



سازمان بورس و اوراق بهادار
Securities & Exchange Organization

مرکز پژوهش، توسعه و مطالعات اسلامی گروه بازارها و ابزارهای مالی

استفاده از اوراق قابل تبدیل به سهام
جهت تأمین مالی شرکت‌های در فرایند
پذیرش بورس‌های اوراق بهادار

میثم حامدی
طاهره منزوی



سازمان بورس و اوراق بهادار
مرکز پژوهش، توسعه و مطالعات اسلامی
گروه بازارها و ابزارهای مالی

عنوان: استفاده از اوراق قابل تبدیل به سهام جهت تأمین مالی شرکت‌های در فرایند پذیرش بورس‌های اوراق بهادار

تهیه‌کننده: میثم حامدی - طاهره منزوی

کد گزارش: ۹۹-۰۶-۲۰۲۰

تاریخ گزارش: تیرماه ۱۳۹۹

این تحقیق در گروه بازارها و ابزارهای مالی مرکز پژوهش، توسعه و مطالعات اسلامی تهیه شده و مباحث و نظرات ارائه شده در آن صرفاً نظرات و بررسی‌های صورت گرفته توسط کارشناسان و پژوهشگران این مرکز می‌باشد نه نظرات رسمی سازمان بورس و اوراق بهادار.

استفاده از اوراق قابل تبدیل به سهام جهت تأمین مالی شرکت های در فرایند پذیرش بورس های اوراق بهادار

میثم حامدی - طاهره منزوی

چکیده

در شرایط هجوم نقدینگی به بازار، لزوم تدبیر شرایطی که عرضه اولیه سهام افزایش یابد و نقدینگی به سمت بخش واقعی اقتصاد جریان یابد، ضروری به نظر می رسد. همچنین در شرایط خوب بازار، درخواست پذیرش در بورس و تأمین مالی نیز فزونی خواهد یافت و شرکت های زیادی در فرایند پذیرش قرار خواهند گرفت. با توجه به اینکه شرکت ها با معیارهای پذیرش کاملاً منطبق نیستند، احتمال طولانی شدن فرایند پذیرش و عدم امکان استفاده از شرایط مناسب بازار وجود خواهد داشت.

سؤال اصلی تحقیق این است که آیا ابزاری وجود دارد تا شرکت هایی که در فرایند پذیرش هستند (چه سهامی عام و چه شرکت هایی که به سهامی عام تبدیل نشده اند) جهت تأمین مالی از آن استفاده نمایند و ویژگی ابزار مربوطه، مشابه سهام باشد؟ این سؤال در رابطه با طرح موضوع راه اندازی بازار هدف در شرکت فرابورس ایران، از سوی نویسندگان پاسخ داده شده است.

براساس بررسی صورت گرفته، به نظر می رسد، سازمان یا هیئت پذیرش در بورس ها، با اعطای موافقت اصولی به متقاضی پذیرش می توانند از اوراق قابل تبدیل به سهام یا از حق اختیار خرید جهت تأمین مالی متقاضی پذیرش استفاده نمایند. بر این اساس، فروش اختیار خرید از سوی متقاضی و همچنین انتشار اوراق وکالت قابل تبدیل به سهام، دو ابزاری هستند که با کمترین موانع برای انتشار مواجهند.

کلمات کلیدی: اوراق قابل تبدیل به سهام، اوراق قابل تعویض با سهام، اوراق وکالت، اوراق تبعی اختیار خرید.

عرضه اولیه از منظر تاریخی از جمله ساز و کارهای ابتدایی بوده که شرکت‌های خصوصی (در هر قالب شرکتی) برای دستیابی به نقدینگی از آن بهره برده‌اند. وجود نقدینگی زیاد در میان عموم مردم و سرمایه‌گذاران بالفعل و بالقوه موجب می‌شود که تمایل شرکت‌های خصوصی به ورود به بازار سرمایه نیز افزایش یابد. آشنایی کارآفرینان و صاحبان شرکت‌ها با ظرفیت‌های بازار سرمایه و همچنین رشد روز افزون این بازار در میان عموم آحاد جامعه، به احتمال زیاد با درخواست‌های زیادی برای ورود انواع شرکت‌های دولتی و خصوصی به بازار سرمایه مواجه خواهیم بود که برخی از آنها آمادگی لازم برای ورود سریع به بازار را داشته، از مشاوران عرضه بهره برده و برخی دیگر، گرچه الزامات ابتدایی برای ورود به بازار را دارند اما به دلیل عدم شفافیت اطلاعاتی لازم بورس‌ها، آماده نبودن شرایط افشای اطلاعات و برخی معضلات دیگر، باید مدت زمانی بیشتری را برای ورود به بازار طی نمایند. این طولانی بودن زمان دو آفت به همراه دارد که یکی عدم استفاده از شرایط مناسب بازار و همچنین عدم جذب صحیح نقدینگی درون شرکت‌هاست. گرچه پیشنهاد ایجاد «بازار هدف» از سوی شرکت فرابورس ایران می‌تواند مزایایی را برای شرکت‌های کوچک و متوسط، و همچنین شرکت‌های استارت‌آپی ایجاد کند اما ابهاماتی در رویه پذیرش سهام این شرکت‌ها در بازار وجود دارد و مشخص نیست سهام این شرکت‌ها (غالباً شرکت‌های سهامی خاص) براساس چه عقدی به عموم قابلیت عرضه پیدا می‌کند و آیا می‌توان با شرکت سهامی خاص (یا سایر شرکت‌هایی که در فرایند پذیرش هستند) همانند شرکت سهامی عام برخورد نمود؟ (در اصل از منظر فقهی شاید پولی که سرمایه‌گذاران برای خرید سهام شرکت سهامی خاص پرداخت می‌کنند را می‌توان در قالب عقد قرض (یا نوعی وام) مد نظر قرار داد که در آینده به سهام شرکت مبدل می‌شود). با بهره‌گیری از این مدل، برای تمامی شرکت‌هایی که در فرایند پذیرش هستند، می‌توان امکان انتشار انواع اوراق قابل تبدیل با سهام را تصویر نمود که در زمان پذیرش و عرضه عمومی این اوراق تبدیل به سهام شرکت می‌شوند. در این تحقیق که به روشی توصیفی صورت گرفته، به منظور یافتن اوراق و روش بهینه که قابلیت تبدیل به سهام را دارد، موانع استفاده از هر ورقه و همچنین مزایای روش‌های مختلفی که این امکان را فراهم می‌آورند مورد بررسی قرار گرفته است. به این روش‌ها اساساً می‌توان انتشار صکوک قابل تبدیل به سهام قبل از عرضه اولیه^۱ اطلاق کرد که معمولاً در کشورهای دیگر در حوزه تأمین مالی طرح‌های جسورانه (VC) یا به شکل عرضه خصوصی اتفاق افتاده است. این تحقیق ابتدا به مفاهیم انتشار اوراق قابل تبدیل به سهام و انواع آن، آمارهای بین‌المللی انتشار اوراق قابل تبدیل و نمونه‌های موجود پرداخته، سپس به الزامات انتشار انواع اوراق و تخصیص قابلیت تبدیل شدن به سهام در هر یک از اوراق را مورد بررسی قرار داده، و در نهایت به دنبال ارائه مدلی برای انتشار صکوک قابل تبدیل به سهام شرکت‌هایی است که در فرایند پذیرش در بورس قرار دارند.

تاریخچه انتشار اوراق قابل تبدیل

اولین ورقه‌های قابل تبدیل در قرن نوزدهم، زمانی که ایالات متحده به عنوان بازار نوظهور شناخته می‌شد و دسترسی به سرمایه در کشوری که به سرعت در حال رشد بود اغلب چالشی محسوب می‌شد، منتشر شده است. شرط قابلیت تبدیل اولین بار برای ترغیب سرمایه‌گذاران به مشارکت در تأمین مالی ساختمان راه‌آهن، به ورقه‌های قرضه رهن اعتباری^۲ افزوده شد. خیلی سریع شرکت‌های دیگر

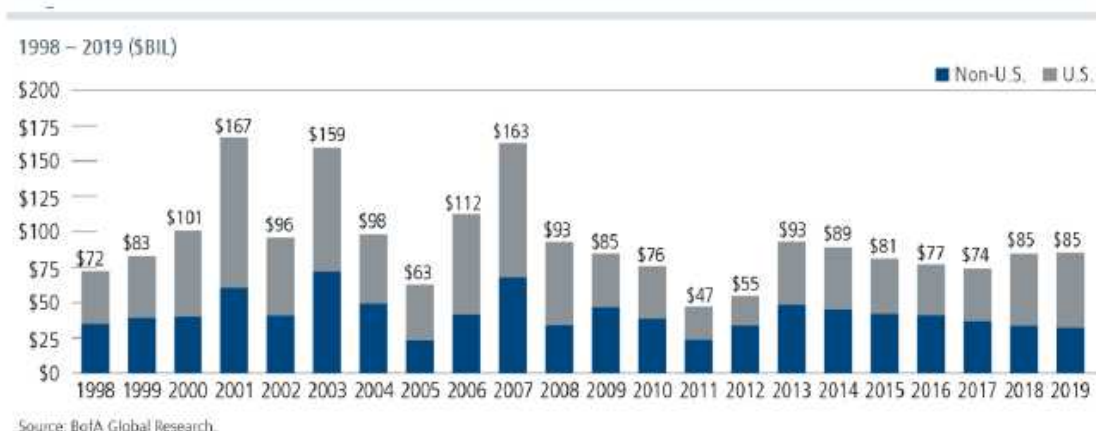
^۱ Pre-IPO Sukuk Issuance

^۲ Mortgage Bonds

نیز از مزیت‌های این ویژگی مطلع شده و شرکت‌هایی نظیر تلگراف و تلفن، شرکت‌های تولیدی و ... نیز از آن بهره جستند. در دهه ۱۹۵۰، بسیاری از شرکت‌های رشدی، اوراق قابل تبدیل منتشر نمودند. گرچه نرخ بهره تقریباً پایین بود اما رشد بازار سرمایه باعث شد تا شرکت‌ها با اضافه کردن ویژگی قابل تبدیل شدن به سهام، با نرخ‌های کمتری تأمین مالی نمایند. در دهه ۱۹۶۰ نیز که بازار سرمایه آمریکا به شدت رشد داشت و شرکت‌های بسیار بزرگ چند ملیتی در نتیجه ادغام و اکتساب در این دهه بوجود آمدند، شرکت‌های بسیاری با انتشار اوراق قابل تبدیل به سهام، اقدام به تأمین مالی گسترده نمودند. با رشد بازار، شرکت‌های کوچک و متوسط نیز از این قافله عقب نماندند و آنها نیز تأمین مالی از طریق انتشار اوراق قابل تبدیل را آغاز کردند.

در دهه ۱۹۸۰، عرضه خصوصی رونق گرفت. پیش از آن، عرضه خصوصی اوراق قابل تبدیل به سهام در بازار تأمین مالی خطرپذیر (جسورانه) با حجم انتشارهای پایین و بازاری به شدت نقد ناشونده، اجرا شده بود. در سال ۱۹۹۰، دستورالعمل 144a، ایجاد بازار عرضه خصوصی نهادی^۲ را اجازه داد به طوری که عرضه‌های خصوصی می‌توانستند بلافاصله و بدون رعایت ضوابط افشای اطلاعات که در عرضه‌های عمومی الزام بر آن وجود داشت، در بازار معامله شوند. این موضوع باعث شد، عرضه خصوصی اوراق قابل تبدیل به سهام نیز مورد توجه زیادی قرار گیرد. کاربردهای مختلفی که این ابزار دارد و همچنین استفاده از این ابزار به صورت مختلف و با موارد استفاده متفاوت، رشد آن را رقم زده است به طوری که در پایان سال ۲۰۱۹ حجم انتشار ورقه‌های قابل تبدیل به سهام ۸۵ میلیارد دلار بوده است. شکل ۱ آمار انتشار انواع اوراق قابل تبدیل به سهام در جهان را به تصویر کشیده است.

شکل ۱- حجم انتشار اوراق قابل تبدیل در جهان از سال ۱۹۹۸ تا ۲۰۱۹ (ارقام به میلیارد دلار)

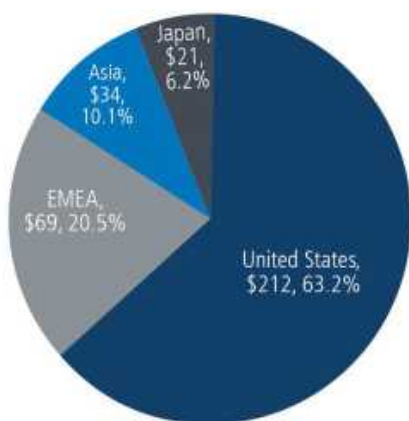


همانطور که در شکل ۱ مشاهده می‌شود، بیشترین انتشار اوراق قابل تبدیل در ایالات متحده بوده اما اتحادیه اروپا، آسیا و کشور ژاپن نیز از این منظر پیشرو هستند (در اصل می‌توان ژاپن را بعد از آمریکا دومین کشور با بیشترین حجم انتشار مد نظر قرار داد). شکل ۲ این مهم را به تصویر کشیده است. بدون شک، انتشار اوراق در غالب کشورها با رتبه اعتباری صورت می‌گیرد و مؤسسات اعتبارسنجی مختلف، نسبت به درج رتبه اعتباری بر روی انواع اوراق بهادار اقدام می‌نمایند. اما بر خلاف اوراقی که به عموم عرضه می‌شود، غالب

^۲ Institutional Private Placement Market

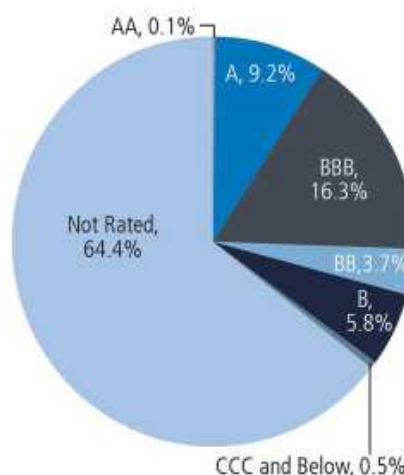
اوراق قابل تبدیل، رتبه اعتباری ندارد به طوری که تا پایان دسامبر سال ۲۰۱۹، بیش از ۶۴ درصد از اوراق قابل تبدیل در جهان، بدون رتبه اعتباری منتشر شده است. شکل ۳، کیفیت اعتباری این اوراق در سطح جهان را نشان می‌دهد.

شکل ۲- بازار جهانی اوراق قابل تبدیل بر اساس منطقه (تا پایان سال ۲۰۱۹- اعداد به میلیارد دلار)



Source: BofA Global Research, ICE Data Indices, LLC.

شکل ۳- کیفیت اعتباری اوراق قابل تبدیل در سطح جهانی (تا پایان سال ۲۰۱۹)



Source: BofA Global Research, ICE Data Indices, LLC, VG00 Index.

انواع اوراق قابل تبدیل

اوراق قابل تبدیل در ساختارهای مختلفی که طی سالها و در پی پاسخ به ذائقه سرمایه‌گذاران و ناشران بوجود آمده است، منتشر شده‌اند. عموماً اوراق قابل تبدیل نوعی اوراق قرضه است که با تعداد مشخصی از سهام عادی یا سهام ممتاز ناشر، یا سهام ناشر دیگری که در مالکیت ناشر اوراق قابل تبدیل است، قابل تعویض^۴ یا قابل تبدیل^۵ است. معمولاً نرخ تبادل یا تعویض در زمان انتشار مشخص می‌شود و در هر زمان (یا در زمانی که مشخص شده است) سرمایه‌گذار می‌تواند نسبت به تبادل ورقه قرضه با سهام اقدام نماید. به دلیل وجود سررسید و پرداخت بهره، این اوراق، ورقه‌های بدهی شناخته می‌شوند اما ویژگی قابلیت تبدیل، باعث تمایز این ابزار از سایر اوراق بدهی، شده است.

سهام ممتاز قابل تبدیل مانند سهام ممتاز معمولی، رده‌ای از حقوق صاحبان سهام شرکت است اما ویژگی‌هایی بسیار شبیه اوراق بدهی قابل تبدیل دارند. دارنده سهام ممتاز قابل تبدیل حق دارد تا 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 نماید. اساساً به غیر از حالت ساده اوراق قرضه قابل تبدیل^۶، انواع اوراق قابل تبدیل را می‌توان در موارد زیر خلاصه نمود:

^۴ Exchangeable

^۵ Convertible

^۶ Vanilla Convertible Bonds

۱- اوراق قرضه قابل تبدیل با حق اختیار خرید برای ناشر^۷: از آنجایی 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. فرض کنید اوراق قرضه قابل تبدیلی با ارزش اسمی ۱۰۰۰ دلار (شامل ۱۰ سهم ۱۰۰ دلاری) به ارزش ۱۰۶۰ دلار در بازار به فروش رسیده است (یعنی قیمت تبدیل ۱۰۶ دلار است) و حق اختیار خرید به ارزش ۱۰۷۰ دلار برای ناشر در نظر گرفته شده است. تا زمانی که قیمت کمتر از ۱۰۷۰ دلار باشد، ناشر حق خود را اعمال نمی‌کند اما در صورتی رسیدن قیمت به ۱۰۷۰ دلار، به صورت خودکار حق ناشر اعمال شده و نوعی حمایت قیمتی^۸ از ناشر صورت می‌گیرد. سود سرمایه‌گذار در این حالت ۱۰ دلار خواهد بود. نباید این نکته را فراموش کرد که درج این نوع حق برای ناشر، از جذابیت‌های اوراق قابل تبدیل خواهد کاست.

۲- اوراق قرضه قابل تبدیل با حق اختیار فروش برای سرمایه‌گذاران^۹: در مقابل ایجاد حق اختیار خرید برای ناشر،

برای جذاب کردن اوراق قابل تبدیل برای سرمایه‌گذاران، حق اختیار فروش تبعی برای آن در نظر گرفته می‌شود؛ به طوری که سرمایه‌گذار قادر است ورقه خود را، در زمانی که ارزش سهام کاهش یافته است، به قیمت و تاریخ مشخصی که در زمان انتشار تعیین شده است، به ناشر بفروشد (بازخرید از سوی ناشر). اضافه کردن حق فروش موجب گرانت شدن ورقه قابل تبدیل در زمان انتشار خواهد شد.

۳- اوراق قابل تبدیل الزامی^{۱۰}: در این نوع از اوراق، که معمولاً دوره سررسید کوتاهی دارند، سرمایه‌گذار ملزم است در

سررسید، اوراق خود را به سهام تبدیل نمایند. 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 کاربرد پذیرند.

۴- اوراق قابل تبدیل به سهام ممتاز^{۱۱}: این نوع اوراق، بجای تبدیل به سهام عادی، قابلیت تبدیل به سهام ممتاز را دارند.

سهام ممتاز ترکیبی از سهام عادی و اوراق است که در آن اصل سرمایه‌گذاری تضمین نمی‌شود اما نرخ سود سهام بالاست.

۵- اوراق قابل تعویض با سهام: زمانی که اوراق قرضه قابلیت تبدیل (در اصل تعویض) با سهام شرکتی دیگر، غیر از سهام

ناشر اوراق قرضه، را داشته باشد (که احتمالاً ناشر اوراق قرضه، خود مالک آن سهام است)، اوراق قرضه را قابل تعویض نام گذاری کرده‌اند. برخی مواقع، جهت ترغیب سرمایه‌گذاران برای خرید، سهم‌های بزرگ و ارزشمند بازار^{۱۲}، پایه تعویض قرار می‌گیرند.

^۷ Callable Convertible Bonds

^۸ Call Protection

^۹ Puttable Convertible Bonds

^{۱۰} Mandatory Convertible Bonds

^{۱۱} Convertible to Preferred

^{۱۲} Blue Chip Stocks

۶- **اوراق قابل تبدیل مشروط**^{۱۳}: اوراقی معروف به CoCo که معمولاً توسط بانک‌ها و به منظور تقویت ساختار سرمایه آن‌ها منتشر می‌شود و در صورتی قابل تبدیل به سهام هستند که قیمت اوراق به نسبت درصد مشخصی از قیمت تبدیل^{۱۴} فراتر رود. در این شرایط، ناشر ملزم به تبدیل اوراق به سهام خواهد بود.

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

بیکربندی اوراق قابل تبدیل

اوراق قابل تبدیل معمولاً پیکره یا ویژگی‌هایی مشخصی دارند که برخی عمومی است و برخی را در مواعید خاص به آن اضافه می‌کنند. اساساً پیکره اوراق قابل تبدیل یا ویژگی‌های آن بر قیمت این اوراق اثرگذار است. این ویژگی‌ها 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. به عنوان مثال اوراق به ارزش ۱۰۰۰ دلار؛

۲- **قیمت اوراق**: ارزشی است که فرد برای خرید اوراق در عرضه آن باید پرداخت کند. به عنوان مثال قیمت ورقه بهادار با ارزش اسمی ۱۰۰۰ دلار، با توجه به ویژگی‌های تبعی اوراق، در عرضه اولیه آن به ۱۰۰۶ دلار خریداری می‌شود.

۳- **نرخ سود اوراق**: نرخی که طی مدت سرمایه‌گذاری به سرمایه‌گذاران به صورت دوره‌ای و مبتنی بر ارزش اسمی پرداخت می‌شود. این نرخ معمولاً از حداقل سود بانکی بالاتر و از نرخ سایر اوراق، نرخ پایین‌تری دارد.

۴- **تاریخ سررسید**: سررسید نهایی اوراق را نشان می‌دهد که در آن تاریخ ورقه قرضه منقضی شده و ناشر آن را به قیمت اسمی خریداری می‌کند.

۵- **حصة سهام**: مقدار سهم پایه که سرمایه‌گذار در زمان تبدیل سهام دریافت می‌کند.

۶- **شرایط تبدیل**: شرایطی که ورقه قرضه به سهام ناشر تبدیل می‌شود و در قرار داد فی ما بین (یا در امیدنامه) ذکر می‌شود.

۷- **نسبت تبدیل**: مقدار سهمی که سرمایه‌گذار در صورت تبدیل ورقه قرضه به سهام دریافت می‌کند و در ابتدای قرارداد مشخص می‌شود.

در مجموع می‌توان اظهار داشت که در عرضه اوراق قابل تبدیل به سهام، باید موارد فوق‌الذکر مورد توجه قرار گیرد و سرمایه‌گذار نسبت به آن اطلاع داشته باشد.

سؤال تحقیق

^{۱۳} Contingent Convertible Bonds

^{۱۴} Conversion Price

شرکت‌های مختلفی از جمله شرکت‌های کوچک و متوسط درخواست پذیرش در شرکت بورس یا فرابورس را دارند و بسته به شرایط پذیرش این شرکت‌ها و همچنین آمادگی شرکت برای پذیرش، مدت زمانی برای عرضه اولیه سهام اختصاص می‌یابد که در برخی مواقع این زمان تا حدودی زیاد است و امکان تأمین مالی شرکت در شرایط مناسب بازار را فراهم نمی‌آورد.

در سوی دیگر اساساً عرضه اولیه، خرید سهام از سهام‌دار عمده شرکت و جایگزینی سایر سرمایه‌گذاران در حصة سهم شرکت سهامدار عمده در شرکت است. امکان عرضه سهام با سلب حق تقدم که در مجامع شرکت‌ها قبل از عرضه اولیه امکانپذیر شده است موجب گردیده تا ضمن کسب منفعت شرکت از عرضه سهام، امکان نوآوری در تأمین مالی قبل از عرضه اولیه نیز فراهم آید.

سؤال اینجاست که آیا می‌توان چارچوبی را طراحی نمود که در آن شرکت‌ها قبل از عرضه اولیه و در فرایند پذیرش، امکان تأمین مالی از طریق بازار سرمایه را داشته باشند و با انتشار سهام بتوانند تعهدات خود را مرتفع نمایند یا خیر. به نظر می‌رسد، شرکت‌هایی که درخواست پذیرش دارند یا در فرایند پذیرش هستند می‌توانند با انتشار اوراق قابل تبدیل، و تصویب سلب حق تقدم در زمان عرضه اولیه، پیش از عرضه اولیه سهام، نسبت به تأمین مالی اقدام نمایند. در ذیل این فرضیه تحقیق نیز باید مشخص کرد که از کدام یک از اوراق (یا عقود اسلامی) به شکل سهلتر و مناسبتری می‌توان این مهم را حاصل نمود.

جهت پاسخ به این سؤالات، در ادامه ابتدا به انواع اوراق بهادار و محدودیت‌ها و ظرفیت‌های آنها در انتشار اوراق قابل تبدیل اشاره نموده و سپس شرایط پذیرش در بورس‌ها مورد بررسی قرار گرفته و در نهایت مدل اجرایی انتشار اوراق قابل تبدیل به بحث گذاشته شده است.

بررسی انواع اوراق با قابلیت تبدیل به سهام

بررسی انواع اوراق نشان می‌دهد که برخی از مقررات نسبت به انتشار اوراق قابل تبدیل، موادی را مد نظر قرار داده و برخی دیگر نسبت به شمول قابلیت تبدیل مسکوت هستند. 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 به صورت زیر تعریف نموده است:

«**اوراق قابل تبدیل به سهام:** 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 ۱، انواع اوراق بهادار و مقررات اوراق قابل تبدیل به سهام در آنها را بررسی نموده است.

جدول ۱- انواع اوراق بهادار و قابلیت تبدیل به سهام

مقرره	نوع اوراق	الزامات انتشار اوراق قابل تبدیل	نکته
قانون نحوه انتشار اوراق مشارکت	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.	شرکت‌های سهامی عام می‌توانند اوراق مشارکت قابل تبدیل منتشر کنند.

دستگاه‌های مزبور ماده ۱: دولت و شرکت‌های دولتی و شهرداری‌ها و مؤسسه‌ها و نهادهای عمومی غیردولتی و مؤسسه‌های عام‌المنفعه و شرکت‌های وابسته به دستگاه‌های مذکور. ۲- در صورت انتشار اوراق مشارکت قبل از عرضه اولیه، امکان اعطای تخفیف به دارندگان اوراق مشارکت شرکت‌های سهامی خاص وجود دارد.	ماده ۸- در صورتی که <u>شرکت‌های سهامی خاص وابسته به دستگاه‌های مذکور در ماده (۱) این قانون</u> به سهامی عام تبدیل شوند، <u>دارندگان اوراق مشارکت شرکت‌های مزبور در خرید سهام از اولویت برخوردار می‌باشند</u>		
ماده ۱ بند ۴ و ۵: <u>اوراق مشارکت قابل تعویض با سهام</u>: اوراقی است که توسط <u>شرکت‌های سهامی عام</u> منتشر و در سررسید نهایی <u>یا سهام سایر شرکت‌های پذیرفته شده</u> در سازمان بورس اوراق بهادار تعویض می‌شود. <u>اوراق مشارکت قابل تبدیل به سهام</u>: اوراقی است که توسط <u>شرکت‌های سهامی عام</u> منتشر و در <u>سررسید نهایی یا زمان تحقق افزایش سرمایه</u> به سهام شرکت‌های موضوع طرح اوراق مشارکت، تبدیل می‌گردد.	اوراق مشارکت	آیین‌نامه اجرایی قانون نحوه انتشار اوراق مشارکت	
ماده ۱۸- اعطای هرگونه امتیازی به دارندگان اوراق مشارکت از جمله، اختیار تعویض یا تبدیل اوراق مشارکت و <u>تخفیفات فروش</u> منوط به موافقت سازمان بورس و اوراق بهادار و اخذ تضمینات لازم توسط عامل است.	اوراق مشارکت	آیین‌نامه اجرایی قانون نحوه انتشار اوراق مشارکت	
ماده ۲۸- <u>شرکت‌های سهامی عام</u> با رعایت ضوابط مربوط می‌توانند اوراق مشارکت قابل تبدیل و تعویض با سهام منتشر نمایند	اوراق مشارکت	آیین‌نامه اجرایی قانون نحوه انتشار اوراق مشارکت	
ماده ۲۹- اوراق مشارکت ممکن است، قابل تعویض با سهام سایر شرکت‌های پذیرفته شده در سازمان بورس اوراق بهادار باشد. در این صورت <u>ناشر موظف است، حداقل به میزان اوراق مشارکت قابل تعویض، موجودی سهام شرکت‌های مذکور را تا سررسید نهایی اوراق مشارکت نگه داری نماید.</u>	اوراق مشارکت	آیین‌نامه اجرایی قانون نحوه انتشار اوراق مشارکت	
ماده ۳۰- اوراق مشارکت ممکن است، قابل تبدیل به سهام شرکت (سهامی عام) باشد. در این صورت <u>مجمع عمومی فوق العاده بنا به پیشنهاد هیئت مدیره و گزارش خاص بازرسان</u> <u>شرکت اجازه انتشار اوراق مشارکت را می‌دهد و شرایط و مهلتی را که طی آن دارندگان این گونه اوراق خواهند توانست اوراق خود</u>	اوراق مشارکت	آیین‌نامه اجرایی قانون نحوه انتشار اوراق مشارکت	

	را به سهام شرکت تبدیل کنند، تعیین و اجازه افزایش سرمایه را به هیئت مدیره خواهد داد.		
آیین نامه اجرایی قانون نحوه انتشار اوراق مشارکت	اوراق مشارکت	ماده ۳۱- <u>حق تقدم سهامداران</u> شرکت در خرید سهام قابل تبدیل با اوراق مشارکت یا <u>تصویب مجمع عمومی فوق العاده شرکت متفی خواهد بود.</u>	ضرورت سلب حق تقدم از سهامداران
آیین نامه اجرایی قانون نحوه انتشار اوراق مشارکت	اوراق مشارکت	ماده ۳۲- شرایط مشارکت و ترتیب تعویض و تبدیل ورقه مشارکت، به سهام باید در ورقه مشارکت قید شود. <u>تبدیل و تعویض ورقه مشارکت به سهم متوط به درخواست دارنده ورقه مشارکت است.</u>	ضرورت وجود اختیار بر تعویض یا تبدیل ورقه مشارکت با سهام
آیین نامه اجرایی قانون نحوه انتشار اوراق مشارکت	اوراق مشارکت	از تاریخ تصمیم مجمع مذکور در ماده (۳۰) تا سررسید نهایی اوراق یا زمان تحقق افزایش سرمایه موضوع اوراق مشارکت، <u>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 باز خرید سهام کاهش دهد،</u> یا اقدام به تقسیم اندوخته کند یا در نحوه تقسیم منافع تغییری بدهد. کاهش سرمایه شرکت در نتیجه زبان های 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 می دارند نیز می گردد، این گونه دارندگان اوراق قرضه از همان موقع انتشار اوراق مذکور، سهامدار شرکت محسوب می شوند.	
آیین نامه اجرایی ماده (۱۷) قانون تنظیم بخشی از مقررات تسهیل نوسازی صنایع کشور و اصلاح ماده (۱۱۳) قانون برنامه سوم توسعه اقتصادی، اجتماعی و فرهنگی جمهوری اسلامی ایران نیز مواردی در خصوص انتشار اوراق مشارکت قابل تبدیل به سهام دارد که تفاوتی با مواردی که در بالا ذکر شد ندارد.			
لایحه قانونی اصلاح قسمتی از قانون تجارت	اوراق قرضه	ماده ۵۸، بند ۱۱- اگر اوراق قرضه قابل تعویض با سهام شرکت یا قابل تبدیل به سهام شرکت باشد مهلت و سایر شرایط تعویض یا تبدیل.	امکان انتشار اوراق قرضه قابل تبدیل در قانون تجارت به رسمیت شناخته شده است.
لایحه قانونی اصلاح قسمتی از قانون تجارت	اوراق قرضه	ماده ۶۹- <u>اوراق قرضه ممکن است قابل تبدیل ب سهام شرکت باشد</u> در این صورت مجمع عمومی فوق العاده ای که اجازه انتشار اوراق قرضه را می دهد شرایط و مهلتی را که طی آن دارندگان این گونه اوراق خواهند توانست اوراق خود را ب سهام شرکت تبدیل کنند تعیین و اجازه افزایش سرمایه را به هیئت مدیره خواهد داد.	وظیفه مجمع در افزایش سرمایه و انتشار اوراق قرضه.
لایحه قانونی اصلاح قسمتی از قانون تجارت	اوراق قرضه	ماده ۷۰- در مورد ماده ۶۹ هیئت مدیره شرکت بر اساس تصمیم مجمع عمومی مذکور در همان ماده در پایان مهلت مقرر <u>معادل مبلغ باز پرداخت نشده اوراق قرضه ای که جهت تبدیل ب سهام شرکت عرضه شده است سرمایه شرکت را افزایش داده و</u> پس از ثبت این افزایش در مرجع ثبت شرکت ها سهام جدید صادر و	

		بدارندگان اوراق مذکور <u>معادل مبلغ بازپرداخت نشده اوراقی که</u> <u>پیشترک تسلیم کرده‌اند سهم خواهد داد.</u>	
لايحه قانونی اصلاح قسمتی از قانون تجارت	اوراق قرضه	ماده ۷۱- در مورد اوراق قرضه قابل تبدیل به سهم مجمع عمومی باید بنا به پیشنهاد هیئت مدیره و گزارش خاص بازرسان شرکت اتخاذ تصمیم نماید و همچنین مواد ۶۳ و ۶۴ در مورد اوراق قرضه قابل تبدیل به سهم نیز باید رعایت شود.	
لايحه قانونی اصلاح قسمتی از قانون تجارت	اوراق قرضه	ماده ۲۶۲، بند ۲- در صورتیکه شرکت قبلاً اوراق قرضه قابل تعویض با سهم منتشر کرده باشد حقوق دارندگان اینگونه اوراق قرضه را نسبت به تعویض اوراق آنها با سهام شرکت در نظر نگرفته یا قبل از انقضاء مدتیکه طی آن این قبیل اوراق قرضه قابل تعویض با سهام شرکت است اوراق قرضه جدید قابل تعویض یا قابل تبدیل به سهم منتشر کنند یا قبل از تبدیل یا تعویض اوراق قرضه یا بازپرداخت مبلغ آنها سرمایه شرکت را مستهلک سازند یا آنرا از طریق بازخرید سهام کاهش دهند یا اقدام به تقسیم اندوخته کنند یا در نحوه تقسیم منافع تغییراتی بدهند.	
مواد ذکر شده درخصوص انتشار اوراق قرضه، شباهت زیادی به مواد مربوط به انتشار اوراق مشارک دارد.			
دستورالعمل انتشار اوراق اجاره	اوراق اجاره	ماده ۲۶- <u>اوراق اجاره قابل تبدیل به سهام</u> : اوراقی است که <u>توسط ناشر</u> منتشر و در سررسید نهایی به سهام بانی تبدیل می‌گردد.	
دستورالعمل انتشار اوراق اجاره	اوراق اجاره	ماده ۲۷- <u>شرکت‌های سهامی عام</u> با رعایت ضوابط مربوط می‌توانند تقاضای تأمین مالی از طریق انتشار اوراق اجاره قابل تبدیل با سهم نمایند.	مانند اوراق مشارک، شرکت‌های سهامی عام قادر به انتشار این اوراق هستند.
دستورالعمل انتشار اوراق اجاره	اوراق اجاره	ماده ۲۹- به منظور حصول اطمینان از اجرای کامل فرایند تبدیل اوراق به سهم، <u>سهم مورد نیاز جهت تخصیص به دارندگان اوراق (یا فرضی ۱۰۰ درصد تبدیل)، باید به نفع نهاد واسط توثیق گشته و مالک وثیقه باید نسبت به اعطای وکالت یا اختیار فروش وثیقه به نهاد واسط به صورت بلاعزل تام الاختیار یا حق توکیل به غیر و یا سلب حق ضم امین و یا سلب حق انجام موضوع وکالت از خود تا پایان انجام آن اقدام نماید.</u> رفع توثیق سهام یادشده پس از تصفیه اوراق و با اخذ مجوز از سازمان بورس و اوراق بهادار صورت گیرد.	فرض دستورالعمل بر موجود بودن سهام شرکت است.
دستورالعمل انتشار اوراق اجاره	اوراق اجاره	ماده ۳۰- در اوراق اجاره قابل تبدیل به سهام بانی، مجمع عمومی فوق‌العاده بنا به پیشنهاد هیئت مدیره و گزارش خاص 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 هیئت مدیره خواهد داد.	مانند اوراق مشارک تنظیم شده است.

دستورالعمل انتشار اوراق اجاره	اوراق اجاره	ماده ۳۱- حق تقدم سهامداران بانی در خرید سهام ناشی از افزایش سرمایه، با تصویب مجمع عمومی فوق العاده شرکت متفی خواهد بود.	سلب حق تقدم
دستورالعمل انتشار اوراق مرابحه	اوراق مرابحه	ماده ۲۴- اوراق مرابحه قابل تبدیل به سهام، اوراق مرابحه‌ای است که <u>توسط ناشر منتشر و در سررسید نهایی به سهام پائی تبدیل می گردد.</u>	
دستورالعمل انتشار اوراق مرابحه	اوراق مرابحه	ماده ۲۵- <u>شرکت های سهامی عام</u> با رعایت ضوابط مربوط می توانند تقاضای تأمین مالی از طریق انتشار اوراق مرابحه قابل تبدیل به سهام نمایند.	مانند سایر اوراق فوق الذکر، شرکت سهامی عام مد نظر است.
دستورالعمل انتشار اوراق مرابحه	اوراق مرابحه	ماده ۲۶- اعطای هرگونه امتیازی به دارندگان اوراق مرابحه از جمله اختیار تبدیل اوراق مرابحه، منوط به <u>موافقت سازمان و ارائه تضامین لازم</u> توسط بانی به نفع نهاد واسط است.	لزم بر اخذ مجوز از سازمان مانند اوراق اجاره
دستورالعمل انتشار اوراق مرابحه	اوراق مرابحه	ماده ۲۷- به منظور حصول اطمینان از اجرای کامل فرایند تبدیل اوراق به سهام، <u>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.</u>	لزم توثیق سهام فرض بر وجود سهام
دستورالعمل انتشار اوراق مرابحه	اوراق مرابحه	ماده ۲۸- در اوراق مرابحه قابل تبدیل به سهام بانی، <u>مجمع عمومی فوق العاده</u> 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.	
دستورالعمل انتشار اوراق مرابحه	اوراق مرابحه	ماده ۲۹- حق تقدم سهامداران بانی در خرید سهام ناشی از افزایش سرمایه، در صورت تصویب مجمع عمومی فوق العاده شرکت، متفی خواهد بود.	
دستورالعمل انتشار اوراق مرابحه	اوراق مرابحه	ماده ۳۲- از تاریخ تصمیم مجمع مذکور در ماده (۲۸) تا تصفیه نهایی اوراق، <u>شرکت نمی تواند اوراق بهادار جدید قابل تبدیل به سهام منتشر کند</u> یا نسبت به کاهش یا افزایش سرمایه اقدام نماید یا اقدام به تقسیم اندوخته کند یا در نحوه تقسیم منافع تعیریاتی بدهد. کاهش اجباری سرمایه شرکت در نتیجه زبان های وارد شده که منتهی به تقلیل مبلغ اسمی سهام یا تقلیل تعداد سهام بشود، شامل سهامی که دارندگان اوراق مرابحه در نتیجه تبدیل اوراق خود دریافت می دارند، نیز می گردد.	

دستورالعمل انتشار اوراق مرابحه	اوراق مرابحه	ماده ۳۳- سررسید اوراق مرابحه قابل تبدیل به سهام حداکثر دو سال می باشد.
دستورالعمل انتشار اوراق قرض الحسنه	اوراق قرض الحسنه	ماده مرتبطی وجود ندارد
دستورالعمل انتشار اوراق خرید دین	اوراق خرید دین	ماده مرتبطی وجود ندارد
دستورالعمل انتشار اوراق سفارش ساخت	اوراق استصناع	ماده مرتبطی وجود ندارد
دستورالعمل انتشار اوراق وکالت	اوراق وکالت	ماده مرتبطی وجود ندارد
دستورالعمل انتشار اوراق مضاربه	اوراق مضاربه	ماده مرتبطی وجود ندارد
دستورالعمل انتشار اوراق منفعت	اوراق منفعت	ماده مرتبطی وجود ندارد
دستورالعمل معاملات اوراق اختیار فروش تبعی در بورس اوراق بهادار تهران و فرابورس ایران	قرارداد اختیار معامله	ماده مرتبطی وجود ندارد

گرچه امکان بررسی سایر اوراقی که مورد تأیید کمیته فقهی سازمان بورس و اوراق بهادار قرار گرفته است نیز وجود دارد اما در اینجا صرفاً به اوراقی که مقررات آن موجود است (به غیر از اوراق رهنی) پرداخته شده است. به منظور بررسی بهتر، تعاریف هر یک از اوراق نیز در جدول ۲ ذکر شده است:

جدول ۲- تعاریف هر یک از اوراق بهادار

اوراق مشارکت	اوراق بهادار با نام یا بی نامی است که به موجب قانون یا مجوز بانک مرکزی جمهوری اسلامی ایران به قیمت اسمی مشخص برای مدت معین و برای تأمین بخشی از <u>منابع مالی مورد نیاز طرحهای عمرانی - انتفاعی</u> دولت مندرج در قوانین بودجه سالانه کشور یا برای تأمین منابع مالی مورد نیاز <u>جهت ایجاد، تکمیل و توسعه طرحهای سودآور تولیدی، ساختمانی و خدماتی</u> شامل <u>منابع مالی لازم برای تهیه مواد اولیه مورد نیاز واحدهای تولیدی توسط دولت، شرکتهای دولتی، شهرداریها و مؤسسات و نهادهای عمومی غیردولتی و مؤسسات عام المنفعه و شرکتهای وابسته به دستگاههای مذکور، شرکتهای سهامی عام و خاص و شرکتهای تعاونی تولید</u> منتشر می شود و به سرمایه گذارانی که قصد مشارکت در اجرای طرحهای یاد شده را دارند از طریق عرضه عمومی واگذار می گردد.
اوراق اجاره	اوراق بهادار با نام قابل نقل و انتقالی است که <u>نشان دهنده مالکیت مشاع دارنده آن در دارایی مینای انتشار اوراق اجاره</u> است. دارایی های قابل قبول جهت انتشار اوراق اجاره به شرح زیر می باشد: ۱- زمین؛ ۲- ساختمان و تأسیسات؛ ۳- ماشین آلات و تجهیزات؛ ۴- وسایل حمل و نقل؛ ۵- سهام شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران یا فرابورس ایران.
اوراق مرابحه	اوراق بهادار با نام قابل نقل و انتقالی است که <u>نشان دهنده مالکیت مشاع دارنده آن در دارایی مالی (طلب) است</u> که براساس قرارداد مرابحه حاصل شده است. دارایی های قابل قبول جهت انتشار اوراق مرابحه به شرح زیر می باشد: ۱- زمین؛ ۲- ساختمان و تأسیسات؛ ۳- ماشین آلات و تجهیزات؛

۴- وسایل حمل و نقل؛ ۵- نرم افزارهای الکترونیکی و بانک‌های اطلاعاتی؛ ۶- مواد و کالا.	
اوراق بهادار با نام قابل نقل و انتقالی است که نشان‌دهنده <u>میزان پدهی پانی به دارندگان اوراق</u> است که باید در سررسید یا سررسیدهای معین پرداخت گردد.	اوراق قرض الحسنه
اوراق بهادار بانامی است که <u>ناشر پراساس قرارداد سفارش ساخت منتشر می‌کند</u>. این اوراق قابل معامله در بورس‌ها یا بازارهای خارج از بورس می‌باشند. دارایی مبنای انتشار اوراق باید دارای شرایط زیر باشد: ۱- هر نوع دارایی که امکان ساخت و تحویل آن در مواعد زمانی مورد نظر بانی وجود داشته باشد، دارایی‌هایی که به مقادیر زیاد و به طور مستمر در کوتاه‌مدت تولید می‌شود، نمی‌تواند مبنای انتشار اوراق قرار گیرد؛ ۲- هیچگونه محدودیت یا منع قانونی، قراردادی یا قضایی برای ساخت و انتقال دارایی وجود نداشته باشد؛ ۳- از زمان شروع ساخت تا پایان سررسید اوراق، دارایی باید از پوشش بیمه‌ای مناسب و کافی از جمله بیمه مسئولیت مدنی و بیمه تمام خطر، پروژه برخوردار باشد؛ ۴- تمامی مجوزهای قانونی لازم برای ساخت آن از مراجع ذیربط اخذ شده باشد؛	اوراق استصناع
اوراق بهادار بانامی است که <u>به منظور خرید مطالبات مدت‌دار اشخاص حقوقی</u> به استثنای مطالبات ناشی از عقد سلف منتشر می‌شود. دوره عمر اوراق نمی‌تواند کمتر از یک سال باشد. ارزش اسمی اوراق باید <u>پیش از یکصد میلیارد ریال</u> باشد.	اوراق خرید دین
اوراق بهادار با نام قابل نقل و انتقالی است که نشان‌دهنده مالکیت مشاع دارنده آن در دارایی‌ها، کالاها، خدمات، پروژه معین یا حقوق و منافع ناشی از انجام فعالیت‌های اقتصادی مشخص است و بر مبنای قرارداد وکالت منتشر می‌شود. قرارداد وکالت، قراردادی است که به سبب آن یکی از طرفین، دیگری را برای انجام امری نایب خود قرار می‌دهد. ارزش مجموع اوراق وکالت منتشره نباید کمتر از <u>پانصد میلیارد ریال</u> باشد.	اوراق وکالت
اوراق بهادار با نام قابل نقل و انتقالی است که نشان‌دهنده مالکیت مشاع دارنده آن در دارایی موضوع عملیات بازرگانی (خرید و فروش کالا) است که براساس قرارداد مضاربه در مدت معین حاصل شده است. عملیات بازرگانی موضوع انتشار اوراق مضاربه باید دارای شرایط زیر باشد: ۱- عملیات بازرگانی موردنظر دارای توجیه اقتصادی باشد؛ ۲- عملیات بازرگانی بانی در خصوص خرید و فروش کالا/کالاهای موضوع قرارداد مضاربه یا کالای مشابه آن در دو سال مالی اخیر سودآور باشد؛ ۳- هیچ‌گونه محدودیت یا منع قانونی، قراردادی یا قضایی برای انجام عملیات بازرگانی موضوع انتشار اوراق مضاربه وجود نداشته باشد؛ ۴- کلیه مجوزهای قانونی لازم برای عملیات بازرگانی از مراجع ذیربط اخذ شده باشد؛ ۵- کالای مورد معامله در انتشار این اوراق از پوشش بیمه‌ای مناسب و کافی تا سررسید اوراق برخوردار باشد.	اوراق مضاربه
اوراق بهادار با نامی است که نشان‌دهنده مالکیت مشاع دارنده آن بر مقدار معینی از منافع آتی حاصل از یکارگیری دارایی‌ها یا ارائه خدمات معین و هرگونه حقوق معین قابل نقل و انتقال برای یک دوره زمانی مشخص است.	اوراق منفعت

منفعت مبنای انتشار اوراق باید دارای شرایط زیر باشد: ۱- در زمان انتشار اوراق، دارای جریان نقدی باشد، درخصوص منفعت سهام، ۸۰ درصد سود تقسیم شده دو سال مالی اخیر در مهلت مقرر قانونی پرداخت شده باشد؛ ۲- تعلق آن به بانی محرز شده و تداوم آن در آینده بیش از عمر اوراق باشد؛ ۳- هیچگونه محدودیت یا منع قانونی، قراردادی یا قضایی برای انتقال، تصرف و استفاده از آن وجود نداشته باشد؛ ۴- تمام مجوزهای قانونی لازم برای استفاده از منافع و تداوم آن توسط بانی از مراجع ذیربط اخذ شده باشد؛ ۵- در صورتی که منفعت مورد نظر ناشی از دارایی معینی است، تأمین مالی بر مبنای عین دارایی و با توثیق آن برای بانی انجام نشده باشد.	
ورقه بهاداری است که بر اساس آن، اختیار خرید تعداد مشخصی از دارایی پایه مطابق شرایط تسویه تعهدات اعلامی در اطلاعیه عرضه در سررسید به عرضه کننده اوراق اختیار فروش تبعی داده می شود؛	فروش قرارداد اختیار خرید

با توجه به تعاریفی که در بالا ذکر شد و مبتنی بر دستورالعمل های انتشار هر یک از اوراق، می توان اولویت و سهولت در انتشار اوراق قابل تبدیل یا ورقه ای که خاصیت تبدیل به سهام دارد را احصا نمود، نکته ای که باید توجه نمود این است که در این تحقیق منظور استفاده از اوراقی است که ویژگی هایی شبیه سهام داشته باشد و همچنین انتشار آن نیاز به کمترین مقدار تغییر در دستورالعمل ها را داشته باشد، در انتهای گزارش، تغییراتی که می تواند موجب تسهیل در انتشار آنها شود نیز ذکر شده است، جدول ۳ محدودیتها و مزایای هر یک از اوراق را بر شمرده است.

جدول ۳- ویژگی ها و محدودیت های هر یک از اوراق

همانطور که در جدول ۱ بدان اشاره شد، انتشار اوراق مشارکت قابل تبدیل به سهام برای شرکت های سهامی عام تدبیر شده و امکان انتشار آن برای شرکت های سهامی خاصی که در فرایند پذیرش تبدیل به سهامی عام می شوند وجود ندارد، اما چنانچه شرکتی تبدیل به سهامی عام شده باشد، می تواند از ظرفیت انتشار این اوراق استفاده نماید. نکته دوم اینکه غالباً اوراق مشارکت برای مشارکت در انجام پروژه یا فعالیت تولیدی تعریف شده و شرکتی که متقاضی انتشار اوراق مشارکت قابل تبدیل به سهام است، باید پروژه ای در این حوزه تعریف نماید، پروژه ها نیز غالباً بلند مدتند و شاید صرفاً برای تأمین مالی شرکت تا زمان عرضه اولیه سهام، نتوان از آنها استفاده نمود، لذا به نظر می رسد، انتشار اوراق مشارکت قابل تبدیل به سهام جزو اولویت های اول نباشد.	اوراق مشارکت
همان مشکل اوراق مشارکت قابل تبدیل به سهام را برای شرکت های غیر سهامی عام دارد اما در عمل در صورتی که شرکت دارای دارایی ثابت است یا سهم شرکتی دیگر را در تملک دارد که قابلیت اجاره آن وجود دارد، می تواند اوراق اجاره قابل تبدیل به سهام با سررسید کوتاه مدت منتشر نماید. در عمل، گرچه اوراق اجاره ارکان بیشتری نسبت به اوراق مشارکت دارد اما شاید در اولویت بندی اوراق، نسبت به اوراق مشارکت رجحان دارد.	اوراق اجاره
مربحه اساساً همان فروش اقساطی است و این ورقه نیز	اوراق مربحه
اوراق قرضه با توجه به ظرفیتی که در قانون تجارت برای آن دیده شده است و اوراق قرض الحسنه با توجه به ظرفیت مقرراتی، گرچه تا کنون سابقه انتشار نداشته اند اما می توانند ابزار مناسبی برای انتشار اوراق قابل تبدیل باشند، اما در صورتی که قابلیت تبدیل را شرط بر عقد قرض مفروض داریم، امکان استفاده از این عقد وجود ندارد (ربوی می شود)، لذا در این بررسی اوراق قرضه یا اوراق قرض الحسنه را نادیده می گیریم.	اوراق قرض الحسنه
گرچه در این اوراق شرط سهامی بودن ذکر نشده است، اما ماهیت اوراق برای سفارش ساخت است و پروژه ای که بانی از آن برای سفارش ساخت استفاده کند دشوار، لذا این اوراق نسبت به اوراق مشارکت دشواری بیشتری در انتشار خواهند داشت مگر آنکه شرکت طرح یا پروژه ای برای ساخت داشته باشد، به عنوان مثال شرکت های ساختمانی می توانند قبل از پذیرش از اوراق سفارش ساخت قابل تبدیل به سهام استفاده نمایند.	اوراق استصناع
از دیگر مواردی است که محدودیت شرکت سهامی بر آن بار ندهد اما دو محدودیت در جدول ۲ وجود دارد که دوره عمر اوراق (بیشتر از یک سال) یکی از موانع اصلی است، این محدودیت را می توان با تعیین دوره میان مدت (بیش از یک سال) و وارد نمودن ویژگی قابلیت تبدیل به سهام در زمان عرضه یا تبعی کردن آپشن خرید سهام در قبال بازخرید ورقه خرید دین، مرتفع نمود، بر این اساس شرکت می تواند دیون خود	اوراق خرید دین

را ضمن تبدیل به اوراق کردن و فروش به سرمایه‌گذاران، امکان تبدیل سر فصل بدهی‌های شرکت به حقوق صاحبان سهام (حقوق مالکانه) را فراهم می‌آورد.	
با توجه به مفهوم قرارداد وکالت و اوراق وکالت، شاید ساده‌ترین حالت انتشار بدون نیاز به دلاری پایه خاص یا پروژه و طرح مشخص، سرمایه‌گذاران می‌توانند نسبت به ارائه وکالت به هیئت مدیره شرکت برای استفاده از مبالغ جمع شده، در فعالیت‌های جاری شرکت، اقدام نمایند. اساساً سهام به معنی حصة مشارکت سرمایه‌گذاران در دارایی‌ها (منهای بدهی‌های) شرکت است. در اوراق وکالت نیز سرمایه‌گذاران همین وکالت را به هیئت مدیره شرکت می‌دهند تا سرمایه آنها را در دارایی‌های شرکت سرمایه‌گذاری کند. لذا اوراق وکالت خود رفتاری شبیه سهام خواهد داشت. بنابراین سود اوراق وکالت مبتنی خواهد بود بر عملکرد شرکت، با ایجاد قابلیت تبدیل بر روی اوراق وکالت، ورقه بهاداری که شبیه سهام است به سهام عادی تبدیل خواهد شد. لذا به نظر می‌رسد، در میان سایر اوراق، اوراق وکالت می‌تواند رجحان زیادی نسبت به سایر انواع اوراق داشته باشد.	اوراق وکالت
اوراق مضاربه نیز شرایطی همچون اوراق وکالت دارد با این تفاوت که شرکت باید صرفاً فعالیت تجاری باشد. در صورتی که شرکت منابع جمع شده را در فعالیت تجاری خود صرف نماید، همان خصوصیات سهام را بر اوراق مضاربه نیز می‌توان بار نمود و قابلیت تبدیل به سهام شدن نیز برای آن امکانپذیر است. لذا اوراق مضاربه نیز در کنار اوراق وکالت از اولویت بالایی برخوردار است.	اوراق مضاربه
از آنجایی که دارایی پایه این اوراق باید منافع آتی در پی داشته باشد، شرکت‌هایی که در حوزه معدنی، هتل‌ها، پالایشگاه‌ها و از این قبیل صنایع، فعالیت دارند، می‌توانند منافع آتی ناشی از معادن، چاه‌های نفتی و ... را به اوراق تبدیل نموده و برای جذاب شدن آن، قبل از عرضه اولیه سهام، همین اوراق را با قابلیت تبدیل به سهام عرضه نمایند. اوراق منفعت نیز محدودیت‌های سایر اوراق را ندارد اما از آنجایی که حتماً باید دلاری پایه منفعت آتی داشته باشد، می‌توان این اوراق را بعد از اوراق وکالت و مضاربه و بالاتر از اوراق اجاره و مشارکت قرار داد.	اوراق منفعت
اساساً انتشار این ورقه به این معنی است که شرکت حق اختیار خرید سهام به قیمت معینی در زمان سررسید را به سرمایه‌گذاران می‌فروشد و از طریق منابع آن، قبل از عرضه اولیه و قبل از طی شدن فرایندهای پذیرش، تأمین مالی می‌نماید. از آنجایی که سهام باید ارزشگذاری شود و تعیین قیمت معین روی ورقه اختیار در این حالت ممکن است دشوار باشد، می‌توان قیمت را به صورت «۱۰ درصد کمتر از قیمت تعیین شده در زمان سررسید» معین کرد. براین اساس، بجای انتشار صکوک، ناشر با انتشار اختیار خرید، تخفیف در خرید سهام در زمان عرضه اولیه منتشر کرده است.	فروش قرارداد اختیار خرید

جمع‌بندی و نتیجه‌گیری

براساس آنچه در بالا ذکر شد، سهولت انتشار انواع اوراق بهادار که قابلیت تبدیل به سهام را دارند، می‌توان به صورت ذیل اولویت‌بندی کرد:

- ۱- فروش اختیار خرید توسط ناشر؛
- ۲- انتشار اوراق وکالت؛
- ۳- انتشار اوراق مضاربه؛
- ۴- انتشار اوراق خرید دین؛
- ۵- انتشار اوراق منفعت؛
- ۶- انتشار اوراق مشارکت؛
- ۷- انتشار اوراق اجاره؛
- ۸- انتشار اوراق مرابحه؛
- ۹- انتشار اوراق سفارش ساخت (استصناع).

در انتشار اوراق باید به ارزش اسمی، نرخ ورقه بهادار، قیمت تبدیل (به‌نظر قیمت تبدیل در این حالت یا باید قیمت ارزشگذاری سهام باشد که با تقسیم آن بر قیمت اسمی ورقه بهادار، نرخ تبدیل حاصل شود یا از پیش ارزیابی نسبت به قیمت سهم صورت گیرد تا ورقه بهادار با قیمت مشخصی (که ممکن است با قیمت زمان عرضه متفاوت باشد) به سهام تبدیل شود). سررسید اوراق (که می‌تواند حداکثر یک ماه بعد از عرضه اولیه سهام باشد)، اعمال حق اختیار خرید یا حق اختیار فروش قبل از سررسید برای ناشر و سرمایه‌گذار (جهت حمایت از ناشر یا سرمایه‌گذار در صورت لزوم) توجه نمود.

در کنار توجه به موارد بالا باید ذکر کرد که در شرایطی که نقدینگی زیادی به سمت بازار جریان یافته، باید تا جایی که می‌شود سرعت انتشار اوراق بالا باشد لذا به‌نظر می‌رسد می‌توان موارد ذیل را برای سرعت بخشیدن به انتشار اوراق مد نظر قرار داد:

- ۱- حذف ضرورت بر انتشار اوراق از سوی نهاد واسط (سابقه انتشار بدون نهاد واسط نیز وجود داشته است) یا حداقل در مواردی که نیاز به انتقال دارایی پایه به نهاد واسط نیست، انتشار از سوی نهاد واسط صورت نگیرد؛
- ۲- اعطای موافقت اصولی انتشار اوراق قابل تبدیل به سهام یا اختیار خرید از سوی هر یک از بورس‌ها به متقاضی پذیرش هنگام دریافت درخواست پذیرش از سوی شرکت برای پذیرش؛
- ۳- واگذاری اختیار مجوز انتشار ورقه بهادار به بورس‌ها تا قبل از عرضه عمومی؛
- ۴- حذف وثایق مورد نیاز برای انتشار اوراق و صرفاً منوط نمودن پذیرش و عرضه اولیه سهام به ابفای تعهدات اوراقی که قبلاً منتشر شده است؛
- ۵- سایر مواردی که به تسهیل انتشار اوراق منجر شود.

- 1- De Spiegeleer, Jan; Schoutens, Wim; Van Hulle, Cynthia, 2014, The Handbook of Hybrid Securities: Convertible Bonds, CoCo Bonds, and Bail-In, John Wiley & Sons Ltd, The Atrium, Southern Gate, Chichester, West Sussex, PO19 8SQ, United Kingdom
- 2- John P. Calamos, 2020, CONVERTIBLE SECURITIES: Structures, Valuation, Market Environment, and Asset Allocation, Calamos Investments LLC, Naperville.
- 3- George A. Philips, 1997, Convertible Bond Markets, PALGRAVE MACMILLAN, Houndmills, Basingstoke, Hampshire.
- 4- Marcin Liberadzki, Kamil Liberadzki, 2019, Contingent Convertible Bonds, Corporate Hybrid Securities and Preferred Shares: Instruments, Regulation, Management, PALGRAVE MACMILLAN.