

Designing appropriate model of Wakalah sukuk for financing SMEs

Mohammad Mahdi Fereydooni¹ | Mohammad Tohidi²

Abstract

The importance of small and medium businesses today is not hidden from anyone. These companies include a large part of the employment and production of countries. Financing these companies has always been considered one of the main problems of these units. Until now, the external financing of these companies has generally been done by banks; The high dependence of financing SMEs on banks has caused serious constraints in their growth and development. Recently, advanced countries have tried to improve the financing of SMEs by using the capacity of the capital market. This article seeks to present a model based on Wakalah sukuk to finance SMEs. In terms of goal this research is practical and in terms of nature of data is (qualitative-quantitative). It is also considered descriptive-survey based on the data collection method. In this research, we provide a model based on Wakalah by using the descriptive analysis method and using library studies. Then, the relevant model was evaluated and approved from the aspects of efficiency for financing SMEs, attractiveness for issuers and investors, and acceptability from the supervisor point of view, using a questionnaire and using inferential statistics.

Keywords: Islamic capital market, financing, small and medium firms, Wakalah Sukuk, debt market.

3



Vol. 4
Autumn 2023

Research Paper

Received:
20 September
2023
Revised:
21 October 2023
Accepted:
21 October 2023
Published:
25 October 2023
P.P: 31-64

ISSN: 2717-1809
E-ISSN: 2717-199x



DOR: 20.1001.1.27171809.1402.4.3.2.6

1. Corresponding Author: Phd candidate of financial engineering, Imam Sadiq university, Tehran, Iran. m.fereydooni@isu.ac.ir

2. associate professor, financial department, islamic studies and management faculty, Imam Sadiq university, tehran, iran.

This article is an open-access article distributed under the terms and conditions of the Creative Commons Attribution Non-Commercial (CC-BY-NC) license.



9



طراحی صکوک و کالت جهت تأمین مالی شرکتهای کوچک و متوسط

محمد مهدی فریدونی^۱ | محمد توحیدی^۲

مقاله پژوهشی

تاریخ دریافت:

۱۴۰۲/۰۶/۲۹

تاریخ بازنگری:

۱۴۰۲/۰۷/۲۹

تاریخ پذیرش:

۱۴۰۲/۰۷/۲۹

تاریخ انتشار:

۱۴۰۲/۰۸/۰۳

صص: ۶۴-۳۱

شاپا چاپی: ۲۷۱۷-۱۸۰۹
الکترونیکی: x: ۲۷۱۷-۱۹۹

چکیده

اهمیت شرکتهای کوچک و متوسط امروزه بر کسی پوشیده نیست. این سازمانها بخش زیادی از اشتغال و تولید کشورها را شامل می‌شوند. تأمین مالی این بنگاه‌ها همواره به‌عنوان یکی از مشکلات اصلی این واحدها به‌حساب می‌آمده است. تا به حال تأمین مالی خارجی این بنگاه‌ها عموماً به‌وسیله بانک‌ها انجام گرفته است؛ وابستگی زیاد تأمین مالی شرکتهای کوچک و متوسط به بانک‌ها، سبب ایجاد محدودیت‌های جدی در مسیر رشد و توسعه آن‌ها شده است. در سال‌های اخیر کشورهای پیشرفته تلاش کرده‌اند تا با استفاده از ظرفیت بازار سرمایه، تأمین مالی شرکتهای کوچک و متوسط را بهبود بخشند. این مقاله در پی آن است که مدلی مبتنی بر اوراق و کالت جهت تأمین مالی شرکتهای کوچک و متوسط ارائه کند. پژوهش حاضر از منظر هدف کاربردی و از منظر ماهیت داده‌ها، آمیخته (کیفی - کمی) است. همچنین بر اساس روش گردآوری داده‌ها توصیفی - پیمایشی محسوب می‌شود. در این پژوهش ابتدا با استفاده از روش توصیفی-تحلیلی و با استفاده از مطالعات کتابخانه‌ای مدلی مبتنی بر اوراق و کالت برای تأمین مالی شرکتهای کوچک و متوسط طراحی شد. سپس مدل مربوطه از جنبه‌های کارایی جهت تأمین مالی شرکتهای کوچک و متوسط، جذابیت برای بانی و سرمایه‌گذاران و مقبولیت از منظر نهاد ناظر، با استفاده از پرسشنامه و به روش آمار استنباطی ارزیابی شده و مورد تأیید قرار گرفت.

کلیدواژه‌ها: بازار سرمایه اسلامی، تأمین مالی، شرکتهای کوچک و متوسط، اوراق و کالت، بازار بدهی

DOR: 20.1001.1.27171809.1402.4.3.2.6

۱. نویسنده مسئول: دانشجوی دکتری مهندسی مالی دانشگاه امام صادق(ع)، تهران، ایران.

m.fereydooni@isu.ac.ir

۲. دانشیار گروه مدیریت مالی دانشگاه امام صادق(ع)، تهران، ایران.

tohidit@isu.ac.ir

این مقاله یک مقاله با دسترسی آزاد است که تحت شرایط و ضوابط مجوز (CC BY-NC) Creative Commons Attribution Non-Commercial (CC BY-NC) توزیع شده است.



مقدمه

شرکتهای کوچک و متوسط در کشورهای در حال توسعه، به عنوان ستون فقرات اقتصاد شناخته می‌شوند زیرا نقش پررنگی در اشتغال و رشد اقتصادی، نوآوری و خلاقیت دارند. به طور کلی، شرکتهای کوچک و متوسط، بیشترین سهم را در مشاغل دارند (کورویتاچ، خطیبی و اعظم، ۲۰۱۹). زعفر و مصطفی (۲۰۱۷)، بیان کردند که بطور متوسط در اقتصادهای توسعه یافته (کشورهای با درآمد بالا)، به ترتیب ۵۵٪ و ۶۵٪ از تولید ناخالص داخلی و اشتغال به شرکتهای کوچک و متوسط اختصاص دارد. در کشورهای در حال توسعه نیز (کشورهای با درآمد متوسط)، به طور متوسط ۷۰٪ به تولید ناخالص داخلی و ۹۵٪ در کل اشتغال کمک می‌کنند. به همین ترتیب، در اقتصادهای کم درآمد، ۶۰٪ به تولید ناخالص داخلی و ۷۰٪ به کل اشتغال کمک می‌کنند (زعفر و مصطفی، ۲۰۱۷). در ایران بیش از ۸۵٪ شرکت‌ها از نوع کوچک و متوسط هستند. که ۹۳٪ نیروی کار و تقریباً ۳۰٪ ارزش افزوده را شامل می‌شود (اسماعیل پور، یعقوب حسینی و جعفر پور، ۱۳۹۷).

از آن جا که تأمین مالی همواره یکی از مشکلات اصلی شرکتهای کوچک و متوسط بوده است، تلاش در جهت بهبود تخصیص سرمایه به این بنگاه‌ها امری ضروری است. نظام تأمین مالی در ایران بانک محور است و در نتیجه تأمین مالی شرکت‌های کوچک و متوسط عمدتاً توسط بانک‌ها صورت می‌گیرد. بانک‌ها جهت مدیریت ریسک نکول خود از متقاضیان تأمین مالی وثایق منقول دریافت می‌کنند این در حالیست که شرکت‌های کوچک و متوسط اغلب از داشتن دارایی‌های فیزیکی چندانی ندارند و در نتیجه در دسترسی به منابع بانکی با مشکل مواجه می‌شوند. در جهت بهبود تأمین مالی SMEها در اقتصاد ایران، نیاز است که به تأمین مالی از طریق بازار سرمایه به عنوان یک راه حل مکمل برای تأمین مالی از طریق بانک، توجه شود. توسعه تأمین مالی از شرکت‌های کوچک و متوسط از بازار سرمایه مستلزم طراحی درست «محصول» مبتنی بر نیازها و الزامات موجود برای ذینفعان آن (شرکت‌های کوچک و متوسط، سرمایه گذاران، نهادهای مالی و نهاد ناظر بازار سرمایه) است (یزدی و همکاران، ۱۴۰۱، ص ۱۸۲).

تأمین مالی از طریق بازار سرمایه به سه روش مبتنی بر بدهی و مبتنی بر حقوق مالکانه و روش - های ترکیبی تقسیم‌بندی می‌شود. بازار شرکتهای کوچک و متوسط در فرابورس ایران در سال ۱۳۹۴ تأسیس شد و به‌عنوان بازاری برای تأمین سرمایه SME ها، هم‌اکنون فعالیت می‌کند اما از این بازار استقبال خوبی صورت نگرفته است.

هدف این مقاله طراحی یک مدل مناسب انتشار اوراق و کالت برای تأمین مالی شرکتهای کوچک و متوسط است. در ادامه به پیشینه پژوهش‌های انجام شده در رابطه با تأمین مالی شرکتهای کوچک و متوسط از بازار سرمایه و نیز پژوهش‌های انجام شده در حوزه اوراق و کالت بررسی خواهد شد. سپس ویژگی‌ها و مزایای تأمین مالی از بازار سرمایه برای شرکتهای کوچک و متوسط بررسی شده و سپس ابعاد متفاوت اوراق شامل؛ بانی، حق‌الوکاله، نظارت بر بانی، قابلیت تبدیل یا تعویض با سهام، ریسک‌های مختص اوراق، راهکارهای ضمانت اوراق تبیین خواهد شد. در ادامه مدل مذکور به صورت فقهی تبیین و کارآیی مدل از چند منظر به روش آمار توصیفی و استنباطی بررسی خواهد شد.

پیشینه پژوهش

در این بخش ابتدا به پژوهش‌های انجام‌شده در حوزه تأمین مالی شرکتهای کوچک و متوسط از بازار سرمایه می‌پردازیم و پس از آن به پژوهش‌هایی که در رابطه با صکوک و کالت انجام شده است، اشاره می‌کنیم. در رابطه با مدل تأمین مالی شرکتهای کوچک و متوسط از طریق انتشار اوراق در ایران تا به حال پژوهشی انجام نشده است؛ اما از پژوهش‌هایی که در سایر کشورها انجام شده می‌توان به موارد زیر اشاره کرد:

برخی از مقالات به بررسی ابزارهای مناسب برای تأمین مالی شرکتهای کوچک و متوسط از بازار سرمایه می‌پردازند. سازمان بین‌المللی کمیسیون‌های اوراق بهادار^۱ (۲۰۱۴) در گزارش تحت عنوان "راه‌حل‌های تأمین مالی بلندمدت و بازار محور شرکتهای کوچک و متوسط و زیرساخت‌ها" به معرفی ابزارهای نوآورانه در بازار سهام^۲، بازار بدهی^۳، اوراق بهادارسازی^۴ و ابزارهای

1. The International Organization Of Security Commissions(IOSCO)

2. Equity capital markets

3. debt capital markets

4. securitization

سرمایه‌گذاری تجمیع شده^۱ که می‌تواند به‌عنوان راه‌حل‌هایی برای چالش تأمین مالی SME مورد استفاده قرار گیرند، می‌پردازد. هم چنین اناس^۲ (۲۰۱۴) در مقاله‌ای تحت عنوان "هدایت صکوک دارای مدیریت شده به سمت تأمین مالی شرکت‌های کوچک و متوسط؛ نمونه اولیه اعمال شده در فرانسه" عنوان می‌کند مشکلاتی که در تأمین مالی شرکت‌های کوچک و متوسط اعم از عدم شفافیت اطلاعاتی، ضعف در سوابق تاریخی، کژگزینی^۳ و ... رخ می‌دهد، می‌تواند با استفاده از یک برنامه مدیریت دارای که در آن مالکیت اوراق در دست سرمایه‌گذار باقی می‌ماند (صکوک با مبتنی بر دارای^۴) حل و فصل شود. او در مقاله خود، به بررسی اوراق مضاربه برای تأمین مالی شرکت‌های کوچک و متوسط در فرانسه می‌پردازد. در پژوهش دیگری، بانک جهانی^۵ (۲۰۲۰) در گزارشی تحت 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 مکانیسم‌های 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.

برخی دیگر از پژوهش به بررسی مزایا و معایب تأمین مالی شرکت‌های کوچک و متوسط از بازار سرمایه و عوامل موثر بر آن می‌پردازند. گوپتا و گرگوریو (۲۰۱۷) در مقاله‌ای تحت عنوان «اثر تأمین مالی بازار محور بر شکست شرکت‌های کوچک و متوسط» گزارش می‌دهد که SMEهای لیست شده در بورس از احتمال ورشکستگی کمتر از همتایان لیست نشده خود دارند. او نتیجه می‌گیرد که سهامی عام شدن شرکت‌های کوچک و متوسط می‌تواند آن‌ها را از محدودیت‌های تأمین مالی خارجی خلاص کند، بنابراین احتمال شکست آن‌ها کاهش می‌یابد. در پژوهش دیگری، سازمان همکاری و توسعه اقتصادی^۶ (۲۰۱۵) در گزارشی به وزیران کشورهای G20 به بررسی مزایا و محدودیت‌های تأمین مالی بازار محور شرکت‌های کوچک و متوسط

1. Pooled investment vehicle
2. Annas
3. Adverse selection
4. Asset-based sukuk
5. World bank
6. Organisation for Economic Co-operation and Development(OECD)

می‌پردازد. در این گزارش به روش‌های اوراق بهادارسازی، اوراق قرضه پوششی^۱، سرمایه‌گذاری خصوصی^۲، اوراق قرضه خصوصی کوچک^۳ و سهامی عام شدن^۴ به‌عنوان راه‌های تأمین مالی شرکت‌های کوچک و متوسط از بازار سرمایه اشاره شده و مزایا و محدودیت‌های هریک، مورد بررسی قرار گرفته است. پائولو بونوگی^۵ و همکاران (۲۰۱۹) در مقاله‌ای با عنوان "دسترسی شرکت‌های کوچک و متوسط به تأمین بازار محور در کشورهای منطقه یورو" به بررسی عوامل مؤثر بر دسترسی شرکت‌های کوچک و متوسط به تأمین مالی بازار محور می‌پردازند سپس با معرفی شاخصی جهت نشان‌دادن سهولت دسترسی بنگاه‌های بالقوه به منبع مالی از طریق روش بازار محور، این شرکت‌ها را به سمت این نوع تأمین مالی هدایت می‌کنند. نتایج نشان می‌دهد درحالی‌که چندین کشور منطقه یورو به 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 شرکت - که با رشد تولید ناخالص داخلی، درجه توسعه بازارهای مالی داخلی و کیفیت سیستم اجرای قانونی و قضایی اندازه‌گیری می‌شود - به طور قابل توجهی بر تأمین مالی این بنگاه‌ها از طریق بازار تأثیر می‌گذارد. مرکز پژوهش‌های مجلس (۱۳۸۵) در گزارشی به بررسی دلایل عدم انتشار اوراق مشارکت توسط بنگاه‌های کوچک، متوسط و بزرگ خصوصی در ایران و ارائه راهکار در دو بعد اقتصادی و سیاستی می‌پردازد. همچنین این مرکز در گزارش دیگری (۱۳۹۸) به بررسی موانع و راهکارهای تأمین مالی بنگاه‌های کوچک و متوسط از طریق بازار سرمایه می‌پردازد و در بخشی از این گزارش به چالش‌های انتشار اوراق بدهی توسط شرکت‌های کوچک و متوسط پرداخته است. این چالش‌ها عبارتند از؛ هزینه‌های تأمین مالی از طریق انتشار صکوک، محدودیت در تعیین نرخ اسمی سود اوراق، تعدد ارکان انتشار اوراق و نقش مؤسسات رتبه‌بندی اعتبار.

هرچند تا به الآن پژوهشی در رابطه با تأمین مالی شرکت‌های کوچک و متوسط با استفاده از انتشار اوراق صورت نگرفته است، اما برخی پژوهش‌ها به بررسی کاربرد این ابزار در تأمین مالی

1. Covered Bonds
2. Private placement
3. Small cap Bonds/ mini-bonds
4. Public equity listing
5. Paolo Bonghi et al.

بخش‌های مختلف اقتصادی پرداخته‌اند. موسویان و همکاران (۱۳۹۱) در مقاله‌ای با عنوان "اوراق بهادار (صکوک) وکالت؛ ابزاری مناسب برای تأمین مالی صنعت پتروشیمی" با توجه به ویژگی‌های خاص صنعت پتروشیمی، به ارائه مدل پیشنهادی انتشار اوراق وکالت جهت تأمین مالی شرکت‌های این صنعت پرداخته و راهکارهای مدیریت ریسک را نیز مورد بحث و بررسی قرار داده‌اند. فدائی واحد و صفایی (۱۳۹۰) در مطالعه‌ای به نام «صکوک وکالت، ابزاری برای تأمین مالی با رویکرد کاهش ریسک»، ضمن تشریح صکوک وکالت، این نوع صکوک را جهت متنوع ساختن دارایی و در نتیجه انتخاب سبدي از سرمایه‌گذاری‌های با سود متناسب، مؤثر دانسته و اذعان داشتند که با عملیاتی کردن این امر، شاهد بهبود مدیریت و کاهش ریسک شرکت خواهیم بود. عربی و همکاران (۱۳۹۷) در پژوهشی تحت عنوان "صکوک وکالت؛ ابزار مناسب تأمین مالی کارآفرینی دانشگاهی" اوراق وکالت را به‌عنوان ابزاری کارآمد برای ایجاد سبدي متنوع و کم‌ریسک در کارآفرینی دانشگاهی، پیشنهاد می‌دهند. مرکز پژوهش سازمان بورس و اوراق بهادار (۱۳۹۶) در گزارشی به بررسی الگوی صکوک وکالت در سایر کشورها می‌پردازد و نتیجه‌گیری می‌کند که این الگوها متناسب با ملاحظات شرعی فقهای امامیه است. قلیچ (۱۳۹۷) اوراق وکالت را با توجه به انعطاف‌پذیری و قابلیت متنوع‌سازی دارایی‌ها، ابزاری مناسب جهت تأمین مالی بخش کشاورزی می‌داند. او در مقاله خود الگویی از صکوک وکالت را معرفی می‌کند که با تعبیه نرخ سود ثابت و پرداخت دوره‌ای آن، منابع مازاد افراد گردآوری شده و با استفاده از عقود گوناگون در اختیار کشاورزان قرار می‌گیرد. عربی و همکاران (۱۳۹۷) در مقاله‌ای به بررسی امکان استفاده از ظرفیت بازار سرمایه اسلامی برای حل بخشی از مشکلات اقتصادی کارآفرینی دانشگاهی پرداخته‌اند. نتایج این پژوهش نشان می‌دهد که مزیت اوراق وکالت، امکان ایجاد سبدي متنوع و کم‌ریسک در کارآفرینی دانشگاهی است و آن را برای تأمین مالی نیازهای مالی مختلف کارآفرینی دانشگاهی پیشنهاد می‌دهند. شیرمردی و فطانت فرد (۱۳۹۹) در مقاله‌ای به بررسی امکان طراحی و انتشار اوراق وکالت جهت تأمین مالی بخش مسکن می‌پردازند. یافته‌های تحقیق نشان می‌دهد اوراق وکالت طبق مهم‌ترین معیارهای اقتصاد خرد شامل تطابق با اهداف و انگیزه‌های مشتریان، تناسب با روحیات و سلیق سرمایه‌گذاران، میزان نقدشوندگی اوراق و درجه کارایی؛ همچنین از جهت مهم‌ترین معیارهای اقتصاد کلان شامل اثرگذاری بر رشد و توسعه

اقتصادی، عدالت توزیعی و قابلیت برای اجرای سیاست‌های پولی و مالی، می‌تواند به‌عنوان ابزار مالی مناسب در بازار سرمایه کشور، جهت تأمین مالی بخش مسکن به کار گرفته شود. سیتی^۱ (۲۰۱۸) به بررسی کاربرد صکوک سبز جهت تأمین مالی انرژی‌های تجدید پذیر می‌پردازد. او در مقاله خود^۳ مورد انتشار را بررسی می‌کند. او صکوک و کالت منتشر شده جهت بازیافت آب را به عنوان یک مدل ایده آل جهت تأمین مالی پروژه‌های سبز معرفی می‌کند. انگکو و همکاران^۲ (۲۰۱۹) در مقاله خود با اشاره به محدود شدن بودجه آموزش عالی، به دلیل افزایش هزینه‌های دولت و کاهش رشد اقتصادی، پیشنهاد می‌کنند تا جهت حفظ و توسعه آموزش عالی، موسسات دانشگاهی اقدام به تأمین مالی از بازار سرمایه، با انتشار صکوک مسئولیت اجتماعی^۳ نمایند. آن‌ها پیشنهاد می‌کنند، در صورتی که وجوه جهت تأمین مالی فعالیت‌های سودآور استفاده می‌شود اوراق و کالت استفاده شود و برای فعالیت‌های غیردرآمدزا استفاده می‌شود، صکوک وقف نقدی به صورت موقت و یا دائمی استفاده شود. فرهاد و همکاران^۴ (۲۰۲۲) در پژوهشی به بررسی کاربرد اوراق و کالت در صنعت بازیافت پرداخته‌اند. آن‌ها در این مقاله پیشنهاد می‌کنند که جهت مدیریت هزینه‌های بازیافت، دولت اقدام به انتشار صکوک و کالت نماید.

تابه حال در ایران، پژوهشی در رابطه با طراحی مدل اجرایی جهت تأمین مالی شرکت‌های کوچک و متوسط از بازار سرمایه انجام نشده است. در این پژوهش یک مدل عملیاتی با در نظر گرفتن ارکان اوراق و ساختار اجرایی آن، برای تأمین مالی شرکت‌های کوچک و متوسط در بازار سرمایه ایران مبتنی بر مدل اوراق و کالت ارائه می‌شود.

روش پژوهش

پژوهش حاضر از منظر هدف کاربردی و از منظر ماهیت داده‌ها، آمیخته (کیفی - کمی) است. همچنین بر اساس روش گردآوری داده‌ها توصیفی - پیمایشی محسوب می‌شود. در این پژوهش ابتدا با توجه به ویژگی‌های اوراق شرکت‌های کوچک و متوسط، اوراق و کالت به عنوان مدل مناسب برای انتشار اوراق انتخاب شد و مدل انتشار اوراق و کالت به دقت تبیین شد. سپس مبتنی بر

1. Siti
2. Engku et al.
3. Socially Responsible Investment (SRI) sukuk
4. Farhad et al.

مدل انتشار اوراق وکالت در ایران و ویژگی‌های شرکت‌های کوچک و متوسط، تلاش شد تا یک مدل مبتنی اوراق وکالت طراحی شود. در این مدل بانی اوراق وکالت یک نهاد مالی قرارداد شده که با جمع‌آوری وجوه اقدام به تأمین مالی شرکت‌های کوچک و متوسط می‌نماید. سپس جهت طراحی مدل، ارکان اوراق وکالت برای تأمین مالی شرکت‌های کوچک و متوسط به خصوص ضامن و بانی بررسی شدند.

در مرحله بعد ساختارهای اجرایی در اوراق وکالت از جمله حق الوکاله بانی، نظارت بر بانی، قابلیت تبدیل و تعویض با سهام، عقود مورد استفاده توسط وکیل، تمدید اوراق بررسی شد و در مواردی که نکات فقهی وجود داشت، به بحث‌های فقهی مرتبط پرداخته شد.

در انتها جهت تحلیل کارآیی مدل، با استفاده از روش توصیفی پیمایشی، پرسشنامه‌ای برای نظرسنجی از خبرگان طراحی و بین خبرگان مالی توزیع شد. جهت ارزیابی مدل طراحی شده از منظر کارایی عملیاتی برای شرکت‌های کوچک و متوسط، جذابیت برای بانی اوراق، جذابیت برای سرمایه‌گذاران، مقبولیت از منظر نهاد ناظر از خبرگان خواسته شد تا به سوالات مربوطه در هر بخش در یک طیف لیکرت پنج گزینه‌ای از خیلی کم تا خیلی زیاد نمره بدهند. ارزش عددی خیلی کم برابر ۱ و خیلی زیاد برابر ۵ در نظر گرفته شد. سپس نتایج این پرسشنامه با استفاده از آمار استنباطی تحلیل شد. همچنین جهت بررسی بازه زمانی مناسب برای انتشار اوراق از خبرگان خواسته شد تا از بین گزینه‌های کوتاه‌مدت، میان‌مدت و بلندمدت گزینه مناسب را انتخاب کنند. در شکل زیر مراحل انجام این پژوهش نشان داده شده است؛



شکل 1. مراحل انجام پژوهش

ویژگی‌ها و مزایای تأمین مالی شرکت‌های کوچک و متوسط از انتشار اوراق بهادار

انتشار اوراق برای تأمین مالی شرکت‌های کوچک و متوسط جایگزین وام بانکی نیست، بلکه به‌عنوان مکمل تأمین مالی بانکی شناخته می‌شود. به تعبیری ارتقا و پیشرفت ای نوع از تأمین مالی برای شرکت‌های کوچک و متوسط، نباید به‌عنوان راهی شناخته شود که منجر به جداسازی تأمین مالی شرکت‌های کوچک و متوسط از بانک بشود؛ بلکه بایستی به‌عنوان راهی برای تکمیل تأمین مالی از طریق وام‌های بانکی و سایر گزینه‌های موجود شناخته شود. در ادامه برخی از مزایای تأمین مالی بازار محور برای شرکت‌های کوچک و متوسط، اشاره شده است؛

۱- افزایش تاب‌آوری شرکت‌های کوچک و متوسط در برابر شوک‌های اقتصادی:

در بحران‌های مالی یکی از اولین بخش‌هایی که به بیش‌ترین آسیب را می‌بینند، بنگاه‌های کوچک و متوسط هستند. چراکه از یک‌سو با عواقب ناشی از رکود روبرو می‌شوند و از سوی دیگر به دلیل ماهیت ریسکی این شرکت‌ها، در دوران رکود، بانک از اعطای تسهیلات به آن‌ها خودداری می‌کنند. به همین خاطر این بنگاه‌ها در بحران‌های اقتصادی آسیب‌های جدی می‌بینند (بزم و همکاران^۱، ۲۰۱۸، ص ۵). تأمین مالی بازار محور برای بنگاه‌های کوچک و متوسط، چنانچه به‌درستی مورداستفاده قرار گیرد، می‌تواند با باز کردن قفل منابع مالی و ظرفیت‌های موجود برای وام‌گیری بیشتر، شکنندگی شرکت‌های کوچک و متوسط را در برابر رکود و بحران‌های اقتصادی کاهش دهد. توسعه و پیشرفت تأمین مالی بنگاه‌های کوچک و متوسط از بازار سرمایه و به‌نوعی تأمین مالی بازار محور باعث کاهش اتکای این بنگاه‌ها به وام‌های بانکی می‌شود (OECD، ۲۰۱۵، ص ۵).

۲- کاهش وابستگی شرکت‌های کوچک و متوسط به تأمین مالی بانکی: وابستگی به

تأمین مالی بانکی همواره به‌عنوان یکی از چالش‌های اصلی بنگاه‌های کوچک و متوسط ارزیابی شده است. تأمین مالی بازار محور می‌تواند با کاهش اتکای این بنگاه‌ها به وام بانکی منجر به کاهش شکاف مالی^۲ شود. این ابزار خصوصاً برای شرکت‌هایی که شرایط دریافت تسهیلات بانکی (مانند نداشتن وثیقه، عدم داشتن سابقه تسهیلات) ندارند، مؤثر است.

1. Bezmer et al.
2. Financing gap

۳- فراهم شدن بستری مناسب جهت افزایش سهم تأمین مالی شرکتهای کوچک و

متوسط در کشور: موضوع هدایت منابع مالی به سمت تولید همواره یکی از اهداف اصلی سیاست‌گذاران اقتصادی بوده است. تأمین مالی بازار محور با ایجاد ابزاری کارآمد جهت سرمایه‌گذاری فعالان اقتصادی بر روی شرکتهای کوچک و متوسط، منجر به افزایش تعداد سرمایه‌گذاران در فضای شرکت کشور شده و می‌تواند منابع مالی را به یکی از بخش‌های مهم در اقتصاد هدایت کند.

۴- ایجاد امکان متنوع‌سازی پرتفوی سرمایه‌گذاران: طراحی و انتشار ابزارهای مالی

مختلف با ویژگی‌های ریسک و بازده متفاوت به سرمایه‌گذاران این امکان را می‌دهد که آنان با توجه به سطح ریسک‌پذیری خود اقدام به تشکیل پرتفوی متنوع نمایند. با توجه به ویژگی‌های متفاوتی که این اوراق به لحاظ ریسک و بازده می‌توانند داشته باشند، می‌تواند در جهت متنوع‌سازی پرتفوی سرمایه‌گذاران مورد استفاده قرار گیرد.

۵- افزایش ارتباط بین بخش مالی و بخش واقعی اقتصاد: کاهش ارتباط بین بخش مالی

و بخش واقعی در اقتصاد همواره یکی از عوامل ایجاد بحران‌های اقتصادی بوده است. تأمین مالی بازار محور شرکتهای کوچک و متوسط می‌تواند باعث افزایش همبستگی بین توسعه بخش مالی و بخش واقعی و همچنین تسهیم ریسک در شرکتهای کوچک و متوسط در کل اقتصاد شود و به افزایش ثبات اقتصادی در سطح کلان کمک کرده و عملکرد سیستم مالی در تأمین مالی شرکتهای را بهبود بخشد.

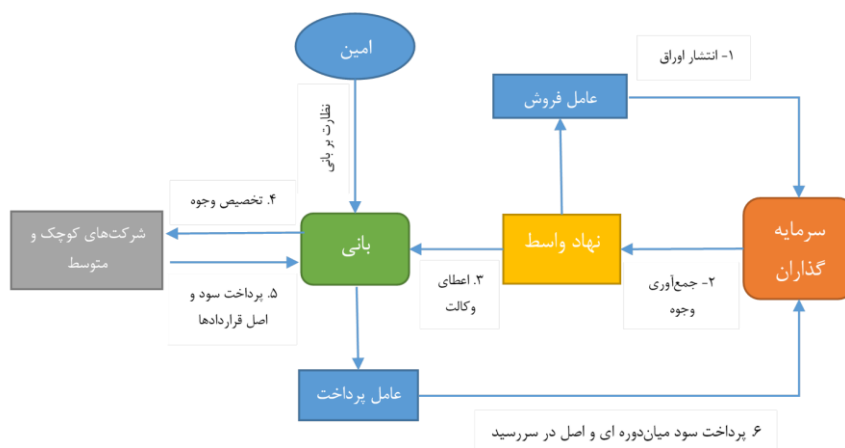
مدل تأمین مالی شرکتهای کوچک و متوسط از طریق انتشار اوراق وکالت

در این مقاله عقد وکالت به عنوان عقد پایه انتشار اوراق انتخاب شده است. وکالت عبارت است از اینکه انسان کار خود را به دیگری واگذار کند که تا زنده است انجام دهد و یا تا زنده است یکی از امور او را راه بیندازد (موسوی خمینی، ۱۳۸۰). ماده ۶۵۶ قانون مدنی ایران عقد وکالت را عقدی می‌داند که به موجب آن یکی از طرفین، طرف دیگر را برای انجام امری نائب

خود می‌نماید. موضوع وکالت نیز می‌تواند انجام کلیه فعالیت‌های اقتصادی مبتنی بر معاملات موضوع عقود اسلامی در چارچوب قوانین و مقررات کشور باهدف کسب سود از راه خرید، فروش، اجاره، ساخت و ... باشد. عقد وکالت از عقود جائز است و هر کدام از طرفین می‌توانند عقد را فسخ کنند. اما به این تفاوت که اگر موکل بخواهد عقد را فسخ کند، لازم است که به وکیل اطلاع دهد، اما وکیل می‌تواند بدون اطلاع‌دادن به موکل، خود را عقد را فسخ کند. البته طرفین می‌توانند در ضمن یک عقد لازم خارجی، شرط کنند تا زمانیکه آن عقد باقی است، عقد وکالت هم باقی باشد و طرفین حق فسخ را نداشته باشند (شیرمردی و فطانت، ۱۳۹۹).

اوراق وکالت، اوراق بهادار با نام قابل نقل و انتقالی است که نشان‌دهنده مالکیت مشاع دارنده آن در دارایی‌ها، کالاها، خدمات، پروژه معین یا حقوق و منافع ناشی از انجام فعالیت‌های اقتصادی مشخص است و بر مبنای قرارداد وکالت منتشر می‌شود (هیئت مدیره سازمان بورس، ۱۳۹۸، ماده ۱). در این ساختار بانی یک نهاد مالی یا از صندوق‌های نوآوری و شکوفایی است ابتدا مجموعه‌ای از شرکت‌های کوچک و متوسط را که قصد تأمین مالی آن‌ها را دارد مشخص می‌نماید. سپس درخواست انتشار اوراق را به نهاد واسط می‌دهد. با انتشار اوراق وکالت، نهاد واسط وجوه را از سرمایه‌گذاران جمع‌آوری کرده و به وکالت از طرف خریداران، به بانی واگذار می‌کند. بانی با وجوه جمع‌آوری شده اقدام به تأمین مالی شرکت‌های کوچک و متوسط خواهد نمود. بانی می‌تواند در طول دوره انتشار اوراق به سرمایه‌گذاران سود میان‌دوره‌ای به صورت علی‌الحساب بپردازد. در انتهای دوره بانی باید پس از کسر حق‌الوکاله خود سود حاصل از قراردادهای منعقد شده با شرکت‌های کوچک و متوسط را محاسبه کرده و سود نهایی را با سرمایه‌گذاران تسویه نماید. خریداران این نوع اوراق وکالت، نهادهای مالی مانند بانک‌ها، شرکت‌های سرمایه‌گذاری، صندوق‌های سبدگردانی و حتی اشخاص حقیقی هستند که قصد دارند با پذیرش ریسکی بالاتر از اوراق خزانه (اخزا) بازدهی بیشتری داشته باشند. اوراق وکالت جهت تأمین مالی شرکت‌های کوچک و متوسط امکان سرمایه‌گذاری مستقیم در بخشی از اقتصاد را برای سرمایه‌گذاران فراهم می‌کند که پیش‌ازاین تنها از طریق واسطه‌های مالی امکان‌پذیر بود. این نوع اوراق با ایجاد یک کلاس دارایی جدید به سرمایه‌گذاران این امکان را می‌دهد که پورتنفوی خود را با توجه به ویژگی‌های ریسک و بازده اوراق وکالت، تنظیم کنند.

- مطابق دستورالعمل انتشار اوراق وکالت، ارکان اوراق عبارتند از؛ بانی، ناشر (نهاد واسط)، ضامن، متعهد پذیرهنویسی، بازارگردان، عامل فروش، عامل پرداخت، امین (هیئت مدیره سازمان بورس، ۱۳۹۸). در شکل زیر روابط بین ارکان در اوراق وکالت نشان داده شده است؛
- ۱) نهاد واسط اوراق را منتشر کرده و با استفاده از عامل فروش اوراق را به سرمایه‌گذاران به فروش می‌رساند.
 - ۲) مبالغ جمع‌آوری شده به حساب نهاد واسط واریز می‌شود.
 - ۳) نهاد واسط به نمایندگی از سرمایه‌گذاران به بانی وکالت در تخصیص وجوه به شرکتهای کوچک و متوسط می‌دهد.
 - ۴) بانی وجوه را به مجموعه‌ای از شرکتهای کوچک و متوسط که پیش‌تر انتخاب شده‌اند، تخصیص می‌دهد.
 - ۵) بانی اصل و سود، حاصل از قراردادهای منعقد شده با شرکتهای کوچک و متوسط را جمع‌آوری می‌کند.
 - ۶) بانی با استفاده از عامل پرداخت اصل و سود اوراق را به سرمایه‌گذاران پرداخت می‌نماید.



شکل ۱ مدل انتشار اوراق و کالت برای تأمین مالی شرکتهای کوچک و متوسط (یافته‌های پژوهش)

دلایل انتخاب اوراق و کالت را می‌توان در موارد زیر خلاصه کرد؛

- ۱) انعطاف‌پذیری در مصرف عواید: شرکتهای کوچک و متوسط نیازهای تأمین مالی مختلفی دارند. اوراق و کالت می‌تواند از ظرفیت تمامی عقود در تأمین مالی استفاده کند. به این نحو که وکیل می‌تواند با استفاده از عقود مختلف، وجوهی را که به وکالت از موکلین خود دریافت کرده را به بنگاه‌های مختلف تخصیص دهد.
- ۲) عدم نیاز به دارایی پایه: بنگاه‌های کوچک و متوسط دارایی‌های کمی در اختیار دارند. جهت انتشار اوراق و کالت نیازی به در اختیار داشتن دارایی وجود ندارد.
- ۳) امکان تمدید اوراق: با توجه به تلاطمات اقتصادی در ایران و شرکتهای کوچک و متوسط با انحراف زمانی در اجرای پروژه خود روبرو می‌شوند. عقد وکالت این امکان را دارد که به سادگی تمدید شود.
- ۴) شمولیت در استفاده برای انواع مختلف بنگاه‌ها: با توجه به هر یک از بنگاه‌های اقتصادی با توجه به نوع صنعت و شرایط شرکت نیاز متفاوتی دارند، عقد وکالت انعطاف‌پذیری بالایی به جهت نحوه باز پرداخت، نحوه تخصیص وجوه دارد.

- ۵) سهولت دسترسی به ضامن بانکی با توجه به اعتبار بانکی: در این مدل بانکی می‌تواند از نهادهای مالی معتبر انتخاب خواهد شد. از این رو با توجه به اینکه بانکی در این اوراق، از رتبه اعتباری بهتری برخوردار است، مشکل دسترسی شرکت کوچک و متوسط به ضامن را مرتفع می‌کند.
- ۶) امکان استفاده از منابع بانکی جهت وثیقه‌گذاری: یکی از مشکلات شرکتهای کوچک و متوسط در انتشار اوراق نبود منابع جهت وثیقه‌گذاری است. با توجه به اینکه نهادهای مالی دارایی‌های مالی قابل توجهی (نظیر سهام، اوراق بهادار مالی اسلامی) برخوردارند، می‌توانند مشکل وثیقه‌گذاری را در انتشار اوراق برای شرکتهای کوچک و متوسط فراهم کند.
- ۷) امکان اعتبارسنجی بانکی توسط سرمایه‌گذاران: یکی دیگر از مشکلات شرکتهای کوچک و متوسط مشکل در اعتبارسنجی بانکی، با توجه به سابقه کم آن و عدم شفافیت در اطلاعات مالی شرکت است. با توجه به اینکه در این ساختار بانکی، یکی نهاد مالی است، امکان اعتبارسنجی آن برای شرکت کوچک و متوسط فراهم خواهد شد.
- ۸) سهولت بیشتر برای بانکی جهت اجرای الزامات انتشار اوراق: یکی از چالش‌های شرکتهای کوچک و متوسط در دسترسی به منابع مالی، کمبود زیرساخت‌های اطلاعاتی است. صنعت مالی ذاتاً با اطلاعات سر و کار دارد (یوشینو و تقی زاده حصارى^۱، ۲۰۱۶) چرا که اطلاعات آن‌ها به صورت شفاف در دسترسی نیست. بانکی اوراق باید الزامات شفافیت را در طول دوره انتشار اوراق رعایت کند. بانکی در طول دوره اوراق ملزم به ارائه صورت‌های مالی سالانه، رویدادهای موثر بر فعالیت شرکت، تصمیمات و شرایط مؤثر بر ساختار سرمایه و تأمین منابع مالی بانکی، تغییر در ساختار مالکیت بانکی، اطلاعات مهم مؤثر بر اوراق، به سازمان بورس است. وجود بانکی در این ساختار می‌تواند مشکل ابهام در اطلاعات در شرکت‌های کوچک و متوسط را مرتفع کند چون در این ساختار بانکی تنها ملزم به افشای اطلاعات خود است.
- ۹) صرفه به مقیاس شدن انتشار اوراق: یکی از مشکلات جدی شرکتهای کوچک و متوسط عدم توجیه اقتصادی انتشار اوراق در مبالغ پائین است. در ساختار انتشار اوراق وکالت مورد نظر بانکی اوراق را برای تأمین مالی مجموعه‌ای از شرکتهای کوچک و متوسط منتشر می‌کند. با

توجه به اینکه بانی با تجمیع شرکتها اقدام به تأمین مالی در مبالغ بالا می‌کند، امکان مذاکره با متعهد پذیره‌نویس، ضامن، بازارگردان برای عقد قرارداد با هزینه پائین تر فراهم می‌آید. در ادامه به بررسی هریک از این ارکان در ساختار انتشار اوراق و کالت برای تأمین مالی شرکت‌های کوچک و متوسط اشاره خواهد شد؛

ارکان اوراق و کالت برای تأمین مالی شرکت‌های کوچک و متوسط

جهت انتشار اوراق و کالت مطابق دستورالعمل آن به ارکان زیر نیاز است؛

- (۱) بانی: شخص حقوقی است که که وکیل نهاد واسط (ناشر) در انجام موضوع و کالت است و نهاد واسط برای تأمین مالی وی در قالب عقود اسلامی، اقدام به انتشار اوراق و کالت می‌نماید.
- (۲) نهاد واسط: نهاد واسط برای اولین بار در «قانون توسعه ابزارها و نهادهای مالی جدید به منظور تسهیل اجرای سیاست‌های کلی اصل چهل و چهارم قانون اساسی» تعریف شد. مطابق این قانون، نهاد واسط یکی از نهادهای مالی موضوع قانون بازار اوراق بهادار جمهوری اسلامی ایران است که می‌تواند با انجام معاملات موضوع عقود اسلامی نسبت به تأمین مالی از طریق انتشار اوراق بهادار اقدام نماید.
- (۳) ضامن: شخص حقوقی است که پرداخت مبالغ مربوط به اوراق موضوع این دستورالعمل را در سررسید یا سررسیدهای معین تضمین می‌نماید. البته مطابق دستورالعمل انتشار اوراق بانی می‌تواند از وثیقه استفاده نماید و در صورتی که رتبه اعتباری قابل قبولی داشته باشد، اوراق بدون وثیقه منتشر شود.
- (۴) عامل فروش: شخص حقوقی است که نسبت به عرضه و فروش اوراق از طرف نهاد واسط اقدام می‌نماید.
- (۵) عامل پرداخت: شرکت سپرده‌گذاری مرکزی اوراق بهادار و تسویه وجوه است که نسبت به پرداخت‌های مرتبط با اوراق مربوطه در سررسیدهای معین به دارندگان اوراق اقدام می‌نماید.
- (۶) امین: حسابرس بانی و حسابرس معتمد است که به منظور حفظ منافع دارندگان اوراق و کالت و حصول اطمینان از صحت عملیات بانی در موضوع و کالت، نسبت به منافع ایجاد شده، نحوه

نگهداری حساب‌ها و عملکرد اجرایی بانی به موجب قرارداد منعقد، رسیدگی و اظهارنظر می‌نماید.

ماهیت و وظایف نهاد واسط، عامل فروش، عامل پرداخت و امین در ساختار اوراق مشخص شده است. لذا در ادامه به بررسی بانی، ضامن و سرمایه‌گذاران بالقوه در ساختار انتشار اوراق پرداخته می‌شود.

بانی (وکیل) اوراق وکالت تأمین مالی شرکتهای کوچک و متوسط

طبق دستورالعمل سازمان بورس، بانی در ساختار اوراق وکالت شرکتهای کوچک و متوسط، وکیل یا بانی اوراق یک نهاد مالی (مانند بانک، مؤسسه اعتباری و یا شرکت تأمین سرمایه) یا صندوق‌های نوآوری و شکوفایی در نظر گرفته شده‌اند. طبق ماده ۲ دستورالعمل انتشار اوراق وکالت مصوب ۱۳۹۸/۰۶/۰۶ هیئت‌مدیره سازمان بورس و اوراق بهادار بانی می‌تواند شرکت‌های مادر (هلدینگ)، شرکت‌های سرمایه‌گذاری و شرکت‌های تأمین سرمایه ثبت شده نزد سازمان و مؤسسه یا نهاد عمومی غیردولتی، وزارتخانه‌ها، مؤسسات دولتی یا شرکت‌های دولتی موضوع مواد ۱، ۲ و ۴ قانون مدیریت خدمات کشوری و شهرداری‌ها باشند. در ذیل بانیان بالقوه برای انتشار اوراق وکالت برای تأمین مالی شرکتهای کوچک و متوسط اشاره می‌شود؛

۱) شرکت تأمین سرمایه: تأمین سرمایه یا بانکداری سرمایه‌گذاری به پذیره‌نویسی و توزیع سهام یا بدهی جدید اطلاق می‌شود (ساندرز و همکاران، ۲۰۲۰، ص ۹۱). تاکنون ۱۱ شرکت تأمین سرمایه از بورس مجوز گرفته‌اند^۱ و این صنعت هم اکنون در حال گسترش است. فعالیت شرکت‌های تأمین سرمایه از سال ۱۳۸۶ و با تأسیس شرکت تأمین سرمایه امین شروع شد. علیرغم آن‌که شرکتهای کوچک و متوسط بخش قابل توجهی از اقتصاد کشور ما را تشکیل داده‌اند، اما تا به حال از ظرفیت‌های شرکت‌های تأمین سرمایه جهت تأمین مالی این شرکت‌ها استفاده بهینه نشده است و تنها شرکت‌های بزرگ و بالغ مورد توجه صنعت تأمین سرمایه کشور

بوده است. به‌عنوان مثال در سال ۱۴۰۰، ۲۶ مورد صکوک منتشر شده که سهم بنگاه‌های کوچک و متوسط صفر بوده است.^۱

اوراق و کالت تأمین مالی شرکتهای کوچک و متوسط می‌تواند به‌عنوان یک بازار بکر جهت کسب درآمد برای شرکت‌های تأمین سرمایه باشد تا با پذیرش تعهد پذیره‌نویسی و بازارگردانی این اوراق، متناسب با ریسک موجود، بازدهی قابل توجهی کسب کرده و هم‌زمان باعث گسترش و عمیق شدن بازار تأمین مالی شرکت‌های کوچک و متوسط شوند.

۲) شرکت‌های متولی صندوق‌های نوآوری و شکوفایی: در اجرای اصل یک‌صد و بیست و سوم (۱۲۳) و نیز اصل ۴۴ قانون اساسی جمهوری اسلامی ایران، قانون حمایت از شرکت‌ها و مؤسسات دانش‌بنیان و تجاری‌سازی نوآوری‌ها و اختراعات، در سال ۱۳۸۹ توسط مجلس شورای اسلامی تصویب و به تأیید شورای محترم نگهبان رسید و در همان سال برای اجرا به دولت ابلاغ شد و هیئت وزیران آیین‌نامه اجرایی این قانون را در اواسط سال ۱۳۹۱ تصویب نمود.

هدف صندوق نوآوری و شکوفایی به‌عنوان یک نهاد توسعه‌ای کمک به رونق اقتصادی کشور از طریق حوزه‌های دانش‌بنیان و فناوری‌های برتر است. مطابق ماده ۵ این قانون در اواخر سال ۱۳۹۱ در راستای تحقق اقتصاد دانش‌بنیان و فناوری محور و تکمیل زنجیره ایده تا بازار، نهادی مالی به نام صندوق نوآوری و شکوفایی تأسیس شده است. این صندوق به‌منظور تجاری‌سازی نوآوری‌ها و اختراعات، کاربردی نمودن دانش و دستاوردهای پژوهشی و تکمیل زنجیره ایده/محصول/بازار از شرکت‌های دانش‌بنیان پشتیبانی و حمایت می‌کند و خدمات مالی و اعتباری از جمله کمک، تسهیلات و مشارکت به آن‌ها ارائه می‌کند. با توجه به اهداف تأسیس صندوق نوآوری و شکوفایی، این صندوق می‌تواند به‌عنوان یکی از بانیان بالقوه برای انتشار اوراق و کالت مذکور مطرح باشد چراکه این صندوق‌ها را می‌توان ذیل ماده ۳ قانون مدیریت خدمات کشوری به‌عنوان نهاد عمومی غیردولتی تقسیم‌بندی شود به این دلیل که دارای استقلال حقوقی بوده و با تصویب مجلس شورای اسلامی به وجود آمده‌اند. در بیش‌تر این صندوق‌ها بیش از ۵۰

۱. رک به سایت Sukuk.ir

درصد از سهام متعلق به بخش خصوصی است. صندوق نوآوری و شکوفایی، ذیل خود ۶۲ صندوق تأسیس کرده است.^۱

۳) شرکت‌های سرمایه‌گذاری استانی: با تصویب اصل ۴۴ قانون اساسی، ارکان اجرایی طرح توزیع سهام عدالت مبنای قانونی یافت و بدنه اجرایی طرح توزیع سهام عدالت در دو لایه طراحی شد: شرکت سرمایه‌گذاری استانی و شرکت‌های تعاونی شهرستانی. این شرکت‌ها جزو نهادهای مالی تحت نظارت سازمان بورس هستند و امکان انتشار اوراق وکالت را دارند. این شرکت‌ها می‌توانند جهت تأمین مالی بنگاه‌های کوچک و متوسط در استان خود اقدام به انتشار اوراق وکالت کرده و موجب رونق اشتغال در آن استان شوند. تاکنون ۲۳ شرکت سرمایه‌گذاری استانی تحت نظارت سازمان بورس قرار گرفته‌اند.

۴) شرکت‌های سرمایه‌گذاری: تا تاریخ ۱۴۰۲/۰۶/۰۸، ۱۱۱ شرکت سرمایه‌گذاری تحت نظارت سازمان بورس قرار گرفته‌اند که می‌توانند اقدام به انتشار اوراق وکالت نمایند. برخی از شرکت‌های سرمایه‌گذاری بزرگ می‌توانند جهت تأمین مالی شرکت‌های زیرمجموعه خود اقدام به انتشار این اوراق کنند. مزیت این موضوع برای این شرکت‌ها آن است که از یک‌طرف با سرشکن شدن هزینه‌ها در انتشار اوراق در مبالغ بالا، هزینه تأمین مالی شرکت‌های زیرمجموعه کاهش پیدا می‌کند و از جنبه‌ای دیگر، با توجه به آنکه رویه‌های اداری یک‌بار طی می‌شود در کاهش زمان دسترسی به وجوه برای شرکت‌های زیرمجموعه تأثیرگذار است. همچنین سایر شرکت‌های سرمایه‌گذاری در راستای افزایش درآمد خود می‌توانند اقدام به انتشار این اوراق کرده و از درآمد کارمزد آن بهره‌مند شوند.

ضامن اوراق وکالت برای تأمین مالی شرکت‌های کوچک و متوسط

همان‌گونه که در بخش موانع دسترسی شرکت‌های کوچک و متوسط به تأمین مالی اشاره شد، ضمانت اوراق یک مانع اصلی برای این شرکت‌هاست مطابق دستورالعمل اوراق وکالت مصوب هیئت‌مدیره سازمان بورس، شرایط ضامن این‌گونه تعریف شده است؛ «ضامن توسط بانی و با تأیید سازمان صرفاً از میان بانک‌ها، مؤسسات مالی و اعتباری تحت نظارت بانک مرکزی جمهوری

۱. منبع سایت inif.ir

اسلامی ایران، شرکت‌های بیمه تحت نظارت بیمه مرکزی جمهوری اسلامی ایران، شرکت‌های تأمین سرمایه، صندوق‌های بازنشستگی و شرکت‌های سرمایه‌گذاری و شرکت‌های مادر (هلدینگ) ثبت شده نزد سازمان، دولت، نهادهای عمومی غیردولتی و شرکت‌ها و مؤسسات دولتی انتخاب می‌شود».

در مدل حاضر که بانی یک نهاد دیگر است، سازمان‌هایی که هدفشان توسعه اکوسیستم شرکت‌های کوچک و متوسط است، می‌توانند تضمین اوراق را بر عهده گیرند. در ذیل سازمان‌هایی که به صورت بالقوه می‌توانند ضامن این اوراق باشند، اشاره می‌شود؛

۱. شرکت مادر تخصصی سازمان صنایع کوچک و شهرک‌های صنعتی ایران: در بخش دوم ماده ۴ اساسنامه فعالیت این شرکت از وظایف سازمان، «ساماندهی و پشتیبانی از توسعه کارآفرینی، تأمین منابع مالی، توسعه فناوری»^۱ شمرده شده است. در این راستا قانون تأسیس «صندوق ضمانت سرمایه‌گذاری صنایع کوچک» زیر نظر وزارت صنایع و معادن در سال ۱۳۸۵ شروع به کار کرده و اولین ضمانت‌نامه خود را در سال ۱۳۸۶ صادر نمود. موضوع فعالیت صندوق کمک به توسعه صنایع کوچک از طریق تضمین حداکثر هفتاد درصد (در مناطق کمتر توسعه‌یافته تا هشتاد و پنج درصد) اصل و سود تسهیلات اعطایی بانک‌ها و مؤسسات مالی و اعتباری به صنایع است. با توجه به رسالت این شرکت، به نظر می‌رسد که علاوه بر ضمانت تسهیلات می‌تواند ضمانت اوراق برای تأمین مالی شرکت‌های کوچک و متوسط را نیز عهده‌دار شود.

۲. صندوق نوآوری و شکوفایی: این صندوق به موجب مصوب هیئت وزیران در سال ۹۱ تأسیس شد. طبق ماده ۳ اساسنامه این صندوق، یکی از وظایف صندوق، «ارائه خدمات مالی و تسهیلاتی به شرکت‌ها و مؤسسات و فعالیتهای دانش‌بنیان به صورت اعطای کمک بلاعوض و یارانه و تسهیلات کوتاه‌مدت و بلندمدت و ارائه خدمات ضمانت‌نامه‌ای به صورت مستقیم و غیرمستقیم» است. در این راستا صندوق به منظور تضمین بازپرداخت توسط شرکت‌های کوچک و متوسط در تأمین مالی جمعی، تا ۸۰٪ زیان وارد بر سرمایه‌گذاران را پوشش می‌دهد.^۲ با

۱. ر.ک به «اساسنامه شرکت مادر تخصصی سازمان صنایع کوچک و شهرک‌های صنعتی ایران»

۲. ر.ک به سایت inif.ir

توجه به رسالت این صندوق‌ها می‌توانند به عنوان ضامن اوراق قرار گیرند. همچنین هیأت وزیران در سال ۱۴۰۰ آیین‌نامه اجرایی بند (الف) ماده (۱۷) قانون جهش تولید دانش‌بنیان، به صندوق‌های پژوهش و فناوری اجازه داد تا به عنوان رکن ضامن در اوراق ایفای نقش کنند.

۳. بانک‌های توسعه‌ای: بانک‌های توسعه‌ای به بانک‌هایی هستند که علاوه بر انجام امور بانکی، اهداف توسعه‌ای نیز دارند (صحت و همکاران، ۱۳۹۵، ص ۲۱۸). در حال حاضر ۵ بانک توسعه‌ای در کشور در حال فعالیت هستند. این بانک‌ها عبارت‌اند از: صنعت و معدن، کشاورزی، مسکن، توسعه صادرات و توسعه تعاون. این بانک‌ها در راستای مأموریت خود یکی از ضمانت‌کنندگان بالقوه اوراق شرکت‌های کوچک و متوسط می‌باشند. البته به این منظور پورتفوی که تشکیل می‌شود باید در راستای اهداف توسعه‌ای این بانک‌ها باشد. در این راستا بانک‌های زیر می‌توانند نقش آفرینی کنند؛

(الف) بانک توسعه صادرات: هدف از تأسیس در اساسنامه بانک توسعه صادرات ایران کمک به توسعه صادرات کشور و گسترش مبادلات تجاری و اقتصادی با دیگر کشورها گفته شده است. در این راستا بانی در صورتی که تأمین مالی شرکت‌های کوچک و متوسط با هدف صادرات محصولات به کشورهای خارجی تشکیل دهد، این بانک می‌تواند ضامن این اوراق باشد.

(ب) بانک توسعه تعاون: در ماده ۶ اساسنامه تشکیل این بانک، یکی از اهداف تأسیس، تخصیص منابع و کمک به تأمین کمک به بنگاه‌های اقتصادی موجود و توسعه آنان به منظور حفظ و بهبود اشتغال موجود و ایجاد فرصت‌های شغلی جدید^۱ گفته شده است. در این راستا به منظور کمک به تأمین مالی این بنگاه‌ها این بانک می‌تواند مسئولیت ضمانت را در اوراق وکالت شرکت‌های کوچک و متوسط برعهده گیرد.

(ج) بانک صنعت و معدن: در ماده ۴ فصل اول اساسنامه این بانک، هدف بانک، به کارگیری قابلیت‌های عملیات بانکداری توسعه‌ای - سرمایه‌گذاری در جهت توسعه اقتصادی کشور، فراهم نمودن بستر مناسب برای حضور و مشارکت بخش غیردولتی با استفاده از کلیه مقدرات از جمله نهادها، فرایندها و ابزارهای مناسب در زمینه صنایع، معادن، فناوری نوین و خدمات مربوط است.

در این راستا در صورتی که بانی پورتنفویی متشکل از بنگاه‌های کوچک و متوسط در حوزه صنایع و معادن تشکیل دهد، این بانک می‌تواند ضامن بالقوه اوراق باشد.

د) بانک کشاورزی: مطابق اساسنامه، هدف از تأسیس این بانک، فراهم آوردن امکانات اعتباری برای افزایش تولید محصولات کشاورزی، ایجاد و توسعه صنایع کوچک و سنتی واقع در مناطق روستایی است. در صورتی که بانی پورتنفویی متشکل از بنگاه‌های فعال در زمینه کشاورزی باشد، این بانک می‌تواند به‌عنوان ضامن اوراق ایفای نقش کند.^۱

ه) بانک مسکن: یکی از اهداف بانک در سند راهبردی «تسهیل فرایند تأمین مالی حوزه مسکن» است. در صورتی که این پورتنفو متشکل از بنگاه‌های کوچک و متوسط در حوزه ساخت مسکن باشند، می‌توان این بانک، می‌تواند ضامن بالقوه اوراق باشد.

ساختارهای اجرایی در اوراق وکالت شرکتهای کوچک و متوسط

حق الوکاله بانی

طبق مصوبات کمیته فقهی سازمان بورس^۳ بانی می‌تواند پس از اینکه فعالیت اقتصادی انجام شد، مطابق توافق با سرمایه‌گذاران، حق الوکاله خود را بردارد. در این مدل ۳ راه جهت محاسبه حق الوکاله وجود دارد که عبارت‌اند از:

- حق الوکاله ثابت؛ به صورت توافقی مقداری مابه‌التفاوت سود علی‌الحساب و سود محقق شده را به بانی بدهد.
- می‌توان کارمزد عملکرد را به صورت پلکانی محاسبه نمود؛ به این صورت که بسته به تفاوت بین سود محقق شده و سود علی‌الحساب، حق الوکاله محاسبه شود. مثلاً اگر تفاوت بین سود محقق شده و علی‌الحساب ۱٪ باشد بانی همه سود را بردارد و در صورتی که تفاوت آن ۲٪ باشد بانی $\frac{3}{4}$ مبلغ را به‌عنوان حق الوکاله بردارد.
- همچنین حق الوکاله می‌تواند به صورت ترکیبی از حق الوکاله ثابت (مورد اول) و حق الوکاله پلکانی (مورد دوم) باشد.

1. bki.ir

2. Bank-maskan.ir

۳. کمیته فقهی، جلسات شماره ۱۶۲، ۱۶۳، ۱۷۵ و ۱۷۶

طبق مصوب کمیته فقهی سازمان بورس، هر ۳ نوع محاسبه حق الوکاله صحیح است. در مورد انتشار اوراق وکالت با توجه به ماهیت ریسکی شرکتهای کوچک و متوسط و هزینه‌های قابل توجه تخصیص منابع برای بانی، استفاده از حق الوکاله ثابت، برای بانی جذاب نخواهد بود؛ لذا با توجه به مضامین استخراج شده، پیشنهاد می‌شود که برای تأمین مالی شرکتهای کوچک و متوسط از کارمزد پلکانی و یا ترکیبی استفاده شود. استفاده از سازوکار حق الوکاله پلکانی همچنین یک عامل انگیزشی برای بانی جهت افزایش منافع سهامداران است (موسویان و همکاران، ۱۳۹۱، ص ۱۲۷).

نظرات بر بانی

با توجه به اینکه این مدل از سنخ مدل‌های ایجاد و توزیع^۱ است، انگیزه بانی برای تخصیص درست وجوه ممکن است کم شود. چراکه در این مدل‌ها بانی خود ریسک پورتنفوی را به دوش نخواهد کشید (پورناند^۲، ۲۰۱۱). در تحقیقی که پورناند^۲ انجام داده است، نشان می‌دهد که بانک‌هایی که برای پورتنفوی خود وام می‌دهند نرخ نکول کم‌تری نسبت به بانک‌هایی که وام خود را برای فروش به طرف سوم ایجاد می‌کنند، دارند. بنابراین در این مدل بایستی به نحوی انگیزه بانی در تخصیص صحیح وجوه افزایش یابد. در این رابطه راهکارهای زیر را می‌توان ارائه نمود؛

- مشارکت امین در فرآیند بودجه‌ریزی.
- حسابرسی از بانی توسط اشخاص مستقل.
- افزایش انگیزه بانی از طریق راهکارهایی مانند حق الوکاله پلکانی. (موسویان و همکاران ۱۳۹۲، صص ۱۲۸-۱۲۷).
- افزایش پوست در بازی^۳ می‌تواند نقش مؤثری هماهنگی بیش‌تر میان انگیزه‌های بانی و سرمایه‌گذاران داشته باشد. لذا نهاد ناظر می‌تواند بانی اوراق را به داشتن به سرمایه‌گذاری در قسمتی از پورتنفو

1. Originate to distribute
2. Purnanandam
3. Skin in the game

● هم‌چنین همان‌طور که پیش‌تر در رابطه با کاهش ریسک اوراق اشاره شد. سازوکار جایگزینی اعتبارات نکول شده با اعتبارات جدید به هزینه‌ی بانی می‌تواند نقش مهمی در افزایش انگیزه بانی داشته باشد.

جهت رعایت الزامات فقهی در قراردادهایی که بانی با شرکتهای کوچک و متوسط منعقد می‌کند، باید بر روی این قراردادها نظارت صورت بگیرد. جهت اجرای این موضوع می‌توان از راه‌های زیر اقدام نمود:

(۱) ایجاد قراردادهای استاندارد توسط کمیته فقهی سازمان بورس؛

(۲) نظارت بر قراردادها توسط چند تن از متخصصین مالی اسلامی.

قابلیت تبدیل یا تعویض با سهام^۱

جذاب بودن بازده در مقابل ریسک عامل مهمی در موفقیت اوراق تأمین مالی شرکت‌های کوچک و متوسط است (آلتمن و همکاران، ۲۰۲۰). یکی از چالش‌های تأمین مالی شرکتهای کوچک و متوسط عدم تطابق ریسک و بازده اوراق به دلیل تعیین دستوری نرخ این اوراق است. این ویژگی قابلیت انطباق هرچه بیش‌تر بازده با ریسک برای سرمایه‌گذاری در این بخش از اقتصاد را فراهم می‌سازد. اوراق قابل تبدیل اوراقی با اختیار تعویض اوراق با تعداد معینی با یک از سهام عادی شرکت با یک نرخ تبدیل^۲ است. (بودی و همکاران^۳، 2023). در اوراق وکالت شرکتهای کوچک و متوسط بانی می‌تواند این امکان را به سرمایه‌گذاران بدهد که اوراق خود را با سهام یکی از شرکت‌هایی که به آن‌ها وام داده با نرخ از پیش تعیین‌شده‌ای معاوضه کند. این ابزار با ایجاد جذابیت بر روی اوراق بهادار این امکان را به سرمایه‌گذار می‌دهد که در صورتی که خرید سهام شرکت‌های کوچک و متوسط موجود در پرتفوی برای او بازدهی بیش‌تری داشت؛ سهام یکی یا مجموعه‌ای از شرکت‌ها را با اوراق خود معاوضه کند. جهت غرری نشدن معامله لازم است نرخ تبدیل از همان ابتدای انتشار اوراق مشخص شود (توحیدی، ۱۳۹۹، ص ۴۰)

1. Convertible to shares

2. Conversion ratio

3. Bodie et al.

عقود مورد استفاده توسط وکیل (بانی) جهت تخصیص منابع در اوراق وکالت شرکتهای کوچک و متوسط

در مدل اوراق وکالت شرکتهای کوچک و متوسط پیشنهاد می‌شود جهت تخصیص منابع تنها از عقود مبادله‌ای استفاده می‌شود. چراکه به دلیل عدم شفافیت صورت‌های مالی این شرکتهای، استفاده از عقود مشارکتی این اوراق را با چالش‌های جدی در محاسبه درست سود قطعی مواجه می‌کند. همچنین به دلیل ماهیت ریسکی شرکتهای کوچک و متوسط استفاده از عقود مشارکتی سبب انتقال ریسک این شرکتهای به دارندگان اوراق و در نتیجه بالاتر رفتن ریسک این اوراق می‌شود که در نتیجه موجب کاهش جذابیت این اوراق برای سرمایه‌گذاران ریسک‌گریز می‌شود. از طرف دیگر برای شرکتهای کوچک و متوسط هم مناسب است، چرا که کنترل شرکت در دست مؤسسان باقی خواهد ماند.

نیازهای تأمین مالی شرکتهای کوچک و متوسط را می‌توان به دودسته کلی نیازهای تأمین دارایی‌های سرمایه‌ای و نیاز به تأمین سرمایه در گردش تقسیم‌بندی کرد (راس و همکاران^۱، ۲۰۱۵). از این رو در مدل حاضر برای هر کدام جهت نیازهای سرمایه‌ای می‌توان از عقود اجاره به شرط تملیک، مراحه و استصناع و جهت نیازهای سرمایه در گردش از قراردادهای فروش و اجاره به شرط تملیک، سلف، واگذاری منافع آتی (مشابه اوراق منفعت) و بیع دین استفاده کرد

تمدید اوراق وکالت برای تأمین مالی شرکتهای کوچک و متوسط

اوراق قابل تمدید اوراقی هستند که منضم به اختیار تبعی برای دارنده آن جهت تأخیر در سررسید اوراق برای زمان معینی و با نرخ ازپیش تعیین شده هستند (نفتکی و سانتوس^۲، ۲۰۰۳، ص ۸). عدم تطابق نرخ سود اسمی اوراق و نرخ سود مورد انتظار بازار در اوراق با سررسیدهای میان و بلندمدت، ریسک نرخ سود برای سرمایه‌گذاران و ناشران اوراق ایجاد می‌کند. در صورتی که انتظارات از نرخ‌های سود میان مدت و بلندمدت نزولی باشد، تعیین نرخ سود اوراق، بالاتر از نرخ انتظاری موجب افزایش جذابیت اوراق برای سرمایه‌گذاران و به زیان بانی خواهد بود و بالعکس. بنابراین به منظور کاهش ریسک نرخ سود، نیازمند تعدیل در نرخ سود و یا سررسید اوراق هستیم. انتشار اوراق با سررسیدهای کوتاه مدت منضم به اختیار تمدید سررسید ریسک نرخ

1. Ross et al.

2. Neftci & Santos

سود برای طرفین معامله (بانی و سرمایه‌گذاران) کاهش می‌دهد (اعتصامی و سلیمانی، ۱۳۹۶، ص ۱۶۳). در کشور ما به دلیل بی‌ثباتی و وجود ریسک‌های گوناگون، شرکت‌ها ممکن است که قادر به بازپرداخت اصل اوراق در سررسید مقرر نباشند. در این صورت مجبور به اخذ تسهیلات از بانک می‌شوند. ایجاد سازوکاری جهت انعطاف‌پذیر نمودن سررسید اوراق، به بانی این فرصت را می‌دهد تا در صورت عدم تحقق سود، مهلت بیش‌تری برای تأدیه دیون، ایجاد کند. در اوراق قابل تمدید یک اختیار تمدید قرارداد به صورت تبعی در اوراق وارد می‌شود. این اختیار غیرقابل معامله و یا تفکیک از اوراق است و به‌عنوان یک شرط ضمن قرارداد می‌شود.

بررسی فقهی امکان تمدید اوراق و کالت

تمدید اوراق در اوراق و کالت در شرکت‌های کوچک و متوسط باید در دو دو بعد بررسی شود؛

تمدید قرارداد و کالت میان سرمایه‌گذاران و بانی: با توجه به ماهیت قرارداد و کالت، قرارداد میان بانی و سرمایه‌گذاری می‌تواند تا مدت زمان مورد توافق طرفین تمدید شود.

امهال دین بانی نسبت به شرکت‌های کوچک و متوسط: اوراق و کالت شرکت‌های کوچک و متوسط بانی از عقود، اجاره به شرط تملیک، مرابحه، استصناع، سلف، واگذاری منافع آتی (مشابه اوراق منفعت) و بیع دین استفاده می‌کند. با توجه به نوع عقد بانی می‌تواند از روش‌های زیر نسبت به تمدید قرارداد خود با شرکت اقدام کند؛

الف) تمدید قرارداد با شرکت کوچک و متوسط

چنانچه بانی از عقود اجاره به شرط تملیک و منفعت استفاده کرده باشد، با توجه به اینکه ماهیت این عقود بر مبنای اجاره است، طرفین باید قرارداد اجاره را تمدید نمایند. همچنین اگر بانی قرارداد سلف با شرکت کوچک و متوسط منعقد کرده باشد، در سررسید می‌توانند با صلح سررسید قرارداد را تمدید نمایند. همچنین در قرارداد استصناع چنانچه پس از سررسید همچنان پروژه در مرحله ساخت باشد، می‌توان قرارداد را تمدید نمود.

ب) تهاتر مبلغ بدهی در یک قرارداد جدید

بانی جهت امهال دین شرکتهای کوچک و متوسط می‌تواند با استفاده از روش‌های زیر، قرارداد جدیدی با وی منعقد کند؛

(۱) خرید دین: در این حالت بنگاه طلب خود از یک شخص ثالث را به قیمت کم‌تر به بانی واگذار می‌کند و بانی در ازای آن بدهی سابق خود با بنگاه را تسویه می‌کند. به عنوان مثال بانی از بنگاه ۹۰ میلیون تومان بابت تأمین مالی طلب دارد. بنگاه نیز یک فقره چک ۱۰۰ میلیونی در اختیار دارد. بانی چک بنگاه را از وی می‌خرد و در ازای پرداخت قیمت طلب خود را با بنگاه تسویه می‌کند.

(۲) اجاره به شرط تملیک: بانی در عوض مطالباتی که از بنگاه دارد، یکی از دارایی‌های مشتری را تملک می‌کند و در ازای پرداخت مبلغ بدهی خود را با وی تسویه می‌کند. در ادامه بانی دارایی را به صورت اجاره به شرط تملیک به بنگاه واگذار می‌کند.

(۳) سلف: بانی با استفاده از قرارداد سلف، بخشی از محصول بنگاه را پیش خرید کرده و از این محل، بدهی معوقه بنگاه (شامل اصل، سود و جریمه تسهیلات قبلی) را تسویه می‌نمایند.

تحلیل مقبولیت و کارایی اوراق وکالت طراحی شده جهت تأمین مالی شرکتهای کوچک و متوسط

جهت سنجش مقبولیت و کارایی مدل اوراق وکالت برای تأمین مالی شرکت‌های کوچک و متوسط، از روش پژوهش کیفی و نظرخواهی از خبرگان به شیوه پرسشنامه استفاده شد. برای سنجش روایی صوری، این پرسشنامه برای پنج تن از خبرگان مالی ارسال شد و نظراتشان روی پرسشنامه اعمال شد. پرسشنامه حاضر شامل دو بخش است. در بخش اول سؤالات در چهار محور کلی شامل؛ (۱) کارایی عملیاتی برای شرکتهای کوچک و متوسط، (۲) کارایی عملیاتی برای بانی (ناشر)، (۳) کارایی برای سرمایه‌گذاران، (۴) کارایی از منظر نهاد ناظر، طراحی و از پاسخ‌دهندگان خواسته شده است به سؤالات مورد نظر روی یک طیف لیکرت پنج گزینه‌ای از خیلی کم تا خیلی زیاد نمره بدهند. ارزش عددی خیلی کم برابر ۱ و خیلی زیاد برابر ۵ در نظر گرفته شد. در جدول زیر به ویژگی‌ها و سمت‌های خبرگان اشاره شده است.

جدول ۱. ویژگی‌های خبرگان

۲۸	مرد	جنسیت
۳	زن	
۹	زیر پنج سال	سابقه اجرایی
۱۶	۵-۱۰ سال	
۶	۱۰-۱۵ سال	
۲	کارشناسی	تحصیلات
۱۷	کارشناسی ارشد	
۱۲	دکتری	

جدول ۱. سمت خبرگان

اعضاء هیئت علمی دانشگاه‌ها	پژوهشگران در حوزه بازار سرمایه (مراکز دانشگاهی و تحقیقاتی)
عضو هیئت مدیره بانک	مدیر عملیات بازار شرکت تأمین سرمایه
مدیر سرمایه گذاری گروه اقتصادی	مدیر تأمین مالی و مهندسی مالی شرکت تأمین سرمایه
دبیر کمیته تخصصی فقهی	مشاور سرمایه‌گذاری سرمایه‌گذاری خطرپذیر
کارشناسان تأمین مالی شرکت تأمین سرمایه	کارشناس سرمایه‌گذاری صندوق‌های پژوهش و فناوری
کارشناسان بازار سرمایه	کارشناس کارگزاری بانک ملت

جهت سنجش روایی محتوایی شاخص CVR مورد استفاده قرار گرفت که اولین بار توسط لاوشه (۱۹۷۵) معرفی گردید. برای سنجش این شاخص از ۳۳ خبره خواسته شد تا در مورد ضرورت طرح هر یک از سؤالات پرسشنامه به ترتیب از ۱- «ضروری است»، ۲- «مفید است ولی ضرورتی ندارد»، ۳- «ضرورتی ندارد» پاسخ دهند و پس از آن شاخص CVR برای هر یک از سؤالات محاسبه شد. مقدار بحرانی برای شاخص CVR با نمونه ۳۱ نفری ۰/۳۱ است (Ayre & scally, 2014)؛ از این رو با توجه به CVR محاسبه شده برای هر سؤال، روایی محتوایی برای ۱۲ سؤال از ۱۵ سؤال موجود مورد تأیید قرار گرفت. سؤالات پرسشنامه به همراه شاخص CVR هر سؤال در جدول زیر نمایش داده شده است.

جدول ۳. نتایج سنجش روایی محتوایی پرسشنامه بر اساس شاخص CVR (یافته‌های پژوهش)

شاخص CVR	پرسش	محور کلی
0.33	سؤال ۱) اوراق وکالت طراحی شده تا چه اندازه می‌تواند در بهبود تأمین مالی نیازهای سرمایه در گردش (مواد اولیه و قطعات مورد نیاز، حقوق و دستمزد، هزینه‌های انرژی و ارتباطات و اطلاعات و ...) شرکت‌های کوچک و متوسط مؤثر باشد؟	کارایی عملیاتی برای شرکت‌های کوچک و متوسط
0.44	سؤال ۲) اوراق وکالت طراحی شده تا چه اندازه می‌تواند در بهبود تأمین مالی نیازهای سرمایه‌ای (تجهیزات و ماشین‌آلات، ساختمان، وسایل نقلیه و ...) شرکت‌های کوچک و متوسط مؤثر باشد؟	
0.38	سؤال ۳) ماهیت اوراق وکالت چه اندازه با نیازهای شرکت‌های کوچک و متوسط مطابقت دارد؟	
0.55	سؤال ۴) اوراق وکالت تا چه اندازه می‌تواند در سهولت دسترسی شرکت‌های کوچک و متوسط به منابع مالی در مقایسه با بانک مؤثر باشد؟	
0.38	سؤال ۵) محاسبه حق‌الوکاله به صورت ترکیبی (کارمزد ثابت + کارمزد متغیر) تا چه اندازه در افزایش جذابیت اوراق برای بانی مؤثر خواهد بود؟	جذابیت برای بانی اوراق (ناشر)
0.61	سؤال ۶) بازده اوراق وکالت (با توجه به صرف ریسک اوراق) جهت تأمین مالی شرکت‌های کوچک و متوسط تا چه اندازه برای سرمایه‌گذاران جذابیت خواهد داشت؟	جذابیت برای سرمایه‌گذاران
۰,۷۷	سؤال ۷) هریک از راهکارهای گفته شده تا چه اندازه در کاهش ریسک اوراق برای سرمایه‌گذاران مؤثر است؟ الف) اختیار فروش تبعی برای سرمایه‌گذاران	
۰,۷۷	ب) جایگزینی اعتبارات نکول شده توسط بانی	

جدول ۳. نتایج سنجش روایی محتوایی پرسشنامه بر اساس شاخص CVR (یافته‌های پژوهش)

شاخص CVR	پرسش	محور کلی
0.44	سؤال ۸) تا چه اندازه مدل طراحی شده در اوراق وکالت جهت تأمین مالی شرکتهای کوچک و متوسط با دستورالعمل انتشار اوراق وکالت تناسب دارد؟	مقبولیت از منظر نهاد ناظر
0.66	سؤال ۹) مدل طراحی شده تا چه میزان از بعد نظارتی (نظارت بر تخصیص وجوه توسط بانی (وکیل)، نظارت بر محاسبه سود) برای سازمان بورس قابل اجرا است؟	

برای سنجش پایایی و روایی سازه پرسشنامه از شاخص‌های آلفای کرونباخ و KMO استفاده شد. آلفای کرونباخ این پرسشنامه ۰/۸۶۴ شد که چون از ۰/۷ بالاتر است پایایی پرسشنامه تأیید می‌شود (Gliem & Gliem, 2005, p 36-37). شاخص KMO پرسشنامه نیز ۰/۶۴۸ محاسبه شد که به معنای مناسب بودن تعداد پرسشنامه‌های توزیع شده است.

در جدول ۲، تحلیل توصیفی داده‌ها بر مبنای فراوانی، حداقل، حداکثر، میانگین و انحراف معیار پاسخ‌ها و همچنین تحلیل استنباطی داده‌ها با استفاده از آزمون t تک نمونه‌ای پرداخته شده است.

جدول ۴. آماره‌های توصیفی سؤالات پرسشنامه (یافته‌های پژوهش)

شماره سؤال	متوسط پاسخ‌ها	انحراف معیار پاسخ‌ها	شماره سؤال	متوسط پاسخ‌ها	انحراف معیار پاسخ‌ها
سؤال ۱	۳.۸۴	۱.۰۷	سؤال ۶	۳.۶۵	۱.۱۷
سؤال ۲	۳.۸۷	۱.۱۵	سؤال ۷	۴.۱۳	۰.۸۱
سؤال ۳	۳.۸۱	۱.۱۷	سؤال ۸	۳.۶۵	۱.۰۵
سؤال ۴	۳.۴۵	۱.۱۵	سؤال ۹	۳.۶۵	۰.۹۸
سؤال ۵	۴.۰۳	۱.۰۲			

به دلیل نمونه‌گیری از بیش از ۳۰ نفر توزیع نمونه نرمال فرض می‌شود، از این رو در اجرای این تحلیل از آمار پارامتریک استفاده می‌شود. به منظور بررسی تأیید یا عدم تأیید هر یک از سؤالات،

فرض صفر و فرض جایگزین (فرض یک) به صورت زیر در نظر گرفته شد و با استفاده از آزمون t تأیید یا رد آن مورد بررسی قرار گرفت.

فرض صفر: میانگین نمره مؤلفه امکان‌سنجی مالی با مقدار ۳ اختلاف معناداری ندارد.

فرض یک: میانگین نمره مؤلفه امکان‌سنجی مالی با مقدار ۳ اختلاف معناداری دارد.

جدول ۵. نتایج آزمون فرضیه‌ها بر اساس آزمون t تک نمونه‌ای برای همه سؤالات (یافته‌های پژوهش)

مقدار آزمون = ۳						سؤالات
فاصله اطمینان ۹۵٪ برای اختلاف میانگین		اختلاف میانگین	سطح معنی‌داری	درجه آزادی	آماره آزمون	
حد بالا	حد پایین					
۱,۲۳	۰,۴۵	۰,۸۴	۰,۰۰	۳۰	۴,۳۷	سؤال ۱
۱,۲۹	۰,۴۵	۰,۸۷	۰,۰۰	۳۰	۴,۲۳	سؤال ۲
۱,۲۳	۰,۳۸	۰,۸۱	۰,۰۰	۳۰	۳,۸۵	سؤال ۳
۰,۸۷	۰,۰۳	۰,۴۵	۰,۰۴	۳۰	۲,۱۹	سؤال ۴
۱,۴۰	۰,۶۶	۱,۰۳	۰,۰۰	۳۰	۵,۶۶	سؤال ۵
۱,۰۷	۰,۲۲	۰,۶۵	۰,۰۰	۳۰	۳,۰۷	سؤال ۶
۱,۴۲	۰,۸۳	۱,۱۳	۰,۰۰	۳۰	۷,۸۰	سؤال ۷
۱,۰۳	۰,۲۶	۰,۶۵	۰,۰۰	۳۰	۳,۴۲	سؤال ۸
۰,۹۴	۰,۰۹	۰,۵۲	۰,۰۲	۳۰	۲,۵۰	سؤال ۹

همان‌طور که در جدول ۴ مشاهده می‌شود، معناداری تمامی مؤلفه‌های ذکر شده برای اوراق وکالت تأمین مالی شرکت‌های کوچک و متوسط زیر ۰/۰۵ شده و فرض یک همه مؤلفه‌ها از نظر خبرگان مورد تأیید قرار گرفت که به معنای تأیید کارایی و مقبولیت این نوع اوراق نزد خبرگان است.

در بخش بعدی پرسشنامه از خبرگان خواسته شد تا در رابطه با سررسید این اوراق نظر دهند. به نظر خبرگان سررسید میان‌مدت و پس از آن بلندمدت برای این نوع اوراق مناسب‌تر است.

جدول ۶: نظر خبرگان راجع به سررسید تسهیلات (یافته‌های پژوهش)

سؤال‌ها	گزینه‌ها	درصد پاسخ
چه بازه زمانی برای اوراق وکالت جهت تأمین مالی شرکت‌های کوچک و متوسط مناسب‌تر است؟	کوتاه‌مدت (۱ تا ۳ سال)	٪۱۵
	میان‌مدت (۱ تا ۳ سال)	٪۴۵
	بلندمدت (۳ تا ۵ سال)	٪۳۹

جمع‌بندی و نتیجه‌گیری

شرکت‌های کوچک به جهت کمک به رشد اقتصادی و سهم بالا از اشتغال اهمیت بسیار بالایی در اقتصاد دارند. یکی از مشکلاتی که همواره شرکت‌های کوچک و متوسط از آن رنج می‌برند، دشواری در دسترسی به منابع تأمین مالی است. متأسفانه در کشور ما عمده تأمین مالی شرکت‌های کوچک و متوسط از محل تسهیلات بانکی انجام می‌شود. بسیاری از کشورهای دنیا با توسعه ابزارهایی جهت تأمین مالی شرکت‌های کوچک و متوسط از بازار سرمایه کوشیده‌اند که سهم بازار سرمایه را از تأمین مالی این شرکتها بیش‌تر سازند. در این مقاله مدلی جهت تأمین مالی شرکت‌های کوچک و متوسط مبتنی بر اوراق وکالت طراحی شد. سرمایه‌گذاران در این اوراق، سرمایه‌گذاران

واجد شرایط هستند که توسط سازمان معرفی می‌شود. بانی این اوراق شرکت‌های تأمین سرمایه، شرکت‌های متولی صندوق‌های نوآوری و شکوفایی، شرکت‌های سرمایه‌گذاری استانی و شرکت‌های سرمایه‌گذاری می‌توانند باشند. حق الوکاله بانی به صورت پلکانی محاسبه خواهد شد. همچنین شیوه‌های نظارت بر بانی در تخصیص منابع بررسی شدند. همچنین با توجه به ماهیت اوراق پیشنهاد شد که قابلیت و تعویض با سهام و نیز قابلیت تمدید اوراق در ساختار اوراق دیده شود. نهاد‌های زیر می‌توانند به ضامن بالقوه اوراق باشند؛ شرکت مادر تخصصی سازمان صنایع کوچک و شهرک‌های صنعتی ایران، صندوق نوآوری و شکوفایی و بانک‌های توسعه‌ای. در بررسی سازوکار فقهی پیشنهاد شد که بانی در تخصیص منابع از عقود مبادله‌ای استفاده نمایند در ادامه جهت تمدید اوراق پیشنهاد شد که در صورت استفاده از عقد اجاره، سلف، استصناع در صورتی که هنوز در مرحله ساخت باشد، قرارداد تمدید شده و در صورت استفاده از عقود دیگر مبلغ بدهی بانی به بتگاه با استفاده از یک قرارداد جدید تهاتر کند. در انتها جهت سنجش مقبولیت و کارایی مدل ارائه شده، از روش پژوهش کیفی و نظرخواهی از خبرگان به شیوه پرسشنامه استفاده شد و کارایی مدل در ۴ محور کلی (۱) کارایی عملیاتی برای شرکت‌های کوچک و متوسط؛ (۲) کارایی عملیاتی برای بانی (ناشر)؛ (۳) کارایی برای سرمایه‌گذاران؛ (۴) کارایی از منظر نهاد ناظر بررسی شده و مورد تأیید قرار گرفت. همچنین خبرگان سررسید میان‌مدت را برای این اوراق مناسب دانستند.

منابع

- آیین‌نامه اجرایی بند (الف) ماده (۱۷) قانون جهش تولید دانش - بنیان (۱۴۰۱)، مصوبه هیأت وزیران. اعتصامی، سید امیرحسین؛ و سلیمانی، محمد. (۱۳۹۶). بررسی فقهی انتشار اوراق بهادار اسلامی قابل تمدید (با تأکید بر اوراق مشارکت، اجاره، مرابحه، سلف و اسناد خزانه اسلامی). تحقیقات مالی اسلامی، ۷(۱) (پیاپی ۱۳)، ۱۶۳-۱۹۰.
- توحیدی، محمد. (۱۳۹۹). تحلیلی بر ابعاد فقهی اسناد خزانه اسلامی منتشره در ایران. پژوهش‌های راهبردی بودجه و مالی، ۱(۴)، ۱۱-۴۴.
- صحت، سعید؛ و دهقانان، حامد؛ و جلالی، محسن. (۱۳۹۵). شناسایی و اولویت‌بندی عوامل مدیریتی مؤثر بر موفقیت بانک‌های توسعه‌ای در ایران (مطالعه موردی: بانک توسعه تعاون). پژوهش‌ها و سیاست‌های اقتصادی، ۲۴(۸۰)، ۲۱۷-۲۴۰.
- طیبی، سید کمیل، یزدانی، نفیسه، یزدانی، مهدی، زمانی، زهرا. (۱۳۹۱). نقش تسهیلات بانکی در تأمین مالی سرمایه‌گذاری بنگاه‌های کوچک و متوسط: ملاحظاتی از بال ۳؛ پژوهش‌های پولی - بانکی، شماره ۱۴. شیرمردی احمدآباد، حسین؛ فطانت فرد، محمد. (۱۳۹۹). صکوک و کالت، ابزار مالی نوین در تأمین مالی مسکن. پژوهش‌های راهبردی بودجه و مالی، ۱(۲)، ۳۲-۵۸.
- نظر پور، محمد تقی، اولاد، مریم. (۱۳۹۷). اولویت‌بندی عوامل مؤثر بر کژگزینی و کژ منشی در بانکداری بدون ربا (مطالعه موردی: بانک صنعت و معدن). اقتصاد اسلامی، ۱۸(۶۹)، ۱۷۳-۱۹۹.
- مؤتمنی، علیرضا، طبقیان، نیما. (۱۳۹۴). شناسایی و اولویت‌بندی روش‌های تأمین مالی شرکت‌های کوچک و متوسط با توجه به چرخه عمر بنگاه، چشم‌انداز مدیریت مالی، سال پنجم، شماره ۱۱. موسوی خمینی، سید روح‌الله (۱۳۸۰)، تحریرالوسیله، قم، دارالعلم.
- موسویان، سیدعباس (۱۳۹۱)، حسن، بهاری قراملکی، مبانی فقهی بازار پول و سرمایه، تهران: دانشگاه امام صادق (ع)، چاپ اول.
- هیئت مدیره سازمان بورس (۱۳۹۸) دستورالعمل انتشار اوراق و کالت.
- حاضری یزدی، محمدرضا؛ شیرمردی احمد آبا، حسین؛ اسلام جو، علی. (۱۴۰۱). شناسایی و اولویت بندی عوامل مؤثر بر بازاریابی اوراق مشارکت با رویکرد آمیخته بازاریابی با استفاده از روش ویکور فازی. پژوهش‌های راهبردی بودجه و مالی، ۳(۲)، ۱۵۱-۱۸۵.
- Adam, Nathif j & Thomas, (2004) Abdulkader; Islamic Bonds: Your Guide to issuing, structuring and investing in Sukuk; Euromoney Books, 2004.
- Altman, E. I., Esentato, M., & Sabato, G. (2020). Assessing the credit worthiness of Italian SMEs and mini-bond issuers. Global Finance Journal, 43, 100450.
- Arsalan Tariq, Ali; 2004, managing financial risks of Sukuk structures; a dissertation of Master of Science Loughborough University UK, 2004.

- Ayre, C. & Scally A. J., (2014), Critical Values for Lawshe's Content Validity Ratio: Revisiting the Original Methods of Calculation, **Measurement and Evaluation in Counseling and Development**, 1 (47), 79-86.
- Beck, Thorsten, Cull, Robert, (2014) SME finance in Africa, *Journal of African Economies*, ۲۳(۵).
- Bezemer, D, Ryan-Collins, J, van Lerven, F. and Zhang, L. (2018) Credit where it's due: A historical, theoretical and empirical review of credit guidance policies in the ۲۰th century.
- Bodie Z. Kane A. & Marcus A. J. (2023). **Investments**. McGraw-Hill/Irwin.
- Gliem J. A. & Gliem R. R. (2005), Calculating, interpreting, and reporting Cronbach's alpha reliability coefficient for Likert-type scales, **Midwest Research-to-Practice Conference in Adult, Continuing, and Community Education**.
- Howard J. and M. O'Connor; (2004)"Convertible Securities, An Investors' Guide;" Technical report, Deutsche Bank.
- Kira, A. R., & He, Z. (۲۰۱۲). The impact of firm characteristics in access of financing by small and medium-sized enterprises in Tanzania. *International Journal of Business and management*, ۷(۲۴), ۱۰۸.
- Neftci, S. N., & Santos, M. A. (۲۰۰۳). Puttable and Extendible Bonds: Developing Interest Rate Derivatives for Emerging Markets (No. ۲۰۱-۳). International Monetary Fund.
- OECD, (2015) "Opportunities and constraints of markets based financing for SMEs", OECD Report to G۲۰ finance ministers and central bank governors.
- Purnanandam, A. (۲۰۱۱). Originate-to-distribute model and the subprime mortgage crisis. *The review of financial studies*, ۲۴(۶), ۱۹۱۵-۱۸۸۱.
- Saunders, A. (۲۰۱۴). *Financial institutions management*. Macmillan Press.
- OECD, (2015), "Unlocking SME finance through market-based debt: Securitisation", private placements and bonds, *OECD Journal: Financial Market Trends*.
- Yoshino and Taghizadeh-Hesary (2016) Major Challenges Facing Small and Medium-sized Enterprises in Asia and Solutions for Mitigating Them, Asian Development Bank Institute.

