



هيئة الأوراق المالية والسلع
SECURITIES & COMMODITIES AUTHORITY

تمويل المشروعات الصغيرة والمتوسطة

من خلال سوق رأس المال

ملخص تنفيذي للتقرير النهائي

مجلس إدارة

المنظمة الدولية لهيئات الأوراق المالية IOSCO

إعداد: قسم العلاقات الدولية والمنظمات

سبتمبر 2015م

ملخص تنفيذي لتقرير صادر عن لجنة الأسواق الناشئة بمنظمة الأيوسكو بشأن تمويل المشروعات الصغيرة والمتوسطة من خلال سوق رأس المال

مقدمة

إن الغرض من هذه الدراسة هو التحقق من إمكانية وصول المشروعات الصغيرة والمتوسطة 'SMES' لسوق رأس المال، وتقديم إطار تنظيمي لعدد من الأمور التي يمكن للجهات الرقابية على الأوراق المالية أن تقوم بها لتطوير الأنظمة الخاصة بالمشروعات الصغيرة والمتوسطة. ومن خلال استبيان تم توزيعه والحصول على إجاباته وكذا من خلال الممارسات العالمية في هذا الصدد، تقدم الدراسة هذه أولاً معلومات عن أسواق المشروعات الصغيرة والمتوسطة والجهود التنظيمية من أعضاء منظمة الأيوسكو، ثم توصيف للمبادرات الحالية والمنهجيات والحوافز لتطوير وصول المشروعات الصغيرة والمتوسطة لأسواق رأس المال. ولأن أسواق رأس المال دوراً حيوياً في هذا المجال فقد أسست لجنة الأسواق النامية والناشئة والمنبثقة عن المنظمة الدولية لهيئات الأوراق المالية IOSCO في مايو من عام 2012 مجموعة عمل لاختبار إمكانية وصول المشروعات الصغيرة والمتوسطة لأسواق رأس المال واكتشاف السبل الممكنة لتطوير الأنظمة وذلك لتطوير إمكانية حصول هذه المشروعات على التمويل من خلال الأسواق.

إمكانية حصول المشروعات الصغيرة والمتوسطة على التمويل

يمكن تقسيم تعريف المشروعات الصغيرة والمتوسطة إلى فئتين تعريف اقتصادي، وتعريف احصائي فيما يتعلق بالتعريف الاقتصادي، يمكن تصنيف الشركة على أنها صغيرة إذا استوفت المعايير التالية:

- لها حصة صغيرة نسبياً من السوق التي تعمل بها.
- تتم إدارتها من قبل الملاك أو بعضهم بطريقة غير رسمية وليس من خلال هيكل إداري وتنظيمي رسمي.
- مستقلة وليست جزء من شركة أكبر.

المصادر الرئيسية لتمويل المشروعات الصغيرة والمتوسطة

أنواع التمويل التي تستخدم في المعتاد من جانب المشروعات الصغيرة والمتوسطة في إطار دورة حياة الشركة:

- التمويل الداخلي المقدم من جانب المدير (المالك) من خلال مدخراته الشخصية والأرباح المحققة.
- رأس المال المخاطر Venture capital.
- حقوق ملكية خارجية (مشاركات).
- تمويل بالديون.
- تمويل مصرفي، ومن خلال البورصة.

تمويل المشروعات الصغيرة والمتوسطة من خلال سوق رأس المال

أسفرت إجابات الاستبيان عن النقاط الحيوية التالية بشأن وجهات نظر من قاموا بالإجابة عن كفاءة التمويل من خلال أدوات الملكية مقارنة ببدائل التمويل الأخرى:

- يقدم التمويل من خلال سوق رأس المال بديل للتمويل عن طريق سوق شفاف ومنظم ويمكن الاعتماد عليه.
- بخلاف الاقتراض، لا يتطلب التمويل من خلال سوق رأس المال سداد فوائد ولا أصل القرض مما يقلل بالتالي من الضغط على التدفقات النقدية للشركة.
- ويمكن من خلال التمويل بالملكية والإدراج بالبورصة، للشركات أن تستفيد من الآثار الإيجابية للأسواق المنظمة على: جودة الإدارة وإمكانية دخول مساهمين جدد مع وجود الموردين والعملاء.
- إن المشروعات الصغيرة والمتوسطة لها إمكانية محدودة في الوصول لرأس المال المخاطر Venture capital والتمويل بالديون، وخاصة في المراحل الأولى من دورة حياة المشروع، وحتى يتم إيجاد فرص جديدة للنمو والتحرك صوب الاقتصاد الذي يعتمد على الابتكار والإبداع، فهناك حاجة لإيجاد طرق جديدة لتمويل المشاريع في مراحلها الأولى Start-ups وكذا الشركات الابتكارية. إن البنوك ليست مؤهلة للتعاون مع هذه النوعية من الشركات في التمويل، ومن ثم فإن التمويل بالملكية من خلال سوق رأس المال يعتبر مفيداً جداً لتمويل هذه الشركات.

أسواق التمويل بالملكية والتمويل بالديون

إن إصدار أدوات الملكية وأدوات الدين يعتبر مصدر مستقر وطويل الأجل للتمويل وذلك مقارنة بالتمويل المصرفي. ولأن هذه الأوراق المالية قابلة للتداول وأسعارها تقدم معلومات تعبر عن أداء وقيمة المشروعات الصغيرة والمتوسطة المعنية، وهذه الشفافية ومع وجود بديل سهل للخروج من خلال تداول الأوراق المالية، كل ذلك يجعل المشروعات الصغيرة والمتوسطة أدوات استثمارية جاذبة لرأس المال المخاطر، وهكذا يكون هناك تنظيم للإدارة وتحسين الحوكمة الداخلية والاتصالات الخارجية.

التمويل الجماهيري بالوسائل الإلكترونية Crowd funding

إن هذه الآلية هي الشائعة والأكثر نجاحاً في الاقتصادات المتقدمة، حيث أنها تعتمد تماماً على الإنترنت للحصول على التمويل، أخذاً في الاعتبار أن لكل دولة أنظمتها وثقافتها فيما يتعلق بالبيع الإلكتروني.

المعوقات والتحديات

إن الإجابات على أسئلة الاستبيان تحدد العوامل التي لا تشجع الوسطاء على التعامل مع المشروعات الصغيرة والمتوسطة:

| م | المعوقات | النسبة % |
|---|--|----------|
| 1 | لا توجد مشروعات صغيرة ومتوسطة مهتمة بالحصول على التمويل من خلال أدوات الملكية | 30 |
| 2 | لا يوجد مستثمرين مهتمين بطرح المشروعات الصغيرة والمتوسطة (بسبب عوامل منها: السيولة- هيكل رأس المال...) | 25 |
| 3 | قنوات التوزيع لها ليست ملائمة للمستثمرين المهتمين بالاستثمار في المشروعات الصغيرة والمتوسطة | 15 |
| 4 | المخاطر المتعلقة بالمسؤولية القانونية | 15 |
| 5 | المخاطر المتعلقة بالسمعة | 10 |
| 6 | انخفاض قيمة العمولات التي يحصل عليها الوسطاء من SME | 5 |

إن الإجابات على الاستبيان حددت المعوقات الرئيسية التي لا تشجع المشروعات الصغيرة والمتوسطة على الوصول للتمويل من خلال أسواق رأس المال

| م | المعوقات | النسبة |
|---|--|--------|
| 1 | هيكل الملكية العائلي والخوف من فقدان السيطرة على الشركة. | 20 |

| | | |
|----|---|---|
| 20 | تكلفة الطرح وما بعد الطرح | 2 |
| 15 | نقص المعرفة بسوق رأس المال | 3 |
| 10 | محدودية الأشخاص الأكفاء | 4 |
| 10 | سعر الطرح، حيث أن الخصم الذي يطبق على سعر السهم قد لا يكون عادلاً | 5 |
| 10 | الاعتقاد أن الشركة صغيرة وأن سوق رأس المال كبير | 6 |
| 10 | نقص السيولة في السوق الثانوي | 7 |
| 5 | نقص المستثمرين وعوامل عدم التأكد المحيطة بالطرح | 8 |

الإطار التنظيمي للمشروعات الصغيرة والمتوسطة

تشير النتائج الأولية للدراسة المسحية إلى أن 18% من الدول التي شاركت في الدراسة ترى أن التنظيم الأقل صرامة والمتوقع تبنيه للشركات الصغيرة والمتوسطة يثير مشاكل في شأن مسائل حماية المستثمر. مع أي مبادرة تنظيمية في مجال الأوراق المالية، يجب أن يكون هناك توازن بين أهداف حماية المستثمرين وتعزيز سوق رأس المال. وليس المقصود من التنظيم المتوازن أن يؤدي إلى تنظيم أخف ولكن المطلوب تنظيم أفضل تصميماً. وبالتالي، فمن المهم أن نلاحظ أن وجود متطلبات إفصاح أقل للمصدر لا يعني بالضرورة ضعف في درجة حماية المستثمر. وينبغي توفير إشراف ورقابة أفضل على امثال المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، ولا سيما بالنظر إلى أن المستثمرين في الأوراق المالية المصدرة عن المشروعات الصغيرة والمتوسطة هم بشكل رئيسي المستثمرين الأفراد من ذوي الموارد والخبرة الأقل.

الإفصاح ما بعد الإدراج

قد يخضع مصدري الشركات الصغيرة والمتوسطة لمتطلبات أخف للإفصاح المستمر ما بعد الإدراج. وبناء على نتائج الدراسة، فإن 60% من الدول أشاروا إلى أن مصدري الشركات الصغيرة والمتوسطة يخضعون لمتطلبات تنظيمية مختلفة عن الشركات المصدرة الأكبر بعد أن أصبحت شركة مساهمة عامة في حين أشارت 40% أن التزامات الإفصاح المستمرة المعمول بها هي ذاتها لكلا النوعين من الشركات المصدرة.

المعايير الخاصة بنشرة الاكتتاب

في كندا (أونتاريو) لا يطلب من معظم الشركات الصغيرة والنامية المصدرة إعداد نشرة اكتتاب كاملة ("long form prospectus") ومن مزايا نظام نموذج النشرة المقتضبة الحصول على الرد من المنظم خلال 3 أيام بدلاً من 10 أيام، ما يجعل هذا النظام جذاباً.

حوكمة الشركات

كان إعداد تقرير الحوكمة وفقاً لمبادئ حوكمة الشركات إلزامي في معظم الدول المشاركة في الاستطلاع. وحسب الدولة، كان المتطلب إما "لا ينطبق" على الشركات الصغيرة والمتوسطة أو كانت المتطلبات المنطبقة على هذه الشركات أقل صرامة. كان هذا التخفيف في المتطلبات على شكل تقارير حوكمة مبسطة وإعفاءات من متطلب تكوين لجان المراجعة، واستيفاء متطلبات استقلالية الأعضاء، والفصل بين وظيفة رئيس مجلس الإدارة والرئيس التنفيذي.

الحوافز والتدخلات لتمويل المشاريع الصغيرة والمتوسطة

الضمانات الحكومية

ووفقاً للائحة OECD، استجابت الحكومات للأزمة المالية العالمية وآثارها على تمويل المشاريع الصغيرة والمتوسطة من خلال مجموعة متنوعة من الأدوات. تبقى الأداة الأكثر انتشاراً برامج ضمان القروض، التي توسعت بشكل كبير خلال 2007-2011. لا زالت الضمانات الحكومية لتأمين القروض المصرفية للشركات الصغيرة والمتوسطة المقياس الأكثر انتشاراً بين البلدان المشاركة في لوحة المعايير OECD.

صناعة السوق

كما ذكر في عدة أقسام من التقرير، فإن قيمة الأوراق المالية الصادرة عن المشروعات الصغيرة والمتوسطة، وقاعدة المستثمرين وهيكل السوق وخاصة في الأسواق الناشئة، قد لا تكون متطورة بما فيه الكفاية لتعزيز السيولة للشركات الصغيرة والمتوسطة. توفير السيولة للأوراق المالية الصادرة عن المشروعات الصغيرة والمتوسطة يضمن أن عملية تكوين الأسعار موثوقة، كما تؤدي إلى زيادة في مستوى الأسهم في يد الجمهور العام. تظهر نتائج المسح أن تعزيز السيولة في الأوراق المالية الصادرة عن الشركات الصغيرة والمتوسطة من قبل صناعات السوق إلزامي في 60% من الدول.

مبادرات التوعية للشركات الصغيرة والمتوسطة

هناك ممارسات مختلفة بما في ذلك الفعاليات، والبرامج والمنشورات، والبحوث، وصفحات الالكترونية، وخطوط المشورة لتوعية الشركات الصغيرة والمتوسطة حول كيفية والمزايا لجمع الأموال في أسواق رأس المال. وفيما يلي تلخيص بعض المبادرات الأكثر شيوعاً في تعزيز وصول المؤسسات الصغيرة والمتوسطة إلى أسواق رأس المال التي قدمتها الدول المشاركة في الدراسة:

- إجراء دراسات مسحية وبحوث السوق لمعرفة أسباب عزوف الشركات الصغيرة والمتوسطة عن الحصول على التمويل في أسواق رأس المال وتحديد المستثمرين المناسبين.
- التواصل مع الشركات الصغيرة والمتوسطة عن طريق الحملات الترويجية والندوات العامة والمؤتمرات و **IPO Summits**، والمعارض التجارية، والمعارض المتجولة وورش العمل لتبادل المعرفة حول فوائد أسواق رأس المال وزيادة الوعي.
- الجهود التعليمية للمستثمرين لتوسيع قاعدة المستثمرين.

الخلاصة / التوصيات

التنظيم النسبي:

- الإعفاء من بعض متطلبات الإفصاح: يجب الاستغناء عن التزامات الإفصاح عن بعض المعلومات التي قد تكون أقل أهمية للشركات الصغيرة والمتوسطة. سيؤدي هذا إلى تمكين إدارات المشاريع الصغيرة والمتوسطة من زيادة التركيز على نمو أعمال الشركة الخاصة بهم، فضلاً عن توفير الوقت والموارد.
- خلق مستويات مختلفة من متطلبات الإدراج: يقترح تخفيف متطلبات إدراج الشركات الصغيرة والمتوسطة وتخفيض الحدود الدنيا من رأس المال المدفوع، وعدد سنوات العمل والحد الأدنى للأسهم الحرة، والإيرادات، والقيمة السوقية، وعدد المساهمين من الجمهور العام، والحد الأدنى من عدد المساهمين، ومتطلبات رأس المال والربحية.
- تخفيض تكلفة رأس المال: من المهم خفض رسوم التسجيل والإدراج على حد سواء للقبول للتداول والاحتفاظ بالإدراج. عندما تسعى الشركات للوصول إلى أسواق رأس المال، فإنهم يتوقعون الحصول على رؤوس

الأموال بتكلفة معقولة. بناء عليه، سيكون من المفيد النظر في تطبيق معايير مختلفة للإعداد التقارير المالية للشركات الصغيرة والمتوسطة.

الرقابة والإشراف على الشركات الصغيرة والمتوسطة والتنسيق مع الهيئات الحكومية ذات الصلة:

- رصد الامتثال: ينبغي أن يتم تطبيق رصد وتوثيق مباشر على امتثال الشركات الصغيرة والمتوسطة مع المتطلبات التنظيمية.
- نظام المستشارين المعتمدين (NOMAD): يقترح أن يتم إدخال نظام المستشارين المعتمدين للامتثال للمتطلبات التنظيمية المفروضة على الشركات الصغيرة والمتوسطة. ويتم ترخيص هؤلاء المستشارين أو تسجيلهم لدى البورصات ويلتزمون بمساعدة الشركة في جميع إجراءات تقديم طلب الإدراج في البورصة.
- التلاعب بالسوق: بما أن أسهم الشركات الصغيرة والمتوسطة أكثر عرضة للتعرض لحالات التلاعب في السوق بالمقارنة مع كبار المصدرين، يجب أن تكون هناك رقابة أكثر على تداولات أسهم الشركات الصغيرة والمتوسطة وعلى وجه التحديد رسدها والتحقق فيها عند الضرورة من قبل السلطات للحفاظ على ثقة المستثمرين وانضباط السوق.
- التنسيق بين المنظمين وأصحاب المصلحة: التنسيق بين الشركات الصغيرة والمتوسطة، والهيئات الحكومية، والبورصات والسلطات العامة أمر في غاية الأهمية وذلك بهدف تنسيق الجهود من أجل تمويل هذا النوع من الشركات، وإنشاء لجان استشارية واستكشاف حوافز بديلة.

التوصيات

1. تخلص الدراسة إلى أنه تم إنشاء أسواق أسهم منفصلة للشركات الصغيرة والمتوسطة في عدة دول وكانت نتائجها ناجحة. ومع ذلك، نلاحظ أن واضعي السياسات لم يحققوا نجاحاً مماثلاً فيما يتعلق بتحسين وصول الشركات الصغيرة والمتوسطة إلى أسواق أدوات الدين. نوصي هنا بأن يقوم صناع السياسات بتسهيل وصول الشركات الصغيرة والمتوسطة إلى كل من أسواق الأسهم وأسواق الدين من خلال إنشاء أسواق منفصلة مخصصة لهذه الشركات.
2. إحدى السمات البارزة في أسواق أسهم الشركات الصغيرة والمتوسطة هو أن متطلبات الإدراج تم تكييفها لهذا النوع من الشركات، وأدى ذلك إلى خفض

- تكاليف إصدار هذه الشركات. يفضل أن يتم تصميم هذه المتطلبات بشكل خاص لأسواق الأسهم والسندات لهذا النوع من الشركات.
3. من ناحية أخرى، لتشجيع المستثمرين المهتمين في هذه الأسواق، توصي الدراسة بأن الإجراءات المتعلقة بالاحتفاظ بالأصول والمقاصة والتسوية يجب أن تكون كما هي في السوق الرئيسية.
4. بالإضافة إلى أن الدراسة وجدت أن الأسواق المخصصة للتمويل بالملكية للمشروعات الصغيرة والمتوسطة والتي يوجد بها مستشارين لمساعدة الشركات في التجهيز للإدراج تتطور بسرعة، توصي الدراسة بأن يقدم صانعو السياسة تنظيم للمستشارين بما يسهل إصدار الأوراق المالية من خلال المشروعات الصغيرة والمتوسطة.
5. في السوق الثانوي، وجدت الدراسة أن نظام صانع السوق يعتبر مهماً لدعم السيولة للأوراق المالية الخاصة بهذه الشركات، وتوصي الدراسة بأن يقدم صانعو السياسة تنظيمًا لصانعي السوق للأوراق المالية للمشروعات الصغيرة والمتوسطة.
6. وجدت الدراسة أن السياسات التي تشجع إصدار الأوراق المالية من خلال الطرح الخاص تساعد في تطوير وصول المشروعات الصغيرة والمتوسطة لأسواق رأس المال، وأنه على صانعي السياسة وضع الإجراءات اللازمة لتسهيل حصول المشروعات الصغيرة والمتوسطة على التمويل من خلال سوق رأس المال.
7. وجدت الدراسة أن الطرق البديلة للتمويل مثل التمويل بالملكية الخاصة **Private equity** ورأس المال المخاطر والتوريق يمكن أن تكون وسائل فعالة لتمويل المشروعات الصغيرة والمتوسطة، ولهذا توصي الدراسة بأن يقوم صانعو السياسة بدراسة مدى مناسبة مصادر التمويل البديلة هذه للمشروعات الصغيرة والمتوسطة.