

موانع و راهکارهای تأمین مالی بنگاه‌های کوچک و متوسط از طریق بازار سرمایه

کد موضوعی: ۲۲۰

شماره مسلسل: ۱۶۶۷۷

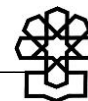
مهرماه ۱۳۹۸

معاونت پژوهش‌های اقتصادی

دفتر مطالعات اقتصادی

به نام خدا

۱.....	چکیده
۲.....	مقدمه
۵.....	۱. انواع روش‌های تأمین مالی بنگاه‌های کوچک و متوسط
۹.....	۲. تأمین مالی بنگاه‌های کوچک و متوسط از طریق انتشار سهام
۱۳.....	۲-۱. مطالعه موردی: بازار سهام بنگاه‌های کوچک و متوسط در کره جنوبی
۱۳.....	۲-۱-۱. تعریف بنگاه‌های کوچک و متوسط
۱۳.....	۲-۱-۲. بازار سهام برای بنگاه‌های کوچک و متوسط
۱۶.....	۲-۱-۳. سازوکار مشاور بازار
۱۶.....	۲-۱-۴. مشوق‌های پذیرش بنگاه‌های کوچک و متوسط
۱۶.....	۲-۲. تأمین مالی بنگاه‌های کوچک و متوسط از طریق انتشار سهام در ایران
۱۷.....	۲-۲-۱. مشکلات ساختاری شرکت‌ها
۱۷.....	۲-۲-۲. مشکلات بازار بنگاه‌های کوچک و متوسط
۱۸.....	۳. تأمین مالی بنگاه‌های کوچک و متوسط از طریق انتشار اوراق بدهی
۱۸.....	۳-۱. مطالعه موردی: بازار بدهی در کشور کره جنوبی
۱۹.....	۳-۲. انتشار اوراق بدهی توسط بنگاه‌های کوچک و متوسط در ایران
۱۹.....	۳-۲-۱. هزینه‌های تأمین مالی از طریق انتشار صکوک
۲۰.....	۳-۲-۲. محدودیت در تعیین نرخ اسمی سود اوراق
۲۰.....	۳-۲-۳. تعدد ارکان انتشار اوراق و نقش مؤسسات رتبه‌بندی اعتبار
۲۱.....	۳-۲-۴. عوامل اثرگذار بر تأمین مالی از طریق بازار سرمایه
۲۱.....	۴. سایر روش‌های تأمین مالی
۲۲.....	مطالعه موردی: عرضه خصوصی در کره جنوبی
۲۳.....	جمع‌بندی و نتیجه‌گیری
۲۴.....	۱. پیشنهادهای کلی
۲۵.....	۲. پیشنهادهای ناظر به بازار سهام
۲۷.....	۳. پیشنهادهای ناظر به بازار اوراق مالی اسلامی (صکوک)
۳۱.....	منابع و مأخذ



موانع و راهکارهای تأمین مالی بنگاه‌های کوچک و متوسط از طریق بازار سرمایه

چکیده

دریافت تسهیلات بانکی و تأمین منابع مالی برای سرمایه در گردش، در گزارش‌های مختلف به‌عنوان یکی از مشکلات اصلی بنگاه‌های کوچک و متوسط^۱ در ایران ارزیابی شده است. اگرچه تأمین مالی بنگاه‌های کوچک و متوسط در ایران عمدتاً از طریق نظام بانکی صورت می‌گیرد، اما گزارش‌های سازمان‌های بین‌المللی مانند سازمان همکاری‌های اقتصادی و توسعه، در سال‌های اخیر ارتقای نظام بازار سرمایه را برای کمک به تأمین مالی این بنگاه‌ها پیشنهاد کرده است.

این گزارش با هدف شناسایی موانع تأمین مالی بنگاه‌های کوچک و متوسط از طریق بازار سرمایه تهیه شده و به این سؤال پاسخ می‌دهد که چه راهکارهایی برای رفع موانع موجود و بهبود نظام تأمین مالی این بنگاه‌ها وجود دارد. در پاسخ به این پرسش، مطالعات سازمان همکاری اقتصادی و توسعه (OECD) و تجربه کشورهای دیگر نیز مدنظر قرار گرفته است. درنهایت به‌نظر می‌رسد با تفکیک بازار سهام از بازار اوراق مالی اسلامی، می‌توان پیشنهادهایی را برای ارتقای بازار سرمایه در حمایت از تأمین مالی بنگاه‌های کوچک و متوسط ارائه داد.

در مورد تأمین مالی از طریق انتشار سهام، پیشنهاد می‌شود:

۱. تسهیل بیشتری در مورد قواعد پذیرش، افشا و حاکمیت شرکتی شرکت‌های کوچک و متوسط از

طرف سازمان بورس اعمال شود.

۲. حمایت سازمان بورس از این بنگاه‌ها به‌ویژه در مشاوره پذیرش، خدمات حقوقی و خدمات

حسابرسی توسعه یابد.

۳. موانع معامله سهام این بنگاه‌ها در بازار حذف شود.

در مورد استفاده از اوراق مالی اسلامی، پیشنهاد می‌شود:

۱. بازار بدهی مخصوص بنگاه‌های کوچک و متوسط ایجاد شود.

۲. با تأسیس پایگاه داده‌های مربوط به بنگاه‌های کوچک و متوسط و استفاده از خدمات مؤسسات

رتبه‌بندی اعتبار و به‌پشتوانه دارایی‌های این بنگاه‌ها، امکان انتشار اوراق بدهی برای ایشان فراهم شود.

۳. با اعلام رتبه اعتباری اوراق منتشره این بنگاه‌ها، ریسک نکول به سرمایه‌گذاران منتقل شود.

۴. تعیین نرخ سود با رعایت الزاماتی که در گزارش به آن اشاره می‌شود، به بازار واگذار شود.

۱. در این گزارش، بنگاه‌های کوچک و متوسط، شرکت‌های کوچک و متوسط و واحدهای تولیدی کوچک و متوسط تسامحاً یکسان تلقی شده‌اند. طبعاً برای نگارش قانون یا پژوهش‌های کمی باید تعریف دقیقی از آنها ارائه داد.

در مورد سایر روش‌های تأمین مالی، پیشنهاد می‌شود سازمان بورس بر مبنای تجربیات جهانی، سازوکارها و اصول مورد نیاز برای تأمین مالی را از طریق ارتباط مستقیم کسب‌وکارها با سرمایه‌گذاران فراهم کند.

مقدمه

یکی از ارکان ۱۲ گانه گزارش رقابت‌پذیری جهانی که سالیانه توسط مجمع جهانی اقتصاد تهیه و منتشر می‌شود به حوزه بازارهای مالی می‌پردازد. طبق جدول ۱، جمهوری اسلامی ایران طی سال‌های گذشته همواره رتبه نامطلوبی در رکن «پیشرفته بودن بازارهای مالی» در مقایسه با ۱۴۰ کشور دنیا داشته و در گزارش رقابت‌پذیری سال ۲۰۱۸ نیز تغییر روش‌شناسی و درواقع اضافه شدن مؤلفه «اعطای اعتبار داخلی به بخش خصوصی (درصد از GDP)» موجب بهبود رتبه کشور شده است.

جدول ۱. روند رتبه ایران در رکن بازارهای مالی در گزارش رقابت‌پذیری جهانی، سال‌های ۲۰۱۱-۲۰۱۸

رویکرد پیشین (رکن پیشرفته بودن بازارهای مالی)		رویکرد جدید (بازارهای مالی)	
سال	رتبه	سال	رتبه
۲۰۱۱	۱۲۰	۲۰۱۸	۹۸
۲۰۱۲	۱۲۳	۲۰۱۷	۱۲۸
۲۰۱۳	۱۳۰	۲۰۱۶	۱۳۱
۲۰۱۴	۱۲۸	۲۰۱۵	۱۳۴

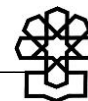
مأخذ: مرکز پژوهش‌های مجلس شورای اسلامی (۱۳۹۷)، گزارش نظارتی عملکرد دولت در بهبود رتبه ایران در گزارش سال ۲۰۱۸ رقابت‌پذیری جهانی، ص ۶.

جدول ۲ امتیاز و رتبه کشور در مؤلفه‌های تشکیل‌دهنده بازارهای مالی را نشان می‌دهد. رتبه ۱۲۷ برای مؤلفه «تأمین مالی بنگاه‌های کوچک و متوسط» گویای دشواری تأمین مالی این بنگاه‌ها در ایران است.

جدول ۲. امتیاز و رتبه ایران در مؤلفه‌های بازارهای مالی گزارش رقابت‌پذیری جهانی سال ۲۰۱۸

رتبه (۱۴۰ کشور)	امتیاز	ارکان و مؤلفه‌ها
۹۸	۵۲/۵	رکن نهم: بازارهای مالی (امتیاز ۱۰۰-۰)
۵۷	۵۹/۳	اعطای اعتبار داخلی به بخش خصوصی (درصد از GDP)
۱۲۷	۲/۹	تأمین مالی بنگاه‌های کوچک و متوسط (امتیاز ۷-۱)
۱۱۱	۲/۴	دسترسی به سرمایه جسورانه (امتیاز ۷-۱)
۶۷	۲۵/۳	ارزش بازار سرمایه (درصد از GDP)
۷۹	۱/۴	حاشیه بیمه (درصد از GDP)
۱۳۱	۳/۱	ثبات و سلامت بانکی (امتیاز ۷-۱)
۱۰۳	۱۰	مطالبات غیرجاری (درصد)
۱۱۵	۴/۴	شکاف اعتباری (درصد)
موجود نیست	موجود نیست	نسبت کفایت سرمایه نظارتی (نسبت)

مأخذ: همان، ص ۱۰.



همچنین در گزارش ارزیابی شاخص‌های کارآفرینی براساس مدل دیده‌بان جهانی کارآفرینی سال ۲۰۱۵^۱، رتبه کشورمان در مؤلفه حمایت مالی از کسب‌وکارهای درحال رشد در بین ۶۲ کشور مورد بررسی، ۵۵ بوده است (الگوی تأمین مالی بنگاه‌های کوچک و متوسط، ۱۳۹۵، ص ۴-۵).

در گزارش‌های فصلی پایش محیط کسب‌وکار که از سال ۱۳۸۹ در مرکز پژوهش‌های مجلس شورای اسلامی شروع شد و با انتشار بیست‌وششمین گزارش در زمستان ۱۳۹۵ به پایان رسید، همواره مؤلفه‌های «مشکل دریافت تسهیلات از بانک‌ها» و «ضعف بازار سرمایه در تأمین مالی تولید» در صدر موانع و مشکلات کسب‌وکارها قرار می‌گرفتند.^۲

جدول ۳. نامساعدترین و مساعدترین مؤلفه‌های کسب‌وکار براساس گزارش‌های پایش محیط کسب‌وکار

عنوان	زمستان ۱۳۹۴	ارزیابی	بهار ۱۳۹۵	ارزیابی	تابستان ۱۳۹۵	ارزیابی	پاییز ۱۳۹۵	ارزیابی	زمستان ۱۳۹۵	ارزیابی
نامساعدترین مؤلفه‌های ارزیابی شده، طی ۵ فصل منتهی به زمستان ۱۳۹۵ (۱۰ بدترین ارزیابی)	مشکل دریافت تسهیلات از بانک‌ها	۷/۷۵	مشکل دریافت تسهیلات از بانک‌ها	۷/۹۰	مشکل دریافت تسهیلات از بانک‌ها	۷/۵۸	مشکل دریافت تسهیلات از بانک‌ها	۷/۶۶	مشکل دریافت تسهیلات از بانک‌ها	۷/۶۲
	ضعف بازار سرمایه در تأمین مالی تولید و نرخ بالای تأمین سرمایه از بازار غیررسمی	۷/۲۳	ضعف بازار سرمایه در تأمین مالی تولید و نرخ بالای تأمین سرمایه از بازار غیررسمی	۷/۲۷	ضعف بازار سرمایه در تأمین مالی تولید و نرخ بالای تأمین سرمایه از بازار غیررسمی	۷/۳۱	ضعف بازار سرمایه در تأمین مالی تولید و نرخ بالای تأمین سرمایه از بازار غیررسمی	۷/۲۵	ضعف بازار سرمایه در تأمین مالی تولید و نرخ بالای تأمین سرمایه از بازار غیررسمی	۷/۳۷
	بی‌تعهدی شرکت‌ها و مؤسسات دولتی به پرداخت به موقع بدهی خود به پیمانکاران	۶/۹۲	وجود مفاسد اقتصادی در دستگاه‌های حکومتی	۷/۲۰	وجود مفاسد اقتصادی در دستگاه‌های حکومتی	۷/۱۵	وجود مفاسد اقتصادی در دستگاه‌های حکومتی	۷/۰۰	وجود مفاسد اقتصادی در دستگاه‌های حکومتی	۷/۳۱
	وجود مفاسد اقتصادی در دستگاه‌های حکومتی	۶/۸۶	بی‌تعهدی شرکت‌ها و مؤسسات دولتی به پرداخت به موقع بدهی خود به پیمانکاران	۶/۸۹	نرخ بالای بیمه اجباری نیروی انسانی	۶/۸۹	نرخ بالای بیمه اجباری نیروی انسانی	۶/۶۹	بی‌تعهدی شرکت‌ها و مؤسسات دولتی به پرداخت به موقع بدهی خود به پیمانکاران	۷/۱۷
به نسبت مساعدترین مؤلفه‌های ارزیابی شده، به ترتیب ارزیابی مساعد (عدد کوچک‌تر، وضعیت بهتر)	ضعف زیرساخت‌های تأمین برق	۴/۰۸	ضعف زیرساخت‌های تأمین برق	۴/۰۰	ضعف زیرساخت‌های تأمین برق	۳/۸۰	ضعف زیرساخت‌های تأمین برق	۳/۶۶	ضعف زیرساخت‌های تأمین برق	۴/۰۰
	ضعف نظام توزیع و مشکلات رساندن محصول به‌دست مصرف‌کننده	۴/۹۶	ضعف زیرساخت‌های حمل‌ونقل	۴/۶۹	ضعف نظام توزیع و مشکلات رساندن محصول به‌دست مصرف‌کننده	۴/۸۸	ضعف زیرساخت‌های حمل‌ونقل	۴/۷۵	کمبود نیروی انسانی ماهر و آموزش‌دیده*	۴/۸۵
	ضعف زیرساخت‌های حمل‌ونقل	۴/۹۸	ضعف نظام توزیع و مشکلات رساندن محصول به‌دست مصرف‌کننده	۴/۸۷	ضعف زیرساخت‌های حمل‌ونقل	۴/۹۲	ضعف نظام توزیع و مشکلات رساندن محصول به‌دست مصرف‌کننده	۴/۸۱	ضعف زیرساخت‌های حمل‌ونقل	۴/۸۶
	کمبود نیروی انسانی ماهر و آموزش‌دیده*	۵/۰۸	کمبود نیروی انسانی ماهر و آموزش‌دیده*	۵/۰۱	تمایل مردم به خرید کالاهای خارجی و تقاضای کم برای محصولات ایرانی مشابه	۵/۱۶	کمبود نیروی انسانی ماهر و آموزش‌دیده*	۴/۸۴	ضعف نظام توزیع و مشکلات رساندن محصول به‌دست مصرف‌کننده	۵/۱۴

مأخذ: پایش محیط کسب‌وکار ایران در زمستان ۱۳۹۵، مرکز پژوهش‌های مجلس شورای اسلامی.

شاخص ملی پایش محیط کسب‌وکار که توسط اتاق‌ها تهیه و از نظر روش و مؤلفه‌ها، تقریباً ادامه گزارش‌های فصلی پایش محیط کسب‌وکار محسوب می‌شود نیز نتایج مشابهی را نشان می‌دهد. طبق گزارش تابستان ۱۳۹۷ شاخص ملی محیط کسب‌وکار در ایران، سه مؤلفه «غیرقابل پیش‌بینی بودن و تغییرات قیمت مواد اولیه و محصولات»، «بی‌ثباتی سیاست‌ها، قوانین و مقررات و رویه‌های اجرایی ناظر به کسب‌وکار» و

1. Global Entrepreneurship Monitor, 2015.

۲. برای مطالعه نتایج پایش‌های صورت‌گرفته، ر. ک.: آموزه‌های ۱۶ دوره ارزیابی فصلی محیط کسب‌وکار در ایران طی پاییز ۱۳۸۹ تا تابستان ۱۳۹۳، مجلس و رهبرد، سال بیست‌وسوم، شماره هشتادوپنجم، بهار ۱۳۹۵، صص ۵-۳۱ (سیاح، ۱۳۹۵).

«دشواری تأمین مالی از بانک‌ها»، نامناسب‌ترین مؤلفه‌ها ارزیابی شده‌اند. با آنکه ضعف بازار سرمایه در تأمین مالی تولید از مؤلفه‌های شاخص نیست، اما ضعف تأمین مالی از نظام بانکی همچنان در میان سه اولویت گزارش شده صاحبان کسب‌وکار به‌شمار می‌رود که گویای دشواری تأمین مالی برای این بنگاه‌هاست.^۱

ممکن است این ایراد مطرح شود که مشکل تأمین مالی بنگاه‌ها اعم از «نداشتن منابع مالی کافی برای توسعه و گسترش بنگاه‌ها» و «نداشتن نقدینگی، به‌معنای عدم تطابق سررسید جریان ورودی بنگاه با جریان تعهدی‌اش» است و بنابراین، تعمیق بازار سرمایه در حوزه این بنگاه‌ها نمی‌تواند مشکل نداشتن نقدینگی را مرتفع کند. در پاسخ باید گفت اولاً این ادعا که «مشکل بنگاه‌ها تنها نقدینگی است و نه نیاز به منابع برای توسعه بنگاه»، خود نیازمند اثبات است. ثانیاً، حتی در فرض پذیرش این موضوع، این گزارش درصدد ارائه ابزاری در اختیار سیاستگذاران است تا متناسب با اوضاع بنگاه‌ها، سیاست مناسب را در استفاده از بازار سرمایه برای تأمین مالی بنگاه‌ها اتخاذ کنند.

در مطالعه‌ای، عوامل توسعه‌یافتگی نامناسب تأمین مالی بنگاه‌های کوچک و متوسط از طریق بازار سرمایه توضیح داده شده است.^۲ این عوامل عبارتند از:

- سطح بالای غیررسمی بودن بنگاه‌های کوچک و متوسط،
- رویکرد اولیه تأمین مالی بنگاه‌ها از طریق بازار وام (بازار بانکی) به‌جای بازار سرمایه،
- نرخ بالای بهره و تورم که سبب تمایل کمتر جهت تأمین مالی رسمی می‌شود،
- هزینه‌های ثابت بالای انتشار اوراق بهادار (که فقط در صورت انتشار اوراق در حجم بالا توجیه اقتصادی دارد و با نیازهای مالی بنگاه‌های کوچک و متوسط همخوان نیست)،
- توسعه محدود بازارهای سرمایه به‌طور عام (نه فقط برای بنگاه‌های کوچک و متوسط، بلکه برای همه بنگاه‌ها)،
- تخصص نداشتن یا نبود مؤسسات رتبه‌بندی اعتبار برای رتبه‌بندی بنگاه‌های کوچک و متوسط،
- فقدان عمق یا نقدشوندگی بازار چک‌های با سررسید موجل؛^۳ (برای اطمینان از نقدشوندگی مطمئن از چک‌های صادره توسط بنگاه‌های کوچک و متوسط).

علاوه بر این، در مطالعات مختلف، مزایای تأمین مالی از طریق بازار سرمایه برشمرده شده است.^۴ با توجه به مشکلات تأمین مالی برای واحدهای تولیدی کوچک و متوسط در ایران و کوتاهی دست آنها از تأمین مالی از بازار سرمایه، این گزارش به دنبال پاسخ سؤالات زیر است:

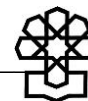
- تجربیات جهانی تأمین مالی بنگاه‌های کوچک و متوسط در بازار سرمایه چیست؟ آیا بازارهای

۱. پایش ملی محیط کسب‌وکار، زمستان ۱۳۹۷، معاونت اقتصادی، مرکز آمار و اطلاعات اقتصادی اتاق بازرگانی ایران، اردیبهشت‌ماه ۱۳۹۸.

2. Rutman, Pollner, Mustafaoglu & Hentschel, 2017, p. 4.

3. Post-dated Check

۴. برای نمونه مراجعه کنید به: «نقش بازار سرمایه در تأمین مالی تولید»، علی صالح‌آبادی، ۱۳۹۳، مجموعه مقالات بیست‌وچهارمین همایش سالیانه سیاست‌های پولی و ارزی.



مخصوصی برای انتشار سهام و اوراق بدهی برای این بنگاه‌ها وجود دارد؟ آیا الزامات ناظر بر پذیرش و افشا در این بازارها در مقایسه با بازار اصلی متفاوت است؟

- چه ابزارهایی در بازار سرمایه ایران برای تأمین مالی بنگاه‌های کوچک و متوسط پیش‌بینی شده است؟
- موانع پیش روی تأمین مالی بنگاه‌های کوچک و متوسط از طریق بازار سرمایه کدام است؟
- راهکارهای پیشنهادی، الزامات و شرایط لازم به‌منظور مجوز به بنگاه‌های کوچک و متوسط برای تأمین مالی از طریق بازار سرمایه کدام است؟

برای پاسخ به این سؤالات، ابتدا مقدمه‌ای درخصوص روش‌های پیش روی بنگاه‌های کوچک و متوسط برای تأمین مالی بیان شده است. در ادامه، روش تأمین مالی بنگاه‌ها از طریق انتشار سهام در ایران و تجربیات کشورهای منتخب بررسی شده است. بخش دیگر به بررسی امکان تأمین مالی این بنگاه‌ها از طریق انتشار اوراق بدهی اختصاص دارد. درنهایت جمع‌بندی و راهکارهای اصلاح وضع موجود ارائه خواهد شد.

۱. انواع روش‌های تأمین مالی بنگاه‌های کوچک و متوسط

ابزارهای تأمین مالی بنگاه‌های کوچک و متوسط را می‌توان از جنبه‌های مختلفی طبقه‌بندی کرد. این ابزارها از لحاظ منبع تأمین مالی به چهار دسته قابل تقسیم است. منابع خصوصی تأمین مالی،^۱ تأمین مالی از طریق بدهی،^۲ تأمین مالی از طریق سرمایه^۳ (حقوق صاحبان سهام) و روش‌های تأمین مالی داخلی بنگاه.^۴ منابع خصوصی تأمین مالی، همان منابع شخصی و منابع دوستان و آشنایان است. در روش تأمین مالی از طریق بدهی، صاحبان شرکت در عین حال که مالکیت شرکت را در اختیار دارند و توان تصمیم‌گیری خود را از دست نخواهند داد، اصل بدهی به همراه سود متعلقه در دوره‌های آتی را تعهد می‌نمایند. مهم‌ترین منابع تأمین مالی از طریق بدهی عبارتند از: بانک‌ها، اعتبار تجاری، عرضه‌کنندگان تجهیزات، شرکت‌های تأمین مالی تجاری، مؤسسات پس‌انداز و وام، کارگزاری‌ها، شرکت‌های بیمه، اتحادیه‌های اعتباری، اوراق قرضه، عرضه خصوصی و کمک‌های دولتی.

در تأمین مالی از طریق سرمایه، تأمین‌کننده مالی در زمره مالکان شرکت قرار می‌گیرد. این روش، ضمن اینکه ریسک را تقسیم می‌کند، عایدات بالقوه آن را نیز تقسیم می‌نماید. یکی از مهم‌ترین مزیت‌های تأمین سرمایه از این روش این است که الزامی به بازپرداخت آن همانند یک وام وجود ندارد. برخی از منابع رایج این‌گونه تأمین

1. Private Source of Financing
2. Debt Financing
3. Equity Financing
4. Internal Methods of Financing (Internal Cash Generation)

مالی عبارتند از: سرمایه‌گذاران فرشته یا فرشتگان کسب‌وکار، آورده شرکا (افزایش سرمایه)، عرضه عمومی سهام.^۱ منابع مالی داخلی، منابع موجود در خود کسب‌وکار هستند. برای مثال می‌توان سود حاصل از فعالیت را برای توسعه شرکت مورد استفاده قرار داد. همچنین کسب‌وکار می‌تواند دارایی‌های غیرضروری خود را بفروشد (معمارزاد، پهلوانی، سلامت‌بخش، ۱۳۹۷) در مجموع، روش‌های تأمین مالی برای کارآفرینان و بنگاه‌های کوچک و متوسط از منظر ریسک روش تأمین مالی را می‌توان در جدول زیر خلاصه کرد.

جدول ۴. روش‌های تأمین مالی بنگاه‌های کوچک و متوسط از منظر ریسک تأمین مالی

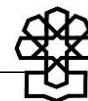
ریسک / بازدهی بالا	ریسک / بازدهی متوسط	ریسک / بازدهی پایین	
ابزارهای سرمایه	ابزارهای ترکیبی	سایر انواع بدهی	تأمین مالی مبتنی بر دارایی
سرمایه‌گذاری خصوصی ^۵	بدهی‌های غیرممتاز ^۴	اوراق قرضه شرکتی ^۳	وام‌دهی متکی بر دارایی ^۲
سرمایه‌گذاری جسورانه	شراکت خاموش ^۸	اوراق بهادارسازی دارایی‌ها ^۷	فاکتورینگ ^۶
پلتفرم‌های اختصاصی برای عرضه عمومی سهام SMEs ^{۱۲}	مشارکت مدنی ^{۱۱}	اوراق قرضه با پشتوانه ^{۱۰}	تأمین مالی سفارش خرید ^۹
فرشتگان کسب‌وکار	مشارکت در منافع (بدون حق رأی) ^{۱۵}	عرضه خصوصی ^{۱۴}	رسید انبار ^{۱۳}
مشتقات سهام ^{۱۸}	اوراق قرضه قابل تبدیل به سهام ^{۱۷}	تأمین مالی جمعی ^{۱۶} (بدهی)	اجاره به شرط تملیک
تأمین مالی جمعی (سرمایه)	اوراق قرضه با اختیار خرید سهام ^{۲۰}		واسپاری ^{۱۹}
	تأمین مالی میانه ^{۲۱}		

مأخذ: (الگوی تأمین مالی بنگاه‌های کوچک و متوسط، ۱۳۹۵، ص ۹۷)

1. Initial Public Offering (IPO)
2. Asset Based Lending
3. Corporate Bonds
4. Subordinated Debt
5. Private Equity

۶. Factoring: برای آشنایی با روش تأمین مالی فاکتورینگ مراجعه شود به گزارش «کاربرد فاکتورینگ در تأمین مالی بنگاه‌ها و معرفی شیوه‌های تأمین مالی مبتنی بر قرارداد»، دفتر مطالعات اقتصادی مرکز پژوهش‌های مجلس، شماره مسلسل ۱۶۴۱۷، اردیبهشت‌ماه ۱۳۹۸.

7. Securitized Debt
8. Silent Participation
9. Purchase order finance
10. Covered Bonds
11. Participating Loans
12. Specialized Platforms for Public Listing of SMEs
13. Warehouse receipts
14. Private Placement
15. Profit Participation Rights
16. Crowd Founding
17. Convertible Bonds
18. Equity Derivatives
19. Leasing
20. Bonds with Warrants
21. Mezzanine Finance



مجموع روش‌های تأمین مالی فوق را می‌توان در سه دسته انتشار اوراق سهام، انتشار اوراق بدهی و سایر روش‌ها دسته‌بندی کرد که استفاده از هریک از این روش‌ها در دوره‌های مختلف عمر بنگاه متفاوت است. در جدول ۵ استفاده از هریک از این روش‌ها در مراحل مختلف از عمر بنگاه نمایش داده شده است.^۱

جدول ۵. روش‌های تأمین مالی متناسب با اندازه بنگاه

منبع تأمین مالی بلندمدت	زمانبر بودن تأمین مالی	هزینه نسبی تأمین مالی	مرحله از دوره عمر بنگاه	اندازه متعارف بنگاه	
زیاد	زیاد	زیاد	تأسیس / بلوغ بنگاه	بنگاه با اندازه متوسط (بین ۱۵۰ تا ۲۰۰ کارگر تمام‌وقت)	انتشار اوراق سهام
زیاد	متوسط	زیاد	تأسیس / بلوغ بنگاه	بنگاه با اندازه متوسط (بین ۱۵۰ تا ۲۰۰ کارگر تمام‌وقت)	انتشار اوراق بدهی
کم	کم	کم	در حال توسعه / تأسیس	بنگاه کوچک (کمتر از ۱۵۰ کارگر تمام‌وقت)	روش‌های جایگزین (بدون قابلیت معامله اوراق)

Source: Daniela Peterhoff, John Romeo & Paul Calvey, 2014, p. 3.

براساس مطالعات انجام شده درخصوص نحوه دسترسی به منابع بنگاه‌ها از طریق بازار سرمایه، نتایج مختلفی در مورد کشورها حاصل شده است. در گزارشی، توسعه‌نیافتگی تأمین مالی از طریق انتشار اوراق دارایی یا بدهی، به هزینه‌های معاملاتی بالا ازجمله الزامات دشوار پذیرش و چارچوب‌های پیچیده تنظیمی و قانونی نسبت داده شده است که بر این اساس تأمین مالی از طریق بازار سرمایه، عمدتاً توسط شرکت‌های بزرگ صورت می‌پذیرد. برای مثال در مورد کشورهای اروپایی، در سال ۲۰۱۳، تنها ۵ درصد از شرکت‌های کوچک و متوسط اروپایی از طریق انتشار سهام و تنها ۲ درصد آنها از طریق انتشار اوراق بدهی تأمین مالی کرده‌اند. با این اوصاف، برآورد شده تا سقف ۲۰ درصد تأمین منابع بنگاه‌های کوچک و متوسط از طریق بازار سرمایه قابل تحقق است (Daniela Peterhoff, John Romeo, & Paul Calvey, 2014, p. 3).

در گزارش دیگر که وضعیت تأمین مالی بنگاه‌های کوچک و متوسط از طریق بازار سرمایه کشورهای بلغارستان، کره، مکزیک و ترکیه را بررسی کرده، به این نتیجه رسیده است که مکزیک و بلغارستان بازار ویژه‌ای به اوراق دارایی بنگاه‌های کوچک و متوسط اختصاص نداده‌اند، اما ترکیه و کره، دارای بازار خاصی هستند که بخشی از بازار دارایی اصلی این کشورها را تشکیل می‌دهد. تفاوت بازار خاص بنگاه‌های کوچک و متوسط با بازار اصلی این است که الزامات افشا و پذیرش در بازارهای مخصوص بنگاه‌های کوچک و متوسط

۱. برای مطالعه بیشتر درخصوص روش‌های تأمین مالی بنگاه‌ها به‌خصوص با تأکید بر عقود اسلامی مراجعه کنید به: گزارش «بررسی ویژگی‌های هرکدام از صنایع موجود در بورس و ارائه راهکارهای مناسب برای تأمین مالی»، بورس اوراق بهادار تهران، معاونت توسعه، مدیریت تحقیق و توسعه، تیرماه ۱۳۹۴.

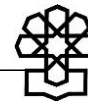
سهل‌گیرانه‌تر است. علاوه بر این، بازارهای خارج از بورس^۱ برای شرکت‌های پذیرش نشده (که بیشتر آنها را بنگاه‌های کوچک و متوسط تشکیل می‌دهند) در هر دو کشور ترکیه و کره وجود دارد. به رغم وجود بازار دارایی در کشورهای پیش‌گفته، در هیچ‌یک از کشورهای مورد بررسی در این گزارش، بازار بدهی خاصی برای بنگاه‌های کوچک و متوسط وجود ندارد. تنها در کره، پلتفرم معاملاتی برای اوراق قرضه بنگاه‌های کوچک و متوسط توسط سازمان صنایع ایجاد شده است. این پلتفرم، بنگاه‌های کوچک و متوسط را قادر می‌سازد تا اوراق قرضه خود را در عرضه‌های خصوصی به سرمایه‌گذاران واجد شرایط واگذار کنند. اگرچه در کشورهای بلغارستان، مکزیک و ترکیه اوراق بهادارسازی مطالبات و دارایی‌های بنگاه‌های کوچک و متوسط امر رایجی نیست، اما در طرف مقابل در کشور کره اوراق بهادارسازی این اقلام، از سال ۲۰۰۰ با سرعت بالایی در حال انجام است و در مواردی از طرف دولت هم تضمین می‌شود (Financing of SMEs through Capital Markets in Emerging Market Countries, p. 16-17., 2013).

در این گزارش، توصیه‌های سیاستی به شرح زیر ارائه شده است:

۱. تسهیل در دسترسی بنگاه‌های کوچک و متوسط به بازار دارایی و بدهی از طریق ایجاد بازارهای جداگانه مخصوص این بنگاه‌ها.
 ۲. کاهش هزینه‌های پذیرش بنگاه‌های کوچک و متوسط که هزینه انتشار اوراق بهادار توسط این شرکت‌ها را کاهش می‌دهد؛ با وجود این توصیه می‌شود رویه‌های تسویه و پایاپای در این بازارها مشابه با بازار اصلی باشد تا سرمایه‌گذاران برای سرمایه‌گذاری تشویق شوند.
 ۳. با توجه به اهمیت نقش بازارگردان در بهبود نقدشوندگی اوراق بهادار منتشره توسط بنگاه‌های کوچک و متوسط، پیشنهاد می‌شود در مواقعی که امکان‌پذیر است، سیاستگذاران سیستم بازارگردانی برای اوراق بهادار منتشره توسط این بنگاه‌ها را ایجاد کنند.
 ۴. علاوه بر این، سیاست‌های انتشار اوراق بهادار از طریق عرضه خصوصی^۲ منجر به بهبود دسترسی بنگاه‌های کوچک و متوسط به بازار سرمایه شده است. به دلیل اینکه سرمایه‌گذاری در اوراق شرکت‌های کوچک و متوسط در مقایسه با بنگاه‌های بزرگ ریسک بیشتری دارد، توسعه بازارهای با عرضه خصوصی، اطمینان بیشتری را به سرمایه‌گذاران خواهد داد.
- در ادامه، وضعیت تأمین مالی از طریق انتشار اوراق دارایی (عمدتاً سهام) و اوراق بدهی برای تأمین مالی بنگاه‌های کوچک و متوسط در قالب دو فصل بررسی شده است.

1. Over-the-counter (OTC)

۲. براساس بند «۲۷» ماده (۱) قانون بازار اوراق بهادار ایران، عرضه خصوصی فروش مستقیم اوراق بهادار توسط ناشر به سرمایه‌گذاران نهادی است.



۲. تأمین مالی بنگاه‌های کوچک و متوسط از طریق انتشار سهام

پلتفرم‌های مختلفی در سطح جهان برای تأمین مالی بنگاه‌های کوچک و متوسط از طریق انتشار سهام ایجاد شده است. از جمله آنها می‌توان به موارد زیر اشاره کرد: بازار سرمایه‌گذاری جایگزین^۱ در لندن، بازار جسورانه^۲ TSX در کانادا، بازار HK GEM در هنگ‌کنگ، بازار Mothers در ژاپن، بازار Alter Net در اروپا و بازار AltX در آفریقای جنوبی. (Daniela Peterhoff, John Romeo, 2014 & Paul Calvey, p.4)

در کشورهای مختلف شرایط پذیرش و همچنین الزامات افشا در بازار بنگاه‌های کوچک و متوسط نسبت به بازار اصلی سهل‌گیرانه‌تر و منعطف‌تر و هزینه‌های اداری مترتب بر این بازارها در مقایسه با بازار اصلی کمتر است. برای مثال جدول زیر شرایط پذیرش در ژاپن را نمایش می‌دهد.

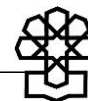
1. Alternate Investment Market

۲. برای مشاهده تعریف سرمایه‌گذاری خطرپذیر و الزامات راه‌اندازی نظام تأمین مالی خطرپذیر مراجعه کنید به گزارش «الگوی تأمین مالی بنگاه‌های کوچک و متوسط»، ۲. توسعه صنعت سرمایه‌گذاری خطرپذیر در ایران»، شماره مسلسل ۱۴۴۴۴، دفتر مطالعات اقتصادی مرکز پژوهش‌های مجلس شورای اسلامی، ۱۳۹۴/۶/۲۴.

جدول ۶. الزامات پذیرش در بازار اصلی و بازار بنگاه‌های کوچک و متوسط، ژاپن

JASDAQ		بازار کوچک و متوسط	بازار اصلی		
رشد	استاندارد		بخش دوم	بخش اول	
	۲۰۰ یا بیشتر	۲۰۰ یا بیشتر	۸۰۰ یا بیشتر	۲۲۰۰ یا بیشتر	تعداد سهامداران
-	-	۲۰۰۰ عدد یا بیشتر	۴۰۰۰ عدد یا بیشتر	۲۰۰۰۰ عدد یا بیشتر	تعداد سهام قابل معامله
۵۰۰ میلیون ین ژاپن (۵ میلیون دلار آمریکا) یا بیشتر	۵۰۰ میلیون ین ژاپن (۵ میلیون دلار آمریکا) یا بیشتر	۵۰۰ میلیون ین ژاپن (۵ میلیون دلار آمریکا) یا بیشتر	۱ میلیارد ین ژاپن (۱۰ میلیون دلار آمریکا) یا بیشتر	۱ میلیارد ین ژاپن (۱۰ میلیون دلار آمریکا) یا بیشتر	ارزش بازاری سهام قابل معامله
-	-	۲۵ درصد یا بیشتر	۳۰ درصد یا بیشتر	۳۵ درصد یا بیشتر	نسبت سهام قابل معامله به سهام پذیرش شده
۱۰ درصد یا بیشتر یا ۱۰۰۰ عدد سهام	۵۰۰ عدد سهام یا بیشتر	-	-	-	عرضه عمومی
-	-	۱ میلیارد ین ژاپن (۱۰ میلیون دلار آمریکا) یا بیشتر	۲۵۰ میلیون دلار آمریکا یا بیشتر	۲۵۰ میلیون دلار آمریکا یا بیشتر	ارزش بازاری سهام پذیرش شده
-	-	۱ سال یا بیشتر	۳ سال یا بیشتر	۳ سال یا بیشتر	تعداد سال‌های عملیات کسب‌وکار شرکت
منفی نباشد	۲۰۰ میلیون ین ژاپن (۲ میلیون دلار آمریکا) یا بیشتر	-	۱ میلیارد ین ژاپن (۱۰ میلیون دلار آمریکا) یا بیشتر	۱ میلیارد ین ژاپن (۱۰ میلیون دلار آمریکا) یا بیشتر	حقوق صاحبان سهام
-	سود عادی: ۱۰۰ میلیون ین ژاپن (۱ میلیون دلار آمریکا) یا بیشتر ارزش بازاری: ۵ میلیارد ین ژاپن (۵۰ میلیون دلار آمریکا) یا بیشتر	-	سود عادی: مجموع مقدار ۵۰۰ میلیون ین ژاپن (۵ میلیون دلار آمریکا) یا بیشتر در طول دو سال مالی گذشته. ارزش بازاری: ۵۰۰ میلیون دلار آمریکا یا بیشتر فروش: ۱۰ میلیارد ین ژاپن (۱۰۰ میلیون دلار آمریکا) یا بیشتر	سود عادی: مجموع مقدار ۵۰۰ میلیون ین ژاپن (۵ میلیون دلار آمریکا) یا بیشتر در طول دو سال مالی گذشته. ارزش بازاری: ۵۰۰ میلیون دلار آمریکا یا بیشتر فروش: ۱۰ میلیارد ین ژاپن (۱۰۰ میلیون دلار آمریکا) یا بیشتر	مقدار سود یا ارزش بازاری آن

Source: Tokyo Stock Exchange, Osaka Exchange, Japan Exchange Regulation.



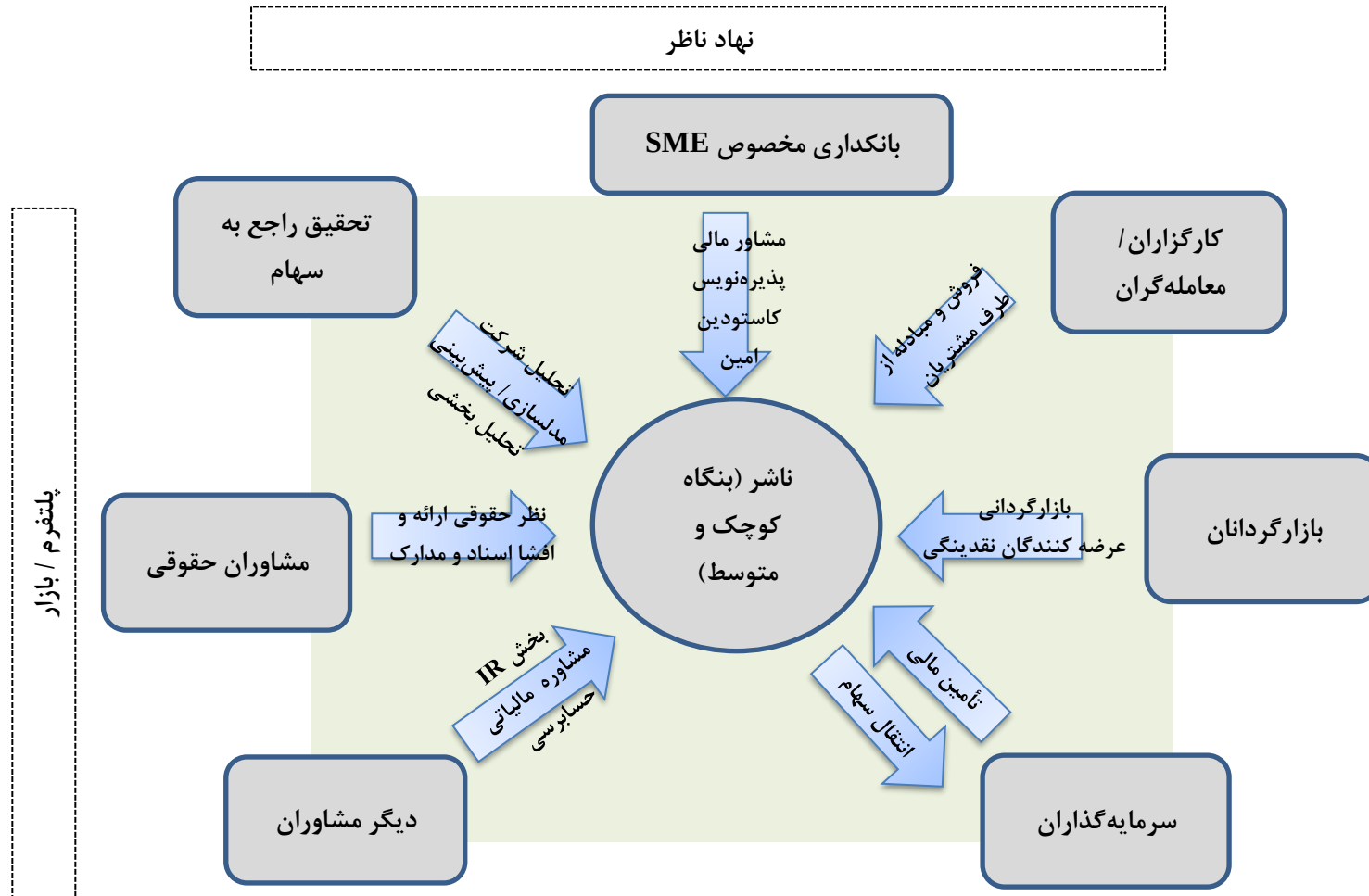
گزارش «فرصت‌ها و محدودیت‌های بازار سهام برای شرکت‌های کوچک و متوسط» که ابتدا در سال ۲۰۱۴ توسط سازمان همکاری‌های اقتصادی و توسعه منتشر شد، به‌خوبی وضعیت تأمین مالی این بنگاه‌ها از طریق انتشار سهام، در سطح جهان را گزارش می‌کند. این گزارش که در سال ۲۰۱۶ به‌روزرسانی شد، توصیه‌های سیاستی برای بهبود وضعیت تأمین مالی بنگاه‌های کوچک و متوسط دارد که مبنای توصیه سازمان به کشورهای عضو نیز قرار گرفته است. بر این اساس، واقعیت‌ها و توصیه‌های سیاستی زیر در مورد تأمین مالی بنگاه‌های کوچک و متوسط از طریق انتشار سهام در سطح جهان وجود دارد:

- سهم تأمین مالی بنگاه‌های کوچک و متوسط از طریق انتشار سهام کم است.
- تأمین مالی بنگاه‌های کوچک و متوسط از طریق بازار سرمایه، منفعی همچون افزایش ارزش شرکت، شفافیت و نظارت از طریق اتصال به نظام رسمی اقتصاد را دارد.
- هزینه‌های پذیرش و الزامات بازارها در مورد این بنگاه‌ها همچنان سنگین است.
- اطلاعات و آموزش پایین و آگاهی محدود بنگاه‌ها در مورد نحوه تأمین مالی از طریق بازار سهام، استفاده آنها از این ظرفیت را با ایراد مواجه کرده است.
- محدودیت‌های نظام تأمین مالی از طریق بازار سرمایه برای بنگاه‌های کوچک و متوسط مانند نبودن بازارهای خاص برای این بنگاه‌ها، عدم طراحی پلتفرم‌های خاص، کارگزاران آموزش‌دیده، بازارگردانان متناسب، مشاوران عرضه و تحقیقات مطلوب، مانعی جهت استفاده این بنگاه‌ها از ظرفیت‌های بازار سرمایه به‌شمار می‌آید.
- یکی از مهم‌ترین مشکلات در مورد انتشار سهام این بنگاه‌ها، نقدشوندگی سهام آنهاست، که در این مورد سیاستگذاری دولت و کمک‌های دولتی می‌تواند راهگشا باشد.
- سیاستگذاران باید به تفاوت بنگاه‌های کوچک و متوسط با شرکت‌های بزرگ توجه داشته باشند و مقررات ناظر بر تأمین مالی این بنگاه‌ها از طریق بازار سرمایه را متفاوت با دیگران وضع کنند.
- تأمین مالی بنگاه‌های کوچک و متوسط از طریق بازار سرمایه نزد عموم ناشناخته است و هنوز مورد پذیرش قرار نگرفته است.
- تأمین مالی این بنگاه‌ها از طریق بازار سهام جایگزین تأمین مالی بانکی نیست، بلکه مکمل آن است.

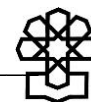
(Wehinger, 2016)

درخصوص نظام تأمین مالی مناسب برای تأمین مالی بنگاه‌های کوچک و متوسط از طریق بازار سهام، سازمان همکاری اقتصادی و توسعه، مدل زیر را پیشنهاد می‌دهد:

شکل اکوسیستمی باارزش برای انتشار سهام SME



Source: OECD (Opportunities and limitations of Public Equity Markets for SMEs [DAF/ CMF (2016) 12]



۲-۱. مطالعه موردی: بازار سهام بنگاه‌های کوچک و متوسط در کره جنوبی^۱

۲-۱-۱. تعریف بنگاه‌های کوچک و متوسط

در کشور کره، قانون خاصی برای تأمین مالی بنگاه‌های کوچک و متوسط به نام قانون بنگاه‌های کوچک و متوسط و نیز اداره‌ای به نام اداره کسب‌وکار کوچک و متوسط^۲ وجود دارد. ماده (۲) قانون بنگاه‌های کوچک و متوسط^۳ و ماده (۳) دستور اجرایی قانون خدمات سرمایه‌گذاری مالی و بازار سرمایه^۴ کره، بنگاه‌های کوچک و متوسط را با تقسیم‌بندی زیر در صنایع مختلف تعریف کرده است.

جدول ۷. تعریف بنگاه‌های کوچک و متوسط براساس قانون بنگاه‌های کوچک و متوسط کره جنوبی

بخش	تعداد کارکنان	میزان سرمایه و فروش
صنایع تولیدی	کمتر از ۳۰۰ نفر	ارزش سرمایه ۸ میلیون دلار یا کمتر
معدن، ساخت‌وساز و حمل‌ونقل	کمتر از ۳۰۰ نفر	ارزش سرمایه ۳ میلیون دلار یا کمتر
خرده‌فروشی‌ها، هتل‌ها، ارتباطات، صنایع مرتبط با کامپیوتر، خدمات مهندسی، بیمارستان‌ها	کمتر از ۳۰۰ نفر	فروش ۳۰ میلیون دلار یا کمتر
تولیدات بذر و نهال، ماهیگیری، الکترونیک، صنایع گاز و آب شیرین، تولیدات دارویی و...	کمتر از ۲۰۰ نفر	فروش ۲۰ میلیون دلار یا کمتر
دیگر بخش‌ها	کمتر از ۵۰ نفر	فروش با ارزش ۵ میلیون یا کمتر

Source: Financing of SMEs through Capital Markets in Emerging Market Countries, 2013, p.13.

تأمین مالی بنگاه‌های کوچک و متوسط از طریق بازار سرمایه در کشور کره علاوه بر عرضه اولیه سهام و افزایش سرمایه از طریق بازار بدهی نیز انجام می‌شود. شایان ذکر است که در ایران، سازمان صنایع کوچک و شهرک‌های صنعتی، آیین‌نامه اجرایی گسترش بنگاه‌های کوچک و زودبازده کارآفرین، مصوب ۱۳۸۴، قانون تأسیس صندوق ضمانت سرمایه‌گذاری صنایع کوچک، مرکز آمار ایران، بانک مرکزی و بانک صنعت و معدن، تعاریف مختلفی از بنگاه‌های کوچک و متوسط ارائه کرده‌اند (الگوی تأمین مالی بنگاه‌های کوچک و متوسط، ۱۳۹۵، ص ۱۷). پیشنهاد می‌شود، این تعاریف براساس بخش‌های صنایع تفکیک شود.

۲-۱-۲. بازار سهام برای بنگاه‌های کوچک و متوسط

در کشور کره جنوبی دو نوع بازار برای تأمین مالی شرکت‌های کوچک و متوسط وجود دارد: نخست بازار KOSDAQ که توسط بورس کره^۵ اداره می‌شود. ۸۰ درصد شرکت‌های پذیرفته شده در این بورس، بنگاه‌های کوچک و متوسط هستند، اما این بازار اختصاص به این بنگاه‌ها ندارد و بنگاه‌های دیگر نیز می‌توانند عضو آن شوند.

1. Financing of SMEs through Capital Markets in Emerging Market Countries, 2013.

2. Small & Medium Business Administration

3. Framework Act on Small and Medium Enterprises

4. Enforcement Decree of the Financial Investment Services and Capital Markets Act

5. Korea Exchange (KRX)

دوم بازار آزاد^۱ که یک بازار خارج از بورس نظام‌مند^۲ است و توسط سازمان سرمایه‌گذاری مالی کره^۳ ایجاد شده و مدیریت می‌شود. این بازار مطابق با قانون بازار سرمایه و خدمات سرمایه‌گذاری مالی^۴ فعالیت می‌کند. این بازار زمینه‌ای را برای شرکت‌هایی که نتوانسته‌اند خود را با ضوابط پذیرش دو بازار اوراق بهادار ملی تطبیق دهند فراهم کرده و به‌عنوان کانال مالی به‌خصوص برای شرکت‌های خطرپذیر و بنگاه‌های کوچک و متوسط مناسب است.

تفاوت‌های اصلی بین شرایط ناشران در بازار اصلی و بازار بنگاه‌های کوچک و متوسط در جدول زیر نمایش داده شده است.

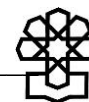
جدول ۸. شرایط پذیرش ناشران در بازار اصلی و بازار شرکت کوچک و متوسط، مورد کره جنوبی

بازار آزاد	بازار KOSDAQ برای بنگاه‌های عادی	بازار KOSPI	سرمایه شرکت	اندازه شرکت
ندارد	حداقل ۳ میلیارد وون	حداقل ۱۰ میلیارد وون کره	ارزش بازاری	
ندارد	حداقل ۹ میلیارد وون	حداقل ۲۰ میلیارد وون کره	درصد سهام عرضه شده	
ندارد	-	حداقل ۱ میلیون سهم	وضعیت سرمایه	
ندارد	عدم وجود نقص در سرمایه	-	نظر حسابرس	
غیرمشروط یا مشروط (سال آخر)	غیرمشروط (سال آخر)	غیرمشروط (در سال اخیر) یا غیرمشروط / مشروط (دو سال پیش از سال آخر)	سرمایه پرداخت شده	
ندارد	سرمایه پرداخت شده در سال اخیر قبل از تقاضا باید کمتر از سرمایه حقوق صاحبان سهام تا دو سال قبل از آن باشد.	-	دوره توقف ^۵	
ندارد	یک سال پس از پذیرش، به غیر از پذیرش در بازار ثانویه	۶ ماه پس از پذیرش، به غیر از پذیرش در بازار ثانویه		

Source: Financing of SMEs through Capital Markets in Emerging Market Countries, p. 16-17., 2013.

شرایط انتشار سهام توسط بنگاه‌ها (از جمله محدودیت‌های ناشر، محدودیت‌های سرمایه، الزامات رتبه‌بندی و...) براساس الزامات بورس KOSDAQ به شرح جدول زیر است:

1. Freeboard Market
2. Systematized Over-the-counter (OTC)
3. Korea Financial Investment Association (KOFIA)
4. Financial Investment Services and Capital Markets Act (FSCMA)
5. Lock-up Period



جدول ۹. مقایسه شرایط انتشار سهام براساس الزامات بازار شرکت‌های کوچک و متوسط کره جنوبی

طبقه		بنگاه‌های معمولی	بنگاه‌های جسورانه	شرکت‌های جسورانه رشدمحور ^۱
سال از زمان تأسیس		سه سال	-	-
اندازه شرکت	سرمایه شرکت	۳ میلیارد وون کره یا بیشتر	۱/۵ میلیارد وون کره یا بیشتر	۱/۵ میلیارد وون یا بیشتر
	ارزش بازاری	۹ میلیارد وون کره یا بیشتر	-	-
در عرضه عمومی سهام، حداقل یکی از الزامات زیر باید رعایت شود: الف) شرکتی که حداقل ۵۰۰ سهامدار خرد که حداقل ۲۵ درصد سهام شرکت را دارند باید یکی از الزامات زیر را احراز کند: الف-۱. سهامدارانی که ۲۵ درصد یا بیشتر از سهام شرکت را در تملک دارند باید حداقل ۵ درصد از سهام عرضه شده را خریداری کنند. الف-۲. سهامدارانی که کمتر از ۲۵ درصد سهام شرکت را در تملک دارند، باید حداقل ۱۰ درصد از سهام عرضه شده را تملک کنند. ب) شرکت‌هایی که سرمایه آنها ۵۰ میلیارد وون کره یا بیشتر است یا ارزش بازاری آنها ۱۰۰ میلیارد وون کره یا بیشتر است باید بعد از عرضه عمومی سهام حداقل ۵۰۰ سهامدار خرد که حداقل ۱۰ درصد سهام شرکت را مالکند داشته باشند. ج) عرضه عمومی ۲۵ درصد یا بیشتر و ۵۰۰ سهامدار خرد پذیرش بدون عرضه عمومی سهام پذیرش مستقیم در صورتی امکان‌پذیر است که شرکت حداقل ۵۰۰ سهامدار خرد که حداقل ۲۵ درصد سهام شرکت را در اختیار دارند، داشته باشد.				
وضعیت مالی		عدم نقص در سرمایه		
عملکرد مدیریتی		درآمد از فعالیت مستمر شرکت پیش از کسر مالیات	درآمد از فعالیت مستمر شرکت پیش از کسر مالیات	-
بازده حقوق صاحبان سهام ^۲ ، درآمد حاصل از فروش و ارزش استاندارد بازار		- بازده حقوق صاحبان سهام - درآمد حاصل از فروش ۱۰ میلیارد وون کره یا بیشتر و ارزش بازاری ۳۰ میلیارد وون کره یا بیشتر	- بازده حقوق صاحبان سهام (۵ درصد) - درآمد حاصل یک میلیارد وون کره - درآمد حاصل از فروش ۵ میلیارد وون کره و ارزش بازاری ۳۰ میلیارد وون کره یا بیشتر	-
اظهاری نظر حسابرس		اظهاری نظر حسابرس در مورد صورت‌های مالی سال مالی اخیر شرکت باید «پذیرش غیرمشروط» ^۳ باشد.		
سرمایه پرداخت شده		مجموع سرمایه پرداخت شده یک سال پیش از تقاضای پذیرش باید کمتر از سرمایه صاحبان سهام شرکت در دو سال گذشته باشد.		
تغییر در بزرگ‌ترین سهامدار		تغییری در بزرگ‌ترین سهامدار شرکت در طول یک سال گذشته نباید اتفاق افتاده باشد.		
دوره توقف ^۴		بزرگ‌ترین سهامدار	تا یک سال بعد از پذیرش (به‌غیر از پذیرش در بازار ثانویه)، بیشتر از ۵ درصد سهام شرکت قابل فروش نیست.	
		تأمین مالی جسورانه و سرمایه‌گذاران نهادی	-	یک ماه پس از پذیرش

Source: Financing of SMEs through Capital Markets in Emerging Market Countries, 2013, p 14-15.

1. Growth Oriented Venture Company
2. ROE
3. Unqualified Opinion
4. Lock-up Period

۳-۱-۲. سازوکار مشاور بازار

بورس کره نهادی را به‌عنوان مرکز حمایت از پذیرش^۱ به‌منظور ارائه آموزش و خدمات مشاوره‌ای مرتبط با امور پذیرش تشکیل داده است. بازار آزاد، سازوکار مشاوره‌ای بازار ندارد.

۴-۱-۲. مشوق‌های پذیرش بنگاه‌های کوچک و متوسط

در بورس کره، مشوق‌هایی برای پذیرش اوراق بهادار بنگاه‌های کوچک و متوسط از قبیل تخفیف در هزینه‌ها یا یارانه و کمک دولتی وجود ندارد. اما در مورد بنگاه‌های جسورانه، این مشوق‌ها طراحی شده است:

۱. الزامات مربوط به تعداد سال‌ها از زمان تأسیس و نسبت بدهی شرکت در مورد این بنگاه‌ها اعمال نمی‌شود.

۲. الزامات مالی مانند حقوق صاحبان سهام و بازده حقوق صاحبان سهام و... ساده‌تر اجرایی می‌شود.

۳. صندوق اعتبار فناوری کره، اعتبار ترجیحی برای کسب‌وکارهای خطرپذیر در کره ارائه می‌دهد.

۴. واگذاری اوراق بهادار این بنگاه‌ها به کارکنان، درآمد مشمول مالیات محسوب نمی‌شود.

۵. سایر مشوق‌ها شامل حمایت از سایر اشکال تأمین مالی، ضمانت اعتبار، موقعیت‌های تجاری، توسعه فنی و... است.

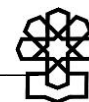
۲-۲. تأمین مالی بنگاه‌های کوچک و متوسط از طریق انتشار سهام در ایران

همان‌گونه که گفته شد یکی از راهکارهای توسعه بازار سرمایه به‌عنوان نهاد مکمل نظام بانکی در بسیاری از کشورهای جهان، ایجاد بازاری مجزا برای شرکت‌های کوچک و متوسط 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 کردن زمینه رشد آنها و تسهیل ورود به بازار اصلی سرمایه، موجب افزایش اشتغال و رشد اقتصادی کشور می‌شود.

با تصویب و ابلاغ دستورالعمل پذیرش شرکت‌های کوچک و متوسط در فرابورس ایران در تاریخ ۱۳۹۴/۱۲/۱۱ و تعیین اعضای هیئت پذیرش این بازار، از ابتدای شهریورماه ۱۳۹۵ فرایند پذیرش در این بازار رسماً آغاز شد و تا شهریورماه ۱۳۹۷ شانزده جلسه هیئت پذیرش برگزار شده است. این هیئت پس از بررسی موضوع ۳۱ شرکت طی این ۱۶ جلسه، با پذیرش ۱۸ شرکت (پانزده شرکت در بازار رشد و سه شرکت در بازار دانش‌بنیان) موافقت کرد.^۲ از میان ۱۸ شرکت پذیرفته شده، ۹ شرکت درج و ۳ شرکت نیز موفق به عرضه شده‌اند. در جدول زیر عملکرد بازار شرکت‌های کوچک و متوسط فرابورس نمایش داده شده است (گزارش آسیب‌شناسی پذیرش در بازار SME, 1397).

1. Listing Support Centre

۲. برای آشنایی با بازار شرکت‌های کوچک و متوسط فرابورس مراجعه شود به: «کتابچه بازار شرکت‌های کوچک و متوسط، مرکز تحقیقات شرکت فرابورس ایران»، پایگاه اطلاع‌رسانی <https://www.ifb.ir>



جدول ۱۰. آمار پذیرش شرکت‌ها در بازار شرکت‌های کوچک و متوسط فرابورس ایران

آمار پذیرش بازار شرکت‌های کوچک و متوسط									
سال	شرکت‌های مقاضی پذیرش	تعداد جلسات هیئت پذیرش	شرکت‌های مطرح شده	شرکت‌های پذیرش شده		درج شده		عرضه شده	
				رشد	دانش‌بنیان	رشد	دانش‌بنیان	رشد	دانش‌بنیان
۱۳۹۵	۱۶۱	۷	۱۸	۹	۱	۱	۱	۱	۱
۱۳۹۶	۱۷	۷	۱۱	۶	۱	۶	۰	۱	۰
۱۳۹۷ شهریور	۱۳	۲	۲	۰	۱	۱	۰	۰	۰
جمع	۱۹۱	۱۶	۳۱	۱۵	۳	۸	۱	۲	۱

مأخذ: گزارش شرکت فرابورس ایران.

در گزارش شرکت فرابورس ایران، عدم موفقیت بازار بنگاه‌های کوچک و متوسط چند دلیل ذکر شده است:

۱-۲-۲. مشکلات ساختاری شرکت‌ها

- عدم تمایل شرکت‌ها به شفافیت اطلاعات به دلایلی نظیر عدم اظهار واقعی درآمد به سازمان امور مالیاتی، جلوگیری از در اختیار گرفتن این اطلاعات توسط رقبا.
- امکان‌ناپذیر بودن تهیه صورت‌های مالی براساس استانداردهای حسابداری و حسابرسی برای ایشان.
- تردید صاحبان شرکت‌ها در تأمین مالی از بازار سرمایه به دلیل هزینه بالای این نوع تأمین مالی و محدودیت‌های فرابورس در مورد خریداران سهام این شرکت‌ها در بازار.
- الزام به رعایت قواعد حاکمیت شرکتی در بازار سرمایه.
- اطلاعات ضعیف و آشنایی نداشتن صاحبان شرکت از مفاهیم و روش‌های تأمین مالی از طریق بازار سرمایه.

۲-۲-۲. مشکلات بازار بنگاه‌های کوچک و متوسط

- عدم وجود مشوق در بازار: وجود نداشتن معافیت‌های مالیاتی و نقدشوندگی اندک سهام، تمایل برای تأمین مالی از طریق این بازار را کاهش می‌دهد.
- ممنوعیت ورود سرمایه‌گذاران حقیقی و محدود شدن خرید سهام به سرمایه‌گذاران نهادی تأمین مالی از طریق این بازار را با مانع روبه‌رو کرده است.^۱
- هزینه‌های مبادلاتی مانند طولانی بودن فرایند پذیرش تا عرضه شرکت‌ها و فرایند طولانی تبدیل شرکت‌ها به سهامی عام از جمله مشکلات دیگر محسوب می‌شود (گزارش آسیب‌شناسی پذیرش در بازار SME, 1397: p 3-4).

۱. ماده (۲) دستورالعمل اجرایی نحوه انجام معاملات سهام و حق تقدم خرید سهام در بازار شرکت‌های کوچک و متوسط فرابورس ایران.

- مشکلات پیش روی تبدیل شرکت‌های مسئولیت محدود و سهامی خاص به سهامی عام به عنوان الزام اولیه ورود به بازار سرمایه.

- هزینه‌های بالای پذیرش و مشاوره: کارمزد پذیرش برای این شرکت‌ها (۲ در ۱۰۰۰ تا سقف ۲۰۰ میلیون ریال) و درج (سالانه ۲ در ۱۰۰۰ تا سقف ۵۰۰ میلیون ریال) است.

۳. تأمین مالی بنگاه‌های کوچک و متوسط از طریق انتشار اوراق بدهی

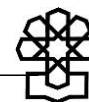
تعداد پلتفرم‌هایی که در سطح جهان به منظور استفاده از اوراق بدهی برای تأمین مالی شرکت‌های کوچک و متوسط طراحی شده، در مقایسه با اوراق دارایی محدودتر است. در این خصوص، در اسپانیا بازاری به نام MARF ایجاد شده تا زمینه‌ای برای اوراق با درآمد ثابت ایجاد و دسترسی به این اوراق برای ناشران و سرمایه‌گذاران تسهیل شود. در اروپا نیز، بنگاه‌ها می‌توانند از پلتفرم Alternext برای انتشار اوراق قرضه استفاده کنند. در آلمان، بورس‌های منطقه‌ای پلتفرم‌های اوراق بدهی را برای بنگاه‌های کوچک و متوسط راه‌اندازی کرده‌اند. براساس آمار ارائه شده در سال ۲۰۱۳، ۵۰ بنگاه کوچک و متوسط توانسته‌اند حدود ۲/۷ میلیارد یورو از طریق عرضه اوراق بدهی در بورس‌های مختلف آلمان کسب منابع کنند (Paul Calvey, 2014 & Daniela Peterhoff, John Romeo, p.7).

در ایران، بازار ویژه‌ای برای تأمین مالی بنگاه‌های کوچک و متوسط از طریق انتشار اوراق بدهی وجود ندارد. در کره، بازار ویژه‌ای به این امر اختصاص داده شده است که در ادامه جزئیات این بازار تشریح می‌شود.

۳-۱. مطالعه موردی: بازار بدهی در کشور کره جنوبی^۱

بنگاه‌های کوچک و متوسط مانند سایر شرکت‌های بزرگ می‌توانند براساس قانون تجارت و قانون FSCMA اوراق بدهی منتشر کنند. مقررات مربوط به عرضه عمومی و خصوصی این اوراق در جدول زیر آمده است:

1. Financing of SMEs through Capital Markets in Emerging Market Countries, 2013.



جدول ۱۱. عرضه عمومی اوراق بهادار بدهی در بورس کره

ثبت شرکت	ثبت در کمیسیون خدمات مالی ^۱ برای عرضه عمومی اوراق قرضه بدون تضمین
اخذ رتبه اعتبار	لزوم ارزیابی و تحلیل اعتبار و همچنین اخذ رتبه‌بندی اعتبار توسط دو یا چند بنگاه رتبه‌بندی اعتبار
گزارش‌های لازم	گزارش اوراق بهادار و اسناد پیوست شامل: قرارداد پذیرهنویسی، ^۲ قرارداد امین، ^۳ قرارداد عامل پرداخت اصل و سود ^۴ و غیره به کمیسیون
زمان اجرا	اوراق بدهی تضمین نشده: ^۵ هفت روز پس از ثبت تقاضا اوراق بدهی تضمین شده، ^۶ اوراق بدهی دارای وثیقه، ^۷ اوراق بهادار با پشتوانه دارایی: ^۸ پنج روز پس از ثبت تقاضا
گزارش انتشار	بعد از تکمیل انتشار، گزارش آن به کمیسیون داده می‌شود.
پذیرهنویسی توسط مدیران	گزارش اجرای پذیرهنویسی توسط مدیران پنج روز پس از انتشار به KOFIA داده می‌شود.

Source: Financing of SMEs through Capital Markets in Emerging Market Countries, 2013, p 20-21.

۳-۲. انتشار اوراق بدهی توسط بنگاه‌های کوچک و متوسط در ایران

مشکلات زیر در مورد تأمین مالی بنگاه‌های کوچک و متوسط از طریق اوراق مالی اسلامی (صکوک) به نظر می‌رسد:^۹

۳-۲-۱. هزینه‌های تأمین مالی از طریق انتشار صکوک

هزینه‌های انتشار صکوک که متأثر از عوامل مختلفی است یا منجر به رجوع متقاضیان به بازار پول و یا انصراف از تأمین مالی در شرایط نامناسب اقتصادی می‌شود. برخی از دلایل هزینه‌های بالای انتشار صکوک عبارتند از:

- شرایط سخت‌گیرانه و نرخ‌های بالای بانک‌ها برای ضمانت اوراق،
- نرخ بالای بازارگردانی اوراق که منجر به افزایش نرخ مؤثر هزینه مالی می‌شود،^{۱۰}
- هزینه بالای کارشناس رسمی دادگستری برای ارزیابی دارایی پایه اوراق،
- نرخ بالای کارمزد ارکان.

1. Financial Services Commission (FSC)
2. Subscription
3. Trustee
4. Principal and Interest Payment Agency Agreement
5. Unsecured Corporate Bonds
6. Secured Bonds
7. Collateral Bonds
8. Asset- backed Security (ABS)

۹. مطالب این بخش توسط مرکز پژوهش و توسعه اسلامی سازمان بورس و اوراق بهادار و از طریق مصاحبه با فعالان بازار سرمایه احصا شده است.

۱۰. وجود نهادهایی مثل صندوق‌های سرمایه‌گذاری اختصاصی بازارگردانی می‌تواند نرخ بازارگردان را کاهش دهد.

۲-۳. محدودیت در تعیین نرخ اسمی سود اوراق

در مورد تعیین نرخ صکوک، دو محدودیت وجود دارد:

محدودیت نخست ابلاغ بانک مرکزی به اشخاص تحت نظارت خود است. بر این اساس، بانک‌ها نمی‌توانند اوراقی را ضمانت کنند که نرخ سود آنها بیشتر از ۱۸ درصد است.^۱ این محدودیت از آنجا اهمیت دارد که بانک‌ها و مؤسسات اعتباری، مهم‌ترین نهادهای ضمانت برای متقاضیان تأمین مالی در بازار سرمایه هستند و تضمین‌های جایگزین، مانند شرکت‌های تأمین سرمایه و شرکت‌های بیمه تحت نظارت بیمه مرکزی در عمل (به دلیل پایین بودن سرمایه و حجم و ارزش بالای اوراق منتشره) نمی‌توانند برای انتشار حجم بالای اوراق مورد استفاده قرار گیرند. همچنین توثیق سهام به عنوان تضمین اصل و فرع اوراق که شرایط آن در دستورالعمل‌های انتشار اوراق بدهی دیده شده است کمتر می‌تواند توسط شرکت‌های کوچک و متوسط مورد استفاده قرار گیرد.

دومین محدودیت، مصوبه شورای عالی بورس و اوراق بهادار است که براساس آن حداکثر نرخ سود اوراق نباید بیش از ۳ درصد نرخي که بانک مرکزی برای ضمانت اوراق توسط بانک‌ها در نظر گرفته، باشد. این محدودیت منجر به عدم تناسب میان نرخ بازده و ریسک‌های اوراق می‌شود و از طرف دیگر موجب ایجاد بازار غیرشفافی می‌شود که برخی از بازیگران آن طالب سود بالاتری هستند که بر روی اوراق این نرخ ممکن نیست. این محدودیت‌ها منجر به عدم کارایی انواع مختلف صکوک می‌شود.

علاوه بر این، براساس نظرخواهی که از فعالان بازار سرمایه به عمل آمده عمده نارضایتی در عرصه انتشار صکوک، وجود رکن ضامن و هزینه‌های بالای این رکن است. بر این اساس پیشنهاد می‌شود، تعیین نرخ توسط عوامل انتشار (مانند شرکت‌های تأمین سرمایه) و مبتنی بر ریسک اوراق تعیین شود تا ضمن ایجاد تفاوت در بین انتشار انواع صکوک، ناشر نیز نسبت به بررسی هزینه و فرصت انتشار انواع اوراق ترغیب شود.

۳-۲-۳. تعدد ارکان انتشار اوراق و نقش مؤسسات رتبه‌بندی اعتبار

در بند «خ» ماده (۴) قانون برنامه ششم توسعه به نقش مؤسسات رتبه‌بندی اعتبار در بازار سرمایه توجه شده است. این قانون، یکی از تکالیف دستگاه‌های اجرایی برای تحقق رشد اقتصادی ۸ درصد در طول سال‌های اجرای برنامه را «راه‌اندازی مؤسسات رتبه‌بندی موضوع بند «۲۱» ماده (۱) قانون بازار اوراق بهادار» دانسته است.^۲ علاوه بر این، ماده (۲۵) قانون رفع موانع تولید رقابت‌پذیر و ارتقای نظام مالی کشور، به سازمان بورس اجازه داده است با رعایت مواد (۲۶) و (۲۷) قانون بازار اوراق

۱. بخشنامه شماره ۹۷/۴۳۳۲۵۰ مورخ ۱۳۹۷/۱۲/۵ بانک مرکزی درخصوص نرخ قابل پذیرش بانک مرکزی برای پذیرش عاملیت، قبول بازارگردانی و تضمین اوراق بهادار منتشره با مجوز سازمان بورس و اوراق بهادار.

۲. خ - جهت‌گیری و سیاست‌های لازم برای ارتقای شفافیت اطلاعات در بازار سرمایه و راه‌اندازی مؤسسات رتبه‌بندی موضوع بند «۲۱» ماده (۱) قانون بازار اوراق بهادار مصوب ۱۳۸۴/۹/۱ برای جذب سرمایه‌گذاری خارجی و تأمین مالی بین‌المللی.



بهادار^۱ با راه اندازی شرکت های رتبه بندی اعتبار، براساس رتبه اعلامی شرکت های مزبور، مجوز انتشار اوراق مشارکت را صادر نماید.^۲

بر این اساس، یکی از روش های کاهش هزینه های انتشار اوراق بهادار، الزام بر رتبه بندی اوراق توسط شرکت های رتبه بندی و ایجاد امکان حذف رکن ضامن و حذف الزام اخذ وثیقه در صورت اکتساب رتبه های بالا (مانند رتبه A). اخذ وثیقه از اوراق با رتبه B و در نهایت الزام بر وجود رکن ضامن در اوراق با درجه C است. در صورت انجام این اقدام، هزینه های تأمین مالی از طریق انتشار اوراق نیز کاهش می یابد. علاوه بر حذف نهاد ضمانت با ایجاد مؤسسات رتبه بندی اعتبار، درخصوص سایر ارکان انتشار اوراق بدهی، از جمله متعهد پذیرهنویسی و بازارگردان یا دارایی مبنای انتشار اوراق، با اعلام ریسک به سرمایه گذاران امکان تجدیدنظر وجود دارد که این موضوع نیازمند مطالعه ای مستقل است.

۴-۲-۳. عوامل اثرگذار بر تأمین مالی از طریق بازار سرمایه

غیر از مواردی که در اختیار سیاستگذار بازار سرمایه قرار دارد و مواردی که با انجام اقدامات خاصی قابل مرتفع شدن است، عواملی در تأمین مالی از طریق بازار سرمایه دخیل هستند که از این میان می توان به تعیین نرخ سود بانکی، نرخ سود انتظاری در بازارهای موازی، تصمیمات حاکمیتی، تفاوت در قوانین و مقررات بازار سرمایه و سایر بازارها و مجموعاً عدم هماهنگی میان نهادهای حاکمیتی اشاره کرد. لذا به منظور هماهنگی بیشتر، کنترل بر بازارهای موازی و تصمیم سازی هم جهت در راستای منافع نظام مالی کشور، تشکیل شورای ثبات مالی ضروری است.

شورای ثبات مالی با بررسی نرخ سود در بازار پول و تأثیر آن بر تأمین مالی در بازار سرمایه، عملاً تأمین مالی بنگاه های کوچک و متوسط را نیز مدیریت خواهد کرد. برای نمونه، درخصوص ضمانت اوراق بدهی منتشره در بازار سرمایه که تعیین نرخ سود اوراقی که قابل ضمانت توسط بانک ها هستند، شورای ثبات مالی می تواند با مدیریت این موضوع، هزینه های انتشار اوراق را کاهش دهد.

۴. سایر روش های تأمین مالی

علاوه بر دو روش متعارف پیش گفته برای تأمین مالی واحدهای تولیدی کوچک و متوسط، روش های جایگزین دیگری وجود دارد که به تأمین کنندگان منابع غیربانکی، اجازه می دهد تا به طور مستقیم به شرکت ها و افراد قرض دهند. این سازوکارها فرایند استقراض از طریق ارتباط مستقیم بین سرمایه گذاران

۱. برای بررسی نحوه اجرایی شدن این مواد مراجعه شود به: گزارش عملکرد قانون رفع موانع تولید رقابت پذیر و ارتقای نظام مالی کشور در حوزه بازارهای مالی، شماره مسلسل ۱۶۳۶۳، اسفندماه ۱۳۹۷، مرکز پژوهش های مجلس شورای اسلامی.
۲. ماده (۲۵) - به سازمان بورس و اوراق بهادار اجازه داده می شود با رعایت مواد (۲۶) و (۲۷) قانون بازار اوراق بهادار جمهوری اسلامی ایران، مصوب ۱۳۸۴/۹/۱ پس از استقرار و راه اندازی شرکت های رتبه بندی اعتباری براساس رتبه اعلامی شرکت های مزبور، مجوز انتشار اوراق مشارکت را صادر نماید. نحوه ضمانت و تعیین نرخ اوراق مذکور به موجب آیین نامه اجرایی است که به پیشنهاد وزارت امور اقتصادی و دارایی و سازمان بورس و اوراق بهادار، حداکثر ظرف مدت سه ماه از تاریخ ابلاغ این قانون تهیه می شود و به تصویب هیئت وزیران می رسد.

و قرض‌دهندگان (تأمین سرمایه هم‌تا به هم‌تا)^۱، ارتباط هم‌تا با کسب‌وکار^۲، ارتباط سرمایه‌گذار با واسطه^۳ و ارتباط مستقیم سرمایه‌گذار با کسب‌وکار^۴ است. این سازوکارها به قرض‌گیرندگان اجازه می‌دهد تا با طیف وسیعی از قرض‌دهندگان آشنا شوند و همچنین به قرض‌دهندگان این اجازه را می‌دهد تا فرصت‌های مختلف برای درآمد بالاتر و تنوع سرمایه‌گذاری بالاتر را در اختیار داشته باشند. چهار مدل کسب‌وکار برای این نوع از پلتفرم‌های قرض‌دهی مستقیم به شرح زیر وجود دارد: (Daniela Peterhoff, John Romeo, & Paul Calvey, 2014)

- مدل ارتباط مستقیم:^۵ این پلتفرم ارتباط مستقیم بین سرمایه‌گذاران و قرض‌گیرندگان را فراهم می‌کند. مانند: بازار Deal Market^۶ و بازار Fin Point^۷
- مدل بازاری: قرض‌دهندگان براساس نرخ‌های معین اقدام به تأمین مالی قرض‌گیرندگان می‌کنند. مانند بازار Lending Club^۸
- مدل حراج:^۹ قرض‌دهندگان بر سر وام با یکدیگر رقابت می‌کنند. برنده کسی است که پایین‌ترین نرخ تأمین مالی را پیشنهاد کند. مانند Funding Circle^{۱۰}
- تأمین مالی جمعی:^{۱۱} سرمایه‌گذاران در پروژه‌های جدید سرمایه‌گذاری می‌کنند و در مقابل سهام یا منافع دریافت می‌کنند.^{۱۲} مانند کیک‌استارتر و ایندیه‌گوگو.^{۱۳}

مطالعه موردی: عرضه خصوصی در کره جنوبی

در کره جنوبی برای گسترش فرصت‌های تأمین مالی بنگاه‌های کوچک و متوسط از طریق بازار سرمایه، از می ۲۰۱۲ سیستم خریدار نهادی واجد شرایط^{۱۴} ایجاد شده است. در این سیستم، تسهیل بیشتری در نظام افشا مثل تسهیل در گزارش‌دهی انتشار اوراق بهادار و عدم نیاز به رتبه‌بندی، انجام شده است. این نوع عرضه وقتی اتفاق می‌افتد که خریداران سرمایه‌گذاران نهادی واجد شرایطی باشند که حداقل

-
1. Peer to Peer (P2P)
 2. Peer to Business (P2B)
 3. Investor to Peer (B2P)
 4. Investor to Business (B2B)
 5. Pure Match Model
 6. <https://www.dealmarket.com/#!/home>
 7. <https://finpoint.co.uk/>
 8. <https://www.lendingclub.com/>
 9. Auction Model
 10. <https://www.fundingcircle.com/uk/>
 11. Crowd-funding

۱۲. برای مطالعه در مورد مفهوم تأمین مالی جمعی مراجعه کنید به گزارش «الگوی تأمین مالی بنگاه‌های کوچک و متوسط، تأمین مالی جمعی: مفاهیم، مدل‌ها و ملاحظات قانونگذاری»، شماره مسلسل ۱۴۸۸۶، دفتر مطالعات اقتصادی مرکز پژوهش‌های مجلس شورای اسلامی، ۱۳۹۵/۲/۲۶ و همچنین «دستورالعمل تأمین مالی جمعی» مصوب ۱۳۹۷/۲/۲۵ شورای عالی بورس و اوراق بهادار.

13. <https://www.indiegogo.com/projects/kickstarter-campaign>
14. The Qualified Institutional Buyer (QIB) System



آگاهی لازم از بازار را دارند و خطرات اوراق بهادار را می‌شناسند. حوزه این بازار، محدود به فعالان حرفه‌ای بورس است که شرایط ایشان در ماده (۱۱) دستور اجرایی FSCMA تعریف شده است. اوراق بدهی منتشره توسط بنگاه‌های کوچک و متوسط در عرضه‌های خصوصی در پلتفرمی که به این منظور ایجاد شده مبادله می‌شوند و سایر اوراق بدهی در بورس‌ها یا بازار خارج از بورس معامله خواهد شد. علاوه بر این، انتشار اوراق بدهی توسط بنگاه‌های کوچک و متوسط در مقایسه با سایر بنگاه‌ها از سهولت بیشتری برخوردار است و قواعد افشای آن نیز سهل‌گیرانه‌تر است. تا سال ۲۰۱۲، اوراق بدهی تا ارزش یک میلیارد دلار در بازار عرضه خصوصی مبادله شده است.

جمع‌بندی و نتیجه‌گیری

هدف از نگارش این گزارش، بررسی موانع و محدودیت‌های تأمین مالی بنگاه‌های کوچک و متوسط از طریق بازار سرمایه و ارائه پیشنهادهایی برای تأمین مالی واحدهای تولیدی کوچک و متوسط ایرانی از این بازار بود. بر این اساس، چهار سؤال مورد مطالعه قرار گرفت:

۱. تجربیات جهانی تأمین مالی بنگاه‌های کوچک و متوسط در بازار سرمایه چیست؟ آیا بازارهای مخصوصی برای انتشار سهام و اوراق بدهی برای این بنگاه‌ها وجود دارد؟
۲. چه ابزارهایی در بازار سرمایه ایران برای تأمین مالی بنگاه‌های کوچک و متوسط پیش‌بینی شده است؟
۳. موانع پیش روی تأمین مالی بنگاه‌های کوچک و متوسط از طریق بازار سرمایه در ایران کدام است؟
۴. راهکارهای پیشنهادی، الزامات و شرایط لازم به‌منظور مجوز به بنگاه‌های کوچک و متوسط برای تأمین مالی از طریق بازار سرمایه کدام است؟

در مطالعات انجام شده در پاسخ به این سؤالات باید بین تأمین مالی از طریق انتشار اوراق دارایی و بدهی تفاوت قائل شد. مطالعاتی که در این پژوهش مورد استناد قرار گرفته نشان می‌دهد، بسیاری از کشورها بازار سهام ویژه‌ای برای شرکت‌های کوچک و متوسط ایجاد کرده‌اند. با وجود این، تأمین مالی از طریق اختصاص بازار ویژه به اوراق بدهی شرکت‌های کوچک و متوسط، در کشورهای معدودتری صورت می‌گیرد.

در ادامه، پیشنهادهای اصلاحی برای گسترش تأمین مالی بنگاه‌های کوچک و متوسط از طریق بازار سرمایه در ایران ارائه شد. شایان ذکر است، برخی از این پیشنهادها بین بازارهای ویژه شرکت‌های کوچک و متوسط و بازار اصلی مشترک هستند که به این موضوع در پیشنهاد اشاره شده است.

اغلب پیشنهادها ارائه شده، مستخرج از مطالعه صورت گرفته در این تحقیق، مطالعه مرکز پژوهش و توسعه اسلامی سازمان بورس و اوراق بهادار، مطالعه شرکت فرابورس ایران در مورد آسیب‌شناسی بازار شرکت‌های کوچک و متوسط و دو مطالعه مستقلی است که سازمان همکاری‌های اقتصادی و توسعه در مورد بازار سهام و اوراق بدهی شرکت‌های کوچک و متوسط انجام داده است.

بر این اساس، پیشنهادهای این گزارش به سه بخش پیشنهادهای کلی مربوط به بازار سهام و اوراق بهادار، پیشنهادهای مخصوص بازار سهام و پیشنهادهای مخصوص بازار اوراق بدهی تقسیم شده که در ادامه ارائه می‌شود.

۱. پیشنهادهای کلی

الف) ایجاد کارگروه در شناسایی موانع و پیشنهاد رفع مشکلات

دولت می‌تواند با راه‌اندازی کارگروه ویژه برای تأمین مالی بنگاه‌های کوچک و متوسط به‌سبب تأمین مالی این بنگاه‌ها کمک کند. وظیفه این کارگروه، شناسایی و رفع موانع تأمین مالی بنگاه‌های کوچک و متوسط خواهد بود. برای مثال، کارگروه تأمین مالی بنگاه‌های کوچک و متوسط در آمریکا، توصیه‌های مختلفی را برای توسعه پذیرش این بنگاه‌ها شامل دسترسی بهتر این بنگاه‌ها به اطلاعات و شفافیت بیشتر برای سرمایه‌گذاران، مشوق‌های مالیاتی برای خرید و نگهداری سهام بنگاه‌ها و آموزش بنگاه‌ها برای آشنایی با تأمین مالی از طریق بازار سرمایه برقرار کرده است. در اروپا نیز کارگروه مشابهی توسط فدراسیون بورس‌های اوراق بهادار اروپا^۱ به‌وجود آمده است (Daniela Peterhoff, John Romeo, & Paul Calvey, 2014, p 11).

ب) ابزارهای مالی و مشوق‌های مالیاتی

دولت می‌تواند از طریق ابزارهای مالی نیز از بنگاه‌ها حمایت کند. این حمایت می‌تواند شامل تخفیف مالیاتی برای کارآفرینانی که سهام خود را در بازار کوچک و متوسط به فروش می‌رسانند، تخفیف مالیاتی برای سهام بنگاه‌های کوچک و متوسط و تخفیف در هزینه‌ها^۲ برای سهام این بنگاه‌ها باشد. علاوه بر این، فرهنگ سرمایه‌گذاری و همچنین توجه بیش از اندازه شرکت‌ها به تقسیم سود جهت جلب رضایت سرمایه‌گذاران موجب شده است تا شرکت‌ها تمایل به توزیع سود تقسیمی با درصدهای بالا داشته باشند. نگهداشت منابع داخلی جهت طرح‌های توسعه و... موجب کاهش تقاضا برای دریافت تسهیلات و یا انتشار اوراق یا افزایش سرمایه شرکت‌ها می‌شود و بالتبع سرمایه‌گذاران نیز از عایدی سرمایه‌ای حاصل شده بهره خواهند برد. در این میان باید برای شرکت‌ها مشوق‌هایی وجود داشته باشد تا نسبت به نگهداشت سرمایه و عدم توزیع آن (و متعاقباً توجیه سرمایه‌گذاران در مجامع عمومی) اقدام نمایند.

ج) تشکیل شورای هماهنگی ثبات مالی برای کنترل عوامل مؤثر بر بازارهای مالی

بازارهای مالی با یکدیگر ارتباط تنگاتنگ دارند و تصمیم‌گیری در یکی از این بازارها بر بازارهای دیگر نیز تأثیرگذار است. بنابراین، به‌نظر می‌رسد ایجاد شورایی ناظر بر سه بازار پول، سرمایه و بیمه که مخاطرات و تصمیمات در هریک از بازارها را رصد کرده و در مورد ریسک‌های سیستماتیک تصمیم‌گیر باشد، ضروری

1. Federation of European Securities Exchanges (FESE).

2. Stamp Duty Exemption



است. وظایف و اختیارات این شورا باید مشتمل بر پایش ریسک فراگیر بازارهای مالی، هماهنگ‌سازی تصمیمات کلان مالی کشور، تعیین سقف اوراق بهادار قابل انتشار دولتی و نهادهای عمومی غیردولتی باشد.

د) ارتقای سطح سواد مالی

با توجه به بانک‌محور بودن نظام اقتصادی ایران، غالباً تأمین سرمایه در گردش از طریق نظام بانکی صورت می‌گیرد، فعالان اقتصادی و بنگاه‌های اقتصادی خرد و کارآفرینان نسبت به تأمین مالی از طریق بازار سرمایه و ابزارهای این بازار آشنایی کافی ندارند؛ همچنین برخی از مدیران در ارکان اجرایی کشور، شناخت کافی و دقیقی از ابزارهای تأمین مالی و مزایا و فرصت‌های آن ندارند؛ لذا در تدوین بودجه آن نهاد یا شرکت و تصمیم‌گیری درخصوص ساختار سرمایه، به ابزارهای بازار سرمایه و راهکارهای این بخش توجهی نمی‌شود. این عدم آگاهی در میان شرکت‌های کوچک و متوسط و کارآفرینان بیش از سایر شرکت‌هاست. در این راستا راهکار پیشنهادی معرفی شرکت‌های دارای صلاحیت حضور در بازار سرمایه یا دارای قابلیت تأمین مالی از بازار سرمایه ازسوی اتاق‌های بازرگانی و سازمان صنایع کوچک و شهرک‌های صنعتی ایران، قابلیت ارتقای سطح سواد مالی و امکان ایجاد آشنایی لازم با بازار سرمایه وجود دارد. علاوه بر این، تدوین سند ملی سواد مالی که تمامی حوزه‌های مالی را دربرگیرد از راهکارهای بلندمدتی است که ضمن هدفگذاری ارتقای سطح سواد مالی عموم مردم، می‌تواند صاحبان مشاغل را نیز مورد هدف قرار دهد. بنابراین، ارتقای سطح سواد مالی صاحبان بنگاه‌ها و همچنین سرمایه‌گذاران، از سیاست‌گذاری‌های بلندمدتی است که هم در مورد تأمین مالی بنگاه‌های کوچک و متوسط و هم در سایر حوزه‌ها تأثیرگذار خواهد بود.

۲. پیشنهادهای ناظر به بازار سهام

در مورد بازار سهام شرکت‌های کوچک و متوسط، دو گروه پیشنهاد مطرح می‌شود:

۱. پیشنهادهای مشترک بین بازار این شرکت‌ها و بازار شرکت‌های بزرگ، شامل:

- الف) ایجاد پنجره واحد سازمان بورس و اوراق بهادار و اداره ثبت شرکت‌ها،
- ب) اصلاح قانون تجارت جهت تسهیل در فرایند افزایش سرمایه و تبدیل شرکت‌ها (در مورد شرکت‌های کوچک و متوسط تسهیل در تبدیل این شرکت‌ها به شرکت‌های سهامی عام)،
- ج) تسهیل و توسعه خدمات حمایتی بورس‌ها (شامل خدمات حسابرسی و مشاوره حقوقی) به شرکت‌های کوچک و متوسط.

۲. پیشنهادهای ناظر بر اصلاح بازار خاص شرکت‌های کوچک و متوسط، مشتمل بر:

- الف) تسهیل در مقررات در مورد قواعد افشا، پذیرش و حاکمیت شرکتی این شرکت‌ها،
- ب) حذف محدودیت معاملات سهام این بنگاه‌ها توسط سرمایه‌گذاران نهادی،
- ج) وضع مشوق‌های مالیاتی برای بنگاه‌هایی که در این بازار پذیرش می‌شوند.

الف) ایجاد ارتباط الکترونیکی بین سازمان بورس و اوراق بهادار و اداره ثبت شرکت‌ها

با توجه به اینکه مجوز تأسیس و افزایش سرمایه، یکبار ازسوی سازمان بورس و اوراق بهادار و یکبار ازسوی اداره ثبت شرکت‌ها ارائه می‌شود، به‌نظر می‌رسد طی شدن فرایند ثبت مورد نظر، قابلیت ادغام و یکپارچه‌سازی دارد؛ به‌طوری که سازمان بورس و اوراق بهادار می‌تواند نسبت به صدور مجوز ثبت و اطلاع‌رسانی به اداره ثبت شرکت‌ها اقدام نماید. ازسوی دیگر، با توجه به اینکه تعداد شرکت‌های بورسی که طی یک سال قصد افزایش سرمایه داشته باشند اندک است، پیشنهاد می‌شود بین سازمان بورس و اوراق بهادار و اداره ثبت شرکت‌ها ارتباط الکترونیکی برقرار شود تا با یکپارچه و هم‌زمان شدن فرایند اخذ مجوز از سازمان و ثبت، نسبت به تسریع در فرایند افزایش سرمایه اقدام شود. این مهم یا باید از طریق قانونگذاری و معاف کردن شرکت‌های ثبت شده نزد سازمان از ثبت نزد اداره ثبت شرکت‌ها یا هماهنگی بین قوه قضائیه و وزارت امور اقتصادی و دارایی حاصل شود. در صورت این هماهنگی می‌توان انتظار کاهش زیادی در زمان انجام فرایند افزایش سرمایه داشت. شایان ذکر است که نحوه اجرای این پیشنهاد و الزامات ناظر بر هماهنگی‌های بین دستگاهی نیازمند بررسی دقیق و همه‌جانبه ازسوی سازمان‌های ذی‌صلاح است.

ب) اصلاح قانون تجارت جهت کاهش و یا تسهیل فرایندهای ثبت و تبدیل شرکت‌ها

با توجه به زمان‌بر بودن فرایند تأسیس و افزایش سرمایه شرکت‌های سهامی عام (برای مثال مهلت ۶۰ روزه و تمدید ۳۰ روزه برای شروع دوره پذیرهنویسی) اصلاح قانون تجارت جهت تسهیل این امور لازم است. پیشنهاد می‌شود در لایحه اصلاح قانون تجارت که در مجلس شورای اسلامی در دست بررسی است، فرایندهای ثبت و تبدیل شرکت به‌گونه‌ای برنامه‌ریزی شود که امکان تغییرات در کمترین زمان ممکن و با کمترین هزینه امکان‌پذیر باشد.

ج) اقدامات لازم برای کاهش هزینه مبادله

سازمان بورس به‌عنوان نهاد ناظر و بورس‌ها به‌عنوان نهادهای اجرایی می‌توانند علاوه بر ایجاد زمینه‌ای جهت انتشار اوراق بهادار توسط بنگاه‌های کوچک و متوسط کارهای دیگری نیز برای بنگاه‌های کوچک و متوسط انجام دهند. آنها می‌توانند بنگاه‌ها را به انواع مختلف سرمایه‌گذاران (مانند فرشتگان کسب‌وکار، سرمایه‌گذاران جسور و سرمایه‌گذاران خصوصی) مرتبط کنند. علاوه بر این، بورس‌ها می‌توانند دسترسی بنگاه‌ها را به خدمات حرفه‌ای فرعی فراهم کنند. این خدمات می‌تواند شامل هماهنگی و مدیریت ذی‌نفعان، نگارش طرح‌های توجیهی سرمایه‌گذاری، توسعه سرمایه‌گذاری، اطلاع‌رسانی در مورد فرایند عرضه اولیه سهام و مواردی از این دست باشد.

علاوه بر این بورس می‌تواند دسترسی بنگاه‌ها را به حسابرسان و مشاوران حقوقی تسهیل کند. کمکی که بورس به بنگاه‌های کوچک و متوسط می‌کند نه تنها برای این بنگاه‌ها ارزشمند است، بلکه به دلیل افزایش کیفیت گزارشگری مالی این بنگاه‌ها، برای سرمایه‌گذاران نیز ارزش دارد. یکی از مهم‌ترین موانع در سرمایه‌گذاری در بنگاه‌های کوچک و متوسط، فقدان اطلاعات مورد نیاز سرمایه‌گذاران است. برای



رفع این مشکل، بورس می‌تواند از طریق بررسی مستقیم اطلاعات عملکرد شرکت و یا مرتبط کردن سرمایه‌گذاران با منابعی که چنین داده‌هایی را در اختیار دارند، عمل کند.

۳. پیشنهادهای ناظر به بازار اوراق مالی اسلامی (صکوک)

پیشنهادهای عمومی برای تأمین مالی از طریق انتشار اوراق عبارتند از: عدم تعیین محدودیت در تعیین نرخ اسمی سود اوراق، استفاده از مؤسسات رتبه‌بندی اعتبار و حذف ارکان زائد در انتشار اوراق که منجر به کاهش هزینه‌ها خواهد شد، ایجاد صندوق ضمانت صکوک و انتشار اوراق با ضمانت اشخاص غیر از بانک‌ها. پیشنهادهای اختصاصی شرکت‌های کوچک و متوسط عبارتند از: راه‌اندازی پایگاه داده‌های شرکت‌های کوچک و متوسط، ایجاد پلتفرم اختصاصی برای مبادله اوراق این بنگاه‌ها و ابزارسازی و نهادسازی جدید به‌نحوی که شرکت‌های تأمین سرمایه بتوانند به‌طور غیرمستقیم اقدام به تأمین مالی بنگاه‌های کوچک و متوسط نمایند (مانند اوراق وکالت).

الف) عدم تعیین محدودیت در تعیین نرخ اسمی سود اوراق

در مورد تعیین نرخ اوراق بهادار، دو محدودیت وجود دارد:

محدودیت نخست ابلاغ بانک مرکزی به اشخاص تحت نظارت خود است. بر این اساس، بانک‌ها نمی‌توانند اوراقی را ضمانت کنند که نرخ سود آنها بیشتر از ۱۸ درصد است. این محدودیت از آنجا اهمیت دارد که بانک‌ها و مؤسسات اعتباری، مهم‌ترین نهادهای ضامن در بازار سرمایه هستند و تضمین‌های جایگزین، مانند شرکت‌های تأمین سرمایه و شرکت‌های بیمه تحت نظارت بانک مرکزی توان تضمین اوراق در سطح بالا را ندارند.

دومین محدودیت، مصوبه شورای عالی بورس و اوراق بهادار است که براساس آن حداکثر نرخ سود اوراق نباید بیش از ۳ درصد نرخ اعلامی بانک مرکزی برای ضمانت اوراق توسط بانک‌ها، باشد. این محدودیت منجر به عدم تناسب میان نرخ بازده و ریسک‌های اوراق می‌شود و از طرف دیگر موجب ایجاد بازار غیرشفافی می‌شود که برخی از بازیگران آن طالب سود بالاتری هستند که بر روی اوراق این نرخ ممکن نیست. این محدودیت‌ها منجر به عدم کارایی انواع مختلف اوراق تأمین مالی می‌شود.

علاوه بر این، براساس نظرخواهی که از فعالان بازار سرمایه به‌عمل آمده عمده نارضایتی در عرصه انتشار اوراق تأمین مالی، وجود رکن ضامن و هزینه‌های بالای این رکن است. بر این اساس پیشنهاد می‌شود، تعیین نرخ توسط عوامل انتشار (مانند شرکت‌های تأمین سرمایه) و مبتنی بر ریسک اوراق تعیین شود تا ضمن ایجاد تفاوت در بین انتشار انواع اوراق بهادار، ناشر نیز نسبت به بررسی هزینه و فرصت انتشار انواع اوراق ترغیب شود. ورود غیردستوری شورای عالی بورس و اوراق بهادار و بانک مرکزی به تنظیم‌گری نرخ سود در این بازار به‌صورت هماهنگ توصیه می‌گردد.

ب) ایجاد پایگاه داده متمرکز برای بنگاه‌های کوچک و متوسط و استفاده از مؤسسات رتبه‌بندی اعتبار در انتشار اوراق

پایگاه داده‌ها و رتبه‌بندی متمرکز برای بنگاه‌های کوچک و متوسط، سرمایه‌گذاری در این بنگاه‌ها را شفاف خواهد کرد. اطلاعات مجتمع در این پایگاه از طریق اجزای مختلف دولت قابل جمع‌آوری و سپس قابل ارزیابی توسط شخص ثالث و در نتیجه ارائه گزارش رتبه‌بندی اعتباری است. لازم است اطلاعات مزبور، در پایگاه اطلاع‌رسانی خاصی به سرعت قابل دسترسی و قابل ارزیابی برای سرمایه‌گذاران باشد. در قوانینی که اخیراً به تصویب رسیده‌اند، به نقش مؤسسات رتبه‌بندی اعتبار در بازار سرمایه توجه شده است. بر این اساس، یکی از روش‌های کاهش هزینه‌های انتشار اوراق بهادار، الزام بر رتبه‌بندی اوراق توسط شرکت‌های رتبه‌بندی و ایجاد امکان حذف رکن ضامن و حذف اخذ وثیقه و انتقال ریسک به سرمایه‌گذار است. در صورت انجام این اقدام، هزینه‌های تأمین مالی از طریق انتشار اوراق نیز کاهش می‌یابد.

ج) ایجاد سازوکارها و اصول ویژه شرکت‌های کوچک و متوسط

با توجه به نتایج مطالعات در کشورهای مختلف در بسیاری از کشورها بازارها یا پلتفرم‌های ویژه‌ای توسط بورس‌ها برای مبادله سهام و اوراق بهادار منتشره توسط شرکت‌های کوچک و متوسط ایجاد شده است، لذا پیشنهاد می‌شود:

۱. بازار شرکت‌های کوچک و متوسط فرابورس ایران توسعه یافته و محدودیت‌های مربوط به نقل و انتقال سهام این شرکت‌ها برداشته شود.

۲. تابلو و بازار خاص معامله اوراق بهادار (صکوک) شرکت‌های کوچک و متوسط ایجاد شود.

۳. قوانین و مقررات ویژه‌ای برای انتشار اوراق بهادار توسط شرکت‌های کوچک و متوسط توسط سازمان بورس با در نظر گرفتن ویژگی‌های این بنگاه‌ها و سهولت تأمین مالی این بنگاه‌ها وضع شود.
۴. با استفاده از مؤسسات رتبه‌بندی اعتبار، تضمین اوراق منتشره توسط شرکت‌های کوچک و متوسط اختیاری بوده و انتشار اوراق این شرکت‌ها بر مبنای رتبه اعتباری انجام شده و ریسک ناشی از سرمایه‌گذاری به سرمایه‌گذاران منتقل شود.

۵. نرخ اوراق منتشر توسط این بنگاه‌ها به وسیله بازار تعیین شود و هرگونه دخالت دستوری در نرخ‌گذاری این اوراق از سوی نهادهای ناظر ممنوع گردد.

۶. در انتشار اوراق در مورد این شرکت‌ها، ایجاد سازوکارها و ابزارهای مناسب جهت کاهش ریسک‌های سیستمی و تناسب تضامین با تعهدات ناشران کوچک و متوسط در مقابل سرمایه‌گذاران لازم است.

۷. بورس‌ها سامانه‌های ارتباط مستقیم بین سرمایه‌گذاران و سرمایه‌پذیران از جمله تأمین مالی جمعی، مدل بازاری و مدل حراج را طراحی و پلتفرم‌های لازم را تهیه کنند.



د) متناسب سازی ارکان با نوع اوراق

برخی از اوراق دارایی پایه‌ای دارند که مالکیت آن به نهاد واسط منتقل شده و در طول دوره انتشار و در صورت نکول بانی، قابل دسترسی است. همچنین شرایط برخی از اوراق با ریسک کمتری همراه است که می‌تواند متناسب با نوع انتشار، تعداد ارکان انتشار کاهش یا افزایش یابد. این موضوع نیز غیر از تعداد ارکان، هزینه‌های تأمین مالی را نیز دستخوش تغییر قرار می‌دهد. بنابراین پیشنهاد می‌شود انتشار اوراق بهادار توسط شرکت‌های کوچک و متوسط با انتخابی شدن ارکان انتشار و با معرفی اوراق به سرمایه‌گذاران صورت پذیرد.

ه) ایجاد صندوق ضمانت صکوک

یکی از روش‌های ضمانت اوراق بهادار شرکت‌های کوچک و متوسط، ایجاد صندوق ضمانت صکوک است. در این حالت، ذی‌نفعان انتشار صکوک نسبت به سرمایه‌گذاری در صندوق به صورت دوره‌ای اقدام می‌کنند. منابع این صندوق از ناشران تأمین شده و در صورت نکول ناشر، تعهدات وی از طریق این صندوق ایفا خواهد شد.

و) انتشار اوراق با ضمانت سایر اشخاص به غیر از بانک‌ها و مؤسسات اعتباری

به دلیل اینکه بانک مرکزی هرساله نرخ اوراق بهاداری که قابل پذیرش عاملیت، بازارگردانی و تضمین توسط بانک‌ها و مؤسسات اعتباری است را اعلام می‌کند (در سال ۱۳۹۸ این نرخ ۱۸ درصد بوده است)، عملاً امکان استفاده از بانک‌ها و مؤسسات برای ناشران اوراق محدود می‌شود. بنابراین، به نظر می‌رسد سازوکارهای دیگری که در دستورالعمل‌های بازار سرمایه پیش‌بینی شده^۱ می‌تواند در این زمینه راهگشا باشد و نظر به اهمیت تضمین اوراق منتشره بنگاه‌های کوچک و متوسط، می‌توان شرکت‌های بیمه تحت نظارت بیمه مرکزی، شرکت‌های تأمین سرمایه یا شرکت‌های سرمایه‌گذاری را ملزم به ارائه خدمات ضمانت این اوراق کرد.

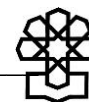
ز) ابزارسازی و نهادسازی

ابزارسازی و نهادسازی هم می‌تواند یکی دیگر از راه‌هایی باشد که تأمین مالی بنگاه‌های کوچک و متوسط را تسهیل می‌کند. به عنوان مثال می‌توان به استفاده از اوراق و کالت برای این منظور اشاره کرد. علاوه بر این می‌توان نهادهای مالی جدید مانند تأمین سرمایه با موضوع اصلی تأمین مالی شرکت‌های کوچک و متوسط راه‌اندازی کرد. این تأمین سرمایه می‌تواند با تمرکز بر تأمین مالی این بنگاه‌ها، بخشی از مشکلات ایشان را مرتفع نماید. در جدول زیر، مهم‌ترین اقدامات قابل توصیه به منظور توسعه تأمین مالی شرکت‌های کوچک و متوسط از طریق بازار سرمایه، با ذکر نهاد متولی این اقدامات به صورت خلاصه ذکر شده است:

۱. به عنوان مثال، ماده (۵) «دستورالعمل انتشار اوراق اجاره» مصوب شورای عالی بورس و اوراق بهادار ۱۳۹۰، مقرر می‌دارد: «ماده پنج: ضامن توسط بانی و با تأیید سازمان صرفاً از میان بانک‌ها، مؤسسات مالی و اعتباری تحت نظارت بانک مرکزی جمهوری اسلامی ایران، بیمه‌های تحت نظارت بیمه مرکزی جمهوری اسلامی ایران، شرکت‌های تأمین سرمایه، شرکت‌های سرمایه‌گذاری، نهادهای عمومی و شرکت‌ها و مؤسسات دولتی انتخاب می‌شود».

جدول ۱۲. اقدامات لازم برای تأمین مالی واحدهای تولیدی کوچک و متوسط از بازار سرمایه

متولی	اقدام
وزارت امور اقتصادی و دارایی	شناسایی و رفع موانع تأمین مالی بنگاه‌های کوچک و متوسط
وزارت امور اقتصادی و دارایی	معافیت یا تشویق مالیاتی برای شرکت‌هایی که سود خود را به‌جای توزیع میان سهامداران، سرمایه‌گذاری می‌کنند
مجلس شورای اسلامی یا ریاست‌جمهوری	تشکیل شورای ثبات مالی با هدف رصد و مهار مخاطرات مالی مؤثر در بازارهای پولی، مالی و بیمه
سازمان بورس، صداوسیما و آموزش و پرورش	ارتقای سطح سواد مالی صاحبان بنگاه‌ها و عموم مردم
رؤسای قوای مجریه و قضائیه	ایجاد ارتباط الکترونیکی بین سازمان بورس و اوراق بهادار و اداره ثبت شرکت‌ها
مجلس شورای اسلامی	اصلاح قانون تجارت برای تسهیل فرایند ثبت، تأسیس، تبدیل و تغییرات شرکت‌های سهامی با کمترین زمان ممکن و هزینه
شورای عالی بورس	تسهیل انتشار و معامله انواع اوراق بهادار توسط بنگاه‌های کوچک و متوسط
سازمان بورس	ایجاد سامانه‌های ارتباط مستقیم سرمایه‌گذاران و سرمایه‌پذیران از جمله تأمین مالی جمعی، مدل بازاری و مدل حراج
سازمان بورس و بورس‌ها	معرفی و متصل کردن بنگاه‌های کوچک و متوسط به انواع سرمایه‌گذاران (فرشتگان، خطرپذیران و خصوصی)
سازمان بورس و شرکت‌های تأمین سرمایه و مشاوره سرمایه‌گذاری	ارائه خدمات حقوقی، مالی، مشاوره سرمایه‌گذاری، نگارش طرح توجیهی، اطلاع‌رسانی و... به بنگاه‌های کوچک و متوسط
سازمان بورس	همه‌پندگی و مدیریت ذی‌نفعان بنگاه‌های کوچک و متوسط
شورای عالی بورس	ایجاد زمینه انتشار اوراق توسط بنگاه‌های کوچک و متوسط با حذف رکن ضامن و حذف اخذ وثیقه از شروط انتشار این اوراق و انتقال ریسک آن به سرمایه‌گذار
شورای عالی بورس	ایجاد صندوق ضمانت صکوک و انتشار اوراق با ضمانت اشخاص غیر از بانک‌ها
شورای عالی بورس	حذف مصوبه شورای عالی بورس درباره محدودیت حداکثر نرخ سود اوراق بیش از ۳ درصد نرخ سود سالیانه سپرده‌های بانکی و تعیین نرخ توسط عوامل انتشار مبتنی بر ریسک اوراق
شورای عالی بورس، سازمان بورس و اوراق بهادار	الزام بر رتبه‌بندی اوراق بدهی بنگاه‌های کوچک و متوسط توسط مؤسسات رتبه‌بندی اعتبار
سازمان بورس	راه‌اندازی پایگاه داده‌های بنگاه‌های کوچک و متوسط
شورای عالی بورس	حذف محدودیت‌های نقل و انتقال سهام شرکت‌های کوچک و متوسط در فرابورس ایران
شورای عالی بورس، سازمان بورس و اوراق بهادار	ایجاد بازار خاص معامله اوراق بهادار بدهی شرکت‌های کوچک و متوسط
شورای عالی بورس، سازمان بورس و اوراق بهادار	انتخابی شدن ارکان انتشار اوراق بهادار توسط شرکت‌های کوچک و متوسط و با معرفی اوراق به سرمایه‌گذاران
شورای عالی بورس، سازمان بورس و اوراق بهادار	ابزارسازی و نهادسازی برای تأمین مالی بنگاه‌های کوچک و متوسط



1. Daniela Peterhoff, John Romeo, & Paul Calvey. (2014). *TOWARDS BETTER CAPITAL MARKETS SOLUTIONS FOR SME FINANCING*. New York: Oliver Wyman financial services.
2. *Financing of SMEs through Capital Markets in Emerging Market Countries*. UK: ICSA Emerging Markets Committee, 2013.
3. Rutman, J. I., Pollner, J. D., Mustafaoglu, Z., & Hentschel, J. S. (2017). *Argentina - Assessment of capital market mechanisms for financing of SMEs (English)*. Washington: Word Bank.
4. Wehinger, I. K. (2016). *Opportunities and limitations of public equity markets for SMEs*. OECD Journal: Financial Market Trends.
۵. الگوی تأمین مالی بنگاه‌های کوچک و متوسط، تهران، ۱۳۹۱.
۶. رحیمی‌فر، س. م و اسلامی بیدگلی، س. مدلی نوین با استفاده از ابزار صکوک به منظور تأمین مالی شرکت‌ها و پروژه‌های اندازه متوسط، مجموعه مقالات پنجمین کنفرانس توسعه نظام تأمین مالی در ایران، ۱۳۹۱.
۷. گزارش آسیب‌شناسی پذیرش در بازار *SME*. تهران، شرکت فرابورس ایران، ۱۳۹۷.
۸. معمارنژاد، ع.، پهلوانی، ع و سلامت‌بخش، ع. تأمین مالی بنگاه‌های کوچک و متوسط، مبانی نظری و راهنمای کاربردی. تهران، نور علم، ۱۳۹۷.
۹. کاربرد فکتورینگ در تأمین مالی بنگاه‌ها و معرفی شیوه‌های تأمین مالی مبتنی بر قرارداد، دفتر مطالعات اقتصادی مرکز پژوهش‌های مجلس، شماره مسلسل ۱۶۴۱۷، اردیبهشت‌ماه ۱۳۹۸.
۱۰. بررسی ویژگی‌های هرکدام از صنایع موجود در بورس و ارائه راهکارهای مناسب برای تأمین مالی، بورس اوراق بهادار تهران، معاونت توسعه، مدیریت تحقیق و توسعه، تیرماه ۱۳۹۴.
۱۱. الگوی تأمین مالی بنگاه‌های کوچک و متوسط، ۳. توسعه صنعت سرمایه‌گذاری خطرپذیر در ایران، شماره مسلسل ۱۴۴۴۴، دفتر مطالعات اقتصادی مرکز پژوهش‌های مجلس شورای اسلامی، ۱۳۹۴/۶/۲۴.
۱۲. کتابچه بازار شرکت‌های کوچک و متوسط، مرکز تحقیقات شرکت فرابورس ایران، پایگاه اطلاع‌رسانی <https://www.ifb.ir>
۱۳. دستورالعمل اجرایی نحوه انجام معاملات سهام و حق تقدم خرید سهام در بازار شرکت‌های کوچک و متوسط فرابورس ایران.
۱۴. مدلی نوین با استفاده از ابزار صکوک به منظور تأمین مالی شرکت‌ها و پروژه‌های اندازه متوسط (*SME*)، سید محمدایمان رحیمی‌فر و سعید اسلامی بیدگلی، مجموعه مقالات پنجمین کنفرانس توسعه نظام تأمین مالی در ایران، ۱۳۹۱.
۱۵. گزارش عملکرد قانون رفع موانع تولید رقابت‌پذیر و ارتقای نظام مالی کشور در حوزه بازارهای مالی، شماره مسلسل ۱۶۳۶۳، اسفندماه ۱۳۹۷، مرکز پژوهش‌های مجلس شورای اسلامی.
۱۶. الگوی تأمین مالی بنگاه‌های کوچک و متوسط، ۶. تأمین مالی جمعی: مفاهیم، مدل‌ها و ملاحظات قانونگذاری، شماره مسلسل ۱۴۸۸۶، دفتر مطالعات اقتصادی مرکز پژوهش‌های مجلس شورای اسلامی، ۱۳۹۵/۳/۲۶.
۱۷. «دستورالعمل تأمین مالی جمعی» مصوب ۱۳۹۷/۲/۲۵ شورای عالی بورس و اوراق بهادار.



مرکز پژوهش‌ها
مجلس شورای اسلامی

شناسنامه گزارش

شماره مسلسل: ۱۶۶۷۷

عنوان گزارش: موانع و راهکارهای تأمین مالی بنگاه‌های کوچک و متوسط از طریق بازار سرمایه

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

تهیه و تدوین: سیدمحمد رضا حسینی

همکار: محمدمهدی مؤمن‌زاده

ناظران علمی: سیدامیر سیاح، موسی شهیازی غیائی، سیدعلی روحانی

اظهار نظر کنندگان: سیدمحمد رضا سیدنورانی، محمدامین صلواتیان

ویراستار تخصصی: مریم احمدیان

واژه‌های کلیدی:

۱. بنگاه کوچک و متوسط

۲. تأمین مالی

۳. بازار سرمایه

۴. سهام

۵. صکوک



تاریخ انتشار: ۱۳۹۸/۷/۲۳