

تحقیق و توسعه

شماره گزارش: ۱۲/۹۳/۴

تاریخ آخرین ویرایش: ۱۳۹۳/۱۱/۵

تأمین مالی شرکتهای کوچک و متوسط در بازار سرمایه
مطالعات تطبیقی و راهکار پیشنهادی

۱. مقدمه

آنچه که امروز در فرآیند تولید تا توزیع از اهمیت ویژه ای برخوردار است، اتصال حلقه‌های زنجیره عرضه از جمله شرکت‌های کوچک و متوسط^۱ (SMEs) به صنایع مربوط و توزیع تولید نهایی هر بنگاه در جریان عظیم تولید تا محصول نهایی در حوزه داخلی و بین المللی است. شرکت‌های کوچک و متوسط 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 فن‌آوری می‌گردند. ملاحظات 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 دارند که بخش عمده ای از تولید ناخالص داخلی آنها ناشی از فعالیت شرکت‌های کوچک و متوسط می‌باشد.

مسئله اساسی در برابر ویژگی‌های منعطف و برجسته شرکت‌های کوچک و متوسط در ایران، سهم این شرکت‌ها از تأمین مالی در مسیر تولید است. با توجه به ریسک‌پذیری تشکیل سرمایه در این بنگاه‌ها، جذب سرمایه با موانعی روبرو می‌شود. تعبیه راهکارهای تأمین منابع مالی از طریق بازار سرمایه پس از تعریف معین از این شرکت‌ها در کشورهای مختلف جهان، از اوایل دهه ۹۰ میلادی آغاز شده است به نحوی که هم اکنون در بسیاری از کشورهای پیشرفته و نوظهور، بازارهای منسجم و قانون مندی در قالب بازار سهام شرکت‌های کوچک و متوسط استقرار یافته و رویه‌های متناظر با پذیرش و انجام معاملات سهام این بنگاه‌ها مقرر گردیده است.

در بسیاری از کشورهای جهان از جمله انگلستان، ژاپن، اندونزی، کانادا و غیره، 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 ندارد و هر کشوری با توجه به شرایط خاص خود، تعریفی از این بنگاه‌ها ارائه کرده است.

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 بوجود آمده است که وظیفه آن گسترش و رشد یک بازار حرفه ای 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 بیان مطالعات تطبیقی در خصوص تأمین مالی شرکت‌های کوچک و متوسط در 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.

^۱ Small and Medium Enterprises

موضوع	بنگاه‌های کوچک و متوسط	بنگاه‌های بزرگ
مدیریت	بروکراسی پایین، مدیریت پویا و کارآفرینانه با بهره‌گیری از فرصت‌های جدید در فعالیت‌های ریسک‌پذیر	مدیران متخصص اما دور از فرآیند تولید از دیدگاه ساختار سازمانی
ارتباطات درونی	شبکه‌های درونی کارا و غالباً غیر رسمی، توانایی تغییر و تطبیق سریع حسب شرایط درونی	ارتباطات درون بطنی و کند که غالباً منجر به عدم واکنش به تهدیدات و فرصت‌های بیرونی می‌گردد.
ارتباطات بیرونی	خلاقیت جهت تشخیص و نبود منابع برای به‌کارگیری فرصت‌های علمی و تکنولوژیکی	توانایی مالی در کسب تکنولوژی‌های مناسب و دسترسی اطلاعاتی بهینه به خاطر بزرگ بودن حیطه فعالیت و ارتباطات بیرونی قوی
تأمین مالی	ریسک بالا و مشکلات عمده در جذب سرمایه، عدم اتصال به بازار سرمایه، کمبود نقدینگی	توانایی جذب سرمایه از بازارهای مالی و امکان ایجاد تنوع در سبد سرمایه‌گذاری بدون مشکل نقدینگی
صرفه‌های ناشی از مقیاس و رویکردهای نظام‌مند	عدم توانایی مالی و تجهیزاتی تشکیل خطوط تولید و ساختار تولیدی یکپارچه و در نتیجه بروز مانع برای ورود به بازار	توانایی منتفع شدن از صرفه‌های ناشی از مقیاس با سرمایه‌گذاری مناسب در تحقیق و توسعه، بازیابی و تولید
رشد	عدم دسترسی کافی به منابع بیرونی	توانایی توسعه مالی تولید بنیان

جدول ۱: مقایسه شرکت‌های کوچک و متوسط با بنگاه‌های بزرگ

شاخص %	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	-

جدول ۲: شاخص‌های مربوط به فعالیت شرکت‌های کوچک و متوسط در کشورهای مختلف جهان^۲

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

بر اساس شرایط خاص اقتصادی، فرهنگی و سطح توسعه فن‌آوری 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 سیستم پولی و در برخی

^۲ منبع: شهبازی غیائی، موسی. "توسعه کسب و کارهای کوچک و متوسط در ایران؛ راهکارها و پیشنهادات سیاستی". فصلنامه راهبرد یاس، تابستان ۱۳۹۱، شماره ۳۰.

دیگر از طریق بازار سرمایه صورت می‌پذیرد. اغلب کشورهای مطرح در حال توسعه در جهان از جمله کشورهای آسیایی نوظهوری چون هند و کره بازار مجزایی در بورس‌های سهام خود برای پذیرش و انجام معاملات سهام شرکت‌های کوچک و متوسط با شرایط و تسهیلات خاص ایجاد نموده‌اند. در ادامه مطالعات تطبیقی از وضعیت SMEها و نحوه تأمین مالی و سرمایه‌گذاری در آنها در دو بخش ارائه می‌گردد.

۲.۱. 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 SMEها 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 می‌باشد:^۳

- **نیازمندی‌های قانونی:** مدارک ثبت شرکت از لحاظ قانونی توسط ناشر می‌بایست فراهم شود.
- **ثبت:** ناشر باید مدارک لازم برای ثبت اوراق بهادار در حوزه بورس را ارائه دهد.
- **قابلیت و شایستگی:** ناشر می‌بایست 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 می‌بایست افزایش سرمایه خود را از طریق یک عرضه اولیه عمومی تأمین نماید.
- **امیدنامه:** ناشر می‌بایست حداقل ۱۴ روز قبل از عرضه عمومی امیدنامه‌ای مورد تأیید بورس سهام ترینیداد و توباگو به ثبت برساند.
- **توزیع عمومی:** برای عرضه اولیه، شرکت ناشر باید حداقل ۲۵ نفر که صاحب سهام حداقل ۳۰٪ منتشر شده می‌باشند، داشته باشد. این سهامداران نباید با مدیران یا افراد وابسته به هیات 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 ترینیداد 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 می‌بایست حداقل دو عضو مستقل غیر اجرایی داشته باشد.

همچنین مدارک لازم برای پذیرش شرکت کوچک و متوسط در بورس این کشور به شرح زیر است:

۱- نام ناشر

۲- ISIN^۴ (اگر موجود است)

^۳ TTSE Small and Medium Enterprise Market Listing Requirements. August ۲۰۱۲. at www.stockex.co.tt

^۴ International Securities Identification Number

- ۳- تاریخ پذیرش
- ۴- تعداد مشخصات سهم
- ۵- قیمت سهام منتشر شده
- ۶- انواع ارز موجود در حساب‌های شرکت
- ۷- مدارکی که نشانگر تعیین کارگزار معتبر می‌باشد.
- ۸- درخواست تأیید شده عضویت در بورس کشور
- ۹- توافق پذیرش امضاء شده و کامل
- ۱۰- امیدنامه مورد تأیید بورس کشور
- ۱۱- کپی برابر اصل اساسنامه
- ۱۲- کپی برابر اصل مدارک ثبت شرکت
- ۱۳- کپی برابر اصل صورت‌های مالی قابل استناد از سه سال گذشته شرکت

۲.۲. بلغارستان

در مقررات کشور بلغارستان با توجه به قانون موجود در خصوص SMEها، شرکت‌های کوچک، شرکت‌هایی تعریف شده اند

که:

- تعداد کارکنان آنها کمتر از ۵۹ نفر است
- گزارش مالی سالانه این شرکتها کمتر از ۱۹,۵۰۰,۰۰۰ BGN^۵ می‌باشد.
- ارزش دارایی‌های آنها کمتر از ۱۹,۵۰۰,۰۰۰ BGN است.

و شرکت‌های متوسط آنها می‌هستند که:

- تعداد کارکنان آنها کمتر از ۲۵۰ نفر است.
- گردش مالی شان کمتر از ۹۷,۵۰۰,۰۰۰ BGN باشد.
- ارزش دارایی‌های آنها کمتر از ۸۴,۰۰۰,۰۰۰ BGN است.

همانند سایر شرکت‌ها، SMEها نیز می‌توانند از طریق بازار سرمایه به روش‌های زیر تامین مالی انجام دهند^۶:

- ۱- انتشار سهام
- ۲- انتشار اوراق قرضه
- ۳- استفاده از کمک صندوق‌های سرمایه‌گذاری مخاطره پذیر و یا سرمایه گذاران خیرخواه.

در خصوص انتشار سهام در بازار سرمایه، قوانین و مقررات برای SMEها در بلغارستان همچون سایر شرکت‌هاست.

^۵ واحد پول بلغارستان معادل ۰/۶۹ دلار آمریکا

^۶ Rules and Regulations of Bulgarian Stock Exchange - Sofia Amend. ۰۱.۰۳.۲۰۰۷.

۲.۳.۳. مکزیک^۷

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 پایه گذاری شد. بنگاه‌ها در مکزیک با توجه به تعداد کارکنان و میزان فروش سالانه بسته به صنعت فعال در آن در سه گروه بسیار کوچک، کوچک و متوسط طبقه بندی می‌شود. اندازه یک بنگاه با توجه به امتیازی که در فرمول زیر محاسبه می‌شود، تعیین می‌گردد:

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

این امتیاز می‌بایست از یک سقف تعیین شده کمتر باشد. (این امتیاز در بخش خدماتی و بازرگانی می‌بایست کمتر از ۲۳۵ و در بخش صنعتی کمتر از ۲۵۰ باشد تا بنگاه در گروه کوچک و متوسط طبقه بندی گردد.)

قوانین و مقررات ویژه SMEها و بازار SMEها و تامین مالی آنها در مکزیک شامل سه دسته مقررات زیر هستند:

- ۱- قوانین مربوط به توسعه رقابت SMEها
- ۲- توافق نامه وزارت اقتصاد و وزارت مالی و اعتبارات عمومی این کشور مبنی بر طبقه بندی شرکت‌های خیلی کوچک، کوچک و متوسط در ۳۰ ژوئن ۲۰۰۹.
- ۳- مقررات اجرایی صندوق‌های حمایتی SMEها (SME Fund) در سال ۲۰۱۲.

همچنین قابل ذکر است که دو موسسه عمومی در خصوص حمایت از SMEها در مکزیک وجود دارد:

- ۱- مؤسسه SPYME^۸ که در درون وزارت اقتصاد شکل گرفت تا بخش SMEها را در مکزیک رونق بخشد. هدف اصلی ایجاد SPYME، شرکت فعال و قوی در اقتصاد مکزیک از طریق واسطه گری مالی و برنامه ریزی برای بنگاه‌های کوچک و متوسط است.
- ۲- مؤسسه NAFINSA^۹ که از بانک‌های بزرگ توسعه در مکزیک است و برای فراهم کردن منابع مالی، آموزش و همکاری فنی با SMEها فعال می‌باشد.

همچون بلغارستان، در مکزیک نیز، بازاری برای فعالیت SMEها به صورت مجزا وجود ندارد، اما برنامه‌هایی برای جذب و ایجاد انگیزه این بنگاه‌ها در این کشور ایجاد شده است.

۲.۳.۱. برنامه «بازار بدهی برای بنگاه‌ها»^{۱۰} در مکزیک

الف) اهداف: این برنامه، تاکید دارد تا تطابق پذیری بنگاه‌ها با حاکمیت شرکتی را پایه گذاری نماید و با ارائه خدمات حرفه ای، رتبه‌بندی اعتبار، تجهیزات و سیستم‌های مناسب، این امر را در SMEها نهادینه کند. از این طریق، بنگاه‌های کوچک و متوسط پس از مدتی قادر به پذیرش در بازار سرمایه مکزیک خواهند بود.

^۷ Smes In Mexico, Issues and Policies– ISBN-۹۲-۶۴-۰۳۱۷۸-۲, OECD Publications ۲۰۰۷.

^۸ Under-Secretary for SMEs

^۹ National Financiera

^{۱۰} Debt Market for Enterprises

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

خدمات حرفه ای دیگری از طریق این برنامه در مکزیک برای SMEها از جمله موارد زیر انجام می‌گیرد:

- حکمرانی شرکتی، فرآیند بایگانی، تامین مالی مشارکتی، مالیات، حسابرسی، خدمات حقوقی
- سیستم‌هایی همچون ^{۱۱}EPR: گواهی حق استفاده از نرم افزار و سخت افزار
- رتبه سنجی توسط موسسات معتبر
- هزینه انتشار سهام

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

- ۱- شرکت فعال در فرآیند توسعه و استحکام اولیه می‌بایست به سمت گسترش فعالیت‌ها میل یابد و توانایی سرمایه گذاری 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 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 می‌بایست حداقل ۵۰ میلیون پزو سهام متعلق به سهامداران داشته باشند.
- ۷- شرکت‌هایی که گزارش منفی ارائه شده از سوی موسسات گزارش اعتبار سنجی نداشته باشند.
- ۸- شرکت‌هایی که رسماً متعلق به شرکت‌های خارجی یا شرکت‌های قبل به عنوان شرکت‌های بزرگ در بورس مکزیک پذیرفته شوند نباشند.
- ۹- موسسات واسطه گری مالی نمی‌توانند متقاضی واقع شوند.

۲.۳.۲. برنامه «خدمات بورس مکزیک»

این برنامه و سایر برنامه‌های اجرا شده در مکزیک، از جمله برنامه «خدمات بورس مکزیک» برای موسسات و بنگاه‌های متوسط وضع شده است و تا کنون برای سایر SMEها کاربردی نشده است. البته برای تامین مالی SMEها، بر اساس تجارب سایر کشورها از جمله بورس اسپانیا (BME) در این زمینه پیشنهاداتی جهت ایجاد بازار بورس جایگزین برای SMEها ارائه شده است. طرح پیشنهادی بازار جایگزین برای SMEها شامل موارد زیر است:

- ۱- ایجاد بازار جایگزین که توسط بورس مکزیک اداره شده اما در یک بازار جدید و جدا استقرار می‌یابد.
- ۲- بازار به سمت خریداران نهادی چون صندوق‌های بازنشستگی و سرمایه گذاران عمده هدایت شود.
- ۳- SMEهای شرکت کننده در بازار SME در بورس ملی ثبت شود.

^{۱۱} Enterprise Resource Planning

- ۴- از مقررات پذیرش، افشاء اطلاعات و حاکمیت شرکتی برای SMEها کاسته شود.
- ۵- مشاوران خبره برای آگاهی دادن SMEها 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 SMEها با بازار در مراحل پذیرش و عرضه توسط یک موسسه تامین سرمایه یا شرکت سرمایه گذاری یا یک موسسه واسط و ثبت شده نزد بورس ملی صورت پذیرد.

یک ابزار جدید مالی جایگزین در مقابل سهام خصوصی در بورس اوراق بهادار برای SMEها در سال ۲۰۰۹ با عنوان «گواهی توسعه سرمایه» (CKD) طراحی گردید تا سرمایه‌های خصوصی را در مکزیك به سمت بازار SME تشویق نماید.

این ابزار، اوراق بهاداری با هدف تامین مالی یک یا چند پروژه از طریق مالکیت (سودآوری) یک یا چند شرکت تاسیس شده و ارتقاء یافته به خصوص در بخش‌هایی چون بخش زیرساختی، مستغلات و املاک، معدن و فن آوری اطلاعات و ارتباطات می‌باشد. عایدی این اوراق متغیر و بر اساس سود هر پروژه با سر رسید معین پرداخت می‌شوند. برخی از این گواهی‌ها برای سرمایه گذاری 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.

۲.۴. ترکیه

در کشور ترکیه، تعریف SMEها بر اساس 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 SME شناخته نشده و از تسهیلات در نظر گرفته شده برای SMEها محروم می‌ماند. در ترکیه، «مقررات مربوط به SMEها با توجه به تعریف، شرایط و طبقه بندی آنها» در سال ۲۰۰۵ منتشر شد. سازمان توسعه SME 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 SMEهای غیر صنعتی نیز خدمات ارائه می‌دهد. در ترکیه یک SME می‌تواند از طریق افزایش سرمایه در بازار سهام، سهام خصوصی و سرمایه گذاری مخاطره پذیر، تامین مالی نماید؛ بازار اوراق مشارکتی در ترکیه هنوز در حال پایه گذاری است. البته برخی ابزارهای مالی به خصوص مشتقات وام‌های SMEها برای تامین مالی موجود است. بورس استانبول (ISE^{۱۲}) تنها بازار سهام ترکیه است. در بازار SMEها در ترکیه، قوانین و مقررات و شرایط پذیرش برای SMEها بسیار ساده تر از بازار اصلی در نظر گرفته شده است.

الف. انتشار

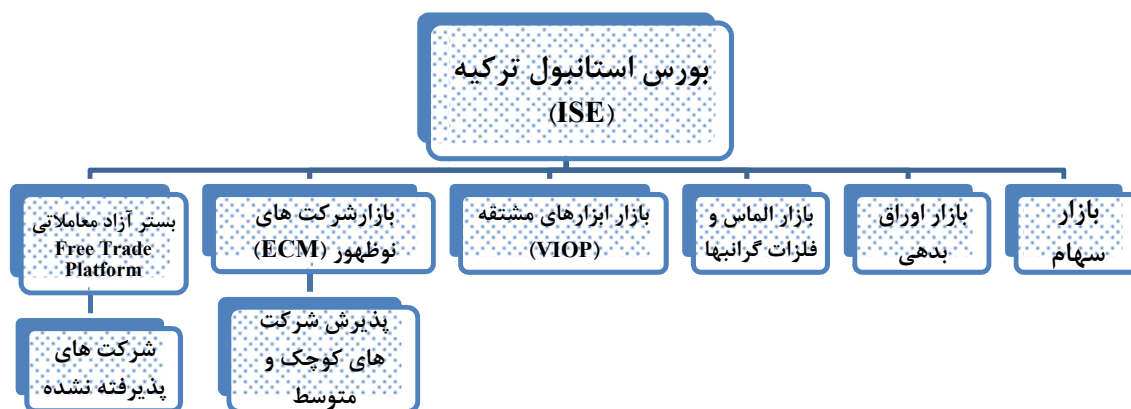
همچون سایر اوراق بهادار، سهام شرکت‌های SME نیز باید در هیئت مدیره بازار سرمایه ترکیه (CMB^{۱۳}) به ثبت رسیده باشد. سرمایه شرکت باید تماماً پرداخت شده باشد و سهام شرکت باید قابل انتقال باشد. شرکت‌ها می‌توانند در طی فرآیند ثبت، ساختار سهامداری، اساسنامه، صورت‌های مالی سه سال گذشته، گزارش حسابرس مستقل، امیدنامه را به CMB استرداد نمایند. SMEها می‌توانند معاف از گزارش حسابرس گردند وقتی که:

^{۱۲} Istanbul Stock Exchange

^{۱۳} Capital Market Board

- 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٪ از سهام در اختیار کمتر از ۵۰ سهامدار باشد.

بازار SME در بازار سهام استانبول (ISE) با عنوان بازار شرکت‌های نوظهور^{۱۴} جای گرفته است و بورس جدایی برای SMEها وجود ندارد. به طور کلی بازار سهام استانبول از بخش‌های زیر تشکیل شده است:



نمودار ۱: تفکیک بازارها در بورس استانبول ترکیه

- ۱- **بازار ملی:** اصلی‌ترین و بزرگترین بازار ISE را تشکیل می‌دهد که شرکت‌ها با مقررات و شرایط محدودتری از سایر بازارها پذیرش شده و سهام آنها روی تابلو معامله می‌گردد. (حداقل ۴/۴ میلیون دلار و ۲۵٪)
- ۲- **بازار دوم:** شرکت‌هایی با حداقل یا مساوی ۳/۵ میلیون دلار ارزش بازاری و ۱۵٪ سهام شناور یا شرکت‌هایی با حداقل یا مساوی ۷ میلیون دلار ارزش بازاری و ۵٪ سهام شناور می‌توانند در این بازار پذیرفته شوند. شرایط پذیرش در این بازار محدودیت کمتری نسبت به بازار ملی دارد و سهام SMEها که دیگر شرایط ماندن در بازار ملی را ندارند در این بازار مورد معامله قرار می‌گیرند.
- ۳- **بازار شرکت‌های نوظهور (ECM^{۱۵}):** 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. انتشار اطلاعات و صورت‌های مالی توسط شرکت‌های SME در بازار شرکت‌های نوظهور در هر سال دو بار لازم است. همچنین نیازی به گزارش حسابرس در تهیه صورت‌های مالی نیمه اول سال نیست.
- ۴- **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.

نوع بازار	۲۰۱۱	۲۰۱۲
بازار ملی		

^{۱۴} Istanbul Stock Exchange Emerging Companies Market Regulation. Official Gazette Number: ۲۷۳۲۳, Official Gazette Date: August ۱۸, ۲۰۰۹.

^{۱۵} Emerging Companies Market

۲۴۲	۲۳۷	تعداد شرکت‌های پذیرفته شده
۲۹۴۶۰۳	۱۹۱۰۵۷	ارزش بازار
۳۰۶۵۵۶	۳۶۷۳۹۶	حجم معاملات
بازار دوم		
۷۷	۶۱	تعداد شرکت‌های پذیرفته شده
۵۲۶۶	۴۴۰۷	ارزش بازار
۱۵۲۴۴	۱۶۳۸۱	حجم معاملات
بازار شرکت‌های نوظهور		
۱۱	۲	تعداد شرکت‌های پذیرفته شده
۲۱۸	۵۸	ارزش بازار
۷۳۰	۲۶۷	حجم معاملات
بستر آزاد معاملاتی		
۱۶	-	تعداد شرکت‌های پذیرفته شده
۱۳۸۴	-	ارزش بازار
۲۳	-	حجم معاملات

جدول ۳: عملکرد بازارهای بورس استانبول ترکیه (ارقام به میلیون دلار)

به جز بازار ملی، کارمزد پذیرش برای SMEها به مراتب پائین تر از سایر شرکت‌ها در نظر گرفته شده است. در خصوص معامله و پسامعامله (Post Trade) در بازار SMEها، روش‌های مختلفی در بازارهای ISE تعبیه شده است؛

- در بازار دوم، مکانیزم معامله همانند بازار اول، روش حراج چند قیمتی پیوسته است. معاملات در دو بخش معاملاتی صبح و بعد از ظهر انجام می‌شود.
- در بازار شرکت‌های نوظهور، معامله سهام در همان بستر فن آوری (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 ندارند از حراج تک قیمتی استفاده می‌شود.
- در بستر آزاد معاملاتی، انجام معاملات از روش حراج تک قیمتی و چهار بار در روز صورت می‌گیرد.

بازار SMEها از سال ۲۰۱۰ در ترکیه شروع به اوج گرفتن نمود. البته ناشرین مهم در این بازار را بیشتر بانک‌ها تشکیل می‌دهند. در جدول زیر مقایسه ای از انتشار اوراق بدهی در سال‌های مختلف و توسط ناشرین مختلف از جمله بانک‌ها، سایر موسسات و موسسات غیر مالی نشان داده شده است:

ردیف	ارزش اوراق منتشر شده	۲۰۰۸	۲۰۰۹	۲۰۱۰	۲۰۱۱	۲۰۱۲
۱	بانک‌ها	۱۵۸	-	۸۱۳	۱۰/۷۵۳	۲۰۷۵۷

۲	سایر موسسات مالی	۰	-	۲۵۲	۳۴۵	۲۰۹۶
۳	موسسات غیر مالی	۰	-	۲۲۹	۰	۴۹۱
	جمع کل	۱۵۸	-	۱۲۹۴	۱۱۰۹۸	۲۳۳۴۴

جدول ۴: ارزش اوراق بدهی منتشر شده در ترکیه (ارقام به میلیون دلار)

شرایط	بازار ملی	بازار دوم	بازار شرکت‌های نوظهور
ارائه عملکرد	صورت‌های مالی حسابرسی شده سه سال قبل	حداقل یک صورت مالی حسابرسی شده سالانه 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 ۱۷/۳۱ میلیون دلار	۶/۹ میلیون دلار	-
حداقل تعداد سرمایه گذاران در هنگام عرضه اولیه	۵۰۰	۵۰۰	-
ثبت 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

جدول ۵: شرایط پذیرش و افشا اطلاعات در بازارهای بورس استانبول ترکیه (منبع CMB و ISE)

ب. انتشار اوراق تأمین مالی توسط SMEها

همانند سهام، سایر اوراق نیز باید قبل از انتشار در یک عرضه عمومی نزد هیئت بازار سرمایه ترکیه به ثبت برسند. با توجه به مقررات، ناشر می‌بایست ساختار سهام داری، 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 افشا اطلاعات مربوط 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 SMEها در سال ۲۰۱۲ به ارزش ۴۵۵ میلیون دلار اشاره کرد.

۲.۵. کره جنوبی

همانطور که قبلاً نیز ذکر شد، SMEها را از روی تعداد کارکنان و حجم سرمایه شرکت تعریف می‌کنند که برای کشور کره جنوبی این تعریف در بخش‌های مختلف در جدول شماره ۶ عنوان شده است.

بخش‌ها	تعداد کارکنان	ارزش سرمایه
بخش حمل و نقل و ساخت و معادن	۳۰۰ نفر و کمتر	۳ میلیون دلار یا کمتر

بخش خدماتی، اطلاع رسانی، هتل، خدمات مهندسی و بیمارستانی	۳۰۰ نفر و کمتر	۳۰ میلیون دلار یا کمتر
سایر بخش‌ها	۵۰ نفر و کمتر	۵ میلیون دلار

جدول ۶: تعریف SMEها در بخش‌های مختلف کشور کره جنوبی

در این کشور سه بازار سرمایه اصلی با نام‌های KOSPI، Kosdaq و FreeBoard در معاملات اوراق بهادار فعالیت می‌کنند. در بازار KOSPI به عنوان بازار اصلی در کشور کره جنوبی تعریف می‌شود. همچنین ۸۰٪ از شرکت‌های پذیرفته شده در بازار Kosdaq را SMEها تشکیل می‌دهند.^{۱۶}



نمودار ۴: تفکیک بازارها در بورس کره جنوبی

ارزش کل بازار Kosdaq ۱۰۰ میلیارد دلار و حجم معاملات آن حدود ۴۰ میلیارد دلار برآورد شده است. در FreeBoard، 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 نمونه ای از حجم معاملات و اندازه شرکت‌های SME در بازارهای سرمایه کشور کره جنوبی، ذکر این نکته حائز اهمیت می‌باشد که میزان برقراری نرخ مالیاتی برای فعالیت این گونه شرکت‌ها با توجه به بزرگی و حجم سرمایه‌های شرکت‌های مربوطه و قوانین مخصوص آن کشور مورد نظر تعیین می‌گردد.

در جدول ۷، آمار اندازه، ارزش بازار و ارزش کل معاملات بازار را طی ۵ سال متوالی برای شرکت‌های کوچک و متوسط نشان داده شده است.

بازارها	تعداد شرکت‌های پذیرفته شده	ارزش بازار	ارزش کل معاملات بازار	سال
---------	----------------------------	------------	-----------------------	-----

^{۱۶} http://eng.krx.co.kr/m/m_1/m_1/JHPENG_07001_01.jsp.

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 ۷: عملکرد SMEها در بازارهای سرمایه کشور کره جنوبی (ارقام به میلیارد دلار)

در کشور کره جنوبی، نهادی با عنوان SRO^{۱۷} فعالیت خود را از سال ۲۰۰۷ آغاز کرده است. این نهاد برای بررسی و کنترل بازار و فعالیت‌های غیرواقعی و تجارت منصفانه برای کنترل SMEها، ایجاد شده است که تحت عنوان "خود انتظام Kosdaq" نیز نامیده می‌شود.

شرایط	بازار KOSDAQ			بازار KOSPI	بازار Free Board
	عادی	در حال رشد	نوپا		
ارائه عملکرد	مقبول (برای سال قبل) یا غیرمقبول (در دو سال قبل)	مقبول (برای سال قبل)	-	مقبول (برای سال جاری)	
ارزش بازاری شرکت	حداقل ۱۰۰ میلیون دلار	حداقل ۱۵ میلیون دلار	حداقل ۱۰ میلیون دلار	-	
حداقل سهام شناور	۲۵٪	-	۱۰٪	-	
حداقل تعداد سهامداران	۵۰۰	-	۵۰۰	-	
ROE	۱۰٪ برای آخرین سال مالی	۱۰٪	۵٪	-	
افشا اطلاعات	هر تغییری که ارزش سهام را ۵٪ برای SMEها و ۲/۵٪ برای شرکت‌های بزرگ تحت تأثیر قرارداد بدون تأخیر (همان روز یا روز بعد) اعلام گردد.	هر تغییری که ارزش سهام را ۱۰٪ برای SMEها و ۵٪ برای شرکت‌های بزرگ تحت تأثیر قرارداد بدون تأخیر (همان روز یا روز بعد) اعلام گردد.	مانند KOSDAQ		

جدول ۸: شرایط پذیرش در بازار بورس کره جنوبی

^{۱۷} Self-Regulated Organization

عنوان	کره جنوبی	ترکیه
بازار ویژه اوراق برای SME	خریداران نهادی معتبر	ندارد اما معاملات اوراق پذیرفته نشده در بازار اصلی ابزارها مجاز است
اوراق بهادار سازی وام‌ها و دارایی‌های SMEها	توسط ضمانت دولتی حمایت می‌شود و از سال ۲۰۰۰ روند انتشار رو به رشدی داشته است.	یک DBS مبتنی بر وام‌های SMEها در سال ۲۰۱۱ منتشر شد.
سرمایه گذاری‌های سهام خصوصی	تشکیل صندوق‌های سرمایه گذاری در SMEهای پایدار و شرکت‌های مخاطره پذیر	تراست‌های سهام خصوصی و سرمایه گذاری خطرپذیر اما بطور محدود

جدول ۹: تأمین مالی SMEها در بازار ابزارهای کشورهای کره جنوبی و ترکیه

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 تأمین مالی، توسعه ساختمانی و پیشرفت تکنولوژیکی کسب و کارهای مخاطره آمیز و SMEها ضمانت اعتباری می‌دهد.	بسته ی یارانه ای فراهم آمده برای پذیرش SMEها، هزینه خدمات مالی و انتشار اوراق را تا سقف ۵۷ هزار دلار پوشش می‌دهد.
مالیات	نرخ مالیات بر عایدی سرمایه در مبادلات سهام SMEها در بازارهای خارج از بورس کمتر از شرکت‌های بزرگ است.	-

جدول ۱۰: موارد انگیزشی برای SMEها در بازار سرمایه کشورهای کره جنوبی و ترکیه^{۱۸}

۲.۶. هند^{۱۹}

روند بازار سهام برای کسب و کارهای کوچک در هند توسط بورس سهام بمبئی (BSE^{۲۰}) آغاز گردید. این بورس، عملیات خود را به همراه برنامه "تأمین مالی محدود BCB" که در بمبئی پایه گذاری شده است شروع کرد. در همان زمان، بستر معاملاتی سهام برای SMEها در بورس ملی هند (NSE^{۲۱}) شروع به کار کرد. در سال ۲۰۱۱، قانون گذار بازارهای سرمایه هند، دو بورس مذکور را مورد تأیید قرار داده است. هر دو بازار بورس برای SME پس از بحث‌ها و مذاکرات صورت گرفته با بنگاه‌های کوچک، نماینده‌های صنعت، بانک‌های تجاری و هیئت مدیره بورس و اوراق بهادار هند (SEBI^{۲۲}) شکل گرفت. شایان توجه است که ارزش بازاری بورس

^{۱۸} 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 (۲۰۱۳): Financing of SME's through Capital Markets

^{۱۹} Securities and Exchange Board of India Regulations, Issue of Capital and Disclosure Requirements, April ۲۰۱۰.

^{۲۰} Bombay Stock Exchange

^{۲۱} National Stock Exchange

^{۲۲} Stock Exchange Board of India

بمبئی اکنون به حدود ۱/۲۰۳ تریلیون دلار می‌رسد. مدیرعامل BSE اعلام داشت در سال ۲۰۱۲ حدود ۱۲ شرکت جدید امیدنامه خود را برای حضور در بازار SME ارائه داده اند.

۲.۶.۱. قوانین و مقررات بازار SME بورس بمبئی

بورس جدید، با قوانین سهل تری شروع به کار کرده است تا SMEها که یافتن سرمایه گذار و منابع مالی برایشان سخت است مورد حمایت قرار گیرند.

- یکی از این شرایط سهل، به عنوان مثال این است که شرکت‌های کوچک فقط می‌بایست صورت‌های مالی نیم سال آخر خود را بدون ثبت شدن در اختیار بورس قرار دهد.
- همچنین خریداران جزء نمی‌توانند در این بورس شرکت داشته باشند.
- شرایط ساده تر و مدارک کمتر در خصوص پذیرش و عرضه اولیه از دیگر ویژگی‌های این بورس به حساب می‌آید.
- اندازه لات هر 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، نگاه می‌تواند در بورس ملی پذیرفته شود.
- قوانین بیان می‌دارند که بانک‌های تجاری که مسئول مدیریت SMEها هستند حال می‌بایست یک کارگزار برای بازارگردانی و پذیره نویسی 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 تامین مالی خارجی اقدام کند.

۲.۶.۲. لوازم اولیه حضور در بازار SMEها

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

۲.۶.۳. افشاء اطلاعات شرکت‌های کوچک و متوسط در بازار سرمایه هند

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

- ۱- صورت‌های مالی سالیانه و حسابرسی شده خود را ارائه دهد.
- ۲- گزارش حسابرس معتبر از زمان تاسیس یا ۳ سال قبل آماده شود.
- ۳- تلاش برای کاربرد پذیری و پیاده سازی مقررات مربوط
- ۴- تلاش برای کسب تأییدیه‌های لازم از نهادی نظارتی
- ۵- ارائه جزئیات اطلاعاتی لازم از شرکت جهت افشاء :

○ ویژگی‌ها و مشخصات شرکت

- مدیریت و مالکیت شرکت
- ریسک صنعت و بنگاه
- ظرفیت رشد شرکت
- دعوی قضایی و مستندات در خصوص انشعابات
- کسب و کار شرکت، وضعیت صنعت، رقابت و محیط کسب و کار

۶- برنامه کسب و کار آینده و استراتژی‌های بلند مدت بنگاه

۷- نتیجه تجزیه و تحلیل مدیریتی صورت‌های مالی

۲.۶.۴. روش انجام معاملات در بازار SME

چند تفاوت بین بازار SME به وجود آمده توسط NSE و BSE وجود دارد. چارچوب بازار SME در NSE همانند بازار ملی است به همراه قوانین و مقرراتی که برای معاملات آن در نظر گرفته شده است اما در BSE تمامی قوانین و مقررات از SEBI تبعیت می‌کند.

یکی از تفاوت‌های دیگر این دو با هم این است که NSE برای یک شرکت پذیرفته شده در مرحله معاملات دو انتخاب می‌گذارد. شرکت می‌تواند از روش Call Auction برای انجام معاملات به ویژه سهام کوچکتر تاکید و تمرکز دارد زیرا ماهیت نقد شوندگی در تمام طول روز معاملاتی مناسبی در این روش وجود دارد. روش دیگر نیز برای انجام معاملات، معاملات پیوسته^{۳۳} است.

کارشناسان بر این عقیده اند که نقدشوندگی مهم ترین مسئله پیش رو برای بستر معاملاتی SMEها است. آنها معتقدند که معاملات بورس‌ها سودآورتر می‌شود اگر Call Auction در طول یک ساعت با تقاضاهای بزرگتر و تفاوت کمتر تقاضا و عرضه^{۳۴} برگزار شود. در صورت هیجانی و بی ثبات بودن بازار نیز بازار گردان می‌تواند با برخی مسائل از جمله زیان‌های بزرگ مقابله نماید. کارشناسان و متخصصان مالی همچنین معتقدند که بورس‌ها بهتر است کاملاً برای یک بازار SME قوانین و مقررات خود را تغییر نداده و به نقش بازارگردان تاکید زیادی نداشته باشند.

انتظار می‌رود که بازار نوظهور NSE که در مارس ۲۰۱۲ به صورت Online نیز کار خود را شروع کرد، به سرمایه گذاران کمک کند تا در شرکت‌های در حال توسعه سرمایه گذاری نمایند و با توجه به وجود دو گزینه Call Auction و معاملات پیوسته وجود خود را به سمت سرمایه گذاری مناسب و مولد هدایت کنند.

با ایجاد بازار بورس SMEها در BSE، شرکت‌ها به ابزارهای تولید و افزایش سرمایه و در نهایت رشد بزرگتر دست یافته اند. شرکت‌های کوچک و متوسط، ستون فقرات اقتصاد ملی در کشورهای در حال توسعه محسوب می‌شود. این شرکت‌ها اساس مجموعه صنعت را تشکیل داده و به بهبود شاخص‌های اقتصادی در کشور از جمله رشد تولید ناخالص ملی، افزایش صادرات کمک شایانی می‌نمایند. شرکت‌های بسیار کوچک، کوچک و متوسط در هند ۸٪ از تولید ناخالص داخلی این کشور را تشکیل می‌دهند. همچنین این شرکت‌ها مجموعاً ۴۵٪ تولید کارخانه ای و ۴۰٪ از صادرات کشور هند را شامل می‌شوند. SMEها بزرگترین بخش اشتغال زا در هند می‌باشند. قسمت عمده ای از صنعت در این کشور را فعال نموده اند. این شرکتها ۷۰ میلیون موقعیت شغلی در ۳۰ میلیون بنگاه ایجاد کرده است.

^{۳۳} Continuous Trading

^{۳۴} Spread

پلت فورم بازار بورس SMEها با دستور فوری نخست وزیر هند در سال ۲۰۱۰ راه اندازی شد. SEBI قوانین و مقررات لازم برای حاکمیت و استقرار مکانیزم بازار SME پیاده سازی کرد. در BSE بسیاری از SMEها پس از استقرار بازار مجزا شاهد رشد آنها از طریق افزایش سرمایه در بازار سرمایه بود.

ماموریت این بازار فراهم آوردن پلت فورمی در کلاس جهانی برای SMEها و سرمایه گذاران برای گردهم آمدن و افزایش سرمایه به صورت سهام است.

۲.۶.۵. الزامات قانونی و مسئولیت‌های بازارگردان

بازارگردان می‌بایست ملزومات و مسئولیت‌های زیر را به عهده وظایف مورد نظر به شرح زیر را انجام دهد:

- ۱- بازارگردان باید یک اعلان دو طرفه (Two-way Quote) در ۷۵٪ از زمان روز فراهم آورده یعنی همزمان قیمت عرضه و تقاضا را به ناظر بازار اعلام نماید.
- ۲- حداقل مبلغ لات درخواستی می‌باید ۱۰۰ هزار روپیه باشد.
- ۳- اجرای Order در قیمت و مقدار اعلام شده توسط بازارگردان باید توسط وی تضمین شود.
- ۴- بازارگردان بر اساس ویژگی‌های مورد تأیید بورس که شامل کفایت سرمایه، ارزش خالص، زیر ساخت و حداقل حجم صنعت تعیین می‌گردد و نباید بیشتر از ۵ بازارگردان برای هر سهم وجود داشته باشد.
- ۵- ممکن است بازارگردان با سایر بازگردانان برای قیمت بهتر رقابت کنند.
- ۶- پس از ثبت بازارگردان، وی می‌بایست از آغاز پذیرش به فراهم آوردن Quotes مبادرت ورزد.
- ۷- برای ایقای مسئولیت، بازگردان باید درخواستی یک ماه قبل به بورس ارائه دارد.

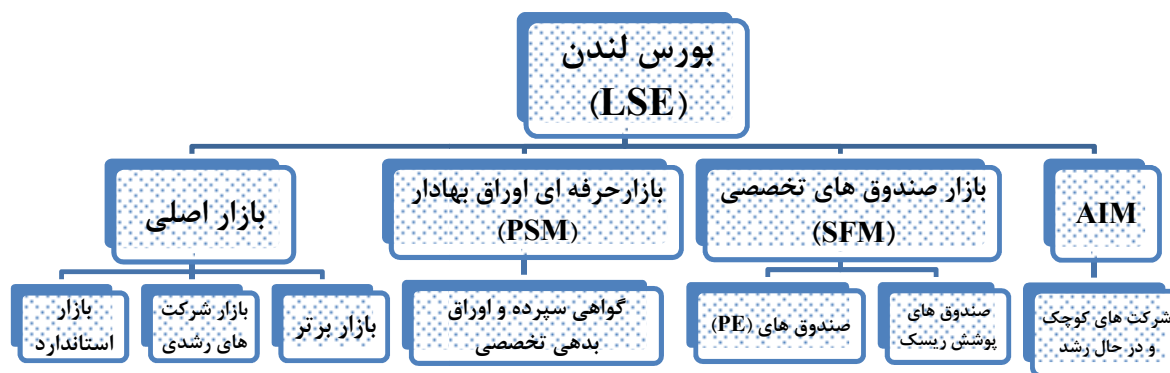
۲.۶.۶. تفاوت‌های SME Platform با بازار بورس متعارف

- نکته جدید در خصوص پلت فورم SME این است که ۱۰۰٪ اوراق منتشر شده باید پذیره نویسی شده و ثبت شده باشند. از دیگر تفاوت‌ها می‌توان به حضور بازارگردان به مدت ۳ سال اشاره کرد.
- همچنین در بازار SME یک شرکت با سرمایه منتشر شده بین یک 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 ساده تر است و شرکت کوچک و متوسط لزومی به ثبت نزد سازمان ناظر ندارد و پذیرش در بورس SME کافی است. همچنین هزینه‌های انتشار به مراتب پایین تر از پذیرش و عرضه در بازار بورس متعارف است.
- SMEهایی با سرمایه پرداختی بین ۱۰ میلیون روپیه تا ۲۵ میلیون روپیه می‌توانند هم در بازار SME و هم در بورس اصلی پذیرفته شوند.
- فرآیند پذیرش به طور کلی شامل ارائه امیدنامه و صورت‌های مالی سالانه، تأیید سازمان بورس هند و انتشار اعلامیه پذیرش SME است. فرآیند عرضه اولیه SMEها حداکثر ۲ تا ۳ ماه به طول می‌انجامد که این زمان برای عرضه در بورس اصلی ۸ تا ۹ ماه است.

۲.۷. بورس لندن

بورس اوراق بهادار لندن شامل چهار بازار با عناوین بازار اصلی^{۲۵}، بازار حرفه‌ای اوراق بهادار^{۲۶}، بازار صندوق‌های تخصصی و سرمایه‌گذاران آگاه^{۲۷} و بازار سرمایه‌گذاری جایگزین^{۲۸} (AIM) می‌باشد.

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 بایستی در خصوص گزینه‌های پیش رو توسط مشاورین (نومد^{۲۹}) خود راهنمایی شوند.



نمودار ۳: تفکیک بازارها در بورس لندن

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

۱. **بازار برتر (premium market):** شرکت‌هایی که پذیرش برتر می‌شوند، ملزم به رعایت قوانین سخت انگلستان (بالاترین سطح استانداردها و قانون راهبری شرکتی) می‌شوند که فراتر از حداقل الزامات رهنمود اتحادیه اروپا برای پذیرش استاندارد است. در بازار برتر تنها سهام شرکت‌های فعال و شرکت‌های سرمایه‌گذاری با سرمایه باز و بسته معامله می‌شود.
۲. **بازار استاندارد (standard market):** در بازار استاندارد امکان انتشار معامله 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.
۳. **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 بخش رشدی که توسط بورس سهام لندن تدوین می‌شود، می‌باشند.

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

^{۲۵} Main Market

^{۲۶} Professional Securities Market

^{۲۷} Specialist Fund Market

^{۲۸} Alternative Investment Market

^{۲۹} Nominated Advisors (NOMAD)

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 نموده 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. برای شرکت‌های کوچک‌تر و در حال رشد که نمی‌توانند الزامات مربوط به بازارهای اصلی را برآورده نمایند، ایجاد شده است. این شرکت‌ها می‌توانند به منظور تامین مالی مورد نیاز برای رشد و پیاده‌سازی نوآوری‌هایشان، در AIM پذیرش شوند. شرکت‌هایی که در این بازار پذیرش می‌شوند، ملزم به رعایت قانون راهبری شرکتی انگلستان نیستند، لیکن انتظار بر این است که رهنمودهای اتحادیه شرکت‌های پذیرفته شده در بازار سهام راکه از قوانین راهبری شرکتی انگلستان ساده‌تر هستند، رعایت کنند.

۲.۷.۱. مراحل پیوستن به AIM^{۳۰}

زمانی که شرکت به این نتیجه رسید که پیوستن به بازار AIM موجب رشد شرکت می‌شود بایستی مراحل اجرایی ذیل را طی نماید^{۳۱}:

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

اقدامات اصلی نومد در این مرحله شامل تشخیص صلاحیت شرکت (بورس لندن مداخله مستقیمی در این موضوع ندارد)، توجه به جذابیت سهم در بازار و نهایتاً وجود دلایل مکفی برای پذیرش در AIM می‌باشد.

۲- انتخاب کارگزار

۳- 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.

۴- تهیه سند پذیرش با همکاری مشاورین. این مرحله به گام‌های ذیل تقسیم می‌شود:

- تهیه گزارشات مالی توسط مشاورین حسابداری
- نگارش اطلاعات قانونی و عمومی توسط مشاورین حقوقی
- نگارش مقدمه سند پذیرش توسط نومد
- ریز کاوی تبلیغاتی شرکت
- پیش بینی سرمایه در گردش توسط مدیران
- بررسی پیش بینی‌های سرمایه در گردش توسط مشاور حسابداری
- بررسی کل سند توسط نومد

^{۳۰} The Essential AIM Stock Market Guide, (۲۰۱۳) Holland Bendelow Limited.

^{۳۱} AIM Rules for Companies, LSE publication, Effective date: ۱۷ February ۲۰۱۰.

- تهیه پیش نویس‌های متعدد و نهایتاً تهیه سند پیش رو در صورت نیاز (این سند برای ایجاد علاقه در سرمایه گذاران احتمالی و قیمتی که سرمایه گذاران حقوقی حاضر به خرید سهم هستند تهیه و ده تا چهارده روز قبل از روز موثر^{۳۲} ارائه می‌شود).

قابل ذکر است که فرایند پیوستن به AIM حدود ۳ تا ۶ ماه از زمان برگزاری جلسه شرکت با مشاورین تا انتشار سند پذیرش پیشرو به طول می‌انجامد.

- ارائه سند پیش امید نامه برای جذب سرمایه گذاران علاقمند (تضمین اینکه فرایند تامین سرمایه با موفقیت انجام می‌شود)
- برگزاری جلسه نهایی یک روز قبل از روز موثر به منظور پذیرش مسئولیت کامل محتویات سند توسط مدیران
- چاپ سند پذیرش در سطح کلان و ارائه یک نسخه آن در سامانه اینترنتی شرکت
- هماهنگی با تیم نظارت AIM در بورس توسط نومد و ارائه بیانیه مبنی بر دلایل و هدف پیوستن به AIM ده روز قبل از پذیرش
- اطلاع نومد به بورس لندن در موارد تخطی شرکت از قوانین AIM (قوانین AIM در جدول شماره ۲ ارائه شده است)
- مطابقت با سایر الزامات قانونی (الزامات قانونی خاص کشور انگلستان)
- پذیرش نهایی شرکت معمولاً دو هفته پس از روز موثر

هر شرکتی در AIM بایستی همواره یک نومد و یک کارگزار در اختیار داشته باشد.
به جز موارد خاص، تمامی اوراق بهادار پذیرفته شده در بازار AIM هیچ گونه محدودیت معامله نباید داشته باشند (البته بجز مواردی که براساس قانون برای مدتی قابلیت معامله ندارند؛ مانند توافق حبس سهام ^{۳۳})
تمامی اوراق بهادار باید برای معامله شدن در AIM پذیرش و تایید شوند.
هر شرکتی باید از سهولت انتقال مالکیت سهام از سهامداری به سهامدار دیگر در بازار اطمینان حاصل کند؛ علاوه بر این، تمامی اوراق بهادار منتشر شده در AIM 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 فرایند تامین منابع مالی از طریق پذیرش در بازار AIM، 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.

جدول ۱۱: قوانین احراز صلاحیت پیوستن به AIM

۲.۷.۲. سند پذیرش در AIM

این سند در شش بخش تهیه می‌شود:

^{۳۲} روز موثر روزی است که سند پذیرش نهایی می‌شود.

^{۳۳} Lock in agreement

- بخش مقدماتی (شامل اطلاعات کلیدی شرکت فهرست تعاریف و واژه نامه اصطلاحات فنی، جدول زمانی آمارهای مربوط به فروش و واگذاری
- شرح تفصیلی از طرح کسب و کار و سرمایه گذاری های شرکت
- عوامل ریسک
- اطلاعات مالی تاریخی مربوط به شرکت و شرکتهای فرعی (عموماً اطلاعات حسابرسی شده سه سال اخیر- در صورتی که شرکت کمتر از سه سال راه اندازی شده باشد، بازه های کوتاهتری در نظر گرفته می شود. اگر بیش از نه ماه از سال مالی شرکت گذشته باشد اطلاعات مالی میان دوره باید قرار داده شود که نیازی به حسابرسی ندارد.)
- سایر گزارش ها (برای صنایع خاص مانند نفت و گاز)
- اطلاعات قانونی و کلی (شامل قبول مسئولیت مدیران، گزارش نام سهامداران بالاتر از سه درصد، افشای قراردادهای مهم و کفایت سرمایه در گردش برای دوازده ماه از زمان پذیرش)

۲.۷.۳. افشای اطلاعات در AIM

یکی از مهمترین الزامات شرکت های AIM، افشای اطلاعات خاصی به بازار در زمان های مشخص است. اطلاعاتی که نیاز به افشاسازی دارند باید تحت عنوان اطلاعیه و از طریق خدمات اطلاعات تنظیم و نظارت (RIS) به بازار عرضه شوند. تیم مشاورین شرکت معمولاً این اطلاعیه ها را با استفاده از اطلاعات ارسال شده توسط شرکت آماده ساخته و قبل از عرضه به بازار توسط نمود مورد بررسی قرار می گیرد. این اطلاعات شامل موارد ذیل است:

۱- اطلاعات تاثیر گذار بر قیمت

شرکت های پذیرفته شده در AIM باید بازار را در مورد پیشرفت های شرکت که باعث تغییر در وضعیت مالی یا تغییر در فعالیت و عملکرد کسب و کار آن ها شده یا در نهایت ممکن است موجب تغییر اساسی در قیمت سهام شرکت شود، آگاه سازند.

۲- اطلاعیه معامله سهام

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

۳- سایر موارد

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

- معامله سهام بین مدیران شرکت؛
- تغییر در سهامداران اصلی؛
- استعفاء 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

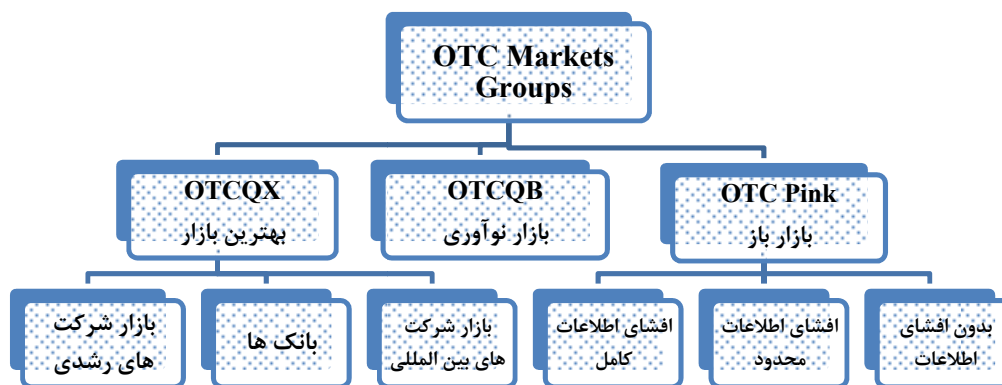
همچنین شرکت‌های پذیرفته شده در AIM باید یک پایگاه اینترنتی به روز و بدون هزینه عضویت داشته باشد که اطلاعات تفصیلی شامل شرحی در خصوص کسب و کار شرکت؛ اسامی، بیوگرافی و شرح وظایف مدیران؛ کپی برخی از اسناد مشخص شرکت (مانند اسناد قانونی شرکت)؛ آخرین سند پذیرش شرکت در AIM، آخرین گزارش شش ماهه و سالانه شرکت؛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

۲.۷.۴. شرایط پذیرش در AIM

شرایط	بازار اصلی	AIM
حداقل سرمایه	۷۰۰.۰۰۰ پوند	—
حداقل سابقه فعالیت	۳ سال	—
حداقل سهام شناور	۲۵ درصد	—
تایید سهامدار	تایید سهامداران برای خرید و فروش‌های عمده (شرکت‌های پذیرش برتر)	نیازی به تایید سهامداران برای اکثر فرایندهای مالی نیست.
مشاور	اسپانسرها برای معاملات خاص (شرکت‌های پذیرش برتر)	وجود مشاوران مجاز (NOMAD) همواره الزامی است.
تایید نهاد ناظر	تایید اولیه امید نامه توسط نهاد نظارت بر پذیرش بورس	عموما نیازی به تایید اولیه سند پذیرش در AIM توسط بورس لندن یا نهاد نظارت بر پذیرش بورس (UKLA) نیست.

جدول ۱۲: شرایط پذیرش در بازار اصلی و AIM لندن

۲.۸. بازارهای خارج از بورس آمریکا



نمودار ۴: تفکیک بازارها در بازارهای خارج از بورس آمریکا

۲.۸.۱ OTCQX^{۳۴}

جایی که بزرگترین و بهترین شرکتها در یک OTC معامله می‌شوند. این ناشران باید معیارهای مالی و گزارش دهی را رعایت کنند و مدیرانشان نیز تحت نظارت باشد. آنها باید از یک بانک سرمایه گذاری یا وکیل مشاور^{۳۵} درجه اعتباری اخذ کنند. حدود ۳۷۰ اوراق بهادار در این بازار معامله شده اند. OTCQX شامل سه بازار است:

۱. **بازار شرکت‌های بین المللی (OTCQX International):** این بازار برای شرکت‌هایی در سطح جهان است که قبلاً در یک بورس بین المللی پذیرفته شده اند. این شرکتها متوجه اهمیت یافتن بازاری در ایالات متحده آمریکا برای ارتباط با سرمایه گذاران شده اند اما مایلند این کار را در بازاری مقرون به صرفه به انجام برسانند.
۲. **بازار شرکت‌های رشدی (OTCQX U.S.):** 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 سرمایه گذاران خود می‌باشند و قصد دارند از مزایای پذیرش در یک بازار سهام بهره ببرند.
۳. **بازار بانکها (OTCQX for Banks):** یک بازار مقرون به صرفه برای بانک‌هایی است که بخوبی مدیریت شده اند و از سرمایه مناسبی بهره می‌برند. این بازار توسعه دهنده رعایت الزامات قانونی برای شرکت‌هایی است که دوست دار روابط مناسب با سهامداران خود هستند، می‌باشد 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.

شرایط	OTCQX U.S	OTCQX U.S (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 شش 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	-

جدول ۱۳: شرایط پذیرش در OTCQX

^{۳۴} Alternative Reporting Standard: OTCQX Basic Disclosure Guidelines, ۲۰۱۴.

^{۳۵} Attorney Adviser

۲.۸.۲. OTCQB؛ بازاری برای نوآوری

بازاری برای شرکت‌های نوآورانه^{۳۶} که در سال ۲۰۱۰ برپا شده است. این شرکت‌ها موظف اند فرم‌های گزارش‌های مورد نیاز SEC یا نهادهای قانون گذار دیگر در ایلات متحده را تکمیل نمایند اما نیازی به گزارشات مالی جهت ثبت این شرکت‌ها نیست حدود ۳۰۰۰ شرکت در این بازار مورد معامله قرار می‌گیرند.

از سال ۲۰۱۴، توسط OTC Markets Group به منظور تبدیل OTCQB به بازاری مناسبتر برای کارآفرینان، شرکت‌های در حال توسعه و نوآور ایلات متحده آمریکا و سرتاسر جهان، تغییرات با اهمیتی روی داده است. شرکت‌ها ملزم به رعایت استانداردهای قانونی هدفمند جهت تهیه اطلاعات لازم برای سرمایه گذاران شده اند. شرکت‌های آمریکایی و بین المللی برای واجد شرایط بودن در این بازار باید گزارش‌های خود را بروز آوری کنند. حداقل سنجه مقبولیت قیمت^{۳۷} ۰/۱ دلار را حفظ کنند و تاییدیه‌های مدیریتی سالانه را اخذ نمایند.

۲.۸.۳. OTC Pink^{۳۸}

اغلب شرکت‌هایی که قبلا در Pink Sheets مورد معامله قرار می‌گرفتند در این بازار هستند. این یک بازار باز است نه به گزارشات مالی نیاز است و نه به پر کردن فرم‌های نهاد قانون گذار. شرکت‌ها ممکن است به انتخاب خودشان اطلاعاتی به SEC یادبگیر نهادها منتقل نمایند

OTC Pink از لحاظ گزارشگری به سه بخش تقسیم می‌شود:

- ۱. افشای اطلاعات کامل (OTC Pink Current Information):** همه شرکت‌هایی که گزارشات سه ماهه و گزارشات مالی حسابرسی شده را به بخش خدمات افشا و اخبار^{۳۹} OTC Group ارائه می‌نمایند، در این بازار قرار می‌گیرند معمولا شامل شرکت‌هایی است که فعالیت کمی دارند یا فعال نیستند.
- ۲. افشای محدود اطلاعات (OTC Pink Limited Information):** شرکت‌های که طی ۶ ماه گذشته گزارشات سه ماهه یا گزارش سالانه را از طریق بخش خدمات افشا و اخبار به بازار ارائه نموده اند. این بازار شامل شرکت‌هایی می‌شود که دچار مشکلات مالی یا مشکل در پرداخت دیون هستند.
- ۳. بدون افشای اطلاعات (OTC Pink No Information):** شرکت‌هایی که طی شش ماه گذشته هیچ نوع گزارشی به OTC Markets Group یا نهاد دیگری ارائه ننموده اند. OTC Markets Group همچنین بعضی شرکت‌ها را تحت عنوان شرکت‌های "با اخطار خرید" معرفی می‌نماید این شرکت‌ها نشانه خطر می‌گیرند و اغلب در کسب و کارهایی فعالند که محل سؤال است و دچار معاملات مشکوک اند. این شرکت‌ها پر ریسک ترین شرکت‌های بازارند.

اکنون امکان انجام معاملات الکترونیک در بازارهای خارج از بورس آمریکا از طریق سیستم معاملات جایگزین^{۴۰} که تحت عنوان OTC Link ATS شناخته می‌شود و نزد SEC نیز ثبت شده است فراهم شده است. این سیستم تحت مالکیت OTC Link می‌باشد که یکی از زیر مجموعه‌های OTC Markets Group و یک کارگزار ثبت شده و عضو FINRA است. این سیستم سال

^{۳۶} Venture Stage Companies

^{۳۷} Bid Price Test

^{۳۸} Alternative Reporting Standard: OTC Pink Basic Disclosure Guidelines, ۲۰۱۴.

^{۳۹} OTC Disclosure & News Service

^{۴۰} Alternative Trading System

۲۰۱۲ از بطور متوسط روزانه ۶۰۰ میلیون معامله، ۱۳۵ میلیارد دلار از انجام معاملات 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 کرده اند و ۱۴۰۰ شرکت خارجی عرضه شده اند. ارزش بازار این مجموعه برابر ۱۶ تریلیون دلار می‌باشد.

۲.۸.۴. تصویب "قانون مشاغل" در ایالات متحده آمریکا^{۴۱}

قانونی است مصوب در ایالات متحده آمریکا برای تشویق تأمین مالی کسب و کارهای نو و در آغاز راه با آسان سازی قوانین متنوع در مورد انتشار اوراق بهادار. این قانون در پنجم آوریل ۲۰۱۲ به تصویب رسید. پس از آغاز دوره ای رکودی در اقتصاد آمریکا در سال ۲۰۱۱، سیاست‌گذاران اقتصادی در این کشور به فکر تحریک عرضه و اشتغال از طریق حمایت نظام مند از بنگاه‌های کوچک و متوسط که پتانسیل رشد بالایی داشته و در عین حال از کمبود منابع رنج می‌برند، افتادند. این قانون شامل شش سرفصل است:

۱. **سرفصل اول:** گزارش‌دهی شرکت‌های رشدی نوظهور به بازار سرمایه آمریکا؛ شامل مقررات افشای اطلاعات، نظام حسابداری و سایر الزامات قانونی تسهیل شده جهت بهبود شفافیت بنگاه‌هایی است که سالانه به طور خالص درآمدی حدکثر یک میلیارد دلاری دارند.

۲. **سرفصل دوم:** دسترسی به سرمایه جهت اشتغالی

۳. **سرفصل سوم:** تأمین مالی جمعی؛ این بخش شامل مقرراتی جهت پایگاه‌های اینترنتی که ذیل سرفصل سوم فعالیت می‌کنند می‌باشند. این پایگاه‌ها برای سرمایه گذاران اعتبار سنجی نشده نیز امکان سرمایه گذاری را فراهم می‌آورند یعنی امکان دسترسی میلیون‌ها سرمایه گذار در مقایسه با تنها ۸ میلیون سرمایه گذار اعتبار سنجی شده در ایالات متحده را به کسب و کارهای جدید را تأمین می‌نمایند.

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

۵. **سرفصل پنجم:** رشد بنگاه‌های خصوصی

۶. **سرفصل ششم:** افزایش سرمایه

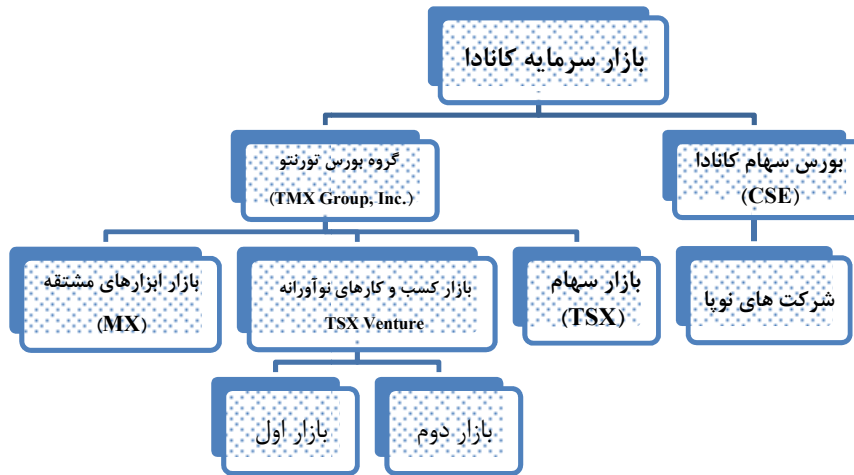
۲.۹. بازار سرمایه کانادا^{۴۲}

در کانادا دو بازار اصلی برای معامله سهام شرکت‌های سهام عام وجود دارد. مهم‌ترین بازار بورس تورنتو (TSX^{۴۳}) است. در بازار TSX به طور معمول سهام شرکت‌هایی معامله می‌شود که سال‌هاست فعالیت دارند و خرید سهام آنها امنیت بیشتری نسبت به شرکت‌های تازه وارد دارد.

^{۴۱} Jumpstart Our Business Startups Act (JOBS)

^{۴۲} Policy ۲, Qualifications for Listing in Canadian Stock Exchange, ۲۰۱۰.

^{۴۳} Toronto Stock Exchange



نمودار ۵: تفکیک بازارها در بازار سرمایه کانادا

در کنار بازار TSX بازار دیگری نیز برای معاملات بورس وجود دارد که به بازار TSX Venture معروف است. در این بازار، بورس شرکتهایی معامله می‌شود که به طور معمول مدت زمان کمتری از تأسیس آنها می‌گذرد (معمولاً ۵ تا ۱۰ سال) و در راه رسیدن به بازار TSX هستند. MX یا بورس مونترال کانادا بازاری برای ابزار مشتقه است. TSX، TSX Venture و MX تحت مالکیت گروه بورس تورنتو قرار دارند. بورس سهام کانادا بورس دیگری در این کشور است که از سال ۲۰۰۳ فعالیت خود را آغاز کرده و سعی در جذب شرکت‌های خیلی کوچک و نوپا را دارد. سهام حدود ۲۰۰ شرکت و اوراق قرضه دولتی در این بازار داد و ستد می‌شود.

۲.۹.۱. شرایط پذیرش در بازار کسب و کارهای نوآورانه (کوچک و متوسط) گروه بورس تورنتو^{۴۴}

شرایط	ملاحظات	تعداد و گران	ملاحظات	شرایط
حداقل سرمایه قابل عرضه در بازار	حداقل ۲۰ میلیون دلار کانادا	حداقل ۱۰ میلیون دلار کانادا	حداقل ۱۰ میلیون دلار کانادا	حداقل ۲۰ میلیون دلار کانادا
حداقل تعداد سهامداران	حداقل ۱۰۰ نفر	حداقل ۱۰۰ نفر	حداقل ۱۰۰ نفر	حداقل ۱۰۰ نفر
حداقل ارزش بازار	حداقل ۱۰۰ میلیون دلار کانادا	حداقل ۱۰۰ میلیون دلار کانادا	حداقل ۱۰۰ میلیون دلار کانادا	حداقل ۱۰۰ میلیون دلار کانادا
حداقل درآمد	حداقل ۱۰۰ هزار دلار کانادا	حداقل ۱۰۰ هزار دلار کانادا	حداقل ۱۰۰ هزار دلار کانادا	حداقل ۱۰۰ هزار دلار کانادا
حداقل سود	حداقل ۱۰۰ هزار دلار کانادا	حداقل ۱۰۰ هزار دلار کانادا	حداقل ۱۰۰ هزار دلار کانادا	حداقل ۱۰۰ هزار دلار کانادا
حداقل تعداد سهامداران	حداقل ۱۰۰ نفر	حداقل ۱۰۰ نفر	حداقل ۱۰۰ نفر	حداقل ۱۰۰ نفر
حداقل ارزش بازار	حداقل ۱۰۰ میلیون دلار کانادا	حداقل ۱۰۰ میلیون دلار کانادا	حداقل ۱۰۰ میلیون دلار کانادا	حداقل ۱۰۰ میلیون دلار کانادا
حداقل درآمد	حداقل ۱۰۰ هزار دلار کانادا	حداقل ۱۰۰ هزار دلار کانادا	حداقل ۱۰۰ هزار دلار کانادا	حداقل ۱۰۰ هزار دلار کانادا
حداقل سود	حداقل ۱۰۰ هزار دلار کانادا	حداقل ۱۰۰ هزار دلار کانادا	حداقل ۱۰۰ هزار دلار کانادا	حداقل ۱۰۰ هزار دلار کانادا

جدول ۱۴: شرایط پذیرش در بازار اول نوآورانه با توجه به حوزه فعالیت

^{۴۴} By-laws and policy statements of TSX Venture Exchange (TSX Venture), Current from January ۱, ۲۰۰۳.

کمرانظ	صفت	
	معدل	هفت و ناز
خالص دارایی های مشهود	-	-
تاریخ ها و تخفیف ها	۱۰۰٪ - ۱۰۰٪ ۱۰۰٪ - ۱۰۰٪	۱۰۰٪ - ۱۰۰٪ ۱۰۰٪ - ۱۰۰٪
ضریب ها و کار های انجام شده	۱۰۰٪ - ۱۰۰٪ ۱۰۰٪ - ۱۰۰٪	۱۰۰٪ - ۱۰۰٪ ۱۰۰٪ - ۱۰۰٪
سهم - شمول	۱۰۰٪ - ۱۰۰٪	
تعداد سهامداران	۱۰۰٪ - ۱۰۰٪	
سهم در دست عموم	۱۰۰٪ - ۱۰۰٪	
بنیان	۱۰۰٪ - ۱۰۰٪	۱۰۰٪ - ۱۰۰٪

جدول ۱۵: شرایط پذیرش در بازار دوم نوآورانه با توجه به حوزه فعالیت

شرایط	CSE
سهم شناور	حداقل ۵۰۰ هزار
ارزش بازار	حداقل ۲۵۰ هزار دلار
سهم در دست عموم	۱۰٪
تعداد سهامداران	حداقل ۱۵۰ سهامدار عمومی که هر یک حداقل تعداد سهام مجاز برای خرید و فروش را دارا باشند
سرمایه در گردش	۵۰ هزار دلار در صورت داشتن سابقه ۶ ماه حضور در یکی از بورس های کانادا و در غیر این صورت ۱۰۰ هزار دلار
درآمد	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

جدول ۱۶: شرایط پذیرش در بورس سهام کانادا

۳. مقایسه روش‌های تأمین مالی SMEها

۳.۱. روش مبتنی بر بدهی

- ۱- عموماً، SMEها نیاز به وام‌های بسیار بلند مدت ۱۰ تا ۲۰ سال دارند.
- ۲- وثیقه‌های سنگینی برای گرفتن وام نیاز است.
- ۳- نرخ بهره وام بسیار بالاست و گاه صرفه سرمایه‌گذاری را این بین می‌برد.
- ۴- دارایی‌های SME در صورت عدم بازپرداخت وام توصیف می‌شود.

۳.۲. روش‌های مبتنی بر سرمایه

- ۱- یک سرمایه‌گذار در بازار سرمایه مانند شریک در اداره و مالکیت SME است.
- ۲- هیچ اجباری برای بازپرداخت (استرداد) مبلغ سرمایه‌گذاری در سهام توسط سرمایه‌گذار وجود ندارد.
- ۳- هیچ نیازی به پرداخت بهره همچون بازار وام نیست.
- ۴- یک سرمایه‌گذار به سود دست می‌یابد اگر شرکت فعالیت خود را شروع و رشد کند.
- ۵- در بازار سرمایه، هزینه افزایش سرمایه یک بار است و در سال‌های متمادی دیگر هزینه‌چندانی ندارد.
- ۶- مشارکت‌پذیری در شرکت‌های تولیدی سهم بسیار عظیمی در رشد تولید و نوآوری و اشتغال در کشور ایفا می‌کند.

البته نکته بسیار مهم قابل ذکر، مکمل بودن بازار پول و سرمایه اند که هر بنگاه به هر دو روش برای تأمین مالی نیازمند است. در این صورت مزیت‌سازی در بازار پول برای شرکت‌های کوچک و متوسطی که در بازار سرمایه پذیرش می‌شوند بسیار حائز اهمیت است.

۳.۲.۱. مزایای ایجاد بازار اختصاصی برای پذیرش شرکت‌های کوچک و متوسط

برخی از مهم‌ترین مزایای ایجاد بستری مجزا در بازار SME را می‌توان به شرح ذیل نام برد:

- فرصت‌هایی کم هزینه برای تأمین مالی SME از شروع تا فعالیت و ادامه حیات فراهم می‌آورد.
- باید سرمایه‌گذاری را در این شرکت‌ها قوی‌تر سازد و موجب رونق بازار ثانویه سهم می‌گردد.
- 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 SMEها با فراهم آوردن مکانیزم آسان ورود خروج افزایش می‌یابد.
- با سهامدار کردن کارمندان، انگیزه و بهره‌وری آنان از طریق شراکت در مجموعه افزایش می‌یابد.
- روح سرمایه‌گذار در تولید مولد و نوآوری در فرآیند تازه می‌شود.
- بازار سرمایه به تخصیص و توزیع مناسب و کارایی ریسک به افراد حقیقی و حقوقی ریسک‌پذیرتر کمک می‌کند.
- بخش SMEها در سیستم مالی از جمله در بازار پول و سرمایه رشد می‌کند.
- ایجاد یک بازار برای SMEها پیوند بین SME و سرمایه‌گذار نوآورانه و سهام خصوصی را از طریق فراهم آوردن یک مکانیزم خروج، برقرار می‌سازد.

۳.۲.۲. نقدشوندگی برای صاحبان سهام

با پذیرش شرکت‌ها کوچک و متوسط پس از محدود شدن به مقررات بازار SME، سرمایه‌گذاران با یک وسیله قانون مند و کارا برای مبادله سهام خود تجهیز می‌شوند.

گماردن یک بازارگردان اجباری برای SMEها به مدت ۳ سال، همان گونه که در هند انجام شده است، نقد شوندگی سهام این شرکت‌ها را در بازار ثانوی تضمین می‌نماید. افزایش نقدشوندگی یک سهم به ارتقاء ارزش آن سهم منجر خواهد شد. این ویژگی در مکانیزم بازار SME موجب جذب SMEهای خارج بازار که از نقد شوندگی پایینی برخوردار هستند به سمت پلت فورم بازار SME خواهد شد. بازیگران کلیدی در این بازار می‌توانند شامل موارد زیر می‌باشند:

- صندوق‌های سرمایه‌گذاری نوآورانه
- صندوق‌های سهام خصوصی
- اشخاص حقوقی و حقیقی معتبر در سرمایه‌گذاری
- بانک‌ها
- سرمایه‌گذاران خارجی
- بازار گردانان
- موسسات مالی و کارگزاران
- تامین سرمایه‌ها و شرکت‌های سرمایه‌گذاری
- اشخاص متخصص در ارزشگذاری دارایی‌های فکری
- سایر صندوق‌ها و نهادهای مالی

۴. شرکت‌های کوچک و متوسط در ایران

در ایران نیز تعاریف گوناگونی از شرکت‌های کوچک و متوسط در سازمان‌های مختلف وجود دارد. با این وجود در تحقیق حاضر، بنا به استعلام به عمل آمده، بنگاه‌های تولیدی که دارای ۱۴۹ نفر کارمند و کمتر هستند را به عنوان بنگاه‌های کوچک و متوسط در نظر می‌گیرند.

اهمیت واحدهای کوچک و متوسط در ایران را از دو بعد کمی و کیفی می‌توان بررسی کرد. از بعد کمی، درصد بسیار بالایی از شرکت‌های موجود در کشور ما و بسیاری از شرکت‌ها در کشورهای مختلف جهان را واحدهای کوچک و متوسط تشکیل می‌دهند و تعداد شاغلان این واحدها قابل توجه است.

همچنین ارزش افزوده ای که این واحدها ایجاد می‌کنند در کشورهای مختلف، حدوداً بین یک سوم تا نیمی از ارزش افزوده کل کشور را تشکیل می‌دهد. از بعد کیفی، این واحدها می‌توانند سرمایه‌گذاری بخش خصوصی را تشویق کنند، چون 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 به علت اعطای پذیر 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 موثر میان پیشرفت اقتصادی-اجتماعی این کشورها با توسعه این بنگاه‌ها است. 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. با این حال در کشور ما، بنگاه‌های کوچک و متوسط با معضلاتی روبرو می‌باشند که می‌توان به مواردی از قبیل فقدان مقیاس‌های لازم از جنبه‌های مختلف سرمایه، تولید و بازار، فقدان محیط‌های مناسب رشد کسب و کار از جنبه‌های مختلف حقوقی و قانونی، فقدان زیر ساخت‌های نرم افزاری و تشکیلاتی، تولید با فناوری‌های کهنه و عدم دسترسی به تکنولوژی‌های نوین، فقدان ارتباط منسجم با شبکه‌های بانکی و مالی کشور و عدم وجود شبکه‌های همکاری میان بنگاه‌های اشاره کرد.

۴.۱. شرکت‌های کوچک مستقر در شهرک‌های صنعتی

از جمله شرکت‌های کوچک و متوسط فعال در بخش‌های مختلف اقتصادی می‌توان به شرکت‌های موجود در شهرک‌های صنعتی تحت حمایت‌های توسعه ای وزارت صنعت، معدن و تجارت اشاره نمود. در ادامه به مختصری از آمار این شرکت‌ها تا پایان شهریورماه سال ۱۳۹۲ که توسط سازمان صنایع کوچک و شهرک‌های صنعتی کشور ارائه شده است اشاره می‌شود.

واحد	تعداد
واحدهای صنعتی کوچک	۷۹۰۰۰
واحدهای صنعتی کوچک مستقر در شهرک‌ها	۳۰۰۰۰
کل واحدهای صنعتی بهره برداری شده	۸۶۰۰۰

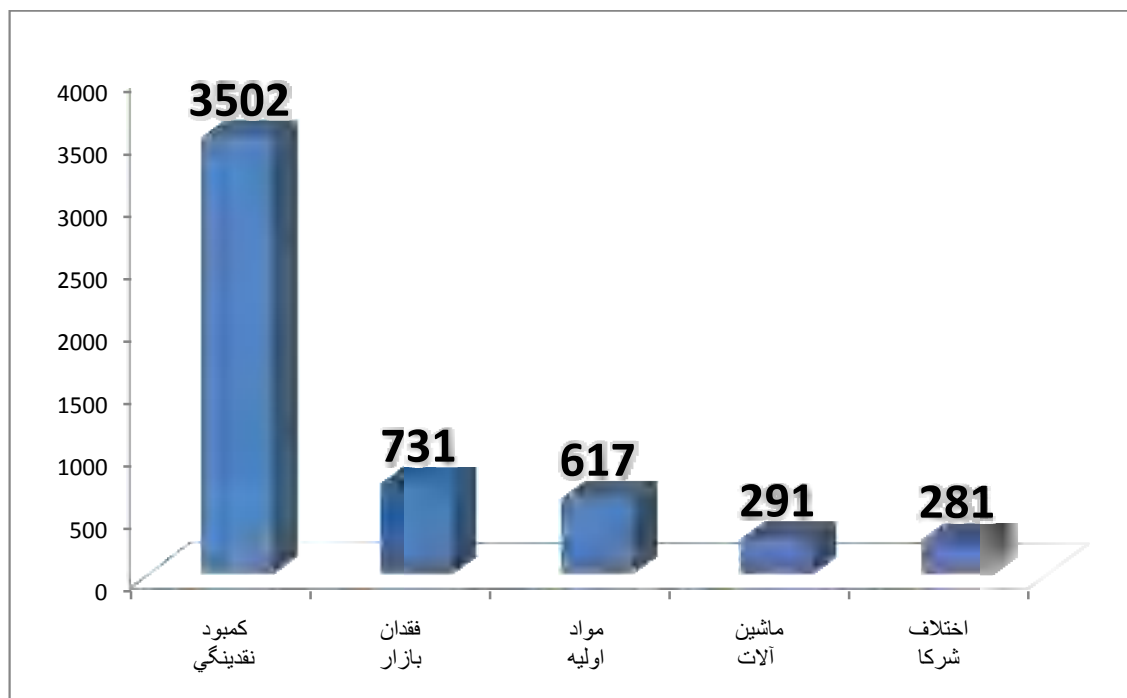
جدول ۱۶: واحدهای صنعتی کوچک

موضوع	واحد سنجش	تعداد
تعداد واحدهای به بهره برداری رسیده	واحد	۳۰۶۱۹
اشتغال واحدهای به بهره برداری رسیده	نفر	۶۴۲۱۰۸
میزان سرمایه گذاری واحدهای به بهره برداری رسیده	میلیارد ریال	۳۱۱۲۳۸

جدول ۱۷: وضعیت واحدهای صنعتی کوچک به بهره برداری رسیده مستقر در شهرک‌های صنعتی

موضوع	تعداد	درصد
طرح‌های در مرحله تخصیص زمین	۱۲۷۱۶	۴۳٪
طرح‌های در مرحله دیوارکشی	۴۷۷۰	۱۶٪
طرح‌های در مرحله نصب سوله	۸۶۴۵	۲۹٪
طرح‌های در مرحله نصب ماشین آلات	۳۵۱۰	۱۲٪
جمع کل	۲۹۶۴۱	۱۰۰٪

جدول ۱۸: وضعیت طرح‌های صنعتی در حال ساخت در شهرک‌های صنعتی



نمودار ۶: تعداد واحدهای به بهره برداری رسیده غیرفعال مستقر در شهرکها و نواحی صنعتی به تفکیک علت تعطیلی تا پایان شهریور ماه ۱۳۹۲

۴. پیشنهاد فرابورس ایران؛ ایجاد بازار اختصاصی

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 فن‌آوری 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 این وجود سهم این بنگاه‌ها در تولید ناخالص داخلی بسیار کمتر از ظرفیت آنها می‌باشد. به عبارت دیگر، رکود اخیر در اقتصاد کشور را می‌توان نتیجه نقص در هدایت منابع مالی به سمت شرکت‌های کوچک و متوسط در جریان تولید نسبت داد. فعالیت مولد شرکت‌های کوچک و متوسط با مشکلات متعددی روبروست که در ادامه به آن اشاره می‌گردد و شرایط رفع این موانع در بازار سرمایه بررسی می‌شود:

۱. فقدان نقدینگی و سرمایه در گردش مهمترین مسأله ای است که شرکت‌های کوچک و متوسط با آن مواجه می‌باشند به نحوی که تأمین مالی از تسهیلات بانکی برای عمده این بنگاه‌ها به علت معوقات موجود امکان پذیر نمی‌باشد. بنابراین 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 غیرممکن گردد. 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 شفاف سازی بنگاه‌های اقتصادی با نظارت در سطوح مختلف است. شفاف سازی 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 مالیات ستانی 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 ناممکن شود.

۳. سالانه تعداد بیشماری از کسب و کارهای کوچک و متوسط به علت ضعف در اتصال به زنجیره‌های مهم عرضه محصولات به شکست منجر می‌شوند. به عبارت دیگر ارتباط این شرکت‌ها با مجموعه‌های نهادی بالادستی در هر صنعت به علت نبود فضای مشارکت سرمایه گذاران 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 سرمایه گذاران 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 است و فرا بورس با رسالت پوشش بخشی از تقاضای ورود به بورس که ناتوان از احراز شرایط دشوار پذیرش بوده‌اند متولد گردید.

اما شرایط پذیرش ساده، رافع مسئولیت تصمیم گیرندگان در حوزه پذیرش علی‌الخصوص هیات پذیرش نبوده زیرا نهایتاً شرکت‌های پذیرفته شده عملاً در مفهوم واحد بورس هضم شده و سرمایه گذاران به اتکای وجود تابلوی رسمی، تفاوتی را میان شرکت‌های پذیرفته شده در بورس و فرا بورس قائل نمی‌شوند. لذا وجود شرایط ساده تر پذیرش از حیث دستورالعمل، توجهی برای کاهش دقت تصمیم گیرندگان در مسئله ریسک‌های فعالیت شرکت نبوده و لذا از این منظر عملاً هیچگونه تفاوتی میان بورس و فرا بورس وجود ندارد (موارد متعددی از شرکت‌های که مورد پذیرش بورس قرار نگرفته و تقاضای پذیرش آنها در فرا بورس نیز رد شده وجود دارد). نتیجه این واقعیت، دلسردی بخش وسیعی از صاحبان شرکت‌ها از ورود بورس یا فرا بورس 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، ایمن سازی سرمایه گذاران خرد در مواجهه با ریسک بالای بنگاه‌های کوچک یا در مرحله رشد می‌باشد. در بازار اختصاصی سعی شده با در نظر گرفتن واقعیت‌های موجود، راهی برای تخصیص بهینه آن بخش از منابع که تحمل ریسک بالاتر را دارند ایجاد شود.

۵.۱. پذیرش در بازار اختصاصی

همانگونه که در مطالعات تطبیقی انجام شده در بخش‌های قبلی 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.

به نظر 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 به نظر می‌رسد امکان کاستن از محتوای نظارتی سازمان بورس وجود نداشته باشد. با این وجود بر اساس مفاد ماده ۳۰ قانون بازار اوراق بهادار و تبصره آن، 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 و 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 می‌بایست به یکی از تابلوهای بازار اول یا دوم فرابورس و در غیر این صورت به بازار توافقی سهام منتقل شوند.

۵.۲. فرایند پذیرش و افشای اطلاعات در بازار اختصاصی

پذیرش شرکت‌ها در بازار اختصاصی فرابورس، توسط هیات پذیرش موضوع ماده ۲ دستورالعمل پذیرش انجام نمی‌شود. پیشنهاد می‌شود تصمیم‌گیری در خصوص پذیرش شرکت‌ها در این بازار توسط کمیته ای به محوریت فرابورس (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 فرابورس و با محوریت فرابورس انجام می‌شود. بدین منظور سامانه ای مشابه کدال توسط فرابورس طراحی و اطلاعات مالی شرکت‌ها مطابق ضوابط اعلام شده افشاء می‌شود.

۵.۳. بازار نوآوری

بازار نوآوری یک تابلو در ذیل بازار اختصاصی است که شرکت‌هایی که براساس ماهیت فعالیت آنها، دانش بنیان قلمداد شوند قابلیت پذیرش در این بازار را دارا می‌باشند. این شرکت‌ها اعطای معافیت‌ها و مشوق‌ها بیشتر از سایر شرکت‌های پذیرفته شده در بورس و فرابورس برای این بازار پیشنهاد می‌شود.

علاوه بر شرکت‌ها، دارایی‌های فکری و صندوق‌های سرمایه‌گذاری جسورانه نیز در این تابلو مورد معامله قرار خواهند گرفت.

۵.۴. نیازمندی‌های قانون‌گذاری

تشکیل یک بازار مجزا برای تأمین مالی شرکت‌های کوچک و متوسط مستلزم ایجاد مزایای قانونی مناسب برای فعالیت این شرکت‌ها در طرف عرضه و فعالیت سرمایه‌گذاران در طرف تقاضای این بازار می‌باشد. بنابراین پیشنهاد می‌شود:

۱. اصلاح لازم در ماده ۲۱ قانون تجارت در جهت امکان پذیرش این شرکت‌ها ضروری به نظر می‌رسد.
۲. موانع قانونی به ویژه مناسبات ثبتی شرکت‌های کوچک و متوسط پذیرفته شده در بازار فرابورس ایران در زمینه افزایش سرمایه این شرکت‌ها به نحو مقتضی در قوانین مربوط مورد بازبینی و تسهیل قرار گیرد.
۳. 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 مدنظر قرار گیرد.
۴. ترتیبی در فرآیندهای قانونی ایجاد گردد تا هرگونه حمایت مالی و توسعه ای 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.

۵. یکی از مهمترین بحث‌ها که در بالا نیز عنوان شد، ایجاد امکان پذیرش این شرکت‌ها در بازار اختصاصی بدون ثبت نزد سازمان بورس و اوراق بهادار و انجام کلیه مراحل تحت نظارت فرابورس ایران به عنوان یک تشکل خودانتظام است.

۶. یکی از مهمترین لوازمات ایجاد جذابیت و امکان رشد در این بازار، اعطای اعتبار و تسهیلات بانکی به شرکت‌های متقاضی به شرط درج در بازار اختصاصی است. سیستم نظارتی این بازار مسلماً شفافیت جریان اعتبارات به سمت تولید را تضمین نموده و از هدر رفت منابع به سمت بخش غیرمولد اقتصاد جلوگیری می‌نماید.