

به نام خدا



مسازمان جو ریس و اوراق برادار
SECURITIES & EXCHANGE ORGANIZATION

مرکز پژوهش، توسعه و مطالعات اسلامی

بررسی روش های عرضه عمومی ثانویه (SPOs) در بازارهای منتخب

تهیه کنندگان:

یشم حامدی، وحید احمدیان

کد گزارش: ۹۴-۱۹-۲۰۱۵

تاریخ: آذر ۹۴

فهرست مطالب

۲	مقدمه
۳	عرضه عمومی ثانویه
۴	۱- انتشار ثانویه
۴	۲- عرضه نقدی
۵	۳- انتشار حق
۷	چرا برخی شرکتها (بخصوص شرکت‌های آمریکایی) تمایلی به انتشار سهام جدید ندارند؟
۸	عرضه عمومی ثانویه در بازار سرمایه استرالیا
۱۲	عرضه عمومی ثانویه در بازار سرمایه ژاپن
۱۴	عرضه عمومی ثانویه در بازار سرمایه ترکیه
۱۵	عرضه عمومی ثانویه در بازار سرمایه آلمان
۱۶	مقایسه‌ای بین کشورهای آسیایی درخصوص انتشار سهام بدون استفاده از حق تقدم
۱۷	جمع‌بندی
۱۸	منابع

بررسی روش‌های عرضه عمومی ثانویه (SPOs) در بازارهای منتخب

تهیه‌کنندگان: یشتم حامدی، وحید احمدیان^۲

چکیده

شرکت‌های پذیرش شده در بازار سهام، از روش‌های مختلفی برای تأمین مالی استفاده می‌کنند. پذیرش عمومی اولیه، ابتدایی‌ترین روش تأمین مالی شرکت‌ها در بازار سرمایه است. بسیاری از شرکت‌ها، پس از عرضه اولیه، از طرق دیگر به بازار سرمایه باز می‌گردند. انتشار عمومی ثانویه از میان این شیوه‌هاست که روش‌های مختلفی را در خود گنجانده است. در این گزارش ابتدا روش‌های مختلف عرضه عمومی ثانویه معرفی گردیده، تفاوت‌های هر روش مورد شناسایی قرار گرفته و ویژگی‌های هر روش در کشورهای منتخبی نظیر انگلیس، استرالیا، ژاپن، آمریکا، ترکیه، و آلمان مورد بررسی قرار گرفته است.

براساس بررسی به عمل آمده، عوامل متعددی بر انتخاب شیوه تأمین مالی شرکت‌ها و همچنین قوانین و مقررات مربوطه اثرگذار است که از این میان می‌توان به عمق بازار و همچنین ساختار مالکیت در بازارهای مختلف اشاره نمود. علاوه بر این، در اغلب کشورهای توسعه یافته، امکان انتشار سهام بدون ارائه حق تقدم به سهامداران، از طرق مختلف وجود دارد که در این گزارش به آنها پرداخته شده است. همچنین، مهمترین الزام مورد نظر نهادهای ناظر، انتشار امیدنامه است که راه‌های مختلف برای عدم انتشار آن در عرضه‌های عمومی ثانویه در مقررات بازارها گنجانده شده است.

کلمات کلیدی: حق تقدم، امیدنامه، سلب حق تقدم، حق امتناع، عرضه عمومی ثانویه

این اثر در مرکز پژوهش، توسعه و مطالعات سازمان بورس و اوراق بهادار تهیه گردیده 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

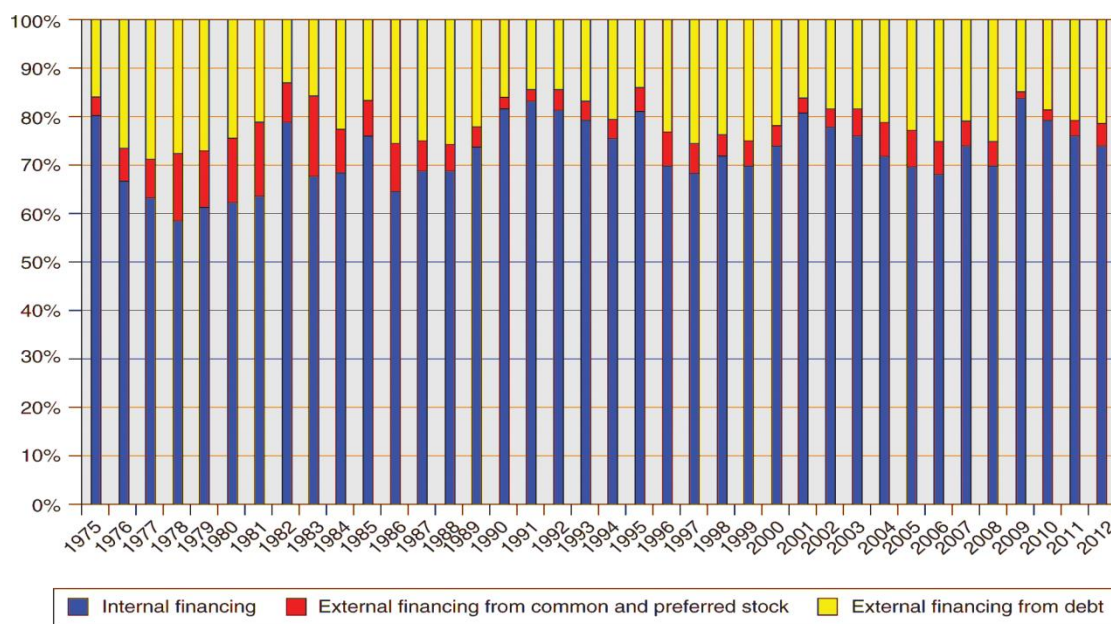
^۱ کارشناس مسئول مرکز پژوهش، توسعه و مطالعات اسلامی، سازمان بورس و اوراق بهادار

^۲ کارشناس مرکز پژوهش، توسعه و مطالعات اسلامی، سازمان بورس و اوراق بهادار

مقدمه

یکی از اصطلاحات کلیشه‌ای در کسب و کار این است که شرکت برای بقای خود باید رشد کند؛ رشد از منظر سهم بازار، رشد در تعداد مشتریان، رشد در هزینه‌های تحقیق و توسعه جهت خلق محصولات جدید یا کاربردهای جدید محصولات موجود، رشد در ظرفیت تولید، و در نهایت بازاریابی و توزیع محصولات و خدمات.

رسیدن به تمامی این اهداف نیازمند سرمایه‌زیادی است. یکی از روش‌های اجرا و آزمون شده، افزایش سرمایه از طریق عرضه عمومی اولیه^۱ (IPO) یا به عبارت دیگر، شناورسازی^۲ است. براساس تعریف، عرضه اولیه عبارت است از فروش اولیه سهام شرکت به عموم مردم و پذیرش سهام در بورس اوراق بهادار. اما بسیاری از شرکت‌ها نقدینگی بیشتری نسبت به آنچه از طریق عرضه اولیه حاصل می‌شود نیاز دارند. این شرکت‌ها از طریق روش‌های مختلف افزایش سرمایه، به بازار سهام باز می‌گردند. در حالی که شرکت‌ها از بدهی، اوراق بهادار سرمایه‌ای و اوراق بهادار دورگه برای تأمین وجوه نقد استفاده می‌کنند، وابستگی آنها به این منابع در طول زمان و در کشورهای مختلف، متفاوت است. برای نمونه در ایالات متحده، شرکت‌ها عمدتاً تأمین مالی را با استفاده از بدهی در مقایسه با اوراق بهادار سرمایه‌ای انجام می‌دهند و وجوه نقد حاصل از حقوق مالکانه را از منابع داخلی (غالباً سود انباشته) تأمین می‌نمایند. نمودار ۱، نحوه تأمین مالی شرکت‌های آمریکایی را از سال ۱۹۷۵ تا ۲۰۱۲ نشان می‌دهد.



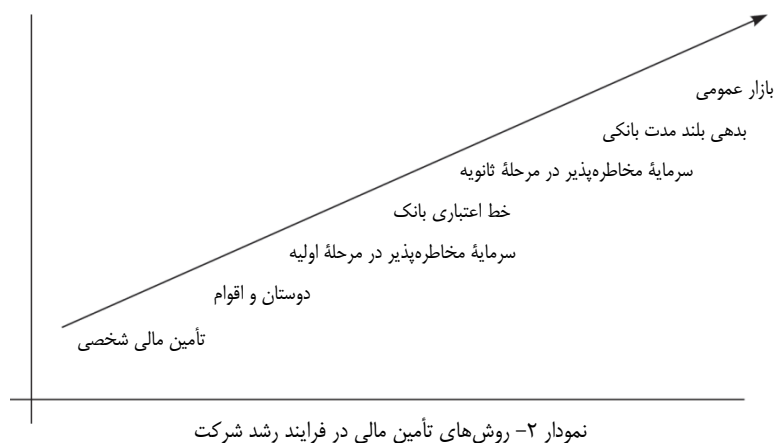
نمودار ۱- روش‌های تأمین مالی شرکت‌ها در ایالات متحده

^۱ Initial Public Offering

^۲ Floatation: در انگلیس به جای عرضه اولیه از اصطلاح شناورسازی استفاده می‌شود.

همانطور که در نمودار ۱ نیز مشخص است، شرکت‌های آمریکایی بیشتر تمایل بر تأمین مالی از طریق بدهی دارند. این در حالی است که بسیاری از کشورهای اروپایی روش‌های دیگری را برای تأمین مالی بر می‌گزینند. در این گزارش ابتدا به روش‌های عمومی مختلف افزایش سرمایه و عناوینی که شرکت‌ها می‌توانند ذیل آن، اقدام به افزایش سرمایه نمایند را مشخص نموده و سپس به صورت موردی به روش‌های افزایش سرمایه و همچنین مسائل پیرامونی آن در کشورهای منتخب پرداخته شده است.

پیش از پرداختن به مبحث اصلی، مشخص نمودن مراحل تأمین مالی از منابع مختلف برای شرکت‌ها، خالی از لطف نخواهد بود. در بدو تأسیس شرکت، معمولاً پس‌انداز مؤسسين شرکت برای تأمین مالی مورد استفاده قرار می‌گیرد. با رشد کسب و کار، مؤسسين ممکن است در پی استقراض یا سرمایه‌گذاری دوستان و اقوام برآیند. در سطح مشخصی از فرایند توسعه، تأمین مالی از طریق بانک مورد توجه قرار می‌گیرد. در صورتی که شرکت با سرعت بیشتری رشد کند، ممکن است سرمایه‌گذاران مخاطره‌پذیر یا سرمایه‌گذاران نهادی جلب سرمایه‌گذاری در شرکت شوند (از طریق خرید سهام شرکت). و در نهایت، مرحله نهایی رشد شرکت، جایی که شرکت به بلوغ کافی رسیده است، تأمین مالی از طریق شناورسازی سهام و تأمین مالی از طریق انتشار سهام در بازار عمومی مد نظر مؤسسين خواهد بود. نمودار ۱ مراحل تأمین مالی شرکت را نشان داده است.



نمودار ۲- روش‌های تأمین مالی در فرایند رشد شرکت

نمودار ۱ مراحل تأمین مالی شرکت را نشان داده است.

برای تمیز بین عرضه اولیه و روش‌های دیگر تأمین مالی از طریق عرضه سهام، کل عرضه اوراق بهادار به دو دسته عرضه عمومی اولیه و عرضه عمومی ثانویه^۱ (SPO) تقسیم گردیده است. لازم به ذکر است که این گزارش صرفاً به روش‌های افزایش سرمایه به شیوه

عمومی پرداخته و روش‌های تأمین مالی نظیر عرضه خصوصی یا گواهی سپرده سهام^۲ (DRS) را مورد بررسی قرار نخواهد داد.

عرضه عمومی ثانویه

برای برخی از شرکت‌ها، عرضه عمومی اولیه تنها مرتبه‌ای است که از طریق بازار سهام اقدام به تأمین مالی می‌کنند. اما برای بسیاری از شرکت‌های پذیرفته شده در بورس، عرضه اولیه، اولین گام برای توسعه روابط با سرمایه‌گذاران محسوب می‌شود. شرکت‌ها جهت سرمایه‌گذاری در پروژه‌ها یا هزینه‌های سرمایه‌ای جدید، تصاحب شرکتی دیگر، پرداخت بدهی، یا خیلی ساده صرفاً به این دلیل که بازار شرایط مساعدی برای افزایش سرمایه دارد، اقدام به افزایش سرمایه می‌نمایند. این شرکت‌ها، به روش‌های مختلفی، از طریق عرضه عمومی ثانویه، اقدام به افزایش سرمایه می‌نمایند. حقیقتاً، روش‌های افزایش سرمایه ابداعی است و در ارتباطی بین نهاد‌های ناظر و شرکت‌هایی که نیاز به تأمین مالی دارند حاصل می‌شوند. روند اصلی (یا روش‌های اصلی) تأمین مالی از طریق افزایش سرمایه

¹ Secondary Public Offering

² Depository Receipts

در اغلب کشورها یکسان است اما هر بازار، براساس نیاز مربوطه و همچنین جهت تسری در امر تأمین مالی شرکت‌ها، نوآوری‌هایی را در قراردادهای و همچنین اسناد و مدارک لازم نظارتی گنجانده که در این گزارش به آنها پرداخته شده است. بدون شک، شرکتی که قیمت سهام آن پس از عرضه اولیه افزایش یافته است، در مقایسه با شرکتی که قیمت سهام آن پایین‌تر از قیمت عرضه اولیه است، برای افزایش سرمایه، کار آسانتری پیش رو خواهد داشت. در چنین شرایطی، واضح است سرمایه‌گذاران رغبت بیشتری نسبت به سهامی که قیمت آن افزایش یافته است نشان می‌دهند.

عرضه عمومی ثانویه عبارت است از روشی که در آن شرکت مقدار سهام موجود را افزایش داده و ارزش بازاری شرکت را بین تعداد بیشتری سهم منقسم نماید. براساس این تعریف و مطالعات صورت گرفته، می‌توان روش‌های افزایش سرمایه را به ۳ روش اصلی تقسیم نمود:

۱- انتشار ثانویه^۱ (متفاوت از عرضه عمومی ثانویه)؛

۲- عرضه نقدی (که به عرضه فصلی و عرضه متعاقب نیز مطرح است)؛^۲

۳- انتشار حق (معروف به حق تقدم یا حق اشتراک)؛^۳

در ادامه گزارش، هر روش مورد بررسی قرار گرفته و روش‌های فرعی هرکدام معرفی شده است.

۱- انتشار ثانویه

اگرچه این روش به‌عنوان یکی از روش‌های افزایش سرمایه معرفی شده است، اما این نوع عرضه، کمکی به افزایش سرمایه شرکت نمی‌نماید؛ چراکه این نوع انتشار، درخصوص سهامی است که در زمان عرضه اولیه، شناور شده است. انتشار ثانویه به عرضه سهام از سوی سهامداران راهبردی شرکت اطلاق می‌شود. به‌عنوان مثال، بانک یا سرمایه‌گذار مخاطره‌پذیری که پس از گذشت دوره مشخصی نگاه‌داشت سهم، اقدام به فروش آن می‌نماید، جزو مصادیق انتشار ثانویه محسوب می‌شود. چنین عرضه‌ای، رقیق‌کننده^۴ سهام دیگر سهامداران نبوده و از منظر ایشان چندان دارای اهمیت شناخته نمی‌شود. شرکت نیز از لحاظ سیاستی فروش سهام را توسط سهامداران عمده نظاره کرده و منافی از فروش سهام حاصل شرکت نخواهد شد.

۲- عرضه نقدی

اگرچه برخی متون، این نوع عرضه را به‌عنوان یکی از روش‌های عرضه ثانویه شناخته‌اند، اما مطالعه بیشتر و دقیقتر، حکایت از تفاوت این دو نوع عرضه دارد. عرضه نقدی، شناورسازی سهام توسط شرکت پس از عرضه اولیه سهام است که نقش رقیق‌کننده سهام دیگر سهامداران را بازی می‌کند. چنین عرضه‌ای می‌تواند با مجوز قبلی از سوی نهاد ناظر صورت پذیرد یا اینکه با

¹ Secondary Offering

² Cash Offering, Seasoned Offering or Follow on Offering

³ Right Offering, Preemptive Right or Subscription Right

⁴ Dilutive

مجوز سهامداران فعلی انجام شود.^۱ در صورتی که شرکت مجوز عرضه نقدی از نهاد ناظر دریافت نموده باشد، می‌تواند از طریق روش انتشار چند مرحله‌ای^۲، معامله بلوکی^۳، یا بوک‌بیلدینگ شتاب‌یافته^۴ اقدام به افزایش سرمایه نماید. در این میان، چنانچه عرضه مرحله‌ای، بدون تخفیف و به قیمت کنونی بازار صورت پذیرد، به آن عرضه به قیمت بازار^۵ (ATM) اطلاق می‌شود.

علاوه بر اخذ مجوز از نهاد ناظر، شرکت می‌تواند با رأی سرمایه‌گذاران فعلی و سلب حق تقدم تملک سهام، مجاز به انتشار سهام رقیق کننده به صورت عمومی شود. به عنوان مثال، در انگلیس، با رأی ۷۵ درصد از سهامداران در مجمع عمومی، امکان لغو حق تقدم تملک سهام از سهامداران امکانپذیر است. در چنین شرایطی، معمولاً هیئت مدیره شرکت گزارش توجیهی برای سلب این حق تقدم از سرمایه‌گذاران، در اختیار عموم سرمایه‌گذاران قرار می‌دهد.

در کنار رأی در مجمع عمومی مبنی بر سلب حق تقدم، قوانین برخی از کشورها همچون انگلیس، آلمان و آمریکا، به شرکت‌ها اجازه می‌دهد تا سالانه درصد مشخصی از سرمایه سهامداران را بدون مجوز از مجمع عمومی منتشر کنند. در انگلیس، شرکت‌ها مجازند تا سالانه به اندازه ۵ درصد از مجموع سرمایه سهامداران، بدون اینکه ابتدا سهام جدید را به سهامداران فعلی ارائه کنند، اقدام به انتشار سهام نمایند^۶ (Ross, 2003). این مقدار به صورت تجمعی، طی ۳ سال نباید از ۷.۵ درصد سرمایه سهامداران تجاوز کند. در آلمان این مقدار ۱۰ درصد از مجموع سهام سهامداران فعلی است. در ایالات متحده نیز، مقررات بورس سهام نیویورک و همچنین نزدک، به شرکت‌ها اجازه می‌دهد تا به ۲۰ درصد از سهام عادی موجود شرکت را بدون مجوز دیگر سهامداران، به صورت ثانویه منتشر نمایند. این معافیت، به مقررات ۲۰ درصد در بورس نیویورک و نزدک مشهور است (NYSE, 2012).

علاوه بر سلب حق تقدم، در اغلب کشورها من جمله آلمان و ایتالیا، براساس قانون، هنگامی که شرکتی قصد تخصیص سهام به کارمندان خود را دارد، نیازی به ارائه ابتدایی آن به سهامداران کنونی نیست. لذا در این شرایط نیز، شرکت امکان انتشار نقدی سهام را خواهد داشت.

۳- انتشار حق

در انگلیس و مابقی کشورهای اروپایی، تقریباً تمام انتشارهای ثانویه به صورت انتشار حق صورت می‌پذیرد. برخلاف کشورهای اروپایی، انتشار حق تقریباً در آمریکای شمالی (آمریکا و کانادا) ناشناخته است و چندان از آن استفاده نمی‌شود. در انتشار یا عرضه

^۱ باید خاطر نشان شد که بین سهام منتشر شده (Registered) و سهام دارای مجوز (Authorized) باید تمیز قائل شد؛ به طوری که شرکت می‌تواند بیشتر از میزان سهام منتشر شده، مجوز انتشار سهام داشته باشد.

^۲ Shelf Registration: نوعی عرضه که شرکت امکان انتشار به صورت مرحله‌ای را طی دوره زمانی مشخصی دریافت می‌کند و به فراخور، و در شرایط مساعد بازار یا در صورت نیاز اقدام به انتشار سهم می‌نماید.

^۳ Bought Deal or Block Trade: شرکت و کارگزار شرکت، در بازاریابی خود برای فروش سهام، بلوکی از آن را به صورت یکجا به خریدار واگذار می‌کنند.

^۴ Accelerated Book Building: پیش از اخذ مجوز و انتشار سهام به سرمایه‌گذاران حقوقی (نهادی) اجازه داده می‌شود تا قیمت‌های خود را اعلام کنند و براساس قیمت‌های اعلام شده سهم به آنها اختصاص می‌یابد.

^۵ At The Market Offering

^۶ علی‌رغم فشار شرکت‌های انگلیسی برای افزایش این مقدار حداقل به میزان ۱۰ درصد (برخی شرکت‌ها تا ۲۵ درصد را پیشنهاد داده بودند) اما این مقدار همچنان ۵ درصد باقی مانده است. به این مقدار، معافیت ۵ درصدی اطلاق شده است.

حق، تمام سهامداران اعلامیه‌ای مبنی بر افزایش سرمایه شرکت دریافت می‌کنند. بر این اساس، سهامداران حق دارند تا به میزان درصد فعلی مالکیت سهام، در زمان اعلام عرضه، اقدام به خرید سهام جدید نمایند. چنانچه سهامداران فعلی قصدی بر خرید سهام نداشته باشند، می‌توانند حق خود را در بورس بفروشند.

در اغلب کشورها، به منظور حمایت از سرمایه‌گذاران و همچنین اجتناب از رقیق شدن سهم ایشان، شرکت‌ها ملزمند تا از طریق اعطای حق تقدم، افزایش سرمایه دهند. این بدان معناست که شرکت ابتدا ملزم است تا سهام جدید را به سهامداران فعلی عرضه کند و در صورت عدم اعمال حق از سوی سهامدار در بازه زمانی مشخص، شرکت می‌تواند سهام جدید را به عموم عرضه کند. لازم به یادآوری است که در انگلیس، نه تنها قانون بلکه عرف بازار بر انجام چنین اقدامی تأکید می‌کند در حالی که در ایالات متحده و همچنین کانادا عرف بازار بر اعطای حق تقدم به سهامداران فعلی نیست. همانطور که پیش از این نیز ذکر شد، در انگلیس با رأی ۷۵ درصد از سهامداران، امکان سلب این حق وجود دارد منوط به اینکه سهام جدید با تخفیف بیش از ۵ درصد نسبت به قیمت بازاری فعلی به سهامداران جدید فروخته نشود.

قانون شرکت‌های انگلیس مصوب سال ۲۰۰۶ منبع اصلی انتشار حق تقدم از سوی شرکت‌ها می‌باشد. براساس این قانون، ذیل بخش (۱) ۵۶۱ شرکت حق اختصاص سهم به افراد جدید را ندارد مگر:

۱- به هر فردی که قبلاً سهام‌دار شرکت است، به نسبت تملک، سهم ارائه شده باشد (یعنی فرد حق انتخاب داشته باشد)؛

۲- بازه زمانی اختصاص داده شده به سهامداران کنونی برای اعمال حق منقضی شده باشد.

به موجب بخش (۵) ۵۶۲ این قانون، بازه زمانی اختصاص داده شده برای پذیرش و اعمال حق، نباید کمتر از ۱۴ روز باشد (این مقدار پیش از تصویب قانون شرکت‌ها در سال ۲۰۰۶، به مدت ۲۱ روز تعیین شده بود). از آنجایی که حق تقدم با تخفیف نسبت به قیمت کنونی به سهامداران ارائه می‌شود، جذابیت کافی برای سرمایه‌گذاری در این اوراق وجود دارد. لازم به ذکر است که معمولاً تخفیفاتی قیمتی اعمال شده در حق تقدم‌ها، در بازه‌ای بین ۵ تا ۲۰ درصد قرار می‌گیرد. چنانچه شرکت تصمیم بگیرد که تخفیف کلانی به سهامداران فعلی بابت خرید سهام جدید اعطا کند، عرضه جدید را عرضه^۱ با تخفیف عمیق^۱ می‌نامند. در صورتی که شرکت تخفیف چندانی را به سهامدار اعطا نکند و قیمت حق تقدم را نزدیک به قیمت کنونی بازار تعیین نماید، این حالت را عرضه^۲ به قیمت بازار^۲ می‌نامند. براساس سیاست هر شرکت، تخفیف در حق تقدم اعمال می‌شود.

دارنده حق، چهار گزینه پیش رو دارد:

۱- اعمال حق و خرید سهام جدید متناسب با میزان مالکیت؛

۲- فروش حق در بازار؛

۳- اعمال بخشی از حق و فروش مابقی در بازار؛

۴- هیچ اقدامی انجام ندهد.

¹ Deep Discount Rights Offering

² At Market Rights Offering

در صورتی که سهامدار هیچ اقدامی انجام ندهد، شرکت سهام باقی مانده را در بازار فروخته و مابه التفاوت قیمت اسمی و قیمت بازار را به حساب سهامدارانی که از حق خود استفاده نکرده‌اند واریز می‌کند.

در برخی مواقع شرکت‌ها اقداماتی انجام می‌دهند که اگرچه موجب افزایش تعداد سهام موجود شرکت می‌شود، اما در واقع صرفاً تجدید ساختار ترازنامه شرکت است. در چنین روش‌هایی، نقدینگی به شرکت تزریق نمی‌شود اما شرکت با تجدید ساختار ترازنامه، تلاش می‌کند تا وضعیت خود را بهبود بخشد. از این جمله اقدامات می‌توان به انتشار سهام جایزه^۱، افزایش سرمایه از محل مطالبات، استفاده از سوآپ اوراق بهادار سرمایه‌ای - بدهی^۲ و افزایش سرمایه از محل تجزیه سهام^۳ اشاره کرد.

باتوجه به اینکه این روش‌ها نقدینگی تازه به شرکت تزریق نمی‌کنند، در این گزارش، از پرداختن به آنها صرف نظر شده است. در ادامه، ابتدا دلایل عدم تمایل شرکت‌های آمریکایی به تأمین مالی از طریق انتشار حق پرداخته و سپس روش‌های افزایش سرمایه ثانویه در بازارهای سرمایه منتخب، مورد بررسی قرار گرفته است.

چرا برخی شرکت‌ها (به خصوص شرکت‌های آمریکایی) تمایلی به انتشار سهام جدید ندارند؟

مدل‌های افزایش سرمایه در کشورهای مختلف متفاوت است. کشورهای آمریکای شمالی (با محوریت ایالات متحده و کانادا) تمایل چندانی به انتشار سهام جدید به خصوص حق تقدم ندارند. این در حالی است که اغلب کشورهای اروپایی و آسیایی از انتشار حق به‌عنوان یکی از روش‌های اصلی عرضه ثانویه بهره می‌جویند. اما چرا در عین پایین‌تر بودن هزینه تأمین مالی از طریق انتشار حق (در مقابل تأمین مالی از طریق بدهی)، شرکت‌های آمریکایی تمایلی برای استفاده از این روش ندارند؟ آسواش داموداران^۴، در کتاب مالی شرکتی کاربردی^۵، این امر را ناشی از ۲ دلیل رفتاری توصیف می‌کند:

۱- پدیده لنگر یا چارچوب شناختی: مفاهیمی شناخته شده در مالی رفتاری که به این موضوع می‌پردازد که چگونه تصمیم‌گیری افراد تابعی است از نحوه چارچوب زدن نتایج و انتخاب‌های آنها به‌عنوان لنگر. یکی از اعدادی که تحلیلگران سهام بیشترین توجه را به آن دارند، درآمد هر سهم است. هرگونه انتشار سهام جدید، مهم نیست که دلیل آن چیست، تعداد سهام موجود را افزایش می‌دهد و بدین‌سان، درآمد هر سهم را حداقل در بازه زمانی پیش رو، کاهش می‌دهد. وقتی شرکت‌ها تصمیم به افزایش سرمایه از منابع خارجی می‌گیرند، انتشار حق، به دلیل ازدیاد در تعداد سهام و همچنین کاهش درآمد هر سهم، چندان مورد استقبال نیست. بدین معنی که سرمایه‌گذاران به دلیل پدیده لنگر و چارچوب شناختی، توجه زیادی به درآمد هر سهم می‌کنند و دلایل دیگر را مد نظر قرار نمی‌دهند؛

¹ Bonus Share

² Debt-Equity Swap

³ Stock Split

⁴ Aswath Damodaran

⁵ Applied Corporate Finance

⁶ Anchoring and Framing

۲- بیش/اطمینانی^۱: برخی از کارشناسان بر این باورند که همان بیش اطمینانی که مدیران را به سمت برآورد بیش از حد جریانان نقدی سرمایه‌گذاریشان سوق می‌دهد، می‌تواند آنها را به این باور مجاب کند که سهم شرکتشان در بازار کمتر از قیمت واقعی قیمت خورده و این ادراک موجب می‌شود تا تمایل کمتری برای انتشار سهام جدید داشته باشند.

نکته قابل توجه آن است که همین شرکت‌هایی که تمایلی به انتشار سهام جدید از طریق انتشار حق ندارند، به شدت تمایل به تجزیه سهام، اوراق بدهی قابل تعویض با سهام، و انتشار سهام ممتاز دارند. در نهایت آنکه، به نظر می‌رسد در ایالات متحده مدیران از افزایش تعداد سهام در حال حاضر پرهیز می‌کنند اما ابایی از افزایش تعداد سهام در آینده ندارند (Damodaran, 2015). به هر حال، در ادامه نشان داده شده است که بسیاری از شرکت‌ها، از انتشار حق به‌عنوان اصلی‌ترین روش عرضه عمومی ثانویه بهره جسته‌اند. ادامه گزارش به روش‌های عرضه ثانویه در بازار سرمایه کشورهای منتخب اختصاص داده شده است.

عرضه عمومی ثانویه در بازار سرمایه استرالیا

پس از بحران مالی سال‌های ۲۰۰۷-۲۰۰۹، علی‌رغم فروکش کردن حجم عرضه‌های اولیه در بازار سرمایه استرالیا، افزایش سرمایه ثانویه جهت کمک به شرکت‌های پذیرفته شده در بورس برای کاهش ریسک بدهی‌ها و همچنین تغییر و بهبود وضعیت ترازنامه‌ای، ادامه یافت. پیش از آنکه به ساختار افزایش سرمایه ثانویه پرداخته شود، درک ساختار شرکت‌های پذیرش شده در بورس اوراق بهادار استرالیا^۲ (ASX) از اهمیت زیادی برخوردار است (چراکه هر کشوری براساس ساختار شرکت‌های موجود، راهبردهایی را برای تأمین مالی پیش روی شرکت‌ها قرار می‌دهد).

بازار اوراق بهادار استرالیا گستره وسیعی از شرکت‌ها (از منظر اندازه، نوع، و همچنین چرخه حیات) را ذیل یک نظام نظارتی واحد پوشش می‌دهد. بورس استرالیا پذیرای تعداد اندکی شرکت بسیار بزرگ، بسیاری از شرکت‌های با اندازه متوسط و انبوهی از شرکت‌های خرد است. اگرچه برخی از بازارهای بین‌المللی، برای شرکت‌های کوچکتر بازار خاصی ایجاد نموده‌اند که مقررات سهلتری در آن اعمال می‌شود (مانند بازار سرمایه‌گذاری جایگزین (AIM) انگلیس یا بازار مخاطره‌آمیز TSX کانادا)، اما استرالیا با توجه به تجربه‌ای ناموفق در اواسط دهه ۱۹۸۰، تصمیم به یکپارچه‌سازی بازارها نموده است؛ لذا، شرکت‌های کوچک که عمده بازار اوراق بهادار را تشکیل می‌دهند، در کنار شرکت‌های بزرگ پذیرش شده و ملزم به رعایت قوانین و مقررات مشابهی هستند.

تا نوانبر سال ۲۰۱۵، حدود ۲۰۸۳ شرکت در بورس استرالیا، با ارزش بازاری بالغ بر ۱.۱۳ تریلیون دلار آمریکا، پذیرش شده‌اند که از این بین ۱۹۷۱ مورد داخلی و ۱۱۲ مورد شرکت خارجی هستند (WFE, 2015). براساس آمار بورس استرالیا در سال ۲۰۱۰، از میان شرکت‌های پذیرش شده، ۱۷۵ شرکت ارزش بازاری بالغ بر ۱ میلیارد دلار، ۳۸۵ شرکت بین ۱۰۰ تا ۱ میلیارد دلار، ۵۳۴ شرکت بین ۲۰ تا ۱۰۰ میلیون دلار و مابقی شرکت‌ها (بیش از ۹۰۰ شرکت) ارزشی کمتر از ۲۰ میلیون دلار دارند (ASX, 2010). علی‌رغم تعداد کثیر شرکت‌های کوچک پذیرفته شده در بورس استرالیا، شرکت‌هایی که ارزش آنها کمتر از ۱۰۰ میلیون دلار است، صرفاً ۲ درصد از

¹ Overconfidence

² Australian Securities Exchange

کل ارزش بازار، شرکت‌هایی با ارزش بازاری ۱۰۰ میلیون تا ۱ میلیارد دلار حدود ۸ درصد از کل ارزش بازار را شکل می‌دهند و ۹۰ درصد از ارزش بازار را شرکت‌هایی با ارزش بازاری بیش از ۱ میلیارد دلار شکل داده‌اند.

پراکندگی گسترده شرکت‌ها بدین معنی است که قوانین و مقررات مربوط به افزایش سرمایه باید به قدری منعطف هستند که توانایی رفع نیاز این شرکت‌ها را داشته باشند. در کنار تنوع شرکتی، گستره مالکیت نیز بر تصمیمات شرکت درخصوص افزایش سرمایه اثرگذار است. بازار اوراق بهادار استرالیا، اتکای اندکی بر سرمایه‌گذاران خرد دارد؛ به طوری که ۲۰ درصد از مجموع سرمایه‌گذاران را سرمایه‌گذاران خرد، ۴۰ درصد را سرمایه‌گذاران حقوقی (نهادی) و ۴۰ درصد مابقی سرمایه‌گذاران خارجی (غالباً سرمایه‌گذاران حقوقی خارجی) تشکیل داده‌اند. براین اساس، نحوه افزایش سرمایه ثانویه نیز در بازار اوراق بهادار استرالیا بیشتر به واگذاری سهم به سرمایه‌گذاران حقوقی متکی است.

براساس قوانین و مقررات حاکم بر بازار سرمایه استرالیا، شرکت‌ها مجازند تا حداکثر ۱۵ درصد از سرمایه منتشر شده (سرمایه جذب شده از انتشار سهام) را هر ۱۲ ماه، بدون اخذ مجوز از سهامداران دیگر، به صورت ثانویه منتشر کنند. بورس اوراق بهادار استرالیا و همچنین کمیسیون سرمایه‌گذاری و اوراق بهادار استرالیا^۱ (ASIC) بر این باورند که چارچوب قانونی نباید موانع غیرضروری پیش‌روی انواع خاصی از طرق افزایش سرمایه بگذارد- یا گزینه‌هایی که می‌تواند مطلوب شرکت و سهامداران آن باشد را محدود سازد. در عوض، فضای قانونی باید گستره‌ای از انواع روش‌های افزایش سرمایه را به شرکت‌ها ارائه کند و مسئولیت انتخاب بهترین روش را بر عهده اعضای هیئت مدیره شرکت گذارد.

روش‌های گوناگونی که برای افزایش سرمایه در بازار اوراق بهادار استرالیا به اجرا در می‌آید، مدت زمان متفاوتی را موجب شده و الزامات مختلفی را می‌طلبد. این روش‌ها همچون طیفی هستند که کوتاه‌ترین فرایند که ۱ یا ۲ روز کاری به طول می‌انجامد به واگذاری (Placement) و طولانی‌ترین روش به انتشار حق قابل معامله اختصاص دارد که حداقل ۲۳ روز کاری به طول خواهد انجامید. در مجموع، روش‌های عرضه ثانویه در بازار اوراق بهادار استرالیا عبارتند از:

۱- واگذاری^۲؛

۲- انتشار حق؛

۳- برنامه خرید سهام (SPPs)^۳؛

۴- برنامه سرمایه‌گذاری مجدد سود سهام (DRPs)^۴.

در ادامه هر روش تشریح گردیده است.

¹ Australian Securities and Investments Commission

² Placement

³ Share Purchase Plans

⁴ Dividend Reinvestment Plans

۱- واگذاری

اگرچه برخی واژه Placement را مترادف با عرضه خصوصی (Private Placement) دانسته‌اند اما از آنجا که عرضه خصوصی در کنار عرضه عمومی اولیه به کار رفته است، در اینجا این واژه را با واگذاری مترادف دانسته‌ایم. واگذاری دربرگیرنده عرضه اوراق بهادار به تعداد محدودی از سرمایه‌گذاران حقوقی است؛ این سرمایه‌گذاران می‌توانند گروه منتخبی از سهامداران کنونی یا سرمایه‌گذاران جدیدی باشند که سهام شرکت به آنها ارائه گردیده است.

واگذاری، سریعترین مکانیسم افزایش سرمایه در بازار استرالیا محسوب شده (۱-۲ روز کاری) و به دلیل کوتاه مدت بودن فرایند، کم‌ریسک‌ترین روش نیز محسوب می‌شود. همچنین، این روش عموماً هزینه‌های کمتری در بر داشته و تخفیف کمتری نسبت به ارزش کنونی بازاری سهم، به خریدار اعطا می‌شود. به هر حال، از آنجایی که این نوع عرضه موجب رقیق شدن سهم دیگر سهامداران می‌شود، ذیل مقررات ۱۵ درصد انتشار بدون مجوز از دیگر سهامداران در بازه ۱۲ ماهه محسوب خواهد شد.

یکی از مزایای این روش، عدم نیاز به انتشار امیدنامه می‌باشد که به‌نوعی معافیت از الزامات افشای اطلاعات قانون تجارت استرالیا محسوب می‌شود. این مسئله موجب سرعت در فرایند و کاهش هزینه‌های تأمین مالی می‌شود. علی‌رغم انتشار امیدنامه، شرکت ملزم است تا بیانیه شفاف‌سازی^۱ منتشر کند تا تأکید کند که اطلاعات اساسی که شرکت از آن مطلع است اما، تحت مقررات افشای دائمی اطلاعات، به بازار افشا نگردیده وجود ندارد. چنانچه شرکت تمایل داشته باشد تا افزایش سرمایه‌ای بیش از ۱۵ درصد از طریق واگذاری اعمال نماید، باید در مجمع عمومی سالیانه یا مجمع فوق‌العاده، این امر را مصوب نماید.

۲- انتشار حق

پیش از سال ۲۰۰۹، انتشار حق، جذابیت چندانی برای شرکت‌ها محسوب نمی‌شد؛ چراکه قانون شرکت‌ها، انتشار امیدنامه‌ای تفصیلی برای هر بار عرضه حق را الزامی می‌دانست. اما در حال حاضر، معافیت‌هایی برای انتشار متعارف حق در قانون شرکت‌ها شناسایی شده و ASIC نیز انتشار حق به‌صورت شتاب‌یافته را به رسمیت شناخته است. در استرالیا حق به ۳ صورت قابل عرضه است:

- ۱- حق قابل معامله^۲: همان حالت متعارف انتشار حق است که به سهامدار این امکان را می‌دهد تا حق خود را، در زمانی که تمایل به اعمال آن ندارد، به شخص ثالث بفروشد. هیچ محدودیتی برای میزان افزایش سرمایه از این طریق بر شرکت تحمیل نمی‌شود. معمولاً شرکت‌های بزرگتر که سهام نقدشونده دارند و امکان معامله ثانویه آنها نیز محتمل است، از این چنین انتشار حقی استفاده می‌کنند؛
- ۲- حق غیرقابل معامله^۳: شرکت‌های کوچک که سهام آنها نقدشوندگی چندانی ندارد، از اعطای ۱ حق در مقابل ۱ سهم استفاده می‌کنند و سهامدار فعلی قادر است تا اقدام به خریداری سهم براساس مقدار حق نماید. این نوع قابل انتقال به شخص ثالث نیست؛

¹ Cleansing Statement

² Renounceable Right

³ Non-renounceable Right

۳- انتشار شتاب‌یافته^۱: فرایند افزایش سرمایه ۲ مرحله‌ای است که در وهله اول به سرمایه‌گذاران حقوقی ارائه گردیده (مؤلفه شتاب‌یافته) و در وهله دوم به سرمایه‌گذاران خرد (مؤلفه شتاب‌نیافته) ارائه می‌گردد. براساس این روش، مهلت ابتدایی ۱ تا ۲ روز برای ثبت سفارش خرید حق به سرمایه‌گذاران حقوقی اعطا می‌شود و سپس سرمایه‌گذاران خرد می‌توانند در زمان معین اقدام به خرید حق نمایند. این روش مناسب شرکت‌هایی است که تعداد سرمایه‌گذاران حقوقی کثیر داشته و همزمان سرمایه‌گذاران خرد (یا حقیقی) نیز در این شرکت‌ها سرمایه‌گذاری نموده باشند (این شیوه برای شرکت‌هایی که غالب سرمایه‌گذاران آنها سرمایه‌گذاران حقیقی هستند کاربردی نیست).

۳- برنامه خرید سهام

برنامه خرید سهام (SPP) عرضه اوراق بهادار با ارزشی معین، به سهامداران کنونی یک شرکت پذیرش شده می‌باشد. اگرچه این عرضه به تمام سهامداران ارائه می‌شود اما اقدامات اخیر، برنامه خرید سهام را با واگذاری سهام به سرمایه‌گذاران حقوقی مرتبط نموده است؛ به طوری که این نوع انتشار سهام صرفاً به سهامدارانی عرضه می‌شود که در روش واگذاری، سهمی به آنها ارائه نگریده است (به نوعی این روش برای جبران خسارتی است که دیگر سهامداران از واگذاری سهام به سرمایه‌گذاران حقوقی متحمل می‌شوند).

در این روش سهامداران قادرند تا حداکثر مقدار مشخص شده را ثبت سفارش نمایند. سهامدارانی که تصمیم به عدم مشارکت در این روش افزایش سرمایه می‌نمانند، هیچگونه جبران خسارت یا سود ناشی از عدم مشارکت دریافت نمی‌کنند (برخلاف انتشار حق که در صورت تصمیم سرمایه‌گذار بر عدم مشارکت و فروش حق در بازار، عواید ناشی از فروش حق به سرمایه‌گذار تعلق می‌گیرد).

برنامه خرید سهام، روشی مقرون به صرفه برای تأمین مالی ۱۵,۰۰۰ دلاری از هر یک از سهامداران در دوره‌ای ۱۲ ماهه است بدون نیاز به انتشار افشای اطلاعات تفصیلی (انتشار امیدنامه). در این روش نیز شرکت‌ها صرفاً موظفند تا بیانیه یا اطلاعیه‌ای شفاف‌ساز منتشر کنند. لازم به یادآوری است که SPPs را شرکت‌ها صرفاً می‌توانند یک بار در سال استفاده کرده و نباید افزایش سرمایه از ۳۰ درصد اوراق بهادار منتشر شده شرکت افزون شود و قیمت انتشار نباید از حداقل ۸۰ درصد قیمت بازاری اوراق بهادار کمتر باشد. اگرچه چارچوب زمانی خاصی برای SPPs مشخص نشده است، اما شرکت‌ها معمولاً ۱ ماه وقت برای فرآیند انتشار صرف می‌کنند. این نوع انتشار نیز از مقررات ۱۵ درصد در ۱۲ ماه مستثنی است.

۴- برنامه سرمایه‌گذاری مجدد سود سهام (DRP)

ذیل برنامه سرمایه‌گذاری مجدد سود سهام، سهامداران مجازند تا کل یا بخشی از سود سهام خود را در سهام جدید سرمایه‌گذاری مجدد نمایند. فرصت مشارکت برای تمام سهامداران قابل دسترس است. چنانچه تمام سود سهام به صورت سهام در اختیار سرمایه‌گذاران قرار گیرد، شرکت از انتشار امیدنامه معاف است. همچنین این روش از مقررات ۱۵ درصد در طول ۱ سال نیز معاف است.

¹ Accelerated Right Issue

عرضه عمومی ثانویه در بازار سرمایه ژاپن

گروه بورس ژاپن (JPX)، با ارزش بازار ۴.۸ تریلیون دلار، از ترکیب ۴ بورس توکیو و اوزاکا، توکیو و ناگويا، ساپورا، و فوکوکا تشکیل گردیده است. این گروه بورسی، تا اکتبر سال ۲۰۱۵ پذیرای ۳۴۹۴ شرکت بوده که از این میان، ۳۴۸۴ مورد شرکت داخلی و ۱۰ مورد شرکت خارجی هستند (WFE, 2015). ساختار مالکیت بازار سرمایه ژاپن در سال ۲۰۱۳، متشکل از ۸.۱ درصد سرمایه‌گذاران حقیقی، ۱۰.۱ درصد سرمایه‌گذاران خارجی و ۸۱.۸ درصد سرمایه‌گذاران حقوقی داخلی بوده است (JSRI, 2014).

بسیاری از شرکت‌های بزرگ ژاپنی، کسب و کارهای خانوادگی هستند و درصد بالای سرمایه‌گذاران حقوقی ناشی از رخدادهای دهه ۱۹۶۰ و مالکیت متقاطع^۱ شرکت‌ها، جهت تقویت همبستگی میان آنها حاصل گردیده است. این همبستگی بالا، باعث گردیده که در شوک‌های بزرگ، شرکت‌ها از یکدیگر حمایت کنند و همچنین افق سرمایه‌گذاری بلندمدت‌تری را مد نظر قرار دهند. براین اساس، روش‌های تأمین مالی در بازار سرمایه ژاپن نیز با بسیاری از کشورها متفاوت است. روش‌های انتشار سهام جدید در بازار سرمایه ژاپن عبارتند از:

۱- مواردی که پرداخت ضروری است:

- ۱-۱- افزایش سرمایه از طریق عرضه عمومی؛
- ۲-۱- افزایش سرمایه از طریق واگذاری سهام جدید به شخص ثالث؛
- ۳-۱- افزایش سرمایه از طریق انتشار حق؛
- ۴-۱- اعمال حق تقدم؛

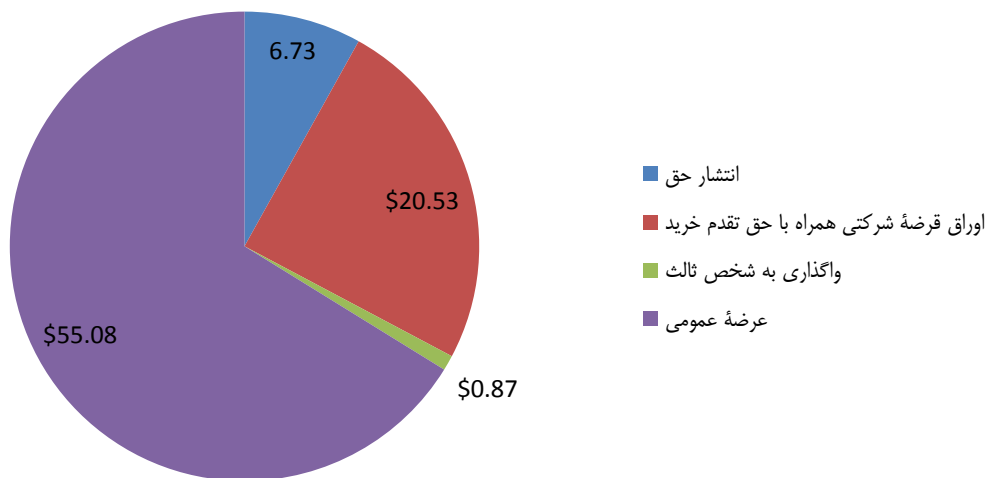
۲- مواردی که پرداخت ضرورت ندارد:

- ۱-۲- تجزیه سهام؛
- ۲-۲- ادغام؛
- ۳-۲- سوآپ سهام؛
- ۴-۲- انتقال سهام.

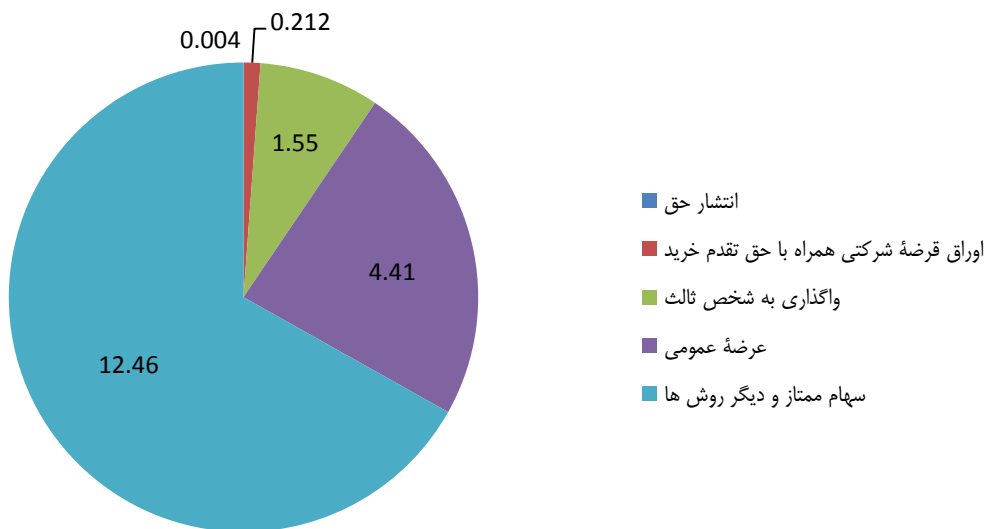
همانطور که پیش از این ذکر شد، در این گزارش صرفاً به مواردی که پرداخت نقدینگی ضرورت دارد پرداخته شده است. نکته قابل توجه در روش‌های افزایش سرمایه در ژاپن، تغییر تمایل شرکت‌ها به شیوه‌های گوناگون افزایش سرمایه در گذر زمان است؛ به طوری که در سال ۲۰۱۳، استفاده از انتشار حق برای افزایش سرمایه، به صفر رسیده است. نمودارهای ۳ و ۴ روش‌های تأمین مالی در بازار سرمایه ژاپن را در سال‌های مختلف مقایسه نموده‌اند.

¹ Cross-Holding

نمودار ۳- شیوه های تأمین مالی در بازار سرمایه ژاپن در سال ۱۹۸۹ (میلیارد دلار آمریکا)



نمودار ۴- شیوه های تأمین مالی در بازار سرمایه ژاپن در سال ۲۰۱۲ (میلیارد دلار آمریکا)



براساس آمار اعلام شده بورس سهام توکیو، تنها ۱ مورد انتشار حق در سال ۲۰۱۲ ارائه گردیده است. این در حالی است که اوراق قرضه شرکتی و همچنین سهام ممتاز در مجموع ۱۹۱ مرتبه منتشر شده است.

از دیگر نکاتی که باید به آن اشاره کرد این است که تصویب افزایش سرمایه بر عهده هیئت مدیره است و براساس تشخیص ایشان، چنانچه انتشار سهام جدید، تا اندازه‌ای رقیق کننده نیست که مالکیت سهامداران بر شرکت زائل شود (درصد مشخص نشده است).

حق انتشار سهام بدون اخذ مجوز از مجمع عمومی وجود دارد. چنانچه حق تقدم در انتشار سهام جدید، در اساسنامه شرکت از سهامداران سلب شده باشد، هیئت مدیره شرکت قادر است تا بدون اخذ مجوز از مجمع عمومی، سهام جدید منتشر نماید.

حداکثر زمان ثبت سفارش برای افزایش سرمایه، ۱۵ روز کاری است که برای تمام شرکتها صدق می‌کند؛ اما برای برخی از شرکت‌های بزرگ و خاص، زمان ارسال بیانیه ثبت تا مجوز انتشار فقط ۷ روز کاری به طول می‌انجامد. و در نهایت اینکه، مهمترین سند برای افشای اطلاعات جهت اقدام به افزایش سرمایه، انتشار امیدنامه است که علی‌رغم جستوی زیاد، شواهدی مبنی بر معافیت از انتشار امیدنامه در بازار سرمایه ژاپن یافت نشد.

عرضه عمومی ثانویه در بازار سرمایه ترکیه

بورس استانبول از جمله بازارهای نوظهوری است که راه توسعه سریع را در پیش گرفته و به سرعت به سمت بین‌المللی شدن گام بر می‌دارد. ارزش بازاری این بورس در اکتبر سال ۲۰۱۵ حدوداً برابر ۲۰۰ میلیارد دلار آمریکا بوده است. تعداد شرکت‌های حاضر در بورس استانبول ۲۵۶ شرکت است که از این میان تنها ۱ مورد شرکت خارجی پذیرفته شده به چشم می‌خورد (WFE, 2015). ساختار مالکیت سهام در بورس استانبول، این بورس را متمایز از کشورهای دیگری که در این گزارش به آنها اشاره شد نموده است. خالص جریان نقدی ورودی در بازار سرمایه ترکیه در سال ۲۰۱۴ برابر با ۲.۳ میلیارد دلار آمریکا بوده است. ۲۰ درصد از حجم معاملات در سال ۲۰۱۴ به سرمایه‌گذاران خارجی و ۸۰ درصد از حجم معاملات به سرمایه‌گذاران داخلی متعلق بوده است. این در حالی است که سرمایه‌گذاران خارجی صرفاً ۱ درصد از کل سرمایه‌گذاران در بورس استانبول را تشکیل می‌دهند (۹۹ درصد مابقی سرمایه‌گذاران داخلی هستند). نکته جالب توجه آن است که این ۱ درصد ۶۴ درصد از ارزش بازار سهام استانبول را به خود اختصاص داده و سرمایه‌گذاران داخلی ۳۶ درصد از ارزش بازار را در اختیار دارند.

از میان سرمایه‌گذاران داخلی، ۹۹.۵ درصد از سرمایه‌گذاران، سرمایه‌گذاران حقیقی (حدود ۱ میلیون نفر) و فقط ۰.۵ درصد از سرمایه‌گذاران (حدود ۶ هزار شرکت) سرمایه‌گذار حقوقی هستند. سرمایه‌گذاران حقوقی داخلی ۱۸ درصد از ارزش بازار سهام را در اختیار دارند. در سوی دیگر، از میان سرمایه‌گذاران خارجی، ۶۲ درصد سرمایه‌گذار حقیقی و ۳۸ درصد سرمایه‌گذار حقوقی هستند. همانطور که ذکر شد، نکته جالب توجه آن است که این گروه، ۶۴ درصد از ارزش بازار سهام را در اختیار دارد. از دیگر نکات قابل توجه مدت زمان نگهداری سهم توسط سرمایه‌گذاران است؛ به طوری که در سال ۲۰۱۴، سرمایه‌گذاران خارجی به طور میانگین سهم را برای مدت ۱ سال نگه‌داشته در حالی که سرمایه‌گذاران داخلی صرفاً ۴۶ روز سهم را نگه داشته‌اند (TUYID, MKK, 2014).

علاوه بر ساختار مالکیت در بورس استانبول، ساختار تأمین مالی نیز با دیگر کشورهای ذکر شده متفاوت است به طوری که برخلاف بسیاری از کشورهای اروپایی استفاده از عرضه عمومی ثانویه در این بازار چندان مورد استقبال قرار نگرفته است؛ به طوری که در سال ۲۰۱۴ فقط ۱ مورد عرضه عمومی ثانویه از طریق انتشار حق صورت پذیرفته است (۹ مورد نیز عرضه عمومی اولیه صورت گرفته است). با اصلاح و بازنگری مجدد در قانون تجارت ترکیه در سال ۲۰۱۱، اقداماتی جهت ارتقای نظام تأمین مالی در این کشور، به خصوص از طریق بورس صورت پذیرفته است.

براساس قانون تجارت جدید، هرگونه انتشار جدید سهام باید با عرضه ابتدایی آن به سهامداران کنونی صورت پذیرد و شرکت‌ها نمی‌توانند این حق را در اساسنامه شرکت محدود یا لغو نمایند. براساس قانون، این حق صرفاً با رأی حداقل ۶۰ درصد از سهامداران در مجمع عمومی، قابل سلب است. علاوه بر این، هیئت مدیره شرکت موظف است تا گزارشی مدون درخصوص علل محدود کردن یا سلب این حق از دیگر سهامداران، نزد نهاد ناظر به ثبت رساند.

براساس قانون تجارت ترکیه، چنانچه شرکت قصد انتشار سهام جدید دارد، باید حداقل ۱۵ روز کاری فرصت به سهامداران کنونی برای اعمال حق دهد. پس از اتمام مهلت، شرکت می‌تواند اقدام به فروش سهام در بازار عمومی نماید. علاوه بر این، امکان اعطای حق امتناع^۱ به سهامداران در اساسنامه شرکت یا توافق حاصل در مجمع عمومی وجود دارد. به طوری که براساس این حق، سهامدارانی که دارای حق رأی هستند، نسبت به اشخاص ثالث، برای خرید سهامی که دیگر سهامداران فعلی حق خود را اعمال نکرده‌اند، دارای اولویت می‌باشند.

عرضه عمومی ثانویه در بازار سرمایه آلمان

گروه بورسی آلمان، به‌عنوان چهارمین بورس بزرگ دنیا، ارزش بازاری برابر با ۱.۷ تریلیون دلار آمریکا در اکتبر سال ۲۰۱۵ داشته است. در بازار اصلی و تحت نظارت این گروه بورسی (یعنی بورس فرانکفورت)، ۶۳۰ شرکت پذیرش شده‌اند که از این میان ۵۶۲ شرکت، آلمانی بوده و ۶۸ شرکت، خارجی هستند (WFE, 2015). صرف نظر از بورس فرانکفورت، حدود ۹۰۰۰ شرکت در بازار خارج از بورس (OTC) حضور دارند که غالب آنها خارجی هستند (براساس گزارش سال ۲۰۱۴ گروه بورسی آلمان، در بازار خارج از بورس آلمان فقط ۵۰۰ شرکت از چین و حدود ۱۰۰ شرکت از روسیه هستند).

ساختار مالکیت در بازار سرمایه آلمان نیز حکایت از حضور قابل توجه سرمایه‌گذاران خارجی دارد؛ براساس آمار منتشر شده در سال ۲۰۱۴، سرمایه‌گذاران خارجی ۵۷.۱ درصد از ارزش بازار را در اختیار داشته و ۴۲.۹ درصد از ارزش بازار در اختیار سرمایه‌گذاران داخلی بوده است. از میان سرمایه‌گذاران داخلی، حدود ۳۰ درصد از سرمایه‌گذاران، سرمایه‌گذار حقوقی بوده و مابقی حقیقی هستند (Deutsche Bundesbank, 2014). نکته قابل توجه دیگر، ساختار مالکیت گروه بورسی آلمان است که صرفاً ۱۵ درصد آن در اختیار سرمایه‌گذاران آلمانی است و مابقی آن در اختیار سرمایه‌گذاران خارجی است (۳۷ درصد آمریکایی، ۲۰ درصد انگلیسی و ۲۸ درصد از مابقی کشورها). براساس گزارش سال ۲۰۱۴، از منظر تعداد سهام در اختیار، ۹۴ درصد سهام موجود در اختیار سرمایه‌گذاران حقوقی است (Deutsche Borse Group, 2014).

افزایش سرمایه در آلمان، نسبت به دیگر کشورهای اروپایی، از قوانین و مقررات سخت‌گیرانه‌تری تبعیت می‌کند. براساس این مقررات، هرگونه افزایش سرمایه نقدی (به صورت ازدیاد تعداد سهام)، می‌بایستی از طریق انتشار حق تقدم صورت پذیرد و به سهامداران فعلی به اندازه میزان مالکیت فعلیشان امکان خرید سهام داده شود. به هر ترتیب، ذیل شرایط خاصی، شرکت قادر است تا با رأی ۷۵ درصد از سهامداران کنونی در مجمع عمومی، حق تقدم را محدود یا لغو نماید. حکم دادگاه مرکزی آلمان درخصوص سلب حق تقدم از سهامداران کنونی بر این بوده است که سلب حق تقدم باید با دلایل ویژه‌ای توجیه شود و در غیر این صورت امکان‌پذیر

¹ Right of Refusal

نیست. براساس قانون، چنانچه افزایش سرمایه به صورت نقدی از ۱۰ درصد سهام ثبت شده کنونی بیشتر نباشد و قیمت انتشار تفاوت قابل توجهی با قیمت بازاری سهم نداشته باشد، سلب حق تقدم امکانپذیر است.

براساس قوانین و مقررات، تصمیم بر افزایش سرمایه از سوی شرکت بر عهده سهامداران است (نه هیئت مدیره). اما برای اینکه فرایند افزایش سرمایه کوتاه تر شود و نیازی به انتشار مجدد امیدنامه نباشد، سهامداران می توانند اختیار افزایش سرمایه را به طور کلی، و یا برای مقاصد خاص، به مدیران تفویض کنند. این اختیار حداکثر برای یک دوره پنج ساله به هیئت مدیره تفویض می شود و افزایش سرمایه نباید از ۵۰ درصد سهام منتشره تجاوز کند^۱. براین اساس، شرکت می تواند مجوز انتشار سهام تا ۵۰ درصد از سهام موجود را از نهاد ناظر آلمان (Baffin) دریافت کند و در صورت صلاحدید، در مقاطع زمانی مشخص، بدون انتشار امیدنامه، سهام جدید منتشر نماید.

مقایسه ای بین کشورهای آسیایی در خصوص انتشار سهام بدون استفاده از حق تقدم

در اغلب کشورهای آسیایی، سهامداران حق تقدم نسبت به انتشار سهام جدید از سوی شرکت داشته و در شرایط خاصی امکان سلب این حق وجود دارد (OECD, 2007). در برخی از بازارهای آسیایی (همچون هنگ کنگ، سنگاپور، تایلند و مالزی)، شرکت ها در مجامع عمومی تلاش می کنند تا از سهامداران مجوز انتشار سهام بدون اعطای حق تقدم دریافت کنند. در این بخش از گزارش، فضای قانونی مرتبط با انتشار سهام بدون حق تقدم در کشورهای هنگ کنگ، سنگاپور، تایلند و مالزی مورد بررسی قرار گرفته است. از آنجایی که چارچوب تنظیمی و نظارتی این بازارها از سیستم انگلیس برگرفته شده است، مقررات آنها در جدول ۱ بایکدیگر مقایسه شده اند. این جدول، دید کلی و بهتری در اختیار خواننده قرار می دهد:

جدول ۱- مقایسه مقررات مربوط به انتشار سهام بدون حق تقدم

مقررات	انگلیس	هنگ کنگ	سنگاپور	مالزی	تایلند
آیا شرکت پذیرش شده می تواند بدون ارائه حق تقدم، سهام منتشر کند؟	بله	بله	بله	بله	بله
درصد رأی سهامداران در مجمع عمومی برای سلب حق تقدم چه مقدار است؟	٪۷۵	٪۵۰	٪۵۰	٪۵۰	٪۷۵
حداکثر درصد مجاز برای انتشار سهام جدید بدون حق تقدم در طول یک سال چه مقدار است؟	٪۵	٪۲۰	٪۲۰	٪۱۰	٪۱۰
حد تجمعی میزان افزایش سرمایه طی ۳ سال چه مقدار است؟	٪۷۵	-	-	-	-
حداکثر تخفیف قابل ارائه در انتشار سهام جدید چه مقدار است؟	٪۵	٪۲۰	٪۱۰	٪۱۰	به صورت عمومی تخفیفی ارائه نمی شود.
مدت زمان دوام مجوز عمومی برای انتشار سهام جدید چقدر است؟	۱۵ ماه یا تا زمان برگزاری مجمع عمومی بعدی	۱۲ ماه یا تا زمان برگزاری مجمع عمومی بعدی	تا زمان برگزاری مجمع عمومی بعدی	تا زمان برگزاری مجمع عمومی بعدی	تا زمان برگزاری مجمع عمومی بعدی

^۱ لازم به یادآوری است که سیستم شرکتی آلمان متشکل از دو هیئت مدیره است: هیئت مدیره اجرایی و هیئت مدیره ناظر. هر دو هیئت توسط سهامداران تعیین می شوند؛ به طوری که هیئت ناظر مسئولیت نظارت بر هیئت اجرایی را بر عهده دارد. درخصوص واگذاری اختیار افزایش سرمایه به هیئت مدیره اجرایی نیز، هیئت ناظر مسئولیت نظارت بر عدم تخلف را بر عهده دارد.

جمع بندی

اگرچه بررسی کشورها و مطالعه متون مختلف صرفاً دانشی اجمالی درخصوص شیوه‌های عرضه عمومی ثانویه در اختیار قرار می‌دهد، اما مشاهده روندهای عمومی در اغلب کشورها می‌تواند خواننده را به سمت شواهدی متقن هدایت کند.

باتوجه به بررسی گسترده صورت گرفته در این گزارش، موارد زیر را می‌توان به‌عنوان یافته‌های تحقیق برشمرد:

- ۱- اغلب کشورها، به‌منظور کمک به تأمین مالی شرکت‌ها از طریق بازار سرمایه، راه‌هایی برای تفکرات خلاقانه گشوده و اجازه می‌دهند چنانچه شرکت از خطوط اصلی خارج نشود، نوآوری‌هایی در عرصه تأمین مالی داشته باشد؛
- ۲- تلاش نهاد ناظر و بورس‌ها، در عین حمایت از حقوق سهامداران به‌خصوص سهامداران خرد، تسریع در امور مربوط به عرضه عمومی ثانویه می‌باشد و غالباً در کشورهای پیشرفته فرایند تأمین مالی بیش از ۱۵ روز به‌طول نمی‌انجامد؛
- ۳- مهمترین سندی که از سوی نهاد ناظر الزام می‌شود، امیدنامه است که در اغلب کشورها برای هرگونه انتشاری (از جمله انتشار عمومی ثانویه) الزامی. به هر ترتیب، اغلب کشورهای مورد بررسی، شرایطی را حاصل نموده‌اند که شرکت‌ها بتوانند با سرعت بیشتری تأمین مالی نمایند و معمولاً روش‌هایی برای عدم ارائه امیدنامه یا صرفاً ارائه اطلاعات تکمیلی انتشار جدید ایجاد نموده‌اند؛
- ۴- اغلب شرکت‌ها قادرند تا بدون ارائه حق تقدم، سهام جدید منتشر نمایند. بررسی‌ها حکایت از آن دارد که این مقدار از ۵ تا ۲۵ درصد متغیر است. بر اساس بررسی‌ها، شاید بتوان وجود چنین خصیصه‌ای را ناشی از ساختار مالکیت سهام در بازارهای مختلف دانست. جایی که تعداد سهامداران حقیقی بسیار بیشتر از سهامداران حقوقی است (مانند ترکیه) چنین امکانی در قوانین و مقررات وجود ندارد اما در بازارهایی که حضور سرمایه‌گذاران حقوقی پررنگ است، این امکان فراهم است؛
- ۵- در انتشار سهام جدید، شرکت می‌تواند تخفیف‌هایی را مد نظر قرار دهد. اگرچه تخفیف‌های ارائه شده را می‌توان بر روی یک طیف در نظر گرفت به‌طوری که برخی از عرضه‌ها به قیمت بازار است و برخی تخفیف‌های بسیار زیادی نسبت به ارزش بازار می‌دهند، اما معمول بازارها، تخفیف بیش از ۲۰ درصد را مورد پذیرش قرار نمی‌دهند؛
- ۶- در برخی از کشورها، هنگامی که سهامداران تمایلی به اعمال حق خود ندارند، به‌جای آنکه سهام جدید را صرفاً در بازار عرضه کنند، ابتدا باید سهام جدید را به مابقی سهامداران کنونی ارائه نمایند. چنین حقی معروف به حق امتناع است.

- 1- Dean, Janice, 2001, *Directing Public Companies: Company Law And The Stakeholder Society*, Cavendish Publishing Limited, London.
- 2- Australia Securities Exchange (ASX), 2010, *Capital Raising in Australia Experiences and Lessons from the Global Financial Crisis*, ASX Information Paper.
- 3- Lien, Au Wei; Rafique, Zul, 2013, *IBA Guide on Shareholders' Agreements*, Securities Commission, Malaysia.
- 4- Adaoglu, Cahit, 2001, *Rights Offerings In A Different Institutional Setting: Evidence From The Istanbul Stock Exchange*, Department of Banking and Finance, Eastern Mediterranean University.
- 5- Massa, Massimo; Vermaelen, Theo; Xu, Moqi, 2013, *Rights offerings, trading, and regulation: A global perspective*, London School of Economics & Political Science.
- 6- Ventruruzzo, Marco, 2014, *Issuing New Shares And Preemptive Rights: A Comparative Analysis*, Pennsylvania State University, Penn State Law; Bocconi University.
- 7- CFA, 2014, *Non-Preemptive Share Issues In Asia: Role Of Regulation In Investor Protection*, CFA Institute.
- 8- PWC, *New Turkish Commercial Code: A blueprint for the future*, PWC Turkey.
- 9- -----, 2002, *Rights Offerings Increase in Popularity as a Method of Raising Capital*, Katten Muchin Zavis Rosenman.
- 10- Fleisher, Adam; Hur, Joon; Brush, Jesse, 2013, *Alternatives to Traditional Securities Offerings*, Cleary Gottlieb Steen & Hamilton LLP.
- 11- Appel, Seth, 2013, *At The Market Transactions: Not Your Old Banker's Secondary Offering*, MLV & Co.
- 12- Geddes, Ross, 2003, *IPOs and Equity Offerings*, Elsevier Finance.
- 13- Holmes, Nicholas; Chambers, Caroline, 2011, *Recent trends in secondary equity offerings*, Capital Markets Handbook.
- 14- McLean, R. David; Zhang, Tianyu; Zhao, Mengxin, 2010, *How do Firms Issue Shares? Evidence from Around the World*, University of Alberta.
- 15- -----, 2015, *Bist Trends Report: Volume 11*, Turkish Investor Relations Society & Central Registry Agency.
- 16- -----, 2014, *Corporate Report*, Deutsche Borse Group.
- 17- Aswath Damodaran, 2015, *Applied Corporate Finance*, Wiley Publication.

- 18- OECD. 2007. Asia: Overview of Corporate Governance Frameworks in 2007. Organisation for Economic Co-Operation and Development.
- 19- WFE, 2015, Statistics and Data, World Federation Exchanges.
- 20- -----, 2014, Securities Market In Japan, Japan Securities Research Institute.
- 21- Bo, Hong; Huang, Zhongnan; Wang, Changyun, 2011, Understanding seasoned equity offerings of Chinese firms, Journal of Banking & Finance.