ارکان انتشار: چه کسانی یک انتشار اوراق را می‌سازند؟

یک انتشار اوراق، کار یک نفر نیست؛ یک گروه کامل آن را می‌سازد. در این درس اول ارکان انتشار را در بازارهای جهان با اصطلاحات انگلیسی‌شان می‌شناسید — از Issuer و Underwriter تا Trustee و Market Maker — و بعد نقش هرکدام را در بازار ایران، روی یک انتشار واقعی فرابورس، یک‌به‌یک می‌بینید.

مقدمه و اهداف یادگیری: انتشار، یک کار گروهی است

در درس ۱ دیدیم که انتشار اوراق یعنی شرکت به‌جای وام گرفتن از یک بانک، نیاز مالی‌اش را به ورقه‌های کوچک و قابل معامله تقسیم می‌کند و از صدها یا هزاران سرمایه‌گذار تأمین می‌کند. اما پشت همین جملهٔ ساده، یک ماشین چندنفره کار می‌کند: کسی باید ساختار انتشار را طراحی کند، کسی باید فروش کامل اوراق را تضمین کند، کسی باید پرداخت‌ها را ضمانت کند، کسی باید نقدشوندگی اوراق را در سال‌های بعد نگه دارد و کسی باید بر همهٔ این‌ها نظارت کند. اگر هر یک از این نقش‌ها غایب یا ضعیف باشد، انتشار یا انجام نمی‌شود، یا گران تمام می‌شود، یا اعتماد سرمایه‌گذار را از دست می‌دهد.

این درس نقشهٔ همین گروه است. روش ما مثل درس ۱ دولایه است: اول ارکان انتشار را همان‌طور که در فاینانس جهان تعریف می‌شوند یاد می‌گیریم و الفبای انگلیسی هر نقش را مسلط می‌شویم؛ بعد سراغ فرم ایرانی هر رکن می‌آییم و می‌بینیم کدام نهاد ایرانی کدام مسئولیت را بر عهده دارد، چه تفاوتی با همتای جهانی‌اش دارد و در عمل، در یک انتشار واقعی، این نقش‌ها چطور کنار هم نشسته‌اند.

اهداف یادگیری این درس: ۱) ده رکن اصلی یک انتشار را نام ببرید و مسئولیت هرکدام را در یک جمله توضیح دهید؛ ۲) تفاوت «متعهد پذیره‌نویسی» و «ضامن» را — که رایج‌ترین اشتباه بازار است — دقیق بیان کنید؛ ۳) نقش نهاد واسط در صکوک ایران و تفاوت آن با ناشر مستقیم در جهان را توضیح دهید؛ ۴) جریان یک پروندهٔ انتشار را از تصمیم بانی تا شروع معاملات، گام‌به‌گام و به ترتیب ارکان بگویید؛ ۵) ارکان یک انتشار واقعی ایرانی را از روی اطلاعیهٔ آن شناسایی کنید؛ ۶) هزینه‌ها، ریسک‌ها و تعارض منافع هر رکن را بشناسید تا امیدنامه را با چشم باز بخوانید.

لایهٔ اول — ارکان انتشار در جهان: چه کسی چه کار می‌کند؟

در بازارهای جهانی، نقطهٔ شروع «ناشر» (Issuer) است: شرکت یا نهادی که اوراق را منتشر می‌کند، پول را می‌گیرد و متعهد پرداخت کوپن و اصل است. اما ناشر معمولاً خودش اوراق را نمی‌فروشد. طراحی و اجرای

انتشار با «بانک سرمایه‌گذاری» است که در نقش «مدیر انتشار» یا «مشاور عرضه» (Lead Manager) ساختار معامله، مبلغ، نرخ و زمان‌بندی را طراحی می‌کند، سند افشا یعنی «امیدنامه» (Prospectus) را آماده می‌کند و سرمایه‌گذاران بزرگ را از پیش شناسایی می‌کند. در انتشارهای بزرگ، چند بانک در قالب یک سندیکا کنار هم کار می‌کنند و بانکی که سفارش‌های خرید را جمع و تخصیص را مدیریت می‌کند «مدیر دفتر سفارش» (Bookrunner) نام دارد.

نقش دوم، «متعهد پذیره‌نویسی» (Underwriter) است: نهادی که تعهد حقوقی می‌کند اگر بخشی از اوراق در پنجرهٔ فروش نرفت، آن را با همان شرایط بخرد. این تعهد، ریسک «ناتمام ماندن انتشار» را از دوش ناشر برمی‌دارد؛ ناشر از روز اول می‌داند کل مبلغ را دریافت می‌کند. در برابر این تعهد، متعهد کارمزد می‌گیرد و معمولاً پیش از امضا، شرکت را به‌دقت بررسی می‌کند، چون اگر اوراق روی دستش بماند، پول خودش درگیر شده است.

نقش سوم، «امین» (Trustee) است: نهاد مستقلی که نمایندهٔ حقوقی همهٔ دارندگان اوراق است. سرمایه‌گذاران پراکنده نمی‌توانند تک‌تک بر ناشر نظارت کنند؛ امین این کار را از طرف جمع انجام می‌دهد: دریافت گزارش‌ها، نظارت بر انجام تعهدات و وثیقه‌ها و اقدام حقوقی اگر ناشر کوتاهی کند. نقش چهارم، «ضامن» (Guarantor) است که در همهٔ انتشارها حضور ندارد: نهاد سومی که اگر ناشر نپرداخت، پرداخت را بر عهده می‌گیرد. نقش پنجم، «بازارگردان» (Market Maker) است که پس از انتشار، در بازار ثانویه به‌طور مستمر قیمت خرید و فروش اعلام می‌کند تا اوراق نقدشونده بمانند.

سه نقش پشتیبان هم انتشار را کامل می‌کنند. «حسابرس» (Auditor) صورت‌های مالی ناشر را بررسی و دربارهٔ درستی آن‌ها اظهارنظر می‌کند تا ارقام امیدنامه قابل اتکا باشد. «شرکت سپرده‌گذاری مرکزی» (Central Securities Depository) مالکیت اوراق را به‌صورت الکترونیکی ثبت می‌کند، معاملات را تسویه می‌کند و پرداخت‌ها را به حساب دارندگان می‌رساند؛ بدون آن، مالکیت و نقل‌وانتقال اوراق کاغذی و پرریسک می‌ماند. و بالای همه، «نهاد ناظر و بورس» (Regulator / Exchange) قرار دارد: ناظر — مثل SEC در آمریکا — بر افشا و رعایت مقررات نظارت می‌کند و بورس بستر رسمی عرضه و معامله است. در درس‌های بعد می‌بینیم که ایران تقریباً همهٔ این نقش‌ها را دارد، اما با نام‌ها و تقسیم‌کار متفاوت.

بلوک اصطلاحات: الفبای انگلیسی ارکان انتشار

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

Originator — «بانی»: در ساختارهای مبتنی بر نهاد واسط، شرکت اصلی متقاضی تأمین مالی که دارایی یا طرح پایه را ارائه می‌دهد.

Special-Purpose Vehicle (SPV) — «نهاد واسط»: نهاد حقوقی مستقلی که فقط برای یک انتشار ساخته می‌شود، اوراق را به نام خود منتشر می‌کند و دارایی پایه را نگه می‌دارد.

Underwriter — «متعهد پذیره‌نویسی»: نهادی که تعهد می‌کند اوراق فروش‌نرفته را بخرد تا انتشار کامل شود.

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

Market Maker — «بازارگردان»: نهادی که با اعلام مستمر قیمت خرید و فروش، نقدشوندگی اوراق را در بازار ثانویه حفظ می‌کند.

Lead Manager — «مدیر انتشار / مشاور عرضه»: بانکی که ساختار، نرخ و زمان‌بندی انتشار را طراحی و کل فرایند را هماهنگ می‌کند.

Bookrunner — «مدیر دفتر سفارش»: نهادی که سفارش‌های خرید سرمایه‌گذاران را جمع‌آوری و تخصیص اوراق را مدیریت می‌کند.

Trustee — «امین»: نمایندهٔ مستقل دارندگان اوراق که بر اجرای تعهدات ناشر نظارت می‌کند.

Auditor — «حسابرس»: مؤسسهٔ مستقلی که صورت‌های مالی ناشر را حسابرسی و دربارهٔ آن‌ها اظهارنظر می‌کند.

Legal Inspector — «بازرس قانونی»: رکن قانونی شرکت که بر رعایت قانون و اساسنامه و حقوق سهامداران نظارت می‌کند.

Selling Agent — «عامل فروش»: کارگزاری که سفارش‌های خرید را در پنجرهٔ پذیره‌نویسی از شبکهٔ خود جمع می‌کند.

Central Securities Depository (CSD) — «شرکت سپرده‌گذاری مرکزی»: نهادی که مالکیت اوراق را ثبت، معاملات را تسویه و پرداخت‌ها را توزیع می‌کند.

Regulator — «نهاد ناظر»: مرجع مقررات‌گذار و ناظر بازار، مانند SEC در آمریکا و سازمان بورس در ایران.

Exchange — «بورس»: بستر رسمی و سازمان‌یافتهٔ عرضه و معاملات اوراق بهادار.

جریان انتشار، گام‌به‌گام: پرونده بین ارکان چطور می‌چرخد؟

حالا این ارکان را در حرکت ببینیم. گام اول با «بانی و مشاور عرضه» شروع می‌شود: شرکت نیاز، مبلغ و هدف مصرف منابع را مشخص می‌کند و مشاور عرضه ساختار مناسب — نوع اوراق، سررسید و نرخ پیشنهادی — را طراحی می‌کند. گام دوم «حسابرسی و افشا» است: حسابرس صورت‌های مالی را نهایی می‌کند و امیدنامه با

اتکا به همان ارقام نوشته می‌شود؛ هر عددی که سرمایه‌گذار در امیدنامه می‌خواند باید پشتوانهٔ حسابرسی‌شده داشته باشد.

گام سوم «مجوز» است: پرونده نزد نهاد ناظر می‌رود و سازمان بورس پس از بررسی ساختار، ارکان و افشا، مجوز انتشار می‌دهد. در همین مرحله «ضامن» و «متعهد پذیره‌نویسی» با قراردادهای رسمی قطعی می‌شوند؛ ناظر می‌خواهد پیش از عرضه بداند اگر فروش کامل نشد چه کسی می‌خرد و اگر بانی نپرداخت چه کسی می‌پردازد. گام چهارم «پذیره‌نویسی» است: پنجرهٔ فروش در فرابورس یا بورس باز می‌شود، «عامل فروش» سفارش‌ها را جمع می‌کند و اگر چیزی باقی ماند، متعهد پذیره‌نویسی وارد می‌شود و انتشار کامل می‌شود.

گام پنجم «ثبت و تسویه» است: سپرده‌گذاری مرکزی مالکیت خریداران را ثبت می‌کند و وجوه به بانی می‌رسد. گام ششم «شروع معاملات ثانویه» است: اوراق قابل معامله می‌شود و «بازارگردان» از همان روز اول با قیمت‌های خرید و فروش مستمر، نقدشوندگی را نگه می‌دارد. گام هفتم «زندگی اوراق» است: بانی در موعدهای مقرر پرداخت می‌کند، گزارش‌های دوره‌ای روی کدال می‌نشیند، حسابرس و بازرس قانونی هر سال کار خود را تکرار می‌کنند و ناظر بر همه نظارت دارد؛ تا گام آخر، «سررسید»، که اصل مبلغ برمی‌گردد و پرونده بسته می‌شود. انیمیشن این درس همین مسیر را نشان می‌دهد و در هر گام، رکن مسئول همان گام روی تصویر مشخص می‌شود.

لایهٔ دوم — ارکان انتشار در ایران، رکن‌به‌رکن

«بانی و نهاد واسط»: در صکوک ایران، شرکت متقاضی منابع «بانی» نام دارد، اما اوراق را مستقیم به نام خودش منتشر نمی‌کند. یک «نهاد واسط» — شرکت با مسئولیت محدودی که فقط برای همان انتشار تشکیل می‌شود — ناشر حقوقی اوراق است: دارایی یا قرارداد پایه به نهاد واسط منتقل می‌شود، اوراق به نام او منتشر می‌شود و پرداخت‌ها از مسیر او به سرمایه‌گذاران می‌رسد. دلیل این جدایی، هم الزام شرعی و حقوقی ساختار صکوک است و هم جداسازی ریسک دارایی پایه از بقیهٔ دارایی‌های بانی. پس در ایران، وقتی می‌پرسیم «ناشر کیست؟» پاسخ دولایه است: ناشر حقوقی، نهاد واسط؛ و متعهد اقتصادی پرداخت، بانی.

«مشاور عرضه»: معمولاً یک شرکت تأمین سرمایه یا مشاور سرمایه‌گذاری مجاز سازمان بورس است. ساختار انتشار را طراحی می‌کند، امیدنامه را تهیه می‌کند، پروندهٔ مجوز را پیش می‌برد و دربارهٔ نرخ و زمان عرضه نظر کارشناسی می‌دهد. «متعهد پذیره‌نویسی»: اغلب همان شرکت تأمین سرمایه یا یک تأمین سرمایهٔ دیگر است که تعهد خرید اوراق فروش‌نرفته را امضا می‌کند. «ضامن»: در بیشتر انتشارهای شرکتی ایران یک بانک است؛ اعتبار ضامن جای خالی رتبه‌بندی اعتباری پررنگ در بازار ایران را تا حد زیادی پر می‌کند و مستقیم روی نرخ اوراق اثر می‌گذارد.

«بازارگردان»: تعهد می‌کند در تمام عمر اوراق، در دامنهٔ قیمتی و حجم مشخص، خریدار و فروشندهٔ آماده باشد؛ کیفیت بازارگردانی یعنی سرمایه‌گذار هر روز بتواند نزدیک به قیمت منصفانه بفروشد. «عامل فروش»: کارگزاری‌ای است که در پنجرهٔ پذیره‌نویسی، سفارش‌های خرید را از شبکهٔ مشتریانش جمع و به بازار می‌رساند. «حسابرس و بازرس قانونی»: حسابرس معتمد سازمان بورس صورت‌های مالی بانی را حسابرسی می‌کند و بازرس قانونی بر رعایت قانون تجارت و اساسنامه و حقوق صاحبان سهام نظارت دارد؛ هر دو گزارش، بخشی از پروندهٔ افشای انتشار است.

سه رکن زیرساختی کار را کامل می‌کنند. «شرکت سپرده‌گذاری مرکزی اوراق بهادار و تسویهٔ وجوه» مالکیت همهٔ اوراق را به‌صورت متمرکز و الکترونیکی ثبت می‌کند، تسویهٔ معاملات را انجام می‌دهد و سود و اصل را در موعد به حساب دارندگان واریز می‌کند. «سازمان بورس و اوراق بهادار» نهاد ناظر است: مجوز انتشار می‌دهد، بر افشای مستمر در سامانهٔ کدال نظارت می‌کند و با تخلف برخورد می‌کند. و «فرابورس ایران یا بورس تهران» بستر عرضهٔ اولیه و معاملات ثانویه است. جمع این ده رکن، همان گروهی است که در بخش بعد روی یک پروندهٔ واقعی می‌بینیم.

مقایسهٔ جهان و ایران: یک نقش، دو تقسیم‌کار

ناشر مستقیم در برابر بانی و نهاد واسط: در جهان، شرکت معمولاً خودش ناشر اوراق است و تعهد مستقیم دارد. در ایران، به‌ویژه در صکوک، نهاد واسط میان بانی و سرمایه‌گذار می‌نشیند؛ دارایی پایه نزد اوست و ناشر حقوقی اوست. نتیجه برای سرمایه‌گذار شبیه است، اما مسیر حقوقی پول و دارایی متفاوت است و هنگام خواندن امیدنامهٔ ایرانی باید هر دو نام را پیدا کنید.

امین در برابر مجموعهٔ ایرانی: در جهان، Trustee نمایندهٔ حقوقی دارندگان است و هنگام نکول از طرف جمع اقدام می‌کند. در ایران یک رکن واحد با همین نام و دامنه وجود ندارد؛ کار او عملاً میان نهاد واسط، ضامن، سازمان بورس و سپرده‌گذاری مرکزی تقسیم شده است. این یعنی سرمایه‌گذار ایرانی برای حمایت حقوقی، بیشتر به ضمانت ضامن و نظارت سازمان تکیه می‌کند تا به یک نمایندهٔ قراردادی مستقل.

رتبه‌بندی در برابر ضامن: در بازارهای پیشرفته، نرخ اوراق عمدتاً از رتبه‌بندی اعتباری ناشر خوانده می‌شود و بسیاری از انتشارها ضامن ندارند. در ایران، رتبه‌بندی داخلی هنوز نقش محدودتری دارد و حضور ضامن بانکی در انتشارهای شرکتی تقریباً قاعده است؛ پس تحلیل سرمایه‌گذار ایرانی از «اعتبار ضامن» شروع می‌شود، نه از درجهٔ ناشر. و یک شباهت مهم: در هر دو بازار، متعهد پذیره‌نویسی، بازارگردان، حسابرس، سپرده‌گذاری مرکزی و ناظر حضور دارند و انتشار بدون هر یک از آن‌ها یا ممکن نیست یا پرریسک‌تر می‌شود.

نمونهٔ واقعی: ارکان انتشار «آرین پارس ۰۹۱»

همهٔ این نقش‌ها را روی انتشار واقعی اوراق مرابحهٔ شرکت مجتمع صنعتی آرین پارس موتور با نماد «آرین پارس ۰۹۱» ببینیم؛ همان نمونهٔ درس ۱، این بار از زاویهٔ ارکان. مشخصات انتشار طبق اطلاعیهٔ فرابورس ایران: مبلغ کل ۲۰۰ میلیارد تومان در قالب ۲ میلیون ورقهٔ یک میلیون ریالی؛ نرخ سود سالانه ۲۳ درصد با پرداخت هر سه ماه یک‌بار؛ مدت ۴۸ ماه و سررسید ۱ آذر ۱۴۰۹؛ پذیره‌نویسی از ۱ آذر ۱۴۰۵ به مدت سه روز کاری در فرابورس ایران؛ و هدف، تأمین سرمایه در گردش برای خرید مواد اولیهٔ تولید.

نقشهٔ ارکان این انتشار چنین است: بانی، خود شرکت آرین پارس موتور است که برای خرید مواد اولیه به منابع نیاز داشت و متعهد اقتصادی پرداخت‌هاست. «ضامن» انتشار بانک ملی ایران است؛ یعنی پرداخت اصل و سود با ضمانت یک بانک انجام می‌شود و سرمایه‌گذار ریسک نکول را با اعتبار بانک ملی می‌سنجد. «متعهد پذیره‌نویسی و بازارگردان» هر دو تأمین سرمایهٔ امید است: امید تعهد کرده بود اگر در پنجرهٔ سه‌روزه ورقه‌ای فروش نرفت، خودش بخرد تا کل ۲۰۰ میلیارد تومان تأمین شود، و در ۴۸ ماه عمر اوراق هم بازارگردانی و نقدشوندگی «آرین پارس ۰۹۱» را بر عهده دارد. «عامل فروش» کارگزاری فیروزه آسیا بود؛ سفارش‌های خرید در پنجرهٔ پذیره‌نویسی از مسیر این کارگزاری جمع شد.

از این نقشه دو درس عملی بگیرید. نخست، تجمیع نقش‌ها ممکن و رایج است: یک نهاد — اینجا تأمین سرمایهٔ امید — می‌تواند هم‌زمان متعهد پذیره‌نویسی و بازارگردان باشد؛ مهم این است که در اطلاعیهٔ انتشار، هر نقش صریح و جدا نام برده شود تا مسئولیت هر بخش روشن باشد. دوم، هر رکن را باید با پرسش خودش سنجید: از ضامن بپرسید «اگر بانی نپرداخت، تو می‌پردازی؟» از متعهد بپرسید «اگر فروش نرفت، تو می‌خری؟» از بازارگردان بپرسید «در چهار سال آینده، هر روز خریدار هستی؟» اگر پاسخ هر سه در اسناد انتشار روشن باشد، اسکلت انتشار محکم است.

هزینه‌ها و کارمزدها: هر رکن چطور پول می‌گیرد؟

هیچ‌یک از ارکان رایگان کار نمی‌کند و هزینهٔ همهٔ آن‌ها در نهایت از جیب بانی پرداخت می‌شود؛ پس «هزینهٔ واقعی تأمین مالی» برای شرکت، نرخ سود اوراق به‌علاوهٔ همین کارمزدهای ارکان است. مشاور عرضه برای طراحی و مدیریت پرونده کارمزد می‌گیرد. متعهد پذیره‌نویسی در برابر ریسکی که می‌پذیرد — احتمال خرید اوراق فروش‌نرفته با پول خودش — کارمزد تعهد می‌گیرد. ضامن در برابر ضمانتی که در تمام عمر اوراق پابرجاست، کارمزد ضمانت می‌گیرد. بازارگردان برای سال‌ها حضور مستمر در بازار و درگیر نگه داشتن سرمایه‌اش، کارمزد بازارگردانی می‌گیرد. حسابرسی، عامل فروش، پذیرش در فرابورس و خدمات سپرده‌گذاری هم هر کدام هزینهٔ خودشان را دارند.

مقیاس واقعی این هزینه‌ها را در همان نمونهٔ آرین پارس ببینید: طبق افشای کدال تأمین سرمایهٔ امید، مجموع درآمد امید فقط از دو نقش «تعهد پذیره‌نویسی و بازارگردانی» این انتشار 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. دو نکته از این ارقام مهم است: اول، بازارگردانی به‌مراتب گران‌تر از تعهد پذیره‌نویسی است، چون تعهد یک ریسک چندروزه است اما بازارگردانی یک خدمت چهارساله؛ دوم، این رقم جدا از سود ۲۳ درصدی سرمایه‌گذاران است، پس مقایسهٔ منصفانهٔ انتشار با وام بانکی باید نرخ سود و همهٔ کارمزدها را با هم ببیند.

ریسک‌ها و تعارض منافع: هر رکن کجا ممکن است بلغزد؟

هر رکن، ریسک مخصوص خودش را به انتشار می‌آورد. ریسک بانی «نکول» است: ناتوانی در پرداخت‌های دوره‌ای و اصل. ریسک متعهد پذیره‌نویسی این است که اگر بازار اوراق را نپسندد، حجم بزرگی از آن روی ترازنامهٔ خودش می‌ماند؛ به همین دلیل متعهد پیش از امضا سخت‌گیر است. ریسک ضامن، تمرکز تعهد است: ضمانت‌های متعدد یک بانک یعنی در یک شوک اقتصادی، همهٔ آن تعهدها هم‌زمان می‌توانند فعال شوند؛ پس اعتبار ضامن را باید مستقل بررسی کرد. و ریسک بازارگردان، نقدشوندگی ظاهری است: اگر بازارگردان ضعیف عمل کند، اوراق روی کاغذ قابل معامله است اما در عمل خریدار آماده ندارد.

تعارض منافع هم واقعی است و باید شناخته شود. وقتی یک نهاد هم‌زمان مشاور عرضه، متعهد پذیره‌نویسی و بازارگردان است — ترکیبی رایج در ایران — منفعتش در «انجام شدن انتشار» است، نه لزوماً در بهترین نرخ برای بانی یا سرمایه‌گذار. وقتی متعهد پذیره‌نویسی خودش خریدار نهایی اوراق فروش‌نرفته است، انگیزه دارد نرخ را آن‌قدر جذاب پیشنهاد کند که فروش کامل شود، و این می‌تواند هزینهٔ بانی را بالا ببرد. راه مدیریت این تعارض‌ها حذف آن‌ها نیست؛ افشای شفاف نقش‌ها و کارمزدها در امیدنامه، نظارت سازمان بورس و مقایسهٔ پیشنهاد چند مشاور است. سرمایه‌گذار دقیق، در هر انتشار اول صفحهٔ «ارکان و کارمزدها»ی امیدنامه را می‌خواند.

اشتباهات رایج

اشتباه اول و رایج‌ترین: یکی دانستن «متعهد پذیره‌نویسی» و «ضامن». متعهد، کامل شدن فروش در روزهای اول را تضمین می‌کند؛ ضامن، پرداخت در تمام عمر اوراق را. این دو ریسک متفاوت، نهاد متفاوت و کارمزد متفاوت دارند. اشتباه دوم: یکی دانستن «بانی» و «ناشر» در صکوک ایران؛ ناشر حقوقی نهاد واسط است و بانی متعهد اقتصادی است و خلط این دو، خواندن امیدنامه را خراب می‌کند.

اشتباه سوم: بی‌اهمیت دانستن بازارگردان؛ برای سرمایه‌گذاری که شاید پیش از سررسید به پولش نیاز پیدا کند، کیفیت بازارگردانی به‌اندازهٔ نرخ سود مهم است. اشتباه چهارم: تصور اینکه چون ضامن بانکی است، بررسی بانی لازم نیست؛ ضامن آخرین لایهٔ دفاع است، نه جایگزین تحلیل شرکت. اشتباه پنجم: نخواندن بخش کارمزدها و مقایسهٔ انتشار با وام فقط بر اساس نرخ سود. و اشتباه ششم: فرض اینکه تجمیع چند نقش در یک نهاد حتماً نشانهٔ ضعف است؛ تجمیع رایج و قانونی است، به شرط افشای شفاف و نظارت درست.

جمع‌بندی

در این درس گروه سازندهٔ یک انتشار را کامل دیدیم. در لایهٔ جهان: Issuer منتشر می‌کند، Lead Manager و Bookrunner طراحی و فروش را مدیریت می‌کنند، Underwriter کامل شدن فروش را تعهد می‌کند، Trustee نمایندهٔ دارندگان است، Market Maker نقدشوندگی را نگه می‌دارد و Auditor، سپرده‌گذاری مرکزی و Regulator ستون‌های اعتماد و نظم‌اند. در لایهٔ ایران همان گروه با تقسیم‌کاری متفاوت می‌نشیند: بانی و نهاد واسط به‌جای ناشر مستقیم، مشاور عرضه و تأمین سرمایه در نقش معمار، ضامن بانکی در قلب اعتماد بازار، و سازمان بورس، فرابورس و سپرده‌گذاری مرکزی در نقش ناظر، بستر و ثبت‌کننده.

نمونهٔ «آرین پارس ۰۹۱» نشان داد این نقش‌ها روی کاغذ نمی‌مانند: بانک ملی ضمانت کرد، تأمین سرمایهٔ امید تعهد و بازارگردانی را گرفت و فیروزه آسیا فروش را اجرا کرد تا ۲۰۰ میلیارد تومان برای خرید مواد اولیهٔ یک شرکت تولیدی جمع شود. از این درس به بعد، هر اطلاعیهٔ انتشار را که دیدید اول ارکانش را پیدا کنید و برای هر رکن پرسش مخصوص خودش را بپرسید. حالا سناریوها و آزمون پایان درس را انجام دهید؛ درس ۳ سراغ انواع صکوک می‌رود و می‌بینیم همین ارکان، دور هر نوع اوراق چطور می‌نشینند.

چک‌لیست خواندن ارکان یک انتشار

- بانی و نهاد واسط را جدا از هم شناسایی کنید؛ متعهد اقتصادی پرداخت، بانی است.
- نام ضامن را پیدا کنید و اعتبار خود ضامن را مستقل از بانی بررسی کنید.
- متعهد پذیره‌نویسی را با ضامن اشتباه نگیرید: اولی فروش را کامل می‌کند، دومی پرداخت را تضمین می‌کند.
- بازارگردان و تعهداتش (دامنهٔ قیمت و حجم) را در اطلاعیهٔ انتشار بررسی کنید.
- مشاور عرضه و عامل فروش را نام ببرید و ببینید چند نقش در یک نهاد جمع شده است.
- گزارش حسابرس و بازرس قانونی را در پروندهٔ افشا بخوانید؛ به ارقام حسابرسی‌نشده تکیه نکنید.

- بخش کارمزدهای ارکان را در امیدنامه بخوانید و هزینهٔ کل را کنار نرخ سود بگذارید.
- ناظر، بستر عرضه (فرابورس یا بورس) و مسیر ثبت و تسویه در سپرده‌گذاری مرکزی را مشخص کنید.
- برای هر رکن پرسش مخصوص خودش را بپرسید: اگر فروش نرفت؟ اگر بانی نپرداخت؟ اگر خواستم بفروشم؟

واژه‌نامهٔ دوزبانه

فارسی	English	تعریف
ناشر	Issuer	شرکت یا نهادی که اوراق را منتشر می‌کند و متعهد پرداخت سود و اصل است.
بانی	Originator	شرکت متقاضی تأمین مالی در ساختار صکوک که دارایی یا طرح پایه را ارائه می‌دهد و متعهد اقتصادی پرداخت‌هاست.
نهاد واسط	Special-Purpose Vehicle (SPV)	نهاد حقوقی مستقلی که فقط برای یک انتشار تشکیل می‌شود، اوراق را به نام خود منتشر می‌کند و دارایی پایه را نگه می‌دارد.
متعهد پذیره‌نویسی	Underwriter	نهادی که تعهد می‌کند اوراق فروش‌نرفته در پنجرهٔ پذیره‌نویسی را بخرد تا انتشار کامل شود.
ضامن	Guarantor	نهاد سومی که اگر بانی نتوانست، پرداخت سود و اصل اوراق را تضمین می‌کند.
بازارگردان	Market Maker	نهادی که با اعلام مستمر قیمت خرید و فروش، نقدشوندگی اوراق را در بازار ثانویه حفظ می‌کند.
مشاور عرضه	Lead Manager / Offering Adviser	نهادی که ساختار، نرخ و زمان‌بندی انتشار را طراحی و کل فرایند عرضه را هماهنگ می‌کند.
مدیر دفتر سفارش	Bookrunner	نهادی که سفارش‌های خرید سرمایه‌گذاران را جمع‌آوری و تخصیص اوراق را مدیریت می‌کند.
امین	Trustee	نهاد مستقلی که نمایندهٔ حقوقی دارندگان اوراق است و بر اجرای تعهدات ناشر نظارت می‌کند.
حسابرس	Auditor	

		مؤسسهٔ مستقلی که صورت‌های مالی ناشر یا بانی را حسابرسی و دربارهٔ آن‌ها اظهارنظر می‌کند.
بازرس قانونی	Legal Inspector	رکن قانونی شرکت که بر رعایت قانون تجارت و اساسنامه و حفظ حقوق سهامداران نظارت می‌کند.
عامل فروش	Selling Agent	کارگزاری‌ای که در پنجرهٔ پذیره‌نویسی سفارش‌های خرید را از شبکهٔ مشتریان جمع می‌کند.
شرکت سپرده‌گذاری مرکزی	Central Securities Depository (CSD)	نهادی که مالکیت اوراق را متمرکز و الکترونیکی ثبت می‌کند، معاملات را تسویه و پرداخت‌ها را توزیع می‌کند.
نهاد ناظر	Regulator	مرجع مقررات‌گذار و ناظر بازار سرمایه؛ در ایران سازمان بورس و در آمریکا SEC.
بورس / فرابورس	Exchange	بستر رسمی و سازمان‌یافتهٔ عرضهٔ اولیه و معاملات ثانویهٔ اوراق بهادار.
شرکت تأمین سرمایه	Investment Bank	نهاد مالی‌ای که خدمات انتشار اوراق، مشاورهٔ عرضه، تعهد پذیره‌نویسی و بازارگردانی ارائه می‌کند.
امیدنامه	Prospectus	سند رسمی افشای اطلاعات انتشار، شامل وضع مالی بانی، ارکان، شرایط اوراق و ریسک‌ها.
پذیره‌نویسی	Subscription / Underwriting Period	پنجرهٔ زمانی فروش اولیهٔ اوراق در بازار اولیه که سرمایه‌گذاران در آن سفارش خرید می‌گذارند.
نقدشوندگی	Liquidity	قابلیت فروش سریع یک ورقه نزدیک به قیمت منصفانه، بدون انتظار طولانی برای یافتن خریدار.
نکول	Default	ناتوانی یا خودداری بانی یا ناشر از پرداخت سود یا اصل در موعد مقرر.
کدال	Codal	سامانهٔ جامع اطلاع‌رسانی ناشران سازمان بورس برای انتشار اطلاعات و گزارش‌های شرکت‌ها.

پرسش‌های مرور درس

1. «متعهد پذیره‌نویسی» دقیقاً چه چیزی را تعهد می‌کند؟

پرداخت سود و اصل را در تمام عمر اوراق · خرید اوراق فروش‌نرفته در پنجرهٔ پذیره‌نویسی تا انتشار کامل شود · ثابت نگه داشتن قیمت اوراق در بازار ثانویه · حسابرسی صورت‌های مالی بانی

2. «ضامن» در یک انتشار چه نقشی دارد؟

سفارش‌های خرید را جمع می‌کند · امیدنامه را می‌نویسد · اگر بانی نتوانست بپردازد، پرداخت سود و اصل را تضمین می‌کند · مالکیت اوراق را ثبت می‌کند

3. در صکوک ایران، «ناشر حقوقی» اوراق کیست؟

خود بانی · نهاد واسط · ضامن · سازمان بورس

4. «بانی» در ساختار صکوک کیست؟

کارگزاری عامل فروش · شرکت سپرده‌گذاری مرکزی · شرکت متقاضی تأمین مالی که دارایی یا طرح پایه را ارائه می‌دهد · حسابرس شرکت

5. وظیفهٔ اصلی «بازارگردان» چیست؟

صدور مجوز انتشار · اعلام مستمر قیمت خرید و فروش و حفظ نقدشوندگی در بازار ثانویه · ضمانت پرداخت اصل و سود · تهیهٔ امیدنامه

6. «مشاور عرضه» (Lead Manager) چه می‌کند؟

ساختار، نرخ و زمان‌بندی انتشار را طراحی و فرایند عرضه را هماهنگ می‌کند · پرداخت‌ها را به حساب دارندگان واریز می‌کند · بر رعایت اساسنامه نظارت می‌کند · معاملات را تسویه می‌کند

7. «امین» (Trustee) در انتشارهای جهانی نمایندهٔ کیست؟

ناشر · متعهد پذیره‌نویسی · همهٔ دارندگان اوراق · نهاد ناظر

8. در ایران، کار Trustee جهانی عملاً میان کدام نهادها تقسیم شده است؟

فقط عامل فروش · نهاد واسط، ضامن، سازمان بورس و سپرده‌گذاری مرکزی · فقط حسابرس · فقط بازارگردان

9. «عامل فروش» در انتشار «آرین پارس ۰۹۱» کدام کارگزاری بود؟

تأمین سرمایهٔ امید · بانک ملی ایران · کارگزاری فیروزه آسیا · سپرده‌گذاری مرکزی

10. ضامن انتشار «آرین پارس ۰۹۱» چه نهادی بود؟

تأمین سرمایهٔ امید · بانک ملی ایران · کارگزاری فیروزه آسیا · فرابورس ایران

11. متعهد پذیره‌نویسی و بازارگردان «آرین پارس ۰۹۱» کدام نهاد بود؟

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

12. مبلغ و نرخ سود «آرین پارس ۰۹۱» چقدر بود؟

۱۰۰ میلیارد تومان با نرخ ۲۰ درصد · ۲۰۰ میلیارد تومان با نرخ سود سالانهٔ ۲۳ درصد و پرداخت فصلی · ۲۰۰ میلیارد تومان با نرخ ۱۸ درصد و پرداخت سالانه · ۵۰۰ میلیارد تومان با نرخ ۲۳ درصد

13. هدف انتشار «آرین پارس ۰۹۱» چه بود؟

خرید سهام شرکت رقیب · ساخت دفتر مرکزی · تأمین سرمایه در گردش برای خرید مواد اولیهٔ تولید · بازپرداخت جریمه‌های دولتی

14. درآمد تأمین سرمایهٔ امید از تعهد پذیره‌نویسی و بازارگردانی «آرین پارس ۰۹۱» طبق افشای کدال چقدر بود؟

۴۸٫۶۸ میلیارد تومان؛ ۲ میلیارد تعهد و ۴۶٫۶۸ میلیارد بازارگردانی · ۲ میلیارد تومان در مجموع · ۴۶٫۶۸ میلیارد تومان؛ همه بابت تعهد · ۱۰ میلیارد تومان؛ ۵ و ۵

15. چرا بازارگردانی در نمونهٔ آرین پارس بسیار گران‌تر از تعهد پذیره‌نویسی بود؟

چون بازارگردان ضامن هم هست · چون تعهد ریسک چندروزه است اما بازارگردانی خدمت مستمر چهارساله است · چون کارمزدها تصادفی تعیین می‌شوند · چون عامل فروش سهمی از آن می‌گیرد

16. «شرکت سپرده‌گذاری مرکزی» چه وظیفه‌ای دارد؟

طراحی ساختار انتشار · ثبت متمرکز مالکیت اوراق، تسویهٔ معاملات و توزیع پرداخت‌ها · ضمانت پرداخت بانی · تعیین نرخ سود اوراق

17. «حسابرس» و «بازرس قانونی» چه تفاوتی دارند؟

هیچ تفاوتی ندارند · حسابرس صورت‌های مالی را حسابرسی می‌کند؛ بازرس قانونی بر رعایت قانون و اساسنامه و حقوق سهامداران نظارت می‌کند · بازرس قانونی نرخ سود را تعیین می‌کند · حسابرس اوراق را می‌فروشد

18. «Bookrunner» در انتشارهای جهانی چه نقشی است؟

نهادی که دفتر سفارش‌های خرید را مدیریت و تخصیص اوراق را انجام می‌دهد · نهادی که پرداخت‌ها را ضمانت می‌کند · نهادی که صورت‌های مالی را حسابرسی می‌کند · نهادی که مجوز انتشار می‌دهد

19. مهم‌ترین تعارض منافع در تجمیع نقش‌ها چیست؟

تعارضی وجود ندارد · نهادی که چند نقش دارد، منفعتش در انجام شدن انتشار است، نه لزوماً در بهترین نرخ برای همهٔ طرف‌ها · تعارض فقط میان حسابرس و بازرس است · تعارض فقط در بازار ثانویه رخ می‌دهد

20. سرمایه‌گذار دقیق پیش از خرید اوراق، در امیدنامه اول کدام بخش را می‌خواند؟

فقط صفحهٔ نرخ سود · بخش ارکان و کارمزدها: ضامن، متعهد، بازارگردان و هزینه‌های هرکدام · فقط نام بانی · بخش تبلیغات شرکت

پاسخ‌نامه

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

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