

بہ نام خدا



سازمان جوړس واوراق ببادار
SECURITIES & EXCHANGE ORGANIZATION

مدیریت پژوهش، توسعه و مطالعات اسلامی

بررسی فقہی- مالی انتشار اوراق اجارہ، استصناع و حوالہ قابل تبدیل بہ سهام

سید امیر حسین اعصامی

کد: ۲۰۱۵-۱-۹۴

تاریخ: فروردین ۱۳۹۴

چکیده

اوراق تبدیلی، از انواع اوراق ترکیبی محسوب می‌شود که در سررسید به سهام بانی تبدیل می‌گردد. این اوراق در شرایط تورمی اقتصاد و وجود انتظارات مثبت در بازار از استقبال بالاتری برخوردار خواهد بود. برای شرکت‌های در حال رشد استفاده از این ابزار مطلوب به نظر می‌رسد. همچنین سرمایه‌گذارانی که تمایل به بهره‌مندی از مزایای مالکیتی یک شرکت و سرمایه‌گذاری با افق بلندمدت‌تر می‌باشند، اوراق قابل تبدیل به سهام ابزار مناسبی برای سرمایه‌گذاری می‌باشد. در این گزارش به قابلیت تبدیل اوراق اجاره، استصناع و جعاله به سهام اشاره شده است. تفاوت اوراق تبدیلی و تعویضی، مزایا و معایب این اوراق و روش‌های ارزش‌گذاری آن از جمله مباحثی است که به اجمال به آن پرداخته شده است.

کلید واژه: اوراق تبدیل شونده به سهام، اوراق قابل تعویض، استصناع، جعاله، اجاره، ارزش‌گذاری اوراق تبدیلی.

سازمان بورس و اوراق بهادار
مدیریت پژوهش، توسعه و مطالعات اسلامی
www.rdis.ir

۱. مقدمه

اوراق بهادار سرمایه‌ای مانند اوراق اجاره، مرابحه، مشارکت، اوراقی هستند که پس از اجرای طرح یا فرایند تأمین مالی در سررسید مشخصی تسویه می‌گردند و به عبارت دیگر اصل سرمایه‌گذاری انجام شده (face value) در انتهای سررسید به دارندگان اوراق پرداخت می‌گردد. یکی از معضلات این اوراق خروج نقدینگی قابل توجهی در سررسید اوراق از شرکت بانی یا پروژه می‌باشد. از طرف دیگر شرکت‌ها راهکارهای متنوعی را برای تأمین یا تکمیل منابع مالی خود بکار می‌گیرند. به عنوان مثال یک شرکت ممکن است طی مدت سه یا چهار سال، اقدام به انتشار اوراق اجاره و سهام نماید. اقدامات شرکتی مانند افزایش سرمایه، تغییر ساختار سرمایه از جمله سیاست‌های اتخاذی توسط شرکت‌ها می‌باشد.

در صورتی که شرکت هم اکنون نیازمند تأمین مالی باشد و در افق چند ساله قصد افزایش سرمایه شرکت را داشته باشد. اوراق تبدیلی به سهام راهکار مناسبی جهت اجرای این راهبرد می‌باشد. همچنین برای سرمایه‌گذارانی که افق بلند مدت در سرمایه‌گذاری دارند و برای آینده شرکت یا طرح افق روشنی را متصور هستند، سرمایه‌گذاری در این نوع اوراق مناسب خواهد بود.

در شرایط رونق اقتصادی و یا پیش بینی رشد اقتصادی، اوراق تبدیل شونده به سهام راهکار مناسبی جهت گسترش و عمق بازار سهام و جذابیت بیشتر برای خرید اوراق سرمایه‌ای خواهد بود. بنابراین، این ابزار می‌تواند روش مناسبی جهت اجرای سیاست‌های پولی دولت واقع شود. در ادامه به تبیین اوراق قابل تبدیل و تعویض با سهام پرداخته می‌شود و سپس مدل‌های اوراق اجاره، استصناع و جعاله با قابلیت تبدیل به سهام ارائه می‌گردد، همچنین به روش‌های قیمت‌گذاری این اوراق پرداخته خواهد شد.

۲. صکوک تعویضی^۱ و صکوک قابل تبدیل به سهام یا (تبدیلی)^۲

صکوک قابل تبدیل تمامی ویژگی‌های استاندارد صکوک متعارف را دارا می‌باشد^۳. این اوراق به دارندگانش این حق را می‌دهد که گواهی‌های صکوک را بر اساس فرمول از پیش تنظیم شده‌ای به سهام یا سایر حقوق صاحبان سهام ناشر (یا شخص متعهد) تبدیل کند. نیازی نیست که سهام یا حقوقی که باید در قبال صکوک قابل تبدیل تحویل گردد در زمان انتشار اوراق موجود باشد.

اوراق قابل تبدیل می‌توانند به سهام عادی شرکت و یا به وجه نقد معادل سهام تبدیل گردند. هرچند صکوک قابل تبدیل نرخ سود پایینی دارند، ولی اختیار تبدیل به سهام و همچنین سهمی شدن در رشد حقوق صاحبان سهام شرکت، برای دارنده اوراق ارزش افزوده‌ای را به همراه خواهد داشت. به دلیل بهره‌مندی از منافع مالکانه این اوراق و سهام، از این

^۱ Exchangeable sukuk

^۲ Convertible sukuk

^۳ این اوراق همانند همه انواع صکوک بر اساس یک دارایی واقعی و یک قرارداد شرعی پایه ایجاد می‌گردند. و سود این اوراق ناشی از بازدهی دارایی پایه است.

اوراق به صکوک ترکیبی^۴ نیز تعبیر شده است. از دید ناشر، کلیدی‌ترین مزیت این اوراق جهت تأمین مالی بنگاه، کاهش دادن حجم تسویه نقدی می‌باشد^۵ (Abdullah & Ismail, ۲۰۰۹).

صکوک قابل تعویض همان صکوک متعارف به اضافه اختیارات تبعی هستند که دارنده آن می‌تواند در آینده صکوک را بر اساس تاریخ و شرایط معینی با سهام شرکت و یا سایر سهام‌های منتشره (معمولاً سهام زیر مجموعه شرکت و یا سهامی که ناشر مالک آن است) تعویض کند (همان). اوراق بدهی قابل تعویض این قابلیت را دارند که با سهامی غیر از سهام ناشر جایگزین شوند. به بیان دیگر، این اوراق در واقع در طبقه‌بندی اوراق بدهی قابل تبدیل قرار نمی‌گیرند؛ اما ویژگی‌های ارزش‌گذاری مشترک دارند (ذوالفقاری، ۱۳۹۲، ص ۵۷).

تفاوت اصلی دو نوع اوراق در این است که صکوک تبدیلی این اختیار را برای دارنده‌اش به همراه دارد که صکوک را به سهام ناشر (که معمولاً سهام جدید است) تبدیل کند. ولی در صکوک تعویضی دارنده اوراق، اختیار دارد که بتواند صکوک را با دیگر سهام موجود شرکت‌ها که در ملکیت ناشر هستند و یا بدهکار و متعهد شرکت هستند تعویض کند (Abdullah & Ismail, ۲۰۰۹).

۱.۲. تفاوت‌های اوراق قابل تبدیل و قابل تعویض با سهام

- افزایش سرمایه‌ی شرکت سهامی عام باید قبل از صدور اوراق قرضه‌ی قابل تعویض با سهام، توسط یک یا چند بانک یا مؤسسه مالی معتبر پذیره‌نویسی شده باشد. اما در اوراق قرضه قابل تبدیل با سهام چنین امری صورت نمی‌گیرد (حسنی، ۱۳۸۵، ص ۸۹).
- افزایش سرمایه شرکت هنگام صدور اوراق قرضه قابل تعویض با سهام حداقل برابر با مبلغ اوراق قرضه خواهد بود؛ اما در هنگام صدور اوراق قرضه قابل تبدیل به سهام شرکت، افزایش سرمایه معادل مبلغ بازپرداخت نشده اوراق قرضه است.
- سهام صادرشده برای تعویض با اوراق قرضه قابل تعویض با سهام، سهام بانام خواهد بود اما سهام صادره برای تبدیل با اوراق قرضه قابل تبدیل به سهام می‌تواند بانام یا بی‌نام باشد.
- در اوراق قرضه قابل تعویض با سهام، مجمع عمومی فوق‌العاده، افزایش سرمایه را همزمان با اجازه انتشار اوراق قرضه تصویب می‌کند؛ اما در اوراق قرضه قابل تبدیل با سهام، مجمع عمومی اجازه افزایش سرمایه را به هیأت‌مدیره می‌دهد.

۳. تجربه انتشار اوراق قابل تبدیل

⁴ hybrid sukuk

⁵ Source: International Financial Law Review; www.iflr.com.

در سال ۲۰۰۶ خزانه ملی برهاد، اولین اوراق بدهی قابل تبدیل اسلامی با مبلغی معادل بر ۷۵۰ میلیون دلار را منتشر کرد. این بزرگترین ابزار قابل تبدیل منتشر شده تا آن زمان در آسیا به شمار می‌رود. تا سال ۲۰۰۹ میلادی این نهاد ۳ مرتبه اقدام به انتشار این نوع اوراق نموده است. پذیرش این اوراق در بورس بین المللی لابن و بور سهام هنگ کنگ صورت گرفت (www.mifc.com) در مارس ۲۰۱۲ نیز خزانه ملی برهاد، ۳۵۷.۸ میلیون دلار صکوک قابل تبدیل به سهام گروه پارکسون^۶ را منتشر نمود (www.bnm.gov.my).

۴. مدل عملیاتی اوراق اجاره تبدیل شونده به سهام

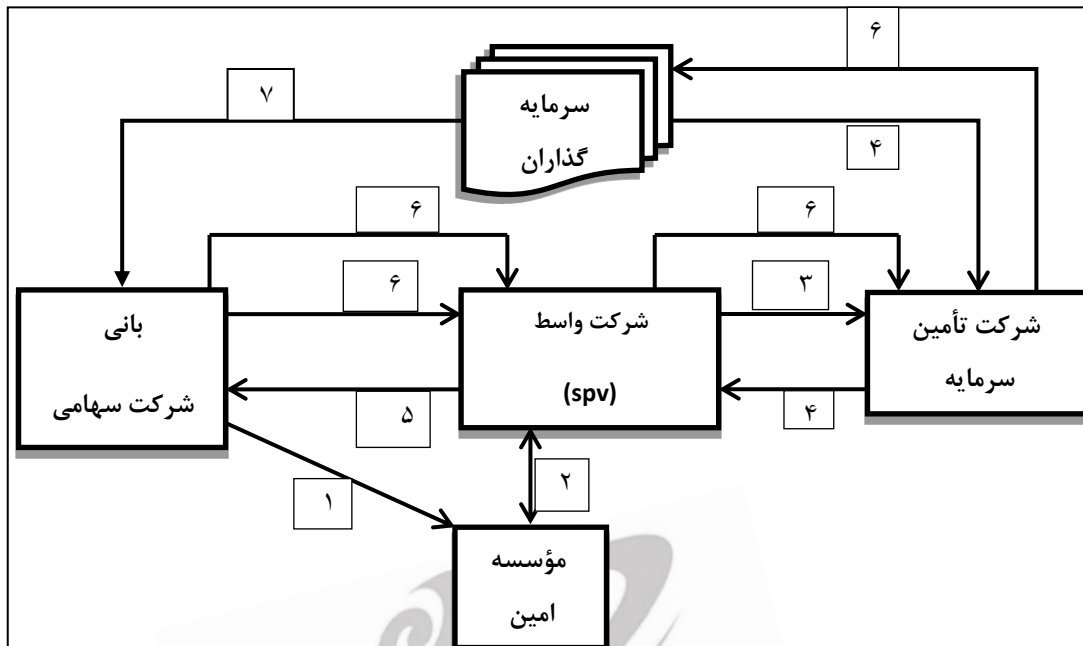
در مدل اوراق اجاره تأمین نقدینگی، بانی شخصیت حقوقی است که دارای یک دارایی سرمایه‌ای است که قصد دارد از طریق اجاره آن، تأمین مالی نماید. علاوه بر این، بانی از جمله شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار است و قصد افزایش سرمایه یا تغییر ساختار سرمایه را دارد. نهاد واسط با انتشار اوراق اجاره، به جمع‌آوری وجوه اقدام کرده و دارایی سرمایه‌ای را به وکالت از طرف سرمایه‌گذاران از بانی خریداری می‌نماید و سپس به بانی اجاره به شرط تملیک می‌دهد. در اوراق اجاره قابل تبدیل به سهام، در زمان انتشار اوراق، نرخ تبدیل اوراق به سهام مشخص می‌باشد. قابلیت تبدیل به سهام می‌تواند بصورت اختیار و یا اجبار در سررسید طراحی گردد. در حالت اول دارندگان اوراق این حق و نه الزام را دارند که در سررسید، معادل ارزش اسمی اوراق و بر مبنای نرخ تبدیل، سهام دریافت کنند و یا اینکه ارزش ریالی مبلغ اسمی اوراق را دریافت کنند و اوراق تبدیل به سهام نشود. ولی در حالت دوم برای بانی تبدیل به سهام نمودن اوراق در سررسید، یک اجبار خواهد بود.

تا قبل از سررسید، به وکالت از طرف سرمایه‌گذاران، دارایی سرمایه‌ای در ملکیت نهاد واسط قرار دارد. در مدل اجاره به شرط تملیک تأمین نقدینگی، در سررسید، دارایی به قیمت اسمی به بانی فروخته می‌شود و در قبال آن، بر اساس نرخ تبدیل به دارندگان اوراق سهام تعلق خواهد گرفت. در مدل اجاره تأمین مالی نیز به همین ترتیب عمل می‌شود که در انتها به میزان قیمت اسمی اوراق، با نرخ معین، سهام شرکت بابت ثمن دارایی به دارندگان اوراق داده می‌شود.

در هر حالت بانی در سررسید، به میزان ارزش اسمی اوراق، دینی بر عهده دارد که این دین را بر اساس نرخ توافق شده از قبل، با سهام خود تادیه می‌کند.

۱. بانی در مورد انتشار اوراق اجاره تبدیل شونده به سهام، امید نامه‌ای برای انتشار اوراق تنظیم نموده، با مؤسسه امین برای انتخاب شرکت واسط وارد مذاکره می‌شود.
۲. مؤسسه امین با بررسی امید نامه و قبول طرح و پذیرش نظارت از طرف صاحبان اوراق، با همکاری بانی شرکت واسط را انتخاب یا تأسیس می‌کند.

^۶ یکی از بزرگترین اپراتورهای فروشگاهی چین



۳. شرکت واسطه پس از کسب موافقت اصولی سازمان بورس و اوراق بهادار، اوراق اجاره قابل تبدیل به سهام را منتشر کرده و از طریق شرکت تأمین سرمایه در اختیار سرمایه گذاران قرار می دهد.
۴. شرکت واسطه با واگذاری اوراق، وجوه را به وکالت از سرمایه گذاران و از طریق شرکت تأمین سرمایه جمع آوری می کند.
۵. شرکت واسطه با منابع جمع آوری شده، به وکالت از طرف سرمایه گذاران اقدام به خرید دارایی موضوع اجاره از بانی می نماید.
۶. بانی دارایی را از نهاد واسطه اجاره به شرط تملیک می نماید. و در مقاطع زمانی مشخص اجاره بها پرداخت می نماید.
۷. در سررسید بانی اقدام به افزایش سرمایه نموده و دیون خود نسبت به پرداخت اصل اوراق را با سهام خود تأدیه می نماید.

۱،۴. بررسی فقهی و حقوقی

ماهیت اوراق اجاره تبدیل شونده به سهام به دو دوره اجاره و دوره مالکیت سهام تقسیم می شود. از زمان انتشار تا سررسید اوراق اجاره، دارندگان اوراق مالکان مشاع دارایی موضوع اجاره و در نقش موجر می باشد و بانی در این مرحله به عنوان مستأجر می باشد که پرداخت اجاره بها بر عهده او است. در سررسید مالکان اوراق، سهامداران خواهند شد که بر اساس تعبیر فقهی باز هم مالکان مشاع شرکت می باشند. تا قبل از سررسید، دارندگان اوراق مالکان مشاع دارایی موضوع اجاره به علاوه مالکان حق دینی مشخصی (تحت عنوان اجاره بها) هستند، ولی بعد از سررسید این حق به حقوق مالکانه سهام که دارای بازدهی متغیری است تغییر می کند.

ولی به لحاظ حقوقی تا قبل از سررسید، دارندگان اوراق اجاره مالکان مشاع دارایی عینی هستند و در سررسید این دارایی عینی به یک حق مالی که عبارت از سهام باشد تبدیل خواهد شد. به عبارت دیگر با تبدیل اوراق اجاره به سهام، سرمایه شرکت و حقوق صاحبان سهام افزایش می‌یابد.

در اوراق اجاره قابل تبدیل به سهام، تبدیل و تغییر تعهدات در ضمن قرارداد شرط شده است. و این شرط صحیحی است و چون ذیل قرارداد لازم (قرارداد اجاره) شرط شده است، لازم الاجرا می‌باشد.

اگر دارایی مورد اجاره، دارایی مانند زمین باشد، در صورتی که اجاره از نوع اجاره به شرط تملیک باشد، می‌توان در ضمن قرارداد شرط نمود که جهت اجاره، برای ساخت بنا درون این زمین باشد. بنابراین بانی می‌تواند در جهت فعالیت‌های خود، دارایی خود را بکار گیرد. همچنین در بلند مدت زمین و سازه‌های بنا شده درون آن ملک مشاع شرکت خواهد شد. بنابراین اوراق تبدیلی برای این گونه موارد که موضوع اجاره توسط مستأجر (بانی) دچار تغییر و تحول می‌گردد مناسب خواهد بود.

۵. اوراق استصناع و تبدیل به سهام (موسویان، ۱۳۹۱، ص ۶۱)

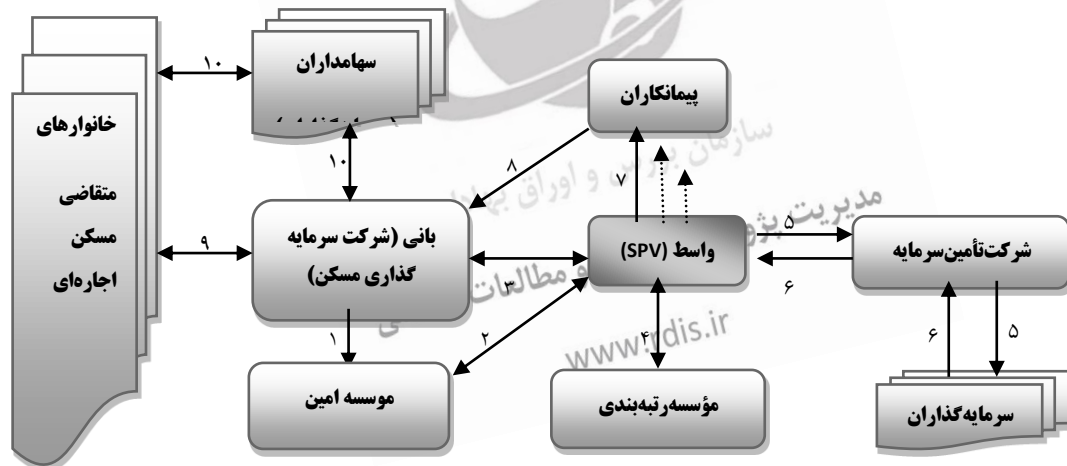
گاهی وقت‌ها متقاضیان مسکن امکان خرید یا اجاره به شرط تملیک مسکن را ندارند و تنها می‌توانند آن را اجاره عادی کنند، در این موارد یک شرکت سرمایه‌گذاری مسکن می‌تواند با استفاده از روش اوراق استصناع و تبدیل به سهام از یک سو مشکل مسکن خانوارهای پیش‌گفته را حل کند و از سوی دیگر سود قابل قبولی برای سرمایه‌گذاران مالی به وجود بیاورد. در این روش، شرکت سرمایه‌گذاری مسکن با مراجعه به موسسه امین و تاسیس موسسه واسط، با واسط وارد قرارداد استصناع ساخت دو ساله شده و آن را عامل خود قرار می‌دهد تا عملیات ساخت و تحویل طرح ۱۰۰۰ واحد مسکونی اجاره‌ای را انجام دهد. واسط پس از مطالعه‌های اولیه و گرفتن مجوزهای لازم، اقدام به انتشار اوراق استصناع قابل تبدیل به سهام می‌کند، سپس با جمع‌آوری وجوه به وکالت از طرف صاحبان اوراق استصناع، با شرکت پیمانکار وارد قرارداد استصناع ساخت دو ساله می‌شود تا عملیات ساخت ۱۰۰۰ واحد مسکونی اجاره‌ای را انجام دهد و طبق قرارداد، پس از پایان هر مرحله از طرح، اجرت مشخصی را به پیمانکار پرداخت می‌کند. در پایان انجام طرح نیز براساس قرارداد، پیمانکار طرح تکمیل شده را به شرکت سرمایه‌گذاری مسکن تحویل می‌دهد.

شرکت واسط با همکاری شرکت سرمایه‌گذاری مسکن با ارزش‌گذاری کل طرح و تبدیل آن به سهام در قالب شرکت سهامی، اوراق استصناع سرمایه‌گذاران را با سهام جایگزین می‌کند. سپس بانی واحدهای مسکونی را به قرارداد اجاره عادی به خانوارهای متقاضی اجاره می‌دهد و اجاره‌بهاها را دریافتی را به عنوان سود سهام، به سهامداران پرداخت می‌کند.

برای تأسیس شرکت سهامی، شرکت سرمایه‌گذاری مسکن در جایگاه مؤسس شرکت سهامی، دست‌کم بیست درصد سرمایه شرکت را تعهد کرده و سی و پنج درصد آن را در حسابی به نام «شرکت در شرف تأسیس» نزد یکی از بانک‌ها به صورت سپرده قرار می‌دهد. سپس مدارک لازم شامل اظهارنامه، طرح اساسنامه و طرح اعلامیه پذیره‌نویسی سهام را جهت ثبت شرکت به اداره ثبت شرکت‌ها ارائه می‌کند. مرجع ثبت شرکت‌ها پس از مطالعه اظهارنامه و ضمایم آن و

تطبیق مندرج‌های آن با قانون، اجازه انتشار اعلامیه پذیرهنویسی را صادر می‌کند. مفاد اعلامیه پذیرهنویسی، تبدیل اوراق استصناع سرمایه‌گذاران به سهام است. بر این اساس، ظرف مدتی که در اعلامیه پذیرهنویسی معین شده است صاحبان اوراق به بانک مراجعه کرده با ارایه اوراق خود، معادل آن سهام دریافت می‌کنند. چنانکه پس از اتمام فرایند پذیرهنویسی، تمام سرمایه شرکت به صورت صحیح متعهد شده باشد (چون ممکن است برخی از صاحبان اوراق استصناع تمایل به تبدیل آن به سهام نداشته باشند)، مؤسسان تعداد سهام هر یک از صاحبان اوراق استصناع را تعیین و اعلام و مجمع عمومی مؤسسان تشکیل می‌دهند. مجمع عمومی مؤسس پس از رسیدگی و احراز پذیرهنویسی تمام سهام شرکت و تأدیه مبالغ لازم و شور درباره اساسنامه شرکت و تصویب آن، نخستین مدیران و بازرس یا بازرسان شرکت را انتخاب می‌کند. اساسنامه‌ای که به تصویب مجمع عمومی مؤسس رسیده به ضمیمه صورتجلسه مجمع و اعلامیه قبولی مدیران و بازرسان جهت ثبت شرکت به مرجع ثبت شرکت‌ها تسلیم و به این ترتیب شرکت سهامی عام تشکیل می‌شود، از آن زمان به بعد ماموریت شرکت سرمایه‌گذاری مسکن خاتمه یافته و قرارداد اجاره به شرکت سهامی تازه تاسیس منتقل می‌گردد.

مدل عملیاتی اوراق استصناع و تبدیل به سهام



روابط حقوقی اوراق استصناع و تبدیل به سهام

۱. بانی (شرکت سرمایه‌گذاری مسکن) با انتخاب پروژه، طرح ساخت و تبدیل به سهام ۱۰۰۰ واحد مسکونی اجاره‌ای را در قالب امیدنامه تنظیم کرده با مؤسسه امین معتبری برای انتخاب مؤسسه واسط جهت اجرای طرح مذاکره می‌کند.
۲. مؤسسه امین با قبول طرح ساخت و تبدیل به سهام ۱۰۰۰ واحد مسکونی اجاره‌ای، و پذیرش مسولیت نظارت از طرف صاحبان اوراق با همکاری بانی، مؤسسه واسط را انتخاب یا تاسیس می‌کند.
۳. بانی (شرکت سرمایه‌گذاری مسکن)، درخواست خود را برای احداث طرح به‌وسیله مؤسسه واسط در قالب قرارداد استصناع و در برابر دریافت اجرت معین قابل تبدیل به سهام پروژه مورد نظر، اعلام و واسط را در جایگاه عامل (سازنده) در احداث طرح تعیین می‌کند؛

۴. مؤسسه واسط اسناد لازم اعم از امیدنامه و قرارداد بین واسط و بانی را جهت گرفتن رتبه اعتباری در اختیار مؤسسه رتبه‌بندی اعتبار قرار می‌دهد و مؤسسه رتبه‌بندی، با توجه به اعتبار بانی و اعتبار طرح ساخت و تبدیل به سهام ۱۰۰۰ واحد مسکونی اجاره‌ای، رتبه اعتباری اوراق استصناع را تعیین می‌کند؛
۵. شرکت واسط با کسب موافقت سازمان بورس و اوراق بهادار، اوراق استصناع را منتشر کرده و از طریق شرکت تأمین سرمایه در اختیار سرمایه‌گذاران مالی می‌گذارد؛
۶. شرکت واسط با واگذاری اوراق استصناع، وجوه سرمایه‌گذاران را به وکالت جمع‌آوری می‌کند؛
۷. شرکت واسط با پیمانکار وارد قرارداد استصناع دوم می‌شود و به تدریج با انجام هر مرحله از طرح، جعل مشخص شده را به وی پرداخت می‌کند؛
۸. پیمانکار با اتمام پروژه آن را در اختیار بانی (شرکت سرمایه‌گذاری مسکن) قرار می‌دهد؛
۹. بانی (شرکت سرمایه‌گذاری مسکن)، واحدهای مسکونی را به قرارداد اجاره عادی به متقاضیان مسکن اجاره‌ای واگذار می‌کند؛
۱۰. سپس بانی (شرکت سرمایه‌گذاری مسکن)، پروژه را با رعایت ضوابط، تبدیل به سهام کرده در اختیار صاحبان اوراق استصناع می‌گذارد و به این ترتیب از یک سو اوراق استصناع تسویه می‌گردند و از سوی دیگر با پایان ماموریت شرکت سرمایه‌گذاری مسکن، شرکت سهامی تازه تاسیس جایگزین آن در ارتباط با مستاجران می‌شود و اجاره‌بهاهای واحدهای مسکونی سود سهام شرکت خواهد بود.

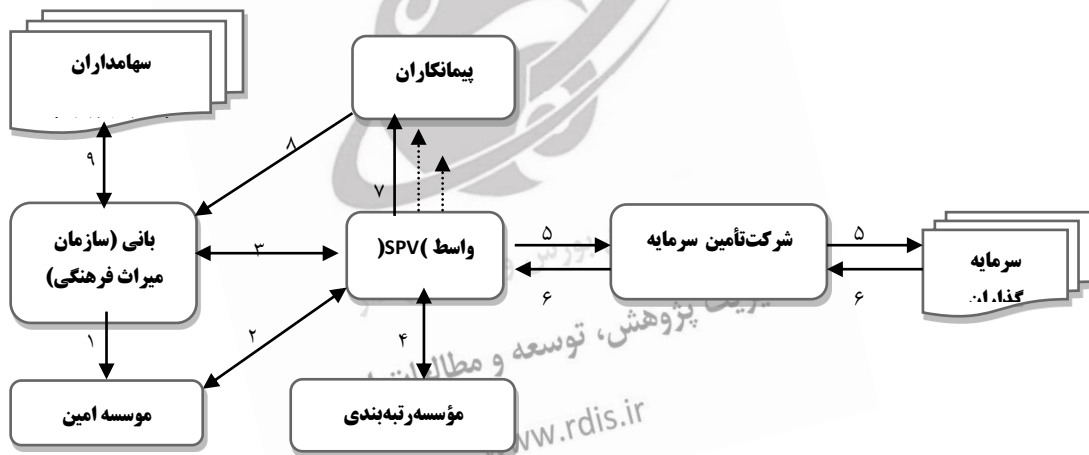
۶. اوراق جعاله احداث و تبدیل به سهام (موسویان، ۱۳۹۱، ص ۵۷۶)

گاهی وقت‌ها طرح‌های سازمان میراث فرهنگی به گونه‌ای است که عمر مفید طولانی دارند و عواید حاصل از آن نیز برای طولانی مدت ادامه خواهد داشت؛ در نتیجه امکان بازگشت سرمایه و سود آن در کوتاه‌مدت و میان‌مدت وجود ندارد. در این صورت سازمان برای تأمین مالی طرح‌های خود به انتشار اوراق جعاله قابل تبدیل به سهام اقدام می‌کند. در این روش، سازمان میراث فرهنگی با مراجعه به مؤسسه امین و تاسیس مؤسسه واسط، با واسط وارد قرارداد جعاله ساخت پنج‌ساله شده و آن را عامل خود قرار می‌دهد تا عملیات ساخت و تکمیل طرح را انجام دهد. واسط پس از مطالعه‌های اولیه و گرفتن مجوزهای لازم، اقدام به انتشار اوراق جعاله قابل تبدیل به سهام می‌کند، سپس با جمع‌آوری وجوه به وکالت از طرف صاحبان اوراق جعاله، با شرکت پیمانکار وارد قرارداد جعاله ساخت دو ساله می‌شود تا عملیات ساخت هتل یا هر طرح خاص دیگری را انجام دهد و طبق قرارداد پس از پایان هر مرحله از طرح، جعل مشخصی را به وی پرداخت می‌کند. در پایان انجام طرح نیز براساس قرارداد، پیمانکار طرح تکمیل شده را به سازمان میراث فرهنگی تحویل می‌دهد. شرکت واسط با همکاری سازمان میراث فرهنگی با ارزش‌گذاری کل طرح و تبدیل آن به سهام در قالب شرکت سهامی، اوراق جعاله سرمایه‌گذاران را با سهام جایگزین می‌کند. سپس عواید سهامداران طرح به عنوان سود سهام، سالیانه به آنان پرداخت می‌شود.

برای تأسیس شرکت سهامی، سازمان میراث فرهنگی در جایگاه مؤسس شرکت سهامی، دست‌کم بیست درصد سرمایه شرکت را تعهد کرده و سی و پنج درصد آن را در حسابی به نام «شرکت در شرف تأسیس» نزد یکی از بانک‌ها به صورت سپرده قرار می‌دهد. سپس مدارک لازم اظهارنامه، طرح اساسنامه و طرح اعلامیه پذیره‌نویسی سهام را جهت ثبت شرکت به اداره

ثبت شرکت‌ها ارایه می‌کند. مرجع ثبت شرکت‌ها پس از مطالعه اظهارنامه و ضمایم آن و تطبیق مندرج‌های آن با قانون، اجازه انتشار اعلامیه پذیرهنویسی را صادر می‌کند. مفاد اعلامیه پذیرهنویسی، تبدیل اوراق جعاله سرمایه‌گذاران به سهام است. بر این اساس، ظرف مدتی که در اعلامیه پذیرهنویسی معین شده است صاحبان اوراق به بانک مراجعه کرده با ارایه اوراق خود، معادل آن سهام دریافت می‌کنند. چنانکه پس از اتمام فرایند پذیرهنویسی، تمام سرمایه شرکت به صورت صحیح متعهد شده باشد (چون ممکن است برخی از صاحبان اوراق تمایل به تبدیل آن به سهام نداشته باشند)، مؤسسان تعداد سهام هر یک از صاحبان اوراق جعاله را تعیین و اعلام و مجمع عمومی مؤسسان تشکیل می‌دهند. مجمع عمومی مؤسس پس از رسیدگی و احراز پذیرهنویسی تمام سهام شرکت و تأدیه مبالغ لازم و شور درباره اساسنامه شرکت و تصویب آن، نخستین مدیران و بازرسان یا بازرسان شرکت را انتخاب می‌کند. اساسنامه‌ای که به تصویب مجمع عمومی مؤسس رسیده به ضمیمه صورتجلسه مجمع و اعلامیه قبولی مدیران و بازرسان جهت ثبت شرکت به مرجع ثبت شرکت‌ها تسلیم و به این ترتیب شرکت سهامی عام تشکیل می‌شود.

مدل عملیاتی اوراق جعاله احداث و تبدیل به سهام



روابط حقوقی اوراق جعاله احداث و تبدیل به سهام

۱. بانی (سازمان میراث فرهنگی) با انتخاب پروژه، طرح احداث و تبدیل به سهام خود را در قالب امیدنامه تنظیم کرده با موسسه امین معتبری برای انتخاب موسسه واسط جهت اجرای طرح مذاکره می‌کند.
۲. موسسه امین با قبول طرح احداث و تبدیل به سهام، و پذیرش مسولیت نظارت از طرف صاحبان اوراق با همکاری سازمان میراث فرهنگی، مؤسسه واسط را انتخاب یا تاسیس می‌کند.
۳. بانی (سازمان میراث فرهنگی)، درخواست خود را برای احداث طرح به وسیله مؤسسه واسط در قالب قرارداد جعاله و در برابر دریافت جعل معین (سهام پروژه مورد نظر) اعلام و واسط را در جایگاه عامل در احداث طرح تعیین می‌کند؛
۴. مؤسسه واسط اسناد لازم اعم از امیدنامه و قرارداد بین واسط و بانی را جهت گرفتن رتبه اعتباری در اختیار موسسه رتبه‌بندی اعتبار قرار می‌دهد و موسسه رتبه‌بندی، با توجه به اعتبار بانی و اعتبار طرح احداث و تبدیل به سهام پروژه مورد نظر، رتبه اعتباری اوراق جعاله را تعیین می‌کند؛

۵. شرکت واسط با کسب موافقت سازمان بورس و اوراق بهادار، اوراق جعاله را منتشر کرده و از طریق شرکت تأمین سرمایه در اختیار سرمایه‌گذاران مالی می‌گذارد؛
۶. شرکت واسط با واگذاری اوراق جعاله، وجوه سرمایه‌گذاران را به وکالت جمع‌آوری می‌کند؛
۷. شرکت واسط با پیمانکار وارد قرارداد جعاله دوم (به اصطلاح قرارداد جعاله موازی) می‌شود و به تدریج با انجام هر مرحله از طرح، جعل مشخص شده را به وی پرداخت می‌کند؛
۸. پیمانکار با اتمام پروژه آن را در اختیار سازمان میراث فرهنگی قرار می‌دهد؛
۹. بانی (سازمان میراث فرهنگی)، پروژه را با رعایت ضوابط تبدیل به سهام کرده در اختیار صاحبان اوراق جعاله می‌گذارد و به این ترتیب اوراق جعاله تسویه می‌گردد.

در این اوراق، شرکت واسط با همکاری سازمان میراث فرهنگی با ارزش‌گذاری کل طرح و تبدیل آن به سهام در قالب شرکت سهامی، اوراق جعاله سرمایه‌گذاران را با سهام جایگزین می‌کند. در این حالت گرچه از نظر حقوقی شکل اوراق صاحبان سرمایه از اوراق جعاله به اوراق سهام تغییر می‌یابد اما از نظر فقهی پدیده جدیدی رخ نمی‌دهد چرا که پیش از آن نیز صاحبان اوراق جعاله، مالک مشاع دارایی بودند و اکنون نیز هستند. به تبع مالکیت مشاع عواید طرح نیز به سهامداران پرداخت می‌شود و به عبارت دیگر جعل آنان به صورت سهام پرداخت می‌شود و در نتیجه مشارکت آنان در قالب حقوقی جدید (شرکت) استمرار پیدا می‌کند.

فروش این نوع اوراق در بازار ثانوی، از باب فروش سهام‌الشرکه فرد از پروژه مربوطه است که از جهت فقهی، بیع سهام مشاع دارایی فیزیکی بوده و به باور همه فقیهان امامیه و اهل سنت صحیح است و قیمت فروش آن می‌تواند با توافق و رضایت طرفین یا براساس سازوکار عرضه و تقاضای بازار تعیین شود، بعد از معامله، صاحب جدید اوراق در تمام مسایل جانشین صاحب پیشین اوراق و مالک مشاع دارایی خواهد بود.

۷. مزیت‌ها

در شرایطی که نرخ سود اوراق سرمایه‌گذاری و نرخ سود سپرده‌های بانکی ثابت، و نرخ تورم بالا است، صکوک با نرخ سود ثابت جذابیت خود را از دست می‌دهند. اوراق قابل تبدیل به سهام این امکان را برای سرمایه‌گذاران فراهم می‌کند که در چنین شرایطی بتوانند نرخ بازدهی سرمایه خود را افزایش دهند و از طرف دیگر در شرایط تورمی اختیار تبدیل به سهام باعث رونق بازار اولیه صکوک خواهد شد.

در صورتی که اوراق قابل تبدیل بصورت بلوکه با حجم بالا خریداری شود، ابزاری جهت کنترل مدیریت بنگاه‌های بدهکار خواهد بود. به عنوان مثال شرکتی که دارای اهرم بالایی است، اگر دیون تبدیل به اوراق بهادار شده شرکت به میزانی باشد که شخصیت حقیقی یا حقوقی خریدار اوراق، با تبدیل آنها به سهام بتواند کنترل بخشی از مدیریت شرکت را بر عهده گیرد، روشی برای ادغام یا تملیک شرکت خواهد بود.

بطور کلی، زمانی که قیمت سهام شرکت پایین بوده و انتظار افزایش آن در آینده وجود دارد، انتشار اوراق قابل تبدیل برای شرکت بهتر از انتشار سهام عادی خواهد بود.

برای شرکت‌های در حال رشد نیز انتشار اوراق بهادار قابل تبدیل روش مناسب‌تری است. هر چه نرخ رشد این شرکت‌ها بیشتر باشد، تبدیل سریعتر صورت خواهد گرفت. برای مثال، اوراق قابل تبدیل می‌تواند به عنوان منبعی موقتی در یک دوره‌ی بازسازی مورد استفاده قرار گیرد. برای شرکت‌های در حال رشد، این اوراق، منبع نسبتاً ارزانی به شمار می‌روند. انتشار اوراق بهادار قابل تبدیل برای شرکت‌هایی با رشد کم توصیه نمی‌شود. زیرا زمان زیادی طول خواهد کشید تا تبدیل صورت گیرد. وجود یک فاصله زمانی طولانی در تبدیل ممکن است این نظر را در سرمایه‌گذاران به وجود آورد که سهام شرکت به طریقی که انتظار می‌رفت عملکرد مطلوب نداشته است. علاوه بر موارد مذکور اوراق تبدیلی مزیت‌های زیر را به همراه دارد:

۸. با ایجاد یک اختیار برای سرمایه‌گذاران، کسب سود آوری بالاتر و با افق زمانی طولانی‌تر در شرکت‌های سهامی و سهیم شدن در مالکیت آن‌ها و استفاده از فواید مالکیتی مانند حق رأی و کنترل و مدیریت این شرکت‌ها را برای سرمایه‌گذار ایجاد می‌کند. اگر تبدیل شدن به سهام به عنوان یک حق (ونه الزام) برای سرمایه‌گذار باشد، سرمایه‌گذاران با توجه به موقعیت بهتر می‌توانند حفظ اوراق تا تاریخ سررسید و یا استفاده از منافع مالکانه شرکت را انتخاب کنند.

۹. افزایش نقدینگی این اوراق در بازار ثانویه به دلیل ایجاد جذابیت مازاد در این اوراق؛

۱۰. هنگامی که بازار سهام رو به رشد باشد، رونق بازار صکوک را به همراه خواهد داشت؛

ریسک‌هایی که برای سهام شرکت وجود دارد، در تعدیل قیمت اوراق لحاظ می‌گردد؛ بنابراین از آنجا که اوراق اجاره و اوراق مرابحه هر کدام به منظور اجرای یک پروژه در شرکت منتشر می‌گردند و شرکت مجموعه‌ای متشکل از پروژه‌های متنوع است؛ لذا بازدهی این اوراق به بازدهی واقعی نزدیکتر خواهد شد.

۸. معایب

۱. یکی از معایب این اوراق برای ناشر آن است که در صورت افزایش قابل توجه قیمت سهام، شرکت مجبور است اوراق را با نرخ تبدیلی پایین به سهام تبدیل کند در حالیکه می‌توانست با به تأخیر انداختن تأمین مالی، از طریق انتشار سهام عادی منابع بیشتری را جذب کند.

۲. در زمانی که قیمت سهام افت شدیدی پیدا کند دارندگان اوراق علاقه چندانی نسبت به تبدیل این اوراق به سهام نخواهند داشت. از این رو در صورتیکه اوراق از نوع اجبار در تبدیل به سهام باشد، دارندگان اوراق متحمل زیان خواهند شد.

۳. ریسک اعمال اختیارات: در صورتی که دوره مشخصی برای اعمال اختیارات در نظر گرفته شده باشد، ممکن است این اختیارات از جانب ناشر و یا سرمایه‌گذاران زودتر از موعد اعمال شود. در صورتی که سود تقسیمی سهام شرکت بیش از اقساط دریافتی از جانب دارندگان اوراق باشد، دارندگان اوراق زودتر از موعد پیش بینی

شده اقدام به تبدیل اوراق به سهام می‌کنند و شرکت ملزم به پرداخت وجوه بیشتری نسبت به حالت قبل از تبدیل خواهد بود.

۹. بررسی حسابداری

شرایط و نحوه انتشار اوراق قرضه قابل تبدیل به سهام در قانون تجارت بیان گردیده است. مواد ۵۱ الی ۷۱ قانون تجارت به موضوع اوراق قرضه قابل تبدیل به سهام پرداخته است. هر چند ماهیت اوراق اجاره و اوراق قرضه متفاوت می‌باشند، ولی به لحاظ حسابداری شباهت‌هایی با هم دارند. چه در اوراق قرضه و چه در اوراق اجاره پرداخت وجوه به دارندگان اوراق در مقاطع زمانی از نوع دین می‌باشد (در اوراق اجاره دیون از نوع اجاره‌بها و در اوراق قرضه از نوع بهره قرض می‌باشد)، ولی در سررسید، پرداخت ارزش اسمی قرضه یک نوع بدهی است در حالی که در اوراق اجاره به عنوان ثمن دارایی شناسایی می‌شود. ولی به هر حال در هر دو نوع اوراق، پرداخت اصل تعهد شده است و از این جهت نوعی دین برای شرکت محسوب می‌گردد.

تبدیل اوراق قرضه به سهام عادی مستلزم ابطال اوراق قرضه پرداختنی، صرف یا کسر اوراق قرضه می‌باشد. تبدیل اوراق قرضه به سهام عادی با دو روش امکان پذیر است:

۱. ارزیابی مبادله با بهای تمام شده (ارزش دفتری اوراق قرضه)

۲. ارزیابی بر مبنای ارزش بازار (سهام یا اوراق قرضه)

در روش ارزش دفتری، معادل کاهش بدهی‌ها، حقوق صاحبان سهام افزایش می‌یابد. در این روش سود یا زیان ناشی از تبدیل شناسایی نمی‌شود.

در روش ارزش بازار، چنانچه ارزش بازار اوراق قرضه کمتر یا بیش‌تر از ارزش دفتری آن باشد، مبلغ تفاوت به عنوان سود یا زیان ناشی از تبدیل شناسایی می‌شود.

بدیهی است در تعیین انتخاب روش، ارزش هر کدام که به وضوح قابل تعیین و قابلیت اتکا بیشتری داشته باشد، انتخاب می‌گردد. فرض کنید ارزش بازار اوراق قرضه قابل تبدیل به سهام عادی بیش از ارزش دفتری آن باشد، ثبت تبدیل به شرح زیر است:

صادر کننده	سرمایه‌گذار
اوراق قرضه پرداختنی (دفتری) **	سرمایه‌گذاری در سهام (ارزش بازار) **
صرف اوراق قرضه (دفتری) **	سرمایه‌گذاری در اوراق قرضه **
زیان حاصل از تبدیل **	سود ناشی از تبدیل **

سهم عادی (اسمی) **

صرف سهام حاصل از تبدیل **

در فرایند تبدیل اوراق قرضه به سهام عادی، بهره متعلق به آن تا تاریخ مزبور پرداخت و هر گونه صرف یا کسر اوراق قرضه در دفاتر صادر کننده حذف می‌شود. تفاوت ارزش اسمی و بازار سهام به حساب صرف سهام حاصل از تبدیل بستانکار می‌شود. در دفاتر سرمایه‌گذار، سود یا زیان غیر مترقبه بر مبنای تفاوت ارزش بازار سهام (اوراق قرضه) و ارزش دفتری اوراق قرضه، شناسایی و ثبت می‌شود.

۱۰. ارزش گذاری اوراق قابل تبدیل به سهام (Convertible Bonds) (Wei, 2009)

ارزش اوراق بهادار قابل تبدیل از دو جز تشکیل می‌شود. جزء اول قیمت ورقه قرضه است که با تنزیل جریان‌های نقدی آتی آن با نرخ بازده مورد انتظار محاسبه می‌شود، که آن را ارزش پایه^۷ اوراق قابل تبدیل می‌نامیم. و جزء دوم آن قیمت اختیار معامله ای است که به واسطه ی آن می‌توان اوراق بهادار قابل تبدیل را به سهام تبدیل کرد. معمولاً شرایط خاص این اوراق و ارجحیت آن‌ها نسبت به سهام (در دعاوی مالی هنگام ورشکستگی) و ... باعث می‌شود که قیمت آن‌ها از آن چه که پایه قیمتی است (دو جزء بحث شده در بالا) متفاوت باشد.

حداقل قیمت یک ورقه قابل تبدیل برابر خواهد بود با ارزش تبدیل یا ارزش پایه‌ای که مقدار بیشتری داشته باشد. قبل از آن که ارزش تبدیل سهام به ارزش پایه‌ای آن نزدیک شود، همواره تفاوت بین این دو ارزش برابر خواهد بود با ارزشی که بازار برای اختیار تبدیل گنجانده شده در این اوراق، قائل است.

یک روش برای ارزش گذاری CB عبارت از بررسی یک واحد از CB به عنوان یک واحد از بدهی مستقیم (همانند اوراق بدهی) به علاوه‌ی یک واحد از خرید واران^۸ (call warrant) است. از این رو، CB دارای اندازه انتشار، تاریخ صدور، تاریخ تا سررسید، ارزش اسمی (نامگذاری شده) و نرخ کوپن خاص خود است که همانند یک واحد از اوراق بدهی می‌باشد. مشخصه‌های دیگر CB طبق واران، عبارت از قیمت تبدیل و نسبت تبدیل است. قیمت تبدیل، قیمتی است که سرمایه‌گذاران با این قیمت، CB‌ها را با سهام تبادل می‌نمایند؛ و نسبت تبدیل نیز نرخی است که تعیین می‌کند چه تعداد از سهام با هر واحد از CB می‌تواند جایگزین شود. اوراق قابل تبدیل به سهام به مثابه اختیار معامله اروپایی رفتار می‌کنند. به این صورت که CB‌ها، طی سررسید نمی‌توانند به وسیله انتشار دهندگان اوراق خریداری شوند.

⁷ . Straight value

^۸ واران، عبارت است از اختیار خریدی که بر روی اوراق بهادار منتشره شرکت، صادر می‌شود؛ در واقع این اوراق بهادار برای ترغیب سرمایه‌گذار، نسبت به اوراق بهادار شرکت منتشر می‌شود (هال، ۱۳۸۸).

طبق این روش، ارزش نظری CB عبارت از مجموع ارزش سرمایه گذاری مستقیم و ارزش وارانته می‌باشد. از آنجائیکه تضمین خرید جایگزین شده در یک CB مشابه با یک اختیار خرید (call option) نوعی است؛ ارزش خرید وارانته به وسیله ارزش یک اختیار خرید به صورت تقریبی قابل برآورد خواهد بود.

فرض نماییم که قیمت سهام S_t ، CB، از حرکت هندسی براونی (Brownian) یا فرآیند وینر (Wiener) تبعیت می‌نماید که یک نوع خاص و ویژه از فرآیند تصادفی Markov می‌باشد؛ به این صورت که قیمت سهام به صورت کاملاً تصادفی تعیین می‌شود که پیش بینی تغییر در قیمت با استفاده از عملکردهای تاریخی امکان پذیر نیست. به گونه ای که :

$$dS_t / S_t = \mu dt + \sigma dW_t \quad (1)$$

که در این فرمول، نماد (μ) معرف تغییر جهت تدریجی، نماد (σ) معرف نوسانات قیمت سهام و نماد (W_t) معرف حرکت استاندارد براونی است. بر اساس این پیش فرض، مدل تعدیل شده قیمت گذاری اختیار معامله بلک-شولز (Black - Scholes) که به منظور تصفیه پرداخت‌های سود سهام استفاده می‌شود (Scholes, 1973 and Merton, 1973) ارزش یک اختیار خرید اروپایی را بدین ترتیب تعریف می‌کند:

$$C = S \cdot e^{-dT} \cdot N(d_1) - K \cdot e^{-rT} \cdot N(d_2) \quad (2)$$

که در این فرمول، نماد (S) معرف قیمت سهام و نماد (K) معرف قیمت تبدیل است که لگاریتم هر دوی آنها به صورت نرمال توزیع شده است. نماد (σ) معرف انحراف استاندارد پیوسته مرکب از بازده سهام، نماد (d) معرف سود پیوسته مرکب سالیانه سهام، نماد (T) معرف زمان باقیمانده تا سر رسید، نماد (r) معرف نرخ پیوسته مرکب بازده بدون ریسک و نماد $(N())$ معرف تابع توزیع تجمعی متغیر نرمال و استاندارد d_1 ، d_2 می‌باشد :

$$d_1 = \frac{\ln(S/K) + (r - d + \sigma^2 / 2)T}{\sigma\sqrt{T}}$$

$$d_2 = d_1 - \sigma\sqrt{T} \quad \text{و}$$

ارزش سرمایه گذاری CB عبارت از مجموع مبلغ کوپن های آینده و پرداخت های اصلی با توجه به نرخ سود و زمان است. هنگام تبادل CB با سهام، ارزش سرمایه گذاری مورد انصراف قرار می گیرد و ارزش اعمال جایگزین ارزش سرمایه گذاری می گردد.

$$Investment\ value = \sum_{t=1}^n \frac{coupon}{(1+YTM)^t} + \frac{par\ value}{(1+YTM)^n} \quad (3)$$

بنابراین، با توجه به این روش، ارزش اوراق قابل تبدیل برابر است با مجموع (2) و (3).

به هر حال، در روش فوق برای ارزش گذاری CB، نقایص متعددی وجود دارد. اولاً، اگرچه ما با به کار بردن مدل بلک - شولز (Black - Scholes)، قادر به تعدیل سازی سود پیوسته مرکب سهام خواهیم بود؛ با این وجود، پرداخت های گسسته سود سهام قابل تعدیل و محاسبه نمی باشد. سایر مولفه ها مانند حقوق سرمایه گذاران جهت انصراف نیز مد نظر قرار نمی گیرد. مدل درخت دو جمله ای - که تعیین کننده قیمت جاری CB ها با استفاده از روش القای وارونه (backward inductions) نسبت به سر رسید است. - یک راه حل بهتر برای این مشکلات و مساله ها ارائه می دهد. اولاً، مدل درخت دو جمله ای پرداخت های گسسته سود سهام را در هر گره ویژه ی درخت تعدیل می نماید. ثانیاً، برخی از CB ها شرایطی همانند یک اختیار فروش فراهم می کنند؛ به گونه ای که به سرمایه گذاران اختیار می دهند تا بتوانند CB ها را طی زمانی مشخص و قیمتی معین در بازار بورس (در ازاء وجه نقد یا سهام) به منتشر کنندگان اوراق برگردانند. این اختیار معامله جاسازی شده (تبعی) در CB، ارزش CB را افزایش می دهد. علاوه بر این که مدل درخت دو جمله ای تغییر در نرخ های تنزیل به کار برده شده در گره های مختلف مدل را می پذیرد.

روش سوم برای ارزش گذاری CB، CB را به عنوان یک سهام با بازدهی بالا (yield-enhanced) به علاوه یک اختیار فروش

(put option) بررسی می نماید. ارزش بخش سهام معادل ارزش برابری از CB - که با استفاده از قیمت جاری سهام و نسبت تبدیل محاسبه می شود. - برابر است. ارزش اختیار خرید نیز از طریق برابری ارزش put-call می تواند محاسبه شود.

$$C = S \cdot e^{-dT} + P - K \cdot e^{-rT} \quad \text{بنابراین:}$$

$$P = K \cdot e^{-rT} \cdot N(-d_2) - S \cdot e^{-dT} \cdot N(-d_1) \quad (4)$$

منابع

۱. حسنی، حسن(۱۳۸۵)، حقوق تجارت، تهران: نشر میزان، چاپ پنجم.
۲. ذوالفقاری، مهدی (۱۳۹۲)، «اوراق مشارکت قابل تبدیل به سهام؛ ابزاری برای تأمین مالی اسلامی»، ماهنامه بورس، شماره ۱۰۲.
۳. موسویان، سیدعباس(۱۳۹۱)، بازار سرمایه اسلامی(۱)، تهران: سازمان انتشارات پژوهشگاه فرهنگ و اندیشه اسلامی.
4. Abdullah, hossam, Ismail, riza(2009), "sukuk under development", International Financial Law Review(IFLR).
5. Wei, Xie. (2009) , The Announcement Effects and the Long-run Performances of Convertible Bond Issuances , ProQuest LLC 789 East Eisenhower Parkway P.O. Box 1346 .Ann Arbor, MI 48106-1346, SINGAPORE MANAGEMENT UNIVERSITY,p 16-19



سازمان بورس و اوراق بهادار
مدیریت پژوهش، توسعه و مطالعات اسلامی
www.rdis.ir