختیار فروش^۶ می‌تواند باشد، که در اولی فرد دارنده اختیار معامله، حق خرید دارایی مالی مورد نظر را در تاریخ معین دارد و در دومی حق فروش آن را. اختیار معامله معمولاً می‌تواند از نوع اروپایی و یا آمریکایی باشد. دارنده اختیار معامله اروپایی، فقط در تاریخ خاصی که همان تاریخ انقضای اختیار معامله است می‌تواند از آن استفاده کند. در حالی که دارنده نوع آمریکایی در هر زمانی قبل از تاریخ انقضا از این حق برخوردار است. اختیار معامله با استفاده از مدل‌های خاص، قیمتگذاری می‌شود. از آن جمله مدل بلک - شولز (Black-Scholes) و مدل دو جمله‌ای است که

مهمترین تفاوت اختیار خرید و حق تقدم آن است که اختیار خرید توسط افراد حقیقی منتشر می‌شود، در حالی که حق تقدم توسط شرکتها انتشار می‌یابد.

توضیح آن مجال دیگری می‌طلبد و در اینجا فقط جهت یادآوری به موارد پیشگفته اشاره کردیم.

حال می‌پردازیم به بیان تفاوت‌های بین

مشکلی حل نمی‌شود، بلکه مسئله پیچیده‌تر می‌گردد.

مقاله زیر، مطلبی است پیرامون دو ابزار مالی مهم، که تا حدودی اندک در بازار سرمایه، شناخته شده و بعضاً مورد استفاده قرار گرفته است. ولی جای کاربردهای وسیعتر و بهتر دارد. البته اگرچه در سالهای اخیر به علت اجرای نظام بانکی بدون ربا، عملاً استفاده از اوراق قرضه غیرممکن شده است ولی می‌توان در قالب اوراق مشارکت اقدام به استفاده از اوراق قابل تبدیل به سهام عادی نمود. در این

مختصر علاوه بر توضیح و شناسایی ابزارهای مزبور، سعی شده است تا حدودی به اصول ارزشیابی آنها نیز پرداخته شود.

حق تقدم خرید (وارانت)
وارانت، اوراق بهاداری است که به دارنده‌اش، حق خرید سهام عادی را به قیمت ثابت (معین) در یک مقطع زمانی مشخص می‌دهد و در عین حال برای دارنده آن، خرید سهام الزام‌آور نیست. هر حق تقدم، تعداد سهامی که فرد دارنده می‌تواند بخرد، قیمت اعمال (خرید)، و تاریخ انقضای آن را مشخص می‌نماید. برخی حق

تقدمها معمولاً به همراه اوراق قرضه خاص^۲ انتشار می‌یابند. در بیشتر موارد آنها هنگام انتشار همراه با اوراق قرضه می‌باشند. البته حق تقدم به همراه اوراق

بازار را به حرکت در آورده و افراد بیشتری را به سوی بورس اوراق بهادار بکشاند. اگر امروزه، در کشورهای پیشرفته شاهد دهها نوع مختلف اوراق بهادار هستیم بدان دلیل است که بازار، چنین چیزی را در طی زمان طلب کرده است و وجود صرفاً یک یا چند نوع محدود ابزار مالی، پاسخگوی نیاز آن نبوده است. تنوع ابزارهای مالی، طبیعتاً پیشرفت روشهای محاسباتی ارزشیابی آنها را نیز طلب می‌کند که به نوبه خود مقوله‌ای است مهم، و پیشرفت این روشها که در واقع مسئله تنوع ابزارهای

مالی را امکانپذیر می‌کند، باعث تعمیق بازار و حرکت به سوی کارایی می‌شود. اگر امروزه شاهد رکود بازار سرمایه خود هستیم، بی‌شک یکی از عوامل آن ناتوانی بازار در برآوردن سلیقه‌ها و نیازهای عوامل آن است. سهام عادی فقط برای عده‌ای از سرمایه‌گذاران می‌تواند جذاب باشد. بسیاری کسانی که طالب اوراق بهاداری با درجه ریسک و بازده متفاوت، و با سررسید و دوره‌های سوددهی مختلف باشند، باید به این خواسته‌ها پاسخ مناسب داد تا کم‌کم سرمایه‌های سرگردان را به سوی بازار کشید. باید ابزارهای مالی جدید را شناخت و به بازار معرفی کرد. آنچه مسلم است، در این بازار، سرمایه به حد کافی موجود است، چیزی که وجود ندارد ابزار مناسب برای جذب این سرمایه‌هاست.

البته در فرایند طراحی و ارائه ابزارهای مالی جدید قطعاً باید به مسئله تناسب و همخوانی ابزار مزبور با ساختار و چارچوب کلی بازار توجه لازم را مبذول داشت و ابزاری را به بازار معرفی کرد که به واقع چاره‌ساز و راهگشا باشد، وگرنه نه تنها

فرمول ۱

$$\text{قیمت اعمال} = \frac{\text{ارزش خالص شرکت (بدهی - دارایی)}}{\text{تعداد سهام منتشره}} = \text{درآمد حاصل از اعمال یک اختیار خرید}$$

فرمول ۲

$$\text{قیمت اعمال} = \frac{\text{تعداد حق تقدم} \times \text{قیمت اعمال} + \text{ارزش خالص شرکت}}{\text{تعداد حق تقدم} + \text{تعداد سهام منتشره}} = \text{درآمد حاصل از اعمال یک حق تقدم}$$

فرمول ۳

$$\text{ارزش سهام پس از اعمال حق تقدم} = \frac{\text{تعداد حق تقدم} \times \text{قیمت اعمال} + \text{ارزش خالص شرکت}}{\text{تعداد حق تقدم} + \text{تعداد سهام منتشره}}$$

فرمول ۴

$$\text{(قیمت اعمال - تعداد سهام منتشره)} \times \frac{\text{ارزش خالص شرکت}}{\text{تعداد سهام منتشره}} = \text{درآمد حاصل از اعمال یک حق تقدم}$$

حق تقدم و نوع اول اختیار معامله یعنی اختیار خرید. از دیدگاه فرد دارنده، حق تقدم مشابه اختیار خرید سهام عادی است. حق تقدم همانند اختیار خرید، به دارنده اش حق خرید سهام عادی را با قیمت معین، می دهد. حق تقدم معمولاً دارای یک تاریخ انقضا است، با این حال در بیشتر موارد طول عمر آن بیش از اختیار خرید است. با وجود این، از دیدگاه شرکت، یک حق تقدم کاملاً متفاوت از اختیار خرید سهام عادی آن شرکت است.

مهمترین تفاوت اختیار خرید و حق تقدم آن است که اختیار خرید توسط افراد حقیقی منتشر می شود، در حالی که حق تقدم توسط شرکتها انتشار می یابد. وقتی یک حق تقدم اعمال می شود (به مورد اجرا گذاشته می شود)، شرکت باید سهام جدید انتشار دهد. هر وقت که یک حق تقدم اعمال می شود، تعداد سهام منتشره افزایش می یابد.

برای توضیح مطلب فرض می کنیم که شرکت ایران خودرو، حق تقدمی انتشار می دهد که به دارنده اش حق خرید یک سهام عادی را با قیمت ۲۵۰ تومان می دهد. سپس فرض می کنیم که حق تقدم مزبور اعمال می شود. ایران خودرو باید یک گواهی سهام جدید انتشار داده و در مقابل ۲۵۰ تومان از دارنده دریافت دارد.

در حالی که وقتی یک اختیار خرید اعمال می شود، هیچ تغییری در تعداد سهام منتشره رخ نمی دهد. به عنوان مثال، فرض کنید فرد «الف» یک فقره اختیار خرید سهام عادی شرکت ایران خودرو را از فرد «ب» می خرد. اختیار خرید مزبور به وی حق خرید یک سهام عادی شرکت ایران خودرو را به قیمت ۲۵۰ تومان می دهد. حال اگر فرد «الف» بخواهد اختیار خریدش را اعمال کند، فروشنده اختیار خرید متعهد است که یک برگ سهام عادی ایران خودرو را در مقابل ۲۵۰ تومان به وی تقدیم کند. اگر فرد

فرمول ۲ است.

در این مدل فرض بر این است که تمامی حق تقدمهای منتشره، اعمال خواهند شد. نسبت سمت راست فرمول ۲، در واقع نشاندهنده ارزش سهام پس از اعمال حق تقدم است (فرمول ۳).

البته فرمول ۲ را به شکل فرمول ۴ نیز می توان نوشت.

فرمول ۴ درآمد حاصل از حق تقدم را به درآمد حاصل از اختیار خرید مرتبط می کند. توجه داشته باشید که در فرمول ۴، عبارت بسین دو پرانتز، همان فرمول ۱ است. بنابراین، درآمد حاصل از اعمال یک حق تقدم نسبتی از درآمد حاصل از اعمال یک اختیار خرید در یک شرکت بدون حق تقدم است.

نسبت $\frac{\text{تعداد سهام منتشره}}{\text{تعداد حق تقدم} + \text{تعداد سهام منتشره}}$ ،

نسبت تعداد سهام در شرکت بدون حق تقدم سهام بعد از اعمال کلیه حق تقدمهاست. این

«ب» سهام مزبور را از قبل در نزد خود نداشته باشد، باید آن را از بازار سهام تهیه کند. اختیار خرید در واقع نوعی شرط بندی خریداران و فروشندگان در مورد قیمت سهام عادی شرکتهاست. وقتی یک اختیار معامله اعمال می شود، یک سرمایه گذار سود می برد و سرمایه گذار دیگر متحمل ضرر می شود. تعداد کل سهام منتشره شرکت، دست نخورده باقی می ماند و هیچ گونه وجوه تازه ای در دسترس شرکت قرار نمی گیرد.

قیمتگذاری حق تقدم و مدل بلک - شولز
حال می خواهیم منافع حاصل از اعمال اختیار خرید و حق تقدم را در حالت معمول بررسی کنیم. منافع حاصل از اختیار خرید، به شکل فرمول ۱ می تواند نوشته شود.

درآمد حاصل از یک حق تقدم به شکل

فرمول ۵

$$\text{قیمت عادی اوراق قرضه} = \sum_{t=1}^{25} \frac{60}{(1/1)^t} + \frac{1000}{(1/1)^{25}} = 637$$

فرمول ۶

ارزش اختیار تبدیل + ارزش بزرگتر (از بین ارزش عادی و تبدیل) = ارزش اوراق قرضه قابل تبدیل (CB)

بستگی خواهد داشت. فرض کنید که اوراق قرضه بدون پشتوانه‌ای توسط شرکت آسسال به قیمت اسمی ۱۰۰۰ تومان و با نرخ کوپن ۶ درصد با سرسید ۲۵ ساله انتشار یافته است. با توجه به شرایط اعتباری شرکت مزبور فرض می‌شود که حداقل نرخ مورد انتظار بازار این اوراق قرضه ۱۰ درصد است. بنابراین، قیمت عادی اوراق قرضه مزبور به روش فرمول ۵ تعیین می‌شود.

ارزش عادی، در واقع حداقل قیمت یک اوراق قرضه قابل تبدیل است. ارزش مزبور، به ارزیابی بازار از خطر عدم بازپرداخت اوراق، بستگی خواهد داشت.

اگر شرکت نتایج اقتصادی خوبی به دست نیابد، ارزش اوراق قرضه آن، احتمالاً سقوط خواهد کرد. می‌دانیم که ارزش عادی اوراق قرضه در واقع با ارزش شرکت مرتبط است. این مسئله در شکل (الف) نشان داده شده است. در مقابل حداکثر قیمت عادی اوراق مزبور می‌تواند برابر قیمت یک اوراق قرضه بدون ریسک (با شرایط مشابه) باشد.

ارزش تبدیل

ارزش اوراق قرضه قابل تبدیل به ارزش تبدیل آن بستگی دارد. ارزش تبدیل عبارت از ارزش اوراق قرضه در صورت تبدیل فوری به سهام عادی با قیمت‌های جاری است. در عمل، ارزش تبدیل از حاصلضرب تعداد سهام عادی به دست آمده از تبدیل در

تبدیل ۲۱/۶۲ انتشار دهد، آنگاه هر اوراق قرضه، قابل تبدیل به ۲۱/۶۲ سهام عادی خواهد بود. اگر قیمت اسمی هر اوراق قرضه ۱۰۰۰ تومان باشد، در نتیجه قیمت تبدیل برابر خواهد بود با:

$$1000 \div 21/62 = 46/25$$

و صرف تبدیل عبارت است از:

$$46/25 - 38 = 8/25 = 32\%$$

با این فرض که قیمت سهام شرکت مزبور در آن زمان ۳۸ تومان باشد.

اوراق قرضه قابل تبدیل تقریباً همیشه در مقابل تجزیه سهام و سود سهمی دارای پوشش امنیتی است. مثلاً اگر در مثال فوق هر سهام شرکت سایپا به دو سهم تجزیه شود، آنگاه نسبت تبدیل باید از ۲۱/۶۲ به ۴۳/۲۴ (۲۱/۶۲ × ۲) افزایش یابد.

ارزشیابی اوراق قرضه قابل تبدیل

ارزش اوراق قرضه قابل تبدیل را می‌توان برحسب سه جزء تشریح کرد که عبارتند از ارزش عادی اوراق قرضه، ارزش تبدیل و ارزش اختیار معامله. در ادامه این سه مورد را بررسی می‌کنیم.

ارزش عادی اوراق قرضه

ارزش عادی اوراق قرضه عبارت است از قیمت فروش اوراق قرضه قابل تبدیل در صورت عدم امکان تبدیل آن به سهام عادی. این قیمت به سطح عمومی نرخهای بهره و ریسک عدم بازپرداخت اوراق^{۱۱}

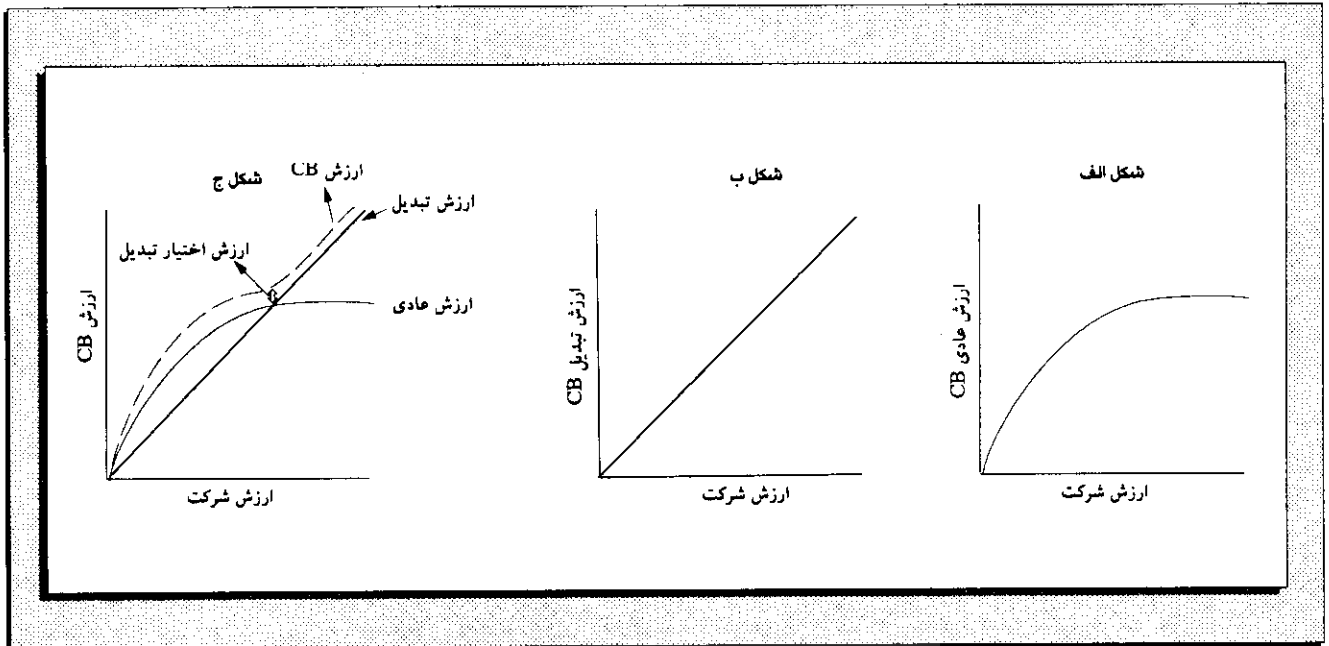
نسبت همیشه باید کمتر از یک باشد. بنابراین، درآمد حاصل از یک حق تقدم باید کمتر از درآمد به دست آمده از یک اختیار خرید مشابه در یک شرکت بدون حق تقدم باشد.

توضیح بالا دلالت دارد براینکه مدل بلک - شولز برای کاربرد جهت حق تقدم باید تعدیل شود. به هر حال ما در این بحث، قیمت سهام و نرخ بهره را مورد توجه قرار نداده‌ایم. این اطلاعات را در شرایط واقعی بسادگی می‌توان فراهم آورد.

اوراق قرضه قابل تبدیل به سهام عادی^۷ (CB)

یک اوراق قرضه قابل تبدیل به سهام عادی، شبیه یک اوراق قرضه به همراه یک حق تقدم است. تفاوت اصلی بین این دو عبارت است از اینکه اوراق قرضه همراه با حق تقدم، می‌تواند از حق تقدم خرید جدا شده و به عنوان یک اوراق بهادار مجزا مورد استفاده قرار گیرد ولی اوراق قرضه قابل تبدیل به سهام عادی این ویژگی را ندارد. اوراق قرضه قابل تبدیل به دارنده‌اش این حق را می‌دهد که آن را در هر زمان تا سررسید با تعداد معینی از سهام، معاوضه کند.

سهام ممتاز غالباً می‌تواند به سهام عادی تبدیل شود. یک سهام ممتاز قابل تبدیل همانند یک اوراق قرضه قابل تبدیل است. با این تفاوت که سهام ممتاز فاقد هرگونه سررسید است. تعداد سهام مورد معاوضه در مقابل هر اوراق قرضه، اصطلاحاً نسبت تبدیل^۸ نامیده می‌شود. و همچنین قیمت تبدیل^۹ عبارت است از نسبت ارزش اسمی اوراق قرضه به نسبت تبدیل. درصد اختلاف قیمت تبدیل با قیمت سهام عادی در زمان انتشار اوراق قرضه قابل تبدیل، اصطلاحاً صرف تبدیل^{۱۱} نامیده می‌شود. مثلاً اگر شرکت سایپا اوراق قرضه قابل تبدیل با نسبت



ابهام در انتشار یا عدم انتشار حق تقدم و اوراق قرضه قابل تبدیل (CB)

شاید هیچ بحثی از بحثهای مالی گسیج‌کننده‌تر از دلایل انتشار بدهی قابل تبدیل به سهام نباشد. به منظور تمیز دادن واقعیت از توهم، یک بحث طبقه‌بندی شده را در اینجا ارائه می‌کنیم. ابتدا بدهی قابل تبدیل را با بدهی عادی مقایسه می‌کنیم. سپس بدهی قابل تبدیل را با سرمایه مقایسه می‌کنیم. در هر مقایسه بیان می‌داریم که در چه شرایطی اوراق قابل تبدیل مناسب و در چه شرایطی نامناسب است.

بدهی قابل تبدیل در مقابل بدهی عادی
بدهی قابل تبدیل، نرخ بهره کمتری نسبت به بدهی عادی مشابه‌اش پرداخت می‌کند. سرمایه‌گذاران نرخ بهره پایتتر را به دلیل درآمد بالقوه حاصل از تبدیل، می‌پذیرند.

حال اگر شرکتی بین اوراق قرضه قابل تبدیل و اوراق عادی، نوع اول را برای انتشار برگزیند، چه وقت این انتخاب به نفع شرکت مزبور و چه وقت به ضرر آن است؟

می‌یابد.

غالباً ارزش اوراق قرضه قابل تبدیل از هر دو ارزش عادی اوراق و ارزش تبدیل بیشتر است. زیرا دارندگان اوراق مزبور احتیاج فوری به تبدیل آن ندارند. در مقابل، آنها می‌توانند منتظر بمانند و از اختلاف قیمت عادی اوراق و قیمت تبدیل، در آینده بهره‌مند شوند. این اختیار و امکان برای منتظر شدن، خود دارای ارزش است و باعث می‌شود تا ارزش اوراق مزبور از هر دو ارزش عادی و تبدیل بیشتر شود.

وقتی که ارزش شرکت پایین باشد، ارزش اوراق قرضه قابل تبدیل (CB) اغلب تحت تاثیر ارزش عادی آن است. در حالی که وقتی ارزش شرکت خیلی بالا باشد، ارزش اوراق قرضه قابل تبدیل بیشتر با توجه به ارزش تبدیل آن تعیین می‌شود. این موضوع در شکل (ج) نشان داده شده است.

قسمت پایین شکل (ج) بیانگر این نکته است که ارزش اوراق قرضه قابل تبدیل عبارت است از بزرگترین ارزش از بین ارزش عادی و ارزش تبدیل آن، به علاوه ارزش اختیار تبدیل (فرمول ۶)

قیمت جاری سهام محاسبه می‌شود؛ مثلاً چنانچه هر اوراق قرضه به ۲۰ سهام قابل تبدیل باشد و ارزش جاری هر سهام عادی ۴۰۰ تومان باشد، ارزش تبدیل مساوی ۸۰۰۰ تومان (۲۰ × ۴۰۰) خواهد بود. یک اوراق قرضه قابل تبدیل نمی‌تواند به کمتر از ارزش تبدیل فروخته شود. وجود آریترایز مانع از وقوع یک چنین حالتی می‌شود. یعنی اگر اوراق قرضه به کمتر از ارزش تبدیل فروخته شود، سرمایه‌گذاران، اوراق مزبور را می‌خرند و آن را به سهام عادی تبدیل می‌کنند و سپس سهام مزبور را می‌فروشند. سود به دست آمده عبارت است از اختلاف بین ارزش سهام عادی فروخته شده و ارزش تبدیل اوراق قرضه.

اوراق قرضه قابل تبدیل دارای دو حداقل ارزش است: ارزش عادی اوراق و ارزش تبدیل. ارزش تبدیل با توجه به ارزش سهام عادی شرکت تعیین می‌شود. این مسئله در شکل (ب) نشان داده شده است. با افزایش و کاهش ارزش سهام عادی، ارزش تبدیل نیز تغییر می‌یابد. با افزایش قیمت ۳۰ سهام عادی به میزان یک تومان در مثال قبل، ارزش تبدیل ۲۰ تومان افزایش

جدول شماره ۱- مقایسه اوراق قرضه قابل تبدیل با اوراق قرضه عادی و سهام عادی در دو وضعیت مختلف

اگر عملکرد شرکت قوی و مطلوب باشد	اگر عملکرد شرکت ضعیف باشد	
به دلیل قیمت بالای سهام، تبدیل انجام می شود.	به دلیل قیمت پایین سهام، تبدیلی انجام نمی شود.	اوراق قرضه قابل تبدیل
اوراق قرضه قابل تبدیل، تامین مالی پرهزینه‌ای فراهم می آورد، زیرا تبدیل انجام شده و سرمایه موجود رفیق می شود.	اوراق قرضه قابل تبدیل، به دلیل نرخ بهره پایین، تامین مالی ارزانی را فراهم می آورد.	در مقایسه با: اوراق قرضه عادی
اوراق قرضه قابل تبدیل، تامین مالی ارزانی فراهم می آورد. زیرا شرکت هنگام تبدیل، سهام با قیمت بالا انتشار می دهد.	اوراق قرضه قابل تبدیل، تامین مالی پرهزینه‌ای فراهم می آورد، زیرا شرکت می توانست سهام با قیمت بالا انتشار دهد.	سهام عادی

گرفتن هزینه‌های مالیات و ورشکستگی، شرکت نسبت به انتشار سهام یا بدهی، بی تفاوت است.

شاید از مجموع مباحث بالا چنین برداشت شود که انتشار اوراق قرضه قابل تبدیل نسبت به دیگر ابزار مالی هیچ فرقی ندارد؛ یعنی نه بهتر است و نه بدتر.

متأسفانه، بسیاری از مسئولان و مدیران شرکتها با این بحث که انتشار اوراق قابل تبدیل بهتر است، درگیرند.

در یک بازار مالی کارا، اوراق قرضه قابل تبدیل نه از دیگر ابزار بهتر است و نه بدتر. آن در واقع نوعی بدهی عادی به همراه یک اختیار برای خرید سهام عادی است. تفاوت بین ارزش بازار اوراق قرضه قابل تبدیل و اوراق قرضه عادی، قیمتی است که سرمایه گذاران برای اختیار خرید مزبور می پردازند.

به طور کلی اگر شرکت پیشرفت و ترقی

قرضه شرکت به طور موثر ۴۶/۲۵ تومان در قبال تبدیل به دست می آورد.

ب - قیمت سهام کاهش می یابد و یا به حدی افزایش نمی یابد که توجیه گر تبدیل باشد. فرض کنید که قیمت سهام کاهش یابد، در آن صورت چنانچه شرکت به جای اوراق قرضه، سهام انتشار داده بود، بیشتر سود می برد. شرکت از اختلاف قیمت انتشار و قیمت بازار سهام، سود می برد. با این حال کاهش در قیمت سهام، چندان تاثیری بر ارزش اوراق قرضه نمی گذارد. زیرا که ارزش عادی اوراق قرضه به عنوان یک کمیته (حد اقل) قیمت عمل می کند.

از آنجا که در یک بازار کارا، قیمت آتی سهام را نمی توان پیشبینی کرد، در مورد خوب یا بد بودن انتشار اوراق قرضه قابل تبدیل نمی توان بسادگی قضاوت کرد. تجزیه و تحلیل فوق در جدول شماره ۱ خلاصه شده است.

مودیلیانی و میلر (Modigliani & Miller) بیان داشته اند که بدون در نظر

در این ارتباط دو وضعیت زیر را در نظر می گیریم:

الف - قیمت سهام از قیمت تبدیل اعلام شده فزونی می یابد. روشن است که شرکت ترجیح می دهد شاهد افزایش قیمت سهام باشد. با این حال، چه بسا اگر شرکت به جای اوراق قرضه قابل تبدیل، اوراق عادی انتشار داده بود، بیشتر سود می کرد. زیرا در حالی که شرکت نرخ بهره پایبندی را نسبت به بدهی عادی پرداخت می کند، اما مجبور است که به دارندگان اوراق قابل تبدیل مقدار چشمگیری از سرمایه اش را با قیمت کمتر از بازار بفروشد.

ب - قیمت سهام کاهش یافته و یا به اندازه کافی افزایش نمی یابد تا توجیه گر تبدیل باشد. شرکت مایل نیست شاهد کاهش قیمت سهام خود باشد. با این حال، مادامی که قیمت سهام کاهش می یابد، شرکت از انتشار اوراق قابل تبدیل به جای اوراق عادی، خشنود خواهد بود. این بدان دلیل است که نرخ بهره اوراق قابل تبدیل، پایبندی است و از طرف دیگر تبدیل اوراق به سهام رخ نمی دهد.

بدهی قابل تبدیل در مقابل سهام عادی
حال شرکتی را در نظر بگیرید که بین انتشار اوراق قرضه قابل تبدیل و سهام عادی مردد است و سرانجام اوراق قرضه را برمیگزیند. سوال این است که در چه شرایطی این انتخاب به سود شرکت و چه وقت به زیان آن خواهد بود؟ بار دیگر دو وضعیت را در نظر می گیریم:

الف - قیمت سهام از قیمت تبدیل اوراق قرضه بیشتر می شود. در این صورت شرکت از انتشار اوراق قرضه سود بیشتری می برد. برای تفهیم بیشتر مسئله فرض کنید شرکت می توانست سهامی با قیمت ۳۸ تومان انتشار دهد. در صورتی که قیمت اوراق قرضه ۱۰۰۰ تومان و نسبت تبدیل ۲۱/۶۲ باشد آنگاه در ازای انتشار یک اوراق

کند، انتشار اوراق قرضه قابل تبدیل، بدتر از انتشار اوراق قرضه عادی و بهتر از سهام عادی خواهد بود. در مقابل، اگر شرکت نتایج خوبی به دست نیاورد، آنگاه اوراق قرضه قابل تبدیل، بهتر از اوراق قرضه عادی و بدتر از سهام عادی خواهد بود.

چرا حق تقدم و اوراق قرضه قابل تبدیل انتشار می‌یابند؟

از مطالعات و تحقیقات انجام شده چنین برداشت می‌شود که شرکت‌هایی که اوراق بهادار قابل تبدیل به سهام (CB) انتشار می‌دهند با دیگر شرکتها تفاوت‌هایی دارند. برخی از این تفاوتها به شرح زیر است:

۱- درجه اعتباری شرکت‌هایی که اوراق قابل تبدیل انتشار می‌دهند پایینتر از دیگران است.

۲- بیشتر، شرکت‌های کوچک با نرخ رشد بالا و اهرمهای مالی بیشتر، تمایل به استفاده از اوراق قرضه قابل تبدیل دارند.

۳- اوراق قرضه قابل تبدیل معمولاً به عنوان اوراق بهاداری با اولویت پایین و بدون تضمین، انتشار می‌یابند.

در واقع نوع شرکت انتشاردهنده اوراق قرضه قابل تبدیل بیانگر علت انتشار آن است. در ادامه دو موضوع جهت تفهیم بهتر، طرح می‌شود.

جریانهای نقدی متناسب

اگر تامین مالی پرهزینه باشد، آنگاه انتشار اوراق بهاداری که جریان نقدی حاصل از آن برای شرکت مناسب باشد، به‌جا خواهد بود. یک شرکت جوان، پرمخاطره، و امیدوار به رشد، ممکن است ترجیح بدهد که اوراق قرضه قابل تبدیل یا اوراق قرضه به همراه حق تقدم انتشار دهد زیرا این اوراق هزینه‌های بهره اولیه پایینتری خواهند داشت. وقتی شرکت نتایج عملیاتی خوب به دست آورد، آنگاه اوراق قرضه قابل تبدیل یا حق تقدمها به سهام

تبدیل خواهد شد. این امر اگرچه باعث رقیق شدن سرمایه می‌شود، ولی زمانی رخ می‌دهد که شرکت توان پاسخگویی آن را دارد.

کمک در برآورد مخاطره

بحث دیگر در ارتباط با اوراق قرضه قابل تبدیل و اوراق قرضه همراه با حق تقدم این است که وقتی ارزیابی مخاطره شرکت مشکل و پرهزینه باشد، آنگاه اوراق مزبور سودمند خواهند بود. زیرا آنها به‌نوعی محافظ فرد از اشتباه در ارزیابی مخاطره‌اند. اوراق مزبور در واقع دارای دوبخش می‌باشند: اوراق قرضه عادی و اختیار خرید سهام شرکت. اگر مخاطره شرکت کاهش یابد آنگاه بخش اوراق قرضه عادی ارزش بالایی پیدا کرده و اختیار خرید ارزش پایینی می‌یابد. در حالی که اگر مخاطره شرکت افزایش یابد، عکس این حالت رخ می‌دهد.

سیاست تبدیل اوراق قرضه به سهام

شرکتها غالباً دارای یک اختیار بازخوانی^{۱۲} اوراق قرضه هستند. یعنی می‌توانند آن را قبل از سررسید، فراخوانده و بازپرداخت کنند. این شرط برای دارنده اوراق نوعی امتیاز منفی است، البته معمولاً قیمت بازخوانی با قیمت اسمی در سررسید متفاوت بوده و کمی بیشتر است. مبلغ اختلاف در واقع قیمت امتیاز بازخوانی است. شیوه‌های عملی بازخوانی اوراق قرضه قابل تبدیل ساده است. وقتی که اوراق قرضه، بازخوانی می‌شوند، دارنده آن حدوداً ۳۰ روز فرصت دارد تا یکی از دو حالت زیر را برگزیند.

● تبدیل اوراق قرضه به سهام عادی با نسبت تبدیل؛

● تحویل دادن اوراق قرضه و دریافت قیمت نقدی اوراق.

حال دارندگان اوراق قرضه کدام گزینه را باید انتخاب کنند؟ روشن است که اگر ارزش

تبدیل اوراق بیشتر از ارزش آن در زمان فراخوانی باشد، تبدیل بهتر از تحویل خواهد بود و اگر ارزش تبدیل، کمتر باشد، طبیعتاً تحویل بهتر خواهد بود.

و اما مدیران مالی چه باید بکنند؟ فراخوانی اوراق قرضه، ارزش کلی شرکت را تغییر نمی‌دهد. با این حال یک سیاست فراخوانی بهینه می‌تواند سهامداران را در مقابل دارندگان اوراق قرضه، منتفع کند. این امر مانند تقسیم یک کیک روشن است. بنابراین، به‌عنوان یک سیاست بهینه فراخوانی می‌توان گفت: مدیران مالی باید آنچه را انجام دهند که دارندگان اوراق قرضه دوست نمی‌دارند.

وقتی که ارزش بازار اوراق قرضه، پایینتر از قیمت بازخوانی است، دارندگان اوراق قرضه، ترجیح می‌دهند که بازخوانی شوند و وقتی که ارزش بازار بیش از قیمت بازخوانی است، به چنین چیزی تمایل ندارند. اما سیاستی که ارزش سهامدار را بیشینه (حداکثر) و ارزش دارنده اوراق قرضه را کمینه می‌کند این است که: "اوراق قرضه باید زمانی که ارزش آن برابر با ارزش بازخوانی است، فراخوانده شود."

پی‌نوشت

- 1- Warrants and Convertibles
- 2- Privately placed bond
- 3- Publicly placed bond
- 4- Option
- 5- Call option
- 6- Put option
- 7- Convertible bonds (CB)
- 8- Conversion ratio
- 9- Conversion price
- 10- Conversion premium
- 11- Default risk
- 12- Call provision

منابع

- 1- Ross - Westerfield - Jaffe - Corporate Finance
- 2- William Sharpe - Financial Management
- 3- George C. Philippatos - William W. Shiler - Financial Management