تأمین مالی از بازار سرمایه در برابر وام بانکی: نقشهٔ راه

هر بنگاهی برای رشد به پول نیاز دارد؛ پرسش مدیر مالی این است که آن را از بانک بگیرد یا از بازار سرمایه. در این درس، اول الفبای جهانی فاینانس را یاد می‌گیرید — باند، کوپن، بازده و ارکان انتشار به زبان استاندارد دنیا — و بعد همان ابزار را در بازار ایران می‌بینید: اوراق بدهی و صکوک، با یک نمونهٔ واقعی و کامل.

مقدمه و نقشهٔ راه: اول جهان، بعد ایران

هر شرکتی برای رشد، خرید تجهیزات، ساخت کارخانه یا حتی تأمین سرمایه در گردش به پول نیاز دارد. پرسش اصلی مدیر مالی این است: این پول را از کجا بیاوریم؟ پاسخ جهان به این پرسش، دو مسیر بزرگ است: قرض گرفتن (تأمین مالی بدهی) و شریک کردن دیگران در مالکیت (تأمین مالی سرمایه‌ای). بانک و بازار سرمایه، دو شکل سازمان‌یافتهٔ همین دو مسیرند.

روش این دوره، روش مؤسسات آموزش مالی بین‌المللی مثل CFI و Saylor است: اول مفهوم را همان‌طور که در فاینانس جهان تدریس می‌شود یاد می‌گیریم و الفبای انگلیسی‌اش را مسلط می‌شویم، بعد سراغ شکل ایرانی همان ابزار می‌آییم. دلیلش ساده است: ادبیات مالی دنیا انگلیسی است و تقریباً همهٔ مفاهیم بازار ایران — از کوپن و سررسید تا ضامن و متعهد پذیره‌نویسی — ترجمه یا بومی‌سازی‌شدهٔ همان الفباست. کسی که لایهٔ جهانی را بلد باشد، بازار ایران را هم سریع و عمیق می‌فهمد.

اهداف یادگیری این درس: ۱) تأمین مالی بدهی و سرمایه‌ای را با مثال تعریف کنید؛ ۲) اجزای یک باند — ناشر، مبلغ اسمی، کوپن، سررسید و بازده — را نام ببرید و رابطه‌شان را توضیح دهید؛ ۳) نقش‌های استاندارد یک انتشار جهانی، از متعهد پذیره‌نویسی تا امین، را بشناسید؛ ۴) بگویید اوراق بدهی ایران چرا «صکوک» است و چه تفاوتی با باند جهانی دارد؛ ۵) گام‌های یک انتشار را از تصمیم تا سررسید، به ترتیب بگویید؛ ۶) برای یک نیاز مالی مشخص، بین وام بانکی و بازار سرمایه مسیر مناسب پیشنهاد دهید.

لایهٔ اول — مفهوم در جهان: تأمین مالی بدهی و باند

در فاینانس جهانی، وقتی شرکتی پول قرض می‌گیرد دو راه دارد: یا از یک بانک وام می‌گیرد، یا «باند» (Bond) منتشر می‌کند. باند در اصل همان وام است، با یک تفاوت بزرگ: به‌جای یک وام‌دهنده، وام به تکه‌های کوچک و هم‌اندازه تقسیم و به صدها یا هزاران سرمایه‌گذار فروخته می‌شود و آن تکه‌ها در بازار قابل خرید و فروش‌اند. شرکت ناشر (Issuer) متعهد می‌شود در طول عمر باند، در تاریخ‌های مشخص، مبلغی ثابت به نام

«کوپن» (Coupon) بپردازد و در پایان دوره — «سررسید» (Maturity) — اصل پول، یعنی «مبلغ اسمی» (Face Value)، را برگرداند.

قیمت باند در بازار لزوماً برابر مبلغ اسمی نیست؛ اگر نرخ‌های بهرهٔ بازار بالا برود، باندهای قدیمی با کوپن پایین ارزان‌تر می‌شوند تا «بازده» (Yield) آن‌ها برای خریدار تازه جذاب شود. پس کوپن، نرخ ثابتی است که روی مبلغ اسمی نوشته شده، اما بازده، آن چیزی است که سرمایه‌گذار واقعاً به دست می‌آورد و به قیمت خریدش بستگی دارد. این تمایز — نرخ اسمی در برابر بازده واقعی — یکی از بنیادی‌ترین نکته‌های این دوره است و در درس ۵ با عدد و فرمول بازش می‌کنیم.

چون سرمایه‌گذار نمی‌داند شرکت حتماً به تعهدش عمل می‌کند، جهان برای مدیریت این ریسک چند سازوکار ساخته است. نخست «رتبه‌بندی اعتباری» (Credit Rating) است: مؤسساتی مثل Moody's و S&P و Fitch اعتبار ناشر را درجه‌بندی می‌کنند؛ هرچه رتبه پایین‌تر، ریسک «نکول» (Default) — یعنی ناتوانی در پرداخت — بالاتر و در نتیجه بازدهی که بازار مطالبه می‌کند بیشتر. دوم «وثیقه» (Collateral) است: بعضی باندها با دارایی مشخصی پشتیبانی می‌شوند و بعضی نه. سوم «امین» (Trustee) است: نهادی مستقل که نمایندهٔ دارندگان باند است، بر انجام تعهدات ناشر نظارت می‌کند و اگر ناشر کوتاهی کرد، از طرف جمع سرمایه‌گذاران اقدام می‌کند.

انتشار باند هم ارکان خودش را دارد. «متعهد پذیره‌نویسی» (Underwriter) — معمولاً یک بانک سرمایه‌گذاری — ساختار انتشار را طراحی می‌کند، قیمت و نرخ را پیشنهاد می‌دهد، باند را به سرمایه‌گذاران می‌فروشد و در بسیاری از انتشارها تعهد می‌کند هرچه فروش نرفت را خودش بخرد تا انتشار ناتمام نماند. گاهی نهاد سومی هم پرداخت را «تضمین» می‌کند (Guarantor). و همهٔ اطلاعات انتشار — وضع مالی ناشر، شرایط باند و ریسک‌ها — در سندی به نام «امیدنامه» (Prospectus) منتشر می‌شود تا سرمایه‌گذار با چشم باز تصمیم بگیرد. فروش اولیه در «بازار اولیه» (Primary Market) اتفاق می‌افتد و خرید و فروش بعدی میان سرمایه‌گذاران در «بازار ثانویه» (Secondary Market).

بلوک اصطلاحات: الفبای انگلیسی این درس

Debt Financing — «تأمین مالی بدهی»: جذب منابع از راه قرض، با تعهد بازپرداخت اصل و پرداخت منظم؛ وام بانکی و باند هر دو از این خانواده‌اند.

Equity Financing — «تأمین مالی سرمایه‌ای»: جذب منابع از راه فروش مالکیت (سهام)؛ بازپرداخت و سود ثابت ندارد، اما مالکیت و کنترل رقیق می‌شود.

Bond — «باند / اوراق بدهی»: سند قابل معامله‌ای که نشان می‌دهد ناشر مبلغی را برای مدت معین قرض گرفته است.

Issuer — «ناشر»: شرکت یا نهادی که باند را منتشر می‌کند و متعهد پرداخت است.

Face Value (Par Value) — «مبلغ اسمی»: مبلغی که روی هر ورقه نوشته شده و در سررسید به دارنده برگردانده می‌شود.

Coupon — «کوپن»: پرداخت دوره‌ای ناشر به دارندهٔ باند، معمولاً درصدی ثابت از مبلغ اسمی در سال.

Maturity — «سررسید»: تاریخ پایان عمر باند و بازپرداخت اصل مبلغ.

Yield — «بازده»: بازده واقعی سرمایه‌گذار که به قیمت خرید باند بستگی دارد و لزوماً برابر نرخ کوپن نیست.

Credit Rating — «رتبه‌بندی اعتباری»: درجه‌ای که مؤسسات رتبه‌بندی به اعتبار و توان بازپرداخت ناشر می‌دهند.

Default — «نکول»: ناتوانی یا خودداری ناشر از پرداخت کوپن یا اصل در موعد مقرر.

Collateral — «وثیقه»: دارایی‌ای که برای تضمین بازپرداخت، پشتوانهٔ تعهد قرار می‌گیرد.

Trustee — «امین»: نهاد مستقلی که نمایندهٔ دارندگان باند است و بر اجرای تعهدات ناشر نظارت می‌کند.

Underwriter — «متعهد پذیره‌نویسی»: بانک سرمایه‌گذاری‌ای که انتشار را طراحی و اجرا می‌کند و معمولاً فروش کامل اوراق را تعهد می‌کند.

Guarantor — «ضامن»: نهاد سومی که پرداخت تعهدات ناشر را تضمین می‌کند.

Prospectus — «امیدنامه»: سند رسمی افشای اطلاعات انتشار، شامل وضع مالی ناشر، شرایط اوراق و ریسک‌ها.

Primary / Secondary Market — «بازار اولیه / بازار ثانویه»: بازار اولیه محل فروش نخستین اوراق از ناشر به سرمایه‌گذاران است و بازار ثانویه محل معاملهٔ بعدی همان اوراق میان خود سرمایه‌گذاران.

چرخهٔ عمر یک انتشار، گام‌به‌گام

حالا نقشهٔ سفر یک انتشار را از اول تا آخر ببینیم؛ این اسکلت در جهان و ایران تقریباً یکی است و فقط نام نهادها عوض می‌شود. گام اول «تصمیم و طراحی» است: شرکت مبلغ، مدت و هدف مصرف منابع را مشخص می‌کند و مشاور مالی ساختار مناسب را پیشنهاد می‌دهد. گام دوم «آماده‌سازی و افشا» است: صورت‌های مالی حسابرسی‌شده آماده و امیدنامه نوشته می‌شود تا سرمایه‌گذار بتواند شرکت را ارزیابی کند.

گام سوم «مجوز و رتبه‌بندی» است: ناظر بازار انتشار را بررسی و مجوز می‌دهد و در بازارهای پیشرفته، مؤسسات رتبه‌بندی به اوراق درجه می‌دهند. گام چهارم «قیمت‌گذاری و پذیره‌نویسی» است: نرخ کوپن نهایی می‌شود، پنجرهٔ فروش باز می‌شود و سرمایه‌گذاران در بازار اولیه اوراق را می‌خرند؛ اگر چیزی فروش نرود، متعهد پذیره‌نویسی طبق تعهدش وارد می‌شود. گام پنجم «تخصیص و شروع معاملات» است: اوراق به خریداران تخصیص می‌یابد، پول به شرکت می‌رسد و اوراق در بازار ثانویه قابل معامله می‌شود؛ بازارگردان از همین‌جا نقدشوندگی را نگه می‌دارد.

گام ششم «زندگی اوراق» است: در تمام مدت عمر باند، ناشر در موعدهای مقرر کوپن می‌پردازد و گزارش‌های دوره‌ای منتشر می‌کند و امین یا ناظر بر این جریان نظارت دارد. گام هفتم «سررسید» است: اصل مبلغ به دارندگان برمی‌گردد و پروندهٔ انتشار بسته می‌شود. هر جا در این درس و درس‌های بعد از «انتشار» حرف می‌زنیم، منظور همین سفر هفت‌گامه است.

لایهٔ دوم — همین ابزار در بازار ایران: اوراق بدهی و صکوک

بازار ایران همین اسکلت جهانی را دارد، با یک تفاوت بنیادین: در نظام مالی اسلامی، «بهرهٔ» قراردادی روی قرض مجاز نیست؛ پس اوراق ایران نمی‌تواند یک وامِ بهره‌دارِ ساده باشد. راه‌حل، «صکوک» است: اوراقی که به‌جای قرض، بر یک دارایی یا قرارداد واقعی سوار می‌شود. در صکوک اجاره، دارایی شرکت خریده و به خودش اجاره داده می‌شود و سرمایه‌گذار اجاره‌بها می‌گیرد. در اوراق مرابحه، کالا برای شرکت خریده و با سود مشخص و اقساطی به او فروخته می‌شود. صکوک منفعت، استصناع و مشارکت هم هر کدام قرارداد پایهٔ خودشان را دارند که در درس ۳ یک‌به‌یک بازشان می‌کنیم. از نگاه سرمایه‌گذار، نتیجه شبیه باند است: پرداخت‌های دوره‌ای مشخص و اصل پول در سررسید؛ اما از نگاه حقوقی، پشت هر پرداخت یک معاملهٔ واقعی ایستاده است.

در ایران، انتشار اوراق مجوز «سازمان بورس و اوراق بهادار» می‌خواهد، عرضه و معاملاتش در «بورس تهران» یا «فرابورس ایران» انجام می‌شود و همهٔ اطلاعات ناشر — از امیدنامه تا صورت‌های مالی و گزارش‌های دوره‌ای — در سامانهٔ «کدال» منتشر می‌شود. ساختار انتشار هم معمولاً یک «بانی» دارد (شرکت متقاضی منابع) و یک «نهاد واسط» که اوراق را به نام خود و برای بانی منتشر می‌کند و دارایی پایه را نگه می‌دارد؛ ارکان دیگر — مشاور عرضه، متعهد پذیره‌نویسی، ضامن، بازارگردان و عامل فروش — را در بخش نقش‌ها با جزئیات می‌بینیم و در درس ۲ عمیق‌تر می‌شویم.

مسیر دوم بازار سرمایه «تأمین مالی سرمایه‌ای» است؛ یعنی عرضهٔ سهام شرکت در بورس یا فرابورس و شریک کردن عموم در مالکیت. در هر دو مسیر، پول از جیب یک وام‌دهنده نمی‌آید، بلکه از صدها یا هزاران سرمایه‌گذار خرد و کلان جمع می‌شود.

ابزار درست، به مرحلهٔ عمر شرکت هم بستگی دارد. در مرحلهٔ آغاز و ایده، معمولاً سرمایهٔ شخصی، خانواده و سرمایه‌گذاران فرشته تنها منابع واقع‌بینانه‌اند؛ شرکت هنوز سابقه، دارایی و جریان نقد قابل اتکا ندارد. در مرحلهٔ رشد، شرکتِ دارای محصول و مشتری می‌تواند سراغ سرمایهٔ خطرپذیر (صندوق‌های جسورانه) و تأمین مالی جمعی برود؛ ابزارهایی که به‌جای وثیقهٔ ملکی، روی آیندهٔ شرکت حساب می‌کنند. در مرحلهٔ توسعه، شرکت‌های متوسط و بزرگ با صورت‌های مالی شفاف می‌توانند اوراق منتشر کنند و برای طرح‌های چندساله منابع بلندمدت بگیرند. در مرحلهٔ بلوغ، سبد کامل می‌شود: عرضهٔ سهام در بورس، انتشارهای بزرگ اوراق و ترکیب سنجیده‌ای از هر دو مسیر بانکی و بازاری. انیمیشن این درس همین چرخه را نشان می‌دهد: هرچه شرکت بالغ‌تر و شفاف‌تر می‌شود، درهای بیشتری از بازار سرمایه به رویش باز می‌شود.

فرق‌های اصلی با وام بانکی

نخستین تفاوت، «واسطه» است. در وام بانکی، بانک واسطهٔ میان سپرده‌گذار و شرکت است و خودش ریسک و شرایط را تعیین می‌کند؛ اما در بازار سرمایه این واسطه‌گری حداقلی است و شرکت و سرمایه‌گذار تقریباً روبه‌روی هم قرار می‌گیرند. تفاوت دوم، «مدت» است: تسهیلات بانکی در ایران غالباً کوتاه‌مدت و یک‌ساله‌اند و تمدیدشان هر سال یک مذاکرهٔ تازه است، در حالی که اوراق معمولاً با سررسیدهای چندساله منتشر می‌شوند و برای طرح‌های بلندمدت مناسب‌ترند.

تفاوت سوم، «وثیقه و تضمین» است؛ بانک معمولاً سند ملکی می‌خواهد، اما در انتشار اوراق می‌توان از ظرفیت ضامن‌های نهادی و دارایی‌های خود شرکت استفاده کرد. تفاوت چهارم «شفافیت» است: شرکتی که اوراق منتشر می‌کند باید صورت‌های مالی و اطلاعاتش را در سامانهٔ کدال منتشر کند و زیر نظر سازمان بورس باشد؛ چیزی که وام بانکی از شرکت نمی‌خواهد. و تفاوت پنجم «مقیاس و هزینهٔ ثابت» است: انتشار اوراق هزینه‌های ثابت قابل‌توجهی دارد و برای مبالغ بزرگ می‌ارزد، اما وام بانکی برای مبالغ کوچک سریع‌تر و ارزان‌تر به نتیجه می‌رسد.

مقایسهٔ جهان و ایران: تفاوت‌های کلیدی

مبنای حقوقی: باند جهانی یک قرارداد قرض با بهره است؛ اوراق ایران بر قراردادهای واقعی — اجاره، مرابحه، منفعت، استصناع، مشارکت — استوار است و پرداخت سرمایه‌گذار از دل همان قرارداد می‌آید، نه از بهرهٔ قرض.

سنجش ریسک ناشر: در جهان، رتبه‌بندی اعتباری مؤسساتی مثل Moody's و S&P زبان مشترک بازار است و نرخ کوپن تا حد زیادی از روی همان رتبه تعیین می‌شود. در ایران، رتبه‌بندی داخلی هنوز نقش محدودتری دارد

و جای بخش بزرگی از آن را «ضامن» نهادی — اغلب یک بانک — گرفته است؛ یعنی سرمایه‌گذار ایرانی بیشتر به اعتبار ضامن تکیه می‌کند تا به درجهٔ اعتباری ناشر.

نمایندگی سرمایه‌گذاران: در جهان، Trustee نمایندهٔ حقوقی دارندگان باند است. در ایران این نقش میان چند نهاد تقسیم شده است: نهاد واسط دارایی را نگه می‌دارد، ضامن پرداخت را تضمین می‌کند، سازمان بورس ناظر است و سپرده‌گذاری مرکزی ثبت و تسویه را انجام می‌دهد.

افشا و بازار: در هر دو دنیا سند افشا (Prospectus / امیدنامه) و گزارش‌دهی دوره‌ای ستون انتشار است؛ در ایران همه‌چیز روی کدال متمرکز است و معاملات ثانویه در بورس تهران و فرابورس انجام می‌شود. و یک شباهت مهم: در هر دو بازار، وجود بازارگردان و بازار ثانویهٔ فعال است که اوراق را «نقدشونده» نگه می‌دارد؛ بدون آن، سرمایه‌گذار حاضر نیست پولش را چند سال قفل کند.

نمونهٔ واقعی و کامل: اوراق مرابحهٔ آرین پارس موتور

حالا همهٔ این مفاهیم را روی یک انتشار واقعی که همین روزها در فرابورس ایران انجام شد ببینیم: اوراق مرابحهٔ «شرکت مجتمع صنعتی آرین پارس موتور» با نماد «آرین پارس ۰۹۱». مشخصات انتشار، طبق اطلاعیهٔ فرابورس ایران و افشاهای کدال: مبلغ کل ۲۰۰ میلیارد تومان، در قالب ۲ میلیون ورقه با ارزش اسمی هر ورقه یک میلیون ریال؛ نرخ سود سالانه ۲۳ درصد با پرداخت هر سه ماه یک‌بار؛ مدت ۴۸ ماه و سررسید ۱ آذر ۱۴۰۹؛ پنجرهٔ پذیره‌نویسی از یکشنبه ۱ آذر ۱۴۰۵ به مدت سه روز کاری در فرابورس؛ و هدف انتشار، تأمین سرمایه در گردش برای خرید مواد اولیهٔ تولید.

ارکان این انتشار را با الفبای همین درس بخوانیم: بانی و ناشر اقتصادی ماجرا، خود شرکت آرین پارس موتور است که برای خرید مواد اولیه به منابع نیاز داشت. «ضامن» انتشار بانک ملی ایران است؛ یعنی اگر شرکت نتوانست بپردازد، بانک ملی پرداخت اصل و سود را تضمین کرده است — همان نقشی که در لایهٔ جهانی یا با رتبه‌بندی اعتباری بالا پوشش داده می‌شود یا با Guarantor. «متعهد پذیره‌نویسی و بازارگردان» هر دو تأمین سرمایهٔ امید است: امید تعهد کرده بود اگر در پنجرهٔ سه‌روزه ورقه‌ای فروش نرفت، خودش بخرد تا انتشار کامل شود، و در چهار سال آینده هم با خرید و فروش مستمر، نقدشوندگی «آرین پارس ۰۹۱» را در بازار ثانویه نگه می‌دارد. «عامل فروش» هم کارگزاری فیروزه آسیا بود؛ یعنی شبکه‌ای که سفارش‌های خرید در پنجرهٔ پذیره‌نویسی از مسیر آن جمع شد.

یک حساب سرانگشتی آموزشی: هر ورقه یک میلیون ریال است و نرخ سود سالانه ۲۳ درصد؛ پس سود سالانهٔ هر ورقه ۲۳۰ هزار ریال و پرداخت فصلی آن ۵۷ هزار و ۵۰۰ ریال است. در مقیاس کل انتشار، شرکت سالانه ۴۶ میلیارد تومان سود می‌پردازد و در سررسید ۱ آذر ۱۴۰۹ هم اصل ۲۰۰ میلیارد تومان را برمی‌گرداند. دقت کنید این محاسبه، سود ساده و قراردادی همین اوراق است؛ «بازده» واقعی هر سرمایه‌گذار به قیمتی

بستگی دارد که ورقه را با آن خریده است — اگر در بازار ثانویه ورقه را گران‌تر از ارزش اسمی بخرید، بازده‌تان از ۲۳ درصد کمتر می‌شود و اگر ارزان‌تر بخرید، بیشتر.

چرا این شرکت سراغ وام بانکی نرفت؟ از روی مشخصات انتشار می‌شود حدس مستند زد: نیازش سرمایه در گردش خرید مواد اولیه بود، اما افق بازپرداخت چهارساله به او فرصت می‌دهد چرخهٔ تولید و فروش را بدون مذاکرهٔ تمدید سالانه مدیریت کند؛ مبلغ ۲۰۰ میلیارد تومان هم آن‌قدر بزرگ هست که هزینه‌های ثابت انتشار را توجیه کند. این دقیقاً همان منطق نقشهٔ راه این درس است: افق نیاز، ابزار را انتخاب می‌کند.

نقش هر رکن با جزئیات وظایف

«بانی / ناشر» نقطهٔ شروع و متعهد اصلی است: نیاز مالی و هدف مصرف را تعریف می‌کند، دارایی یا طرح پایهٔ صکوک را ارائه می‌دهد، اطلاعات و صورت‌های مالی‌اش را برای امیدنامه و کدال آماده می‌کند و در تمام عمر اوراق، پرداخت‌های دوره‌ای و اصل را انجام می‌دهد. اعتبار انتشار، قبل از هر چیز، اعتبار بانی است.

«شرکت تأمین سرمایه / مشاور عرضه» معمار انتشار است: ساختار و نوع اوراق را متناسب با وضع شرکت طراحی می‌کند، امیدنامه را تهیه می‌کند، پرونده را در مسیر اخذ مجوز از سازمان بورس پیش می‌برد، دربارهٔ نرخ و زمان‌بندی عرضه نظر کارشناسی می‌دهد و کل فرایند را هماهنگ می‌کند. در نمونهٔ آرین پارس، تأمین سرمایهٔ امید علاوه بر این نقش، دو نقش اجرایی دیگر را هم گرفت.

«متعهد پذیره‌نویسی» بیمهٔ کامل شدن انتشار است: تعهد حقوقی می‌کند که اگر در پنجرهٔ پذیره‌نویسی بخشی از اوراق فروش نرفت، آن را با همان شرایط بخرد؛ پس شرکت مطمئن است کل مبلغ را می‌گیرد. «ضامن» بیمهٔ پرداخت است: اگر بانی در پرداخت سود یا اصل کوتاهی کند، ضامن از طرف او می‌پردازد و بعد به بانی رجوع می‌کند؛ به همین دلیل اعتبار ضامن — مثل بانک ملی در نمونهٔ ما — مستقیم روی اعتماد سرمایه‌گذار و نرخ اوراق اثر می‌گذارد.

«بازارگردان» نگهبان نقدشوندگی است: در بازار ثانویه به‌طور مستمر برای اوراق قیمت خرید و فروش می‌گذارد تا دارنده هر وقت خواست بتواند بفروشد. «عامل فروش» بازوی اجرایی فروش در بازار اولیه است و سفارش‌ها را از شبکهٔ کارگزاری جمع می‌کند. «حسابرس» به صورت‌های مالی بانی اعتبار می‌دهد. و بالای همه، «سازمان بورس» مجوز می‌دهد و ناظر است، «فرابورس یا بورس» بستر عرضه و معامله است و «سپرده‌گذاری مرکزی» ثبت مالکیت و تسویهٔ پرداخت‌ها را انجام می‌دهد. درس ۲ به هر یک از این نقش‌ها یک بخش کامل اختصاص می‌دهد.

هزینه‌ها و ملاحظات

انتشار اوراق برخلاف وام بانکی، یک هزینهٔ ثابت ورود دارد: کارمزد مشاور عرضه و شرکت تأمین سرمایه، کارمزد تعهد پذیره‌نویسی، کارمزد بازارگردانی در طول عمر اوراق، هزینهٔ ضمانت، حسابرسی، تهیه و انتشار امیدنامه و هزینه‌های پذیرش و افشا. این هزینه‌ها برای هر انتشار، فارغ از مبلغش، تا حد زیادی ثابت‌اند؛ نتیجهٔ عملی‌اش همان است که در نقشهٔ راه گفتیم: انتشار برای مبالغ کوچک نمی‌ارزد و هرچه مبلغ بزرگ‌تر، سهم هزینهٔ ثابت در هر تومان منابع کمتر.

برای اینکه مقیاس این هزینه‌ها ملموس شود، به همان نمونهٔ واقعی برگردیم: طبق افشای کدال تأمین سرمایهٔ امید، مجموع درآمد امید فقط از دو نقش «تعهد پذیره‌نویسی و بازارگردانی» اوراق آرین پارس ۴۸٫۶۸ میلیارد تومان اعلام شده است — ۲ میلیارد تومان بابت تعهد پذیره‌نویسی و ۴۶٫۶۸ میلیارد تومان بابت بازارگردانی که در طول چهار سال عمر اوراق شناسایی می‌شود. این رقم، هزینه‌ای است که در نهایت از جیب بانی پرداخت می‌شود و جدا از آن ۲۳ درصد سودی است که به سرمایه‌گذاران می‌رسد؛ پس «هزینهٔ واقعی تأمین مالی» برای شرکت، همیشه نرخ سود اوراق به‌علاوهٔ همین کارمزدها و هزینه‌هاست. مقایسهٔ منصفانه با وام بانکی هم باید روی همین مبنا باشد: نرخ وام، به‌علاوهٔ هزینه‌های جانبی و ریسک تمدید سالانه.

ملاحظهٔ دوم زمان است: آماده‌سازی انتشار — حسابرسی، امیدنامه، مجوز — هفته‌ها تا ماه‌ها طول می‌کشد و برای نیاز فوری مناسب نیست. ملاحظهٔ سوم، تعهد افشای مستمر است: شرکت بعد از انتشار، سال‌ها زیر ذره‌بین کدال و سرمایه‌گذاران زندگی می‌کند؛ برای بعضی شرکت‌ها این شفافیت یک مزیت اعتباری است و برای بعضی، یک هزینهٔ مدیریتی واقعی.

ریسک‌ها و نکات احتیاطی

از نگاه شرکت، بزرگ‌ترین ریسک انتشار «تعهد پرداخت ثابت» است: سود دوره‌ای و اصل، چه سال خوبی داشته باشید چه نه، باید در موعد پرداخت شود؛ پس پیش‌بینی جریان نقد باید محافظه‌کارانه باشد. ریسک دوم «ناهماهنگی افق» است که در این درس چند بار دیدیم: تأمین مالی کوتاه‌مدت برای نیاز بلندمدت، شرکت را هر سال پای میز تمدید می‌نشاند.

از نگاه سرمایه‌گذار، ریسک اول «نکول» است: احتمال اینکه بانی نتواند بپردازد؛ در ایران بخش بزرگی از این ریسک با اعتبار ضامن سنجیده می‌شود، اما ضامن هم مصونیت مطلق نیست و باید اعتبار خودش بررسی شود. ریسک دوم «نرخ سود» است: اگر نرخ‌های بازار بالا برود، قیمت اوراق با نرخ ثابت در بازار ثانویه پایین می‌آید و فروشندهٔ زودهنگام زیان می‌کند. ریسک سوم «نقدشوندگی» است: اوراقی که بازارگردان فعال ندارد،

ممکن است هنگام نیاز به فروش، خریدار آماده نداشته باشد. و ریسک چهارم «تورم» است: سود ثابت ۲۳ درصدی در برابر تورم بالا می‌تواند بازده واقعی منفی بسازد؛ عدد اسمی را با بازده واقعی اشتباه نگیرید.

اشتباهات رایج

اشتباه اول: انتخاب ابزار قبل از مشخص کردن مبلغ و افق نیاز؛ اول نیاز را دقیق کنید، بعد ابزار خودش را نشان می‌دهد. اشتباه دوم: مقایسهٔ وام و اوراق فقط با نرخ؛ هزینهٔ واقعی، نرخ به‌علاوهٔ کارمزدها و هزینهٔ تمدید و وثیقه است. اشتباه سوم: دست‌کم گرفتن زمان و الزام افشا؛ انتشار یک پروژهٔ چندماهه است، نه یک امضای یک‌روزه. اشتباه چهارم: تصور اینکه «ضامن دارد، پس بدون ریسک است»؛ ضامن ریسک نکول را کم می‌کند، اما ریسک نرخ، نقدشوندگی و تورم سر جایش است. اشتباه پنجم: قفل کردن همهٔ منابع روی یک مسیر؛ شرکت‌های بالغ سبدشان را ترکیب می‌کنند. و اشتباه ششم، برای سرمایه‌گذار: یکی دانستن نرخ سود اسمی با بازده واقعی؛ بازده به قیمت خرید و تورم بستگی دارد.

جمع‌بندی

در این درس نقشهٔ کامل را دیدیم: در لایهٔ جهان، باند یعنی وامِ تکه‌تکه‌شده و قابل معامله، با الفبای مشخص — Issuer، Coupon، Maturity، Yield، Trustee، Underwriter. در لایهٔ ایران، همان اسکلت با قراردادهای واقعی به صکوک تبدیل می‌شود و ارکانش — بانی، تأمین سرمایه، متعهد پذیره‌نویسی، ضامن، بازارگردان — روی بستر سازمان بورس، فرابورس و کدال کار می‌کنند. نمونهٔ آرین پارس موتور نشان داد این مفاهیم چطور در یک انتشار واقعی ۲۰۰ میلیارد تومانی کنار هم می‌نشینند.

پاسخ درست به پرسش «وام یا بازار سرمایه؟» معمولاً «هر دو» است: نیاز جاری و فوری از بانک، و طرح بلندمدت و بزرگ از بازار سرمایه. اگر صاحب کسب‌وکار هستید، پیش از هر تصمیم با یک شرکت تأمین سرمایه یا مشاور عرضهٔ مجاز سازمان بورس صحبت کنید. حالا با سناریوهای زیر خودتان را جای مدیر مالی دو بنگاه بگذارید و بعد کوییز پایان درس را بزنید؛ درس ۲ سراغ تک‌تک ارکان انتشار می‌رود.

چک‌لیست پیش از انتخاب مسیر

- مبلغ و افق زمانی نیاز را دقیق مشخص کنید؛ نیاز چندساله را با وام یک‌ساله جواب ندهید.
- الفبای انتشار را مرور کنید: ناشر، کوپن/نرخ سود، سررسید، بازده و ضامن را برای گزینهٔ خودتان مشخص کنید.
- صورت‌های مالی حسابرسی‌شده و سابقهٔ افشای اطلاعات شرکت را آماده کنید.
- هزینهٔ کل هر دو مسیر (نرخ + کارمزدها + هزینه‌های ثابت انتشار) را کنار هم بگذارید.

- وثیقهٔ قابل ارائه و امکان استفاده از ضامن نهادی را بررسی کنید.
- اعتبار ضامن و سابقهٔ بانی‌های مشابه را بررسی کنید؛ «ضامن دارد» به‌تنهایی کافی نیست.
- جریان نقد پرداخت‌های دوره‌ای را محافظه‌کارانه پیش‌بینی کنید.
- با یک شرکت تأمین سرمایه یا مشاور عرضهٔ مجاز سازمان بورس مشورت کنید.
- به ترکیب فکر کنید: نیاز جاری از بانک، طرح بلندمدت از بازار سرمایه.

واژه‌نامهٔ دوزبانه

فارسی	English	تعریف
تأمین مالی بدهی	Debt Financing	جذب منابع از راه قرض با تعهد بازپرداخت اصل و پرداخت منظم؛ مانند وام بانکی و باند.
تأمین مالی سرمایه‌ای	Equity Financing	جذب منابع از راه فروش سهام و شریک کردن سرمایه‌گذاران در مالکیت شرکت.
باند (اوراق بدهی)	Bond	سند قابل معامله‌ای که نشان می‌دهد ناشر مبلغی را برای مدت معین از سرمایه‌گذاران قرض گرفته است.
ناشر	Issuer	شرکت یا نهادی که اوراق را منتشر می‌کند و متعهد پرداخت سود و اصل است.
مبلغ اسمی	Face Value	مبلغ نوشته‌شده روی هر ورقه که در سررسید به دارنده برگردانده می‌شود.
کوپن (نرخ سود)	Coupon	پرداخت دوره‌ای ناشر به دارندهٔ اوراق؛ معمولاً درصدی ثابت از مبلغ اسمی در سال.
سررسید	Maturity	تاریخ پایان عمر اوراق یا وام و بازپرداخت اصل مبلغ.
بازده	Yield	بازده واقعی سرمایه‌گذار که به قیمت خرید اوراق بستگی دارد و لزوماً برابر نرخ کوپن نیست.
رتبه‌بندی اعتباری	Credit Rating	درجه‌ای که مؤسسات رتبه‌بندی به اعتبار و توان بازپرداخت ناشر می‌دهند.
نکول	Default	ناتوانی یا خودداری ناشر از پرداخت سود یا اصل در موعد مقرر.
وثیقه	Collateral	دارایی‌ای که پشتوانهٔ تضمین بازپرداخت تعهد قرار می‌گیرد.
امین	Trustee	

		نهاد مستقلی که نمایندهٔ دارندگان اوراق است و بر اجرای تعهدات ناشر نظارت می‌کند.
متعهد پذیره‌نویسی	Underwriter	نهادی که انتشار را طراحی و اجرا می‌کند و تعهد می‌کند اوراق فروش‌نرفته را بخرد تا انتشار ناتمام نماند.
ضامن	Guarantor	نهادی که پرداخت تعهدات ناشر اوراق را تضمین می‌کند.
امیدنامه	Prospectus	سند رسمی معرفی طرح انتشار اوراق، شامل اطلاعات مالی، شرایط اوراق و ریسک‌ها.
بازار اولیه	Primary Market	بازاری که اوراق برای نخستین بار از ناشر به سرمایه‌گذاران فروخته می‌شود.
بازار ثانویه	Secondary Market	بازاری که اوراق منتشرشده در آن میان سرمایه‌گذاران خرید و فروش می‌شود.
صکوک	Sukuk	اوراق بهادار اسلامی مبتنی بر دارایی یا قرارداد واقعی، مانند اجاره و مرابحه.
بانی	Originator	شرکتی که برای تأمین مالی خود، انتشار صکوک را از مسیر نهاد واسط انجام می‌دهد و متعهد پرداخت‌هاست.
بازارگردان	Market Maker	نهادی که با خرید و فروش مستمر، نقدشوندگی اوراق را در بازار ثانویه حفظ می‌کند.
کدال	Codal	سامانهٔ جامع اطلاع‌رسانی ناشران سازمان بورس برای انتشار اطلاعات شرکت‌ها.
سرمایه در گردش	Working Capital	منابع لازم برای هزینه‌های جاری و روزمرهٔ بنگاه.

پرسش‌های مرور درس

1. در تأمین مالی از بازار سرمایه، منابع مالی شرکت از کجا تأمین می‌شود؟

از یک بانک مشخص · مستقیم از سرمایه‌گذاران متعدد در یک بازار سازمان‌یافته · از بانک مرکزی · از بودجهٔ دولت

2. رایج‌ترین ابزار مسیر بازار سرمایه کدام است؟

اوراق بدهی مانند صکوک اجاره و اوراق مرابحه · تسهیلات تکلیفی · تنخواه گردان · چک برگشتی

3. «تأمین مالی سرمایه‌ای» یعنی چه؟

گرفتن وام با نرخ ترجیحی · عرضهٔ سهام شرکت و شریک کردن عموم در مالکیت · فروش دارایی‌های ثابت · استقراض از صندوق توسعهٔ ملی

4. نخستین تفاوت وام بانکی و بازار سرمایه از نظر «واسطه» چیست؟

در بازار سرمایه واسطه بیشتر است · در وام بانکی، بانک واسطه است و شرایط را تعیین می‌کند؛ در بازار سرمایه واسطه‌گری حداقلی است · در هیچ‌کدام واسطه‌ای نیست · در بازار سرمایه بانک مرکزی واسطه است

5. از نظر «مدت»، تفاوت معمول دو مسیر چیست؟

اوراق معمولاً یک‌ساله و وام‌ها چندساله‌اند · تسهیلات بانکی غالباً کوتاه‌مدت و یک‌ساله‌اند؛ اوراق معمولاً سررسید چندساله دارند · هر دو همیشه پنج‌ساله‌اند · مدت در هیچ‌کدام مشخص نیست

6. در انتشار اوراق، به‌جای سند ملکی از چه ظرفیتی می‌توان استفاده کرد؟

چک شخصی مدیرعامل · ضامن‌های نهادی و دارایی‌های خود شرکت · سفتهٔ کارمندان · هیچ تضمینی لازم نیست

7. الزام «شفافیت» در بازار سرمایه یعنی چه؟

تبلیغات تلویزیونی اجباری · انتشار صورت‌های مالی و اطلاعات در سامانهٔ کدال و نظارت سازمان بورس · چاپ آگهی در روزنامه · گزارش ماهانه به بانک عامل

8. انتشار اوراق بیشتر برای کدام شرکت‌ها به‌صرفه است؟

شرکت‌های تازه‌تأسیس بدون سابقه · شرکت‌های متوسط و بزرگ با نیاز مالی قابل‌توجه و پایدار · فقط شرکت‌های دولتی · فقط استارتاپ‌ها

9. برای نیاز کوچک، فوری و کوتاه‌مدت، ساده‌ترین گزینه معمولاً کدام است؟

انتشار صکوک · عرضهٔ سهام در بورس · وام بانکی · صندوق جسورانه

10. شرکت کوچک یا استارتاپ در چرخهٔ عمر، به کدام ابزارها نزدیک‌تر است؟

صکوک مشارکت چندصد میلیاردی · سرمایهٔ خطرپذیر و تأمین مالی جمعی · اوراق دولتی · وام کلان بانکی بدون وثیقه

11. جمع‌بندی درس دربارهٔ انتخاب بین وام و بازار سرمایه چیست؟

همیشه فقط وام بانکی · همیشه فقط بازار سرمایه · معمولاً ترکیب هر دو: نیاز جاری از بانک، طرح بلندمدت از بازار سرمایه · هیچ‌کدام؛ فقط سرمایهٔ شخصی

12. یکی از مزیت‌های راهبردی بازار سرمایه کدام است؟

حذف کامل نیاز به صورت مالی · رهایی از وابستگی به یک وام‌دهنده و بلندتر شدن سررسیدها · معافیت از نظارت سازمان بورس · تضمین سود توسط دولت

13. «کوپن» (Coupon) در یک باند جهانی چیست؟

مبلغ اسمی هر ورقه · پرداخت دوره‌ای ثابت ناشر به دارنده، بر مبنای مبلغ اسمی · کارمزد متعهد پذیره‌نویسی · تاریخ پایان عمر باند

14. اگر باندی را در بازار ثانویه گران‌تر از مبلغ اسمی‌اش بخرید، بازده شما نسبت به نرخ کوپن چه می‌شود؟

دقیقاً برابر می‌ماند · بیشتر می‌شود · کمتر می‌شود · صفر می‌شود

15. «امین» (Trustee) در انتشارهای جهانی چه نقشی دارد؟

اوراق فروش‌نرفته را می‌خرد · نمایندهٔ دارندگان اوراق است و بر اجرای تعهدات ناشر نظارت می‌کند · نرخ کوپن را تعیین می‌کند · صورت‌های مالی ناشر را حسابرسی می‌کند

16. رتبه‌بندی اعتباری (Credit Rating) اساساً چه چیزی را می‌سنجد؟

سودآوری سهام شرکت · احتمال نکول و توان بازپرداخت ناشر · حجم معاملات بازار ثانویه · کیفیت محصولات شرکت

17. چرا اوراق بدهی در ایران «صکوک» نامیده می‌شود؟

چون فقط دولت منتشرشان می‌کند · چون به‌جای قرض بهره‌دار، بر دارایی یا قرارداد واقعی مثل اجاره و مرابحه استوار است · چون فقط به ریال منتشر می‌شود · چون سررسیدشان همیشه یک‌ساله است

18. در انتشار واقعی اوراق مرابحهٔ آرین پارس موتور («آرین پارس ۰۹۱»)، ضامن چه نهادی بود؟

تأمین سرمایهٔ امید · کارگزاری فیروزه آسیا · بانک ملی ایران · سازمان بورس

19. مبلغ و هدف انتشار آرین پارس ۰۹۱ چه بود؟

۵۰ میلیارد تومان برای ساخت کارخانه · ۲۰۰ میلیارد تومان برای تأمین سرمایه در گردش و خرید مواد اولیه · ۱۰۰ میلیارد تومان برای بازپرداخت بدهی بانکی · ۵۰۰ میلیارد تومان برای خرید شرکت رقیب

20. «متعهد پذیره‌نویسی» در یک انتشار چه تعهدی دارد؟

پرداخت سود اوراق را برای همیشه تضمین می‌کند · اگر بخشی از اوراق در پنجرهٔ پذیره‌نویسی فروش نرفت، آن را می‌خرد تا انتشار کامل شود · قیمت اوراق را در بازار ثانویه ثابت نگه می‌دارد · امیدنامه را حسابرسی می‌کند

پاسخ‌نامه

1: 2، 2: 1، 3: 2، 4: 2، 5: 2، 6: 2، 7: 2، 8: 2، 9: 3، 10: 2، 11: 3، 12: 2، 13: 2، 14: 3، 15: 2، 16: 2، 17: 2، 18: 3، 19: 2، 20: 2

پایگاه خبری تأمین مالی — دورهٔ رایگان «ابزارهای تأمین مالی از بازار سرمایهٔ ایران»