

امکان سنجی پیاده‌سازی اوراق بهادار اسلامی قابل تبدیل پیش از عرضه اولیه سهام

تاریخ دریافت: ۱۴۰۱/۰۸/۱۱ تاریخ پذیرش: ۱۴۰۱/۱۲/۲۰

۶۳

فصلنامه علمی اقتصاد اسلامی / مقاله علمی پژوهشی / سال بیست و دوم / شماره ۸ / زمستان ۱۴۰۱

محمد توحیدی*
میثم حامدی**

چکیده***

طولانی و زمان‌بر بودن فرایند عرضه اولیه سهام باعث می‌شود شرکت‌ها نتوانند از شرایط مناسب بازار برای عرضه اولیه سهام خود استفاده کنند؛ لذا در این پژوهش راهکاری پیشنهاد می‌شود تا شرکت‌ها پیش از عرضه اولیه بتوانند از طریق انتشار اوراق قابل تبدیل، تأمین مالی کنند. در این پژوهش امکان انتشار این نوع اوراق از منظر مالی، فقهی و حقوقی مورد بررسی قرار می‌گیرد. این پژوهش کیفی، از منظر هدف کاربردی و از منظر نحوه گردآوری داده‌ها، توصیفی-پیمایشی محسوب می‌شود. روش گردآوری اطلاعات اسنادی و پرسشنامه است. در این پژوهش برای امکان‌سنجی حقوقی و فقهی از روش توصیفی تحلیلی و برای امکان‌سنجی مالی از روش توصیفی-پیمایشی استفاده شده است. نمونه آماری پژوهش، ۲۰ نفر از خبرگان مالی هستند که به صورت هدفمند انتخاب شده‌اند. نتایج، گویای آن است که اوراق وکالت ساختار مناسب و منعطفی جهت طراحی اوراق قابل تبدیل دارد و ساختار پیشنهادی از نظر فقهی مورد تأیید است. بنا بر نظر خبرگان، ویژگی‌هایی برای اوراق وکالت قابل تبدیل پیشنهاد شده است که عبارت‌اند از: (۱) تبدیل به سهام به صورت اختیاری؛ (۲) زمان تبدیل از زمان عرضه سهام تا سررسید اوراق؛ (۳) پرداخت سود به صورت دوره‌ای یا تجمیعی؛ (۴) تبدیل کاملاً به صورت سهام یا ترکیبی از وجه نقد و سهام؛ (۵) تعیین نرخ تبدیل در

*. دانشیار گروه مدیریت مالی، دانشکده معارف اسلامی و مدیریت، دانشگاه امام صادق (ع)، تهران، ایران
Email: tohidi@isu.ac.ir (نویسنده مسئول).

** رئیس مرکز پژوهش، توسعه و مطالعات اسلامی سازمان بورس و اوراق بهادار، تهران، ایران.
Email: hamed.m@seo.ir

*** از همکاری مرکز پژوهش، توسعه و مطالعات اسلامی سازمان بورس و اوراق بهادار در نگارش این پژوهش قدردانی می‌گردد.

زمان انتشار اوراق؛ ۶) امکان استفاده هم‌زمان از دو اختیار خرید و فروش؛ ۷) افق زمانی اوراق یک الی سه سال؛ ۸) در صورت تغییر مالکیت شرکت، اعمال اختیار فروش برای دارندگان اوراق. **واژگان کلیدی:** اوراق بهادار اسلامی، صکوک، سهام، اوراق قابل تبدیل، عرضه اولیه. **طبقه‌بندی JEL:** K22, G23, G32, G30, Z12

مقدمه

بنگاه‌های اقتصادی به روش‌های مختلفی می‌توانند از طریق بازار سرمایه تأمین مالی کنند. یکی از مهم‌ترین این روش‌ها، عرضه سهام در قالب عرضه اولی یا ثانوی است. در کنار سهام، با تصویب قانون توسعه ابزارها و نهادهای مالی جدید در سال ۱۳۸۸ امکان انتشار انواع اوراق بهادار اسلامی (صکوک) نیز در بازار سرمایه فراهم گردید. تا کنون طیف وسیعی از انواع اوراق بهادار اسلامی شامل اوراق مشارکت، اجاره، مرابحه، منفعت، سلف، سفارش ساخت (استصناع)، خرید دین، رهنی، گام و اسناد خزانه اسلامی در کشور به مرحله انتشار رسیده است.

در دنیا انتشار اوراق قرضه قابل تبدیل همواره مورد توجه بوده است؛ به طوری که بر اساس آمارهای بین‌المللی، انتشار انواع اوراق قابل تبدیل در جهان در سال ۲۰۲۱ میلادی به بیش از ۱۷۰ میلیارد دلار رسیده است و سهم ایالات متحده از انتشار انواع اوراق قابل تبدیل، بیش از ۵۰ درصد است (Refeinitiv, 2021). حجم بالای انتشار اوراق قابل تبدیل که پس از سال ۲۰۱۹ میلادی اتفاق افتاده است، حکایت از اهمیت زیاد این اوراق در بازارهای مالی جهانی دارد. اوراق بهادار اسلامی (صکوک) قابل تبدیل به سهام نیز برای اولین بار در سال ۲۰۰۶ توسط خزانه ملی مالزی، منطبق با شریعت و بر پایه سهام شرکت مخابرات مالزی به ارزش ۷۵۰ میلیون دلار منتشر شد (Lahsasna et al, 2018, p.61).

طی سالیان اخیر در کنار ایجاد تنوع در ساختارهای اوراق بهادار اسلامی بر اساس عقود پایه، امکان استفاده از برخی نوآوری‌ها نظیر اوراق بهادار اسلامی قابل تبدیل (Convertible Sukuk) یا تعویض (Exchangable Sukuk) با سهام نیز در بازار سرمایه ایران فراهم شده است؛ اما تاکنون هیچ موردی منتشر نشده است. از علل اصلی عدم استقبال از انتشار اوراق قابل تبدیل یا تعویض با سهام در ایران، کاهش مالکیت سهامدار عمده یا ازدست‌دادن مالکیت

بر سهام خاص از سوی بانی یا سهامدار عمده بانی است. در سوی دیگر، شرکت‌های زیادی در فرایند پذیرش سهام قرار دارند که غالباً فرایند پذیرش آنها در بورس یا فرابورس به طول می‌انجامد. تأخیر در تأمین مالی این بنگاه‌های اقتصادی، علاوه بر اینکه موجب افزایش هزینه تأمین مالی می‌شود، هزینه فرصت بر آنها بار نموده، ممکن است شرایط مناسب بازار برای انتشار سهام را نیز از دست بدهند. تجمع انتشار اوراق و انتشار سهام در قالب یک ورقه بهادار قابل تبدیل به سهام، می‌تواند یکی از روش‌هایی باشد که ضمن رفع مشکل طولانی بودن فرایند عرضه سهام و هزینه‌های بارشده بر بنگاه اقتصادی، استقبال از اوراق قابل تبدیل به سهام را در بازار سرمایه موجب شود.

در این پژوهش ساختار پیشنهادی اوراق بهادار اسلامی قابل تبدیل به سهام ارائه شده است؛ به طوری که این اوراق پیش از پذیرش سهام شرکت در بورس یا فرابورس به صورت عام منتشر شده و امکان تبدیل آن به سهام شرکت در زمان عرضه وجود خواهد داشت. در این روش، معضل عدم استقبال سهامدار عمده از انتشار اوراق قابل تبدیل نیز مرتفع گردیده است؛ چراکه در زمان عرضه، سهامدار عمده نسبت به عرضه میزان مشخصی از سهام با بورس یا فرابورس به توافق رسیده است.

در این پژوهش ابتدا به ادبیات موضوع انتشار اوراق قابل تبدیل پرداخته شده است، سپس قوانین و مقررات مربوط به اوراق قابل تبدیل مورد بررسی قرار گرفته و امکان حقوقی انتشار اوراق قابل تبدیل قبل از عرضه اولیه مورد ارزیابی قرار گرفته است. بعد از آن، این اوراق از منظر فقهی بررسی قرار گردیده و در پایان، امکان‌سنجی مالی انتشار آن صورت پذیرفته است.

پیشینه پژوهش

پیشینه پژوهش در دو بخش داخلی و خارجی ارائه می‌گردد. هرچند پژوهش‌های متعددی در مورد اوراق قابل تبدیل صورت پذیرفته است، پژوهشی ناظر به ارائه الگویی برای انتشار اوراق قابل تبدیل پیش از عرضه عمومی انجام نشده است.

الف) پیشینه داخلی

منتظری (۱۳۹۹) در پژوهشی با عنوان «چالش‌ها و راهکارهای به‌کارگیری صکوک قابل تبدیل به سهام برای تأمین مالی پروژه‌های زیرساختی (مورد مطالعاتی: صنعت پتروشیمی ایران)»، از طریق

مصاحبه با خبرگان، چالش‌های استفاده از اوراق قابل تبدیل در صنعت پتروشیمی را استخراج کرده و سپس راهکارهایی ارائه داده است.

توحیدی و کریمی (۱۳۹۸) در پژوهشی با عنوان «طراحی اوراق بهادار اسلامی قابل تفکیک و قابل تبدیل بر اساس فقه امامیه»، با توجه به سلايق مختلف بانیان و سرمایه گذاران در پرداخت و دریافت سودهای دوره‌ای و با در نظر گرفتن مشکل نقدینگی بانیان در پرداخت سودهای دوره‌ای، الگویی نوآورانه با نام اوراق قابل تفکیک و قابل تبدیل طراحی نموده‌اند. در این پژوهش الگوهای عملیاتی اوراق اجاره، مرابحه و سفارش ساخت قابل تفکیک و قابل تبدیل ارائه گردیده و از منظر فقهی و مالی بررسی و تحلیل شده است.

مصباحی مقدم و همکاران (۱۳۹۴) در مقاله‌ای تحت عنوان «امکان‌سنجی طراحی صکوک بانکی تبدیل شونده به سهام» به موضوع اوراق بهادارسازی تسهیلات بانکی پرداخته و تشکیل سبدي از تسهیلات یا یک نوع خاص از تسهیلات بر اساس دیون یک شرکت خاص و با قابلیت تبدیل شوندي این اوراق به سهام را راهکار مناسبی برای تجدید منابع بانکی توصیف نموده‌اند.

ذوالفقاری و همکاران (۱۳۹۳) در پژوهشی با عنوان «اوراق مشارکت ارزی قابل تبدیل به سهام» این اوراق را روشی برای بهره‌مندسازی هم‌زمان سرمایه‌گذاران از ویژگی‌های اوراق مشارکت و سهام در کنار پوشش نوسانات نرخ ارز معرفی کردند.

ب) پیشینه خارجی

عبدالله و رودریگز (Abdallah & Rodríguez, 2022) در تحقیقی با عنوان «مؤلفه‌های انتشار اوراق قابل تبدیل (CoCo): مشوق‌های نقدینگی و ریسک» به بررسی اثرات نقدینگی بر انتشار اوراق قابل تبدیل و همچنین رابطه بین این اوراق و کیفیت دارایی پایه پرداخته‌اند. محققان در این مقاله به این نتیجه رسیده‌اند که نسبت‌های نقدینگی الزامی رابطه‌ای معکوس با انتشار اوراق قابل تبدیل دارد. بر اساس این تحقیق، احتمال انتشار اوراق قابل تبدیل زمانی که بانک‌ها الزامات سرمایه‌ای کمتری دارند یا ریسک کمتری دارند، بیشتر است.

گونزالس و همکاران (González et al, 2021) در مقاله‌ای با عنوان «رفتار مالی در فرایند تبدیل شدن الزامی اوراق به سهام: شواهد عملی از کلمبیا»، به موضوع ارزش افزوده

اقتصادی انتشار اوراق قابل تبدیل الزامی به سهام پرداخته و با بررسی یک شرکت کلمبیایی به این نتیجه رسیده‌اند که یکی از دلایل تغییر در ارزش افزوده اقتصادی (EVA)، صرفاً میانگین موزون هزینه سرمایه یا سرمایه سرمایه‌گذاری شده نیست، بلکه سود عملیاتی نیز جزو دلایل تغییر در این مؤلفه است.

لی و همکاران (Lee et al, 2020) در پژوهشی با عنوان «واکنش‌های بازار به اعلام زیان ناشی از ارزش‌گذاری در حقوق مربوط به میزان تبادل در ابزارهای قابل تبدیل» واکنش بازار به افشای اطلاعات در خصوص زیان ارزش‌گذاری حقوق ناشی از اوراق قابل تبدیل را بررسی می‌کنند. نویسندگان این پژوهش به این نتیجه رسیده‌اند که سرمایه‌گذاران افشای اطلاعات در خصوص زیان ارزش اوراق قابل تبدیل را به عنوان یک خبر منفی ادراک می‌کنند؛ اما نمی‌توانند این خبر منفی را در قیمت سهام ناشر به صورت مؤثر، بازتاب دهند.

هورگا و رودریگز مونرو (Huerga & Rodríguez-Monroy, 2019) در مقاله‌ای با عنوان «اوراق قرضه قابل تبدیل الزامی و مسئله نمایندگی» ضمن پرداختن به موضوع انتشار اوراق قرضه قابل تبدیل الزامی در ادبیات حاکمیت شرکتی، این اوراق را موجب افزایش ثبات مالی شرکت تحلیل نموده‌اند که بدون ازدیاد ریسک نکول با انتشار اوراق بدهی، باعث بهبود ارزش سهام سهامداران می‌شود.

آکونو (Akono, 2018) در تحقیقی تحت عنوان «مشوق‌های مدیریت ناشی از سهام و تصمیمات مربوط به استفاده از بدهی قابل تبدیل بدون اثر رقیق‌شوندگی بر سهام»، به این نتیجه رسیده است که شرکت‌ها در صورتی که مدیران سطح عالی سهمی از مشوق‌ها داشته باشند، به احتمال زیاد اقدام به طراحی اوراق بدهی قابل تبدیلی می‌نمایند که سود هر سهم را رقیق نکند؛ اما صرفاً زمانی این کار را انجام می‌دهند که قیمت سهام شرکت به رقیق شدن سود هر سهم، حساس باشد.

هورگا و رودریگز مونرو (۲۰۱۸) در مقاله‌ای با عنوان «اوراق قرضه قابل تبدیل الزامی به عنوان یک روش اثربخش افزایش سرمایه» به موضوع استفاده از اوراق قابل تبدیل به سهام پرداخته و با اشاره به برخورد سهام‌گونه و بدهی‌گونه با این نوع اوراق، آن را یکی از روش‌های بهینه در افزایش سرمایه شرکت‌ها طبقه‌بندی نموده‌اند.

دجبر/ (Djebbar, 2016) در پژوهشی با عنوان «اثر رقیق‌شوندگی در تأمین مالی اسلامی: مورد صکوک قابل تبدیل»، به موضوع رقیق شدن سهم سهامداران در موارد افزایش سرمایه با سلب حق تقدم یا تبدیل اوراق بدهی به سهام اشاره نموده و این موضوع را یکی از دلایل اجتناب از استفاده از اوراق قابل تبدیل معرفی نموده است.

بررسی تحقیقات داخلی و خارجی نشان می‌دهد با وجود اینکه پژوهش‌های مختلفی به ابعاد مختلف اوراق قرضه و صکوک قابل تبدیل پرداخته‌اند، تا کنون قابلیت استفاده از آن جهت تأمین مالی شرکت‌ها پیش از عرضه عمومی سهام آنها در بازار سرمایه ایران مورد بررسی قرار نگرفته است؛ لذا عنوان مقاله حاضر بدیع بوده و به عنوان یک مقاله کاربردی، دارای نوآوری است.

ادبیات موضوع

الف) معرفی اوراق قابل تبدیل

اوراق قابل تبدیل، محل تلاقی ویژگی‌های سهام و اوراق با درآمد ثابت محسوب می‌شود. اوراق قابل تبدیل مانند سهام، غالباً با رشد بازار سهام، افزایش قیمت می‌یابد و نسبت به افزایش نرخ بهره، حساسیت کمتری دارد؛ از سوی دیگر این اوراق مانند اوراق قرضه یا سایر انواع صکوک، قابلیت ایجاد کف درآمدی دارد و در مقابل نزول بازار سهام، به نوعی سپر حفاظتی محسوب می‌شود. معمولاً یک ورقه قابل تبدیل نوعی اوراق قرضه یا صکوک است که می‌توان آن را با تعداد مشخصی از سهام عادی تعویض یا تبدیل نمود. نسبت تبدیل غالباً در زمان انتشار مشخص می‌شود و مبتنی بر صلاحدید دارنده ورقه قابل تبدیل، در هر زمان قابلیت تبدیل به سهام مبنای اوراق وجود دارد (Calamos, 2021, p.3). باتن و همکاران (Batten et al, 2018, p.2) اوراق قرضه قابل تبدیل را نوعی مشتقه که معادل یک ورقه قرضه همراه با یک اختیار خرید تبعی سهام یک ناشر است، تعریف کرده‌اند. علاوه بر این، کیم و هان (Kim & Han, 2019, p.4) اوراق قرضه قابل تبدیل را نوعی قرضه شرکتی تعریف کرده‌اند که به عنوان اوراق ترکیبی دسته‌بندی شده و می‌تواند در شرایط خاصی که در امیدنامه تعیین شده است، به سهام عادی تبدیل شود. در مقابل ادبیات متعارف در خصوص اوراق قرضه قابل تبدیل، صکوک قابل تبدیل عبارت است از نوعی ساختار انتشار صکوک که

ورقه بهادار امکان تبدیل با سهام عادی پایه انتشار صکوک را داشته باشد. صکوک قابل تبدیل یا قابل تعویض، به دارنده صکوک اختیار و نه الزام- می دهد تا ورقه خود را به سهام بانی یا به سهام ناشر دیگری که در مالکیت بانی است، تبدیل یا تعویض نماید (Lahsasna et al, 2018, p.57). بر اساس راهنمای کمیسیون اوراق بهادار مالزی، صکوک قابل تبدیل اوراقی است که شرایط زیر را داشته باشد:

۶۹ ۱. سرمایه گذاران صکوک حق اختیار تبدیل یا تعویض اوراق را به سهام پایه انتشار اوراق در هر زمان یا طی یک دوره معین یا تا پایان سررسید صکوک داشته باشند.

۲. سهام پایه، جزو سهام پذیرفته شده در بورس باشد (Securities Commission, 2011, p.17).

اوراق قابل تبدیل ویژگی هایی دارد که بر قیمت این اوراق اثرگذار است. این ویژگی ها

عبارتند از:



- ۱- ارزش اسمی: ارزش اوراق در زمان صفر و اصل مبلغی که در زمان سررسید، سرمایه‌گذار (در صورت عدم تبدیل به سهام) دریافت می‌کند.
 - ۲- قیمت اوراق: ارزشی است که فرد برای خرید اوراق در زمان عرضه به قیمت بازار یا پس از عرضه از بازار باید بابت خرید آن پرداخت کند.
 - ۳- نرخ سود اوراق: نرخي که طی مدت سرمایه‌گذاری به سرمایه‌گذاران به صورت دوره‌ای یا در سررسید پرداخت می‌شود.
 - ۴- تاریخ سررسید: سررسید نهایی اوراق را نشان می‌دهد که در آن تاریخ، ورقه بهادار منقضی شده، ناشر آن را به قیمت اسمی خریداری می‌کند.
 - ۵- حصه سهام: مقدار سهم پایه که سرمایه‌گذار در زمان تبدیل دریافت می‌کند.
 - ۶- شرایط تبدیل: شرایطی که ورقه بهادار به سهام ناشر تبدیل می‌شود و در قرارداد فی‌مابین (یا در امیدنامه) ذکر می‌شود.
 - ۷- نسبت تبدیل: مقدار سهمی که سرمایه‌گذار در صورت تبدیل ورقه بهادار به سهام دریافت می‌کند و در ابتدای قرارداد مشخص می‌شود.
 - ۸- ارزش تبدیل: برابر است با ضرب مقدار نسبت تبدیل در قیمت تبدیل.
 - ۹- صرف تبدیل: بیان‌کننده مابه‌التفاوت ارزش بازار و ارزش تبدیل است.
- در مجموع می‌توان اظهار داشت که در عرضه اوراق قابل تبدیل به سهام، باید موارد پیش‌گفته مورد توجه قرار گیرد و سرمایه‌گذار از آن اطلاع داشته باشد.

ب) انواع اوراق قابل تبدیل

اوراق قابل تبدیل با توجه به سلايق و ترجیحات سرمایه‌گذاران و ناشران با ویژگی‌ها و ساختارهای مختلفی منتشر می‌شود. طی سال‌های متمادی انواع مختلفی از اوراق قابل تبدیل در سطح جهان منتشر شده است که برخی به عنوان اوراق قابل تبدیل و برخی به عنوان اوراق قابل تعویض مطرح گردیده‌اند -در برخی موارد این دو واژه به جای یکدیگر نیز به کار رفته

اند). اوراق قابل تبدیل به اوراقی اطلاق شده است که قابلیت تبدیل شدن به سهام ناشر (بانی) را داشته باشد؛ اما اوراق قابل تعویض، اوراقی هستند که قابلیت تعویض با سهامی را که در مالکیت ناشر (بانی) است، دارد. از جمله اوراق قابل تبدیل می‌توان به موارد زیر اشاره نمود:

- ۱- **سهام ممتاز قابل تبدیل به سهام عادی:** دارنده سهام ممتاز قابل تبدیل حق دارد سهام ممتاز خود را به تعداد مشخصی از سهام عادی ناشر یا سهام عادی ناشری که در مالکیت عرضه‌کننده سهام ممتاز قابل تبدیل است، تبدیل یا تعویض نماید (Spiegeleer et al, 2014, p.67).

۲- **اوراق قرضه قابل تبدیل با حق اختیار خرید برای ناشر (Callable Convertible Bonds):** از آنجا که ممکن است قیمت سهام به صورت فزاینده‌ای بالا رود، بسیاری از شرکت‌هایی که اوراق قابل تبدیل منتشر می‌کنند، جهت محدودسازی سود سرمایه‌گذاران، حق اختیاری به قیمت بالاتر برای بازخرید اوراق قرضه و تبدیل آن به سهام برای خود قرار می‌دهند. از این حق اختیار، به عنوان سطح حمایت از ناشر نیز یاد شده است (Adoukonou et al, 2018, p.3). در برخی مواقع به این اوراق، اوراق قابل تبدیل معکوس (Reserve Convertible Bonds) نیز اطلاق شده است؛ به طوری که ناشر در زمان سررسید اختیار دارد اوراق سرمایه‌گذاران را با وجه نقد یا با تعداد مشخصی سهام مبادله کند. در بسیاری از اوراق قابل تبدیل، علاوه بر وجود اختیار خرید برای ناشر/بانی، اختیار فروش برای سرمایه‌گذاران نیز در نظر گرفته می‌شود تا در بازه مشخص شده، سرمایه‌گذاران امکان فروش ورقه بهادار را به ناشر/بانی داشته باشند. در اوراقی که دو اختیار تبعی خرید و فروش وجود دارد، غالباً قابلیت اعمال اختیار خرید که در اختیار ناشر/بانی است، زودتر از اختیار فروش دارنده ورقه بهادار است.

۳- **اوراق قابل تبدیل الزامی (Mandatory Convertible Bonds):** در این نوع اوراق که معمولاً دوره سررسید کوتاهی دارند، سرمایه‌گذار ملزم است در سررسید، اوراق خود را به سهام تبدیل نماید. راهبرد خروج در این اوراق صرفاً فروش آن به

شخص ثالث قبل از سررسید است. این اوراق در مواردی که شرکت به دلایل مختلف قصد تعویق انداختن انتشار سهام عادی را دارد، کاربردپذیر است و معمولاً نرخ بالاتری از سایر اوراق دارد (Arzac, 1997, p.4).

۴- اوراق قابل تبدیل مشروط (Contingent Convertible Bonds): اوراقی

معروف به CoCo که معمولاً توسط بانک‌ها و به منظور تقویت ساختار سرمایه آنها منتشر می‌شود. این اوراق، شرط تبدیلی دارند که به صورت خودکار و با گذر از معیار تعیین شده، اعمال خواهد شد. در صورت نرسیدن به معیار در نظر گرفته شده، این اوراق مانند یک اوراق قرضه معمولی دارای کوپن محسوب می‌شود. بر خلاف سایر اوراق قابل تبدیل، CoCo در صورتی تبدیل به سهام می‌شود که قیمت سهم از زمان انتشار کمتر باشد یا سرمایه بانک دچار مشکل شود. برای اجتناب از ایجاد بحران مالی برای بانک و مبتنی بر توصیه‌های بازل، بانک نوعی بدهی در سرمایه خود ایجاد می‌کند که در زمان بحران، به جای اینکه نقدینگی خود را صرف تسویه حساب با طلبکاران کند، به صورت خودکار اوراق را با سهام خود مبادله می‌نماید. بر این اساس، این اوراق دارای ریسک بیشتری بوده، بازده بیشتری نسبت به سایر اوراق دارد (Liberadzki & Liberadzki, 2019, p.1).

۵- اوراق قابل تبدیل با نرخ کوپن صفر: این اوراق ترکیبی است از اوراق قرضه با

نرخ کوپن صفر و سهام، به طوری که سرمایه‌گذاری در این اوراق به کسر صورت گرفته و در زمان مشخص شده در امیدنامه، سرمایه‌گذار قابلیت دریافت سهام به اندازه ارزش اسمی ورقه بهادار و با نرخ تبدیل مشخص شده در امیدنامه را خواهد داشت.

۶- اوراق قرضه یا صکوک قبل از عرضه عمومی (Going Public Bond or Sukuk): اوراقی است که پیش از پذیرش و عرضه عمومی ناشر یا بانی منتشر

شده و پس از پذیرش در بورس و در زمان عرضه اولیه سهام، قابلیت تبدیل یا

تعویض با سهام را دارد (ISRA, 2017, p.435). این نوع اوراق موضوع اصلی این مقاله است.

گرچه انواع دیگری از اوراق را می‌توان شناسایی نمود، غالب انواع اوراق قابل تبدیل را به شش دسته بالا می‌توان تقسیم کرد. نکته قابل ملاحظه در طراحی اوراق این است که مبتنی بر نیاز ناشر و ذائقه سرمایه‌گذار، امکان بومی‌سازی ابزار وجود دارد و ضرورتاً آنچه را در عرصه بین‌المللی منتشر شده است، نباید ملاک قرار داد؛ بلکه ابزار موجود را باید با شرایط تأمین مالی در کشور منطبق ساخت.

ج) مزایا و معایب اوراق قابل تبدیل و انتشار آن قبل از عرضه عمومی

ارائه یک ابزار جدید در بازار سرمایه، به بانیان مختلف کمک می‌کند تا روش‌های تأمین مالی متنوعی پیش رو داشته باشند و به سرمایه‌گذاران این امکان را می‌دهد تا مبتنی بر سطح ریسک پذیری و سود انتظاری و در افق زمانی مدنظر خود، سرمایه‌گذاری کنند. اوراق قابل تبدیل، با توجه به نرخ‌های سود کمتری که غالباً در انتشار دارند، هزینه سرمایه شرکت را کاهش داده و شرکت به صورت ارزان‌تری تأمین مالی می‌کند. در تصویب افزایش سرمایه و استفاده از اوراق قابل تبدیل، سود سهامداران برای مدتی موقت (تا قبل از تبدیل) رقیق نشده و قابلیت حفظ سود وجود دارد. در سمت سرمایه‌گذاران نیز، به دلیل ماهیت دوگانه این اوراق و نوسانات قیمتی آن مبتنی بر نوسانات ارزش سهام، تمایل به سرمایه‌گذاری وجود دارد؛ به خصوص از آنجا که این اوراق ویژگی اوراق با درآمد ثابت را دارد و یک حداقل درآمدی را برای سرمایه‌گذار تضمین می‌نماید، برای اشخاص ریسک‌گریز نیز می‌تواند مطلوب باشد. اما بزرگ‌ترین مانع انتشار اوراق قابل تبدیل، رقیق شدن میزان سهامداری سهامداران فعلی به خصوص سهامدار عمده است. گرچه شرکت‌هایی که قصد افزایش سرمایه از طریق سلب حق تقدم دارند، می‌توانند از انتشار اوراق قابل تبدیل برای افزایش سرمایه استفاده کنند، اما سایر روش‌های تأمین منابع مالی چه بسا جذابیت بیشتری برای سهام‌دار عمده شرکت داشته باشد. لی و همکاران (Li, 2016) در تحقیقی که در خصوص انتشار اوراق قابل تبدیل برای مؤسسات مالی و غیر مالی انجام دادند، به این نتیجه رسیدند که انتشار اوراق قابل تبدیل، اثر

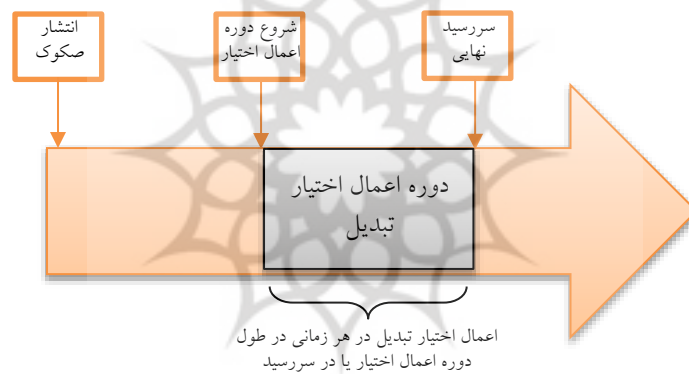
منفی بر قیمت سهام دارد که دلیل این موضوع رقیق شدن سهام و عدم امکان استفاده از حق تقدم است.

در سوی دیگر، پیش از عرضه سهام در بازار و در فرایند پذیرش شرکت، سهامدار عمده پذیرفته است که قسمتی از سهام خود را به عموم واگذار کند؛ لذا استفاده از اوراق قابل تبدیل پیش از عرضه اولیه، مانعی برای سهامدار عمده به وجود نمی‌آورد. علاوه بر این، طولانی بودن فرایند پذیرش و نیاز روز ناشر برای تأمین مالی، این مزیت را برای شرکت دارد که با صرف زمان کمتری، به بخشی از منابع مالی مورد نیاز دسترسی داشته باشد و پس از طی شدن فرایند پذیرش، این امکان را برای دارندگان اوراق فراهم آورد تا ورقه خود را به سهام تبدیل کنند. در این حالت، شرکت نیازی به بازگرداندن مبالغ تأمین شده به دارندگان اوراق نخواهد داشت. از آنجا که عرضه اولیه همواره برای سرمایه‌گذاران جذاب بوده است، اوراق قابل تبدیل به سهام بدون طی فرایند تخصیص در زمان عرضه، برای تمام سرمایه‌گذاران (نهادی و حقیقی) جذاب خواهد بود. تأمین مالی شرکت‌های کوچک و متوسط، شرکت‌های دانش‌بنیان و شرکت‌هایی که برای پذیرش نیاز به آمادگی دارند تا قابلیت پذیرش معیارهای بورسی و فرابورسی را کسب نمایند، می‌توانند با انتشار اوراق قابل تبدیل به سهام، نسبت به تأمین مالی از طریق بازار سرمایه اقدام کنند.

د) سازوکار انتشار اوراق قابل تبدیل و الگوی مفهومی پیشنهادی پژوهش

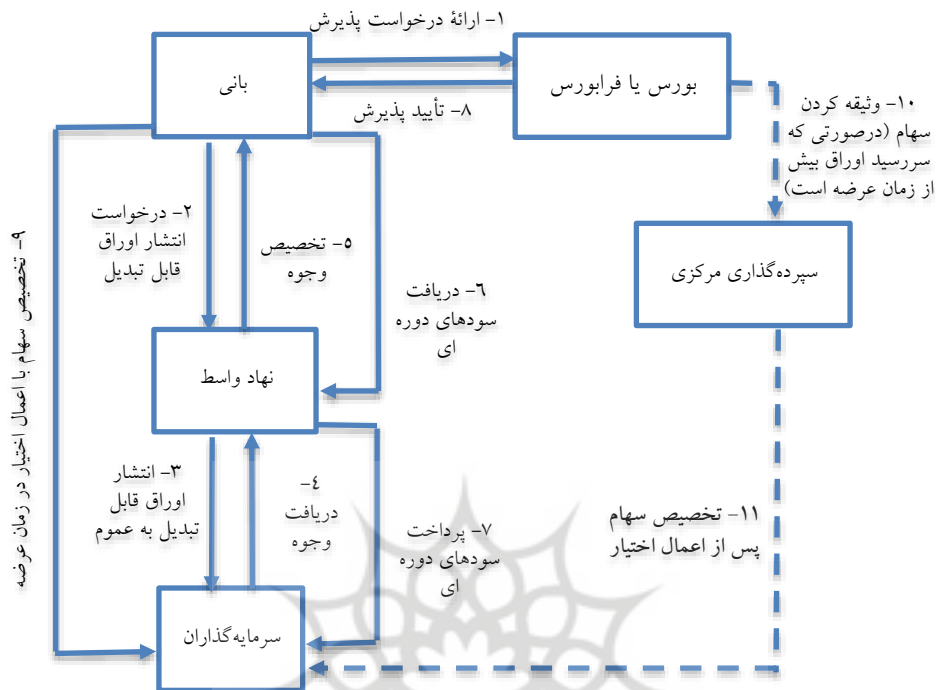
اوراق قابل تبدیل اوراقی است که با یک اختیار برای تبدیل ورقه بهادار به سهام شرکت بانمی‌تواند بسته به نوع طراحی اوراق، در یک تاریخ مشخص و از پیش تعیین شده مثلاً در سررسید یا در یک بازه زمانی بین دو تاریخ مشخص یا هر تاریخی بین زمان انتشار تا سررسید اعمال گردد. در صورتی که اختیار در یک تاریخ مشخص و از پیش تعیین شده مثلاً در سررسید قابلیت اعمال داشته باشد، سرمایه‌گذار صرفاً در پایان سررسید اوراق، اختیار دارد ورقه خود را به سهام تبدیل نماید. بسته به قیمت سهم و قیمت اعمال اختیار، چنانچه قیمت اعمال کمتر از قیمت سهم باشد، دارنده ورقه بهادار، اختیار خود را اعمال خواهد کرد؛ اما چنانچه قیمت اعمال بیشتر از قیمت بازار باشد، با ورقه بهادار همچون یک قرضه یا

صکوک عادی برخوردار شده، دارنده آن اصل و مبلغ سود مشخص شده در ورقه را دریافت خواهد کرد. از سوی دیگر چنانچه اختیار در یک بازه زمانی بین دو تاریخ مشخص یا هر تاریخی بین زمان انتشار تا سررسید امکان اعمال داشته باشد، دارنده ورقه می‌تواند در هر زمان پس از انتشار اوراق یا پس از یک بازه مشخص شده از سوی ناشر برای نمونه پس از یک سال - نسبت به تبدیل ورقه بهادار به سهام شرکت بانی اقدام نماید. در انتشار اوراق قابل تبدیل در عرصه بین‌المللی، یک گزینه و امکان خرید برای بانی / ناشر نیز در انتشار اوراق در نظر گرفته می‌شود تا چنانچه تا مهلت مشخص شده در امیدنامه اوراق، تبدیل به سهام رخ نداد، بانی امکان ابطال ورقه بهادار به قیمت اسمی را داشته باشد. سازوکار انتشار اوراق در نمودار ۱ نشان داده شده است.



نمودار ۱. فرایند انتشار اوراق قابل تبدیل به سهام

در سازوکار انتشار اوراق قابل تبدیل به سهام پیش از عرضه اولیه، بانی باید متقاضی پذیرش در بورس باشد و مدارک پذیرش آن نزد بورس یا فرابورس به ثبت رسیده باشد. در این حالت بانی می‌تواند قبل از تبدیل شدن به شرکت سهامی عام، نسبت به انتشار اوراق قابل تبدیل به سهام، همراه با یک اختیار به سرمایه‌گذاران برای تبدیل اوراق به سهام شرکت، اقدام نماید. نمودار ۲ مدل مفهومی انتشار اوراق را به تصویر کشیده است.



نمودار ۲. مدل مفهومی انتشار اوراق قابل تبدیل قبل از عرضه اولیه

در ادامه بر اساس مبانی نظری پژوهش، برخی مؤلفه‌ها و مشخصه‌های مهم در طراحی الگوی عملیاتی اوراق قابل تبدیل به سهام استخراج گردیده است که در جدول ۱ نمایش داده می‌شود. جدول ۱. مؤلفه‌ها و مشخصه‌های مهم در طراحی ساختار اوراق و کالت قابل تبدیل پیش از عرضه اولیه

مؤلفه	گزینه‌ها	توضیحات
از منظر اجباری یا اختیاری بودن تبدیل به سهام	اختیار تبدیل به دارندگان اوراق داده شود	
	اختیار تبدیل به ناشر اوراق داده شود	
	تبدیل اوراق به سهام به صورت اجباری و قطعی باشد و نه اختیاری	
	تبدیل اوراق به سهام مشروط باشد به تحقق شرایط خاصی (مانند عرضه عمومی سهام در موعد مقرر، ...)	

سررسید اوراق با عرضه سهام پایان می‌یابد	اعمال در سررسید اوراق	از منظر نوع گزینه
سررسید اوراق بیش از زمان عرضه هست (برای نمونه ۳ ساله)		
از یک زمان معین تا عرضه سهام	اعمال پس از یک بازه زمانی مشخص	
از زمان عرضه تا سررسید اوراق	با سود صفر	از منظر نرخ سود اوراق
قبل از عرضه اولیه، ضمن تخصیص اولویت به دارنده اوراق، مبتنی بر ارزش شرکت به مقدار مشخص شده در امیدنامه، به دارنده اوراق تخفیف خرید ارائه می‌شود.		
مانند سایر اوراق، سود دوره‌ای پرداخت به دارنده اوراق پرداخت می‌شود و در زمان تبادل، نسبت تبادل در قالب مبلغ اصل اوراق اعمال می‌شود.	همراه با سود مشخص	
مبالغ سود به صورت تجمعی به تبدیل به سهام تخصیص می‌یابد یا در صورت عدم تبدیل، تجمعی به سرمایه‌گذار پرداخت می‌شود.	به اندازه قیمت عرضه	از منظر ارزش تبدیل
بر روی صکوک قیمت اعمال مشخص نشده است و در زمان ارزش‌گذاری مشخص می‌شود.		
با پیش‌بینی میزان ارزش‌گذاری، یک قیمت اعمال تعیین می‌شود (در این حالت صکوک مانند یک صکوک عادی است و ریسک به سرمایه‌گذاران منتقل می‌شود)	به اندازه قیمت مشخص	
در زمان مشخص شده برای اعمال اختیار، تبدیل صرفاً با سهام و بدون پرداخت وجه نقد صورت می‌گیرد	تبدیل کاملاً به صورت سهام	از منظر نوع تبدیل
در زمان مشخص شده برای اعمال اختیار، تبدیل به صورت ترکیبی از وجه نقد و سهام انجام می‌شود.	تبدیل به صورت ترکیبی	
سرمایه‌گذاران این اختیار را داشته باشند که در تاریخ مشخصی در سررسید یا پیش از سررسید بتوانند دارایی مبنای انتشار یا سهم‌الشرکه خود را به بانی اوراق بفروشند.	اختیار فروش برای سرمایه‌گذاران	از منظر اعمال اختیار خرید یا فروش
این اختیار برای بانی یا ناشر وجود داشته باشد که بتواند در سررسید یا پیش از سررسید دارایی یا سهم‌الشرکه دارندگان اوراق را خریداری نماید.	اختیار خرید برای ناشر	
هم سرمایه‌گذاران اختیار فروش دارایی یا	دو اختیار خرید و فروش هم‌زمان	

سهام‌الشرکه‌شان را داشته باشند و هم بانیان اختیار خرید آن را.		
اوراق بدون اختیار خرید یا فروش دارایی پایه یا سهام‌الشرکه سرمایه‌گذاران باشد.	بدون اختیار خرید و فروش	
	کمتر از یک سال	افق زمانی مناسب
	یک الی سه سال	
	یک الی پنج سال	
	بیش از پنج سال	
	اختیار فروش برای دارندگان اوراق در صورت تغییر مالکیت	حفظ منابع دارندگان اوراق
	بهبود نسبت تبدیل به سهام بر اساس فرمول از پیش تعیین شده در صورت تغییر مالکیت	

روش پژوهش

پژوهش حاضر در دسته پژوهش‌های کیفی محسوب می‌شود که از منظر هدف، کاربردی و از منظر روش، گردآوری داده‌ها توصیفی-پیمایشی است. در این پژوهش ابتدا به روش توصیفی-تحلیلی ابعاد حقوقی-مقرراتی اوراق قابل تبدیل پیش از عرضه عمومی ارزیابی و در نهایت با توجه به جنبه‌های مقرراتی، اوراق وکالت جهت طراحی مالی پیشنهاد شده است. در ادامه نظرات خبرگان در زمینه مقبولیت اوراق وکالت پیشنهادی به روش پیمایشی (پرسشنامه) گردآوری و به روش آزمون t تک‌نمونه‌ای و بررسی فراوانی داده‌ها تحلیل گردید. سپس به روش اسنادی و با مطالعه کتب، مقالات و اسناد، برخی مؤلفه‌های مهم در طراحی مالی ساختار اوراق قابل تبدیل استخراج گردید و نظر خبرگان در مورد این مؤلفه‌ها اخذ و به روش آمار توصیفی تحلیل گردید. در نهایت ابعاد فقهی اوراق پیشنهادی به روش توصیفی تحلیلی مورد ارزیابی قرار گرفت. در این پژوهش تعداد ۲۰ خبره مالی مورد استفاده قرار گرفت. نمونه‌گیری به صورت هدفمند از میان خبرگان مالی دارای تجربه در بازار سرمایه و دارای تحصیلات مرتبط (مالی، اقتصاد، حسابداری و حقوق مالی) با مدرک حداقل کارشناسی ارشد صورت پذیرفت. توصیف جمعیت‌شناختی خبرگان در جدول ۲ ذکر شده است.

جدول ۲. توصیف جمعیت شناختی خبرگان

	سطح تحصیلات			رشته تحصیلی			سابقه کاری		
	کارشناسی ارشد	دکتری	مالی	اقتصاد	حسابداری	حقوق	کمتر از ۵ سال	۵ الی ۱۰ سال	۱۰ الی ۲۰ سال
فراوانی	۶	۱۴	۱۶	۱	۲	۱	۵	۷	۸
درصد فراوانی	٪۳۰	٪۷۰	٪۸۰	٪۵	٪۱۰	٪۵	٪۲۵	٪۳۵	٪۴۰

۷۹

یافته‌های پژوهش (بخش امکان‌سنجی)

الف) امکان‌سنجی حقوقی-مقرراتی انتشار اوراق قابل تبدیل پیش از عرضه اولیه

بر اساس ماده ۴۲ قانون تجارت جمهوری اسلامی ایران، هر شرکت سهامی می‌تواند به موجب اساسنامه و همچنین تا موقعی که شرکت منحل نشده است، طبق تصویب مجمع عمومی فوق‌العاده صاحبان سهام، سهام ممتاز ترتیب دهد. امتیازات این گونه سهام و نحوه استفاده از آن باید به صورت روشن تعیین گردد. هر گونه تغییر در امتیازات وابسته به سهام ممتاز باید به تصویب مجمع عمومی فوق‌العاده شرکت با جلب موافقت دارندگان نصف به علاوه یک این گونه سهام انجام گیرد؛ لذا از آنجا که قانون تجارت مفهومی متفاوت از ادبیات متعارف مالی برای سهام ممتاز در نظر گرفته است و آن را معادل سهام عادی با ویژگی‌های خاص می‌داند، تبدیل سهام ممتاز به سهام عادی - که فاقد ویژگی‌های خاص است - معنادار نخواهد بود؛ لذا در این مقاله صرفاً به انواع صکوک (اوراق بهادار اسلامی) پرداخته شده است.

بررسی انواع اوراق قابل انتشار در بازار سرمایه کشور نشان می‌دهد برخی مقررات نسبت به انتشار اوراق قابل تبدیل، موادی را مد نظر قرار داده، برخی دیگر نسبت به شمول قابلیت تبدیل مسکوت‌اند. اوراق مشارکت را می‌توان عمومی‌ترین ورقه‌ای دانست که نسبت به شمول قابلیت تبدیل شدن آن به سهام در مقررات، با گستردگی بیشتری بدان پرداخته شده است. شورای عالی بورس، اوراق قابل تبدیل را بدین صورت تعریف نموده است: «اوراقی است که توسط ناشر منتشر و در سررسید نهایی می‌تواند به سهام بانی تبدیل گردد». ناشر از منظر قانون بازار عبارت است از «شخص حقوقی که اوراق بهادار را به نام خود منتشر

می‌کند». جدول ۳، نتیجه بررسی قوانین و مقررات مربوط به قابلیت تبدیل در انواع اوراق بهادار را نشان می‌دهد (با توجه به موضوع این مقاله، به اوراق قابل تعویض پرداخته نشده است) که صرفاً در اوراق مشارکت، اجاره و مرابحه مطرح شده است و در دستورالعمل انتشار سایر اوراق، ماده قانونی مرتبطی دیده نمی‌شود.

جدول ۳. قابلیت تبدیل به سهام در قوانین و مقررات انواع اوراق بهادار (مأخذ: نویسندگان)

نوع اوراق	قانون/دستورالعمل	الزامات انتشار اوراق قابل تبدیل
اوراق مشارکت	آیین‌نامه اجرایی قانون نحوه انتشار اوراق مشارکت	ماده ۶- شرکت‌های سهامی عام می‌توانند طبق این قانون، اوراق مشارکت قابل تبدیل یا تعویض با سهام منتشر کنند. شرایط و نحوه تبدیل و تعویض این قبیل اوراق طبق آیین‌نامه اجرایی این قانون خواهد بود.
		ماده ۱ بند ۵: اوراق مشارکت قابل تبدیل به سهام: اوراقی است که توسط شرکت‌های سهامی عام منتشر و در سررسید نهایی یا زمان تحقق افزایش سرمایه به سهام شرکت‌های موضوع طرح اوراق مشارکت، تبدیل می‌گردد.
		ماده ۱۸- اعطای هر گونه امتیازی به دارندگان اوراق مشارکت از جمله، اختیار تعویض یا تبدیل اوراق مشارکت و تخفیفات فروش منوط به موافقت سازمان بورس و اوراق بهادار و اخذ تصمیمات لازم توسط عامل است.
		ماده ۲۸- شرکت‌های سهامی عام با رعایت ضوابط مربوط می‌توانند اوراق مشارکت قابل تبدیل و تعویض با سهام منتشر نمایند.
		ماده ۳۰- اوراق مشارکت ممکن است، قابل تبدیل به سهام شرکت (سهامی عام) باشد. در این صورت مجمع عمومی فوق‌العاده بنا به پیشنهاد هیئت‌مدیره و گزارش خاص بازرس یا بازرسان شرکت اجازه انتشار اوراق مشارکت را می‌دهد و شرایط و مهلتی را که طی آن دارندگان این گونه اوراق خواهند توانست اوراق خود را به سهام شرکت تبدیل کنند، تعیین و اجازه افزایش سرمایه را به هیئت‌مدیره خواهد داد.
		ماده ۳۱- حق تقدم سهامداران شرکت در خرید سهام قابل تبدیل با اوراق مشارکت با تصویب مجمع عمومی فوق‌العاده شرکت متفی خواهد بود.

<p>ماده ۳۲- شرایط مشارکت و ترتیب تعویض و تبدیل ورقه مشارکت، به سهام باید در ورقه مشارکت قید شود. تبدیل و تعویض ورقه مشارکت به سهم منوط به درخواست دارنده ورقه مشارکت است.</p>		
<p>از تاریخ تصمیم مجمع مذکور در ماده (۳۰) تا سررسید نهایی اوراق یا زمان تحقق افزایش سرمایه موضوع اوراق مشارکت، شرکت نمی تواند اوراق مشارکت جدید قابل تعویض یا قابل تبدیل به سهام منتشر کند، یا نسبت به کاهش یا افزایش سرمایه اقدام نماید یا سرمایه خود را مستهلک سازد یا آن را از طریق بازخرید سهام کاهش دهد، یا اقدام به تقسیم اندوخته کند یا در نحوه تقسیم منافع تغییراتی بدهد. کاهش سرمایه شرکت در نتیجه زیان‌های وارد شده که منتهی به تقلیل مبلغ اسمی سهامی یا تقلیل تعداد سهام بشود، شامل سهامی که دارندگان اوراق مشارکت در نتیجه تبدیل اوراق خود دریافت می‌دارند نیز می‌گردد. این گونه دارندگان اوراق قرضه از همان موقع انتشار اوراق مذکور، سهامدار شرکت محسوب می‌شوند.</p>		
<p>ماده ۲۶- اوراق اجاره قابل تبدیل به سهام: اوراقی است که توسط ناشر منتشر و در سررسید نهایی به سهام بانی تبدیل می‌گردد.</p>		
<p>ماده ۲۷- شرکت‌های سهامی عام با رعایت ضوابط مربوط می‌توانند تقاضای تأمین مالی از طریق انتشار اوراق اجاره قابل تبدیل به سهام نمایند.</p>		
<p>ماده ۲۹- به منظور حصول اطمینان از اجرای کامل فرایند تبدیل اوراق به سهم، سهام مورد نیاز جهت تخصیص به دارندگان اوراق (با فرض ۱۰۰ درصد تبدیل)، باید به نفع نهاد واسط توثیق گشته و مالک وثیقه باید نسبت به اعطای وکالت با اختیار فروش وثیقه به نهاد واسط به صورت بلاعزل تام الاختیار با حق توکیل به غیر و با سلب حق ضم امین و با سلب حق انجام موضوع وکالت از خود تا پایان انجام آن اقدام نماید. رفع توثیق سهام یاد شده پس از تصفیه اوراق و با اخذ مجوز از سازمان بورس و اوراق بهادار صورت گیرد.</p>	<p>دستورالعمل انتشار اوراق اجاره</p>	<p>اوراق اجاره</p>
<p>ماده ۳۰- در اوراق اجاره قابل تبدیل به سهام بانی، مجمع عمومی فوق‌العاده بنا به پیشنهاد هیئت‌مدیره و گزارش خاص بازرس یا بازرسان بانی اجازه تأمین مالی از طریق انتشار اوراق اجاره را می‌دهد و شرایط و مهلتی را که طی آن دارندگان این گونه اوراق خواهند توانست اوراق خود را به سهام بانی تبدیل کنند، تعیین و اجازه افزایش سرمایه را به هیئت‌مدیره خواهد داد.</p>		

<p>ماده ۳۱- حق تقدم سهامداران بانی در خرید سهام ناشی از افزایش سرمایه، با تصویب مجمع عمومی فوق العاده شرکت منتفی خواهد بود.</p>		
<p>ماده ۲۴- اوراق مرابحه قابل تبدیل به سهام، اوراق مرابحه ای است که توسط ناشر منتشر و در سررسید نهایی به سهام بانی تبدیل می گردد.</p>		
<p>ماده ۲۵- شرکت های سهامی عام با رعایت ضوابط مربوط می توانند تقاضای تأمین مالی از طریق انتشار اوراق مرابحه قابل تبدیل به سهام نمایند.</p>		
<p>ماده ۲۶- اعطای هر گونه امتیازی به دارندگان اوراق مرابحه از جمله اختیار تبدیل اوراق مرابحه، منوط به موافقت سازمان و ارائه تضامین لازم توسط بانی به نفع نهاد واسط است.</p>		
<p>ماده ۲۷- به منظور حصول اطمینان از اجرای کامل فرایند تبدیل اوراق به سهم، سهام مورد نیاز جهت تخصیص به دارندگان اوراق (با فرض ۱۰۰ درصد تبدیل)، باید به نفع نهاد واسط توثیق گشته و مالک وثیقه باید نسبت به اعطای وکالت با اختیار فروش وثیقه به نهاد واسط به صورت بلاعزل و تام الاختیار با حق توکیل به غیر و با سلب حق ضم امین و با سلب حق انجام موضوع وکالت از خود تا پایان انجام آن اقدام نماید. رفع توثیق سهام یادشده پس از تصفیه اوراق و با اخذ مجوز از سازمان صورت می گیرد.</p>	<p>دستورالعمل انتشار اوراق مرابحه</p>	<p>اوراق مرابحه</p>
<p>ماده ۲۸- در اوراق مرابحه قابل تبدیل به سهام بانی، مجمع عمومی فوق العاده بنا به پیشنهاد هیئت مدیره و گزارش خاص بازررس یا بازرسان بانی اجازه تأمین مالی از طریق انتشار اوراق مرابحه را می دهد و شرایط و مهلتی را که طی آن، دارندگان این گونه اوراق خواهند توانست اوراق خود را به سهام بانی تبدیل کنند، تعیین و اجازه افزایش سرمایه را به هیئت مدیره خواهد داد.</p>		
<p>ماده ۲۹- حق تقدم سهامداران بانی در خرید سهام ناشی از افزایش سرمایه، در صورت تصویب مجمع عمومی فوق العاده شرکت، منتفی خواهد بود.</p>		
<p>ماده ۳۲- از تاریخ تصمیم مجمع مذکور در ماده (۲۸) تا تصفیه نهایی اوراق، شرکت نمی تواند اوراق بهادار جدید قابل تبدیل به سهام منتشر کند یا نسبت به کاهش یا افزایش سرمایه اقدام نماید یا اقدام به تقسیم اندوخته کند یا در نحوه تقسیم منافع تغییراتی بدهد. کاهش اجباری سرمایه شرکت در نتیجه زیان های وارد شده که منتهی به تقلیل</p>		

مبلغ اسمی سهام یا تقلیل تعداد سهام بشود، شامل سهامی که دارندگان اوراق مرابحه در نتیجه تبدیل اوراق خود دریافت می‌دارند، نیز می‌گردد.	
ماده ۳۳- سررسید اوراق مرابحه قابل تبدیل به سهام حداکثر دو سال است.	

بر اساس بررسی حقوقی صورت گرفته، ویژگی‌های مشترک قوانین و مقررات برای انتشار

اوراق قابل تبدیل عبارت‌اند از:

- ۱- شرکت سهامی عام باشد.
 - ۲- مجمع عمومی شرکت نسبت به افزایش سرمایه از محل انتشار اوراق قابل تبدیل به سهام تصمیم‌گیری کند.
 - ۳- حق تقدم سهامداران سلب شود.
 - ۴- با انتشار اوراق قابل تبدیل، امکان افزایش سرمایه جدید برای شرکت وجود نخواهد داشت.
- بر اساس این مواد، صرفاً شرکت‌هایی که سهامی عام‌اند (با توجه به ماده ۳۶ احکام دائمی برنامه‌های توسعه کشور که تمامی ناشران ملزم به ثبت نزد سازمان بورس‌اند، شرکت‌های بازار پایه و شرکت‌های سهامی عام معاف از ثبت) و در مرحله پذیرش بورس قرار دارند، امکان استفاده از اوراق قابل تبدیل به سهام را در قالب اوراق مشارکت، اجاره و مرابحه قبل از عرضه عمومی دارند و شرکت‌های سهامی خاصی که در فرایند پذیرش هستند، نمی‌توانند از ظرفیت این اوراق استفاده کنند. بر اساس این مواد و با فرض عدم اصلاح قوانین و مقررات و مسکوت بودن مقررات در حوزه سایر اوراق قابل تبدیل، شرکت‌های سهامی خاص امکان استفاده از ظرفیت اوراق وکالت، منفعت، مضاربه، رهنی، خرید دین، قرض الحسنه و استصناع را دارند. با توجه به غیرانتفاعی بودن اوراق قرض الحسنه، این اوراق مناسب نیاز شرکت‌های سهامی خاص نیست. کاربرد اوراق سفارش ساخت و مضاربه به ترتیب ساخت دارایی و انجام عملیات بازرگانی است که صرفاً برای برخی شرکت‌های سهامی خاص که در این زمینه‌ها فعالیت دارند، قابل استفاده است. اوراق رهنی و خرید دین نیز برای شرکت‌هایی قابل استفاده است که بتوانند بر مبنای برخی دیون خود چنین اوراقی منتشر کرده، به نقدینگی دست یابند. اوراق منفعت نیز برای مواقعی است که شرکت دارای منافع، خدمات یا حقوق و امتیازات قابل واگذاری باشد و از طریق واگذاری آنها بتواند به نقدینگی دست یابد؛ بنابراین

هر یک از اوراق پیش‌گفته کارکردهای خاصی داشته، موارد استفاده آنها عمومیت ندارد و نمی‌توان برای کل شرکت‌های سهامی خاص چنین اوراقی را پیشنهاد نمود. به نظر می‌رسد با توجه به ماهیت شرکت‌های سهامی خاص و عدم تفکیک نیازهای مالی آنها، اوراق وکالت ساختار مناسبی جهت طراحی اوراق قابل تبدیل پیش از عرضه اولیه باشد. در این نوع اوراق، شرکت می‌تواند عواید حاصل از انتشار اوراق را بدون محدودیت خاصی، در گستره‌ای از نیازهای مالی خود و در قالب عقود مختلف به کار بگیرد و سود حاصل از فعالیت‌های اقتصادی خود را پس از کسر حق‌الوکاله بین دارندگان اوراق به صورت نقد و یا در قالب سهام توزیع نماید؛ همچنین در صورتی که محدودیت مقرراتی اوراق مشارکت مرتفع شود، به نظر می‌رسد اوراق مشارکت نیز به ماهیت شرکت‌های سهامی خاص بسیار نزدیک بوده و برای طراحی اوراق قابل تبدیل پیش از عرضه اولیه مناسب است.

ب) امکان‌سنجی مالی انتشار اوراق قابل تبدیل به سهام پیش از عرضه اولیه

با توجه به استدلال‌های پیش‌گفته در جهت پیشنهاد ساختار اوراق وکالت، در این بخش امکان انتشار اوراق وکالت قابل تبدیل به سهام از نظر مالی مورد ارزیابی و تحلیل قرار می‌گیرد. در این بخش ابتدا نظر خبرگان در مورد مقبولیت این ساختار در قالب دو فرضیه مشخص بررسی شده است:

- **سؤال اول:** آیا انتشار اوراق قابل تبدیل پیش از عرضه اولیه سهام برای تأمین مالی شرکت‌های متقاضی عرضه عمومی اولیه مناسب است؟
 - **سؤال دوم:** آیا ساختار پیشنهادی اوراق وکالت جهت انتشار اوراق قابل تبدیل پیش از عرضه اولیه سهام ساختار مناسبی است؟
- در ادامه تحلیل توصیفی داده‌ها در جدول ۴ نمایش داده شده است.

جدول ۴. آمارهای توصیفی سؤالات

فرضیه‌ها	میانگین	میانه	مد	انحراف معیار	واریانس
فرضیه اول	۳/۶۵	۴	۴	۰/۸۸	۰/۷۷
فرضیه دوم	۳/۸۵	۴	۴	۰/۸۸	۰/۷۷

به منظور بررسی تأیید یا عدم تأیید هر یک از سؤالات، فرض صفر و فرض جایگزین (فرض یک) به صورت زیر برای هر سؤال در نظر گرفته شد:

الف) فرض صفر: میانگین نمره سؤال اول (دوم) با مقدار ۳ اختلاف معناداری ندارد.

ب) فرض یک: میانگین نمره سؤال اول (دوم) با مقدار ۳ اختلاف معناداری دارد.

در ادامه با استفاده از آزمون t تک‌نمونه‌ای تأیید یا رد هر یک از فرضیه‌ها بررسی شد.

نتایج در جدول ۵ مشاهده می‌شود.

جدول ۵. نتایج آزمون فرضیه‌ها بر اساس آزمون t تک‌نمونه‌ای

مقدار آزمون = ۳						سؤالات
فاصله اطمینان ۹۵ درصد برای اختلاف میانگین		اختلاف میانگین	سطح معنی داری	درجه آزادی	آماره آزمون	
حد بالا	حد پایین					
۱/۰۶	۰/۲۴	۰/۶۵	۰/۰۰۴	۱۹	۳/۳۲۲	سؤال ۱
۱/۲۵	۰/۴۴	۰/۸۵	۰/۰۰	۱۹	۴/۳۴۴	سؤال ۲

با توجه به نتایج جدول ۵ تمامی آزمون‌ها درجه معناداری زیر ۰/۰۵ داشتند؛ از این رو در فرض یک، تمامی سؤالات مورد تأیید قرار گرفت. بدین معنا که انتشار اوراق قابل تبدیل پیش از عرضه اولیه سهام برای تأمین مالی شرکت‌های متقاضی عرضه عمومی اولیه مناسب تشخیص داده شده و ساختار پیشنهادی اوراق وکالت مورد تأیید خبرگان بوده است.

در ادامه جهت طراحی و امکان‌سنجی مالی اوراق وکالت قابل تبدیل پیشنهادی، پاره‌ای مؤلفه‌ها و مشخصه‌ها که از مبانی نظری پژوهش استخراج شده بود، در معرض نظر خبرگان مالی قرار گرفت که نتایج تحلیل در جدول ۶ ارائه می‌شود.

جدول ۶. نتایج امکان‌سنجی مالی اوراق وکالت قابل تبدیل به سهام

ردیف	مؤلفه	گزینه‌ها	فراوانی	٪ فراوانی
۱	از منظر اختیاری یا اجباری بودن تبدیل به سهام	اختیار تبدیل، به دارندگان اوراق داده شود.	۱۶	۸۰٪
		اختیار تبدیل، به ناشر اوراق داده شود.	۲	۱۰٪
		تبدیل، اوراق به سهام به صورت اجباری و قطعی، باشد نه اختیاری.	۱	۵٪
		تبدیل اوراق به سهام مشروط باشد به	۷	۳۵٪

		تحقق شرایط خاصی (مانند عرضه عمومی، سهام در موعد مقرر، ...).		
۳۰٪	۶	اعمال اختیار تبدیل، در سررسید اوراق با این فرض، که سررسید اوراق با عرضه سهام پایان می‌یابد.	از منظر زمان اعمال اختیار تبدیل به سهام	۲
۲۵٪	۵	اعمال اختیار تبدیل، در سررسید اوراق با این فرض، که سررسید اوراق بیشتر از تاریخ عرضه است.		
۲۵٪	۵	اعمال اختیار تبدیل، از یک تاریخ معین تا تاریخ عرضه سهام وجود دارد.		
۵۵٪	۱۱	اعمال اختیار از زمان عرضه سهام تا سررسید اوراق وجود دارد.		
۱۵٪	۳	اوراق با سود صفر است. با این توضیح که قبل از عرضه اولیه، ضمن تخصیص اولویت به دارنده اوراق، مبتنی بر ارزش شرکت به مقدار مشخص شده در امیدنامه، به دارنده اوراق تخفیف خرید ارائه می‌شود.	از منظر نرخ سود اوراق قابل تبدیل	۳
۶۵٪	۱۳	مانند سایر اوراق، سود دوره‌ای به دارنده اوراق پرداخت می‌شود.		
۶۰٪	۱۲	مبالغ سود به صورت تجمعی، محاسبه شده و معادل آن بر اساس نرخ تبدیل، سهام تعلق می‌گیرد و یا در صورت عدم تبدیل، تجمعی به سرمایه‌گذار پرداخت می‌شود.		
۳۵٪	۷	اوراق با نرخ سود شناور و یلکانی است.		
۶۵٪	۱۳	در زمان مشخص شده برای اعمال اختیار، تبدیل، صرفاً با سهام شرکت صورت می‌گیرد.	از منظر نوع تبدیل	۴
۵۵٪	۱۱	در زمان مشخص شده برای اعمال اختیار، تبدیل، به صورت ترکیبی، از وجه نقد و سهام انجام می‌شود.		
۷۵٪	۱۵	نرخ تبدیل، زمان انتشار اوراق قابل تبدیل، مشخص شود.	از منظر ارزش تبدیل	۵
۲۵٪	۵	نرخ تبدیل، زمان عرضه عمومی، سهام مشخص شود.		
۴۰٪	۸	اوراق قابل تبدیل، همراه با اختیار فروش، برای سرمایه‌گذاران	از منظر اعمال اختیار خرید یا فروش بر روی اوراق قابل تبدیل	۶
۱۰٪	۲	اوراق قابل تبدیل، همراه با اختیار خرید برای ناشر		

		اوراق قابل‌تبدیل، همراه با دو اختیار خرید و فروش، به طور هم‌زمان	۱۱	۵۵٪
		اوراق قابل‌تبدیل، بدون اختیار خرید یا فروش	۶	۳۰٪
۷	از منظر افق زمانی مناسب	کمتر از یک سال	۵	۲۵٪
		یک الی سه سال	۱۵	۷۵٪
		یک الی پنج سال	۶	۳۰٪
		بیش از پنج سال	۱	۵٪
۸	از منظر حفظ منافع دارندگان اوراق قابل‌تبدیل، در مواردی مانند تغییرات ساختار مالکیت، افشای اطلاعات بااهمیت و اثرگذار بر سهام و	اختیار فروش، برای دارندگان اوراق در صورت تغییر مالکیت	۱۸	۹۰٪
		بهبود نسبت تبدیل، به سهام بر اساس فرمول از پیش تعیین‌شده در صورت تغییر مالکیت	۷	۳۵٪

در ادامه مبنای انتخاب گزینه مناسب در هر مؤلفه مورد بررسی این است که اکثر خبرگان (نصف به اضافه یک نفر) یعنی حداقل ۱۱ نفر (از ۲۰ نفر)، آن گزینه را انتخاب کرده باشند. توضیحات ناظر به هر مؤلفه و گزینه‌های پیشنهادی خبرگان در ادامه تبیین شده است.

الف) اختیاری یا اجباری بودن تبدیل به سهام: همان طور که در ادبیات پژوهش بیان شد، تبدیل اوراق به سهام می‌تواند به صورت اجباری یا اختیاری باشد و در صورت اختیاری بودن، این اختیار می‌تواند به دارندگان اوراق یا ناشر داده شود یا اینکه تبدیل با تحقق شرایط خاصی اعمال گردد. «از این منظر اکثر خبرگان مالی معتقدند تبدیل به سهام به صورت اختیاری بوده و این اختیار به دارندگان اوراق داده شود».

ب) زمان اعمال اختیار تبدیل به سهام: چند سناریو در این زمینه وجود دارد:

۱. اعمال اختیار تبدیل تنها در سررسید وجود داشته باشد که دو حالت پیش می‌آید: یا سررسید اوراق با عرضه سهام پایان یابد یا سررسید اوراق بیش از زمان عرضه است.
۲. اعمال پس از یک بازه زمانی مشخص باشد. برای این بازه زمانی نیز دو حالت متصور است یا از یک زمان معین تا عرضه سهام باشد یا از زمان عرضه تا سررسید اوراق.

«نظر اکثر خبرگان در این زمینه آن است که اعمال اختیار از زمان عرضه سهام تا سررسید اوراق صورت پذیرد».

ج) نرخ سود اوراق قابل تبدیل: اوراق می‌تواند بدون نرخ سود باشد؛ به گونه‌ای که قبل از عرضه اولیه، ضمن تخصیص اولویت به دارنده اوراق، مبتنی بر ارزش شرکت به مقدار مشخص شده در امیدنامه، به دارنده اوراق تخفیف خرید ارائه می‌شود؛ همچنین اوراق می‌تواند دارای نرخ سود مشخص باشد که در این صورت یا مانند سایر اوراق، سود دوره‌ای پرداخت به دارنده اوراق پرداخت می‌شود یا مبالغ سود به صورت تجمیعی پرداخت یا تبدیل به سهام می‌شود. «دو گزینه پرداخت سود دوره‌ای و پرداخت سود تجمیعی مورد تأیید اکثر خبرگان قرار گرفت».

د) نوع تبدیل: از منظر نوع تبدیل، تبدیل می‌تواند کاملاً به صورت سهام باشد یا ترکیبی از وجه نقد و سهام باشد که «هر دو گزینه مورد تأیید اکثریت قرار گرفت».

ه) نرخ تبدیل: نرخ تبدیل می‌تواند در زمان انتشار اوراق یا زمان عرضه عمومی سهام در آینده مشخص شود که «بر اساس نظر خبرگان، تعیین نرخ تبدیل در زمان انتشار اوراق مورد تأیید اکثریت واقع شد».

و) استفاده از اختیار خرید یا فروش: اوراق قابل تبدیل به سهام می‌تواند بدون اختیار خرید یا فروش یا همراه با اختیار فروش برای سرمایه‌گذاران، اختیار خرید برای ناشران یا هر دو اختیار به طور هم‌زمان باشد که «طبق نظر اکثر خبرگان استفاده هم‌زمان از دو اختیار خرید و فروش مورد تأیید قرار گرفت».

ز) افق زمانی اوراق قابل تبدیل: سررسید اوراق می‌تواند کوتاه‌مدت (کمتر از یک سال)، میان‌مدت (یک الی سه یا یک الی پنج سال) و بلندمدت (بیش از پنج سال) باشد. «بر اساس نظر خبرگان، افق زمانی یک الی سه سال مورد تأیید قرار گرفت».

ح) راهکار حفظ منافع دارندگان اوراق قابل تبدیل در شرایط خاص: در شرایطی خاص مانند تغییرات ساختار مالکیتی شرکت، افشای اطلاعات با اهمیت و... ممکن است منافع دارندگان اوراق در معرض خطر قرار گیرد که دو راهکار برای حفظ منافع دارندگان اوراق پیشنهاد شده است که عبارت‌اند از: ۱) اختیار فروش برای دارندگان اوراق در صورت تغییر مالکیت؛ ۲) بهبود نسبت تبدیل به سهام بر اساس فرمول از پیش تعیین شده در صورت تغییر

مالکیت. «پیشنهاد اکثر خبرگان این است که در صورت تغییر مالکیت، امکان اعمال اختیار فروش برای دارندگان اوراق وجود داشته باشد».

ج) امکان سنجی فقهی انتشار اوراق قابل تبدیل به سهام پیش از عرضه اولیه

در بخش تحلیل فقهی اوراق بهادار اسلامی لازم است به موارد زیر توجه شود:

- اینکه تبدیل تنها در سررسید صورت گیرد یا اینکه در طول دوره تا سررسید نیز این امکان وجود داشته باشد.
- اینکه اختیار تبدیل اوراق به سهام همانند نوع متعارف اوراق قرضه با دارنده اوراق باشد یا با بانی یا به صورت اجباری باشد.
- اینکه نرخ تبدیل از پیش تعیین شده باشد یا در زمان سررسید یا زمان تبدیل مشخص گردد.

از نظر فقهی اشکالی بر اینکه تبدیل به سهام در سررسید باشد یا اینکه قبل از سررسید هم ممکن باشد، مترتب نیست؛ اما قاعداً ترجیح این است که در سررسید چنین امکانی وجود داشته باشد. همه انواع تبدیل به سهام اعم از اینکه اختیار به دارنده اوراق داده شود یا به بانی یا اینکه اجباری باشد، از نظر شرعی صحیح است. مسئله‌ای که در اینجا مطرح است، این است که اگر نرخ تبدیل در ابتدای انتشار اوراق مشخص نشود، ممکن است معامله شبهه غرری پیدا کند. فقها در تطبیق قاعده نفی غرر مواردی را بیان کرده‌اند. از جمله محقق مراغی در قلمرو قاعده غرر چنین ذکر کرده است:

هر آنچه در آن خطر است، داخل در معامله غرری است و خطر عبارت از احتمال خسارتی است که عقلاً از آن اجتناب می‌کنند و این احتمال خسارت گاهی ناشی از عدم اعتماد و اطمینان به وجود مال، گاهی ناشی از عدم اعتماد به امکان تسلیم و تسلیم مال و گاهی ناشی از عدم اعتماد به قابلیت مال برای معاوضه در مقابل عوض خاص است که خود ناشی از جهل به مقدار، جنس یا وصف مال است (حسینی مراغی، ۱۴۱۸ق، ج ۲، ص ۳۱۴).

به طور کلی تطبیقات قاعده غرر را می‌توان در چهار موضع خلاصه نمود، هرچند انحصاری در این موارد نیست. این موارد عبارت‌اند از: خطر عدم وجود یکی از عوضین؛

خطر عدم قدرت بر تسلیم عوضین؛ خطر عدم اطلاع از ارزش عوضین و خطر عدم اطلاع از خصوصیات و شرایط معامله (موسویان، ۱۳۹۱، ص ۱۲۸). بنابراین یکی از موارد غرری شدن معاملات، خطر به اعتبار جهل به مقدار یا جنس یا وصف «مورد معامله» است. در مورد نرخ تبدیل، اگر اختیار تبدیل با دارنده اوراق باشد، این امکان وجود دارد که نرخ تبدیل در ابتدای انتشار اوراق یا پس از آن (و از جمله در سررسید) تعیین شود (مصوبه کمیته فقهی بورس اوراق بهادار، ۱۳۹۷، جلسات ۱۸۲، ۱۸۳ و ۱۸۴) و دارنده اوراق به اختیار خود و از روی تراضی اقدام به تبدیل خواهد کرد. با توجه به اینکه نرخ تبدیل در زمان تعویض با سهام برای دارنده اوراق مشخص است و وی با اختیار وارد چنین معامله‌ای می‌شود، غرر در این معامله منتفی است. البته لازم است مشخصات دقیق سهام مورد نظر در ابتدا یا سررسید معین شود؛ اما اگر اختیار تبدیل با بانی یا به صورت اجباری باشد، لازم است نرخ تبدیل از همان ابتدای انتشار اوراق مشخص گردد؛ در غیر این صورت ابهام در نرخ تبدیل می‌تواند سبب غرری شدن معامله گردد.

جمع بندی و نتیجه گیری

در این پژوهش الگویی برای تأمین مالی سریع شرکت‌هایی ارائه شد که متقاضی عرضه سهامشان در بورس اوراق بهادار یا فرابورس اند؛ اما به دلیل طولانی و زمان‌بر بودن فرایند پذیرش، این شرکت‌ها نمی‌توانند بموقع تأمین مالی کنند. الگوی اوراق وکالت قابل تبدیل به سهام پیش از عرضه عمومی فرصتی را برای شرکت‌ها ایجاد می‌نماید که آنها بتوانند اوراق وکالت را پیش از پذیرش سهامشان در بورس یا فرابورس به صورت عام منتشر شده و امکان تبدیل آن به سهام شرکت در زمان عرضه وجود داشته باشد. همان طور که اشاره شد، بر اساس قوانین و مقررات شرکت‌های سهامی خاص امکان استفاده از طیف گسترده‌ای از اوراق را دارند؛ اما بسیاری از اوراق کارکردهای خاصی داشته و محدودیت‌هایی در استفاده از عواید آنها وجود دارد و نمی‌توان برای کل شرکت‌های سهامی خاص چنین اوراقی را پیشنهاد نمود. به نظر می‌رسد با توجه به ماهیت شرکت‌های سهامی خاص و عدم تفکیک نیازهای مالی آنها، اوراق وکالت ساختار مناسبی جهت طراحی اوراق قابل تبدیل پیش از عرضه اولیه باشد. در زمینه طراحی مالی نیز مقبولیت انتشار اوراق وکالت قابل تبدیل به سهام در قالب دو فرضیه

مورد بررسی و تأیید خبرگان قرار گرفت. در ادامه امکان‌سنجی مالی ساختار اوراق وکالت قابل تبدیل پیش از عرضه عمومی از منظر برخی مؤلفه‌های مهم شامل اجباری یا اختیاری

• تبدیل به سهام به صورت اختیاری	} اختیاری یا اجباری بودن تبدیل به سهام
• اعمال اختیار از زمان عرضه سهام تا سررسید اوراق	
• پرداخت سود دوره‌ای و یا پرداخت سود تجمیعی	} نرخ سود اوراق قابل تبدیل
• تبدیل کاملاً به صورت سهام باشد یا ترکیبی از وجه نقد و سهام	} نوع تبدیل
• تعیین نرخ تبدیل در زمان انتشار اوراق	} نرخ تبدیل
• استفاده همزمان از دو اختیار خرید و فروش	} استفاده از اختیار خرید یا فروش
• افق زمانی یک الی سه سال	} افق زمانی اوراق قابل تبدیل
• در صورت تغییر مالکیت، اعمال اختیار فروش برای دارندگان اوراق	} حفظ منافع دارندگان اوراق

شکل ۱. امکان‌سنجی مالی انتشار اوراق وکالت قابل تبدیل به سهام

بودن تبدیل، زمان اعمال تبدیل، نرخ سود اوراق، نوع تبدیل، ارزش تبدیل، استفاده از اختیار خرید یا فروش، افق زمانی اوراق و راهکار حفظ منافع دارندگان اوراق مورد بررسی و تحلیل خبرگان قرار گرفت که نتایج در شکل ۱ نمایش داده شده است.

از نظر فقهی اشکالی بر اینکه تبدیل به سهام در سررسید باشد یا اینکه قبل از سررسید هم ممکن باشد، مترتب نیست؛ اما قاعداً ترجیح این است که در سررسید چنین امکانی وجود داشته باشد. همه انواع تبدیل به سهام اعم از اینکه اختیار به دارنده اوراق داده شود یا به بانی یا اینکه اجباری باشد، از نظر شرعی صحیح است. مسئله‌ای که در اینجا مطرح است، این است که اگر نرخ تبدیل در ابتدای انتشار اوراق مشخص نشود، ممکن است معامله شبیه غری پیدا کند.

الگوی ارائه شده در این پژوهش می‌تواند برای تسهیل عرضه عمومی شرکت‌های سهام خاص به خصوص شرکت‌های دانش‌بنیان و کسب‌وکارهای کوچک و متوسط مورد استفاده قرار گیرد. پیشنهاد می‌گردد با توجه به نتایج این پژوهش، در دستورالعمل انتشار انواع اوراق بازمینی صورت پذیرفته و شرایط و ضوابط تبدیل به سهام شدن به صورت مشخص و کامل

درج گردد؛ همچنین موضوعاتی نظیر ارزش‌گذاری اوراق وکالت قابل‌تبدیل پیش از عرضه عمومی و شناسایی و مدیریت ریسک‌های اوراق برای پژوهش‌های آتی پیشنهاد می‌گردد.

منابع و مأخذ

۱. توحیدی، محمد و میثم کریمی؛ «طراحی اوراق بهادار اسلامی قابل‌تفکیک و قابل‌تبدیل بر اساس فقه امامیه»، *اقتصاد اسلامی*؛ ش ۱۹ (۷۵)، ۱۳۹۸، ص ۲۳۵-۲۶۳.
۲. حسینی مراغی، سیدمیر عبدالفتاح؛ *العناوین الفقهیه*؛ ج ۲، قم: دفتر انتشارات اسلامی، ۱۴۱۸ق.
۳. ذوالفقاری، مهدی، بهرام سبحانی، علیرضا سارنج و نادر مهرگان؛ «اوراق مشارکت ارزی قابل‌تبدیل به سهام»، *اقتصاد اسلامی*؛ ش ۱۴ (۵۳)، ۱۳۹۳، ص ۹۹-۱۲۵.
۴. سازمان بورس و اوراق بهادار؛ *دستورالعمل انتشار اوراق سفارش ساخت*؛ ۱۳۹۲.
۵. سازمان بورس و اوراق بهادار؛ *دستورالعمل انتشار اوراق مرابحه*؛ ۱۳۹۰.
۶. سازمان بورس و اوراق بهادار؛ *دستورالعمل انتشار اوراق خرید دین*؛ ۱۳۹۶.
۷. سازمان بورس و اوراق بهادار؛ *دستورالعمل انتشار اوراق قرض الحسنه*؛ ۱۳۹۰.
۸. سازمان بورس و اوراق بهادار؛ *دستورالعمل انتشار اوراق مضاربه*؛ ۱۳۹۷.
۹. سازمان بورس و اوراق بهادار؛ *دستورالعمل انتشار اوراق منفعت*؛ ۱۳۹۶.
۱۰. سازمان بورس و اوراق بهادار؛ *دستورالعمل انتشار اوراق وکالت*؛ ۱۳۹۸.
۱۱. شورای عالی بورس و اوراق بهادار؛ *دستورالعمل انتشار اوراق اجاره*؛ ۱۳۹۰.
۱۲. کمیته تخصصی فقهی سازمان بورس و اوراق بهادار؛ *پیشنهادات جدید در خصوص انتشار اسناد خزانه اسلامی*؛ جلسات شماره ۱۸۲، ۱۸۳ و ۱۸۴، مورخ ۹۷/۸/۳۰، ۹۷/۹/۲۱ و ۹۷/۱۰/۱۹.
۱۳. مجلس شورای اسلامی؛ *قانون نحوه انتشار اوراق مشارکت*؛ ۱۳۷۶.
۱۴. مجلس شورای ملی؛ *لایحه قانونی اصلاح قسمتی از قانون تجارت*؛ ۱۳۴۷.
۱۵. مصباحی‌مقدم، غلام‌رضا، علی صالح‌آبادی و سیدامیرحسین اعتصامی؛ «امکان‌سنجی طراحی صکوک بانکی تبدیل‌شونده به سهام»، *مطالعات اقتصاد اسلامی*؛ ش ۷ (۱۴)، ۱۳۹۴، ص ۱۷۳-۲۰۹.

۱۶. منتظری، امیرحسین؛ چالش‌ها و راهکارهای به‌کارگیری صکوک قابل تبدیل به سهام برای تأمین مالی پروژه‌های زیرساختی (مورد مطالعاتی: صنعت پتروشیمی ایران)؛ پایان‌نامه کارشناسی ارشد، دانشگاه تربیت مدرس، ۱۳۹۹.
۱۷. موسویان، سیدعباس، بازار سرمایه اسلامی؛ قم: پژوهشگاه فرهنگ و اندیشه اسلامی، ۱۳۹۱.
۱۸. هیئت وزیران؛ آیین‌نامه اجرایی قانون نحوه انتشار اوراق مشارکت؛ ۱۳۹۸.
19. Abdallah, B. and Rodríguez Fernandez, F; "Determinants of CoCo issuance: liquidity and risk incentives", **Journal of Financial Regulation and Compliance**; 30 (4), 2022, pp.412-438, in: <https://doi.org/10.1108/JFRC-09-2021-0080>
20. Adoukonou, O., F. André & J. L. Viviani; "Callable Convertible Bonds in Sequential Financing: Evidence on the Western European Market", **Journal of Multinational Financial Management**; Elsevier, 45, 2018, pp.35-51.
21. Akono, H; "Managerial equity incentives and anti-dilutive convertible debt decisions", **Review of Accounting and Finance**; 17 (3), 2018, pp.341-358.
22. Arzac, Enrique; "Percs, Decs, and Other Mandatory Convertibles", **Journal of Applied Corporate Finance**; 10 (1), 1997, pp.54-63.
23. Batten, J. A, K. L. H. Khaw & M. R. Young; "Pricing convertible bonds", **Journal of Banking & Finance**; 92 (C), 2018, pp.216-236, in: <https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2018.05.006>
24. Calamos, J. P; **Convertible Securities: Structures, Valuation, Market Environment, and Asset Allocation**; Milwaukee: Calamos Investments, 2021.
25. Djebbar, M; "Dilution Effect in Islamic Finance: The Case of Convertible Sukuk, World Academy of Science, Engineering and

- Technology", **International Journal of Economics and Management Engineering**; 3, 2016.
26. González-Ruiz, J. D., M. I. Acosta-García & Villa-García, R; "Financial Behavior in a Mandatory Conversion Process: Empirical Evidence from Colombia", **Global Business Review**; 22 (1), 2020, pp.69–84.
27. Huerga, Á & Rodríguez-Monroy, C; "Mandatory Convertible Bonds and the Agency Problem", **Sustainability Journal**; 11, 2019, pp.40-74.
28. Huerga, Á, and Rodríguez-Monroy, C; "Mandatory Convertible Bonds as an Efficient Method of Issuing Capital", **Proceedings of the 11th International Conference on Industrial Engineering and Industrial Management**; 2018. 10.1007/978-3-319-96005-0_8.
29. International Shariah Research Academy for Islamic Finance (ISRA); **Sukuk: Principles & Practices**; Kuala Lumpur: Pearson, 2017.
30. Kim, H. J. & Han, S. H; "Convertible bond announcement returns, capital expenditures, and investment opportunities: Evidence from Korea", **Pacific Basin Finance Journal**; 53 (C), 2019, pp.331–348.
31. Lahsasna, A., M. Hassan, & R. Ahmad; **Forward Lease Sukuk in Islamic Capital Markets: Structure and Governing Rules**; Cham: Palgrave Macmillan, 2018.
32. Lee, S. J., Y. J. Kim, E. Y. Lee & G.-y Choi; "Market Reactions to Announcements of Valuation Losses on Conversion Rights Embedded in Convertible Instruments", **Journal of Derivatives and Quantitative Studies**; 28 (1), 2020, pp.35-61.
33. Li, H., Liu, H., & Siganos, A; "A comparison of the stock market reactions of convertible bond offerings between financial and non-

financial institutions: Do they differ", **International Review of Financial Analysis**; 45, 2016, pp.356–366.

34. Liberadzki, M & K. Liberadzki; **Contingent Convertible Bonds, Corporate Hybrid Securities and Preferred Shares**; Cham: Palgrave Macmillan, 2019.

35. Refinitiv; **Global Issuance Statistics**; 2021.

36. Securities Commission; **Islamic Securities Guidelines (Sukuk Guidelines)**; 17, 2011.

37. Spiegeleer, J. D, Schoutens, W. & Hulle, C. V; **The Handbook of Hybrid Securities: Convertible Bonds, CoCo Bonds, and Bail-In**; West Sussex: John Wiley & Sons Ltd, 2014.