

الگوی تأمین مالی شرکت‌های کوچک و متوسط

۴. بازار مجزا برای تأمین مالی در بورس
(مطالعه تطبیقی و پیشنهاد مدلی برای ایران)

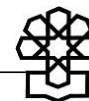
معاونت پژوهش‌های اقتصادی
دفتر: مطالعات اقتصادی

کدموضوعی: ۲۲۰
شماره مسلسل: ۱۴۷۵۴
اسفندماه ۱۳۹۴

به نام خدا

فهرست مطالب

چکیده.....	۱
مقدمه.....	۱
۱. تأمین مالی شرکت‌های کوچک و متوسط از طریق بازار سرمایه در کشورهای مختلف.....	۳
۱-۱. انگلستان.....	۴
۱-۲. کانادا.....	۸
۱-۳. آمریکا.....	۱۰
۱-۴. هند.....	۱۴
۱-۵. ترکیه.....	۱۸
۱-۶. کره جنوبی.....	۲۲
۱-۷. مکزیک.....	۲۴
۱-۸. ترینیداد و توباگو.....	۲۷
۱-۹. مزایای روش‌های تأمین مالی بنگاه‌های کوچک و متوسط از طریق بازار.....	۲۹
۲. بازار سرمایه اختصاصی شرکت‌های کوچک و متوسط در ایران.....	۲۹
۲-۱. وضعیت تأمین مالی شرکت‌های کوچک و متوسط در ایران.....	۲۹
۲-۲. پیشنهاد ایجاد بازار اختصاصی در فرابورس ایران.....	۳۰
۲-۳. راهکارها و پیشنهادها.....	۳۳



الگوی تأمین مالی شرکت‌های کوچک و متوسط ۴. بازار مجزا برای تأمین مالی در بورس (مطالعه تطبیقی و پیشنهاد مدلی برای ایران)

چکیده

محوریت نظام بانکی در تأمین مالی تولید در ایران و در عین حال ناکارآمدی بانک‌ها در جذب نقدینگی و هدایت منابع به سمت تولید، لزوم به‌کارگیری و توسعه ابزارها و نهادهای مالی نوین را بیش از پیش نمایان می‌سازد. یکی از راهکارهای توسعه بازار سرمایه به‌عنوان نهاد مکمل نظام بانکی در بسیاری از کشورهای جهان، ایجاد بازار مجزا برای شرکت‌های کوچک و متوسط (SMEs)^۱ است. چنین بازاری با ایجاد شفافیت و دسترسی به اطلاعات، امکان تصمیم‌گیری آگاهانه و کاهش ریسک را برای سرمایه‌گذاران فراهم می‌کند و با کمک به تأمین مالی بنگاه‌های کوچک و متوسط و فراهم نمودن زمینه رشد آنها و تسهیل ورود به بازار اصلی سرمایه، موجب افزایش اشتغال و رشد اقتصادی کشور می‌شود.

این گزارش پس از بررسی نمونه‌هایی از بازارهای سرمایه ویژه بنگاه‌های کوچک و متوسط در کشورهای مختلف جهان، پیشنهادهایی برای رفع موانع ایجاد بازار اختصاصی در فرابورس ایران ارائه می‌کند. یکی از این پیشنهادها اعطای برخی از معافیت‌های مالیاتی به‌منظور ایجاد انگیزه در بنگاه‌های کوچک و متوسط برای ورود به بازار سرمایه است که در نهایت به‌دلیل ایجاد شفافیت در صورت‌های مالی این شرکت‌ها موجب کاهش فرار مالیاتی و افزایش درآمدهای مالیاتی در آینده خواهد شد. همچنین از دیگر پیشنهادهای این گزارش در اولویت قراردادن شرکت‌های پذیرفته شده در چنین بازاری برای اخذ تسهیلات بانکی است که ضمن رونق بازار اختصاصی بنگاه‌های کوچک و متوسط، ریسک نکول تسهیلات بانکی را با توجه به اعطای وام به شرکت‌های حسابرسی شده و تحت نظارت بورس کاهش می‌دهد.

مقدمه

بنگاه‌های کوچک و متوسط (SMEs) با ایفای نقش کلیدی در اقتصاد کشورها از حیث ساختار متفاوت اشتغال، آسیب‌پذیری کمتر در برابر شوک‌های اقتصادی، وابستگی زیاد به منابع انسانی، انگیزه‌های کارآفرینی و نوآوری بیشتر، موجب رشد فعالیت‌های مولد اقتصادی و توسعه فناوری می‌شوند. ملاحظه آمار و ارقام مربوط به عملکرد این بنگاه‌ها در کشورهای صنعتی از جمله ژاپن، ایالات متحده آمریکا،

آلمان و اقتصادهای نوظهور چون هند، کره و چین نیز حکایت از آن دارد که بخش عمده‌ای از تولید ناخالص داخلی آنها ناشی از فعالیت شرکت‌های کوچک و متوسط است.

همچنین ارزش‌افزوده‌ای که این واحدها ایجاد می‌کنند در کشورهای مختلف، حدوداً بین یک‌سوم تا یک‌دوم از ارزش‌افزوده کل کشور را تشکیل می‌دهد. از بعد کیفی، این واحدها می‌توانند موجب سرمایه‌گذاری بخش خصوصی شوند، زیرا بخش خصوصی معمولاً برای ایجاد واحدهای بزرگ امکانات کافی ندارند. شرکت‌های کوچک و متوسط امکان شناخت بازار را دارند و می‌توانند خود را با نیازهای بازار منطبق کنند و به‌علت انعطاف‌پذیر بودن، فرآیند تصمیم‌گیری در آنها بسیار سریع است. فعالیت بنگاه‌های کوچک و متوسط در کشورهای توسعه یافته و در حال توسعه، بیانگر نوعی ارتباط تنگاتنگ و مؤثر میان توسعه این بنگاه‌ها با پیشرفت اقتصادی-اجتماعی این کشورهاست. رشد روزافزون بنگاه‌های کوچک و متوسط در این کشورها و اتخاذ سیاست‌های حمایتی از سوی دولت‌ها به همراه تدارک سازمان‌های بین‌المللی فعال در امور توسعه، جملگی بیانگر این مهم است که تأمین مالی بنگاه‌های کوچک و متوسط فرصتی کم‌نظیر برای اقتصاد است تا با اتکا به آن، فرآیند تولید ثروت ملی را ارتقا بخشد.

مسئله مهم درباره فعالیت شرکت‌های کوچک و متوسط در ایران، سهم این شرکت‌ها از تأمین مالی تولید است. با توجه به ریسک بالای تشکیل سرمایه در این بنگاه‌ها، جذب سرمایه با موانعی روبرو می‌باشد. طراحی راهکارهای تأمین منابع مالی از طریق بازار سرمایه پس از تعریف معین از این شرکت‌ها در کشورهای مختلف جهان، از اوایل دهه ۱۹۹۰ میلادی آغاز شده است به نحوی که هم‌اکنون در بسیاری از کشورهای پیشرفته و نوظهور، بازارهای منسجم و قانونمندی در قالب «بازار سهام شرکت‌های کوچک و متوسط» استقرار یافته و رویه‌های متناظر با پذیرش و انجام معاملات سهام این بنگاه‌ها مقرر شده است.

در بسیاری از کشورهای جهان از جمله انگلستان، ژاپن، اندونزی و کانادا، معیار گزارشگری مالی برای واحدهای تجاری کوچک و متوسط، اندازه شرکت‌هاست. این معیار کمی شامل تعداد پرسنل، مبلغ فروش، سرمایه، جمع کل دارایی‌ها (ترازنامه)، حجم و گردش معاملات می‌باشد که میزان یا دامنه مورد نظر جهت تفکیک و طبقه‌بندی آن در کشورها با توجه به ویژگی‌های محیط اقتصادی و اجتماعی و بخش‌ها و صنایع مختلف متفاوت است. بنگاه‌های کوچک و متوسط در کشورهای مختلف جهان دارای ویژگی‌های مشترکی هستند، اما تعریف یکسان و واحدی برای این بنگاه‌ها وجود نداشته و هر کشوری با توجه به شرایط خاص خود، تعریفی از این بنگاه‌ها ارائه کرده است.

جدول ۱. شاخص‌های مربوط به فعالیت شرکت‌های کوچک و متوسط در چند کشور منتخب^۱

شاخص (درصد)	آمریکا	آلمان	ژاپن	فرانسه	انگلستان	کره جنوبی	هند	ترکیه	ایران
تعداد SMEs از کل شرکت‌های ثبت شده	۹۷/۲	۹۹/۸	۹۹/۴	۹۹/۹	۹۶	۹۷/۸	۹۸/۶	۹۹/۵	۹۸/۴
اشتغال SMEs از کل	۵۰/۴	۶۴	۸۱/۴	۴۹/۴	۳۶	۶۱/۹	۶۳/۲	۶۱/۱	۴۴
سرمایه SMEs از کل سرمایه ثبتی	۳۸	۴۴	۴۰	۴۵	۲۹/۵	۳۵/۷	۲۷/۸	۶۵/۵	۲۲
ارزش افزوده SMEs از کل	۳۶/۲	۴۹	۵۲	۵۴	۲۵/۱	۳۴/۵	۵۰	۳۷/۷	۳۴
صادرات SMEs از کل	۳۲	۳۱/۱	۳۸	۲۳	۲۲/۲	۲۰/۲	۴۰	۸	-

همچنین در بازارهای سرمایه مطرح جهان، همچون بورس تورنتو کانادا، بورس سهام لندن، بورس کره جنوبی، بورس استانبول ترکیه و بورس بمبئی هند، بازاری مجزا برای پذیرش و عرضه شرکت‌های کوچک و متوسط به وجود آمده است که وظیفه آن گسترش و رشد یک بازار حرفه‌ای با شرایط مناسب برای پذیرش این بنگاه‌ها و ایجاد کیفیت بیشتر خدمات تأمین مالی و فراهم کردن مشاورین و متخصصین لازم برای سرمایه‌گذاران در زمینه تصمیم‌گیری بهتر برای سرمایه‌گذاری در شرکت‌های کوچک و متوسط است.

این گزارش سعی دارد با مرور مطالعات تطبیقی در خصوص تأمین مالی شرکت‌های کوچک و متوسط در بازار سرمایه کشورهای مختلف به بررسی رویه‌های ایجاد بازارهای مجزا جهت پذیرش، عرضه و انجام معاملات سهام این بنگاه‌ها در کشورهای توسعه یافته و در حال توسعه بپردازد و در نهایت پیشنهادهایی برای ایجاد بازار اختصاصی بنگاه‌های کوچک و متوسط در ایران ارائه دهد.

۱. تأمین مالی شرکت‌های کوچک و متوسط از طریق بازار سرمایه در کشورهای مختلف

همان‌طور که ذکر شد براساس شرایط خاص اقتصادی، فرهنگی و سطح توسعه فناوری کشورها، تعاریف صنایع کوچک، متوسط و بزرگ در کشورهای مختلف متفاوت است. همچنین نحوه تأمین مالی و اعتباردهی به این بنگاه‌ها در برخی کشورها از طریق نظام بانکی و در برخی دیگر از طریق بازار سرمایه صورت می‌پذیرد. اغلب کشورهای در حال توسعه جهان از جمله کشورهای آسیایی نوظهوری چون هند و کره جنوبی بازار مجزایی در بورس‌های سهام خود برای پذیرش و انجام معاملات سهام شرکت‌های کوچک و متوسط با شرایط و تسهیلات خاص ایجاد کرده‌اند. در ادامه مطالعات تطبیقی از وضعیت تأمین مالی بنگاه‌های کوچک و متوسط از طریق بازار سرمایه در چند کشور منتخب ارائه می‌شود.

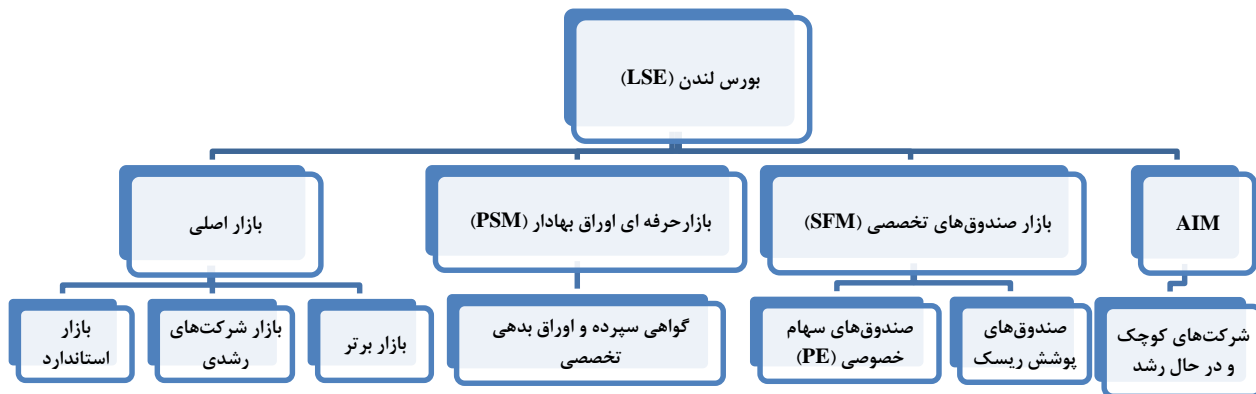
۱. موسی شهبازی غیاثی، توسعه کسب‌وکارهای کوچک و متوسط در ایران؛ راهکارها و پیشنهادات سیاستی. فصلنامه راهبرد یاس، تابستان ۱۳۹۱، ش ۳۰.

۱-۱. انگلستان

در سال ۱۹۹۵، در بورس لندن، بازار مجزایی با عنوان بازار سرمایه‌گذاری جایگزین^۱ (AIM) ایجاد شد که به بنگاه‌های کوچک و متوسط اجازه می‌دهد سهام خود را با مقررات انعطاف‌پذیرتری نسبت به بازار اصلی منتشر کنند. این بازار با ایجاد مزایای مالیاتی و بار مقرراتی کمتر تاکنون به رشد بیش از ۳۰۰۰ بنگاه کوچک و متوسط کمک کرده است. بورس اوراق بهادار لندن خود شامل چهار بازار با عناوین بازار اصلی^۲، بازار حرفه‌ای اوراق بهادار^۳، بازار صندوق‌های تخصصی و سرمایه‌گذاران آگاه^۴ و بازار سرمایه‌گذاری جایگزین می‌باشد که در ادامه پس از توضیح مختصری از هر کدام از این بازارها به‌طور ویژه به بازار سرمایه‌گذاری جایگزین پرداخته می‌شود.

شرکت‌هایی که قصد فعالیت در بازارهای عمومی لندن را دارند، بسته به اندازه، مرحله رشد شرکت و الزامات مربوط به سرمایه حق انتخاب داشته و باید در خصوص گزینه‌های پیش رو توسط مشاورین (نومد^۵) خود راهنمایی شوند.

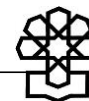
نمودار ۱. تفکیک بازارها در بورس لندن



– **بازار اصلی** شامل سه بازار است. الزامات پذیرش در این سه بازار از حیث رعایت قوانین با یکدیگر متفاوت است. به این صورت که:

– **بازار برتر (Premium Market)**: شرکت‌هایی که پذیرش برتر می‌شوند، ملزم به رعایت قوانین سخت انگلستان (بالاترین سطح استانداردها و قانون حاکمیت شرکتی) می‌شوند که فراتر از حداقل الزامات رهنمود اتحادیه اروپا برای پذیرش استاندارد است. در بازار برتر تنها سهام شرکت‌های فعال و شرکت‌های

1. Alternative Investment Market
 2. Main Market
 3. Professional Securities Market
 4. Specialist Fund Market
 5. Nominated Advisors (NOMAD)



سرمایه‌گذاری با سرمایه باز و بسته معامله می‌شود.

– **بازار استاندارد (Standard Market):** در بازار استاندارد امکان انتشار سهام، گواهی سپرده‌های جهانی، اوراق بدهی و مشتقات که با حداقل الزامات رهنمود اتحادیه اروپا مطابقت داشته باشند، فراهم شده است. پذیرش استاندارد این امکان را فراهم می‌کند که منتشرکنندگان اوراق با برآوردن استانداردهای یکسان‌سازی شده اتحادیه اروپا در بازار اصلی فعالیت نمایند.

– **بازار شرکت‌های رشدی (High Growth):** مخصوص شرکت‌هایی است که رشد بالایی داشته و انتظار دارند با گذر زمان در بازار برتر پذیرش شوند. شرکت‌های پذیرش شده در این بازار ملزم به رعایت حداقل استانداردهای اتحادیه اروپا و قوانین خاص این بخش تدوین شده توسط بورس سهام لندن هستند.

– **بازار اوراق بهادار حرفه‌ای،** امکان افزایش سرمایه از طریق اوراق بدهی تخصصی یا گواهی‌های سپرده‌گذاری برای سرمایه‌گذاران متخصص را فراهم کرده است.

– **بازار صندوق‌های تخصصی** نیز برای سرمایه‌گذاران نهادی، حرفه‌ای و آگاه امکان سرمایه‌گذاری را از طریق صندوق‌های مصون‌سازی، صندوق‌های سرمایه‌گذاری خصوصی، صندوق‌های تخصصی دارایی و بازارهای نوظهور خاص فراهم کرده است.

– **بازار سرمایه‌گذاری جایگزین (AIM)** بنابر قانون شرکت‌ها (۲۰۰۶) در کشور انگلستان، شرکت کوچک به شرکتی اطلاق می‌شود که کمتر از ۵۰ نفر کارمند داشته و گردش بازار آن کمتر از ۶ میلیون پوند باشد. براساس این قانون، این ارقام در تعریف شرکت متوسط شامل حداکثر ۲۵۰ نفر کارمند و نیز گردش بازاری کمتر از ۲۵ میلیون پوند است. بازار سرمایه‌گذاری جایگزین برای شرکت‌های کوچک و در حال رشد ایجاد شده است، شرکت‌هایی که نمی‌توانند الزامات مربوط به بازارهای اصلی را برآورده نمایند. این شرکت‌ها می‌توانند به منظور تأمین مالی مورد نیاز برای رشد و پیاده‌سازی نوآوری‌هایشان، در بازار سرمایه‌گذاری جایگزین پذیرش شوند. شرکت‌هایی که در این بازار پذیرش می‌شوند، ملزم به رعایت قانون حاکمیت شرکتی انگلستان نیستند، لکن انتظار بر این است که رهنمودهای اتحادیه شرکت‌های پذیرفته شده در بازار سهام را که از قوانین حاکمیت شرکتی انگلستان ساده‌تر هستند، رعایت کنند.

۱-۱-۱. مراحل پیوستن به بازار سرمایه‌گذاری جایگزین^۱

زمانی که شرکت به این نتیجه رسید که پیوستن به بازار سرمایه‌گذاری جایگزین موجب رشد شرکت می‌شود باید مراحل اجرایی ذیل را طی نماید:^۲

۱. انتخاب نومد(مشاور) و ارائه طرح تجاری به نومد (وجود نومد هم برای فرآیند پذیرش و هم ادامه فعالیت الزام است).

۲. اقدامات اصلی نومد در این مرحله شامل تشخیص صلاحیت شرکت (بورس لندن مداخله

1. The Essential AIM Stock Market Guide, Holland Bendelow Limited, 2013.

2. AIM Rules for Companies, LSE publication, Effective date: 17 February 2010.

مستقیمی در این موضوع ندارد)، توجه به جذابیت سهم در بازار و نهایتاً وجود دلایل مکفی برای پذیرش در بازار سرمایه‌گذاری جایگزین می‌باشد.

۳. انتخاب کارگزار.

۴. تشکیل تیم کاملی از مشاورین و تفکیک مسئولیت‌ها توسط نومد و ارائه جدول زمانبندی در خصوص زمان انجام مسئولیت هر یک از مشاوران (منظور از مشاورین شرکت نومد، کارگزار، مشاور حسابداری، حقوقی، روابط عمومی و رابط امور سرمایه‌گذاران) است.

۵. تهیه سند پذیرش با همکاری مشاورین.

مقررات بازار سرمایه‌گذاری جایگزین در جدول ۲ ارائه شده است.

جدول ۲. مقررات احراز صلاحیت پیوستن به بازار سرمایه‌گذاری جایگزین

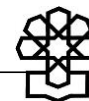
هر شرکتی در بازار سرمایه‌گذاری جایگزین باید همواره یک نومد و یک کارگزار در اختیار داشته باشد.
بجز موارد خاص، تمامی اوراق بهادار پذیرفته شده در بازار سرمایه‌گذاری جایگزین هیچ گونه محدودیت معامله نباید داشته باشند (البته بجز مواردی که براساس قانون برای مدتی قابلیت معامله ندارند؛ مانند توافق حبس سهام)
تمامی اوراق بهادار باید برای معامله شدن در بازار سرمایه‌گذاری جایگزین پذیرش و تأیید شوند.
هر شرکتی باید از سهولت انتقال مالکیت سهام از سهام‌دار به سهام‌دار دیگر در بازار اطمینان حاصل کند؛ علاوه بر این، تمامی اوراق بهادار منتشر شده در بازار سرمایه‌گذاری جایگزین باید قابلیت معامله الکترونیکی را داشته باشند.
هر شرکتی باید حق الزحمه‌ها را براساس تعرفه بورس لندن پرداخت کند.
شرکت‌های سرمایه‌گذاری باید مفاد قانونی «نکاتی برای شرکت‌های سرمایه‌گذاری» را تبعیت کرده و حداقل باید ۳ میلیون پوند وجد نقد در فرآیند تأمین منابع مالی از طریق پذیرش در بازار بازار سرمایه‌گذاری جایگزین، جذب شرکت کنند. همچنین باید سیاست سرمایه‌گذاری خود را نیز مشخص نمایند. شرکت‌های مربوط به صنایع معدنی یا نفت و گاز باید مفاد قانونی «نکاتی برای شرکت‌های استخراج نفت و گاز» را رعایت نمایند.

۲-۱-۱. افشای اطلاعات در بازار سرمایه‌گذاری جایگزین

یکی از مهمترین الزامات شرکت‌های بازار سرمایه‌گذاری جایگزین، افشای اطلاعات خاصی به بازار در زمان‌های مشخص است. اطلاعاتی که نیاز به افشاسازی دارند باید تحت عنوان اطلاعاتی و از طریق خدمات اطلاعات تنظیم و نظارت (RIS) به بازار عرضه شوند. تیم مشاورین شرکت معمولاً این اطلاعاتیها را با استفاده از اطلاعات ارسال شده توسط شرکت آماده ساخته و قبل از عرضه به بازار توسط نومد مورد بررسی قرار می‌دهند. این اطلاعات شامل موارد ذیل است:

الف) اطلاعات تأثیرگذار بر قیمت

شرکت‌های پذیرفته شده در بازار سرمایه‌گذاری جایگزین باید بازار را در مورد پیشرفت‌های شرکت که باعث تغییر در وضعیت مالی یا تغییر در فعالیت و عملکرد کسب‌وکار آنها شده یا در نهایت موجب تغییر



اساسی در قیمت سهام شرکت شود، آگاه سازند.

ب) اطلاعیه معامله سهام

شرکت‌های پذیرفته شده در بازار سرمایه‌گذاری جایگزین باید معاملات مدیران شرکت و هرگونه تغییر در سهام‌داران اصلی شرکت (فردی که بیش از ۳ درصد سهام شرکت را در اختیار داشته باشد) را به بازار اطلاع دهند.

ج) سایر موارد

هرگونه معامله اساسی، تصاحب معکوس، معاملات مربوط به شرکای تجاری یا توقف فعالیت که منجر به تغییر اساسی در کسب‌وکار شرکت شود؛

- معامله سهام بین مدیران شرکت،
- تغییر در سهام‌داران اصلی،
- استعفا، برکناری یا انتصاب هر یک از مدیران شرکت،
- تغییر در تاریخ سال مالی شرکت،
- تغییر در نام شرکت،
- پرداخت سود نقدی،
- دلیل باطل کردن معامله سهام شرکت در صورت بروز چنین رخدادی،
- استعفا، برکناری یا انتصاب نومد یا کارگزار شرکت.

همچنین شرکت‌های پذیرفته شده در بازار سرمایه‌گذاری جایگزین باید یک پایگاه اینترنتی به روز و بدون هزینه عضویت داشته باشند که اطلاعات تفصیلی شامل شرحی در خصوص کسب‌وکار شرکت؛ اسامی، بیوگرافی و شرح وظایف مدیران؛ کپی برخی از اسناد مشخص شرکت (مانند اسناد قانونی شرکت)؛ آخرین سند پذیرش شرکت در بازار سرمایه‌گذاری جایگزین، آخرین گزارش ۶ ماهه و سالیانه شرکت؛ تمامی اطلاعیه‌هایی که در یک سال گذشته شرکت تهیه نموده است؛ ماهیت و درصد مالکیت سهام‌داران اصلی شرکت را در پایگاه مذکور افشا نماید.

۳-۱-۱. شرایط پذیرش در بازار سرمایه‌گذاری جایگزین

در جدول ۳ به مقایسه شرایط پذیرش در بازار اصلی و بازار سرمایه‌گذاری جایگزین پرداخته شده که می‌توان سهل‌تر بودن شرایط را کاملاً مشاهده کرد.

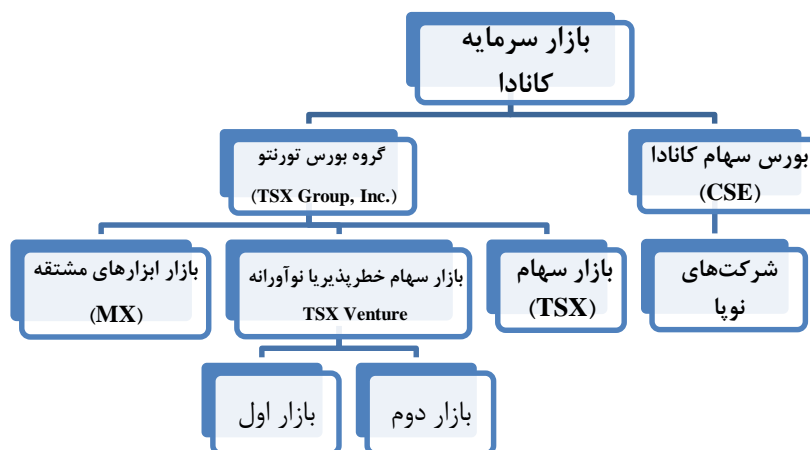
جدول ۳. مقایسه شرایط پذیرش در بازار اصلی و بازار سرمایه‌گذاری جایگزین لندن

شرایط	بازار اصلی	بازار سرمایه‌گذاری جایگزین
حداقل سرمایه	۷۰۰,۰۰۰ پوند	—
حداقل سابقه فعالیت	۳ سال	—
حداقل سهام شناور	۲۵ درصد	—
تأیید سهام‌دار	تأیید سهام‌داران برای خرید و فروش‌های عمده (شرکت‌های پذیرش برتر)	نیازی به تأیید سهام‌داران برای اکثر فرآیندهای مالی نیست.
مشاور	اسپانسرها برای معاملات خاص (شرکت‌های پذیرش برتر)	وجود مشاوران مجاز (NOMAD) همواره الزامی است.
تأیید نهاد ناظر	تأیید اولیه امیدنامه توسط نهاد نظارت بر پذیرش بورس	عموماً نیازی به تأیید اولیه سند پذیرش در بازار سرمایه‌گذاری جایگزین توسط بورس لندن یا نهاد نظارت بر پذیرش بورس (UKLA) نیست.

۱-۲. کانادا^۱

در کانادا دو بازار اصلی برای معامله سهام شرکت‌های سهام عام وجود دارد. مهمترین بازار بورس تورنتو^۲ (TSX) است. در بازار بورس تورنتو به‌طور معمول سهام شرکت‌هایی معامله می‌شود که سال‌ها است فعالیت دارند و خرید سهام آنها امنیت بیشتری نسبت به شرکت‌های تازه وارد دارد.

نمودار ۲. تفکیک بازارها در بازار سرمایه کانادا



در کنار بازار بورس تورنتو بازار دیگری نیز برای معاملات بورس وجود دارد که به بازار بورس خطرپذیر^۳ معروف است. در این بازار، بورس شرکت‌هایی معامله می‌شود که به‌طور معمول مدت زمان

1. Policy 2, Qualifications for Listing in Canadian Stock Exchange, 2015.
 2. Toronto Stock Exchange
 3. TSX Venture



کمتری از تأسیس آنها می‌گذرد (معمولاً ۵ تا ۱۰ سال) و در راه رسیدن به بازار بورس تورنتو هستند. بورس مونترال کانادا (MX) بازاری برای ابزار مشتقه است. این سه بازار تحت مالکیت گروه بورس تورنتو قرار دارند. بورس سهام کانادا (CSE)^۱ بورس دیگری در این کشور است که از سال ۲۰۰۳ فعالیت خود را آغاز کرده و سعی در جذب شرکت‌های خیلی کوچک و نوپا دارد. سهام حدود ۲۰۰ شرکت و اوراق قرضه دولتی در این بازار دادوستد می‌شود.

در جداول زیر شرایط پذیرش در بازار سهام خطرپذیر و نیز بورس سهام کانادا ذکر شده است.

۱-۲-۱. شرایط پذیرش در بازار سهام خطرپذیر (کوچک و متوسط) گروه بورس تورنتو^۲

جدول ۴. شرایط پذیرش در بازار اول خطرپذیر با توجه به حوزه فعالیت

شرایط	معدن	نفت و گاز	صنعت، فناوری و علوم زیستی	املاک و مستغلات
خالص دارایی‌های مشهود	۲ میلیون دلار	-	۵ میلیون دلار خالص دارایی‌های مشهود یا درآمد	۲ میلیون دلار خالص دارایی‌های مشهود یا ۳ میلیون دلار تأمین مالی
دارایی‌ها و اندوخته‌ها	ناشر دارای منافع بااهمیتی در یک دارایی است.	الف) اکتشاف: ذخایر به ارزش ۳ میلیون دلار که یک میلیون دلار آن ذخایر توسعه یافته اثبات شده باشد. ب) تولید: ۲ میلیون دلار از ذخایر توسعه یافته اثبات شده	ناشر باید منافع بااهمیتی یا یک دارایی اولیه برای استفاده در طرح داشته باشد	ناشر باید دارای منافع با اهمیت در یک ساخت‌وساز مسکن باشد
هزینه‌ها و کارهای انجام شده	یک برنامه کاری یا حداقل ۵۰۰ هزار دلار هزینه در فاز اولیه که در گزارش زمین‌شناسی تأیید شده است.	اکتشاف: یک برنامه کاری رضایت‌بخش یا: ۱. حداقل ۵۰۰ هزار دلار منابع ۲. دلایل منطقی برای انتظار از افزایش ذخایر آن‌طور که در توصیه‌نامه گزارش زمین‌شناسی آمده است.	تاریخچه عملیات یا شرکت اعتبارسنجی تجاری	دارای برنامه سرمایه‌گذاری شفاف و اختصاص حداقل ۵۰ درصد منابع به دو مورد سرمایه‌گذاری
سرمایه در گردش	سرمایه در گردش کافی و منابع مالی برای اجرای برنامه کاری اعلام شده یا طرح کسب‌وکار اجرایی برای ۱۸ ماه آینده و ۲۰۰ هزار دلار تخصیص نیافته			
سهام شناور	۱ میلیون سهم			
تعداد سهام‌دار	۲۵۰ سهام‌دار دارای حداقل سهم قابل معامله و بدون الزام به فروش			
سهام در دست عموم	۲۰ درصد			

1. Canadian Securities Exchange

2. By-laws and Policy Statements of TSX Venture Exchange (TSX Venture), Current from 1 January, 2003.

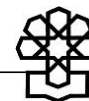
املاک و مستغلات	صنعت، فناوری و علوم زیستی	نفت و گاز	معادن	شرایط
(گزارش حامی طرح در صورت لزوم)	در صورت عدم کسب درآمد داشتن برنامه مدیریتی ۳ ساله مبتنی یا دلایل منطقی بر کسب درآمد طی ۲۴ ماه	گزارش زمین‌شناسی تأییدیه پایان برنامه کاری (گزارش حامی طرح در صورت لزوم)	گزارش زمین‌شناسی تأییدیه پایان برنامه کاری (گزارش حامی طرح در صورت لزوم)	سایر

جدول ۵. شرایط پذیرش در بورس سهام کانادا (CSE)

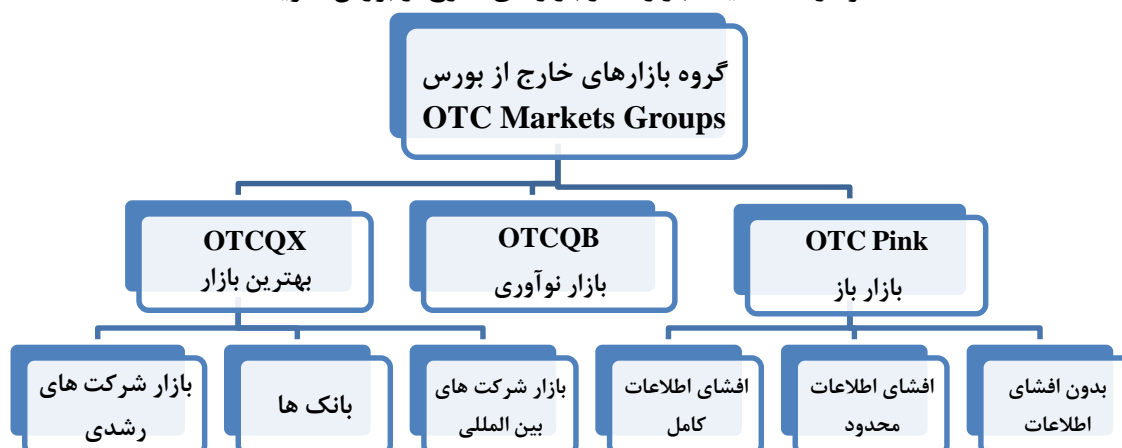
حد اقل ۵۰۰ هزار	سهام شناور
حد اقل ۲۵۰ هزار دلار	ارزش بازار
۱۰ درصد	سهام در دست عموم
حد اقل ۱۵۰ سهام‌دار عمومی که هر یک حد اقل تعداد سهام مجاز برای خرید و فروش را دارا باشند	تعداد سهام‌داران
۵۰ هزار دلار در صورت داشتن سابقه ۶ ماه حضور در یکی از بورس‌های کانادا و در غیر این صورت ۱۰۰ هزار دلار	سرمایه در گردش
شرکتی که در حال عملیات تولید کالا و خدمات است باید درآمد داشته باشد و شرکتی که در حال عملیات نیست باید یک طرح منطقی برای کسب درآمد و منابع مالی مورد نیاز آن داشته باشد	درآمد

۳-۱. آمریکا

بازارهای خارج از بورس (OTC)^۱ آمریکا با نام قدیمی تر پینک شیتز (pink sheets) شامل سه بازار زیر است:



نمودار ۳. تفکیک بازارها در بازارهای خارج از بورس آمریکا



۱-۳-۱. بهترین بازار OTCQX^۱

در آمریکا بزرگترین و بهترین شرکتها در بازارهای خارج از بورس، در «بهترین بازار» معامله می‌شوند. این ناشران باید معیارهای مالی و گزارش‌دهی را رعایت کنند و مدیرانشان نیز تحت نظارت باشند. آنها باید از یک بانک سرمایه‌گذاری یا وکیل مشاور^۲ درجه اعتباری اخذ کنند. OTCQX شامل سه بازار است:

بازار شرکت‌های بین‌المللی (OTCQX International): این بازار برای شرکت‌هایی در سطح جهان است که قبلاً در یک بورس بین‌المللی پذیرفته شده‌اند. این شرکت‌ها متوجه اهمیت یافتن بازاری در ایالات متحده آمریکا برای ارتباط با سرمایه‌گذارانشان شده‌اند، اما مایلند این کار را در بازاری مقرون به صرفه به انجام برسانند.

بازار شرکت‌های در مرحله رشد (OTCQX U.S.): این بازار برای شرکت‌های کوچک‌تر با سرعت رشد بالا در بین شرکت‌های ایالات متحده است که همزمان از استانداردهای مناسب مالی و عملیاتی بهره می‌برند و متعهد به دایر نمودن ارتباطی شفاف با سرمایه‌گذاران خود می‌باشند و قصد دارند از مزایای پذیرش در یک بازار سهام بهره ببرند.

بازار بانک‌ها (OTCQX for Banks): یک بازار مقرون به صرفه برای بانک‌هایی است که به‌خوبی مدیریت شده‌اند و از سرمایه مناسبی بهره می‌برند. این بازار توسعه‌دهنده رعایت الزامات قانونی برای بانک‌هایی است که دوست‌دار روابط مناسب با سهام‌داران خود هستند و به آنها امکان بهره بردن از پذیرش در یک بازار سهام را می‌دهد و به این بانک‌ها کمک می‌کند شفافیت خود را افزایش داده و بهتر دیده شوند.

1. Alternative Reporting Standard: OTCQX Basic Disclosure Guidelines, 2014.

2. Attorney Adviser

جدول ۶. شرایط پذیرش در بهترین بازار

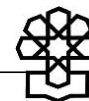
شرایط	بعد از ۲۰۱۴	قبل از ۲۰۱۴
کل دارایی‌ها	دو میلیون دلار	دو میلیون دلار
سنجه مقبولیت قیمت	۱ دهم دلار	۱ دلار
تعداد سهام‌داران	۵۰	۱۰۰
سهام در دست عموم	-	یک میلیون دلار
سهام شناور	-	پانصد هزار سهم
برقراری یکی از شروط زیر		
درآمد	دو میلیون دلار	حداقل میانگین درآمد ۶ میلیون دلار در سه سال گذشته
خالص دارایی‌های مشهود	یک میلیون دلار	دو میلیون دلار برای شرکتی که حداقل سه سال عملیاتی را پشت سر گذاشته است و پنج میلیون دلار برای شرکتی که کمتر از سه سال عملیاتی داشته است.
درآمد خالص	پانصد هزار دلار	پانصد هزار دلار (در آخرین سال مالی یا ۲ سال از سه سال مالی گذشته)
ارزش بازار	پنج میلیون دلار	-

۲-۳-۱. بازار نوآوری (OTCQB)

بازاری برای شرکت‌های نوآور و با ریسک بالا^۱ که در سال ۲۰۱۰ برپا شده است. این شرکت‌ها موظفند فرم‌های گزارش‌های مورد نیاز SEC^۲ یا نهادهای قانونگذار دیگر در ایالات متحده را تکمیل نمایند، اما نیازی به گزارش‌های مالی جهت ثبت این شرکت‌ها نیست حدود ۳۰۰۰ شرکت در این بازار مورد معامله قرار می‌گیرند.

از سال ۲۰۱۴، توسط گروه بازارهای خارج از بورس (OTC Markets Group) به منظور تبدیل OTCQB به بازاری مناسب‌تر برای کارآفرینان، شرکت‌های در حال توسعه و نوآور ایالات متحده آمریکا و سرتاسر جهان، تغییرات با اهمیتی روی داده است. شرکت‌ها ملزم به رعایت استانداردهای قانونی هدفمند جهت تهیه اطلاعات لازم برای سرمایه‌گذاران شده‌اند. شرکت‌های آمریکایی و بین‌المللی برای واجد شرایط بودن در این بازار باید گزارش‌های خود را به‌روز کنند. حداقل سنجه مقبولیت قیمت^۳ ۰/۱ دلاری را حفظ کنند و تأییدیه‌های مدیریتی سالانه را اخذ نمایند.

1. Venture Stage Companies
2. Securities & Exchange Commission
3. Bid Price Test



۳-۳-۱. بازار باز^۱ (OTC Pink)

اغلب شرکت‌هایی که قبلاً در پینک شیتز (Pink Sheets) مورد معامله قرار می‌گرفتند در این بازار هستند. این یک بازار باز است که در آن نه به گزارش‌های مالی نیاز است و نه به پر کردن فرم‌های نهاد قانونگذار. شرکت‌ها ممکن است به انتخاب خودشان اطلاعاتی به SEC یا دیگر نهادها منتقل نمایند. OTC Pink از لحاظ گزارشگری به سه بخش تقسیم می‌شود:

افشای اطلاعات کامل (OTC Pink Current Information): همه شرکت‌هایی که گزارش‌های سه ماهه و گزارش‌های مالی حسابرسی شده را به بخش خدمات افشا و اخبار آگروه بازارهای خارج از بورس ارائه می‌نمایند، در این بازار قرار می‌گیرند معمولاً شامل شرکت‌هایی است که فعالیت کمی دارند یا فعال نیستند.

افشای محدود اطلاعات (OTC Pink Limited Information): شرکت‌هایی که طی ۶ ماه گذشته گزارش‌های سه ماهه یا گزارش سالانه را از طریق بخش خدمات افشا و اخبار به بازار ارائه نموده‌اند. این بازار شامل شرکت‌هایی می‌شود که دچار مشکلات مالی یا مشکل در پرداخت دیون هستند. **بدون افشای اطلاعات (OTC Pink No Information):** شرکت‌هایی که طی ۶ ماه گذشته هیچ نوع گزارشی به «گروه بازارهای خارج از بورس» یا نهاد دیگری ارائه ننموده‌اند. «گروه بازارهای خارج از بورس» همچنین بعضی شرکت‌ها را تحت عنوان شرکت‌های «با اخطار خرید» معرفی می‌نماید این شرکت‌ها نشانه خطر می‌گیرند و اغلب در کسب‌وکارهایی فعالند که محل سؤال بوده و دچار معاملات مشکوک اند. این شرکت‌ها پریسک‌ترین شرکت‌های بازارند.

اکنون امکان انجام معاملات الکترونیک در بازارهای خارج از بورس آمریکا از طریق سیستم معاملات جایگزین^۲ و نزد SEC^۳ نیز ثبت شده فراهم شده است. این سیستم تحت مالکیت OTC Link است که یکی از زیر مجموعه‌های «گروه بازارهای خارج از بورس» و یک کارگزار ثبت شده و عضو FINRA است. این سیستم سال ۲۰۱۲ از به‌طور متوسط روزانه ۶۰۰ میلیون معامله، ۱۳۵ میلیارد دلار درآمد داشته است. در این سه بازار ۱۰۰۰۰ سهام مختلف شامل ۶۵۰ بانک آمریکایی، ۲۳۰۰ شرکت (که به SEC گزارش می‌دهند)، ۱۶۰۰ شرکت که سود سالانه تقسیم کرده‌اند و ۱۴۰۰ شرکت خارجی عرضه شده‌اند. ارزش بازار این مجموعه ۱۱/۶ تریلیون دلار است.

1. Alternative Reporting Standard: OTC Pink Basic Disclosure Guidelines, 2014.

2. OTC Disclosure & News Service

3. Alternative Trading System (OTC Link ATS)

۳-۱-۴. تصویب «قانون مشاغل»^۱ در ایالات متحده آمریکا

در ایالات متحده آمریکا برای تشویق تأمین مالی کسب‌وکارهای نو و درآغاز راه با آسان‌سازی قوانین متنوع در مورد انتشار اوراق بهادار در پنجم آوریل ۲۰۱۲ «قانون مشاغل» به تصویب رسید. پس از آغاز دوره رکود در اقتصاد آمریکا در سال ۲۰۱۱، سیاستگذاران اقتصادی در این کشور به فکر تحریک عرضه و اشتغال از طریق حمایت نظام‌مند از بنگاه‌های کوچک و متوسط که پتانسیل رشد بالایی داشته و در عین حال از کمبود منابع رنج می‌برند، افتادند. این قانون شامل ۶ سرفصل است:

سرفصل اول: گزارش‌دهی شرکت‌های با رشد بالا و نوظهور به بازار سرمایه آمریکا؛ شامل مقررات افشای اطلاعات، نظام حسابداری و سایر الزامات قانونی تسهیل شده جهت بهبود شفافیت بنگاه‌هایی که سالیانه به‌طور خالص درآمدی حداکثر یک میلیارد دلاری دارند.

سرفصل دوم: دسترسی به سرمایه جهت اشتغال‌زایی.

سرفصل سوم: تأمین مالی جمعی؛ شامل مقرراتی ناظر بر پایگاه‌های اینترنتی که ذیل سرفصل سوم فعالیت می‌کنند می‌باشند. این پایگاه‌ها برای سرمایه‌گذاران اعتبارسنجی نشده نیز امکان سرمایه‌گذاری را فراهم می‌آورند یعنی امکان دسترسی میلیون‌ها سرمایه‌گذار در مقایسه با تنها ۸ میلیون سرمایه‌گذار اعتبارسنجی شده در ایالات متحده را به کسب‌وکارهای جدید تأمین می‌نمایند.

سرفصل چهارم: تشکیل سرمایه برای شرکت‌های کوچک؛ شرایط اوراق بهادار شرکت‌های کوچک که از شرایط افشا معاف‌اند در این بخش بیان می‌گردد.

سرفصل پنجم: رشد بنگاه‌های خصوصی.

سرفصل ششم: افزایش سرمایه.

۴-۱. هند^۲

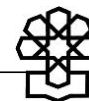
در کشور هند دو بازار اصلی سهام وجود دارد؛ بورس بمبئی (BSE^۳) که یکی از بزرگ‌ترین و قدیمی‌ترین بورس‌های آسیا به‌شمار می‌رود و ارزش بازاری کنونی آن به حدود ۱/۲۰۳ تریلیون دلار می‌رسد و بورس ملی هند (NSE^۴) که در سال ۱۹۹۲ تأسیس شده است. روند بازار سهام برای کسب‌وکارهای کوچک در هند توسط بورس سهام بمبئی آغاز گردید. این بورس، عملیات خود را به همراه برنامه «تأمین مالی محدود BCB» که در بمبئی پایه‌گذاری شده است، شروع کرد. در همان زمان، بستر معاملاتی سهام برای بنگاه‌های کوچک و متوسط در بورس ملی هند شروع به کار کرد. در سال ۲۰۱۱، قانونگذار بازارهای

1. JOBS Act (Jumpstart Our Business Startups Act)

2. Securities and Exchange Board of India Regulations, Issue of Capital and Disclosure Requirements, April 2010.

3. Bombay Stock Exchange

4. National Stock Exchange



سرمایه هند، دو بازار ویژه بنگاه‌های کوچک و متوسط را مورد تأیید قرار داده است. هر دو بازار برای بنگاه‌های کوچک و متوسط پس از بحث‌ها و مذاکرات صورت گرفته با بنگاه‌های کوچک، نماینده‌های صنعت، بانک‌های تجاری و هیئت مدیره بورس و اوراق بهادار هند (SEBI) شکل گرفت.

پلت فورم بازار بورس بنگاه‌های کوچک و متوسط با دستور فوری نخست وزیر هند در سال ۲۰۱۰ راه‌اندازی شد. هیئت مدیره بورس و اوراق بهادار هند مقررات لازم برای حاکمیت و استقرار مکانیسم بازارهای بنگاه کوچک و متوسط را پیاده‌سازی کرد. مأموریت این بازار فراهم آوردن پلت فورمی در کلاس جهانی برای بنگاه‌های کوچک و متوسط و سرمایه‌گذاران برای گردهم آمدن و افزایش سرمایه به صورت سهام است.

مدیرعامل بورس اوراق بهادار بمبئی اعلام داشت در سال ۲۰۱۲ حدود ۱۲ شرکت جدید امیدنامه خود را برای حضور در بازار بنگاه کوچک و متوسط ارائه داده‌اند. با ایجاد بازار بورس بنگاه‌های کوچک و متوسط در بورس اوراق بهادار بمبئی، شرکت‌ها به ابزارهای تولید و افزایش سرمایه و در نهایت رشد بزرگ‌تر دست یافته‌اند. شرکت‌های خرد، کوچک و متوسط در هند مجموعاً ۴۵ درصد تولید کارخانه‌ای و ۴۰ درصد از صادرات کشور را برعهده دارند. بنگاه‌های کوچک و متوسط بزرگ‌ترین بخش اشتغال‌زا در هند بوده و قسمت عمده‌ای از صنعت این کشور را فعال نموده‌اند. این شرکت‌ها ۷۰ میلیون موقعیت شغلی در ۳۰ میلیون بنگاه ایجاد کرده‌اند.

۱-۴-۱. مقررات بازار بنگاه‌های کوچک و متوسط

این دو بورس جدید، با مقررات سهل‌تری شروع به کار کرده‌اند تا بنگاه‌های کوچک و متوسط که یافتن سرمایه‌گذار و منابع مالی برایشان سخت است مورد حمایت قرار گیرند.

– یکی از این شرایط سهل، این است که شرکت‌های کوچک فقط باید صورت‌های مالی نیم سال آخر خود را بدون ثبت شدن در اختیار بورس قرار دهند.

– خریداران جزء نمی‌توانند در این بورس شرکت داشته باشند.

– شرایط ساده‌تر و مدارک کمتر در خصوص پذیرش و عرضه اولیه از دیگر ویژگی‌های این بورس به حساب می‌آید.

– اندازه هر قسمت عرضه اولیه می‌تواند حداقل ۱۰۰ هزار روپیه باشد. عرضه اولیه یک شرکت با سرمایه ۱۰ میلیون روپیه در سیستم معاملاتی انجام شود. با رشد شرکت‌ها و عبور سرمایه از مرز ۲۵ میلیون روپیه، بنگاه می‌تواند در بورس ملی پذیرفته شود.

– مقررات بیان می‌دارند که بانک‌های تجاری که مسئول مدیریت بنگاه‌های کوچک و متوسط هستند باید یک کارگزار برای بازارگردانی و پذیره‌نویسی اوراق جدید منصوب نمایند. این ترکیب می‌تواند برای

مدت ۳ سال از زمان پذیرش اوراق پایدار بماند. بازارگردان که می‌تواند یک کارگزار باشد با تقبل ریسک چند سهم در یک زمان، ریسک آن سهام و ریسک خود را پوشش می‌دهد.

– هیئت مدیره بورس هند عنوان می‌دارد که صندوق‌های خطرپذیر می‌توانند برای عملیات سودآوری خود به تأمین مالی خارجی اقدام کنند.

۲-۴-۱. لوازم اولیه حضور در بازار بنگاه‌های کوچک و متوسط

- بنگاه کوچک و متوسط ابتدا باید تبدیل به یک شرکت سهامی عام محدود شود.
- بنگاه کوچک و متوسط باید ساختار سرمایه خود را مطابق با مقررات تغییر داده تا برای پذیرش و عرضه در بازار سرمایه آماده گردد.
- ارزشگذاری شرکت کوچک و متوسط بر اساس صورت‌های مالی درخواستی صورت پذیرد تا ارزش سهام شرکت برای عرضه اولیه مشخص گردد.

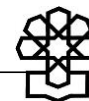
۳-۴-۱. افشای اطلاعات شرکت‌های کوچک و متوسط در بازار سرمایه هند

قوانین افشای اطلاعات شرکت‌های کوچک و متوسط در بازار سرمایه هند اظهار می‌دارند که یک بنگاه کوچک و متوسط باید:

۱. صورت‌های مالی سالیانه و حسابرسی شده خود را ارائه دهد.
۲. گزارش حسابرس معتبر از زمان تأسیس یا ۳ سال قبل آماده شود.
۳. برای کاربردی شدن و پیاده‌سازی مقررات مربوط تلاش کند.
۴. برای کسب تأییدیه‌های لازم از نهادی نظارتی تلاش کند.
۵. جزئیات اطلاعاتی لازم از شرکت جهت افشا را ارائه دهد. مواردی مانند:
 - ویژگی‌ها و مشخصات شرکت،
 - مدیریت و مالکیت شرکت،
 - ریسک صنعت و بنگاه،
 - ظرفیت رشد شرکت،
 - کسب‌وکار شرکت، وضعیت صنعت، رقابت و محیط کسب‌وکار،
 - ۶. برنامه کسب‌وکار آینده و استراتژی‌های بلند مدت بنگاه،
 - ۷. نتیجه تجزیه و تحلیل مدیریتی صورت‌های مالی.

۴-۴-۱. روش انجام معاملات در بازار بنگاه‌های کوچک و متوسط

چند تفاوت بین بازار بنگاه‌های کوچک و متوسط به وجود آمده توسط بورس ملی هند و بورس اوراق بهادار بمبئی وجود دارد. چارچوب بازار بنگاه‌های کوچک و متوسط در بورس ملی هند، همانند بازار ملی است به همراه قوانین و مقرراتی که برای معاملات آن در نظر گرفته شده است، اما قوانین و مقررات در بورس اوراق



بهادار بمبئی کاملاً از مصوبات «هیئت مدیره بورس و اوراق بهادار هند» تبعیت می‌کند. یکی از تفاوت‌های دیگر این دو با هم این است که بورس ملی هند برای یک شرکت پذیرفته شده در مرحله معاملات دو انتخاب می‌گذارد. شرکت می‌تواند از روش حراج حضوری استفاده کند که برای انجام معاملات به‌ویژه سهام کوچک‌تر مناسب‌تر است. روش دیگر نیز برای انجام معاملات، معاملات پیوسته^۲ است.

کارشناسان بر این عقیده‌اند که نقدشوندگی مهمترین مسئله پیش رو برای بستر معاملاتی بنگاه‌های کوچک و متوسط است. آنها معتقدند که معاملات بورس‌ها سودآورتر می‌شود اگر حراج پیوسته در طول یک ساعت با تقاضاهای بزرگ‌تر و تفاوت کمتر تقاضا و عرضه^۳ برگزار شود. در صورت هیجانی و بی‌ثبات بودن بازار نیز بازارگردان می‌تواند با برخی مسائل از جمله زیان‌های بزرگ مقابله نماید. کارشناسان و متخصصان مالی همچنین معتقدند که بورس‌ها بهتر است کاملاً برای یک بازار بنگاه کوچک و متوسط قوانین و مقررات خود را تغییر نداده و به نقش بازارگردان تأکید زیادی نداشته باشند. انتظار می‌رود که بازار نوظهور NSE که در مارس ۲۰۱۲ به صورت آنلاین نیز کار خود را شروع کرد، به سرمایه‌گذاران کمک کند تا در شرکت‌های در حال توسعه سرمایه‌گذاری نمایند و با توجه به وجود دو گزینه حراج حضوری و معاملات پیوسته وجوه خود را به سمت سرمایه‌گذاری مناسب و مولد هدایت کنند.

۵-۴-۱. تفاوت‌های پلت فورم بنگاه‌های کوچک و متوسط با بازار بورس متعارف

- نکته جدید در خصوص پلت فورم این است که ۱۰۰ درصد اوراق منتشر شده باید پذیره‌نویسی و ثبت شده باشند. از دیگر تفاوت‌ها می‌توان به حضور بازارگردان به مدت ۳ سال اشاره کرد.
- همچنین در بازار بنگاه کوچک و متوسط یک شرکت با سرمایه منتشر شده بین ۱ میلیون تا ۱۰ میلیون روپیه می‌تواند ثبت شود که این مبلغ در بازار بورس بالاتر از ۱۰ میلیون برای پذیرش شرکت‌هاست.
- شرایط پذیرش در این بازار به مراتب ساده‌تر است و شرکت کوچک و متوسط لزومی به ثبت نزد سازمان ناظر ندارد و پذیرش در بورس بنگاه کوچک و متوسط کافی است. همچنین هزینه‌های انتشار به مراتب پایین‌تر از پذیرش و عرضه در بازار بورس متعارف است.
- بنگاه‌های کوچک و متوسطی با سرمایه پرداختی بین ۱۰ میلیون روپیه تا ۲۵ میلیون روپیه می‌توانند هم در بازار بنگاه کوچک و متوسط و هم در بورس اصلی پذیرفته شوند.
- فرآیند پذیرش به‌طور کلی شامل ارائه امیدنامه و صورت‌های مالی سالیانه، تأیید سازمان بورس هند و انتشار اعلامیه پذیرش بنگاه کوچک و متوسط است. فرآیند عرضه اولیه بنگاه کوچک و متوسط حداکثر

1. Call Auction
2. Continuous Trading
3. Spread

۲ تا ۳ ماه به طول می‌انجامد که این زمان برای عرضه در بورس اصلی ۸ تا ۹ ماه است.

۵-۱. ترکیه^۱

در کشور ترکیه، تعریف بنگاه‌های کوچک و متوسط براساس میزان دارایی بنگاه یا گردش مالی آن و تعداد کارکنان معین می‌شود. بر اساس این تعریف اگر گردش مالی سالیانه بنگاه کمتر از ۴۰ میلیون لیر (معادل ۲۳ میلیون دلار) و تعداد کارمندان آن کمتر از ۲۵۰ نفر باشد، این شرکت یک شرکت کوچک و متوسط شناخته می‌شود. اگر این شرایط برای یک شرکت محقق نشود آن شرکت کوچک و متوسط شناخته نشده و از تسهیلات در نظر گرفته شده برای بنگاه‌های کوچک و متوسط محروم می‌ماند. در ترکیه، «مقررات مربوط به بنگاه‌های کوچک و متوسط با توجه به تعریف، شرایط و طبقه‌بندی آنها» در سال ۲۰۰۵ منتشر شد. سازمان توسعه بنگاه‌های کوچک و متوسط در ترکیه یک نهاد عمومی است که در سال ۱۹۹۰ به منظور کمک به بنگاه‌های تولیدی - صنعتی بنیان نهاده شده و از سال ۲۰۰۹ این نهاد به بنگاه‌های کوچک و متوسطی غیرصنعتی نیز خدمات ارائه می‌دهد. در ترکیه یک بنگاه کوچک و متوسط می‌تواند از طریق افزایش سرمایه در بازار سهام، سهام خصوصی و سرمایه‌گذاری مخاطره‌پذیر، تأمین مالی نماید. بورس استانبول (ISE^۲) تنها بازار سهام ترکیه است. بازار بنگاه کوچک و متوسط در بازار سهام استانبول (ISE) با عنوان بازار شرکت‌های نوظهور^۳ جای گرفته است و بورس جدایی برای بنگاه‌های کوچک و متوسط وجود ندارد. البته امکان حضور بنگاه‌های کوچک و متوسط در سایر بازارها نیز وجود دارد. در ترکیه، قوانین و مقررات و شرایط پذیرش برای بنگاه‌های کوچک و متوسط بسیار ساده‌تر از بازار اصلی در نظر گرفته شده است.

همچون سایر اوراق بهادار، سهام شرکت‌های کوچک و متوسط نیز باید در هیئت مدیره بازار سرمایه ترکیه (CMB^۴) به ثبت رسیده باشد. سرمایه شرکت باید تماماً پرداخت شده و سهام شرکت باید قابل انتقال باشد. شرکت‌ها می‌توانند در طی فرآیند ثبت، ساختار سهام‌داری، اساسنامه، صورت‌های مالی سه سال گذشته، گزارش حسابرس مستقل و امیدنامه را به هیئت مدیره بازار سرمایه تحویل نمایند. بنگاه‌های کوچک و متوسط می‌توانند معاف از گزارش حسابرس گردند در شرایطی که:

- دارایی کل آنها در سال مالی گذشته کمتر از ۵ میلیون دلار باشد.

- فروش کل آنها در هر دو سال گذشته کمتر از ۲۷۰ هزار دلار باشد.

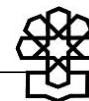
- ۹۵ درصد از سهام در اختیار کمتر از ۵۰ سهام‌دار باشد.

1. Istanbul Stock Exchange Emerging Companies Market Regulation. Official Gazette Number: 27323, Official Gazette Date: August 18, 2009.

2. Istanbul Stock Exchange

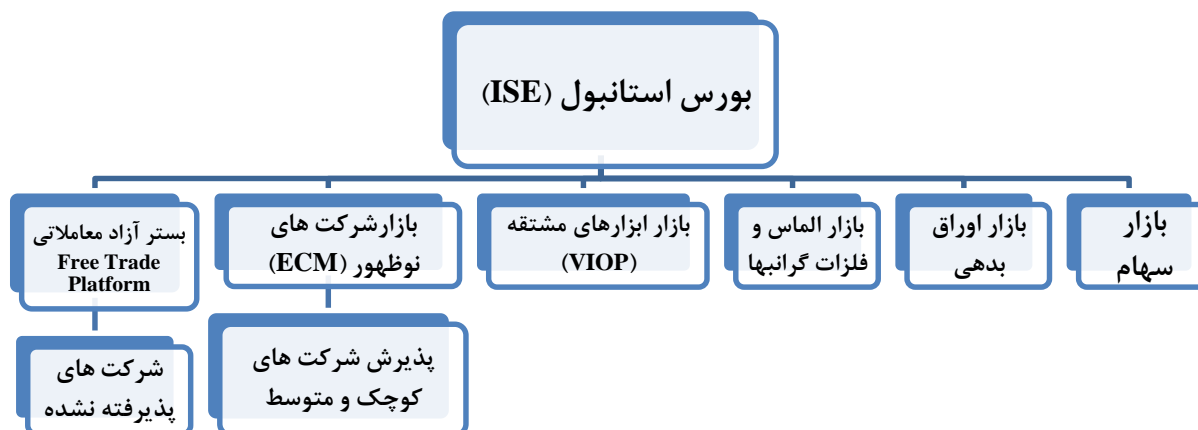
3. Emerging Companies Market

4. Capital Market Board



به طور کلی بازار سهام استانبول از بخش‌های زیر تشکیل شده است:

نمودار ۴. تفکیک بازارها در بورس استانبول ترکیه



۱. بازار سهام: این بازار شامل بازار ملی و بازار دوم است.

– بازار ملی: اصلی‌ترین و بزرگ‌ترین بازار در بورس استانبول را تشکیل می‌دهد که شرکت‌ها با مقررات و شرایط محدودتری از سایر بازارها پذیرش شده و سهام آنها روی تابلو معامله می‌گردد (شرکت‌هایی با حداقل ۴/۴ میلیون دلار ارزش بازاری و ۲۵ درصد سهام شناور).

– بازار دوم: شرکت‌هایی با حداقل ۳/۵ میلیون دلار ارزش بازاری و ۱۵ درصد سهام شناور یا شرکت‌هایی با حداقل ۷ میلیون دلار ارزش بازاری و ۵ درصد سهام شناور می‌توانند در این بازار پذیرفته شوند. شرایط پذیرش در این بازار محدودیت کمتری نسبت به بازار ملی دارد و سهام بنگاه‌های کوچک و متوسط که دیگر شرایط ماندن در بازار ملی را ندارند در این بازار مورد معامله قرار می‌گیرد.

۲. بازار شرکت‌های نوظهور (ECM): در این بازار هیچ محدودیتی برای پذیرش وجود ندارد. هم‌اکنون ۱۱ شرکت در این بازار فعالیت می‌کنند. در این بازار، مشاور مجاز برای شرکت‌های کوچک و متوسط راهنمایی ارائه می‌کند. اطلاعات و صورت‌های مالی شرکت‌های کوچک و متوسط باید دو بار در سال منتشر شوند. همچنین نیازی به گزارش حسابرس در تهیه صورت‌های مالی نیمه اول سال نیست.

۳. بستر آزاد معاملاتی (Free Trade Platform): شرکت‌هایی که در بورس پذیرفته نشده و بیش از ۵۰۰ سهام‌دار دارند در این بازار مورد معامله قرار می‌گیرند.

عملکرد بازارهای بورس استانبول در جدول ۷ ارائه شده است:

جدول ۷. عملکرد بازارهای بورس استانبول ترکیه (میلیون دلار)

نوع بازار	۲۰۱۱	۲۰۱۲
بازار ملی		
تعداد شرکت‌های پذیرفته شده	۲۳۷	۲۴۲
ارزش بازار	۱۹۱۰۵۷	۲۹۴۶۰۳
حجم معاملات	۳۶۷۲۹۶	۳۰۶۵۵۶
بازار دوم		
تعداد شرکت‌های پذیرفته شده	۶۱	۷۷
ارزش بازار	۴۴۰۷	۵۲۶۶
حجم معاملات	۱۶۳۸۱	۱۵۲۴۴
بازار شرکت‌های نوظهور		
تعداد شرکت‌های پذیرفته شده	۲	۱۱
ارزش بازار	۵۸	۲۱۸
حجم معاملات	۲۶۷	۷۳۰
بستر آزاد معاملاتی		
تعداد شرکت‌های پذیرفته شده	-	۱۶
ارزش بازار	-	۱۳۸۴
حجم معاملات	-	۲۳

بجز در بازار ملی، کارمزد پذیرش برای بنگاه‌های کوچک و متوسط به مراتب پایین‌تر از سایر شرکت‌ها در نظر گرفته شده است. در خصوص معامله و پسامعامله در بازار بنگاه کوچک و متوسط‌ها، روش‌های مختلفی در بازارهای بورس استانبول طراحی شده است؛

- در بازار دوم، مکانیسم معامله همانند بازار اول، روش حراج چند قیمتی پیوسته است. معاملات در دو بخش معاملاتی صبح و بعدازظهر انجام می‌شود.

- در بازار شرکت‌های نوظهور، معامله سهام در همان بستر فناوری (نرم افزار) بازار اول و دوم صورت می‌پذیرد، اما با روش متفاوت. اصولاً روش حراج پیوسته با بازارگردان برای انجام معاملات انتخاب می‌شود اما برای سهامی که بازارگردان ندارد از حراج تک‌قیمتی استفاده می‌شود.

- در بستر آزاد معاملاتی، انجام معاملات از روش حراج تک‌قیمتی و چهار بار در روز صورت می‌گیرد. شرایط پذیرش و افشای اطلاعات در بازارهای بورس استانبول در جدول ۸ ارائه شده است:



جدول ۸. شرایط پذیرش و افشا اطلاعات در بازارهای بورس استانبول ترکیه

شرایط	بازار ملی	بازار دوم	بازار شرکت‌های نوظهور
ارائه عملکرد	صورت‌های مالی حسابرسی شده سه سال قبل	حداقل یک صورت مالی حسابرسی شده سالیانه از زمان تأسیس	صورت مالی حسابرسی شده سال قبل
ارزش بازاری	بین ۱۷ تا ۶۹ میلیون دلار	بین ۳/۵ تا ۶/۹ میلیون دلار	-
سود قبل از مالیات	دو سال سود ده	-	-
حداقل سهام آزاد شناور	۵ تا ۲۵ درصد	۵ تا ۱۵ درصد	-
سهام در دست صاحبان سهام	بین ۶/۹ تا ۱۷/۳ میلیون دلار	۶/۹ میلیون دلار	-
حداقل تعداد سرمایه‌گذاران در هنگام عرضه اولیه	۵۰۰	۵۰۰	-
ثبات اوراق نزد CMB	ثبت شود	ثبت شود	-
روش انجام معاملات	معاملات پیوسته	حراج پیوسته چند قیمتی	حراج پیوسته با بازارگردان یا حراج تک قیمتی بدون بازارگردان

Source: ISE, CMB.

بازار بنگاه‌های کوچک و متوسط ترکیه از سال ۲۰۱۰ شروع به اوج گرفتن نمود. البته ناشرین مهم در این بازار را بیشتر بانک‌ها تشکیل می‌دهند. در جدول زیر مقایسه‌ای از انتشار اوراق بدهی در سال‌های مختلف و توسط ناشرین مختلف از جمله بانک‌ها، سایر مؤسسات و مؤسسات غیرمالی نشان داده شده است:

جدول ۹. ارزش اوراق بدهی منتشر شده در ترکیه (میلیون دلار)

ردیف	ارزش اوراق منتشر شده	۲۰۰۸	۲۰۰۹	۲۰۱۰	۲۰۱۱	۲۰۱۲
۱	بانک‌ها	۱۵۸	-	۸۱۳	۱۰/۷۵۳	۲۰۷۵۷
۲	سایر مؤسسات مالی	۰	-	۲۵۲	۳۴۵	۲۰۹۶
۳	مؤسسات غیرمالی	۰	-	۲۲۹	۰	۴۹۱
	جمع کل	۱۵۸	-	۱۲۹۴	۱۱۰۹۸	۲۳۳۴۴

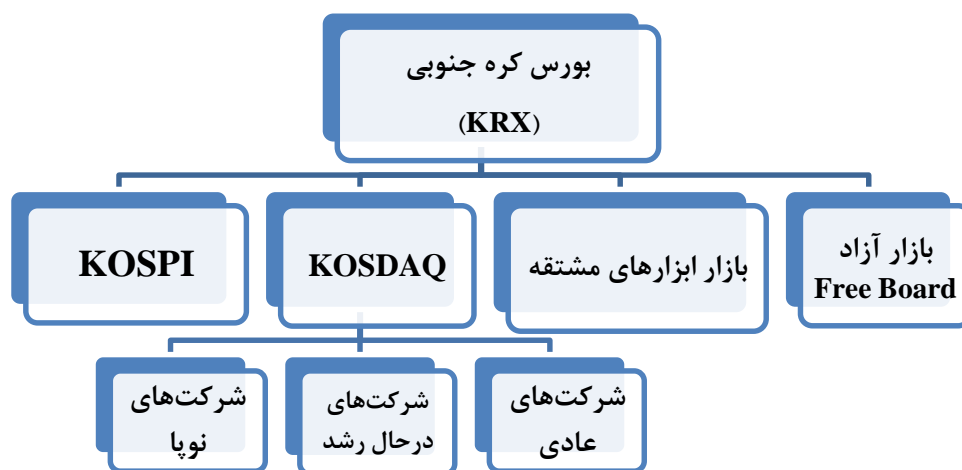
همانند سهام، سایر اوراق تأمین مالی بنگاه‌های کوچک و متوسط نیز باید قبل از انتشار در یک عرضه عمومی نزد هیئت بازار سرمایه ترکیه به ثبت برسند. با توجه به مقررات، ناشر باید ساختار سهام‌داری، اساسنامه شرکت، صورت‌های مالی دو سال گذشته، امیدنامه اوراق، بخشنامه و سایر مدارک مورد نظر بازار را ارائه دهد. پس از آن هیئت بازار سرمایه تصمیم به افشای اطلاعات مربوطه خواهد نمود.

اوراق مبتنی بر دارایی‌ها در کشور ترکیه بیشتر توسط بانک‌ها منتشر می‌شوند که از نمونه آنها می‌توان به انتشار اوراق مبتنی بر وام بانکی بنگاه‌های کوچک و متوسط در سال ۲۰۱۲ به ارزش ۴۵۵ میلیون دلار اشاره کرد.

۱-۶. کره جنوبی

در این کشور سه بازار سرمایه اصلی با نام‌های KOSDAQ، KOSPI و FreeBoard در معاملات اوراق بهادار فعالیت می‌کنند. بازار KOSPI به‌عنوان بازار اصلی کشور کره جنوبی تعریف می‌شود.

نمودار ۵. تفکیک بازارها در بورس کره جنوبی



ارزش کل بازار KOSDAQ ۱۰۰ میلیارد دلار و حجم معاملات آن حدود ۴۰ میلیارد دلار برآورد شده است. همچنین ۸۰ درصد از شرکت‌های پذیرفته شده در بازار KOSDAQ را بنگاه‌های کوچک و متوسط تشکیل می‌دهند.^۱

در بازار آزاد، شرکت‌های پذیرفته شده و معاملات آنها به سه دسته تقسیم بندی می‌شوند:

۱. شرکت‌هایی که دارای ریسک بالا می‌باشند،

۲. شرکت‌های عادی،

۳. شرکت‌های پشتیبانی.

قبل از پرداختن به نمونه‌ای از حجم معاملات و اندازه شرکت‌های SME در بازارهای سرمایه کشور کره جنوبی، ذکر این نکته حائز اهمیت است که میزان برقراری نرخ مالیاتی برای فعالیت این گونه شرکت‌ها با توجه به بزرگی و حجم سرمایه‌های شرکت‌های مربوطه و قوانین مخصوص آن کشور تعیین می‌گردد.

1. http://eng.krx.co.kr/m7/m7_1/m7_1_1/JHPENG07001_01.jsp.



در جدول ۱۰، آمار اندازه، ارزش بازار و ارزش کل معاملات بازار را طی ۵ سال متوالی برای شرکت‌های کوچک و متوسط نشان داده شده است.

جدول ۱۰. عملکرد بنگاه‌های کوچک و متوسط در بازارهای سرمایه کشور کره جنوبی (میلیارد دلار)^۱

سال	ارزش کل معاملات بازار	ارزش بازار	تعداد شرکت‌های پذیرفته شده	بازارها
۲۰۰۷	۱۱۷۵,۹۳	۸۲۱,۴۰	۷۴۶	Kospi(main)
۲۰۰۸	۱۱۱۰,۶۱	۴۹۷,۸۴	۷۶۵	
۲۰۰۹	۱۲۶۵,۱۴	۷۶۶,۰۹	۷۷۰	
۲۰۱۰	۱۲۱۷,۰۸	۹۸۵,۲۵	۷۷۷	
۲۰۱۱	۱۴۶۸,۵۹	۸۹۹,۰۵	۷۹۱	
۲۰۰۷	۴۳۲,۰۱	۸۶,۲۸	۱۰۲۲	Kosdaq
۲۰۰۸	۲۶۶,۶۱	۳۹,۸۶	۱۰۳۷	
۲۰۰۹	۴۵۸,۱۵	۷۴,۲۹	۱۰۲۸	
۲۰۱۰	۴۱۶,۸۲	۸۴,۵۶	۱۰۲۹	
۲۰۱۱	۴۸۱,۴۵	۹۱,۴۶	۱۰۳۱	
۲۰۰۷	۰,۰۳۶	۰,۳۹۷	۵۴	FreeBoard
۲۰۰۸	۰,۰۲۷	۴,۹۸۷	۷۰	
۲۰۰۹	۰,۰۱۱	۰,۶۴۴	۶۶	
۲۰۱۰	۰,۰۵۰	۰,۷۰۸	۷۱	
۲۰۱۱	۰,۰۴۳	۰,۷۴۶	۶۳	

جدول ۱۱. شرایط پذیرش در بازار بورس کره جنوبی^۲

بازار آزاد	بازار KOSDAQ			بازار KOSPI	شرایط
	نوپا	در حال رشد	عادی		
مقبول یا غیرمقبول (برای سال جاری)	-	مقبول (برای سال قبل)	مقبول (برای سال قبل)	عملکرد مقبول (برای سال قبل) یا غیرمقبول (در دو سال قبل) باید ارائه شود	ارائه عملکرد
(SME)	حداقل ۱۰ میلیون دلار (SME)	حداقل ۱۵ میلیون دلار (SME)	حداقل ۳۰ میلیون دلار	حداقل ۱۰۰ میلیون دلار	اندازه شرکت (براساس کوچک، متوسط و بزرگ)

۱. کلیه ارقام و اطلاعات مربوط به بورس‌های استانبول ترکیه و بورس‌های کره جنوبی از اطلاعات منتشره در گزارش کاری شرکت‌های کوچک و متوسط فدراسیون بورس‌های آسیایی و اروپایی که فرابورس ایران در آن عضو و گیرنده اختصاصی اطلاعات است استخراج شده است:

FEAS SME Task Force Survey (2013): Financing of SME's through Capital Markets

بازار آزاد	بازار KOSDAQ			بازار KOSPI	شرایط
	نوپا	در حال رشد	عادی		
-	-	-	۱۰ درصد	۲۵ درصد	حداقل سهام شناور
-	-	-	۵۰۰	۵۰۰	حداقل تعداد سهام‌داران
-	-	۵ درصد	۱۰ درصد	۱۰ درصد برای آخرین سال مالی	بازدهی (ROE)
مانند KOSDAQ	هر تغییری که ارزش سهام را ۱۰ درصد برای SMEها و ۵ درصد برای شرکت‌های بزرگ تحت تأثیر قرار دهد بدون تأخیر (همان روز یا روز بعد) اعلام گردد.			هر تغییری که ارزش سهام را ۵ درصد برای SMEها و ۲/۵ درصد برای شرکت‌های بزرگ تحت تأثیر قرار دهد بدون تأخیر (همان روز یا روز بعد) اعلام گردد.	افشای اطلاعات

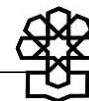
جدول ۱۲. موارد انگیزشی برای بنگاه‌های کوچک و متوسط در بازار سرمایه کشورهای کره جنوبی و ترکیه^۱

عنوان	کره جنوبی	ترکیه
پذیرش	شرایط پذیرش در بازار SME در زمینه‌های حداقل سهام، حداقل ارزش بازاری و ROE آسان شده است.	پذیرش کمی در بازار SME حذف شده است.
هزینه پذیرش	ندارد.	بسیار ناچیز است.
یارانه	دولت برای مواردی چون تأمین مالی و پیشرفت تکنولوژیکی کسب‌وکارهای مخاطره‌آمیز و بنگاه‌های کوچک و متوسط ضمانت اعتباری می‌دهد.	بسته یارانه‌ای فراهم آمده برای پذیرش SME ها، هزینه خدمات مالی و انتشار اوراق را تا سقف ۵۷ هزار دلار پوشش می‌دهد.
مالیات	نرخ مالیات بر عایدی سرمایه در مبادلات سهام بنگاه‌های کوچک و متوسط در بازارهای خارج از بورس کمتر از شرکت‌های بزرگ است.	-

۷-۱. مکزیک^۲

تعریفی از شرکت‌های کوچک و متوسط در ژوئن سال ۲۰۰۹، با توافق وزارت اقتصاد و وزارت مالی و اعتبارات عمومی مکزیک در قانون رسمی کشور پایه‌گذاری شد. بنگاه‌ها در مکزیک با توجه به تعداد کارکنان و میزان فروش سالیانه بسته به صنعت فعال در آن در سه گروه بسیار کوچک، کوچک و متوسط طبقه‌بندی می‌شود. اندازه یک بنگاه با توجه به امتیازی که در فرمول زیر محاسبه می‌شود، تعیین می‌گردد:

.۱ همان.



$(90\% \text{ درصد}) \times (\text{فروش سالیانه به پزو}) + (10\% \text{ درصد}) \times (\text{تعداد کارکنان}) = \text{امتیاز}$

این امتیاز باید از یک سقف تعیین شده کمتر باشد. (این امتیاز در بخش خدماتی و بازرگانی باید کمتر از ۲۳۵ و در بخش صنعتی کمتر از ۲۵۰ باشد تا بنگاه در گروه کوچک و متوسط طبقه‌بندی گردد). قوانین و مقررات ویژه بنگاه‌های کوچک و متوسط بازار بنگاه‌های کوچک و متوسط و تأمین مالی آنها در مکزیک شامل سه دسته مقررات زیر هستند:

۱. قوانین مربوط به توسعه رقابت بنگاه‌های کوچک و متوسط،

۲. توافقنامه وزارت اقتصاد و وزارت مالی و اعتبارات عمومی این کشور مبنی بر طبقه‌بندی شرکت‌های خیلی کوچک، کوچک و متوسط در ۳۰ ژوئن ۲۰۰۹،

۳. مقررات اجرایی صندوق‌های حمایتی بنگاه‌های کوچک و متوسط (SME Fund) در سال ۲۰۱۲. همچنین قابل ذکر است که دو مؤسسه عمومی در خصوص حمایت از بنگاه‌های کوچک و متوسط در مکزیک وجود دارد:

- معاونت بنگاه‌های کوچک و متوسط^۱ (SPYME) که در درون وزارت اقتصاد شکل گرفت تا بخش بنگاه‌های کوچک و متوسط را در مکزیک رونق بخشد. هدف اصلی ایجاد SPYME، شرکت فعال و قوی در اقتصاد مکزیک از طریق واسطه‌گری مالی و برنامه‌ریزی برای بنگاه‌های کوچک و متوسط است. - مؤسسه نفیسا^۲ (NAFINSA) که از بانک‌های بزرگ توسعه در مکزیک است و برای فراهم کردن منابع مالی، آموزش و همکاری فنی با بنگاه‌های کوچک و متوسط فعال می‌باشد. در مکزیک، بازاری برای فعالیت بنگاه‌های کوچک و متوسط به صورت مجزا وجود ندارد، اما برنامه‌هایی برای جذب و ایجاد انگیزه این بنگاه‌ها در این کشور ایجاد شده است.

۱-۷-۱. برنامه «بازار بدهی برای بنگاه‌ها»^۳ در مکزیک

الف) اهداف: این برنامه، تأکید دارد تا تطابق‌پذیری بنگاه‌ها با حاکمیت شرکتی را پایه‌گذاری نماید و با ارائه خدمات حرفه‌ای، رتبه‌بندی اعتبار، تجهیزات و سیستم‌های مناسب، این امر را در بنگاه‌های کوچک و متوسط نهادینه کند. از این طریق، بنگاه‌های کوچک و متوسط پس از مدتی قادر به پذیرش در بازار سرمایه مکزیک خواهند بود.

ب) مزایا: پرداخت اعتبار به بنگاه‌ها، ۹۰ درصد هزینه‌های این برنامه را تشکیل می‌دهد. بنگاه باید حداقل معادل ۱۰ درصد از این هزینه‌ها را به سودآوری برساند.

خدمات حرفه‌ای دیگری از طریق این برنامه در مکزیک برای بنگاه‌های کوچک و متوسط از جمله موارد زیر انجام می‌گیرد:

- حکمرانی شرکتی، فرآیند بایگانی، تأمین مالی مشارکتی، مالیات، حسابرسی، خدمات حقوقی،

1. Under-Secretary for SMEs
2. National Financiera
3. Debt Market for Enterprises

- سیستم‌هایی همچون برنامه‌ریزی منابع بنگاه (EPR): گواهی حق استفاده از نرم‌افزار و سخت‌افزار،
- رتبه سنجی توسط مؤسسات معتبر،
- هزینه انتشار سهام.

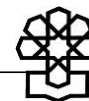
ج) شرایط متقاضی: این شرایط به نحو ذیل می‌باشد:

۱. شرکت فعال در فرآیند توسعه اولیه باید به سمت گسترش فعالیت‌ها میل کرده و توانایی سرمایه‌گذاری از طریق انتشار اوراق بدهی در بورس سهام کشور را کسب کند. این شرکت باید در سه سال اول حاکمیت شرکتی را در مدیریت و مالکیت خود برقرار سازد و تا قبل از یک سال از شروع این فرآیند به عرضه سهام در بورس اقدام ورزد.
۲. شرکت‌های متقاضی در این برنامه باید در صورت‌های مالی خود ۱۰۰ تا ۲۵۰ میلیون پزو دارایی در سال مالی قبل از پذیرش ثبت کرده باشند.
۳. مشمول توافقنامه سال ۲۰۰۹ بین وزارت اقتصاد و وزارت امور مالی در خصوص شرکت‌های کوچک و متوسط باشند.
۴. صورت عملکردی گویای فعالیت حداقل سه ساله داشته باشند.
۵. صورت‌های مالی آنها در سه سال قبل حسابرسی شده باشد.
۶. شرکت‌های متقاضی باید حداقل ۵۰ میلیون پزو سهام متعلق به سهام‌داران داشته باشند.
۷. گزارش منفی ارائه شده از سوی مؤسسات گزارش اعتبارسنجی نداشته باشند.
۸. رسماً متعلق به شرکت‌های خارجی یا شرکت‌هایی که قبلاً به‌عنوان شرکت‌های بزرگ در بورس مکزیکی پذیرفته شده‌اند نباشند.
۹. مؤسسات واسطه‌گری مالی نمی‌توانند متقاضی واقع شوند.

۲-۷-۱. برنامه «خدمات بورس مکزیکی»

این برنامه و سایر برنامه‌های اجرا شده در مکزیکی، برای مؤسسات و بنگاه‌های متوسط وضع شده و تا کنون برای سایر بنگاه‌های کوچک و متوسط کاربردی نشده است. البته برای تأمین مالی بنگاه‌های کوچک و متوسط، بر اساس تجارب سایر کشورها از جمله بورس اسپانیا (BME) در این زمینه پیشنهادهایی برای ایجاد بازار بورس جایگزین برای بنگاه‌های کوچک و متوسط ارائه شده است. طرح پیشنهادی بازار جایگزین برای بنگاه‌های کوچک و متوسط شامل موارد زیر است:

۱. ایجاد بازار جایگزین که توسط بورس مکزیکی اداره شده، اما در یک بازار جدید و جدا استقرار می‌یابد.
۲. بازار به سمت خریداران نهادی مانند صندوق‌های بازنشستگی و سرمایه‌گذاران عمده هدایت شود.
۳. بنگاه‌های کوچک و متوسط شرکت‌کننده در بازار بنگاه کوچک و متوسط در بورس ملی ثبت شوند.



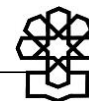
۴. از مقررات پذیرش، افشای اطلاعات و حاکمیت شرکتی برای بنگاه‌های کوچک و متوسط کاسته شود.
 ۵. مشاوران خبره برای آگاهی دادن بنگاه‌های کوچک و متوسط در خصوص الزامات قانونی و مشاوره مالی به آنها و همچنین برقراری پیوند بین بازار و ناشر به کار گرفته شوند.
 ۶. پذیرش اوراق بهادار می‌تواند بدون عرضه عمومی یا با عرضه عمومی انجام شود.
 ۷. رویه کنترل، انتقال، انسداد، تسویه و پرداخت در معاملات اوراق بهادار می‌تواند همچون رویه کنونی بورس ملی صورت گیرد.
 ۸. در صورت امکان بهتر است مشاوره و ارتباطات بنگاه‌های کوچک و متوسط با بازار در مراحل پذیرش و عرضه توسط یک مؤسسه تأمین سرمایه یا شرکت سرمایه‌گذاری یا یک مؤسسه واسط و ثبت شده نزد بورس ملی صورت پذیرد.
- یک ابزار جدید مالی جایگزین در مقابل سهام خصوصی در بورس اوراق بهادار برای بنگاه‌های کوچک و متوسط در سال ۲۰۰۹ با عنوان «گواهی توسعه سرمایه» (CKD) طراحی گردید تا سرمایه‌های خصوصی را در مکزیک به سمت بازار بنگاه کوچک و متوسط تشویق نماید. این ابزار، اوراق بهاداری با هدف تأمین مالی یک یا چند پروژه از طریق مالکیت (سودآوری) یک یا چند شرکت تأسیس شده و ارتقا یافته به خصوص در بخش‌هایی چون بخش زیرساختی، مستغلات و املاک، معدن و فناوری اطلاعات و ارتباطات است. عایدی این اوراق متغیر و بر اساس سود هر پروژه با سررسید معین پرداخت می‌شوند. برخی از این گواهی‌ها برای سرمایه‌گذاری در اوراق سهام یا جریان سرمایه چند بنگاه یا پروژه منتشر می‌شوند. این فرآیند توسعه سرمایه می‌تواند به فرآیند عرضه عمومی بنگاه در آینده نیز کمک کند.

۸-۱. ترینیداد و توباگو

تعریف شرکت‌های کوچک و متوسط در ترینیداد و توباگو شامل حداقل ۶ تا ۲۵ کارمند و ۲۵۰ هزار دلار دارایی برای شرکت کوچک و حداقل ۲۶ تا ۵۰ کارمند و ۱/۵ میلیون دلار دارایی برای شرکت متوسط است. در کشور ترینیداد و توباگو نیز شرایط تسهیل‌کننده‌ای برای پذیرش بنگاه‌های کوچک و متوسط در بازار سهام این کشور ایجاد شده است. مراحل (نیازمندی‌ها) لازم برای پذیرش شرکت‌های کوچک و متوسط در بورس سهام ترینیداد و توباگو به شرح زیر است:^۱

- **نیازمندی‌های قانونی:** مدارک ثبت شرکت از لحاظ قانونی توسط ناشر باید فراهم شود.
- **ثبت:** ناشر باید مدارک لازم برای ثبت اوراق بهادار در حوزه بورس را ارائه دهد.
- **قابلیت و شایستگی:** ناشر باید شرکت خود را به صورت «شرکت با مسئولیت محدود» در کشور یا خارج به ثبت رسانده باشد و تا به حال در هیچ یک از بورس‌های داخلی یا خارجی پذیرفته نشده باشد.

- **روش انتشار:** ناشر باید افزایش سرمایه خود را از طریق یک عرضه اولیه عمومی تأمین نماید.
- **امیدنامه:** ناشر باید حداقل ۱۴ روز قبل از عرضه عمومی امیدنامه‌ای مورد تأیید بورس سهام ترنیداد و توباگو به ثبت برساند.
- **توزیع عمومی:** برای عرضه اولیه، شرکت ناشر باید حداقل ۲۵ نفر سهام‌دار داشته باشد که این افراد در مجموع صاحب حداقل ۳۰ درصد سهام منتشر شده باشند. این سهام‌داران نباید با مدیران یا افراد وابسته به هیئت مدیره و یا صاحبان بلوک‌های بزرگ سهام منتشر شده شرکت ارتباطی داشته باشند.
- **قابلیت معامله اوراق:** سهام شرکت باید قابل معامله باشد.
- **تسویه و پرداخت:** ناشر باید درخواست عضویت در شرکت سپرده‌گذاری مرکزی ترنیداد و توباگو را جهت تسریع فرآیند تسویه و پرداخت ارائه دارد.
- **تعیین کارگزار و حسابرس:** ناشر باید برای نقل و انتقال سهام یک کارگزار مجاز و حسابرس معتمد مشخص نماید.
- **هیئت مدیره:** هیئت مدیره شرکت باید حداقل دو عضو مستقل غیراجرایی داشته باشد. همچنین مدارک لازم برای پذیرش شرکت کوچک و متوسط در بورس این کشور به شرح زیر است:
 - نام ناشر،
 - ISIN (اگر موجود است)،
 - تاریخ پذیرش،
 - تعداد مشخصات سهم،
 - قیمت سهام منتشر شده،
 - انواع ارز موجود در حساب‌های شرکت،
 - مدارکی که نشانگر تعیین کارگزار معتبر است،
 - درخواست تأیید شده عضویت در بورس کشور،
 - توافق پذیرش امضا شده و کامل،
 - امیدنامه مورد تأیید بورس کشور،
 - کپی برابر اصل اساسنامه،
 - کپی برابر اصل مدارک ثبت شرکت،
 - کپی برابر اصل صورت‌های مالی قابل استناد از سه سال گذشته شرکت.



۹-۱. مزایای روش‌های تأمین مالی بنگاه‌های کوچک و متوسط از طریق بازار

- یک سرمایه‌گذار در بازار سرمایه مانند شریک در اداره و مالکیت بنگاه کوچک و متوسط است.
- هیچ اجباری برای بازپرداخت (استرداد) مبلغ سرمایه‌گذاری در سهام توسط سرمایه‌گذار وجود ندارد.
- هیچ نیازی به پرداخت بهره همچون بازار وام نیست.
- یک سرمایه‌گذار به سود دست می‌یابد اگر شرکت فعالیت خود را شروع و رشد کند.
- در بازار سرمایه، هزینه افزایش سرمایه یک بار است و در سال‌های متمادی دیگر هزینه چندانی ندارد.
- مشارکت‌پذیری در شرکت‌های تولیدی سهم بسیار عظیمی در رشد تولید و نوآوری و اشتغال در کشور ایفا می‌شود.
- فرصت‌هایی کم هزینه برای تأمین مالی بنگاه کوچک و متوسط از شروع تا فعالیت و ادامه حیات فراهم می‌آورد.
- موجب کسب اعتبار شرکت‌ها با پدیدار شدن در تابلوی معاملات جداگانه و مطرح شدن در رسانه‌ها می‌گردد که سبب افزایش ارزش سهام شرکت خواهد شد.
- انگیزه حضور صندوق‌ها و سرمایه‌گذاران ریسک‌پذیر در بازاری نظام‌مند برای سرمایه‌گذاری در بنگاه‌های کوچک و متوسط با فراهم آوردن مکانیسم آسان ورود خروج افزایش می‌یابد.
- با سهام‌دار کردن کارمندان، انگیزه و بهره‌وری آنان از طریق شراکت در مجموعه افزایش می‌یابد.
- بازار سرمایه به تخصیص و توزیع مناسب و کارآی ریسک به افراد حقیقی و حقوقی ریسک‌پذیرتر کمک می‌کند.
- بخش بنگاه‌های کوچک و متوسط در سیستم مالی از جمله در بازار پول و سرمایه رشد می‌کند.
- ایجاد یک بازار برای بنگاه‌های کوچک و متوسط پیوند بین بنگاه کوچک و متوسط و سرمایه‌گذار خطر پذیر و سهام خصوصی را از طریق فراهم آوردن یک مکانیسم خروج، برقرار می‌سازد.

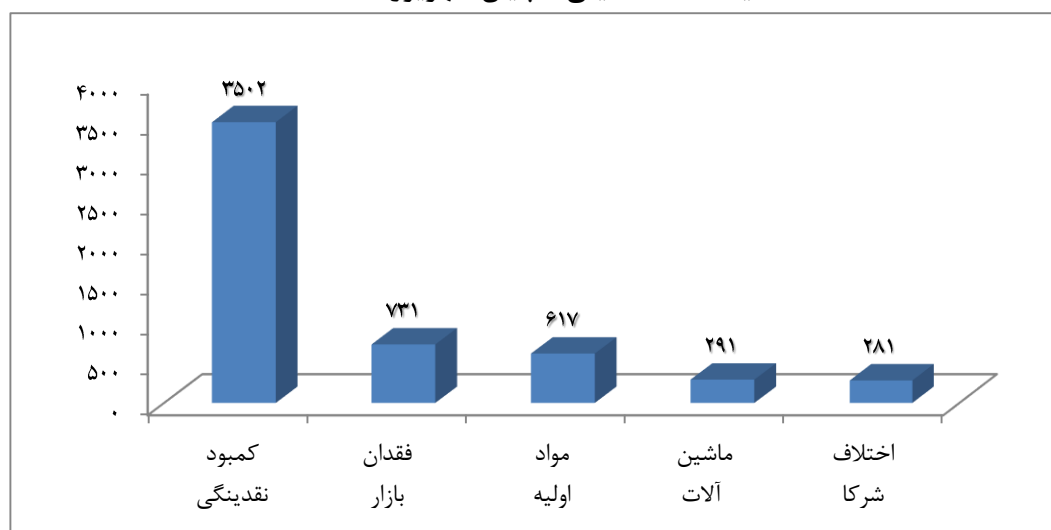
۲. بازار سرمایه اختصاصی شرکت‌های کوچک و متوسط در ایران

۱-۲. وضعیت تأمین مالی شرکت‌های کوچک و متوسط در ایران

بررسی‌های انجام شده نشان می‌دهد تأمین مالی یکی از مهمترین چالش‌های فعالان اقتصادی و تولیدکنندگان ایرانی به‌ویژه بنگاه‌های کوچک و متوسط است. گزارش‌های فصلی پایش محیط کسب‌وکار مرکز پژوهش‌های مجلس شورای اسلامی با تکیه بر نظرسنجی از تشکل‌های اقتصادی سراسر کشور نشان می‌دهد، از میان ۲۱ مؤلفه ملی محیط کسب‌وکار، مؤلفه‌های «مشکل دریافت تسهیلات از بانک‌ها» و «ضعف بازار سرمایه در تأمین مالی تولید و نرخ بالای تأمین سرمایه از بازار غیررسمی» همواره و در

طی ۱۶ دوره بررسی در صدر موانع کسب‌وکار بوده‌اند.^۱ آمار ارائه شده توسط سازمان صنایع کوچک و شهرک‌های صنعتی کشور با حدود ۳۰ هزار شرکت کوچک تحت پوشش و مستقر در شهرک‌های صنعتی در شهریورماه ۱۳۹۲ نیز «کمبود نقدینگی» را مهمترین علت تعطیلی واحدهای صنعتی کوچک بیان می‌کند.

نمودار ۶. تعداد واحدهای به بهره‌برداری رسیده غیرفعال مستقر در شهرک‌ها و نواحی صنعتی به تفکیک علت تعطیلی تا پایان شهریورماه ۱۳۹۲

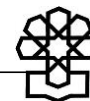


۲-۲. پیشنهاد ایجاد بازار اختصاصی در فرابورس ایران

اتصال حلقه‌های زنجیره عرضه از جمله شرکت‌های کوچک و متوسط به صنایع مربوط و گسترش بازار محصولات این شرکت‌ها در حوزه داخلی و بین‌المللی می‌تواند به گسترش انگیزه‌های کارآفرینی و نوآوری بیشتر، رشد فعالیت‌های مولد اقتصادی و توسعه فناوری و از همه مهمتر توسعه رقابت در اقتصاد کشور مؤثر واقع گردد. در حال حاضر ۹۸ درصد از تعداد شرکت‌های ثبت شده در کشور را شرکت‌های کوچک و متوسط تشکیل می‌دهند، اما با وجود این سهم این بنگاه‌ها در تولید ناخالص داخلی بسیار کمتر از ظرفیت آنها می‌باشد. یکی از دلایل این امر را می‌توان به فقدان سازوکار هدایت منابع مالی به سمت شرکت‌های کوچک و متوسط نسبت داد. فعالیت مولد شرکت‌های کوچک و متوسط با مشکلات متعددی روبروست که با تأکید بر مهمترین آنها شرایط رفع این موانع در بازار سرمایه بررسی می‌شود:

۱. فقدان نقدینگی و سرمایه در گردش مهمترین مسئله‌ای است که مدیران بنگاه‌های کوچک و متوسط از آن شکایت می‌کنند به نحوی که تأمین مالی از تسهیلات بانکی برای عمده این بنگاه‌ها به علت

۱ مرکز پژوهش‌های مجلس شورای اسلامی، گزارش‌های پایش محیط کسب و کار ایران، ۱۳۸۹-۱۳۹۳



معوقات موجود امکانپذیر نمی‌باشد. بازار سرمایه می‌تواند شرایط جدیدی برای تأمین مالی شرکت‌های کوچک و متوسط ایجاد نماید.

۲. نبود شفافیت مالی در این ساختارها موجب می‌شود تا نظارت بر جریان سرمایه عملاً بسیار مشکل شود. از یک سو فرار مالیاتی در این ساختارهای غیرشفاف به سهولت امکانپذیر است و از سوی دیگر با نبود نظارت بر جریان سرمایه امکان نکول بدهی‌ها و تسهیلات اعطایی نیز بسیار بالا خواهد بود. آشکار است که بازار سرمایه جایگاهی برای ایجاد ساختارهای حاکمیت شرکتی و شفاف‌سازی بنگاه‌های اقتصادی با نظارت در سطوح مختلف است. شفاف‌سازی در بستر بازار سرمایه از یک طرف موجب می‌گردد که حجم مالیات دریافتی و به تبع آن سهم مالیات در درآمدهای دولت افزایش یافته و فرار مالیاتی ناممکن شود. امروزه سهم مالیات‌ستانی در بازار سرمایه نسبت به کل مالیات اخذ شده در کشور بسیار قابل توجه است. از طرف دیگر شفافیت نسبی ساختارهای کوچک و متوسط سبب می‌شود تا هدایت منابع نقدینگی به تولید واقعی میسر گشته و خطر نکول بدهی‌های بانکی نیز کاهش یابد.

۳. سالیانه تعداد بیشماری از کسب‌وکارهای کوچک و متوسط به علت ضعف در اتصال به زنجیره‌های عرضه محصولات تعطیل می‌شوند. به عبارت دیگر ارتباط این شرکت‌ها با مجموعه‌های نهادی بالادستی در هر صنعت به علت نبود فضای مشارکت سرمایه‌گذاران حقوقی از جمله شرکت‌های هلدینگ صنعتی دچار مشکلات عدیده می‌باشد. در این زمینه ایجاد بازاری متشکل و تحت نظارت مناسب جهت تأمین مالی بلندمدت شرکت‌های کوچک و متوسط می‌تواند این معضل را با ایجاد امکان عرضه سهام این شرکت‌ها به سرمایه‌گذاران نهادی و همچنین تأمین مالی از طریق انواع ابزارهای مالی مرتفع نماید.

فرا بورس ایران با مطالعات گسترده صورت گرفته در خصوص تأمین مالی شرکت‌های کوچک و متوسط در بازارهای بورس جهان، در حال ایجاد بازار شرکت‌های کوچک و متوسط (SME Market) با عنوان «بازار اختصاصی»، ذیل نظارت خویش می‌باشد.

ایده نخست ایجاد فرا بورس در حوزه پذیرش شرکت‌ها، ایجاد بازار رسمی با شرایط پذیرش ساده به منظور افزایش ضریب نفوذ بازار سرمایه بوده و فرا بورس با رسالت پوشش بخشی از تقاضای ورود به بورس که ناتوان از احراز شرایط دشوار پذیرش بوده‌اند متولد شده است.

اما شرایط پذیرش ساده، رافع مسئولیت تصمیم‌گیرندگان در حوزه پذیرش، به ویژه هیئت پذیرش نیست. زیرا نهایتاً شرکت‌های پذیرفته شده عملاً در مفهوم واحد بورس هضم شده و سرمایه‌گذاران به اتکای وجود تابلوی رسمی، تفاوتی میان شرکت‌های پذیرفته شده در بورس و فرا بورس قائل نمی‌شوند. لذا وجود شرایط ساده‌تر پذیرش از حیث دستورالعمل، توجیهی برای کاهش دقت تصمیم‌گیرندگان در مسئله ریسک‌های فعالیت شرکت نیست و لذا از این منظر عملاً هیچ‌گونه تفاوتی میان بورس و فرا بورس وجود ندارد (موارد متعددی از شرکت‌ها مورد پذیرش بورس قرار نگرفته و تقاضای پذیرش آنها در فرا بورس نیز رد شده است). نتیجه این واقعیت، دلسردی بخش وسیعی از صاحبان شرکت‌ها از ورود به

بورس یا فرابورس می‌باشد؛ علی‌الخصوص بنگاه‌هایی که نیازمند تأمین مالی هستند و حاضرند الزامات بورس در حوزه شفافیت را انجام داده و در ازای آن تأمین مالی نمایند نیز راهی برای ورود نداشته و مجبور به تأمین مالی از روش‌های سنتی (اخذ تسهیلات از بانک‌ها) می‌باشند.

بنابراین صورت مسئله، ایمن‌سازی سرمایه‌گذاران خرد در مواجهه با ریسک بالای بنگاه‌های کوچک یا در مرحله رشد از یک طرف و ارائه مدل جدید تأمین مالی چنین بنگاه‌هایی از طرف دیگر است. در بازار اختصاصی سعی می‌شود با در نظر گرفتن واقعیت‌های موجود، فرصت‌هایی برای سرمایه‌گذاری آن دسته از سرمایه‌گذاران که تحمل ریسک بالاتر را دارند ایجاد شود.

• رکن بازار؛ معافیت از ثبت شرکت نزد سازمان بورس و اوراق بهادار

همان‌گونه که در مطالعات تطبیقی انجام شده قابل مشاهده است، در اغلب بورس‌ها با ساختار مشابه ایران یا بورس‌های پیشرفته، اندازه شرکت‌ها به لحاظ میزان سرمایه، تعداد کارمندان، مبلغ فروش و ... ترسیم شده و شرکت‌های واجد شرایط قابلیت پذیرش در این بازار و بهره‌مندی از مزایای گسترده آن را دارند. مزایایی نظیر اولویت در اخذ تسهیلات بانکی، اخذ معافیت‌های مالیاتی و ... از جمله مزایای حضور شرکت‌ها در این بازارها می‌باشند.

به‌نظر می‌رسد نزدیک‌ترین تعریف برای شرکت‌های این تابلو، شرکت‌های معاف از ثبت نزد سازمان بورس و اوراق بهادار (از حیث جمع حقوق صاحبان سهام) باشد.

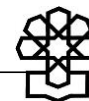
نظارت سازمان بورس بر شرکت‌های ثبت شده نزد این سازمان نظارت جامع بوده و به‌نظر می‌رسد امکان کاستن از محتوای نظارتی سازمان بورس وجود نداشته باشد. با وجود این بر اساس مفاد ماده (۳۰) قانون بازار اوراق بهادار و تبصره آن^۱، در فرابورس ایران امکان پذیرش سهام شرکت‌های معاف از ثبت نزد سازمان بورس وجود دارد. در حال حاضر شرکت‌های سهامی عام که حقوق صاحبان سهام آنها مساوی یا کمتر از ۵۰ میلیارد ریال یا تعداد سهام‌داران آن مساوی یا کمتر از ۳۵ نفر باشد از ثبت نزد سازمان معاف هستند.

ضمن آنکه شرکت‌ها پس از حضور در بازار اختصاصی، در صورت احراز شرایط ثبت نزد سازمان باید به یکی از تابلوهای بازار اول یا دوم فرابورس و در غیر این صورت به بازار توافقی سهام منتقل شوند.

• بازار نوآوری

بازار نوآوری یک تابلو در ذیل بازار اختصاصی است که شرکت‌هایی که براساس ماهیت فعالیت آنها یا بنا به تعریف معاونت علمی فناوری ریاست جمهوری، «دانش بنیان» قلمداد شوند قابلیت پذیرش در این بازار را دارا هستند. اعطای معافیت‌ها و مشوق‌هایی بیشتر از سایر شرکت‌های پذیرفته شده در بورس و

۱. ماده (۳۰) - پذیرش اوراق بهادار در بورس طبق دستورالعملی است که به پیشنهاد هر بورس و به تصویب سازمان می‌رسد. بورس مجاز به پذیرش اوراق بهاداری نیست که نزد سازمان ثبت نشده است.
تبصره - اوراق بهادار معاف از ثبت، از شمول این ماده مستثناست.



فرا بورس برای این بازار پیشنهاد می‌شود.

علاوه بر شرکت‌ها، دارایی‌های فکری و صندوق‌های سرمایه‌گذاری نوآورانه نیز در این تابلو قابل معامله خواهند بود.

• فرآیند پذیرش و افشای اطلاعات در بازار اختصاصی

پذیرش شرکت‌ها در بازار اختصاصی فرا بورس، توسط هیئت پذیرش موضوع ماده (۲) دستورالعمل پذیرش انجام نمی‌شود. پیشنهاد می‌شود تصمیم‌گیری در خصوص پذیرش شرکت‌ها در این بازار توسط کمیته‌ای به محوریت فرا بورس (نظیر کمیته عرضه) انجام شده و شرکت‌ها با کسب حداقل‌های مقرر ضوابط بازار اختصاصی، قابلیت پذیرش در این بازار را داشته باشند.

افشای اطلاعات شرکت‌های پذیرفته شده در بازار اختصاصی طبق ضوابط مقرر فرا بورس و با محوریت فرا بورس انجام می‌شود. بدین منظور سامانه‌ای مشابه کدال^۱ توسط فرا بورس طراحی و اطلاعات مالی شرکت‌ها مطابق ضوابط اعلام شده افشا می‌شود.

۲-۳. راهکارها و پیشنهادها

پیشنهاد تشکیل یک بازار مجزا برای تأمین مالی شرکت‌های کوچک و متوسط به‌عنوان راهکاری تأثیرگذار برای حل معضل تأمین مالی بنگاه‌های کوچک و متوسط در ایران نیازمند مطالعه و تعمق بیشتری است؛ اما به هر حال به نظر می‌رسد راه‌اندازی چنین بازاری مستلزم رفع موانع قانونی و ایجاد زیرساخت‌ها و مزایایی مناسب برای فعالیت این شرکت‌ها در طرف عرضه و فعالیت سرمایه‌گذاران در طرف تقاضای این بازار باشد. در این راستا پیشنهادهای زیر ارائه می‌شود:

۱. یکی از مهمترین بحث‌ها که در بخش قبلی نیز عنوان شد، ایجاد امکان پذیرش شرکت‌های کوچک و متوسط در بازاری اختصاصی بدون ثبت نزد سازمان بورس و اوراق بهادار و انجام کلیه مراحل تحت نظارت فرا بورس ایران به‌عنوان یک تشکل خودانتظام است. در این راستا دستورالعملی توسط فرا بورس ایران تنظیم شده که برای عملیاتی شدن در انتظار تأیید شورای عالی بورس است.

۲. با توجه به سهمی خاص بودن شرکت‌های کوچک و متوسط پذیرفته شده در بازار فرا بورس ایران، راه‌حل بنیادی برای ایجاد بازار اختصاصی و نیز برخی دیگر از روش‌های نوین تأمین مالی، اصلاح ماده (۲۱) لایحه قانونی اصلاح قسمتی از قانون تجارت در جهت امکان پذیرش شرکت‌های سهامی خاص در بازار سرمایه است. این اصلاح می‌تواند زمینه را برای سوءاستفاده شرکت‌های سهامی خاص بطوری که در سال ۱۳۹۳ در پدیده شان‌دیز یا تبرک مشاهده شد، از بین ببرد و تأمین مالی شرکت‌های سهامی خاص با استفاده از سازوکار بازار سرمایه را رسمیت بخشد.

۱. سامانه‌ای برای انتشار صورتهای مالی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس.

۳. موانع قانونی و مقرراتی به‌ویژه مناسبات ثبتي شرکت‌های کوچک و متوسط پذیرفته شده در بازار فرابورس ایران در زمینه افزایش سرمایه باید به نحو مقتضی مورد بازبینی و تسهیل قرار گیرد.
۴. مزیت‌های مالیاتی از جمله معافیت‌ها و تخفیفات مناسب مالیاتی برای معاملات و فعالیت‌های شرکت‌های کوچک و متوسط پذیرفته شده در بازار فرابورس ایران در فرآیندهای قانونگذاری مد نظر قرار گیرد. با ایجاد چنین مشوق‌هایی، ورود شرکت‌های کوچک و متوسط به فرابورس و به تبع آن شفافیت بیشتر این شرکت‌ها در نهایت موجب کاهش فرار مالیاتی و افزایش درآمد مالیاتی درآینده خواهد شد.
۵. می‌توان ترتیبی در فرآیندهای قانونی ایجاد کرد تا هرگونه حمایت مالی و توسعه‌ای دولتی و خصوصی در حوزه فعالیت شرکت‌های کوچک و متوسط از طریق بازار شفاف و متشکل شرکت‌های کوچک و متوسط فرابورس ایران و از طریق نهادهای سرمایه‌گذاری نوآورانه یا سایر سرمایه‌گذاران نهادی فعال در بازار سرمایه صورت پذیرد.
۶. چنانچه بانک‌ها ملزم شوند تا اعطای وام و تسهیلات به شرکت‌های کوچک و متوسط را مشروط به ایجاد شفافیت و حضور در بازار اختصاصی فرابورس کنند یا حداقل چنین شرکت‌هایی را در اولویت وام‌دهی قرار دهند، علاوه بر ایجاد رونق و گسترش بازار اختصاصی، خود نیز از کاهش ریسک نکول تسهیلات اعطایی به شرکت‌های حسابرسی شده و تحت کنترل بازار سرمایه منتفع خواهند شد.



مرکز پژوهش‌ها
مجلس شورای اسلامی

شناسنامه گزارش

شماره مسلسل: ۱۴۷۵۴

عنوان گزارش: الگوی تأمین مالی شرکت‌های کوچک و متوسط ۴. بازار مجزا برای تأمین مالی در بورس (مطالعه تطبیقی و پیشنهاد مدلی برای ایران)

نام دفتر: مطالعات اقتصادی (گروه مطالعات محیط کسب و کار)

تهیه و تدوین: واحد تحقیق و توسعه شرکت فرابورس ایران

ناظران علمی: سید امیر سیاح، صمد عزیزنژاد

متقاضی: معاونت پژوهش‌های اقتصادی

ویراستار تخصصی: مریم احمدیان

ویراستار ادبی: _____

واژه‌های کلیدی:

۱. تأمین مالی

۲. بنگاه‌های کوچک و متوسط

۳. بازار سرمایه



تاریخ انتشار: ۱۳۹۴/۱۲/۱۷