

بہ نام خدا



سبازمان بورس واوراق بہادر
SECURITIES & EXCHANGE ORGANIZATION

مدیریت پژوهش، توسعه و مطالعات اسلامی

عرضہ اولیہ اوراق بہادر بہ روش ثبت تمہیدی

(Shelf registered offering)

سید امیر حسین اعظمی، محمد جواد پاک نیت

کد گزارش: ۹۳-۳۲-۲۰۱۵

تاریخ: اسفند ۱۳۹۳

چکیده

یکی از معضلات ناشران در انتشار اوراق بهادار، رویه‌های قانونی و اجرایی زیاد و زمان‌بر ثبت اوراق می‌باشد. ثبت تمهیدی روشی است که در آن ناشر، در یک مرحله، میزان یا تعداد مشخصی اوراق بهادار را نزد نهاد ناظر به ثبت می‌رساند و تا زمان معینی قادر خواهد بود بر اساس این مجوز، بدون طی نمودن رویه‌های مرسوم برای ثبت، نسبت به انتشار اوراق اقدام نماید. ثبت اوراق به روش تمهیدی هر چند دارای مزایای برای ناشران اوراق می‌باشد؛ ولی ریسک‌هایی را نیز برای نهاد ناظر به همراه خواهد داشت. ریسک شریعت، خطر اخلاقی، ریسک قانونی، ریسک قیمت اوراق از جمله ریسک‌های این روش می‌باشد.

کلمات کلیدی: ثبت تمهیدی، گزارشات تمهیدی، بیانیه عرضه، استانداردهای بین‌المللی افشا، ریسک ثبت تمهیدی.

سازمان پژوهش‌های حقوقی و اقتصادی
مدیریت پژوهش، توسعه و مطالعات اسلامی
www.rdis.ir

عرضه اولیه اوراق بهادار به روش ثبت تمهیدی^۲

معرفی

جهت ساده‌سازی فرآیند عرضه اولیه اوراق بهادار، روش ثبت تمهیدی برای اولین بار در مارس ۱۹۸۲ توسط کمیسیون اوراق بهادار آمریکا (SEC) تحت قانون ۴۱۵ مورد بررسی قرار گرفت. روش ثبت تمهیدی به ناشر اجازه می‌دهد تا برای جذب سرمایه با مبلغ مشخصی از طریق بازار سرمایه برای مدت دو سال (با توجه به قانون کشورها ممکن است مدت زمان اعتبار ثبت تمهیدی متفاوت باشد)، یک بار مراحل ثبت را طی کند. البته به طور معمول ناشر متعهد می‌شود تا به صورت دوره‌ای در طی مدت مجاز برای ثبت تمهیدی که ۲ و یا ۳ سال است، وضعیت شرکت را گزارش کند و در صورتی که تغییر محسوسی در فرآیندها، رویه‌ها و شرکای تجاری رخ داده است به صورت شفاف به اطلاع مشتریان بالقوه رسانده شود. البته لازم به ذکر است که ناشر پس از ثبت تمهیدی برای تامین مالی مبلغ مشخصی از طریق بازار سرمایه می‌تواند این تامین مالی را از طریق عرضه سهام، اوراق قرضه و ... انجام دهد، هرچند بنا بر تحقیقات نظری، استفاده از ثبت تمهیدی برای عرضه اوراق قرضه رایج‌تر می‌باشد.

عرضه اولیه به روش ثبت تمهیدی، فواید بسیاری دارد که مهمترین آن زمانبندی است. در ثبت تمهیدی در ساده‌ترین حالت، یک شرکت عام، به میزان مشخص مبلغ دلاری، تعداد سهم و یا اوراق معینی پیش از آنکه نیازی برای آن تعریف شده باشد و بدون زمان‌بندی و قیمت‌گذاری برای اوراق، پیش‌ثبت انجام می‌دهد، سپس در زمان مناسب شرکت اقدام به انتشار اوراق می‌کند. زمان انتشار می‌تواند زمانی باشد که شرکت نیاز به تزریق وجه دارد یا اینکه بازار پذیرای انتشار اوراق است. چون یک شرکت با یک بار ثبت تمهیدی دیگر نیازی به روندهای معمول عرضه ندارد، با سرعت بالایی از قیود عمومی بازار عبور کرده و در کمتر از یک روز اقدامات لازم صورت می‌گیرد. در نوامبر سال ۱۹۸۳ کمیسیون اوراق بهادار آمریکا (SEC) قانون ۴۱۵ را تأیید نهایی کرد. قانون جدید این اجازه را می‌دهد تا اوراق بهادار تحت فرایند تسریع شده، ثبت و انتشار یابند.

البته لازم به ذکر است که امکان تامین مالی از طریق ثبت تمهیدی تنها در اختیار شرکتهای عام و بزرگ و یا ناشر شناخته شده و معتبر^۳ قرار می‌گیرد.

^۱ Shelf registered offering

^۲ برخی این روش عرضه و ثبت اولیه را ثبت چند مرحله ای نامگذاری کرده اند. در این گزارش، ترجمه فارسی کلمه shelf registration را بر مبنای فرهنگ اصطلاحات مالی و سرمایه گذاری (طراحی شده تحت نظارت حسین عبده تبریزی و غلامرضا نظربلند و با ویرایش عبدالله کوثری) برابر با ثبت تمهیدی در نظر گرفته ایم.

^۳ Well-Known Seasoned Issuer

شرایط ناشر

به طور عمومی شرکت ها برای قرار گرفتن در شرایطی که قادر به استفاده از ثبت تمهیدی باشند نیاز به دارا بودن چهار شرط عمومی زیر هستند که این شرایط متناسب با شرایط بازار سرمایه آمریکا طراحی شده اند و باید به عنوان الگو برای طراحی مدل عرضه اولیه به روش ثبت تمهیدی در ایران مورد توجه قرار گیرند.

- شرکت باید به لحاظ سرمایه گذاری رتبه بندی شده باشد و حائز رتبه قابل قبول اعتباری باشد؛ به طور معمول شرکت ها به لحاظ در معرض ریسک بودن سهامداران و دارندگان اوراق قرضه رتبه بندی می شوند. متأسفانه در زمان نگارش این گزارش، هنوز شرکت های رتبه بندی مرتبط با بازار سرمایه در ایران شروع به کار نکرده اند.
- شرکت نباید در طی سه سال قبل از شروع مراحل ثبت تمهیدی، در هیچ یک از بدهی هایش نکول کرده باشد؛ این شرط باعث می شود تا شرکت به عنوان یک شرکت متعهد به دیون خود شناخته شود.
- مجموع سهام عرضه شده قبلی شرکت در بازار سرمایه باید حداقل ۷۵ میلیون دلار باشد؛ این شرط به نوعی بیانگر حداقل سائز شرکت ها برای استفاده از روش ثبت تمهیدی می باشد و این حداقل الزام برای جلوگیری از مخاطرات احتمالی است.
- شرکت نباید در طول سه سال قبل از شروع مراحل ثبت تمهیدی از قانون بازار اوراق بهادار آمریکا مصوب ۱۹۳۴ تخلف کرده باشد؛ این شرط در واقع به بحث معتبر بودن شرکت در قانون پذیری می پردازد و به پایبندی شرکت به قوانین بازار اوراق بهادار توجه ویژه ای دارد.

لازم به ذکر است که ناشر با توجه به قوانین کشورهای مختلف باید یک سری حداقل هایی را دارا باشد و معمولاً ماهیت این الزامات برای جلوگیری از ریسک های قابل تصور می باشد.

مطالعات نگارندگان این گزارش بر این اصل تاکید دارد که برای احراز صلاحیت یک شرکت جهت استفاده از روش ثبت تمهیدی باید حداقل چهار فاکتور مورد بررسی قرار گیرد و مقام ناظر، وظیفه احراز صلاحیت ناشر برای ثبت تمهیدی را بر عهده دارد. حداقل الزاماتی که باید برای صدور مجوز ثبت تمهیدی مورد توجه قرار گیرد عبارت است از:

- ۱- وضعیت شرکت به لحاظ ریسک اوراق بهادار منتشر شده قبلی.
- ۲- ایفای تعهدات شرکت در قبال تعهدات قبلی و عدم وجود سابقه نکول تعهدات.
- ۳- حجم فعالیت های مالی شرکت.
- ۴- قانون پذیری و رعایت الزامات قانونی در طول زمان فعالیت شرکت.

علت تمایل به ثبت تمهیدی

گاهی اوقات شرایط رایج بازار برای یک شرکت خاص به گونه ای نیست که اقدام به عرضه عمومی اوراق کند. به عنوان مثال، فرض کنید بازار مسکن به شدت رو به سقوط است و فاقد جذابیت های لازم است؛ در این حالت، ممکن است زمان خوبی برای یک سازنده مسکن نباشد که اقدام به عرضه و تامین مالی از طریق بازار سرمایه کند؛ چون بسیاری از سرمایه گذاران در رابطه با فعالیت شرکت در آن برهه بدبین هستند، با استفاده از ثبت تمهیدی، شرکت می تواند تمامی مراحل مرتبط با ثبت اوراق را پشت سر بگذارد و زمانی که شرایط برای انتشار اوراق مناسب باشد به سرعت وارد بازار شود (www.investopedia.com).

ساختار پایه‌ای ثبت تمهیدی

ساختار پایه‌ای اکثر سیستم‌های تمهیدی در چند خصوصیت عمومی مشترک هستند؛ همه آنها به ناشران اجازه می‌دهند که اطلاعات معینی را در یک گزارش اصلی افشا کنند (این گزارش با عنوان «گزارش تمهیدی»⁴) که به طور منظم (معمولاً یک‌بار در سال) به روز رسانی می‌شوند. این گزارش تمهیدی، اطلاعات اساسی درباره فعالیت تجاری، مدیریت و ساختار سرمایه شرکت را ارائه می‌کند. این گزارش همچنین ممکن است شامل اطلاعات مالی در قالب صورت‌های مالی تاریخی و برداشت‌های مدیریتی باشد. گزارش ثبت تمهیدی به ناظر قانونی مرتبط با اوراق فرستاده می‌شود. هنگامی که ناشر قصد انتشار اوراق را داشته باشد، یک گزارش مختصر و مکمل مرتبط (که با نام «گواهی عرضه»⁵ شناخته می‌شود)، که اطلاعاتی درباره اوراق خاصی که می‌خواهد منتشر کند را انتشار می‌دهد و جزئیات فرایند انتشار را افشا می‌کند. این دو گزارش با همدیگر تمامی اطلاعاتی که یک امید نامه متعارف باید داشته باشد را در بر می‌گیرد.

ناشران معمولاً در زمان عرضه، نیازی به تجدید تمامی گزارش تمهیدی ندارند؛ اما آنها باید هرگونه تغییر ماهوی در مدارک، از زمانی که منتشر شده و هرگونه توسعه جدید در آن را گزارش کنند. تغییرات ماهوی و موارد توسعه‌ای جدید معمولاً در بیانیه عرضه درج می‌شوند.

تغییرات قابل اعمال در ساختار ثبت تمهیدی

در بالا ساختار پایه‌ای ثبت تمهیدی بیان شد. ممکن است تغییرات احتمالی در این حالت پایه‌ای وجود داشته باشد که در زیر به برخی از آنها اشاره می‌شود.

- **صلاحیت‌های استفاده از ثبت تمهیدی:** می‌توان استفاده از روش ثبت تمهیدی را مختص به برخی از شرکت‌ها با ویژگی‌های خاص نمود و یا اینکه تمامی شرکت‌های ثبت شده و یا ثبت شده در یک دوره خاص را از این مزیت بهره‌مند نمود. محدود نمودن می‌تواند بر اساس شاخص‌هایی مانند اندازه دارایی شرکت، حجم معاملات و تعداد دفعات انتشار اوراق باشد.
- **تحویل مستندات:** ممکن است اجازه داده شود که بیانیه عرضه بدون ارائه مستندات ثبت تمهیدی انجام شود. همچنین ممکن است ناشر، مستندات ثبت تمهیدی و بیانیه عرضه را برای هر بار عرضه باهم به سرمایه‌گذاران ارائه کند.
- **زمانبندی و بازنگری نظارتی:** نهاد ناظر اوراق باید زمانبندی مشخصی برای بازنگری مستندات ثبت تمهیدی داشته باشد. معمولاً این بازنگری در زمانی که فرایند عرضه شروع می‌شود اجرایی می‌گردد.
- **استفاده از دیگر مستندات به عنوان مستندات پایه‌ای ثبت تمهیدی:** به عنوان مثال ناشر می‌تواند از گزارشات سالانه‌ای که تمامی موارد مورد نیاز برای ثبت تمهیدی در آن گنجانده شده است را برای استفاده در سیستم ثبت تمهیدی بکارگیرد.

ثبت تمهیدی برای سرمایه‌گذاران و بازار سرمایه دارای مزایایی است؛ در مستندات مربوط به ثبت تمهیدی، اطلاعات اساسی در رابطه با نوع تجارت، مدیریت و سابقه عملیاتی که بر اساس مبانی قانونی که عموماً سالانه به روز شده‌اند، ارائه می‌گردد. چون حجم مبادلات در بازار ثانوی بسیار بیشتر از حجم اوراق منتشر شده جدید است، سرمایه‌گذاران نیاز به اطلاعات جاری شرکت‌ها دارند. مستندات مربوط به ثبت تمهیدی راهی برای اطمینان سرمایه‌گذاران نسبت به اطلاعات به روز رسانی شده خواهد بود. همچنین کاهش در هزینه و زمان و منابع را به همراه خواهد داشت.

⁴ shelf document

⁵ offering note

استفاده از^۶ IDSs در سیستم ثبت تمهیدی

IDSS شامل الزامات افشا برای اطلاعات موضوعات اساسی است که در عرضه یا پذیرش اولیه باید پوشش داده شود. در بهروز رسانی IDSS برای یک ثبت تمهیدی، الزامات افشا می‌تواند شامل اطلاعات موجود در مستندات ثبت تمهیدی و اطلاعاتی که باید در بیانیه عرضه درج شود باشد. این تقسیم IDSS به اطلاعات مستندات مربوط به ثبت تمهیدی، و اطلاعات بیانیه عرضه، بر اساس فرم‌های استاندارد کمیته اوراق بهادار اروپا و آمریکا می‌باشد.

در ثبت تمهیدی ناشر ملزم به ارائه امیدنامه‌ای است که شامل مواردی که در ثبت تمهیدی بدان نیاز داریم می‌باشد. امید نامه شامل اطلاعاتی شامل نوع یا انواع اوراقی که ممکن است عرضه شود، خلاصه‌ای از فعالیت تجاری ناشر و برنامه انتشار اوراق می‌باشد. عوامل ریسک، اطلاعات مالی و مدیریت از دیگر اطلاعات موجود در امیدنامه است. این اطلاعات باید در امیدنامه بهروز رسانی شود. الزامات افشا متناسب با شرایط و قوانین و رویه‌های هر کشور ممکن است متفاوت باشد، به عنوان مثال، ناشری که بصورت دوره‌ای موظف است فعالیت دوازده ماه گذشته خود را گزارش کند، نباید در هیچ‌یک از عرضه‌های با کیفیت بالای خود و سهام ممتازش نکول داشته باشد و سهام شناور آزاد آن نباید کمتر از ۷۵ میلیون دلار در هر روز طی ۶۰ روز گذشته منتهی به ثبت تمهیدی باشد.

مزایای عمومی ثبت تمهیدی

برای ناشر، ثبت تمهیدی مزایای زیر را به همراه خواهد داشت:

۱. سرعت دسترسی به بازارهای سرمایه بدون بازنگری و تاخیر نهاد ناظر.
۲. انعطاف در انتشار اوراق متنوع در زمان‌های مختلف که همزمان با یک ثبت صورت می‌گیرد.
۳. انعطاف در انتشار و فروش اوراق از طریق انواع مختلف عرضه و فروش؛ فروش می‌تواند بصورت تعهد پذیرهنویسی، فروش مستقیم بصورت فروش مذاکره‌ای و یا فروش رقابتی و یا از طریق بازارگردان یا معامله گران باشد.
۴. انعطاف‌پذیری قیمت؛ اوراق می‌توانند در قیمت‌های ثابت یا قیمت‌هایی که می‌توانند تغییر یابند عرضه شوند. در زمان فروش، می‌تواند قیمت‌های بازار یا قیمت‌های توافقی ملاک قرار گیرد.
۵. کاهش هزینه‌های مستقیم انتشار؛ هزینه‌های انتشار عرضه‌های مبتنی بر ثبت تمهیدی عموماً در نتیجه کاهش هزینه‌های مستقیم انتشار کم می‌باشد. کارمزد پذیرهنویسی کمتر و استفاده از نرخ تنزیل کمتر از جمله مزایای دیگر است.
۶. در ثبت تمهیدی این امکان وجود دارد که بطور همزمان، ثبت چندین اوراق شامل سهام عادی، وارانته، سهام ممتاز، ابزارهای بدهی یا هر نوع دیگر صورت گیرد. یک ناشر، اختیار ثبت تعداد معینی از سهام یا دیگر اوراق برای انتشار را دارد و یا اختیار ثبت حداکثر میزان مبلغ دلاری که از فروش تمام انواع اوراق به دست خواهد آمد را دارد.
۷. اوراق می‌توانند برای افزایش سرمایه، ادغام و یا برای دیگر اهداف منتشر شوند. در واقع به منظور حذف ریسک نقدینگی که بطور ذاتی در اوراقی که ثبت نشده‌اند برای سرمایه‌گذار وجود دارد، ناشر در هر زمان در خلال دوره ثبت تمهیدی که مناسب‌ترین و مطلوب‌ترین زمان باشد، می‌تواند اوراق را منتشر کند.
۸. ثبت تمهیدی کمک شایانی به مدیریت مالی بنگاه‌ها می‌کند؛ برای مثال: در بسیاری از مواقع که شرکت با کمبود نقدینگی روبه‌روست، مدیران مالی شرکت‌ها برای رهایی از فشار نقدینگی حاضرند به ساده‌ترین راه برای جذب نقدینگی تن دهند و به

⁶ International Disclosure Standards for Cross Border Offerings and Initial Listings (IDSS)

عواقب این کار در آن لحظه توجه نمی‌کنند. ولی هنگامی که یک شرکت مجوز تامین مالی از طرق چندگانه تامین مالی در دوره زمانی مشخص و در قالب بازار سرمایه را داراست، مدیران این امکان را دارند که با تحلیل و بررسی به بهترین گزینه جذب نقدینگی برای شرکت بپردازند و از اقدامات شتابزده بپرهیزند.

۹. از آنجا که این روش به منظور تسهیل در انتشار اوراق در چندین مرحله می‌باشد این روش می‌تواند راهکار مناسبی برای تأمین سرمایه در گردش بنگاه‌های اقتصادی باشد.

گفتاری از منتقدین ثبت تمهیدی

منتقدان ثبت تمهیدی در دو حوزه اساسی با موافقان این روش اختلاف نظر دارند:

۱- هزینه‌های انتشار جدید در طول مدت زمان مجاز برای ثبت تمهیدی بالا خواهد رفت، زیرا پذیره‌نویسان قادر به آماده‌سازی و ارائه اطلاعاتی بیش از اطلاعات موجود فعلی به سرمایه‌گذاران بالقوه نیستند و بنابراین سرمایه‌گذاران به صورت ماهوی تمایل به سرمایه‌گذاری کمتری در شرایط کمبود و نقص اطلاعات هستند، پس یا باید قیمت‌ها کاهش یابد و یا باید هزینه‌های گزافی برای شفاف‌سازی دقیق خرج شود که ممکن است این هزینه‌های تحمیل شده صرفه جویی ناشی از ثبت تمهیدی را از بین ببرد و به شرکت هزینه‌های بیشتری تحمیل شود.

۲- در بسیاری از موارد شرکت‌های تامین سرمایه^۷ معتقدند که ثبت تمهیدی موجب در معرض تهدید قرار گرفتن بازار^۸ می‌شود؛ که این امر به خودی خود موجب سقوط نسبی قیمت‌های بازاری است. به بیان دیگر، این امکان که شرکت در هر زمانی ممکن است عرضه سهام خود را افزایش دهد دارای تاثیرات نامطلوبی بر قیمت فعلی سهام آن شرکت است. (ثبت تمهیدی بدین معناست که یک شرکت می‌تواند در بازه زمانی که ثبت تمهیدی معتبر است عرضه سهام خود را افزایش دهد).

ریسک‌های ثبت تمهیدی

۱. ریسک شریعت: ناشی از آنکه برای مبلغ معینی اجازه انتشار اوراق دریافت کرده است، در صورتی که عقد پایه‌ای آن در هر مرحله از انتشار و مورد بکارگیری وجوه مشخص نباشد، با مبانی شرعی سازگار نخواهد بود. البته در صورتی که وکالت عام به ناشر داده شود و انتشار تمامی مراحل اوراق بر اساس اوراق وکالت صورت گیرد، این مانع بر طرف خواهد شد.

۲. ریسک اعتباری: در طول مدت ثبت تمهیدی ممکن است اعتبار ناشر یا ارزش دارایی‌های آن با کاهش همراه باشد. به طور مثال اگر شرکتی مجوز انتشار ۱۰۰۰ میلیارد ریال اوراق اجاره طی سه سال را دریافت کرده باشد، ممکن است پس از گذشت یک یا دو سال ارزش دارایی مورد اجاره کاهش یابد و یا اینکه اعتبار ناشر تا حدی افت داشته است که صلاحیت انتشار اوراق را نداشته باشد. بنابراین یکی از مهمترین ریسک‌های این نوع عرضه، ریسک اعتباری است. تأسیس موسسات رتبه‌بندی کمک شایانی به کاهش این ریسک خواهد کرد.

۳. خطر اخلاقی: یکی از خطراتی که ممکن است در ثبت تمهیدی اتفاق بیافتد، خطر بکارگیری وجوه در مصارفی است که مورد نظر سرمایه‌گذار و نهاد ناظر نبوده است. در این حالت عدم تقارن اطلاعاتی میان سرمایه‌گذاران و بانی وجود خواهد داشت که به تبع آن ریسک‌های دیگری را به وجود خواهد آورد.

^۷ Investment Banks

^۸ Market Overhang

۴. احتمال اختلال در سیاست‌های پولی یا مالی: دولت‌ها معمولاً طی برنامه بودجه، یک پیش بینی از انتشار اوراق در طی سال آتی ارائه می‌دهند که مبتنی بر سیاست‌های پولی و مالی کشور می‌باشد. مازاد یا کمبود انتشار اوراق طی یک دوره معین، ممکن است موجب انحراف از سیاست‌های اقتصادی دولت گردد.
۵. ریسک عدم فروش اوراق: اگر ثبت اوراق با نرخ سود مشخصی در زمان ثبت صورت گیرد و یا اینکه از نوع خاصی از اوراق باشد، با نوسانات نرخ سود، و یا کاهش مطلوبیت برای نوع خاصی از اوراق در طی دوره ثبت تمهیدی ممکن است تمامی اوراق منتشره به فروش نرود.
۶. ریسک قانونی: از زمان ثبت تمهیدی اوراق تا زمان انتشار آن، ممکن است قوانین و رویه‌های مرتبط با آن اوراق و یا کلیه اوراق سرمایه‌ای تغییراتی داشته باشد که نحوه انتشار یا میزان انتشار اوراق را تحت تأثیر قرار دهد.
۷. ریسک تغییر در سیاست‌های شرکت ناشر: ممکن است از زمان ثبت تمهیدی اوراق تا زمان انتشار اوراق، اولویت‌های تأمین مالی شرکت تغییر کرده و یا روش‌های مناسب دیگری جهت تأمین نقدینگی شرکت در دستور کار شرکت قرار گیرد؛ که در این صورت شرکت هزینه‌های اضافی ثبت اولیه را متحمل شده است.
۸. ریسک قیمتی اوراق: با افزایش حجم سهام یا اوراق سرمایه‌ای در بازار، ممکن است قیمت سهام یا اوراق سابق شرکت، تحت تأثیر انتشار جدید اوراق کاهش یابد.
۹. تاکنون در ایران اوراق انتشار یافته، تنها به منظور تأمین مالی یک طرح یا پروژه خاص صورت پذیرفته و اکثراً فواصل زمانی انتشار اوراق برای یک ناشر بیش از دو یا سه سال می‌باشد. بنابراین برای بهره‌گیری از فواید ثبت تمهیدی در این سیستم باید مدت زمان انقضای ثبت تمهیدی را بسیار طولانی در نظر گرفت که در این صورت نیز ریسک‌های دیگری را برای نهاد ناظر به همراه خواهد داشت. و ممکن است با کلان سیاست‌های پولی و مالی همخوانی نداشته باشد.
۱۰. عرضه تمهیدی در صورتی مناسب خواهد بود که شرایط عمومی اقتصاد کشور از ثبات نسبی برخوردار باشد. در صورتی که کشوری مانند ایران با جهش‌های تورمی و عدم ثبات در نرخ سود بانکی مواجه باشد، نمی‌توان یک برنامه‌ریزی منظم و بلندمدت و با ثبات برای انتشار اوراق در نظر گرفت. از طرف دیگر بنگاه‌های اقتصادی در شرایط عدم اطمینان اقتصادی از چنین طرح‌هایی استقبال نخواهند کرد، چرا که ممکن است هزینه‌های صورت گرفته برای اجرای چنین راهکاری بیش از فواید آتی آن باشد.

اوراق بهادار اسلامی به روش ثبت تمهیدی

در مدل متعارف، ثبت تمهیدی اکثراً برای انواع اوراق قرضه صورت می‌گیرد. اوراق قرضه اوراقی هستند که بر اساس یک دارایی پایه منتشر نمی‌شود و در حقیقت یک گواهی بدهی می‌باشد. به عبارت دیگر اوراق قرضه، Asset Based هستند ولی اکثر اوراق اسلامی از قبیل اوراق اجاره، مرابحه Asset Backed می‌باشند و یک دارایی پایه‌ای پشتوانه اوراق می‌باشد. لذا تفکیک‌پذیر بودن و چگونگی انتقال و فروش دارایی پایه مسئله‌ای است که در موضوع ثبت تمهیدی باید آن را مورد توجه قرار داد.

اوراق اجاره چند مرحله‌ای

در اوراق اجاره، دارندگان اوراق، مالکان دارایی و موجر هستند و بانی مستأجر می‌باشد. در مدل اوراق اجاره تأمین مالی، دارایی مورد نیاز بانی، توسط نهاد واسطه از تولید کننده یا فروشنده دارایی خریداری شده، به تملک نهاد واسطه درآمده و سپس به بانی اجاره داده می‌شود؛ در این حالت اجاره می‌تواند بصورت اجاره عملیاتی یا اجاره مالی (اجاره به شرط تملیک) باشد. همچنین اوراق اجاره می‌تواند بصورت اوراق اجاره تأمین نقدینگی منتشر شود. که در این حالت دارایی سرمایه‌ای بانی، توسط نهاد واسطه از بانی خریداری شده و به بانی اجاره به شرط تملیک می‌گردد.

اجاره تامین مالی

در ثبت تمهیدی برای اوراق اجاره، به این معنا که ثبت اولیه برای اجاره یک دارایی پایه صورت گیرد و اوراق مربوط به آن طی چند مرحله منتشر شود؛ دو صورت مفروض است:

الف) منافع دارایی پایه قابل تفکیک به چند جزء نباشد. به عنوان مثال مبلغ کل ثبت تمهیدی اوراق ۱۰۰ میلیارد می‌باشد که برای خرید یک هواپیما و یا یک کشتی و یا تجهیزات یک کارخانه باشد.

در این صورت یک راهکار این است که در صورتی که خرید دارایی پایه بصورت نسبه امکان‌پذیر باشد، در این حالت

ناشر با انتشار اولین مرحله از انتشار اوراق، قسط اول دارایی را پرداخت کرده و به صورت نسبه، دارایی را خریداری کرده و در اختیار بانی قرار می‌دهد. بنابراین کل دارایی در همان اول به تملیک نهاد واسط در خواهد آمد. در مراحل بعدی انتشار اوراق، اقساط بعدی دارایی را پرداخت می‌کند. در این روش بانی اجاره‌بهای کل دارایی را از اول پرداخت خواهد نمود. در این روش ریسک عدم پرداخت ثمن دارایی بسیار بالا می‌باشد و در صورتی که فروش اوراق مرحله بعدی با موفقیت صورت نگیرد پرداخت اقساط دارایی با مشکل مواجه خواهد شد.

ب) منافع دارایی پایه قابل تفکیک به چند جزء باشد. به عنوان مثال مبلغ کل ثبت تمهیدی ۱۰۰۰ میلیارد می‌باشد که طی ۱۰ مرحله اقدام به خرید ۱۰ هواپیما یا کشتی می‌شود.

یا اینکه کل مبلغ ثبت شده برای خرید یک دارایی پایه‌ای هزینه می‌شود که منافع آن قابل تفکیک به چند جزء می‌باشد مانند خرید آپارتمانی که واحدهای متعددی دارد و می‌توان آنها را جداگانه اجاره داد.

در مورد حالت اول که خرید چند دستگاه یا تعداد از یک کالا مد نظر است، نهاد واسط در هر مرحله از انتشار اوراق می‌تواند اقدام به خرید یک یا دو یا چند فروند کشتی یا هواپیما نماید.

در مورد مثال دوم نیز بانی می‌تواند از طریق نهاد واسط با انتشار چند مرحله‌ای اوراق، به تدریج واحدهای آپارتمان را اجاره عادی یا اجاره به شرط تملیک نماید.

نکته حائز اهمیت آن است بر اساس ماده ۶ دستورالعمل فعالیت نهادهای واسط هر نهاد واسط در هر زمان نمی‌تواند برای تأمین مالی بیش از یک طرح، اوراق بهادار منتشر نماید. همچنین نهاد واسطی که قبلاً نسبت به انتشار اوراق بهادار اقدام کرده است، به شرطی مجاز به انتشار اوراق جدید می‌باشد که تمامی تعهدات مربوط به اوراق بهادار قبلی را تصفیه نموده باشد. بنابراین در این روش برای هر مرحله از انتشار اوراق نیازمند یک نهاد واسط جدید می‌باشد.

اجاره تأمین نقدینگی

الف) منافع دارایی پایه قابل تفکیک به چند جزء نباشد. در این حالت نمی‌توان از روش ثبت تمهیدی استفاده نمود. چون نهاد واسط متناسب با دارایی که توسط بانی به نهاد واسط فروخته خواهد شد، اقدام به انتشار اوراق می‌نماید. بنابراین در صورتی که دارایی فیزیکی قابل اجاره شدن بانی قابل تفکیک نباشد، عملاً تنها در یک مرحله قادر به انتشار اوراق بر اساس آن دارایی خواهد بود.

ب) منافع دارایی پایه قابل تفکیک به چند جزء باشد. بانی در این حالت می‌تواند در هر مرحله بخشی از دارایی را به نهاد واسط جهت اجاره کردن آن بفروشد و نهاد واسط بر آن اساس اقدام به انتشار اوراق نماید. در این حالت ملاحظه بیان شده در مورد تعدد تشکیل نهاد واسط برای هر مرحله وجود خواهد داشت.

اوراق مرباحه چند مرحله‌ای

اوراق مرباحه تأمین مالی

در اوراق مرباحه چون عقد پایه خرید و فروش کالا می‌باشد، در هر مرحله از انتشار اوراق باید مقدار معینی کالا توسط نهاد واسطه به نقد از تأمین کننده کالا خریداری شده و به نسیه به بانی فروخته شود. بنابراین اگر در اول سال شرکت مجوز انتشار ۱۰۰۰ میلیارد ریال اوراق مرباحه طی سه سال را از سازمان دریافت کند، می‌تواند در مقاطع زمانی مختلفی که نیاز به سرمایه در گردش برای خرید مواد اولیه یا سایر کالاها دارد، با بیانیه عرضه‌های متفاوت، اقدام به انتشار اوراق نماید.

اوراق مرباحه تأمین نقدینگی

استفاده از اوراق مرباحه به منظور تأمین نقدینگی با این روش که بانی کالای خود را به نقد به نهاد واسطه بفروشد و به نسیه خریداری کند، مصداقی از بیع العینه است و جایز نمی‌باشد.

رویه کنونی بازار سرمایه ایران

بر اساس قوانین و رویه‌های کنونی سازمان بورس و اوراق بهادار، هرچند روش ثبت تمهیدی دقیقاً مطابق با مدل متعارف آن قابلیت اجرایی ندارد. ولی در حال حاضر اجرایی شدن ثبت تمهیدی در قالب روش‌های اشاره شده در ذیل امکان‌پذیر است.

(۱) در مورد افزایش سرمایه شرکت‌ها، سازمان پس از بررسی مدارک اولیه جهت افزایش سرمایه، مجوز انتشار سهام جهت افزایش سرمایه به شرکت را صادر می‌نماید و این اختیار را به هیئت مدیره شرکت تفویض می‌نماید که تا ۲ سال بتواند در زمان مقتضی اقدام به انتشار سهام نماید. البته این در صورتی است که در زمان انتشار، انحراف قابل توجهی با طرح توجیهی اولیه مشاهده نشود. در زمان انتشار، ارائه بیانیه ثبت توسط شرکت الزامی می‌باشد.

مزیت این روش برای شرکت عبارت است از عدم نیاز به برگزاری مجدد مجمع فوق‌العاده و عدم ارائه گزارش صورت‌های حسابرسی شده در زمان انتشار سهام.

(۲) در مورد انتشار اوراق اجاره، مرباحه و مشارکت، سازمان پس از اخذ مدارک و مستندات لازم مانند بیانیه و اعلامیه ثبت و گزارشات توجیهی طرح موافقت اصولی خود با انتشار اوراق را اعلام می‌کند؛ برای انقضای این موافقت اصولی مدت معینی تعیین نشده است. در زمانی که بانی تصمیم به انتشار اوراق داشته باشد، چنانچه طرح، انحرافات قابل توجهی با گزارشات توجیهی ارائه شده نداشته باشد، صدور مجوز برای انتشار اوراق مذکور صادر خواهد شد. طبق ماده ۱۷ دستورالعمل ثبت و عرضه عمومی اوراق بهادار، اعتبار مجوز عرضه عمومی برای شروع پذیره نویسی، حداکثر شصت روز از تاریخ صدور مجوز توسط سازمان است. این مهلت در صورت ارائه دلایل موجه و مورد قبول سازمان، حداکثر تا سی روز دیگر قابل تمدید است.

مزیت این روش برای ناشر صرف‌جویی‌هایی خواهد بود که عدم ارائه مجدد گزارشات توجیهی صورت خواهد گرفت. بر اساس تبصره ۲ آئین نامه اجرایی قانون تسهیل تنظیم اسناد در دفاتر اسناد رسمی، اعتبار پاسخ استعلام، در مواردی که دفتر اسناد رسمی و اداره ثبت در یک شهر قرار دارند، یک ماه و در غیر این صورت ۴۵ روز از تاریخ صدور خواهد بود. بنابراین مدت زمان مذکور برای ثبت تمهیدی اوراق اجاره که در آن احراز مالکیت و شرایط دارایی برای انتقال به نهاد واسطه شرط است، کافی نخواهد بود و استعلام‌های مجدد در زمان انتشار لازم است که این امر موجب طولانی شدن فرایند عرضه خواهد شد.

پیشنهاد

اوراق وکالت عام (یا خاص) راهکار مناسبی جهت بکارگیری در روش ثبت تمهیدی در بازار سرمایه ایران می‌باشد. از آنجا که این اوراق بر مبنای دارایی (Asset Based) می‌باشند، مشکلات بیان شده برای استعلام و ارزشیابی و انتقال دارایی را نخواهند داشت.

ثانیاً چون قرارداد وکالت می‌باشد، بانی می‌تواند در موضوعات متنوع و یا محدود به حوزه معینی سرمایه‌گذاری نماید؛ ثالثاً محل سرمایه‌گذاری مراحل مختلف انتشار اوراق می‌تواند برای یک طرح و یا طرح‌های متنوعی باشد.