

سرمایه‌گذاری



اولین همایش سالانه بازار سرمایه

حمایت از سرمایه‌گذاری و مشارکت مردمی در اقتصاد

۱۹ مهر ۱۴۰۲



**بررسی تجارب بورس‌های آسیایی منتخب در تامین مالی
رشد و نوآوری از طریق بازار سرمایه و درس‌هایی برای
ایران**

علیرضا صبوری، علی زارع‌شاهی و علیرضا نجاتی

مقدمه

مقاله:

«بررسی تجارب بورس‌های آسیایی
منتخب در تامین مالی رشد و
نوآوری از طریق بازار سرمایه و
درس‌هایی برای ایران»

مهرماه ۱۴۰۲

طرح پژوهشی:

«ارزیابی و تحلیل بازار شرکت‌های
کوچک و متوسط فرابورس و ارائه
راهکارهای اصلاحی»

کارفرما: کمیته راهبری پژوهش سازمان
بورس و اوراق بهادار

تیرماه ۱۴۰۱



مقدمه

گام‌های طی شده در طرح پژوهشی:

- بررسی و ارزیابی تجربه ۱۰ کشور در راه‌اندازی بازار مجزا (اختصاصی): ایتالیا، انگلستان، آمریکا، کره جنوبی، مالزی، هنگ‌کنگ، کانادا، آفریقای جنوبی، هند و اندونزی؛
- مصاحبه با ذی‌نفعان بازار شرکت‌های کوچک و متوسط فرابورس: ۲۳ مصاحبه نیمه‌ساختاریافته؛
- شناسایی ۱۳ حوزه و ۸۶ چالش برای این بازار؛
- رتبه‌بندی حوزه‌ها و چالش‌های شناسایی شده و ارائه راهکار؛

گام‌های طی شده در طرح پژوهشی:

- بررسی و ارزیابی تجارب کشورهای ژاپن، مالزی، اندونزی و ترکیه در تامین مالی رشد و نوآوری از طریق بازار سرمایه؛
- استخراج راهکارها و ارائه پیشنهادها برای بازار سرمایه ایران؛



بازار مجزای معاملات سهام

- جایگاه و اهمیت شرکت‌های کوچک و متوسط و دانش‌بنیان؛
- چالش اصلی: تامین مالی؛
- پررنگ شدن نقش تامین مالی بازار سرمایه در پس‌ابحران ۲۰۰۸، خصوصاً با استقرار بازل ۳؛
- بورس‌های دنیا در کنار بازارهای اصلی معاملات سهام (Main Market) بازارهای مجزا یا اختصاصی را جهت تامین مالی شرکت‌های مذکور با راهبرد تسهیل و تسریع فرآیند پذیرش ایجاد کرده‌اند.



بازار مجزای معاملات سهام

مخاطب اصلی؟



- بازارهای مجزا، زمینه تامین مالی شرکت‌های **SME**، نوآور، دارای مزیت تکنولوژی و به بیان ایرانی دانش بنیان هستند.

"این بازار به منظور ارتقای رشد شرکت‌های کوچک و متوسطی که از پتانسیل‌های تکنولوژی برخوردارند سازمان یافته‌است. این شرکت‌ها می‌توانند با استفاده از معیارهای پذیرش آسان‌تر وارد **Konex** شوند. بعلاوه این بازار **تعهدات افشاء** (مانند معافیت از ارائه گزارش‌های سه ماهه و شش ماهه و کاهش موارد افشاء و غیره)، **ساختار حکمرانی** (مانند مدیران غیرموظف و کاهش الزامات مربوط به حسابرسی و غیره) و گزارشگری مالی را **تسهیل** کرده‌است."

ارزش بازار
Konex
تقریباً
3
میلیارد دلار

عنوان بازار	تعداد شرکت
KOSPI	838
KOSDAQ	1,675
KONEX	128
جمع کل	2,487

منبع: سایت بورس کره جنوبی



بازار مجزای معاملات سهام

• پذیرش اولین شرکت در تجربه بازار مجزای ایران (بازار SME فرابورس)، ۱۳۹۵؛

بازار	تعداد نمادها	ارزش (ریال)	سهم از ارزش بازار
بازار اول	۹۸	۳,۶۱۴,۹۹۹ B	۱۴/۵۷%
بازار دوم	۸۵	۱۰,۲۷۰,۰۱۳ B	۴۱/۳۹%
ابزار های نوین مالی	۳۲۷	۶,۰۱۸,۷۴۱ B	۲۴/۲۶%
تابلو پایه زرد	۱۶۰	۴,۰۷۴,۱۲۲ B	۱۶/۴۲%
تابلو پایه نارنجی	۲۴	۷۲۱,۴۲۴ B	۲/۹۱%
تابلو پایه قرمز	۱۰	۴۸,۸۰۹ B	۰/۲%
بازار SME	۵	۶۴,۵۸۳ B	۰/۲۶%
مجموع بازارها	۷۰۹	۲۴,۸۱۲,۶۹۱ B	

منبع: سایت فرابورس (۱۴۰۲/۰۷/۱۷)



اقدامات مثبت و سازنده:

- ۱) تهیه دستورالعمل پذیرش بازار نوآفرین؛
- ۲) IPO به روش افزایش سرمایه با سلب حق تقدم؛
- ۳) تسریع فرایند افزایش سرمایه (ارسال الکترونیکی افزایش سرمایه به مرجع ثبت شرکتها)؛
- ۴) شعب تخصصی شورای حل اختلاف و دادگاه جهت رسیدگی به کلیه اختلافات در زمینه‌های علمی و فناوری (ماده ۹ قانون جهش تولید دانش‌بنیان)؛
- ۵) بازار توافقی؛
- ۶) ترکیب هیئت پذیرش بازار نوآفرین؛
- و...

عنوان حوزه چالشی	رتبه	تعداد چالش‌ها و راهکارها
مشوق‌ها و مزیت‌ها	۱	۱۶
حوزه کلان	۲	۱۲
اهداف	۳	۶
بازار ثانویه	۴	۴
بخش‌بندی بازار	۵	۴
مشاور تخصصی	۶	۱۰
الزامات پس از عرضه	۷	۴
کمیته پذیرش	۸	۱۱
الزامات پذیرش	۹	۶
فرآیند پذیرش	۱۰	۵
اسناد پذیرش	۱۱	۴
شیوه‌های ورود به بازار	۱۲	۳
نام بازار	۱۳	۱



پیشنادهایی جهت ارتقای دستورالعمل بازار نوآفرین

- طراحی مشاور تخصصی بازار نوآفرین؛
- برجسته شدن جایگاه شرکت‌های SME در بخش بندی بازار نوآفرین؛
- اصلاح ترکیب هیئت پذیرش متناسب با مخاطبین بخش رشد بازار نوآفرین؛
- تقویت مدیریت تعارض منافع در ترکیب هیئت پذیرش؛
- استفاده از سازوکار درج مستقیم (Direct Listing)؛
- بازنگری در الزام حداقل سهام شناور برای شرکت‌های دانش بنیان و SME؛
- و...
- معرفی مطلوب شرکت پذیرفته شده (تقویت شهرت و پدیداری)؛
- تامین مالی متناسب با نیاز رشد شرکت‌های دانش بنیان و SME؛
- اعطای تخفیفات و معافیت در تکالیف ناشرانی و افشائات؛
- پیشرفت و ارتقاء هم‌زمان بازار نوآفرین، سرمایه گذاری جسورانه و سرمایه گذاری خصوصی؛
- برجسته سازی «مرحله آماده سازی» در سفر پذیرش با مدیریت مشاور تخصصی؛
- طراحی سیستم‌های پشتیبانی تصمیم‌گیری برای هیئت پذیرش؛
- و...



پیشنهادهایی جهت ارتقای دستورالعمل بازار نوآفرین

ماده (۹): سهام شرکت‌ها با ویژگی‌های زیر قابل پذیرش هستند:

الف) تابلوی دانش‌بنیان:

- ۱- شرکت‌های دانش‌بنیان؛
- ۲- شرکت‌های خلاق؛
- ۳- شرکت‌های فناور؛
- ۴- شرکت‌های فعال در حوزه اقتصاد دیجیتال؛

ب) تابلوی رشد

- ۱- سهام شرکت‌های سهامی عام؛
- ۲- سهام شرکت پروژه/هلدینگ پروژه؛
- ۳- سهام شرکت‌های پذیرهنویسی شده از طریق فرابورس؛



پیشنادهایی جهت ارتقای دستورالعمل بازار نوآفرین

• مشاور تخصصی:

رکن اساسی بازارهای مجزای SME، مشاوران تخصصی این بازارها هستند؛ لذا جایگاه این مشاوران بی بدیل است. برخی از این مشاوران تخصصی عبارتند از: AIM (NOMAD)، بازار رشد نزدیک (Certified Adviser)، بازار رشد میلان (Euronext Growth Adviser)، Konex (Designated advisor)، بازار AltX بورس ژوهانسبورگ (Designated advisor). این مشاوران به صورت مستمر در کنار شرکتها حتی پس از پذیرش نیز حضور دارند و سفر رشد آنان ذیل نظارت و راهبری این مشاوران صورت می پذیرد.



پیشنادهایی جهت ارتقای دستورالعمل بازار نوآفرین

• انجام مرحله آماده‌سازی ذیل نظارت و راهبری مشاور تخصصی:

بر اساس تجربیات بین‌الملل اساسی‌ترین مرحله فرایندپذیرش **مرحله آماده‌سازی** است. راهبری این مرحله توسط **مشاور تخصصی** بازار SME انجام می‌پذیرد و این مرحله تحت اشراف و تخصص مشاور تخصصی این بازار صورت می‌پذیرد. لازم به ذکر است که این مرحله **زمان‌برترین و پرکارترین** مرحله از فرایندپذیرش است. در ایران همان گونه که ذکر شد **مشاور تخصصی** این بازار **ایجاد نشده است** و متقاضیان پذیرش ناچار هستند که از بین مشاوران پذیرش یکی را انتخاب کنند از سویی **کارمزد مشاوره پذیرش** و **حدود مسئولیت آن جذابیت درآمدی** چندانی ندارد لذا مشاوران پذیرش در **مرحله آماده‌سازی** حضور چندان قدرتمندی **ندارند** که این مهم خود منجر به **سردرگمی** متقاضیان پذیرش، **طولانی و کند شدن** فرایندپذیرش و **ناتمام ماندن** فرایندپذیرش می‌شود. در حقیقت مرحله آماده‌سازی باید ذیل **اشراف و راهبری مشاوران تخصصی** انجام شود و پس از خاتمه این فرایند و صدور **تأییدیه صلاحیت** متقاضی پذیرش توسط مشاور تخصصی تازه بورس وارد فرایندپذیرش می‌شود. اما در ایران فرابورس **از ابتدای ارائه درخواست تا انتها** درگیر فرایندپذیرش است که این مهم خود **فشارکاری** بسیاری زیادی را به **دپارتمان پذیرش فرابورس** وارد می‌کند و به تبع آن گاهی اوقات فرایندپذیرش **دو تا سه سال** به طول می‌انجامد؛ لذا در گام اول همان گونه که ذکر شد ضروری است سازمان بورس و فرابورسی مشاوران تخصصی بازار SME را ایجاد کنند و مرحله آماده‌سازی صرفاً ذیل اشراف و راهبری مشاوران تخصصی این بازار انجام شود و فرابورس خود را درگیر موضوعات مرتبط با آماده‌سازی نکند.



پیشنادهایی جهت ارتقای دستورالعمل بازار نوآفرین



• انجام ارزیابی موشکافانه (Due Diligence) توسط مشاور تخصصی:

بر اساس تجربیات بین‌الملل یکی از گام‌های بسیار مهم در فرآیند پذیرش «ارزیابی موشکافانه» است. در فرآیند فعلی پذیرش، فرابورس ایران از ابتدا درگیر فرآیند می‌شود و دپارتمان پذیرش در مرحله آماده‌سازی و ارزیابی موشکافانه حضوری فعال دارد. این مهم منجر به افزایش فشار کاری دپارتمان پذیرش و طولانی و طاقت‌فرسا شدن این فرآیند می‌شود. بر اساس تجربیات بین‌الملل راهبرد اصلی بازارهای مجزا، تسهیل و تسریع فرآیند است؛ لذا برای نیل به این مهم ضروری است که مرحله آماده‌سازی ذیل اشراف و راهبری مشاور تخصصی صورت پذیرد همچنین مشاور تخصصی ارزیابی موشکافانه را انجام دهد و نامه تأییدیه صلاحیت را صادر نماید. با صدور نامه تأییدیه صلاحیت فرابورس رسماً وارد فرآیند می‌شوند و این فرآیند نباید بیش از ۶ ماه طول بکشد. به عنوان جمع‌بندی عرض می‌شود که بر اساس تجربیات بین‌الملل ارزیابی موشکافانه باید توسط مشاور تخصصی انجام پذیرد.



پیشنادهایی جهت ارتقای دستورالعمل بازار نوآفرین

• معرفی مطلوب شرکت (تقویت شهرت و پدیداری):

راهکار: «استفاده از ظرفیت‌هایی مانند: شبکه تلویزیونی، فضای مجازی، نشریه‌ها و مجلدها، برگزاری همایش‌ها، تولید محتوا مبتنی بر مدیا، کمپین‌های تخصصی و رویدادهای مختلف با هدف معرفی متقاضیان پذیرش به جامعه»

بر اساس تجربیات بین‌الملل یکی از مهمترین مزایای حضور شرکت‌های SME در این بازارها **معرفی مطلوب شرکت به جامعه** و یا به بیان دیگر **تقویت شهرت، برند و پدیداری** شرکت‌ها است. برای مثال **بازار رشد نزدیک** یکی از مزیت‌های خود را این چنین معرفی می‌کند: "نزدک امکاناتی را از قبیل: **وال استریت ژورنال، فیس بوک، CNBC (شبکه اخبار کسب‌وکار) و بیش از ۴۰۰ رویداد سالانه** (که متولی برگزاری آن نزدک است) را به منظور **دیده شدن در گستره جهانی** تدارک دیده‌است." در حقیقت باید پس از پذیرفته شدن شرکت‌ها در بازار مجزای SME **قدرت برند** آنان به شدت **تقویت** شود.



پیشنادهایی جهت ارتقای دستورالعمل بازار نوآفرین

• معرفی مطلوب شرکت (تقویت شهرت و پدیداری):

راهکار: «استفاده از ظرفیت‌هایی مانند: شبکه تلویزیونی، فضای مجازی، نشریه‌ها و مجلدها، برگزاری همایش‌ها، تولید محتوا مبتنی بر مدیا، کمپین‌های تخصصی و رویدادهای مختلف با هدف معرفی متقاضیان پذیرش به جامعه»

بر اساس تجربیات بین‌الملل یکی از مهمترین مزایای حضور شرکت‌های SME در این بازارها **معرفی مطلوب شرکت به جامعه** و یا به بیان دیگر **تقویت شهرت، برند و پدیداری** شرکت‌ها است. برای مثال **بازار رشد نزدیک** یکی از مزیت‌های خود را این چنین معرفی می‌کند: "نزدک امکاناتی را از قبیل: **وال استریت ژورنال، فیس بوک، CNBC (شبکه اخبار کسب‌وکار) و بیش از ۴۰۰ رویداد سالانه** (که متولی برگزاری آن نزدیک است) را به منظور **دیده شدن در گستره جهانی** تدارک دیده‌است." در حقیقت باید پس از پذیرفته شدن شرکت‌ها در بازار مجزای SME **قدرت برند** آنان به شدت **تقویت** شود.



پیشنادهایی جهت ارتقای دستورالعمل بازار نوآفرین

• اعطای معافیت‌های شفاف‌سازی با نظر مشاور تخصصی و عملیاتی‌سازی افشای با تاخیر:

بر اساس تجربیات بین‌الملل همانند تخفیفات گزارشگری، برای شرکت‌های SME تخفیفات افشاء نیز وجود دارد و به هیچ وجه شفاف‌سازی‌ها و افشائات آنان برابر با شرکت‌های بزرگ نیست؛ اما در تجربه ایران شفاف‌سازی این شرکت‌ها با شرکت چند میلیارد دلاری صنعت خود برابر است. که این مهم در هیچ تجربه بین‌المللی مسبوق به سابقه نیست. از سویی دیگر شرکت‌های دانش بنیان به نحوی است که اگر تمامی افشائات صورت پذیرد احتمالاً آنان موقعیت رقابتی خود را نزد رقبا از دست بدهند به منظور پوشش این دغدغه در تجربه بین‌الملل «افشای همراه تا تاخیر» عملیاتی شده است که البته این فرآیند ذیل نظارت و راهبری مشاور تخصصی انجام می‌پذیرد. برای مثال در بازار رشد نزدیک آمده است: "شرکت ممکن است افشاء اطلاعات داخلی را به تاخیر بیندازد. اعمال چنین تاخیری مستلزم آن است که افشای فوری اطلاعات داخلی احتمالاً به منافع قانونی شرکت لطمه بزند. لازم به ذکر است که این تاخیر احتمالاً منجر به گمراهی عمومی نمی‌شود و شرکت می‌تواند اطلاعات را محرمانه در نظر بگیرد و با تاخیر افشاء کند"



پیشنادهایی جهت ارتقای دستورالعمل بازار نوآفرین



• پیشرفت و ارتقاء هم زمان بازار نوآفرین، VC و PE:

بر اساس تجربیات بین‌الملل، بازار سرمایه متری «تامین مالی چرخه رشد شرکت‌ها» را **پشتیبانی** می‌کند و برای هر شرکت در هر مرحله از چرخه رشد راهکار و راه‌حل ارائه می‌دهد. در حقیقت سه مقوله VC، PE و بازار مجزای SME در ارتباط تنگاتنگ با یکدیگر هستند. عملکرد بازار سرمایه ایران در توسعه این سه مورد چندان موفق نبوده‌است لذا ضروری است که توسعه این سه مورد هم‌زمان با یکدیگر دنبال شود. به بیان دیگر اگر بخواهیم بازار SME موفق داشته باشیم ناچار به تقویت PE و VC هستیم. تنها در صورت **پیشرفت هم‌زمان** در سه حوزه VC، PE و بازار مجزای SME می‌توانیم به شکوفایی این شرکت‌ها برسیم. لذا ضروری است توجه ویژه‌ای به PE و VC شود.



روش‌های تامین مالی از رشد و نوآوری در بورس‌های منتخب و ایران						کشور
-	تامین مالی جمعی مبتنی بر سهام، حقوق مالکانه، بدهی و پاداش	بازار توکیو پرو باند به عنوان بازار اختصاصی و حرفه‌ای اوراق قرضه	شرکت‌های سرمایه‌گذاری جسورانه (VC) و خصوصی (PE)	صندوق‌های سرمایه‌گذاری جسورانه (VC) و خصوصی (PE)	بازارهای مجزای متعدد در هر دو بورس اوزاکا و توکیو	ژاپن
-	طراحی شاخص PEFENDO25	تامین مالی جمعی مبتنی بر سهام	شرکت‌های سرمایه‌گذاری جسورانه (VC) و خصوصی (PE)	صندوق‌های سرمایه‌گذاری جسورانه (VC) و خصوصی (PE)	بازار مجزا	اندونزی
-	-	تامین مالی جمعی مبتنی بر حقوق مالکانه، بدهی و پاداش	شرکت‌های سرمایه‌گذاری جسورانه (VC) و خصوصی (PE)	صندوق‌های سرمایه‌گذاری جسورانه (VC) و خصوصی (PE)	بازار مجزا	مالزی
درج مستقیم و معامله سهام شرکت‌های پذیرفته نشده در بورس که بتوانند الزامات خاصی را پوشش دهند.	تامین مالی جمعی مبتنی بر پاداش	ایجاد بازاری حرفه‌ای جهت معامله اوراق بهادار شرکت‌های SME (به جز سهام)	شرکت‌های سرمایه‌گذاری جسورانه (VC) و خصوصی (PE)	صندوق‌های سرمایه‌گذاری جسورانه (VC) و خصوصی (PE)	بازار مجزا	ترکیه
-	-	-	تامین مالی جمعی مبتنی بر گواهی شراکت	صندوق‌های سرمایه‌گذاری جسورانه (VC) و خصوصی (PE)	بازار مجزا	ایران



پیشنادهایی جهت ارتقاء تامین مالی رشد و نوآوری

• درج مستقیم:

یکی از روش‌هایی که منجر به دستیابی سریع‌تر این شرکت‌ها به منابع مالی می‌شود، درج مستقیم سهام آن‌ها است. در این حالت سهام این شرکت‌ها ذیل مقرراتی ویژه درج می‌شود و معاملات آن نیز محدودیت‌های خاصی دارد. این پیشنهاد بستری را فراهم می‌کند تا این شرکت‌ها در اسرع وقت بتوانند به منابع مالی دست یابند و سفر رشد خود را طی کنند. از سویی دیگر به درخواست سرمایه‌گذاران با سطوح ریسک بالا نیز پاسخ داده می‌شود.

• صندوق سرمایه‌گذاری شاخصی:

با توسعه بازار مجزا و حضور شرکت‌های بیشتر در این بازار، پیشنهاد می‌شود با هدف جلب مشارکت سرمایه‌گذاران با سطوح ریسک پایین‌تر، صندوق سرمایه‌گذاری شاخصی شرکت‌های پذیرفته شده در بازار مجزا نیز تأسیس شود. تا مشارکت‌کنندگان بیشتری بتوانند در این بازار حضور داشته باشند.

...



پیشنادهایی جهت پژوهش‌های آتی

- آسیب‌شناسی عملکرد صندوق‌های سرمایه‌گذاری جسورانه در بازار سرمایه ایران؛
- آسیب‌شناسی عملکرد صندوق‌های سرمایه‌گذاری خصوصی در بازار سرمایه ایران؛
- امکان‌سنجی تأسیس بازار حرفه‌ای صکوک جهت تامین مالی شرکت‌های کوچک و متوسط و دانش‌بنیان؛
- آسیب‌شناسی تجربه بازار سرمایه ایران در تامین مالی جمعی؛
- امکان‌سنجی ایجاد بازار ثانویه گواهی‌های تامین مالی در بازار سرمایه ایران؛
- امکان‌سنجی مقرراتی، مالی درج مستقیم سهام شرکت‌های کوچک و متوسط و دانش‌بنیان و معاملات سهام آنها در بازار سرمایه ایران؛
- و...





با شکر از سروران کراتقدر

