



## Analyzing and Choosing the Appropriate Model for Issuing Islamic Securities for Financing SMEs

Mohammad Mehdi Faridouni\*

Mohammad Tohidi\*\*

Milad Isaei\*\*\*



10.30497/ifr.2023.244310.1824





### Abstract


Financing has always been one of the main challenges of SMEs in Iran. Therefore, developing financial instruments for these companies and reducing their dependence on bank financing is always one of their essential needs. Despite the development of the Sukuk market in recent years, the capacity of this market has not been provided for SMEs. This article seeks to provide an optimal model for financing SMEs. The present research is considered to be mixed (qualitative-quantitative) from the point of view of the applied goal and qualitative-quantitative from the point of view of the nature of the data and descriptive-survey from the point of view of the data collection method. In order to design a suitable model, first, in interviews with experts in the field of financing SMEs, as well as available resources, the financing challenges of these companies were analyzed. In the next step, based on two assumptions, 7 models were designed for issuing Sukuk. Then, based on the TOPSIS method, these models were prioritized and Wakalah model is chosen.

**Keywords:** SMEs; Financing; Sukuk; Wakalah Sukuk.

JEL Classification: G10, G20.

\* Ph.D. Student, Financial Engineering, Department of Financial Management, Faculty of Islamic Studies and Management, Imam Sadiq University, Tehran, Iran (Corresponding Author). m.fereydooni@isu.ac.ir  0001-0001-5388-3239

\*\* Associate Professor, Department of Financial Management, Faculty of Islamic Studies and Management, Imam Sadiq University, Tehran, Iran. tohidi@isu.ac.ir  0000-0002-1289-1256.

\*\*\* M.A. Student, Islamic Studies and Financial Management, Department of Financial Management, Faculty of Islamic Studies and Management, Imam Sadiq University, Tehran, Iran. miladeasaei@isu.ac.ir  0009-0006-4494-7097

## تحلیل و انتخاب مدل مناسب جهت انتشار اوراق برای تأمین مالی کسب و کارهای کوچک و متوسط در بازار سرمایه ایران

محمد مهدی فریدونی\* محمد توحیدی\*\* میلاد عیسانی\*\*\*

### چکیده

همواره یکی از چالش‌های اصلی کسب و کارهای کوچک و متوسط در ایران، تأمین مالی بوده است. از این رو توسعه ابزارهای تأمین مالی برای این بنگاه‌ها و کاهش وابستگی آن‌ها به تأمین مالی بانکی، همواره یکی از نیازهای ضروری آن‌ها است. علی‌رغم توسعه بازار صکوک در سال‌های اخیر، تاکنون ظرفیت این بازار در اختیار کسب و کارهای کوچک و متوسط قرار نگرفته است. این مقاله در پی آن است که مدل بهینه‌ای برای تأمین مالی کسب و کارهای کوچک و متوسط ارائه کند. پژوهش حاضر از منظر هدف کاربردی و از منظر ماهیت داده‌ها، آمیخته (کیفی-کمی) و از منظر روش گردآوری داده‌ها توصیفی-پیمایشی محسوب می‌شود. برای طراحی مدل مناسب، ابتدا در مصاحبه با خبرگان حوزه تأمین مالی کسب و کارهای کوچک و متوسط و نیز منابع موجود، چالش‌های تأمین مالی این بنگاه‌ها، احصاء و تحلیل مضمون شد. در مرحله بعد مبتنی بر دو پیش‌فرض (وجود واسط میان سرمایه‌گذاران و کسب و کارهای کوچک و متوسط و انعطاف در استفاده از منابع) هفت مدل برای انتشار اوراق طراحی شد. سپس مبتنی بر روش تاپسیس، این مدل‌ها اولویت‌بندی شدند و مدلی مبتنی بر اوراق وکالت انتخاب شد.

**واژگان کلیدی:** کسب و کارهای کوچک و متوسط؛ تأمین مالی؛ صکوک، صکوک وکالت

\* دانشجوی دکتری، مهندسی مالی، گروه مدیریت مالی، دانشکده معارف اسلامی و مدیریت، دانشگاه امام صادق علیه‌السلام، تهران، ایران (نویسنده مسئول)  
m.fereydooni@isu.ac.ir

\*\* دانشیار، گروه مدیریت مالی، دانشکده معارف اسلامی و مدیریت، دانشگاه امام صادق علیه‌السلام، تهران، ایران  
tohidi@isu.ac.ir

\*\*\* دانشجوی کارشناسی ارشد، معارف اسلامی و مدیریت مالی، گروه مدیریت مالی، دانشکده معارف اسلامی و مدیریت، دانشگاه امام صادق علیه‌السلام، تهران، ایران  
miladeasaei@isu.ac.ir

تاریخ دریافت: ۱۴۰۱/۱۲/۱۴ تاریخ پذیرش: ۱۴۰۲/۰۳/۲۳

مقاله مدت ۳ روز جهت اصلاحات نزد نویسندگان بوده است.

### مقدمه

کسب‌وکارهای کوچک و متوسط نقش مؤثری در توسعه پایدار کشورها از طریق اشتغال‌زایی، نوآوری و کاهش شکاف درآمدی از کارکردهای کسب‌وکارهای کوچک و متوسط در اقتصاد است (Bartolacci, Caputo & Soverchia, 2020). گزارش سازمان تجارت جهانی<sup>۱</sup> (۲۰۱۶م) بیان می‌کند که کسب‌وکارهای کوچک و متوسط ۶۰ تا ۷۰ درصد از اشتغال و ۵۵ درصد از تولید ناخالص داخلی کشورها را به خود اختصاص داده‌اند. تحقیقات مختلفی نشان داده‌اند که دسترسی به تأمین مالی مهم‌ترین مشکل کسب‌وکارهای کوچک و متوسط است (Baker, Kumar & Rao, 2020; Moscalu, ) (Girardone & Calabrese, 2020).

در ماده (۲۴) قانون برنامه ششم توسعه، حمایت و توسعه بنگاه‌های کوچک و متوسط مورد تأکید قرار گرفته و دولت مکلف به طراحی، تدوین و اجرای برنامه‌های حمایتی شده است. یکی از موانع اصلی کسب‌وکارهای کوچک و متوسط، تأمین مالی بوده است. کسب‌وکارهای کوچک و متوسط عمدتاً با محدودیت در تأمین مالی خارجی مواجه‌اند و شکاف تأمین مالی زیادی دارند، چراکه این کسب‌وکارها از شانس کمتری در دستیابی به منابع مالی در مقایسه با شرکت‌های بزرگ برخوردارند (Abraham & Schmukler, 2017, p. 1). اگر در کشوری تعداد بسیار زیادی از بنگاه‌های کوچک و بزرگ وجود داشته باشد و در این میان بنگاه‌های با حجم میانه در اقتصاد این کشور کم باشد، نشان‌دهنده وضعیت ضعیف حمایت از بنگاه‌های کوچک و متوسط در اقتصاد است. این فقدان بنگاه‌های کوچک و متوسط که عمدتاً در کشورهای کمتر توسعه‌یافته رخ می‌دهد، میانه گمشده<sup>۲</sup> نام دارد (Guerrero, 2018, p. 2). پژوهش‌های تجربی نشان می‌دهد که در کشورهای درحال توسعه بنگاه‌های کمی می‌توانند از سطح بنگاه کوچک به سطح یک بنگاه متوسط برسند (Guerrero, 2018, p. 2). براساس تقسیم‌بندی مرکز آمار ایران، بنگاه‌های ۹-۱ نفر کارکن بنگاه‌های خرد، ۱۰-۴۹ نفر کارکن کوچک، ۵۰-۹۹ نفر کارکن متوسط و بیش از ۱۰۰ نفر کارکن بنگاه‌های بزرگ در نظر گرفته شوند. بر این اساس میانه گمشده در ساختار تولید

1. World Trade Organization  
2. Missing Middle

صنعتی کشور کاملاً مشهود است (مصطفی زاده، ۱۳۹۴، ص. ۱۴). ارقمیری<sup>۳</sup> (۲۰۱۱م) بیان می‌کند مشکلات کمبود منابع مالی بنگاه‌های کوچک و متوسط، بسترسازی برنامه‌های تحول در این سازمان‌ها را می‌تواند با مشکل روبه‌رو کند؛ به عبارت دیگر یکی از موانع کارآفرینی شناسایی شده در راستای توسعه کسب‌وکارهای کوچک و متوسط دسترسی نداشتن به سرمایه و برخورداری از سرمایه کافی است. در نتیجه ایجاد ابزارهایی جهت تأمین مالی کسب‌وکارهای کوچک و متوسط از بازار سرمایه ضروری است. در این مقاله با استفاده از روش تحلیل مضمون و رتبه‌بندی به شیوه تاپسیس، بهترین مدل جهت انتشار اوراق برای کسب‌وکارهای کوچک و متوسط انتخاب می‌شود.

#### ۱. پیشینه پژوهش

برخی از پژوهش‌ها به بررسی عوامل اثرگذار بر دسترسی کسب‌وکارهای کوچک و متوسط به منابع مالی پرداخته‌اند.

بانک جهانی<sup>۴</sup> (۲۰۲۰م) در گزارشی با عنوان «بازارهای سرمایه و SMEها در بازارهای نوظهور و اقتصادهای در حال توسعه؛ آیا می‌توانند مسافت را طی کنند؟» تجربیات جهانی در استفاده از راه‌حل‌های مبتنی بر بازار برای گسترش تأمین مالی SME باهدف شناسایی پیش‌شرط‌ها و چالش‌های اساسی پیاده‌سازی راه‌حل‌ها را مرور می‌کند. این گزارش به سازوکارهای مستقیم و غیرمستقیم برای تأمین مالی SME مانند راهکارهای بازار سرمایه، شرایط وام‌دهی، ابزارهایی مانند اوراق بهادارسازی وام SME و همچنین راه‌حل‌های تأمین مالی بدهی و سهام، می‌پردازد.

بونگینی و همکاران<sup>۵</sup> (۲۰۱۹م) در مقاله‌ای با عنوان «دسترسی کسب‌وکارهای کوچک و متوسط به تأمین بازار محور در کشورهای منطقه یورو»، به بررسی عوامل مؤثر بر دسترسی کسب‌وکارهای کوچک و متوسط به تأمین مالی بازار محور می‌پردازند. سپس با معرفی شاخصی جهت نشان دادن سهولت دسترسی بنگاه‌های بالقوه به منبع مالی از طریق روش بازار محور، این شرکت‌ها را جهت به سمت این نوع تأمین مالی هدایت می‌کنند. نتایج نشان می‌دهد درحالی‌که چندین کشور منطقه یورو به

3. Erghmiri

4. World Bank

5. Bongini et al

پتانسیل تأمین مالی از بازار سرمایه پی برده‌اند، تعداد زیادی از شرکت‌های کوچک و متوسط نمی‌توانند از بازار سرمایه تأمین مالی کنند. همچنین نتیجه‌گیری می‌کنند شرایط کلی کسب‌وکار - که با رشد تولید ناخالص داخلی، درجه توسعه بازارهای مالی داخلی و کیفیت سیستم اجرای قانونی و قضایی اندازه‌گیری می‌شود - به‌طور قابل توجهی بر تأمین مالی این بنگاه‌ها از طریق بازار تأثیر می‌گذارد.

روپیکا آپوگا و ساکسونوفا<sup>۶</sup> (۲۰۱۸م) در گزارشی باعنوان «راهکارهای جایگزین تأمین مالی؛ مورد کاوی ایتالیا و لاتویا» به بررسی راه‌های تأمین منابع مالی توسط شرکت‌ها در کشورهای عضو اتحادیه اروپا می‌پردازد. او عنوان می‌کند که تأمین مالی SME در اروپا علی‌رغم پیشنهادهای ارائه‌شده همچنان بانک‌محور است. نتایج پژوهش نشان می‌دهد که راه‌های جایگزین تأمین مالی با سرعت زیادی با شیوه‌های سنتی رقابت می‌کنند. در دسترس‌ترین شیوه‌های تأمین مالی غیربانکی دوستان و آشنایان، برنامه‌های حمایت دولتی، سرمایه‌گذاری‌های خطرپذیر و فرشتگان سرمایه‌گذاری هستند.

کوسمانو و تامپسون<sup>۷</sup> (۲۰۱۸م) در گزارشی باعنوان «ابزارهای جایگزین در تأمین مالی کسب‌وکارهای کوچک و متوسط» به بررسی چالش‌های تأمین مالی میانه برای پاسخ به نیازهای متنوع کسب‌وکارهای کوچک و متوسط در مقایسه با سایر الگوهای تأمین مالی کسب‌وکارهای کوچک و متوسط می‌پردازند. در این مقاله به بررسی مراحل مختلف چرخه عمر بنگاه‌های کوچک و متوسط پرداخته و نتیجه می‌گیرند که چرا تأمین مالی میانه بهترین راه برای تأمین مالی کسب‌وکارهای کوچک و متوسط است. سپس به تکامل تأمین مالی در بحبوحه بحران مالی می‌پردازد و رویکردهای سیاست‌گذارانه در جهت حمایت از این نوع تأمین مالی را بررسی می‌کند.

گوپتا و گرگوریو<sup>۸</sup> (۲۰۱۷م) در مقاله‌ای باعنوان «اثر تأمین مالی بازار محور بر شکست کسب‌وکارهای کوچک و متوسط»، گزارش می‌دهد که SMEهای فهرست شده در بورس از احتمال ورشکستگی کمتری نسبت به همتایان فهرست نشده خود دارند. او نتیجه می‌گیرد که سهامی عام شدن، کسب‌وکارهای کوچک و متوسط می‌تواند آن‌ها

6. Rupeika-Apoga & Saksonova

7. Cusmano & Thompson

8. Gupta & Gregoriou

را از محدودیت‌های تأمین مالی خارجی خلاص کند، بنابراین احتمال شکست آن‌ها کاهش می‌یابد. او پیشنهاد می‌کند که اصلاحات نظارتی و قانونی باید از این روند به‌طور متعادل حمایت کند. در این نوع واسطه‌گری نباید مقررات مشابه بانک اعمال شود و شرکت‌های بیمه و صندوق‌های سرمایه‌گذاری اوراق بهادار باید با حمایت دولت احیا شود. تا شکاف بین وام‌های بانکی و نیازهای مردم، به‌ویژه برای وام‌های SME از بین برود. او همچنین عنوان می‌کند که تأمین مالی میانه می‌تواند در این زمینه ابزاری مؤثر باشد.

نسر و وهینگر<sup>۹</sup> (۲۰۱۶م) در گزارشی باعنوان «فرصت‌ها و محدودیت‌های بازارهای سهام عمومی برای شرکت‌های کوچک و متوسط»، به وزیران کشورهای G۲۰ به بررسی مزایا و محدودیت‌های تأمین مالی بازار محور کسب‌وکارهای کوچک و متوسط می‌پردازد. در این گزارش به روش‌های اوراق بهادار سازی، «اوراق قرضه پوششی»<sup>۱۰</sup>، سرمایه‌گذاری خصوصی<sup>۱۱</sup>، اوراق قرضه خصوصی کوچک<sup>۱۲</sup> و سهامی عام شدن<sup>۱۳</sup> به‌عنوان راه‌های تأمین مالی کسب‌وکارهای کوچک و متوسط از بازار سرمایه اشاره شده و مزایا و محدودیت‌های هریک، مورد بررسی قرار گرفته است.

اناس<sup>۱۴</sup> (۲۰۱۴م) در مقاله‌ای باعنوان «هدایت صکوک دارای مدیریت شده به سمت تأمین مالی کسب‌وکارهای کوچک و متوسط؛ نمونه اولیه اعمال شده در فرانسه»، عنوان می‌کند مشکلاتی که در تأمین مالی کسب‌وکارهای کوچک و متوسط اعم از عدم شفافیت اطلاعاتی، ضعف در سوابق تاریخی، کژگزینی<sup>۱۵</sup> و... رخ می‌دهد، می‌تواند با استفاده از یک برنامه مدیریت دارایی که در آن مالکیت اوراق در دست سرمایه‌گذار باقی می‌ماند (صکوک با مبتنی بر دارایی<sup>۱۶</sup>) حل و فصل شود. او در مقاله خود، به بررسی اوراق مضاربه برای کسب‌وکارهای کوچک و متوسط در فرانسه می‌پردازد.

---

9. Nassr & Wehinger  
10. Covered Bonds  
11. Private Placement  
12. Small Cap Bonds/ Mini-Bonds  
13. Public Equity Listing  
14. Annas  
15. Adverse Selection  
16. Asset-Based Sukuk

سازمان بین‌المللی کمیسیون‌های اوراق بهادار<sup>۱۷</sup> (۲۰۱۴م) در گزارشی با عنوان «راه‌حل‌های تأمین مالی بلندمدت و بازار محور کسب‌وکارهای کوچک و متوسط و زیرساخت‌ها»، به معرفی ابزارهای نوآورانه در بازار سهام<sup>۱۸</sup>، بازار بدهی<sup>۱۹</sup>، اوراق بهادارسازی<sup>۲۰</sup> و ابزارهای سرمایه‌گذاری تجمیع شده<sup>۲۱</sup> که می‌توانند به‌عنوان راه‌حل‌هایی برای چالش تأمین مالی SME مورد استفاده قرار گیرند، می‌پردازد.

نسر و وهینگر (۲۰۱۴م) در گزارشی با عنوان «تأمین مالی غیربانکی برای کسب‌وکارهای کوچک و متوسط؛ نقش اوراق بهادارسازی، عرضه خصوصی و اوراق قرضه» به بررسی راه‌های جایگزین تأمین مالی بانکی برای کسب‌وکارهای کوچک و متوسط می‌پردازند. آن‌ها بیان می‌کنند که احیای اوراق بهادر سازی باید ایمن‌تر، ساده‌تر، شفاف‌تر و با حمایت‌های دولتی احیا شود. او در این زمینه اوراق قرضه پوششی را مطرح می‌کند. همچنین برای بنگاه‌های اقتصادی متوسط، انتشار اوراق قرضه و عرضه خصوصی می‌تواند جایگزین‌های جذابی باشند. آن‌ها در مقاله دیگری (۲۰۱۵م) به بررسی ابزارهای بازار محور تأمین مالی کسب‌وکارهای کوچک و متوسط می‌پردازند؛ آن‌ها در این مقاله بر ابزارهای اوراق بهادارسازی، اوراق قرضه پوششی، اوراق قرضه کسب‌وکارهای کوچک و متوسط و نیز عرضه خصوصی می‌پردازند.

وهینگر<sup>۲۲</sup> (۲۰۱۲م) در گزارشی با عنوان «کاهش اهرمی بانک‌ها، حرکت از تأمین مالی بانکی به تأمین مالی بازار محور و تأمین مالی کسب‌وکارهای کوچک و متوسط»، عنوان می‌کند که پس از بحران مالی بانک‌ها از نسبت اهرمی خود را پس از بحران مالی کاهش داده‌اند و از الزامات سرمایه‌ای<sup>۲۳</sup> سخت‌تری پیروی می‌کنند و در نتیجه وام‌دهی آن‌ها کاهش پیدا کرده است. از این رو سایر نهادهای واسطه مالی و الگوهای تأمین مالی وظیفه اعتباردهی به بخش‌های مختلف اقتصادی را ایفا می‌کنند که در این زمینه اتحادیه اروپا قوانین مؤثری در زمینه تشویق تأمین مالی بازار محور وضع کرده است.

17. International Organization of Securities Commissions

18. Equity Capital Markets

19. Debt Capital Markets

20. Securitization

21. Pooled Investment Vehicle

22. Wehinger

23. Capital Requirement

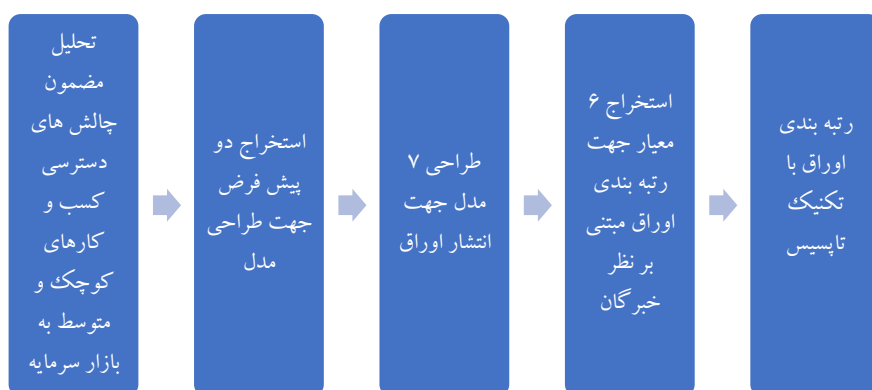
با گسترش و تعمیق بازار سرمایه در سال‌های اخیر و گسترش نفوذ آن در میان اقشار جامعه و افزایش دانش عمومی و فرهنگ سرمایه‌گذاری در میان آحاد مردم، فرصت مناسب جهت معرفی ابزارهای نوین تأمین مالی و استفاده از ظرفیت‌های پنهان و استفاده‌نشده در راستای گسترش راه‌های تأمین مالی از طریق بازار سرمایه فراهم شده است. همین امر باعث اقبال بیش‌ازپیش شرکت‌های بزرگ، کوچک و متوسط به تأمین مالی از طریق بازار سرمایه شده است. به همین منظور و با توجه به سابقه مطلوب بازار سرمایه در تأمین مالی شرکت‌های بزرگ طراحی مدلی جهت بهره‌مندی کسب‌وکارهای کوچک و متوسط از ظرفیت‌های موجود در بازار سرمایه، موردنظر است. لازم به ذکر است تاکنون پژوهشی در رابطه مدل مناسب جهت انتشار اوراق برای کسب‌وکارهای کوچک و متوسط انجام نشده است.

## ۲. روش پژوهش

در این بخش در جهت استخراج مدل مناسب جهت انتشار اوراق برای کسب‌وکارهای کوچک و متوسط، ابتدا با استفاده از روش تحلیل مضمون مصاحبه‌ها و منابع کتابخانه‌ای چالش‌های دسترسی کسب‌وکارهای کوچک و متوسط به بازار سرمایه استخراج شده و سپس مضامین پایه‌ای، سازمان‌دهنده و فراگیر استخراج شدند. مضامین ویژگی‌های تکرارشونده و متمایزی در گزارش شده که از نظر پژوهشگران نشان‌دهنده تجربه یا ایده‌ای خاص در رابطه با پرسش‌های اصلی پژوهش هستند (Guest, MacQueen & Namey, 2012). تحلیل مضمون در سه سطح مشخص مضامین پایه (کدها و نکات کلیدی موجود در متن)، سازمان‌دهنده (مضامین به‌دست‌آمده از ترکیب و تلخیص مضامین پایه) و مضامین فراگیر (مضامین عالی دربرگیرنده اصول حاکم بر متن به‌عنوان یک کل) انجام می‌شود و نقشه‌ای کلی از مضامین و رابط میان آن‌ها را ارائه می‌دهد (کمالی، ۱۳۹۷، ص. ۱۹۲). در مرحله براساس ویژگی‌های ذاتی کسب‌وکارهای کوچک و متوسط، مبتنی بر مضامین استخراج شده دو پیش‌فرض (وجود واسط میان سرمایه‌گذاران و کسب‌وکارهای کوچک و متوسط و انعطاف در استفاده از منابع) جهت طراحی مدل‌ها موردنظر قرار گرفته و هفت مدل شامل: بیع دین، مرابحه و تورق،



وکالت، مشارکت، منفعت، سلف و فروش و اجاره به شرط تملیک مبتنی بر آن پیش فرض‌ها جهت انتشار اوراق طراحی شدند. در مرحله بعد مبتنی بر ویژگی‌های ذاتی کسب و کارهای کوچک و متوسط و نیز مصاحبه با خبرگان، شش معیار برای رتبه‌بندی اوراق در نظر گرفته شد و سپس مبتنی بر معیارهای پیش گفته، مدل‌های انتشار با استفاده از فن ۲۴ تاپسیس ۲۵ رتبه‌بندی شده و بهترین مدل انتخاب گردید. تاپسیس یکی از مدل‌های تصمیم‌گیری چند معیاره ۲۶ است که در سال ۱۹۸۱ میلادی توسط هوانگ و یون ۲۷ طراحی شد. در این روش ابتدا ماتریس تصمیم، با محاسبه ماتریس وزنی نرمال می‌شود و سپس بهترین راه‌حل مثبت ۲۸ و بهترین راه‌حل منفی ۲۹ استخراج می‌شود و فاصله هرکدام از گزینه‌ها از بهترین راه‌حل مثبت اندازه‌گیری شده و گزینه‌ها رتبه‌بندی می‌شوند (Çelikbilek & Tüysüz, 2020). در شکل (۱) مراحل پژوهش نشان داده شده است.



شکل (۱): مراحل انجام پژوهش

- 
- 24. Technique
  - 25. TOPSIS
  - 26. Multi-Criteria Decision-Making (MCDM)
  - 27. Hwang & Yoon
  - 28. Positive Ideal Solution (PIS)
  - 29. Negative Ideal Solution (NIS)

### ۳. استخراج چالش‌های دسترسی کسب‌وکارهای کوچک و متوسط به بازار اوراق بهادار در ایران

در ابتدا جهت استخراج موانع دسترسی کسب‌وکارهای کوچک و متوسط به بازار بدهی با استفاده از منابع موجود و نیز مصاحبه با خبرگان این حوزه، مضامین پایه‌ای استخراج شده است. در جدول (۱) فهرست سمت افرادی که با آن‌ها مصاحبه شده، درج شده است.

**جدول (۱): افراد مصاحبه‌شونده**

معاون عملیات شرکت مشاور سرمایه‌گذاری فاینتک	مسئول صندوق فناوری نانو
عضو کمیته سرمایه‌گذاری صندوق فیروزه آسیا	کارشناس صندوق پژوهش و فناوری
مدیر مالی تأمین سرمایه ملت	کارشناس خدمات مالی مشاور سرمایه‌گذاری فاینتک
کارشناس گروه مالی مرکز پژوهش‌های مجلس	مدیر سرمایه‌گذاری هلدینگ سرمایه‌گذاری خطرپذیر برسام آفرین تک

**جدول (۲): مضامین پایه‌ای**

تعداد مضامین	مضمون پایه‌ای	متن
۶	دارایی‌های کم منقول کسب‌وکارهای کوچک و متوسط	دارایی‌های آن‌ها عمدتاً از سنخ دارایی‌های غیرفیزیکی است.
۲	سخت بودن دسترسی به ضامن بانکی	بانک‌ها ترجیح می‌دهند اوراق کسب‌وکارهای بزرگ را تضمین کنند.
۴	عدم توسعه یافتگی در بازار بدهی	بازار سرمایه تعداد بازیگران محدودی دارد و به همین دلیل شرکت‌ها در دستیابی به منابع با مشکل مواجه می‌شوند.
۴	غلبه سفته‌بازی در فضای سرمایه‌گذاری کشور	منابع به سمت سفته‌بازی و سرمایه‌گذاری کوتاه‌مدت حرکت می‌کنند.
۶	کم‌بودن منابع جهت وثیقه‌گذاری	جهت تهرین به تأمین مالی دهنده چیزی ندارند.
۲	دشواری در اعتبارسنجی کسب‌وکارهای کوچک و متوسط	اطلاعات کمی برای رتبه‌بندی اعتباری کسب‌وکارهای کوچک و متوسط وجود دارد.

تعداد مضامین	مضمون پایه‌ای	متن
۳	فرایند اداری طولانی و زمان‌بر در تأمین مالی از طریق بازار سرمایه	ارکان زیادی برای تأمین مالی در بازار سرمایه که بروکراسی را طولانی می‌کند.
۲	عدم سازوکار و الگوی مناسب رتبه‌بندی اعتباری کسب‌وکارهای کوچک و متوسط	اکوسیستم رتبه‌بندی اعتباری برای کسب‌وکارهای کوچک و متوسط وجود ندارد.
۳	عدم شفافیت صورت‌های مالی	به دلیل عدم شفافیت در صورت‌های مالی نمی‌توان به‌طور دقیق دارایی شرکت را برآورد کرد.
۵	کمبود اطلاعات در ارزیابی ریسک اعتباری کسب‌وکارهای کوچک و متوسط	کسب‌وکارهای کوچک و متوسط سابقه مالی قابل اتکایی در ارزیابی ریسک ندارند.
۴	ریسک بالای کسب‌وکارهای کوچک و متوسط	سرمایه‌گذاران ترجیح می‌دهند در بخش‌هایی سرمایه‌گذاری کنند که سهم مشخصی از بازار دارند. کسب‌وکارهای کوچک و متوسط به دلیل عدم تثبیت بازار محصولاتشان در دستیابی به منابع مالی با مشکل مواجه می‌شوند.
۲	ریسک بالای کسب‌وکارهای کوچک و متوسط	نوسانات بالای نرخ ارز منجر به نکول بنگاه کوچک و متوسط در عمل به تعهدات خود شده است.
۲	ریسک کژمنشی	بعضاً جوهی که برای تأمین مالی به کسب‌وکارها داده می‌شود، در مصارف دیگر خرج می‌شود.
۴	عدم حکمرانی درست در بخش صنعت	تغییر قوانین باعث ضرر رساندن به کسب‌وکارهای کوچک و متوسط و درنهایت نکول کسب‌وکارها می‌شود.
۲	ریسک کژگزینی	به دلیل عدم ارائه اطلاعات درست توسط کسب‌وکارهای کوچک و متوسط امکان انتخاب نادرست شرکت بالا است.

تعداد مضامین	مضمون پایه‌ای	متن
۶	دستوری بودن نرخ سود بانکی	بانک مرکزی وظیفه خود را تعیین نرخ سود سپرده و تأمین مالی بانکی می‌داند که منجر به عدم رقابتی شدن نرخ در بازار سرمایه نسبت به بانک شده است.
۱	عدم انطباق ویژگی‌های ریسک و بازده کسب‌وکارها کوچک و متوسط با انتظار سرمایه‌گذاران	نهادهای مالی ریسک کمی در پذیرش ریسک دارند.
۲	مداخله بانک مرکزی در تعیین نرخ اوراق	نرخ کوپن کاملاً وابسته به سیاست‌های سازمان بورس و بانک مرکزی است؛ به طوری که اگر ضامن اوراق بانک باشد، این نرخ ۱۸ درصد و اگر غیربانکی باشد این نرخ حداکثر ۲۱ درصد می‌تواند باشد.
۱	بی‌ثباتی در نرخ ارز	وابستگی واردات مواد اولیه و ماشین‌آلات به خارج کشور و در نتیجه تأثیرپذیرفتن از شوک ارزی
۱	سیاست‌گذاری محتاطانه در محیط بازار سرمایه	مدیران در فضای بازار سرمایه به صورت محتاطانه سیاست‌گذاری می‌کنند.
۳	هزینه‌های بالای انتشار اوراق	عدم توجه انتشار اوراق برای مبالغ پایین به دلیل هزینه‌های جانبی بالا
۲	انحراف زمانی در اجرای طرح	کسب‌وکارها در اجرای طرح انحراف زمانی پیدا می‌کنند و منجر به افزایش ریسک نکول می‌شود.
۲	کمبود صلاحیت حرفه‌ای مدیران بنگاه‌های کوچک و متوسط	نبود دانش کسب‌وکار در بنگاه‌های کوچک و متوسط.
۳	کمبود صلاحیت حرفه‌ای مدیران بنگاه‌های کوچک و متوسط	مدیران بنگاه‌های کوچک و متوسط آشنایی مناسبی با بازار سرمایه ندارند.
۵	قوانین انتشار اوراق	الزامات انتشار اوراق سخت‌گیرانه است و بنگاه‌های کوچک و متوسط نمی‌خواهند یا نمی‌توانند به این الزامات پایبند باشند.

تعداد مضامین	مضمون پایه‌ای	متن
۵	قوانین انتشار اوراق	دشواری بودن تطبیق الزامات پذیرش با کسب‌وکارهای کوچک و متوسط

پس از سازمان‌دهی مضامین پایه، مضامین سازمان‌دهنده و فراگیر استخراج شد که در جدول (۳) نشان داده شده است.

جدول (۳): مضامین پایه، سازمان‌دهنده و فراگیر

مضامین فراگیر	مضامین سازمان‌دهنده	مضامین پایه
چالش‌های تأمین مالی بدهی کسب‌وکارهای کوچک و متوسط	چالش مدیریت ریسک اعتباری اوراق	سخت بودن دسترسی به ضامن بانکی
		کمبود منابع جهت وثیقه‌گذاری
		دشواری در اعتبارسنجی کسب‌وکار کوچک و متوسط
		دارایی‌های کم منقول کسب‌وکارهای کوچک و متوسط
		ریسک کزمنشی
	ریسک کزگزینی	
	چالش عدم جذابیت سرمایه‌گذاری در بنگاه‌های کوچک و متوسط	عدم انطباق ویژگی‌های ریسک و بازده کسب‌وکارها کوچک و متوسط با انتظار سرمایه‌گذاران
		ریسک بالای کسب‌وکارهای کوچک و متوسط
	چالش‌های حکمرانی و سیاست‌گذاری	قوانین انتشار اوراق
		بی‌ثباتی در نرخ ارز
		دستوری بودن نرخ سود بانکی
		عدم حکمرانی درست در بخش صنعت
	مشکلات ذاتی شرکت‌های کوچک و متوسط	بروکراسی زیاد در فرآیند انتشار اوراق
		کمبود صلاحیت حرفه‌ای مدیران بنگاه‌های کوچک و متوسط
انحراف زمانی در اجرای پروژه		

مضامین پایه	مضامین سازمان دهنده	مضامین فراگیر
کمبود اطلاعات در ارزیابی ریسک اعتباری		چالش‌های تأمین مالی بدهی کسب‌وکارهای کوچک و متوسط
کسب‌وکارهای کوچک و متوسط		
عدم شفافیت صورت‌های مالی		
هزینه‌های بالای انتشار اوراق	چالش‌های محیطی در بازار سرمایه	
غلبه سفته‌بازی در فضای سرمایه‌گذاری کشور		
عدم توسعه اکوسیستم رتبه‌بندی اعتباری		
کسب‌وکارهای کوچک و متوسط		
مداخله بانک مرکزی در تعیین نرخ اوراق		
سیاست‌گذاری محتاطانه در محیط بازار سرمایه		
عدم توسعه یافتگی بازار بدهی در ایران		

#### ۴. مدیریت ریسک اعتباری اوراق

##### ۴-۱. سخت بودن دسترسی به ضامن بانکی

یکی از ارکان اوراق بهادار اسلامی، ضامن است. ضامن به‌عنوان عامل تضمین‌کننده سرمایه و سود دارندگان اوراق بهادار عمل می‌نماید (شورای عالی بورس، ۱۳۹۰، ماده ۱). ضامن باید ملاتت لازم برای امر ضمانت را داشته باشد: تنها مؤسسات و نهادهای مالی از جمله بانک‌ها، مؤسسات مالی و اعتباری تحت نظارت بانک مرکزی جمهوری اسلامی ایران، بیمه‌ها و شرکت‌های تأمین سرمایه، شرکت‌های سرمایه‌گذاری و... را در نقش ضامن می‌پذیرد (شورای عالی بورس، ۱۳۹۰، ماده ۵). همچنین، ضامن باید مستقل از بانی باشد. زیرا قانون‌گذار به دنبال آن است که ضامن و مضمون عنه جدا از یکدیگر باشند تا اگر بانی در امر پرداخت سود و اصل اوراق ناتوان شد ضامن نسبت به ایفای تعهدات او اقدام نماید (شورای عالی بورس، ۱۳۹۰، تبصره ۱ ماده ۵).

اغلب بانک‌ها از پذیرش رکن ضامن امتناع می‌کنند (توحیدی، ۱۳۹۶، ص. ۹۶). بانک‌ها به‌عنوان یک ضامن بالقوه تمایلی به ضمانت کسب‌وکارهای کوچک و متوسط ندارند. چراکه این کسب‌وکارها غالباً ماهیتی پر ریسک دارند و از جنبه‌ای دیگر به دلیل

حجم پایین اوراقی که یک بنگاه کوچک و متوسط قصد انتشار دارد، درآمد پایینی برای بانک ایجاد می‌کند. از این رو بانک‌ها ترجیح می‌دهند که بنگاه‌های بزرگ را برای انتشار اوراق ضمانت کنند.

#### ۴-۱-۱. کمبود منابع جهت وثیقه‌گذاری

ساختار دارایی بر تأمین مالی مبتنی بر بازار از دو جنبه اثرگذار است: (۱) منقول بودن دارایی‌ها؛ (۲) درصد دارایی‌های ثابت به حقوق صاحبان سهام. منقول بودن دارایی‌ها با نسبت دارایی‌های منقول به کل دارایی‌ها سنجیده می‌شود. منقول بودن دارایی‌ها سبب افزایش اهرم شرکت خواهد شد. چراکه می‌تواند به عنوان وثیقه استفاده شود. نسبت دارایی‌های ثابت به حقوق صاحبان سهام نیز قدرت شرکت در مدیریت سررسید دارایی‌ها و بدهی‌های خود است. همچنین سودآوری شرکت به دلیل کاهش ریسک ورشکستگی می‌تواند به افزایش دسترسی کسب‌وکار به تأمین مالی بازارمحور کمک کند (Bongini, Ferrando, Rossi & Rossolini, 2021).

همچنین بانی می‌تواند با تأیید سازمان و با رعایت دستورالعمل توثیق اوراق بهادار نزد شرکت سپرده‌گذاری مرکزی اوراق بهادار و تسویه وجوه، نسبت به توثیق اوراق بهادار به نفع نهاد واسط برای تضمین تعهدات خود به جای معرفی ضامن اقدام نماید. توثیق دارایی بایستی متناسب با حجم اوراق در دست انتشار باشد.<sup>۳۰</sup> اغلب کسب‌وکارهای کوچک و متوسط در عمل به این بند به مشکل می‌خورند، چراکه دارایی‌های قابل توجهی جهت توثیق ندارند.

#### ۴-۱-۲. دشواری در اعتبارسنجی کسب‌وکارهای کوچک و متوسط

مطابق مصوب هیأت‌مدیره سازمان بورس، در صورتی که بانی رتبه اعتباری مناسبی داشته باشد، می‌توان رکن ضامن را حذف نمود. برای این منظور بانی بایستی رتبه اعتباری مناسبی داشته باشد.<sup>۳۱</sup> ارزیابی صورت‌های مالی کسب‌وکارهای کوچک و متوسط مشکل است (Yoshino & Taghizadeh-Hesary, 2015, p. 24). کسب یک رتبه

۳۰. تبصره ۳ ماده ۵ دستورالعمل انتشار اوراق مرابحه و اوراق اجاره

۳۱. تبصره ۲ ماده ۵ دستورالعمل انتشار اوراق مرابحه و اوراق اجاره

اعتباری مناسب برای کسب‌وکارهای کوچک و متوسط از جهت، کمبود سوابق مالی شرکت‌های کوچک و متوسط، ابهام در صورت‌های مالی کسب‌وکارهای کوچک و متوسط و هزینه ثابت بالا جهت انجام رتبه‌بندی اعتباری با توجه به حجم اوراق، مشکل است.

#### ۳-۱-۴. کم بودن دارایی‌های منقول کسب‌وکارهای کوچک و متوسط

غالب اعتباردهندگان جهت کاهش ریسک اعتباری خود، از کسب‌وکارهای کوچک می‌خواهند تا وثایق منقولی را نزد آن‌ها بگذارند؛ اما کسب‌وکارها کوچک و متوسط دارایی‌های زیادی برای وثیقه‌گذاری ندارند (Rao, Rao, Kumar, Chavan & Lim, 2021).

#### ۴-۱-۴. ریسک کژگزینی<sup>۳۲</sup>

ریسک کژگزینی مشکلی است که به دلیل وجود عدم تقارن اطلاعاتی قبل از انجام معامله به وجود می‌آید. در واقع، در بازارهای مالی ریسک کژگزینی هنگامی به وجود می‌آید که قرض‌گیرنده‌ای که احتمال نکول بالایی دارد، تلاش زیادی برای اخذ وام کرده و وام به وی تخصیص یابد (Mishkin, 2019). بعضاً کسب‌وکارهای کوچک و متوسط، جهت تأمین مالی اقدام به ارائه اسناد جعلی می‌نمایند تا خود را واجد شرایط اخذ تأمین مالی نشان دهند. برخی تأمین مالی کنندگان به دلیل کوچک بودن حجم تأمین مالی یا هزینه‌بر بودن صحت‌سنجی اطلاعات ارائه‌شده، به آن‌ها تأمین مالی ارائه کنند. در برخی موارد نیز ممکن است که کسب‌وکار قصدی برای فریب تأمین مالی دهنده نداشته باشد، بلکه به دلیل عدم وجود سامانه‌های شفاف اطلاعاتی و حسابداری اطلاعات غلطی را به تأمین مالی‌کننده بدهد. در برخی موارد نیز کسب‌وکارهای کوچک و متوسط اقدام به انجام معاملات صوری می‌کنند. به‌عنوان مثال ممکن است یک کسب‌وکار کوچک و متوسط منابعی را که از محل مراجعه به‌دست آورده با معامله صوری، آن وجوه را در محل دیگری مصرف نماید.



**۴-۱-۵. ریسک کژمنشی**

این ریسک به دلیل عدم تقارن اطلاعاتی بین طرفین پیش از انعقاد قرارداد به وجود می‌آید (نظرپور و اولاد، ۱۳۹۶). نظارت بر کسب‌وکارهای کوچک و متوسط برای تأمین مالی‌کننده به دلیل ابهام در عملکرد این شرکت‌ها و صورت‌های مالی آن‌ها دشوار است. از جنبه‌ای دیگر به دلیل حجم کوچک منبع اعطایی به کسب‌وکارهای کوچک و متوسط، عملاً نظارت بر این‌گونه تسهیلات، برای تأمین مالی‌کننده مقرون‌به‌صرفه نیست.

**۴-۲. چالش عدم جذابیت سرمایه‌گذاری در بنگاه‌های کوچک و متوسط****۴-۲-۱. عدم انطباق ویژگی‌های ریسک و بازده کسب‌وکارها کوچک و متوسط با انتظار سرمایه‌گذاران**

جذاب بودن بازده در مقابل ریسک<sup>۳۳</sup> عامل مهمی در موفقیت اوراق تأمین مالی کسب‌وکارهای کوچک و متوسط است (Altman, Esentato & Sabato, 2020). کسب‌وکارهای کوچک و متوسط ریسک بالاتری در مقایسه با بنگاه‌های بزرگ دارند و به همین دلیل سرمایه‌گذاران برای تأمین مالی آن‌ها نرخ بیش‌تری طلب می‌کنند. این در حالی است که در بازار سرمایه ایران نرخ اوراق با نظارت بانک مرکزی تعیین می‌شود؛ به‌طوری‌که اگر ضامن اوراق بانک باشد، نرخ اوراق حداکثر ۱۸ درصد و در صورتی‌که ضامن اوراق بانک نباشد، نرخ اوراق حداکثر ۲۱ درصد می‌تواند باشد.

**۴-۲-۲. ریسک بالای کسب‌وکارهای کوچک و متوسط**

کسب‌وکارهای کوچک و متوسط از آنجاکه غالباً در مراحل ابتدایی رشد خود هستند، سهم بازار مناسبی ندارند و نیز حجم منابع مالی آن‌ها نیز پایین است؛ بنابراین آسیب‌پذیری بالایی در برابر شوک‌های اقتصادی مانند نرخ ارز خواهند داشت. به همین دلیل، سرمایه‌گذاران ریسک‌گریز ترجیح می‌دهند در بنگاه‌های بزرگی سرمایه‌گذاری کنند که تولید آن تضمین شده است.

#### ۳-۴. چالش‌های حکمرانی و سیاست‌گذاری

##### ۱-۳-۴. قوانین انتشار اوراق

برخی از قوانین انتشار اوراق به نحوی است که انتشار اوراق را برای کسب‌وکارهای کوچک و متوسط مشکل می‌کند. از این بین می‌توان به موارد زیر اشاره نمود.

- الزامات مربوط به صورت‌های مالی: مجموع جریان نقدی حاصل از عملیات آن در دو سال مالی اخیر مثبت باشد و اظهارنظر بازرس و حسابرس شرکت در خصوص صورت‌های مالی دو سال مالی اخیر آن مردود یا عدم اظهارنظر نباشد.<sup>۳۴</sup>
- الزامات مربوط به افشای اطلاعات: رویدادهای مؤثر بر فعالیت، وضعیت مالی و نتایج عملکرد بانی؛ تصمیمات و شرایط مؤثر بر ساختار سرمایه و تأمین منابع مالی بانی؛ تغییر در ساختار مالکیت بانی؛ اطلاعات مهم مؤثر بر قیمت اوراق بهاداری که برای تأمین مالی منتشر شده است.<sup>۳۵</sup>

با توجه به حرفه‌ای نبودن مدیریت در کسب‌وکارهای کوچک و متوسط یا نوسانات بالای درآمد این بنگاه‌ها غالباً امکان عمل به قوانین ذکر شده را ندارند.

##### ۲-۳-۴. بی‌ثباتی در نرخ ارز

یکی از متغیرهای اقتصادی که تأثیر زیادی بر سودآوری و عملکرد اقتصادی بنگاه‌ها دارد، نرخ ارز است. به دلیل کمبود منابع مالی کسب‌وکارهای کوچک و متوسط اثرات بیشتری نسبت به بنگاه‌های بزرگ از بی‌ثباتی در نرخ ارز می‌پذیرند. از این رو در این شرایط اقتصادی صاحبان سرمایه ترجیح می‌دهند که سرمایه خود را در بنگاه‌های بزرگی اختصاص دهند که کمتر از شوک‌های اقتصادی آسیب می‌بینند.

۳۴. ماده ۲ بند «الف» دستورالعمل انتشار اوراق اجاره

۳۵. ماده ۱۳ دستورالعمل اجرایی افشای اطلاعات شرکت‌های ثبت‌شده نزد سازمان مصوب ۱۳۸۶/۰۵/۰۳

#### ۳-۳-۴. دستوری بودن نرخ سود بانکی

با عنایت به نتایج یافته‌های پژوهش، نرخ بانکی به صورت دستوری و غالباً پایین‌تر از نرخ تعادلی بازار، تعیین می‌شود. در نتیجه همیشه تأمین مالی از بازار سرمایه هزینه‌های بیشتری نسبت به بانک، برای کسب‌وکارهای کوچک و متوسط داشته است؛ چراکه به خلاف بانک نرخ تأمین مالی به صورت رقابتی تعیین می‌شود. این موضوع سبب کاهش رغبت کسب‌وکارهای کوچک و متوسط از بازار سرمایه شده است.

#### ۴-۳-۴. عدم حکمرانی درست در بخش صنعت

تغییر زیاد قوانین یکی از مؤلفه‌های آسیب‌زننده به کسب‌وکارهای کوچک و متوسط است. این تغییر قوانین در خیلی از موارد سبب حذف شدن برخی بنگاه‌ها از بازار شده است. به همین دلیل برخی از تأمین مالی‌کنندگان ترجیح می‌دهند در مواردی سرمایه‌گذاری کند که تغییرات ناگهانی قوانین به آن‌ها ضربه نمی‌زند.

#### ۵-۳-۴. فرایند اداری طولانی و زمان‌بر در تأمین مالی از طریق بازار سرمایه

بروکراسی زیاد در فرایند انتشار اوراق باعث طولانی‌شدن فرایند انتشار می‌شود. همچنین تعدد مراحل انتشار صکوک به معنای افزایش هزینه مبادلاتی<sup>۳۶</sup> است. در حال حاضر مراحل انتشار صکوک در بازار سرمایه ایران شامل ۳۳ مرحله است (صلواتیان و دولت‌آبادی، ۱۳۹۸). طبیعی است که بنگاه‌های کوچک و متوسط، ترجیح می‌دهند به جای طی این مراحل پیچیده و زمان‌بر به تأمین مالی بانکی یا تأمین مالی از فضای غیررسمی روی بیاورند.

#### ۴-۴. مشکلات درونی شرکت‌های کوچک و متوسط

##### ۱-۴-۴. کمبود صلاحیت حرفه‌ای مدیران کسب‌وکارهای کوچک و متوسط

مدیران کسب‌وکارهای کوچک و متوسط اغلب تنها در زمینه دانش فنی کسب‌وکار خود تخصص دارند و از دانش مناسبی در خصوص نحوه مدیریت یک کسب‌وکار از جنبه‌های مالی و بازرگانی ندارند. به عنوان مثال اغلب مدیران کسب‌وکارهای کوچک و

متوسط با بازار بدهی و صکوک آشنایی مناسبی ندارند و به صورت سنتی بر تأمین مالی بانکی تکیه می‌کنند.

#### ۲-۴-۲. انحراف زمانی در اجرای طرح

یکی از معضلاتی که در تأمین مالی کسب‌وکارهای کوچک و متوسط با آن مواجه می‌شویم، انحراف زمانی در اجرای طرح‌های اقتصادی در این بنگاه‌ها است. این موضوع منجر به انحراف در جریان‌ات نقدی پیش‌بینی شده توسط سرمایه‌گذار خواهد شد. در صورتی که انحراف در جریان‌ات نقدی شدید باشد یا منابع درآمدی شرکت متنوع نباشد، این شرکت‌ها در بازپرداخت بدهی‌های خود با مشکل روبرو خواهند شد که در نتیجه ریسک تأمین مالی این شرکت‌ها را برای سرمایه‌گذار افزایش خواهد داد.

#### ۳-۴-۳. کمبود اطلاعات در ارزیابی ریسک کسب‌وکارهای کوچک و متوسط

یکی از مؤلفه‌های اصلی اعتباردهندگان در رابطه با تصمیم‌گیری در خصوص تأمین مالی کسب‌وکارهای کوچک و متوسط، ارزیابی آن‌ها از ریسک اعتباری کسب‌وکارهای کوچک و متوسط است. اطلاعات مربوط به کسب‌وکار این شرکت‌ها از چند جهت برای ارزیابی ریسک‌شان مناسب نیست. این کسب‌وکارها عموماً سابقه اطلاعاتی کمی دارند از جهت دیگر اطلاعاتشان با ابهام مواجه است. از جنبه‌ای دیگر، کارآفرینان و بنیان‌گذاران بنگاه‌های کوچک و متوسط معمولاً تمایل به افشای اطلاعات یا به اشتراک گذاشتن آن نیستند و دلیل آن رقابت فشرده و ریسک‌هایی است که به همراه خواهد داشت.

#### ۳-۴-۴. عدم شفافیت صورت‌های مالی

یکی از مشخصه‌های اصلی بازار سرمایه الزامات افشای درست اطلاعات برای سرمایه‌پذیران است. کسب‌وکارهای کوچک و متوسط عموماً صورت‌های مالی با کیفیتی به لحاظ افشای اطلاعات ندارند. همچنین بخش زیادی از این شرکت‌ها دو دفتره هستند. به این معنا که در یک دفتر حساب‌ها را به صورت صحیح ثبت می‌کنند و یک دفتر هم برای سازمان امور مالیاتی آماده می‌کنند که در آن هزینه‌ها را بالا و درآمد را کمتر نشان می‌دهند تا از پرداخت مالیات فرار کنند.

۴-۵. چالش‌های محیطی در بازار سرمایه

۴-۵-۱. هزینه بالای انتشار اوراق

در جدول (۴) به هزینه‌های انتشار اوراق اشاره می‌شود:

جدول (۴): هزینه‌های انتشار صکوک

ردیف	تفکیک هزینه	عنوان هزینه‌ها	میزان هزینه‌ها
۱	هزینه انتشار	کارمزد نهاد واسط مالی	سالانه ۴۵ میلیون تومان طی عمر صکوک
۲	هزینه انتشار	کارمزد متعهد پذیره‌نویسی	حدود ۳ تا ۷ درصد ارزش اوراق (بسته به نرخ سود اسمی اوراق و شرایط بازار)
۳	هزینه انتشار	هزینه بازارگردانی	
۴	هزینه انتشار	هزینه مشاور عرضه	
۵	هزینه معاملات	کارمزد بورس / فرابورس	۰.۰۷ درصد از ارزش اوراق
۶	هزینه معاملات	کارمزد مدیریت فناوری بورس تهران	
۷	هزینه معاملات	کارمزد کارگزاران	
۸	هزینه انتشار	کارمزد شرکت سپرده‌گذاری مرکزی اوراق بهادار و تسویه وجوه	
۹	هزینه انتشار	هزینه بیمه دارایی	مبتنی بر نرخ رسمی بیمه‌گر
۱۰	هزینه انتشار	کارمزد ثبت اوراق بدهی نزد سازمان	۰.۰۲ درصد از ارزش اوراق (حداکثر تا ۲۰ میلیون تومان)
۱۱	هزینه انتشار	هزینه ضامن اوراق	حدود ۲ درصد از ارزش اوراق
۱۲	هزینه انتشار	نرخ اسمی صکوک	به صورت دستوری و بین ۱۸ تا ۲۱ درصد است

منبع: (سازمان بورس و اوراق بهادار، ۱۳۹۸)

هزینه‌های متعدد انتشار صکوک، هزینه‌های تأمین مالی برای این شرکت‌ها افزایش می‌دهد. در نتیجه این شرکت به تأمین مالی با استفاده از سیستم بانکی، سوق پیدا می‌کنند.

#### ۴-۵-۲. غلبه سفته‌بازی در فضای سرمایه‌گذاری کشور

در سالیان اخیر رویکرد سفته‌بازی بر سرمایه‌گذاری بلندمدت غلبه پیدا کرده است. این موضوع می‌تواند به دلیل انتظارات تورمی بالا، ضعف در سیاست‌های مالیاتی، بالابودن ریسک‌های سامانمند در فضای سرمایه‌گذاری داخلی و در نتیجه نوسان بالا در بازارهای مولد، سرمایه‌گذاران را به سمت سفته‌بازی و استفاده از نوسانات اقتصادی سوق داده است.

#### ۴-۵-۳. عدم توسعه اکوسیستم رتبه‌بندی اعتباری کسب‌وکارهای کوچک و متوسط

رتبه‌بندی اعتباری باهدف تعیین احتمال نکول وام انجام می‌شود ( Yu, Chi & Jiang, 2018). جهت توسعه رتبه‌بندی کسب‌وکارهای کوچک و متوسط نیازمند توسعه و ایجاد بسترهای گوناگونی هستیم. توسعه زیرساخت‌های اطلاعاتی برای کسب‌وکارهای کوچک و متوسط، توسعه زیرساخت‌های قانونی گذاری برای توسعه شرکت‌های رتبه‌بندی، توسعه کمی و کیفی در شرکت‌های رتبه‌بندی، بهبود دانش فنی در زمینه رتبه‌بندی کسب‌وکارهای کوچک و متوسط از مواردی است که در جهت توسعه این اکوسیستم ضروری هستند.

#### ۴-۵-۴. مداخله بانک مرکزی در تعیین نرخ اوراق

بانک مرکزی وظیفه خود می‌داند که علاوه بر نرخ سپرده و تسهیلات در نرخ سود صکوک نیز مداخله کند. به‌عنوان مثال در دستورالعمل ناظر بر سیاست‌های پولی و اعتباری در سال ۱۳۹۴ که در نظام بانکی لازم‌الاجرا دانسته شده است، تصریح شده است که نرخ صکوک منتشره با مجوز بانک مرکزی و از سوی این نهاد مشخص می‌شود. همچنین نرخ صکوک که دارای ضمانت مؤسسات اعتباری است، با هماهنگی بانک مرکزی مشخص می‌شود. به تعبیر دقیق‌تر بانک‌ها برای ضمانت صکوک منتشره بایستی تأییدیه بانک مرکزی را دریافت کنند. صکوک که ضمانت‌نامه بانکی ندارند، نیازی به تأییدیه بانک مرکزی ندارد؛ اما تنها می‌تواند ۳ درصد بالاتر از نرخ بانک مرکزی باشد (صلواتیان و حسینی دولت‌آبادی، ۱۳۹۸، ص. ۱۵). از آنجاکه کسب‌وکارهای کوچک و متوسط اغلب ریسک بالایی دارند، در صورت نداشتن ضامن، سرمایه‌گذاران جهت خرید اوراق بدهی آن‌ها بازده بالاتری درخواست می‌کنند. به

همین دلیل پذیره‌نویس اوراق به دلیل عدم جذب مشتری ممکن است از پذیره‌نویسی اوراق کسب‌وکارهای کوچک و متوسط سر باز زند.

#### ۴-۵. عدم توسعه یافتگی بازار بدهی ایران

در اقتصادهای پیشرفته جهان، بازار بدهی بزرگتر از بازار سهام است و این بازار نقش قابل توجهی در تأمین مالی در اقتصاد ایفا می‌کند. ارزش بازار سهام در ۱۲ اردیبهشت‌ماه سال ۱۴۰۰، ۶۰۸۶ همت است. این در حالی است که کل مبلغ اوراق بدهی منتشر شده ۳۱.۴۷۵ همت<sup>۳۷</sup> بوده و مجموع کل اوراق منتشر شده، در این سال ۲۵۴ همت بوده است.<sup>۳۸</sup> این در حالی است که سهم نظام بانکی طی سال ۱۴۰۰، ۲,۹۶۸.۱۶ همت بوده است.<sup>۳۹</sup> این موضوع بیانگر نقش پایین بازار بدهی ایران در تأمین مالی دولت و سایر بخش‌های اقتصادی و عدم توسعه یافتگی آن است.

#### ۵. انتخاب مدل انتشار اوراق برای تأمین مالی کسب‌وکارهای کوچک و متوسط

پس از بررسی چالش‌های دسترسی کسب‌وکارهای کوچک و متوسط به بازار سرمایه در ادامه تلاش خواهد تا الگوی مناسب تأمین مالی کسب‌وکارهای کوچک و متوسط با استفاده از مضامین استخراج شده، طراحی شود.

#### ۱-۵. پیش‌فرض‌های طراحی مدل

۱. با توجه به مضامین استخراج شده، دو پیش‌فرض برای طراحی مدل در نظر گرفته شد؛ وجود واسط میان سرمایه‌گذاران و کسب‌وکارهای کوچک و متوسط؛ همان‌طور که در بخش موانع دسترسی کسب‌وکارهای کوچک و متوسط به تأمین مالی از بازار سرمایه اشاره شد، انتشار اوراق دارای هزینه‌های بسیار زیادی است. مبالغ موردنیاز برای تأمین مالی هریک از شرکت‌های کوچک و متوسط به نسبت شرکت‌های بزرگ پایین است. از این‌رو در مدل حاضر، اوراق وکالت کسب‌وکارهای کوچک و متوسط بر روی پرتفوی‌ای از این کسب‌وکارها منتشر می‌شود؛ تا با استفاده از ویژگی صرفه به مقیاس این پرتفوی، امکان دسترسی و

۳۷. هزار میلیارد تومان

۳۸. به نقل از وبگاه سازمان بورس و اوراق بهادار (seo.ir)

۳۹. به نقل از وبگاه بانک مرکزی جمهوری اسلامی ایران (cbi.ir)

تأمین مالی این کسب‌وکارها از طریق بازار سرمایه فراهم شود. استفاده از عامل علاوه بر کاهش هزینه‌های انتشار تا حدودی برخی از مشکلاتی که در مضامین استخراج شده وجود داشت را بهبود دهد که از میان آن‌ها می‌توان به موارد زیر اشاره کرد؛

- سهولت دسترسی به ضامن بانکی با توجه به اعتبار بانکی.
- امکان استفاده از منابع بانکی جهت وثیقه‌گذاری.
- امکان اعتبارسنجی بانکی توسط سرمایه‌گذاران.
- سهولت در ایجاد شفافیت در اوراق.
- سهولت بیشتر برای بانکی جهت اجرای الزامات انتشار اوراق.
- امکان کاهش ریسک سامانمند بنگاه‌های کوچک و متوسط (فدایی واحد و صفایی، ۱۳۹۰).

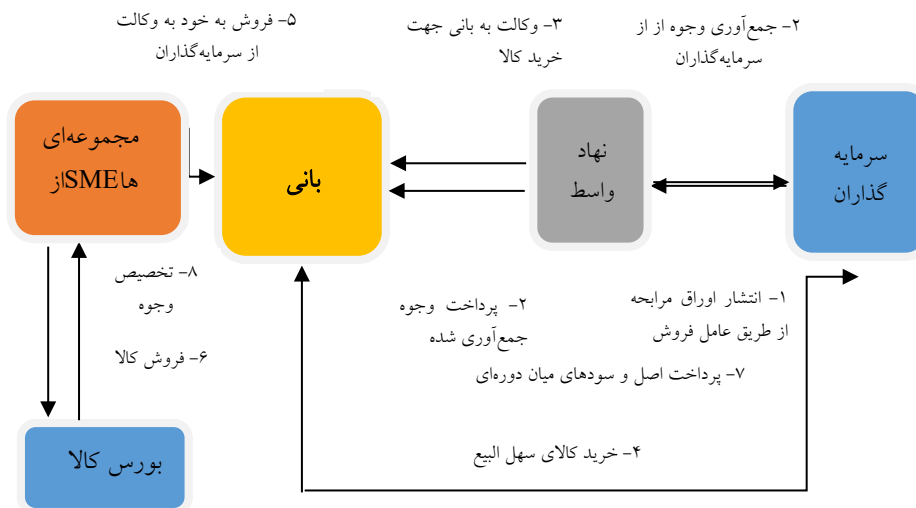
۲. انعطاف در استفاده از منابع: با توجه به اینکه کسب‌وکارها نیازهای متنوعی اعم از پرداخت حقوق کارمندان، تسویه بدهی و... دارند، این مدل باید بتواند به نیازهای متنوع آن‌ها پاسخ دهد. با توجه به این دو پیش‌فرض، مدل‌هایی که در آن‌ها جهت مصرف عواید مشخص بود مانند استصناع و مرابحه، کنار گذاشته شد؛ و تنها از مدل‌هایی استفاده شد که در آن‌ها بانکی به وکالت از کسب‌وکارهای کوچک و متوسط بتواند منابع را تجهیز کرده و در موارد گوناگونی به مصرف برساند. در بین مدل‌های سعی شد تا مدل‌هایی که منابع آزاد در انتخاب مشتری قرار می‌دهند قرار گیرند. منظور از منابع تملیکی یا آزاد، منابعی است که پس از انعقاد قرارداد، مالکیت آن در اختیار مشتری قرار گرفته و مشتری می‌تواند (به جهت مالکیت منابع دریافتی) با آن مبلغ، هرگونه تصرفی انجام دهد. منابع اذنی در نقطه مقابل منابع تملیکی قرار داشته و مالکیت این منابع در اختیار بانکی نیست، بلکه صرفاً بانکی از سوی سرمایه‌گذاران اذن و وکالت دارد که منابع دریافتی را در موضوع فعالیت مشخص مندرج در قرارداد به کار گیرد؛ بنابراین منابع اذنی به مالکیت بانکی در نمی‌آید و مشتری از نظر شرعی و قانونی اجازه به‌کارگیری منابع در فعالیتی دیگر غیر از موضوع قرارداد را ندارد (عبادی و حسین‌خانی، ۱۳۹۸، ص. ۴۱۸). در میان عقود اذنی، تنها از ساختار عقود وکالت و مشارکت در بین مدل‌ها به دلیل انعطاف در تخصیص منابع مالی، استفاده شد. چراکه



در ساختار عقد وکالت و مشارکت، بانی در استفاده از وجوه آزاد بوده و می‌تواند آن را در موارد مصارف متعدد، خرج نماید.

### ۲-۵. مدل‌های قابل‌ارائه جهت انتشار اوراق

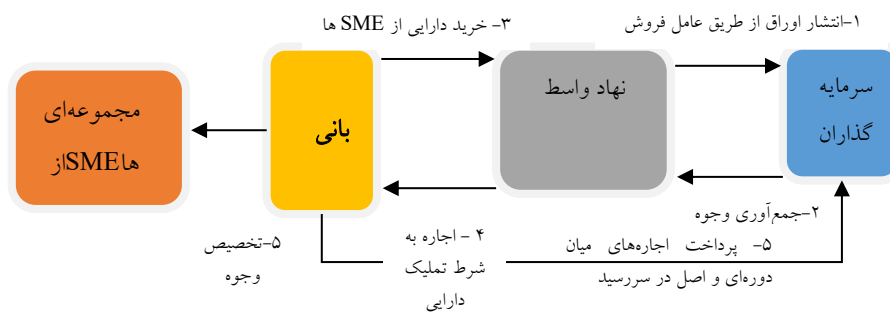
الف) مرابحه: اوراق مرابحه نشان‌دهنده مالکیت مشاع دارنده آن در دارایی مالی (طلب) است که براساس قرارداد مرابحه حاصل شده است (هیأت مدیره سازمان بورس و اوراق بهادار، ۱۳۹۰، ماده ۱). در این مدل ابتدا SPV با انتشار اوراق مرابحه وجوه را از مردم جمع‌آوری کرده و وجوه را به بانی (به نمایندگی از کسب‌وکارهای کوچک و متوسط) واگذار می‌کند. سپس بانی به وکالت از سرمایه‌گذاران یک کالای سهل‌البیع در بورس کالا خریداری کرده و کالا را به خود به قیمتی بالاتر می‌فروشد. سپس کالای موردنظر را مجدد در بورس کالا به فروش رسانده و به نقدینگی دست پیدا می‌کند. در نتیجه این فرآیند وجوهی که بانی به نمایندگی از کسب‌وکارهای کوچک و متوسط جمع کرده است، می‌تواند در هر نیازی به‌کار گرفته شود. در این مدل جهت پرهیز از شبهه بیع‌العینه<sup>۴۰</sup> خرید و فروش کالا در بورس انجام می‌گیرد. در این مدل بانی پس از جمع‌آوری وجوه پس از انتشار اوراق، آن را به کسب‌وکارهای کوچک و متوسط اختصاص خواهد داد.



شکل (۲): مدل انتشار اوراق برای کسب‌وکارهای کوچک و متوسط مبتنی بر مرابحه و تورق  
منبع: (یافته‌های تحقیق)

۴۰. به معنای خرید نقدی و فروش نسبی به فروشنده و بلعکس برای تأمین نقدینگی است

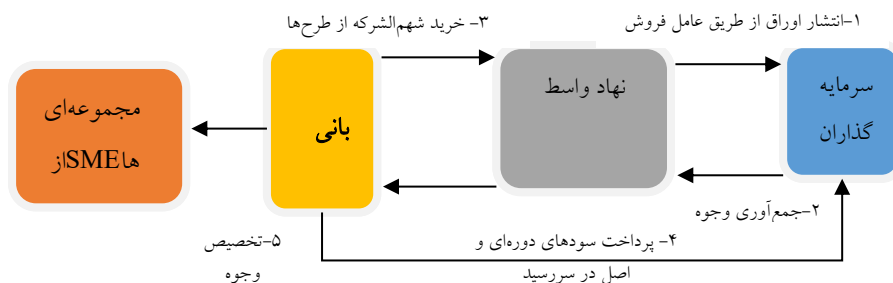
ب) اوراق اجاره: اوراق بهادار با نام قابل نقل و انتقالی است که نشان‌دهنده مالکیت مشاع دارنده آن در دارایی مبنای انتشار اوراق اجاره است (شورای عالی بورس، ۱۳۹۰، ماده ۱). در این مدل ابتدا نهاد واسط اوراق را منتشر کرده و وجوه را از سرمایه‌گذاران جمع‌آوری می‌کند. سپس با وجوه جمع‌آوری شده دارایی بادوامی که منافع آتی دارد، از مجموعه‌ای از کسب‌وکارهای کوچک و متوسط خریداری می‌نماید. سپس همان کالا را به بانی به صورت اجاره به شرط تملیک واگذار می‌کند و در سررسیدهای مقرر اجاره‌بها را دریافت می‌کند. در پایان مدت قرارداد اجاره به شرط تملیک، به صورت مجانی یا در مقابل عوض معین کالا را به تملیک بانی درمی‌آورد.



**شکل (۳): مدل انتشار اوراق اجاره به شرط تملیک برای تأمین مالی کسب‌وکارهای کوچک و متوسط**  
منبع: (یافته‌های تحقیق)

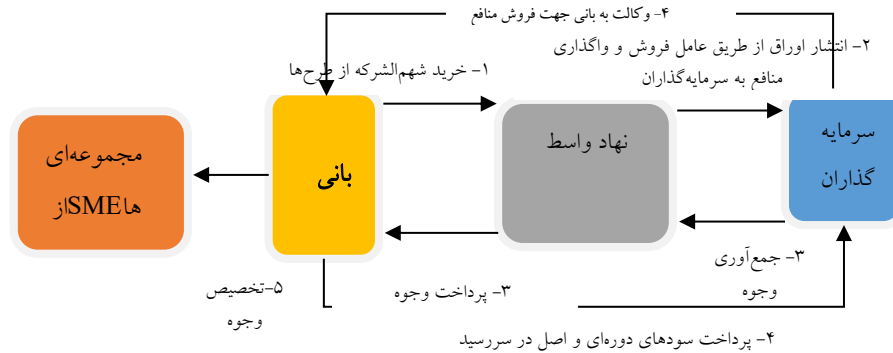
ج) مشارکت: اوراق مشارکت، اوراق بهادار بانام یا بی‌نامی است که به موجب قانون نحوه انتشار اوراق مشارکت به قیمت اسمی مشخص برای مدت معین منتشر می‌شود. دارندگان این اوراق به نسبت قیمت اسمی و مدت‌زمان مشارکت، در سود حاصل از اجرای طرح مربوط شریک خواهند بود (مجلس شورای اسلامی، ۱۳۷۶، ماده ۲). در این مدل ابتدا طرح‌هایی جهت مشارکت با سرمایه‌گذاران در مجموعه‌ای از کسب‌وکارهای کوچک و متوسط تعریف می‌شود و سهمی را که باید توسط سرمایه‌گذاران تأمین مالی شود مشخص می‌شود. سپس نهاد واسط اوراق منتشر کرده و

با مبلغی که از سرمایه‌گذاران جمع‌آوری می‌کند، اقدام به خرید سهم‌الشرکه در بنگاه‌ها می‌نماید. بنگاه‌ها در طول دوره مشارکت، سودهای علی‌الحساب را به حساب مشتریان واریز نموده و در سررسید سود واقعی را محاسبه کرده و به همراه اصل به سرمایه‌گذاران پرداخت می‌نماید. البته لازم به ذکر است که در این مدل مصرف وجوه حاصل از انتشار تنها بایستی در یک طرح مشخص صرف شود.



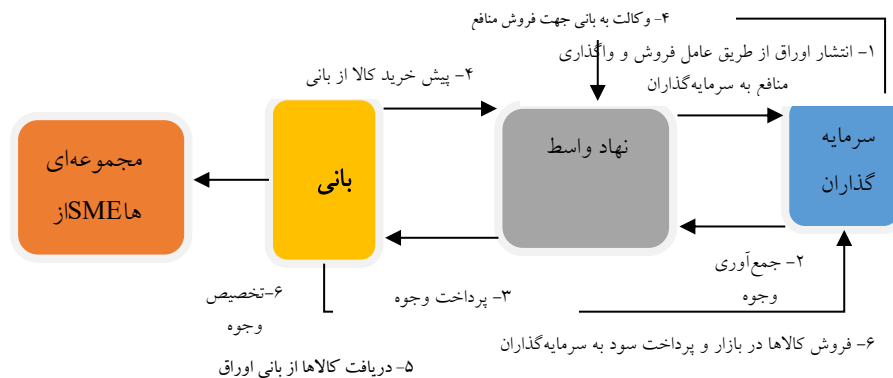
شکل (۴): مدل انتشار اوراق مشارکت برای تأمین مالی کسب‌وکارهای کوچک و متوسط  
منبع: (یافته‌های تحقیق)

د) منفعت: اوراق بهادار بانامی است که نشان‌دهنده مالکیت مشاع دارنده آن بر مقدار معینی از منافع آتی حاصل از به‌کارگیری دارایی‌ها یا ارائه خدمات معین و هرگونه حقوق معین قابل نقل و انتقال برای یک دوره زمانی مشخص است (سازمان بورس و اوراق بهادار، ۱۳۹۶، ماده ۱). در این مدل SPV با انتشار اوراق و جمع‌آوری وجوه از سرمایه‌گذاران منافع و خدمات آتی کسب‌وکارهای کوچک و متوسط را از بانی (به نمایندگی از بنگاه‌ها) خریداری می‌نماید. همچنین سرمایه‌گذاران به بانی وکالت می‌دهند که در زمان سررسید، منافع یا خدمات را در بازار به فروش رسانده و سود آن را به سرمایه‌گذاران واگذار کند. در طول دوره به سرمایه‌گذاران سودهای دوره‌ای پرداخت می‌شود و در سررسید سود واقعی محاسبه‌شده و پرداخت خواهد شد. مطابق دستورالعمل، سود واقعی بایستی ظرف ۱۵ روز پس از اتمام سررسید توسط بانی محاسبه شود.



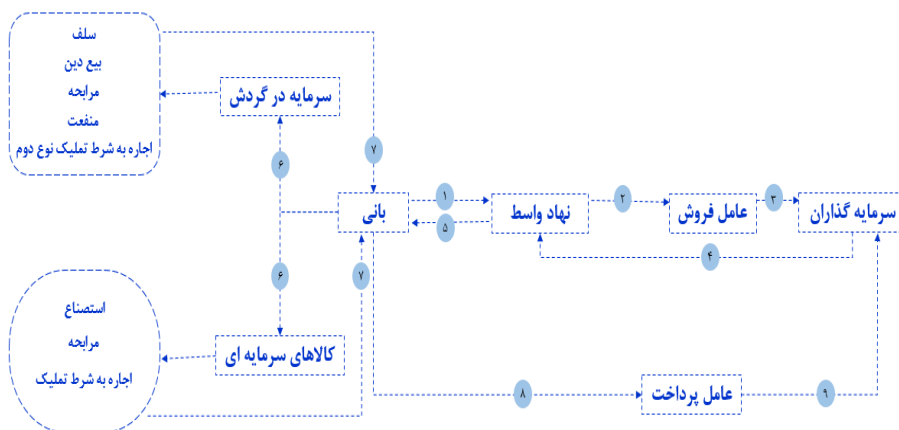
شکل (۵): مدل انتشار اوراق منفعت برای تأمین مالی کسب و کارهای کوچک و متوسط  
منبع: (یافته‌های تحقیق)

(و) سلف: قراردادی است که براساس آن عرضه‌کننده مقدار معینی از دارایی پایه را مطابق مشخصات قرارداد سلف استاندارد درازای بهای نقد به فروش می‌رساند تا در دوره تحویل به خریدار تسلیم نماید (سازمان بورس و اوراق بهادار، ۱۳۹۲، ماده ۱، بند ۱۹). در این مدل SPV با انتشار اوراق و جمع‌آوری وجوه از سرمایه‌گذاران کالاهایی که بنگاه‌های کوچک و متوسط در آینده تولید خواهند کرد را از آن‌ها خریداری می‌کند. همچنین به آن‌ها وکالت می‌دهند که در زمان سررسید از جانب سرمایه‌گذاران، کالا را در بازار آزاد به فروش رسانند و مبلغ حاصل شده را به سرمایه‌گذاران پرداخت نمایند.



شکل (۶): مدل انتشار اوراق سلف برای تأمین مالی کسب و کارهای کوچک و متوسط  
منبع: (یافته‌های تحقیق)

ه) وکالت: اوراق بهادار بانام قابل نقل و انتقالی است که نشان‌دهنده مالکیت مشاع دارنده آن در دارایی‌ها، کالاها، خدمات، طرح معین یا حقوق و منافع ناشی از انجام فعالیت‌های اقتصادی مشخص است و بر مبنای قرارداد وکالت منتشر می‌شود (سازمان بورس و اوراق بهادار، ۱۳۹۸، ماده ۱). در این ساختار با خرید اوراق وکالت، رابطه وکیل و موکل بین ناشر و دارندگان اوراق وکالت به وجود می‌آید که طبق آن ناشر بایستی به وکالت از طرف خریداران، منابع مالی جمع‌آوری شده حاصل از انتشار اوراق وکالت را به بانی واگذار کرده و بانی وجوه را جهت پیشبرد موضوع وکالت به‌کار گیرد. در اسناد موضوع انتشار اوراق وکالت بایستی قید شود که خرید اوراق به‌منزله قبول وکالت ناشر با حق توکیل به غیر بوده و وکالت مذکور تا سررسید و تصفیه نهایی اوراق غیرقابل عزل و معتبر است. لازم به ذکر است که وکالت از سنخ عقود اذنی است نه تملیکی ولی به دلیل انعطاف آن در بین مدل‌ها مورد استفاده مطرح شده است. عامل با استفاده از وجوه تجمیع شده، در راستای اهداف و اقدامات پیش‌بینی شده بایستی گام بردارد. بازدهی حاصل از سرمایه‌گذاری و تأمین مالی پس از کسر حق الوکاله عامل، مابین دارندگان وجوه اوراق به نسبت سهم هریک تقسیم می‌شود. طبق مصوبات کمیته فقهی سازمان بورس<sup>۴۱</sup> در رابطه با اوراق وکالت، در مدل اوراق وکالت پرداخت سود به صورت علی الحساب است یعنی بانی سودهای دوره‌ای را به صورت علی الحساب به سرمایه‌گذاران می‌پردازد و در سررسید سود قطعی را حساب کرده و مابه‌التفاوت را به سرمایه‌گذاران می‌پردازد.

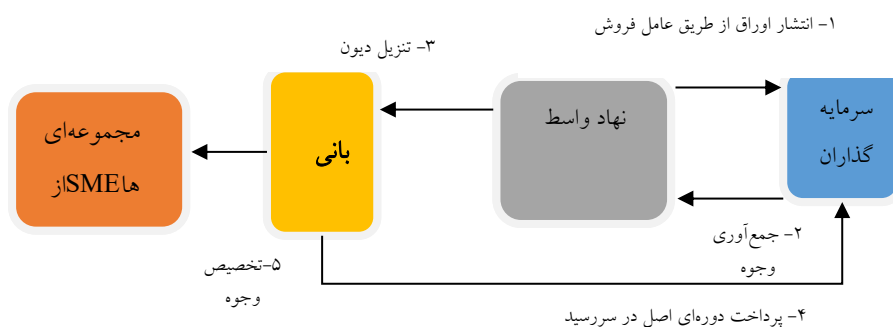


شکل (۷): فرآیند انتشار اوراق وکالت کسب‌وکارهای کوچک و متوسط

منبع: (یافته‌های تحقیق)

۴۱. کمیته فقهی سازمان بورس و اوراق بهادار، جلسات شماره ۱۶۲، ۱۶۳، ۱۷۵ و ۱۷۶

ز) اوراق خرید دین: اوراق خرید دین، اوراق بهادار بانامی است که به منظور خرید مطالبات مدت دار اشخاص حقوقی به استثنای مطالبات ناشی از عقد سلف منتشر می شود (سازمان بورس و اوراق بهادار، ۱۳۹۶، ماده ۱). در این اوراق SPV با انتشار اوراق و جمع آوری وجوه از سرمایه گذاران اقدام به تنزیل دیون واقعی کسب و کارهای کوچک و متوسط می نماید. در این اوراق قبل از انتشار نیاز است تا از واقعی بودن دیون اطمینان حاصل شود.



**شکل (۸): فرآیند انتشار اوراق بیع دین برای تأمین مالی کسب و کارهای کوچک و متوسط**  
منبع: (یافته‌های تحقیق)

۳-۵. رتبه بندی راه‌های انتشار صکوک برای تأمین مالی کسب و کارهای کوچک و متوسط در این بخش الگوهایی که در بخش قبلی تشریح شد، برای تأمین مالی کسب و کارهای کوچک و متوسط براساس معیارهای مشخصی از منظر خبرگان اولویت بندی خواهند شد. با توجه به مضامین استخراج شده در ابتدای فصل مؤلفه‌های زیر به عنوان معیارهای انتخاب بهترین نوع صکوک انتخاب شدند. لازم به ذکر است که این معیارها پس از انتخاب توسط سه نفر از متخصصان حوزه مالی مورد تأیید قرار گرفتند. سمت افراد به شرح زیر بود؛

۱. سازگاری با افق زمانی میان مدت تا بلندمدت متقاضیان: با توجه به اینکه کسب و کارهای کوچک و متوسط، ممکن است به سرمایه گذاری بلندمدت تا

- به رسیدن به بلوغ نیاز داشته باشند، بایستی اوراق به‌گونه‌ای باشد که بتواند در سررسیدهای بلندمدت هم منتشر شود.
۲. عدم پیچیدگی ساختار اوراق: ساختار اوراق و روابط میان ذی‌نفعان به‌گونه‌ای باشد که هزینه معاملات و نیز فرآیندهای اجرایی به حداقل خود برسد.
  ۳. انعطاف‌پذیری در مصرف عواید: با توجه به نیازهای متنوع کسب‌وکارهای کوچک و متوسط، الگوی موردنظر بایستی امکان مصرف در جهات گوناگون را فراهم سازد.
  ۴. عدم نیاز به دارایی پایه: با توجه به کمبود دارایی‌های فیزیکی بنگاه‌های کوچک و متوسط اوراق باید امکان انطباق با این ویژگی را داشته باشد.
  ۵. امکان تمدید اوراق: با توجه به مضامین استخراج‌شده بنگاه‌های کوچک و متوسط در اجرای طرح‌های خود با انحراف زمانی دارند؛ لذا ساختار اوراق باید به‌گونه‌ای که باشد که به سهولت بتوان اوراق را تمدید کرد.
  ۶. شمولیت در استفاده برای انواع مختلف بنگاه‌ها: اوراق باید به‌گونه‌ای باشد که کسب‌وکارهای کوچک و متوسط بتوانند، از آن در موارد متعددی مانند پرداخت حقوق کارکنان، خرید مواد اولیه، خرید کالاهای سرمایه‌ای و... استفاده کنند.

در جهت انتخاب مناسب‌ترین نوع اوراق پرسشنامه زیر میان خبرگان توزیع شد و از آن‌ها خواسته شد تا براساس معیارها به گزینه‌ها از ۱ تا ۹ امتیاز دهند. پرسشنامه میان ۱۴ نفر از میان متخصصان حوزه مالی اسلامی (باتوجه به اینکه موضوع در حوزه طراحی ابزار اسلامی بود) و آشنا به انواع اوراق، توزیع شد. خبرگان همه در رشته مدیریت مالی تحصیل کرده بودند از این میان، ۴ نفر دانشجوی کارشناسی ارشد، ۱ نفر فارغ‌التحصیل کارشناسی ارشد، ۵ نفر دانشجوی دکتری و ۴ نفر دارای مدرک دکتری بوده‌اند. سمت‌های خبرگان در جدول (۵) آمده است؛

**جدول (۵): سمت پاسخ‌دهندگان به پرسشنامه**

رئیس گروه ابزارها و بازارهای مالی سازمان بورس	دبیر کمیته فقهی سازمان بورس
کارشناس گروه مالی مرکز پژوهش‌های مجلس	معاون توسعه حلال فاند
کارشناس تأمین سرمایه ملت	دبیر کمیته فرعی فقهی سازمان بورس
کارشناس صندوق سرمایه‌گذاری خصوصی نوآور	عضو هیأت علمی دانشگاه امام صادق علیه‌السلام
کارشناسان مرکز پژوهش توسعه و مطالعات اسلامی سازمان بورس	هم‌بنیان‌گذار و رئیس هیأت‌مدیره شرکت توسعه نوآفرینی روشا

در جدول (۶) متوسط پاسخ‌های خبرگان آمده است.

**جدول (۶): ماتریس تصمیم‌گیری ناشی از نظرات خبرگان**

امکان تمدید اوراق	شمولیت در استفاده برای انواع مختلف بناگاه‌ها	عدم نیاز به دارایی پایه	انعطاف‌پذیری در مصرف عواید	عدم پیچیدگی ساختار اوراق	سازگاری با افق زمانی میان‌مدت تا بلندمدت متقاضیان	نوع اوراق
3.3	6.6	6.4	6.9	4.6	6.9	ترکیبی مرابحه و تورق
6.4	2.6	4.6	7.2	6.2	6.9	اجاره
7.0	6.2	5.4	4.7	6.1	7.2	مشارکت
6.3	4.1	5.0	6.6	6.1	6.6	منفعت
2.8	3.7	4.8	6.9	6.1	4.0	سلف
7.3	7.4	8.0	7.9	7.4	7.8	وکالت
2.4	5.7	5.5	7.2	6.5	4.3	بیع دین

منبع: (یافته‌های تحقیق)



#### ۴-۵. پیاده‌سازی روش تاپسیس

در ادامه با توجه به گام‌های گفته‌شده در قسمت روش تحقیق باید ماتریس تصمیم‌گیری براساس معیارهای مثبت و منفی بی‌مقیاس گردد و سپس ماتریس تصمیم‌گیری موزون محاسبه شود که نتایج آن در جدول (۷) ارائه شده است.

جدول (۷): ماتریس تصمیم‌گیری بی‌مقیاس موزون

نوع اوراق	سازگاری با افق زمانی میان‌مدت تا بلندمدت متقاضیان	عدم پیچیدگی ساختار اوراق	انعطاف‌پذیری در مصرف عواید	عدم نیاز به دارایی پایه	شمولیت در استفاده برای انواع مختلف بنگاه‌ها	امکان تمدید اوراق
ترکیبی و مرابحه و تورق	6.9	4.6	6.9	6.4	6.6	3.3
اچاره	6.9	6.2	7.2	4.6	2.6	6.4
مشارکت	7.2	6.1	4.7	5.4	6.2	7.0
منفعت	6.6	6.1	6.6	5.0	4.1	6.3
سلف	4.0	6.1	6.9	4.8	3.7	2.8
وکالت	7.8	7.4	7.9	8.0	7.4	7.3
بیع دین	4.3	6.5	7.2	5.5	5.7	2.4

منبع: (یافته‌های تحقیق)

جدول (۸) مقادیر مربوط به گزینه ایده‌آل و غیر ایده‌آل را نشان می‌دهد که به کمک آن‌ها می‌توان فاصله هر ابزار را از این گزینه‌ها محاسبه نمود که نتایج آن در جدول (۱۷) گزارش شده است.

جدول (۸): تعیین گزینه ایده‌آل و ضد ایده‌آل در روش تاپسیس

0.212284	0.133559	0.04866	0.022627	0.019436	0.061895	گزینه ایده‌آل
----------	----------	---------	----------	----------	----------	---------------

0.070761	0.047516	0.027805	0.013454	0.011961	0.031799	<b>گزینه غیر ایده‌آل</b>
----------	----------	----------	----------	----------	----------	--------------------------

منبع: (یافته‌های تحقیق)

جدول (۹): فاصله انواع اوراق از گزینه ایده‌آل و محاسبه مجموع آن

نوع اوراق	فاصله تا گزینه ایده‌آل	فاصله تا گزینه ضد ایده‌آل
ترکیبی مرابحه و تورق	0.118418	0.079512
اجاره	0.092903	0.117107
مشارکت	0.03036	0.150187
منفعت	0.069131	0.1177
سلف	0.151521	0.023193
وکالت	0	0.170038
بیع دین	0.148304	0.056239

منبع: (یافته‌های تحقیق)

در آخرین مرحله شاخص شباهت محاسبه و ابزارها رتبه‌بندی می‌شود که نتایج آن در جدول (۱۰) ارائه شده است و وثیقه و ضمانت، طراحی نظام تعیین درجه اعتباری و تعیین سقف تأمین مالی با توجه به رتبه اعتباری به ترتیب در رتبه‌های اول، دوم و سوم قرار می‌گیرند.

جدول (۱۰): رتبه-بندی نهایی ابزارهای مدیریت ریسک اعتباری با روش تاپسیس

رتبه	شاخص شباهت	نوع اوراق
5	0.401719	مرابحه و تورق
4	0.557626	اجاره
2	0.831844	مشارکت
3	0.629983	منفعت
7	0.132747	سلف
1	1	وکالت
6	0.27495	خرید دین

منبع: (یافته‌های تحقیق)

نتایج این پرسشنامه نشان می‌دهد که اوراق وکالت مناسب‌ترین نوع اوراق برای تأمین مالی کسب‌وکارهای کوچک و متوسط است. پس از اوراق وکالت، اوراق مشارکت و منفعت به‌عنوان مناسب‌ترین انواع اوراق انتخاب شدند؛ لذا در این پایان‌نامه جهت طراحی اوراق برای تأمین مالی کسب‌وکارهای کوچک و متوسط از مدل اوراق وکالت استفاده خواهد شد.

بنیان این اوراق می‌تواند نهادهای زیر باشند:

- بانک‌ها (خصوصاً بانک‌هایی که وظایف توسعه‌ای دارند، مانند بانک صنعت و معدن)؛
- صندوق‌های نوآوری و شکوفایی؛
- هلدینگ‌ها (جهت تأمین مالی شرکت‌های زیرمجموعه)
- صندوق‌های سرمایه‌گذاری خصوصی و جسورانه.

### نتیجه‌گیری

توسعه ابزارهای تأمین مالی برای کسب‌وکارهای کوچک و متوسط همواره دغدغه سیاست‌گذاران بوده است. استفاده از ظرفیت بازار صکوک برای تأمین مالی کسب‌وکارهای کوچک و متوسط می‌تواند در این رابطه راهگشا باشد. در این مقاله در ابتدا موانع دسترسی کسب‌وکارهای کوچک و متوسط با استفاده از روش تحلیل مضمون انجام‌شده و مضامین در ۲۴ مضمون پایه و پنج مضمون سازمان‌دهنده دسته‌بندی شدند. سپس با استفاده از مضامین استخراج‌شده دو پیش‌فرض (وجود واسط میان سرمایه‌گذاران و کسب‌وکارهای کوچک و متوسط، انعطاف‌پذیری در استفاده از عواید اوراق) جهت طراحی مدل انتخاب گردید و بر همین مبنا هفت مدل مبتنی بر پیش‌فرض‌ها طراحی شدند. این مدل‌ها مبتنی بر عقود مرابحه، اجاره، خرید دین، سلف، مشارکت، منفعت و وکالت بودند. همچنین مبتنی بر نظر خبرگان شش معیار جهت رتبه‌بندی مدل‌ها استخراج شدند که عبارت بودند از: سازگاری با افق زمانی میان‌مدت تا بلندمدت متقاضیان، عدم پیچیدگی ساختار اوراق، انعطاف‌پذیری در مصرف عواید، عدم نیاز به دارایی پایه، امکان تمدید اوراق و شمولیت در استفاده برای انواع مختلف

بنگاه‌ها. در انتها با توجه به این معیارها خبرگان مدل‌ها را با استفاده از روش تاپسیس رتبه‌بندی کردند. در انتها مدل اوراق وکالت انتخاب به‌عنوان مدل مطلوب جهت انتشار اوراق برای کسب‌وکارهای کوچک و متوسط انتخاب شد. در این مدل بانی به با انتشار اوراق وکالت وجوه را از مردم جمع‌آوری کرده و اقدام به تأمین مالی مجموعه‌ای از کسب‌وکارهای کوچک و متوسط با استفاده از عقود شرعی می‌نماید و در انتهای دوره سود حاصل را محاسبه کرده و به سرمایه‌گذاران پرداخت می‌نماید.

### سپاسگزاری

از همکاری مرکز پژوهش، توسعه و مطالعات اسلامی سازمان بورس و اوراق بهادار در نگارش این مقاله قدردانی می‌شود.

### ملاحظات حقوقی

#### - پیروی از اصول حقوقی

تمامی اصول اخلاق در پژوهش در این مقاله رعایت شده است.

#### - تعارض منافع

بنابر اظهار نویسندگان، این مقاله تعارض منافع ندارد.

بنابر اظهار نویسندگان، این مقاله مستخرج از پایان‌نامه، رساله دکتری و طرح پژوهشی نیست.

### کتابنامه

۱. توحیدی، محمد (۱۳۹۶). صندوق ضمانت؛ راهکاری نوین در توسعه بازار اوراق بهادار اسلامی. *تحقیقات مالی اسلامی*، ۷(۱۳)، ۹۱-۱۲۶. DOI: 10.30497/ifr.2017.2128
۱. Tohidi, M.; (2016). Guarantee Fund; A New Solution in the Development of the Islamic Securities Market. *Islamic Finance Research*, 7(13), 91-126. DOI: 10.30497/ifr.2017.2128 (In Persian).
۲. شورای عالی بورس (۱۳۹۰) *دستورالعمل انتشار اوراق اجاره*. ایران، تهران: سازمان بورس و اوراق بهادار.
۲. The Supreme Council of the Stock Exchange (2013). *Guidelines for the issuance of Ijarah sukuk*. Iran, Tehran: Securities and Exchange Organization (In Persian).

۳. صلواتیان، محمد؛ و حسینی دولت‌آبادی، حسین (۱۳۹۸). چالش‌های تأمین مالی بنگاه‌ها از طریق انتشار صکوک (اوراق مالی اسلامی). ایران، تهران: مرکز پژوهش‌های مجلس شورای اسلامی جمهوری اسلامی ایران.
۳. Salvatian, M; & Hosseini Dolatabadi, H.; (2018). The Challenges of Financing Companies Through the Issuance of Sukuk (Islamic Securities). Iran, Tehran: *Research Center of the Islamic Council of the Islamic Republic of Iran* (In Persian).
۴. عبادی، روح‌الله؛ و حسین‌خانی، گلاره (۱۳۹۸). شناسایی و رتبه‌بندی منابع تملیکی (آزاد) در وصول مطالبات غیرجاری نظام بانکی با استفاده از مدل تصمیم‌گیری چندمعیاره. *تحقیقات مالی اسلامی*، ۸(۲)، ۴۰۹-۴۴۰. DOI: [10.30497/ifr.2019.2324](https://doi.org/10.30497/ifr.2019.2324).
۴. Ebadi, R; & Hosseinkhani, G.; (2018). Identification and Ranking of Acquisition Resources (free) in the Collection of Non-Current Claims of the Banking System; Using a Multi-Criteria Decision-Making Model. *Islamic Finance Research*, 8(2), 409-440. DOI: [10.30497/ifr.2019.2324](https://doi.org/10.30497/ifr.2019.2324) (In Persian).
۵. فدایی واحد، میثم؛ و صفایی، محمد (۱۳۹۲). صکوک وکالت؛ ابزاری برای تأمین مالی با رویکرد کاهش ریسک. ایران، تهران: ششمین کنفرانس توسعه نظام تأمین مالی در ایران.
۵. Fadai Vahed, M; & Safai, M.; (2012). Wakalah Sukuk; An Instrument for Financing with a Risk Reduction Approach. Iran, Tehran: *The 6th Conference on the Development of Financing System in Iran*. (In Persian).
۶. قانون برنامه پنج ساله ششم توسعه جمهوری اسلامی ایران (۱۳۹۶). مصوب مجلس شورای اسلامی. تهران: مجلس شورای اسلامی جمهوری اسلامی ایران.
۶. Law of the Sixth Five-Year Development Plan of the Islamic Republic of Iran (2016). *Approved by the Islamic Council*. Tehran: Islamic Council of the Islamic Republic of Iran. (In Persian).
۷. کمالی، یحیی (۱۳۹۷). روش‌شناسی تحلیل مضمون و کاربرد آن در مطالعات سیاست‌گذاری. *سیاست‌گذاری عمومی*، ۸(۲)، ۱۸۹-۲۰۸.
۷. Kamali, Y; (2017). Thematic Analysis Methodology and its Application in Policy Studies. *Public Policy*, 8(2), 189-208. (In Persian).
۸. مجلس شورای اسلامی جمهوری اسلامی ایران (۱۳۷۶). *قانون نحوه انتشار اوراق مشارکت*. ایران، تهران: مجلس شورای اسلامی جمهوری اسلامی ایران.
۸. The Islamic Council of the Islamic Republic of Iran (1997). *The Law on How to issue Musharakah Sukuk*. Iran, Tehran: Islamic Council of the Islamic Republic of Iran. (In Persian).

۹. مصطفی‌زاده، آرمین (۱۳۹۴). الگوی تأمین مالی بنگاه‌های کوچک و متوسط؛ تحلیلی بر مفهوم و اهمیت تأمین مالی بنگاه‌های کوچک و متوسط. ایران، تهران: مرکز پژوهش‌های مجلس شورای اسلامی جمهوری اسلامی ایران.
۹. Mostafazadeh, A; (2014). The Financing Pattern of Small and Medium Enterprises; An Analysis of the Concept and Importance of Financing SMEs. Iran, Tehran: *Research Center of the Islamic Council of the Islamic Republic of Iran*. (In Persian).
۱۰. نظری‌پور، محمدنقی؛ و اولاد، مریم (۱۳۹۷). اولویت‌بندی عوامل مؤثر بر کژگزینی و کژمنشی در بانکداری بدون ربا (مطالعه موردی: بانک صنعت و معدن). *اقتصاد اسلامی*، ۱۸(۶۹)، ۱۷۳-۱۹۹.
۱۰. Nazarpour, M; & Olad, M.; (2017). Prioritization of Factors Affecting Adverse Selection and Moral Hazard in None-Riba Banking (Case Study: San'at and Ma'dan Bank). *Islamic Economy*, 18(69), 173-199. (In Persian).
۱۱. هیأت مدیره سازمان بورس و اوراق بهادار (۱۳۹۰). *دستورالعمل انتشار اوراق مرابحه*. ایران، تهران: سازمان بورس و اوراق بهادار.
۱۱. Board of Directors of the Securities and Exchange Organization (2013). *Instructions for the Issuance of Murabaha Sukuk*. Iran, Tehran: Securities and Exchange Organization. (In Persian).
۱۲. هیأت مدیره سازمان بورس و اوراق بهادار (۱۳۹۲). *دستورالعمل اجرایی معاملات سلف استاندارد در بورس کالای ایران*. ایران، تهران: سازمان بورس و اوراق بهادار.
۱۳. Board of Directors of the Securities and Exchange Organization (2012). *Implementation guidelines for standard Salam transactions in the Iran Commodity Exchange*. Iran, Tehran: *Securities and Exchange Organization*. (In Persian).
۱۴. هیأت مدیره سازمان بورس و اوراق بهادار (۱۳۹۶). *دستورالعمل انتشار اوراق خرید دین*. ایران، تهران: سازمان بورس و اوراق بهادار.
۱۲. Board of Directors of the Securities and Exchange Organization (2016). *Instructions for issuance of Bay'al dain Sukuk*. Iran, Tehran: Securities and Exchange Organization. (In Persian).
۱۵. هیأت مدیره سازمان بورس و اوراق بهادار (۱۳۹۶). *دستورالعمل انتشار اوراق منفعت*. ایران، تهران: سازمان بورس و اوراق بهادار.
۱۳. Board of Directors of the Securities and Exchange Organization (2016). *Instructions for issuance of Bay'al dain Sukuk*. Iran, Tehran: Securities and Exchange Organization. (In Persian).
۱۶. هیأت مدیره سازمان بورس و اوراق بهادار (۱۳۹۸). *دستورالعمل انتشار اوراق وکالت*. ایران، تهران: سازمان بورس و اوراق بهادار.

۱۴. Board of Directors of the Securities and Exchange Organization (2018). *Instructions for issuance of Wakalah Sukuk*. Iran, Tehran: Securities and Exchange Organization. (In Persian).
۱۷. Abraham, F, & Schmukler, S. L. (2017). Addressing the SME Finance Problem. *World Bank Policy Research Working Paper*, (120333)
۱۸. Altman, E. I., Esentato, M., & Sabato, G. (2020). Assessing the Credit Worthiness of Italian SMEs and Mini-bond Issuers. *Global Finance*, 43, 100450.
۱۹. Anass, P. A. T. E. L. (2014). Channeling Asset-Managed Sukuk towards SMEs financing: a case study for Sukuk Mudaraba (Asset Finance) Applied to a French SME. *European Islamic Finance*, (1)1,
۲۰. Baker, H. K., Kumar, S., & Rao, P. (2020). Financing preferences and Practices of Indian SMEs. *Global Finance*, 43, 100388. <https://doi.org/10.1016/j.gfj.2017.10.003>
۲۱. Bartolacci, F., Caputo, A., & Soverchia, M. (2020). Sustainability and Financial Performance of Small and Medium Sized Enterprises: A Bibliometric and Systematic Literature Review. *Business Strategy and the Environment*, 29(3), 1297–1309.
۲۲. Bongini, P. Ferrando, A. Rossi, E. & Rossolini, M. (2021). SME Access to Market-Based Finance Across Eurozone Countries. *Small Business Economics*, 56(4), 1667-1697
۲۳. Bongini, P. Ferrando, A. Rossi, E. & Rossolini, M. (2021). SME access to Market-Based Finance Across Eurozone Countries. *Small Business Economics*, 56(4), 1667-1697
۲۴. Çelikbilek, Y., & Tüysüz, F. (2020). An in-Depth Review of Theory of the TOPSIS Method: An Experimental Analysis. *Management Analytics*, 7(2), 281-300.
۲۵. Cusmano, L., & Thompson, J. (2018). Alternative Financing Instruments for SMEs and Entrepreneurs: The Case of Mezzanine Finance.
۲۶. Erghmiri, M. H. (2011). *Prioritize of Organizational Development Interventions in Small and Medium Enterprises*. (Ms. Thesis). Allameh Tabataba'i University, Tehran.
۲۷. Guerrero, I. (2018). *Why Is It So Hard for Organizations at the Base of the Pyramid to Go to Scale?* The Missing Middle.
۲۸. Guest, G., MacQueen, K., & Namey, E. (2012). *Applied Thematic Analysis*. London: Sage Publications.
۲۹. Gupta, J., & Gregoriou, A. (2015). Bankruptcy and Financial Distress in us Small and Medium Sized Enterprises. *SSRN Electronic*.
۳۰. International Organization of Securities Commissions (2014). Market-Based Long-Term Financing Solutions for SMEs.
۳۱. Kaousar Nassr, I. & G. Wehinger (2016). Opportunities and Limitations of Public Equity Markets for SMEs", *OECD Journal: Financial Market Trends*, vol. 2015/1, <https://doi.org/10.1787/fmt-2015-5jrs051fvnjc>.
۳۲. Mishkin, F. S. (2019). *The Economics of Money, Banking, and Financial Markets*. Harlow: Pearson Education.

۳۳. Moscalu, M., Girardone, C., & Calabrese, R. (2020). SMEs' Growth Under Financing Constraints and Banking Markets Integration in the Euro Area. *Small Business Management*, 58 (4), 707-746.
۳۴. Nassr, I. K., & Wehinger, G. (2014). Non-bank debt financing for SMEs: The Role of Securitisation, Private Placements and Bonds. *Financial Market Trends*, 2014(1), 139-162.
۳۵. Rao, P., Kumar, S., Chavan, M., & Lim, W. M. (2021). A Systematic Literature Review on SME Financing: Trends and Future Directions. *Small Business Management*, 1-31.
۳۶. Rupeika-Apoga, R., & Saksonova, S. (2018). SMEs' Alternative Financing: the Case of Latvia.
۳۷. Wehinger, G. (2012). Bank Deleveraging, the Move from Bank to Market-Based Financing, and SME Financing. *Financial Market Trends*, 12(1), 65-79.
۳۸. World bank (2020) Capital Markets and SMEs in Emerging Markets and Developing Economies: Can They Go the Distance?.
۳۹. World Trade Report. (2016). *Levelling the Trading Field for SMEs*.
۴۰. Yoshino, N., & Taghizadeh-Hesary, F. (2015). Analysis of Credit Ratings for Small and Medium-sized Enterprises: Evidence from Asia. *Asian Development Review*, 32(2), 18-37.
۴۱. Yu, S., Chi, G., & Jiang, X. (2019). Credit Rating System for Small Businesses Using the KS Test to Select an Indicator System. *Management Decision*, 57(1), 229-247.