



# المعهد العربي للتخطيط Arab Planning Institute

## فجوة التمويل ودور بورصة المشروعات الصغيرة والمتوسطة

إعداد

أ.د. إيهاب مقابلة د. ماهر المحروق د. ليث مقابلة

سلسلة دورية تعنى بقضايا التنمية في الدول العربية

العدد المائة والواحد والسبعون - 2025

جميع الحقوق محفوظة © المعهد العربي للتخطيط 2025



---

الأراء الواردة في هذا الإصدار تعبر عن رأي المؤلف وليس عن رأي المعهد

---

## أهداف «جسر التنمية»

إن إتاحة أكبر قدر من المعلومات والمعارف لأوسع شريحة من أفراد المجتمع، يعتبر شرطاً أساسياً لجعل التنمية قضية وطنية يشارك فيها كافة أفراد وشرائح المجتمع وليس الدولة أو النخبة فقط. كذلك لجعلها نشاطاً قائماً على المشاركة والشفافية وخاضعاً للتقييم والمساءلة.

وتأتي سلسلة «جسر التنمية» في سياق حرص المعهد العربي للتخطيط على توفير مادة مبسطة قدر المستطاع للقضايا المتعلقة بسياسات التنمية ونظرياتها وأدوات تحليلها بما يساعد على توسيع دائرة المشاركين في الحوار الواجب إثارته حول تلك القضايا حيث يرى المعهد أن المشاركة في وضع خطط التنمية وتنفيذها وتقييمها من قبل القطاع الخاص وهيئات المجتمع المدني المختلفة، تلعب دوراً مهماً في بلورة نموذج ومنهج عربي للتنمية يستند إلى خصوصية الأوضاع الاقتصادية والاجتماعية والثقافية والمؤسسية العربية، مع الاستفادة دائماً من التوجهات الدولية وتجارب الآخرين.

والله الموفق لما فيه التقدم والازدهار لأمتنا العربية،،،

مدير عام المعهد العربي للتخطيط

# المحتويات

المقدمة.....	2
1. كفاءة مصادر التمويل في التعامل مع فجوة التمويل.....	6
1.1 كفاءة القطاع المصرفي في التعامل مع فجوة التمويل.....	7
2.1 فجوة التمويل وكفاءة المؤسسات غير المصرفية في التعامل معها.....	10
3.1 فجوة التمويل والحاجة إلى المزيد من مصادر التمويل.....	13
2. مفهوم وعناصر وأنواع وأهمية وأهداف البورصة.....	14
3. بورصة المشروعات الصغيرة والمتوسطة.....	22
1.3 مفهوم بورصة المشروعات الصغيرة والمتوسطة.....	22
2.3 أهمية وأهداف بورصة المشروعات الصغيرة والمتوسطة.....	23
3.3 مراحل الإدراج في بورصة المشروعات الصغيرة والمتوسطة.....	27
4.3 مزايا الإدراج في بورصة المشروعات الصغيرة والمتوسطة وتبعاته السلبية.....	28
5.3 مقومات نجاح بورصة المشروعات الصغيرة والمتوسطة ومؤشرات التقييم.....	29
6.3 التجارب الدولية في مجال بورصة المشروعات الصغيرة والمتوسطة.....	32
7.3 التجارب العربية في مجال بورصة المشروعات الصغيرة والمتوسطة.....	39
8.3 التحديات التي تواجه بورصة المشروعات الصغيرة والمتوسطة في الدول العربية..	58
المراجع والقراءات الإضافية.....	63
المراجع العربية.....	63
المراجع الأجنبية.....	65

## فجوة التمويل ودور بورصة المشروعات الصغيرة والمتوسطة

إعداد: أ.د. إيهاب مقابلة و د. ماهر المحروق و د. ليث مقابلة

### مقدمة

تشير نتائج التقارير الاقتصادية المحلية والإقليمية والدولية ومؤشرات التنمية الاقتصادية والاجتماعية في العديد من الدول النامية إلى أن الأداء الاقتصادي لهذه الدول ليس بالمستوى المطلوب، ولا يُحقق ما ترمي إليه الخطط والرؤى الاقتصادية في هذه الدول. ويُمكن أن يُعزى ذلك إلى تواضع دور ونتائج السياسات الاقتصادية الحكومية في التعامل مع الاختلالات الهيكلية في بنية الاقتصاد- وهو ما يُطلق عليها البعض "عُقم السياسات"- إضافة إلى بعض العوامل الاقتصادية والسياسية الخارجية. ويُمكن تفسير تواضع حجم ما تُحققه السياسات الاقتصادية الحكومية بعدم توفر مقومات نجاح هذه السياسات وفعاليتها والتي من أهمها الاستقرار الاقتصادي بمفهومه العام ومؤشراته المختلفة، مرونة النشاط الاقتصادي وتنامي دور القطاع الخاص، سلامة هيكل الإنتاج والإنفاق، استقرار قطاع المالية العامة والقطاع المصرفي، توفر التمويل، وارتفاع مستوى التنمية البشرية.

ونتيجة لتواضع أداء السياسات الحكومية وتزايد الدعوات لتعزيز دور القطاع الخاص في عملية التنمية، بدأ الاهتمام ينصب وبشكل متسارع ومتزايد على المشروعات الصغيرة والمتوسطة، وأصبحت هذه المشروعات مرتكز أساسي لخطط التنمية الاقتصادية والاجتماعية يُعتمد عليه في دعم عملية التنمية ومواجهة الكثير من التحديات، على رأسها اختلالات سوق العمل، ارتفاع معدلات الفقر وتراجع مستويات المعيشة، ضيق القاعدة الإنتاجية وضعف القدرات التصديرية، تراجع مستويات الأمن الغذائي، وتواضع الاستثمار المحلي. وقد وصل الاعتماد على هذه المشروعات في الدول النامية إلى أبعد الحدود كونها محرك للنمو الاقتصادي، لا سيما بعد الاطلاع على الدور الذي لعبته في عدد من الدول المتقدمة خلال مراحل نموها وتطورها. وقد رافق الاهتمام بالمشروعات الصغيرة والمتوسطة تغير في بعض السياسات الاقتصادية، كما بدأ ينعكس على حجم وتنوع منظومة المؤسسات الداعمة والراعية والممولة لها.

وعلى الرغم من تزايد الاهتمام بهذه المشروعات إلا أنها ما زالت تُعاني من تحديات تحد من قدرتها على لعب الدور التنموي المطلوب. وقد ناقشت العديد من الدراسات هذه التحديات وبينت أهمها وأخطرها، ومن أبرز التحديات التي يجب أن تُعطى أولوية قصوى هي مشكلة التمويل وصعوبة الوصول إلى الأسواق المحلية والخارجية، إضافة إلى مجموعة أخرى من التحديات التي تتعلق بصعوبة الحصول على المعلومات،

ضعف الأطر التنظيمية والتشريعية الخاصة بالقطاع مما يُساهم في دخول هذه المشروعات إلى القطاع غير المنظم، ارتفاع تكاليف الإنتاج وضعف التنافسية، المنافسة المحلية والخارجية، تدني مستوى التكامل والتشبيك وغياب العناقيد الصناعية، الظروف الاقتصادية المحلية والإقليمية، ضعف بيئة الاستثمار، ضعف مستوى التوجه للابتكار وتدني مستوى الوعي المالي، ضعف المهارات الإدارية للقائمين على المشروعات، وتقلبات الإيرادات وموسمية الإنتاج. ولا يختلف الحال في الدول العربية، حيث تنصدر مشكلة التمويل قائمة التحديات التي تُعاني منها المشروعات الصغيرة والمتوسطة، ولم تغب مشكلة التمويل عن قائمة أهم خمسة تحديات تُعاني منها هذه المشروعات في العشرات من الدراسات التي ناقشت معوقات نمو المشروعات الصغيرة والمتوسطة. ويُمكن القول أن فجوة التمويل التي تُعاني منها المشروعات الصغيرة والمتوسطة مشكلة عالمية لا ترتبط بدولة أو إقليم، وأن حجمها وأبعادها وأسبابها وتأثيراتها قد تختلف من دولة إلى أخرى.

وفي الوقت الذي يجب التركيز فيه على الخطر الذي يرافق هذه التحديات بأبعادها المختلفة (مالية وإدارية وفنية وتشريعية وتنظيمية) ومصادرها المختلفة (داخلية وخارجية)، فإن الأهم من ذلك التفكير باليات التعامل معها لتذليلها والتقليل من تأثيرها على أداء قطاع المشروعات الصغيرة والمتوسطة. وللوصول إلى أفضل النتائج في التعامل مع هذه التحديات، لا بد من تحديد الأولويات وتوزيع الأدوار بحيث يتم التركيز على التحديات الأكثر تأثيراً على أداء هذه المشروعات وعلى حجم دورها التنموي على المستويين الكلي والجزئي.

وهنا نشير إلى أن مشكلة التمويل (صعوبة الحصول على التمويل المناسب في الوقت المناسب) من أخطر هذه التحديات ولا بد أن تعطى أولوية، وذلك لأسباب عديدة أهمها أن نقص التمويل يؤثر في قدرة المشروعات على إتمام مراحل عمر المشروع بكفاءة. ولمزيد من البيان، يُقلل نقص التمويل في المرحلتين الأولى والثانية من فرص ظهور مشروعات استثمارية جديدة؛ كما يؤدي إلى ضعف القدرة على التعامل مع مسائل نقص السيولة في مرحلة التشغيل، وهذا بدوره يؤثر في القدرة على التعامل مع الأزمات ويؤثر كذلك في قدرة المشروعات على الاستدامة؛ أما في مرحلة التطوير، فإنه يُقلل من فرص النمو للشركات الواعدة. من جانب آخر، لا تكمن خطورة مشكلة نقص التمويل "فجوة التمويل" في كونها مشكلة بحد ذاتها، بل لأنها تؤدي إلى ظهور تحديات أخرى خطيرة تعيق نمو المشروعات الصغيرة والمتوسطة، فنقص التمويل يُضعف تنافسية هذه المشروعات ويقلل من قدرتها على المنافسة ويحد من قدرتها على الوصول للأسواق المحلية والخارجية، كما أنه يعيق قدرتها على التوسع والاندماج ويُضعف القدرة على التحول وقت الأزمات، أنظر الشكل رقم (1).

الشكل رقم (1): التحديات الناجمة عن نقص التمويل في المشروعات الصغيرة والمتوسطة

ضعف القدرة على الاندماج والتحول	صعوبة الوصول إلى الأسواق المحلية والخارجية	ضعف القدرة على الاستجابة للأسواق	ضعف القدرة على التوسع والتطوير
زيادة فرص التعثر والخروج من السوق	ضعف القدرة التنافسية وعدم القدرة على المنافسة	ضعف القدرة على التعامل مع الأزمات	تحديات تتعلق بارتفاع الأعباء الضريبية
ضعف القدرات التسويقية	عدم استخدام التكنولوجيا وتطوير أساليب الإنتاج	صعوبة الحصول على المعلومات	تراجع مستوى التوجه للريادة والابتكار

وهنا نشير إلى أن التعامل مع مشكلة التمويل الخاصة بالمشروعات الصغيرة والمتوسطة يتطلب فهم المشكلة وحجمها وأبعادها وأسبابها وتحديد الجهات المعنية بالتعامل معها من أجل التعرف على آلية توزيع الأدوار. أما فيما يخص حجم وقيمة فجوة التمويل، تُشير إحصاءات منتدى تمويل المشروعات الميكروية والصغيرة والمتوسطة MSMEs Finance Forum – المبنية على الموقع الإلكتروني للمنتدى، إلى أن حوالي 131 مليون مشروع (41% من المشروعات المتناهية الصغر والصغيرة والمتوسطة في الدول النامية) تُعاني من مشكلة التمويل وعدم القدرة على توفير احتياجاتها التمويلية. وتقدر فجوة التمويل الخاصة بهذه المشروعات بحوالي 4.8 تريليون دولار (120% من حجم التمويل الحالي). وتُشكل المشروعات المملوكة من الإناث حوالي 23% من المشروعات وتشكل احتياجاتها التمويلية حوالي 32% من فجوة التمويل في هذه الدول.

**من الأخطاء الشائعة لدى غير المتخصصين اعتقادهم أن التمويل يعني الاقتراض، وأن عدم توفر التمويل يعني عدم القدرة على الاقتراض، وهذا غير دقيق، حيث أن التمويل القائم على الاقتراض أو الدين هو أحد أشكال ومصادر تمويل المشروعات الصغيرة والمتوسطة، وهناك مصادرة أخرى عديدة.**

ومن جانب آخر، تُشير بعض الدراسات إلى أن مشكلة التمويل تتعلق بنقص السيولة (جانب العرض)، ويرى آخرون أنها مرتبطة بضعف الوعي المالي والثقافة الائتمانية للقائمين على المشروعات وصعوبة وصولهم إلى مصادر التمويل والمفاضلة بينها (جانب الطلب). وهنا تظهر أبعاد تفصيلية لمسألة نقص التمويل وأسبابها، ومن أهم هذه الأبعاد: ارتفاع تكاليف التمويل بأنواعه المختلفة، صعوبة شروط التمويل غير سعر الفائدة، ضعف مستوى التطور والتنوع في الأدوات التمويلية لمواكبة الاحتياجات التمويلية لهذه المشروعات، تمييز بعض مصادر التمويل بين هذه المشروعات حسب الحجم ومجال الإنتاج والموقع الجغرافي، ضعف مستوى الوعي بأساليب وأدوات التمويل الحديثة وعدم الاستفادة من أفضل الممارسات في هذا المجال، وعدم اكتمال منظومة المؤسسات التمويلية والأطر التشريعية والتنظيمية.

وفي ضوء تنوع مصادر التمويل وتنوع منظومة المؤسسات ذات العلاقة، وفي ضوء ما يتطلبه تحليل سوق الائتمان، يأخذ التعامل مع مسألة التمويل أشكالاً عديدة، ففي بعض الأحيان يتم التركيز على جانب الطلب، وعلى أهمية دراسة الاحتياجات التمويلية لقطاع المشروعات الصغيرة والمتوسطة بشكل مستمر، إضافة إلى أهمية نشر الوعي المالي والثقافة الائتمانية وتعريف أصحاب المشروعات بمصادر التمويل وآليات المفاضلة بينها لاختيار مصدر التمويل الأمثل. وفي أحيان أخرى، يتم التركيز على جانب العرض حيث يتم تقييم مصادر التمويل المتاحة ومدى جاهزيتها وشموليتها وجديتها في التعامل مع هذه المشروعات. وللوصول إلى أفضل النتائج، أصبح من الضروري الاطلاع على أفضل الممارسات الدولية في التعامل مع فجوة التمويل، حيث ظهر إلى السطح عدة مستجدات أهمها: ضرورة إدماج قطاع التأمين كأحد اللاعبين الرئيسيين في عملية التمويل، تنامي الحديث عن التمويل الجماعي ومنصات التمويل الرقمية، المطالبة بتعزيز دور صناديق رأس المال المغامر، ضرورة تكوين شبكة من المستثمرين الملائكة، القروض الخضراء، وبورصة المشروعات الصغيرة والمتوسطة<sup>(1)</sup>.

**عدد مصادر التمويل المتاحة لتمويل المشروعات الصغيرة والمتوسطة مهم جداً، لكن الأهم هو ملائمة هذه المصادر للمشروعات الصغيرة والمتوسطة وقدرتها على تلبية احتياجاتها التمويلية وسد فجوة التمويل. وتُعد بورصة المشروعات الصغيرة والمتوسطة والمستثمر الملاك ومنصات التمويل الجماعي من أهم مصادر تمويل الملكية التي تُعتبر حديثة في الدول العربية.**

وبناءً على ما سبق، وفي إطار متابعة التطورات المتعلقة بفجوة التمويل، يُناقش هذا العدد من جسر التنمية موضوع بورصة المشروعات الصغيرة والمتوسطة، ويعرض عدة موضوعات تشمل: فجوة التمويل وكفاءة مصادر التمويل في التعامل معها، مفهوم البورصة وأهميتها وأنواعها، مفهوم وأهمية وأهداف بورصة المشروعات الصغيرة والمتوسطة، ومزايا الإدراج فيها، ومتطلبات تفعيل دورها في التعامل مع فجوة التمويل. ويقدم هذا العدد أيضاً عرضاً لأهم التجارب الدولية والعربية في مجال بورصات المشروعات الصغيرة والمتوسطة، إضافة إلى مجموعة من التوصيات والمقترحات العامة التي من شأنها المساعدة في التعامل مع مشكلة التمويل بأبعادها المختلفة.

(1) يوجد مسميات عديدة لبورصة المشروعات الصغيرة والمتوسطة أو السوق الذي يتم فيه طرح أو تداول أسهم هذه المشروعات منها "السوق البديلة" أو "السوق الموازية" أو "السوق الثاني أو السوق الثانية" أو "سوق النمو" أو "سوق الشركات الواعدة" أو "سوق الشركات الناشئة" أو "سوق الشركات الصغيرة والمتوسطة" أو "سوق الاستثمار البديل". وقد يكون هذا السوق منفصلاً أو كمنصة تابعة للسوق الرئيسية.

## 1. كفاءة مصادر التمويل في التعامل مع فجوة التمويل

يعتقد الكثيرون أن تمويل المشروعات الصغيرة والمتوسطة يتم في الغالب من خلال الاقتراض سواء من مصادر رسمية و/أو غير رسمية، وهذا بالطبع اعتقاد خاطئ. فعلى سبيل المثال، يتم تمويل الكثير من المشروعات الاستثمارية بعيداً عن عملية الاقتراض كاللجوء إلى استخدام المدخرات الشخصية و/أو العائلية، كما يتم تمويل بعض المشروعات (كليا أو جزئياً) من خلال منح تُقدمها بعض الجهات المحلية والإقليمية. ومن جهة أخرى، تلجأ بعض المشروعات القائمة إلى تمويل نشاطاتها التوسعية و/أو لمواجهة بعض الاختناقات المالية من خلال استخدام الأرباح غير الموزعة (المدورة) و/أو بيع المخزون و/أو ضبط النفقات و/أو بيع الديون المستحقة على أطراف أخرى (التخصيم) و/أو تسهيل بعض الأصول الثابتة و/أو استئجار بعض الأصول الثابتة و/أو اللجوء لمبادلة السلع والخدمات مع أطراف أخرى.

وعلى الرغم من تنوع خيارات التمويل الذاتي (مصادر داخلية)، إلا أن الأوضاع المالية لرواد الأعمال من جانب و/أو ضخامة رأس المال المطلوب تجعل التوجه للاقتراض (تمويل الدين وهو أحد المصادر الخارجية) لاستكمال تأسيس أو تطوير المشروعات أمراً حتمياً في كثير من الحالات. وهنا يُمكن لرواد الأعمال اللجوء للاقتراض من مصادر غير رسمية كالأسرة والأصدقاء و/أو قطاع البنوك ومؤسسات التمويل غير المصرفية بأنواعها المختلفة (مؤسسات التمويل التنموية، مؤسسات التمويل الميكرو، مؤسسات النفع العام، شركات التأجير التمويلي وشركات التسهيلات التجارية ومؤسسات إقراض المرأة وبرامج تمويل الشباب والبنوك الصناعية ومؤسسات الإقراض الزراعي وغيرها)، و/أو منصات التمويل القائمة على الدين و/أو برامج التمويل التابعة لوزارة التنمية الاجتماعية و/أو برامج التمويل في بعض حاضنات ومسرعات الأعمال و/أو برامج التمويل التابعة للمؤسسات الخيرية والتعاونية والإنسانية و/أو صناديق الزكاة ومؤسسات الوقف الإسلامي وغيرها من مصادر التمويل القائمة على الدين أو الاقتراض.

وفي ضوء تنوع المصادر الذاتية من جهة وتنوع مصادر الاقتراض الرسمية وغير الرسمية من جهة أخرى، تظهر إلى السطح تساؤلات حول مدى قدرة هذه المصادر على سد فجوة التمويل الخاصة بالمشروعات الصغيرة والمتوسطة، منها: ما حجم ومحددات الدور الذي يقوم به قطاع البنوك؟ ما حجم ومحددات الدور الذي تقوم به مؤسسات التمويل غير المصرفية والمصادر الأخرى القائمة على الدين؟. للإجابة على هذه التساؤلات، نعرض فيما يلي تقييم لدور البنوك والمؤسسات غير المصرفية وبرامج ومصادر التمويل الأخرى في سد فجوة التمويل الخاصة بالمشروعات الصغيرة والمتوسطة، إضافة إلى التطورات الحاصلة ومصادر التمويل الحديثة بحثاً عن مزيد من التنوع في مصادر التمويل المتاحة لهذه المشروعات.

## 1.1 كفاءة القطاع المصرفي في التعامل مع فجوة التمويل

في ضوء الاهتمام المتزايد بتحليل مسألة التمويل والبحث عن حلول لسد فجوة التمويل الخاصة بالمشروعات الصغيرة والمتوسطة، وفي إطار استعراض مصادر التمويل المتاحة وتقييم دورها في التعامل مع هذه الفجوة، يظهر إلى السطح الدور المطلوب أو المأمول من قطاع البنوك في التعامل مع هذه الفجوة وتقليل التحديات الناجمة عن نقص التمويل. ويستند من يُطالبون بدور أكبر لقطاع البنوك على عدد من المقومات التي يُمكن أن تجعل قطاع البنوك اللاعب الأكبر في تمويل هذه المشروعات ( أنظر الشكل رقم 2).

الشكل رقم (2): أبرز مقومات البنوك في التعامل مع فجوة التمويل الخاصة بالمشروعات الصغيرة والمتوسطة



وعلى الرغم من المقومات السابقة، إلا أن الأرقام تعكس دور بسيط جداً ومتواضع لقطاع البنوك، حيث تُشير الإحصاءات المتوفرة إلى أن نسبة القروض الممنوحة للمشروعات الصغرى والصغيرة والمتوسطة إلى إجمالي القروض الممنوحة في الولايات المتحدة لا تزيد عن 30% في أحسن حالتها، بينما تتباين هذه النسبة في الاقتصادات الأوروبية، فعلى سبيل المثال لا الحصر، لا تتجاوز هذه النسبة 15% و 30% و 25% في كل من المملكة المتحدة وفرنسا والسويد على التوالي. وفي ذات الوقت لا تتجاوز هذه النسبة 10% في دول الشرق الأوسط وشمال أفريقيا مجتمعة. وهنا تظهر تساؤلات عديدة حول تدني حصة هذه المشروعات الصغيرة والمتوسطة من الحجم الكلي للتمويلات المقدمة على الرغم من ضخامة قطاع البنوك ورؤوس الأموال القابلة للإقراض والشكوى الدائمة من تزايد الفوائض النقدية! وتأتي الإجابة على هذه التساؤلات من قبل البنوك والمتخصصين مستندة على مجموعة العوامل والمبررات والتي يبينها الشكل رقم (3).

الشكل رقم (3): أسباب محدودية دور البنوك في تمويل المشروعات الصغيرة والمتوسطة من وجهة نظر البنوك والمتخصصين

صعوبة تقييم الوضع المالي لهذه المشروعات بسبب عدم وجود سجلات محاسبية منتظمة	عدم قدرة المشروعات على تقديم الضمانات المطلوبة	ارتفاع مخاطر إقراض المشروعات الصغرى والصغيرة والمتوسطة
تدني مستوى الثقة بدراسات الجدوى وخطط العمل المقدمة	نقص الخبرة المصرفية لدى الكثير من رواد الأعمال والقائمين على المشروعات	عدم قدرة المشروعات على تحقيق شروط الإقراض التي تتلاءم مع سياسة البنوك وتتماشى مع أهدافها
التكاليف الإدارية الإضافية في حال تسهيل الأصول وتصفية الأمور المالية مع المشروعات المتعثرة	التباين الواضح بين هيكل الودائع (قصيرة الأجل) والاحتياجات التمويلية (متوسطة وطويلة الأجل)	ارتفاع التكاليف التي تترتب على تقييم هذه الدراسات ومراجعتها قبيل قرار منح الائتمان

يوجد تدني واضح في نسبة التسهيلات الائتمانية المقدمة لقطاع المشروعات الصغيرة والمتوسطة عالمياً. فنسبة القروض الممنوحة لهذه المشروعات إلى إجمالي القروض الممنوحة في الولايات المتحدة لا تزيد عن 30% في أحسن حالاتها، ولا تتجاوز 15% و 30% و 25% في كل من المملكة المتحدة وفرنسا والسويد على التوالي. ولا تزيد هذه النسبة عن 10% في دول الشرق الأوسط وشمال أفريقيا مجتمعة، وعن 5% في دول مجلس التعاون لدول الخليج العربية، و 15% في بقية الدول العربية.

وللتعامل مع الإشكاليات السابقة وللتقليل من مخاطر تمويل المشروعات الصغيرة والمتوسطة، بدأ قطاع البنوك باستخدام عدد من الأساليب والتقنيات المبتكرة التي تساعد في تقليل مخاطر الائتمان وفي اتخاذ قرار الائتمان، وقد أثبتت هذه الأساليب نجاحها في مجال تمويل هذه المشروعات (أنظر الشكل رقم 4). وإضافة إلى ما سبق، توضح الأشكال رقم (5) و (6) و (7) عدد من التوصيات لسد فجوة التمويل التي تُعاني منها المشروعات الصغيرة والمتوسطة والتي يمكن تتخذها البنوك والجهات الحكومية والبنوك المركزية تبعاً.

الشكل رقم (4): التقنيات والأساليب المتبعة من قبل البنوك لتقليل مخاطر تمويل المشروعات الصغيرة والمتوسطة

إنشاء شركات تمويل غير مصرفية	نظام التصنيف الائتماني Credit Scoring	التقييم الخارجي External Rating	نظام تقاسم المخاطر مع طرف ثالث Risk Sharing
إنشاء شركات تمويل المشروعات الصغرى والنشاطات المدرة للدخل بعيداً عن البنك ذاته بحيث تكون الشركة مملوكة بالكامل للبنك	آلية تتضمن تصنيف الزبائن إلى فئات معينة حسب قدرتهم على الوفاء بالتزاماتهم تجاه البنك	آلية فعالة لتقييم قدرات المشروعات والمقرضين على الدفع وتزيد من الشفافية في علاقات المقرضين والمقرضين	تقاسم المخاطر مع أطراف أخرى كبرامج ومؤسسات ضمان القروض وشركات التأمين وغيرها

الشكل رقم (5): توصيات للبنوك لتعزيز دورها في سد فجوة التمويل التي تعاني منها المشروعات الصغيرة والمتوسطة

تعزيز مستوى المرونة في التعامل مع المشروعات لا سيما فيما يتعلق بحجم ونوع الضمانات المطلوبة	توفير منافذ خاصة بتقديم الخدمات قريبة من مواقع المشروعات	تأسيس وحدات مستقلة لتمويل المشروعات الصغرى والصغيرة والمتوسطة داخل المكاتب الرئيسية والفروع الفاعلة وتزويدها بعاملين يمتازون بالخبرة والكفاءة
إضفاء مزيد من المرونة فيما يتعلق بسقف الائتمان وفترة السداد وفترة السماح وقيمة الأقساط.	العمل على تخفيض تكاليف إدارة القروض عن طريق تطبيق التقنيات الحديثة في جمع المعلومات ومعالجتها وتسهيل وتقليص عملية الإقراض	تبسيط الإجراءات والتقليل من الوقت اللازم للحصول على قرار الائتمان

الشكل رقم (6): توصيات للجهات الحكومية للتعامل مع فجوة تمويل المشروعات الصغيرة والمتوسطة

تفعيل التشريعات المتعلقة بحصة المشروعات الصغيرة والمتوسطة من المشتريات الحكومية	الاهتمام بتطوير حاضنات الأعمال والتركيز على تقديم خدمات تطوير الأعمال التي تزيد من فرص الحصول على التمويل	إجراءات تتعلق بتحفيز المشروعات على دخول القطاع المنظم لتزيد من فرصها بالحصول على التمويل من قطاع البنوك والمؤسسات غير المصرفية
تفعيل آليات ضمان الائتمان وتوفير الدعم الحكومي للاستقرار المالي	تطوير الإطار القانوني المتعلق بالإفلاس وإنقاذ العقود	تعزيز مستويات الوعي المالي والثقافة الائتمانية (قطاع التعليم والتعليم العالي)
	متابعة إصلاح وتحسين البنية التحتية المالية والتكنولوجية وأنظمة الاستعلام الائتماني	

الشكل رقم (7): توصيات للبنوك المركزية للتعامل مع فجوة تمويل المشروعات الصغيرة والمتوسطة

تخفيض رسوم البنوك على إصدار شهادات رأس المال للشركات الصغيرة والمتوسطة	تشجيع كافة البنوك على إنشاء وحدات مستقلة متخصصة بتمويل هذه المشروعات	تحفيز البنوك لتقديم التمويل والخدمات المصرفية للمشروعات الصغرى والصغيرة والمتوسطة بشتى الوسائل الممكنة
العمل على تيسير إجراءات القيد في أسواق رأس المال	بذل مزيد من الجهود لتطوير القطاع غير المصرفي	زيادة المنافسة داخل الجهاز المصرفي في مجال تمويل هذه المشروعات
مراجعة التعليمات الرقابية وتخفيف الضوابط التي تقلل من فرص تمويل المشروعات الصغرى والصغيرة والمتوسطة	تشجيع منح التمويل للشركات الناشئة والجديدة	تسهيل حل النزاعات بين البنوك وعملاتها من المشروعات الصغرى والصغيرة والمتوسطة
تشجيع البنوك والمؤسسات الإسلامية على تطوير منتجات جديدة مناسبة ومتوافقة مع الشريعة	تشجيع البنوك على قبول أنواع أكثر من الضمانات	وضع ضوابط مرنة خاصة لمنح الائتمان لهذه المشروعات
العمل على تيسير إجراءات رهن وتسييل الضمانات في حالة إخفاق المشروعات في التسديد		مراعاة عملية ربط الضمانات بتخفيض تكلفة التمويل

زيادة التمويلات المقدمة من قطاع البنوك للمشروعات الصغرى والصغيرة والمتوسطة تتطلب تضافر جهود الجهات الحكومية ذات العلاقة والبنك المركزي، إضافة إلى تعزيز جاهزية المشروعات وتوجه حقيقي من قبل البنوك لهذا القطاع.

## 2.1 فجوة التمويل وكفاءة المؤسسات غير المصرفية في التعامل معها

في ظل تواضع مساهمة قطاع البنوك في سد فجوة التمويل التي تُعاني منها المشروعات الصغيرة والمتوسطة، كان لا بد من الاعتماد على مصادر إضافية مكملة لقطاع البنوك بحيث تزيد من فرص الحصول على التمويل، وذلك من خلال تبني مزيد من المرونة في شروط التمويل و/أو كلفة التمويل. وبناء على متطلبات وتطورات سوق الائتمان وواقع وظروف وخصائص المشروعات الصغيرة والمتوسطة، بدأ في الكثير من الدول النامية العمل على إنشاء مؤسسات غير مصرفية حكومية و/أو خاصة. ومن أبرز الأمثلة على هذه المؤسسات: مؤسسات التمويل المتخصصة (كالبنوك الصناعية ومؤسسات الإقراض الزراعي ومؤسسات تمويل القطاع التجاري ومؤسسات إقراض المرأة)، مؤسسات التمويل الحكومية ذات الطابع التنموي (كصناديق التشغيل وصناديق تمويل الشباب وصناديق تمويل الابتكار وزيادة الأعمال وبنوك التنمية).

وعلى الرغم من تنوع هذه المؤسسات إلا أن الحصول على التمويل منها لم يكن ممكناً لبعض الفئات خاصة الفقراء النشيطين اقتصادياً والراغبين بتأسيس مشروعات متناهية الصغر أو نشاطات مدرة للدخل ذات رأس مال بسيط. وللتعامل مع هذه الفئات واحتياجاتها، عملت العديد من الدول على إنشاء مؤسسات التمويل الصغير (Microfinance Institutions (MFIs)<sup>(2)</sup> التي تقدم قروض بسقوف ائتمانية بسيطة وبدون ضمانات ولكن بأسعار فائدة مرتفعة، إلا أن هذه المؤسسات لم تلقَ اهتماماً من شريحة من الفقراء النشيطين اقتصادياً والباحثين عن منتجات تمويلية تنسجم مع مبادئهم الدينية، الأمر الذي أدى إلى ظهور مؤسسات التمويل الصغير التي تتوافق هذه المبادئ كمؤسسات التمويل الإسلامي، كما ظهرت بعض مؤسسات التمويل الإقليمية والدولية، شركات التسهيلات التجارية، وشركات التأجير التمويلي. وتجدر الإشارة هنا إلى أنه يجب ألا يُنظر للمؤسسات التمويلية غير المصرفية - الحكومية وغير الحكومية - كبديل أو منافس لقطاع البنوك بل رديفاً ومكماً له، حيث تسعى هذه المؤسسات لتقديم منتجاتها التمويلية لفئات تختلف عن الفئات التي تستهدفها البنوك و/أو تلك الفئات التي لم تنجح في الحصول على التمويل من البنوك و/أو تلك التي لا ترغب بالتعامل مع البنوك.

(2) يطلق على مؤسسات التمويل الصغير مسميات عديدة، أهمها: مؤسسات التمويل الميكروي أو مؤسسات التمويل الأصغر أو بنوك الفقراء.

وعلى من الرغم من تنوع هذه المؤسسات إلا أن فجوة التمويل تبقى موجودة وامتز ايدة في كثير من الحالات، وهنا تظهر تساؤلات عن أسباب ضعف دور هذه المؤسسات في التعامل مع فجوة التمويل. وتكمن الإجابة على هذه التساؤلات بعدة أبعاد وقضايا يتعلق بعضها بجانب الطلب (رواد الأعمال وأصحاب المشروعات)، ويتعلق البعض الآخر بجانب العرض (مؤسسات التمويل غير المصرفية ذاتها) والتي يوضحها الشكل رقم (8). وقد ترتبط محددات دور هذه المؤسسات بأمور وتحديات داخلية وأخرى خارجية. لذا، لا يُمكن تعميم إجابة واحدة لجميع الحالات في الدول العربية.

الشكل رقم (8): أسباب ضعف دور المؤسسات غير التمويلية في تمويل المشروعات الصغيرة والمتوسطة



إن مستوى الوعي المالي والثقافة الائتمانية لدى القائمين على هذه المشروعات تؤثر في فرص دخولهم إلى سوق الائتمان؛ فكيف لصاحب مشروع ما أن يقترض من مؤسسة تمويل إذا كان في الأصل لا يعرفها - وهذا ما يجسد مشكلة عدم الوصول إلى مصدر التمويل - أو يعرفها لكن لا يعرف طبيعة منتجاتها وشروطها ومكانها وألية التعامل معها.

وهنا نخلص إلى أن تواضع دور مؤسسات التمويل غير المصرفية في سوق الائتمان الخاص بالمشروعات الصغيرة والمتوسطة يعود لأسباب أهمها: عدم شمولية الخدمات التمويلية التي تقدمها، محدودية رأس المال المتاح للإقراض، ضعف الأداء المالي والقدرة على الاستمرارية، عدم تكامل منظومة المؤسسات غير المصرفية وتدني مستوى التشبيك فيما بينها، غياب الاستراتيجيات وعدم مواكبة تطورات سوق الائتمان، مشكلة تناظر المعلومات والاختيار الخاطئ للعملاء، وتواضع الوعي المالي والثقافة المالية للفئات المستهدفة. أضف إلى ذلك أن دخول المؤسسات الحكومية إلى سوق الائتمان أدى إلى ظهور اعتقاد خاطئ لدى الكثير من المقترضين مفاده أن هذه المؤسسات وجدت لخدمتهم وتمويلهم بأية ظروف وبأقل الشروط وبسعر فائدة رمزي، وقد شجع ذلك الكثيرين على محاولة الحصول على القروض من هذه المؤسسات واستخدامها لأغراض استهلاكية وليس إنتاجية، مما ضيع الفرصة على الكثير من الجادين والنشطين اقتصادياً. وللوصول إلى أفضل النتائج، يُمكن للمؤسسات التمويلية غير المصرفية اتباع آليات تساهم في التقارب بين جانبي السوق، أنظر الشكل رقم (9).

الشكل رقم (9): توصيات للمؤسسات التمويلية غير المصرفية للتعامل مع فجوة تمويل المشروعات الصغيرة والمتوسطة

محاولة تقليل تكلفة التمويل غير المباشرة	تبسيط إجراءات الحصول على التمويل وتقليل عدد الوثائق المطلوبة	اتباع درجة أعلى من المرونة في تحديد نوع وحجم الضمانات المطلوبة وسعر الفائدة وسقف الائتمان بما يتلاءم مع طبيعة المشروعات المستهدفة
زيادة مستوى الانتشار الجغرافي	توفير منتجات تمويلية تواكب تطور الاحتياجات التمويلية للفئات المستهدفة	تقليل فترة الانتظار للحصول على القرار الائتماني
تبني الموضوعية والشفافية عند تقييم الملاءة الائتمانية لرواد الأعمال المتقدمين للحصول على التمويل.	استهداف الفئات المستهدفة في أماكنهم	المساهمة في نشر الوعي المالي وتعزيز الثقافة الائتمانية للفئات المستهدفة

### 3.1 فجوة التمويل والحاجة إلى المزيد من مصادر التمويل

أدى استمرار فجوة التمويل الخاصة بالمشروعات الصغيرة والمتوسطة في بعض الدول وتزايد حجمها وحدتها وتأثيراتها في دول أخرى من جانب، والتطورات المتعلقة بالبنية التحتية المالية والتكنولوجية وتطورات سوق الائتمان من جانب آخر، إلى ظهور أساليب جديدة لتمويل الاحتياجات التمويلية لهذه المشروعات. ومن أبرز هذه الآليات والمصادر استخدام البطاقات الائتمانية المخصصة للمشروعات الاستثمارية لدفع بعض التكاليف التشغيلية الطارئة (قطاع البنوك)، القروض الخضراء (قطاع البنوك) ومؤسسات التمويل غير المصرفية وبرامج التمويل الحكومية)، القروض المدعومة من قبل الحكومة (تتحمل الحكومة نسبة معينة من الفائدة ويتحمل المقترض الجزء المتبقي)، الشراء بالتقسيط (دون الحاجة للبنوك والمؤسسات المصرفية)، التمويل بالبيع الآجل من الشركات المنتجة (العرض برسم البيع)، والتمويل من قبل الشركات الكبرى ذات العلاقة التكاملية.

ومن التطورات الأخرى في سوق الائتمان ظهور مصادر تمويل تقدم منتجات تمويلية متباينة حسب الأجل (منتجات تلي احتياجات طويلة الأجل ومنتجات تلي احتياجات تشغيلية قصيرة الأجل)، مؤسسات حكومية وغير حكومية (ربحية - غير ربحية)، مصادر تمويل قائمة على الأفراد كالمستثمر الملائكي والمستثمر المقرب، مصادر تمويل بسقوف مرتفعة (البنوك - مؤسسات التمويل غير المصرفية) وسقوف متواضعة (المنح - برامج التمويل الحكومية - مؤسسات التمويل الصغير)، مؤسسات متخصصة بفئات محددة (مؤسسات إقراض المرأة - مؤسسات إقراض الشباب)، ومصادر تمويل منظمة تخضع لرقابة من الجهات الرسمية (المؤسسات المالية - البنوك - مصادر التمويل الحكومي) ومصادر تمويل غير منظمة تعتمد على الاتفاقيات الشخصية أو العقود البسيطة (التمويل من الأصدقاء والعائلة والتمويل الجماعي الذي لا يخضع لرقابة صارمة).

من أبرز مصادر التمويل القائمة على المشاركة في الملكية التشارك مع الأسرة والأقارب والأصدقاء، منصات التمويل الجماعي القائمة على المشاركة في الملكية، المستثمرين الملائكة، المستثمرين المقربين، صناديق رأس المال المغامر، أساليب التمويل الإسلامي القائمة على المشاركة في الأرباح والخسائر وبورصة المشروعات الصغيرة والمتوسطة.

وإضافة لما سبق، ظهرت مصادر تمويل جديدة توصف بأنها قائمة على المشاركة في ملكية المشروع (الحصول على حصة من المشروع وأرباحه) مثل التمويل من خلال الشركاء من الأسرة والأقارب والأصدقاء (الحصة من الأرباح تعادل الحصة من الأسهم)، التمويل من خلال منصات التمويل الجماعي القائم على المشاركة في الملكية، المستثمرين الملائكة، المستثمرين المقربين، صناديق رأس المال المغامر، أساليب التمويل

الإسلامي القائمة على المشاركة في الأرباح والخسائر، الشركات الكبرى ذات العلاقة التكاملية مع المشروع، المستثمرون في مرحلة البذرة، والتمويل عبر سوق رأس المال وبيع الأسهم في بورصة المشروعات الصغيرة والمتوسطة.

وثمة تساؤلات تظهر هنا أبرزها: ما مدى قدرة وكفاءة هذه المصادر بشكل عام وبورصة المشروعات الصغيرة والمتوسطة بشكل خاص في التقليل فجوة التمويل الخاصة بقطاع المشروعات الصغيرة والمتوسطة؟ ما المقصود ببورصة المشروعات الصغيرة والمتوسطة؟ ما هي أهدافها ومبرراتها وما وجه الاختلاف بينها وبين البورصة الرئيسية؟ كيف نقيم التجارب العربية في مجال بورصة المشروعات الصغيرة والمتوسطة؟ ما آلية الحصول على التمويل من خلال بورصة المشروعات الصغيرة والمتوسطة؟ وما هي التحديات التي تواجه هذه البورصات وما هي مقومات نجاحها؟.

## 2. مفهوم وعناصر وأنواع وأهمية وأهداف البورصة

تُعرف البورصة Stock Exchange بأنها "سوق منظمة ومركزية يتم فيها تداول الأوراق المالية المدرجة بها (الأسهم والسندات وغيرها) بين المستثمرين وفقاً لقواعد ولوائح محددة. تُوفر البورصة منصة إلكترونية أو فعلية لتلاقي المشتري والبائع وتسهيل عمليات التداول". وتُعرف البورصة كذلك بأنها "سوق يلتقي فيه المستثمرون لشراء وبيع أسهم الشركات المدرجة أو سندات الدين التي يتم إصدارها من قبل الشركات أو الحكومة". وتضمن البورصة سيولة السندات للمستثمرين وتسمح للمؤسسات بالحصول على التمويل اللازم لتنمية وتعزيز أنشطتها الإنتاجية وغير الإنتاجية عبر اللجوء إلى الاكتتاب العام Initial Public Offering (IPO). وتُعتبر البورصة رافداً أساسياً لتمويل الاقتصاد وتعزيز التنمية وبشكل عام، وتُعتبر البورصات عن قوة الاقتصادات المحلية لكنها تتأثر بشكل كبير بالعوامل السياسية والاقتصادية المحلية والإقليمية والدولية. وكما تُعرف البورصة بأنها "المنصة التي يجتمع فيها المستثمرون لشراء وبيع الأوراق المالية مثل أسهم الشركات المساهمة ووحدات صناديق الاستثمار المتداولة والسندات أثناء أوقات محددة تُسمى جلسات التداول، وذلك تحت إشراف الجهات الرقابية والتنظيمية". ومن التعريفات المبسطة للبورصة أيضاً "السوق التي يتم فيها بيع وشراء الأسهم - فيما بين المستثمرين (أفراد وشركات) - بسعر السوق الذي تحدده عوامل العرض والطلب". كما يُمكن تعريفها بشكل آخر وأشمَل على أنها "سوق مالية مركزية تسمح للمتداولين (أفراد وشركات) بشراء وبيع الأوراق المالية والأصول المالية كالأسهم والسندات والسلع والعملات وفقاً لقواعد وضوابط تضعها الجهات الرقابية والتنظيمية لضمان الشفافية والنزاهة وحماية حقوق جميع الأطراف". وتتم عمليات البيع والشراء في البورصة من خلال عدد من الأطراف واللاعبين الأساسيين سواء بشكل مباشر أو غير مباشر، أنظر الشكل رقم (10).

الشكل رقم (10): أطراف وعناصر عمليات التداول في البورصة



لا بد من التمييز بين المقصود بكل من السهم والسند، حيث أن كلاهما ورقة مالية، لكن السهم جزء من رأس مال الشركة (أداة تملك)، والسند جزء من الدين على الشركة (أداة دين). يحصل حامل السهم على حصة من الأرباح السنوية للشركة، بينما يحصل حامل السند عند انتهاء مدة السند (فترة استحقاق السند) على قيمة السند وعائد السند **Coupon Rate**.

بعد عرض مفهوم البورصة وقبل استكمال أطرافها وأنواعها، نرى من الضروري إزالة أي لبس بيان المقصود ببعض المفاهيم ذات العلاقة بمصطلح البورصة، وفيما يلي عرضاً لأهم هذه المصطلحات:

❖ السوق المالي (Financial Market) هو مصطلح عام وشامل يُشير إلى أي مكان أو آلية يتم فيها تداول

الأصول والأدوات المالية، ويشمل مجموعة من الأسواق هي:

- سوق رأس المال (Capital Market) وفيه يتم تداول الأدوات المالية طويلة الأجل (الأسهم والسندات).

- سوق النقد (Money Market) وفيه يتم تداول الأدوات المالية قصيرة الأجل (أذون الخزانة وشهادات الإيداع).
- سوق الصرف الأجنبي (Foreign Exchange Market) وفيه يتم تداول العملات.
- سوق السلع (Commodities Market) وفيه يتم تداول السلع الأولية (النفط والذهب والقمح).
- سوق المشتقات المالية (Derivatives Market) وفيه يتم تداول العقود المالية التي تستمد قيمتها من أصول أخرى، مثل الخيارات والعقود الآجلة.
- سوق الأوراق المالية هو مصطلح عام يشمل جميع الأسواق التي يتم فيها تداول الأوراق المالية، مثل الأسهم والسندات والصكوك وغيرها، ويتكون من السوق الأولية والسوق الثانوية. وعليه، فإن سوق الأوراق المالية هو المصطلح الأشمل الذي يشمل جميع عمليات تداول الأوراق المالية (جميع الأماكن التي تتم فيها معاملات الأوراق المالية). بينما البورصة هي مكان مُحدد ومنظم داخل السوق الثانوية يتم فيه تداول الأوراق المالية المُدرجة، وبهذا تكون البورصة جزء من سوق الأوراق المالية. ويُعرف السوق الأولية (Primary Market) بأنه السوق الذي يتم فيه إصدار الأوراق المالية لأول مرة من قبل الشركات أو الحكومات لجمع رأس المال، وهو السوق الذي تُباع فيه الأوراق المالية مباشرة من المُصدر إلى المُستثمر، ومن الأمثلة على ذلك الاكتتاب العام الأولي (IPO). أما السوق الثانوية (Secondary Market) فهو السوق الذي يتم فيه تداول الأوراق المالية التي تم إصدارها بالفعل في السوق الأولية. بمعنى آخر، هو السوق الذي يتداول فيه المُستثمرون الأوراق المالية فيما بينهم، وهذا معناه أن البورصة هي جزء من السوق الثانوية.
- ❖ المشتقات المالية هي عقود مالية تستمد قيمتها من أداء أصل أساسي، مثل سلعة أو عملة أو سهم أو مؤشر سوقي. بمعنى آخر، قيمتها "مشتقة" من قيمة شيء آخر. لا يمتلك حامل المشتق المالي الأصل الأساسي نفسه، بل يمتلك عقداً يمنحه حقوقاً أو التزامات تتعلق بهذا الأصل. ومن أنواع المشتقات المالية :
  - العقود الآجلة (Futures Contracts) وهي اتفاق مُلزم بين طرفين على شراء أو بيع أصل بسعر مُحدد في تاريخ مُستقبلي وتُستخدم غالباً لتداول السلع كالنفط والذهب والمنتجات الزراعية .
  - الخيارات (Options) وهو عقد يمنح الحق (وليس الالتزام) لحامله بشراء (خيار الشراء) أو بيع (خيار البيع) أصل بسعر مُحدد في تاريخ مُستقبلي أو قبله.
  - عقود المبادلة (Swaps) ويعني اتفاق بين طرفين على تبادل تدفقات نقدية مستقبلية، مثل تبادل أسعار فائدة ثابتة بأخرى متغيرة.

- العقود المستقبلية خارج البورصة (Forwards) تشبه العقود الآجلة ولكنها تُبرم مباشرة بين طرفين وليست مُتداولة في بورصة مُنظمة.
- عقود الفروقات (CFDs) وهي عقود بين طرفين لدفع الفرق بين سعر الأصل الحالي وسعره في نهاية العقد.

لا بد من التمييز بين مفهوم السوق المالي وسوق الأوراق المالية. السوق المالي مصطلح يُشير إلى أي مكان أو آلية يتم فيها تداول الأصول والأدوات المالية، ويشمل مجموعة من الأسواق منها سوق رأس المال وسوق النقد وسوق الصرف وسوق السلع وسوق المشتقات المالية. أما سوق الأوراق المالية يتكون من السوق الأولية والسوق الثانوية. وتُعتبر البورصة جزء من السوق الثانوية وبالتالي جزء من سوق الأوراق المالية.

يُساعد بيع الأسهم الخاصة بالشركات في السوق الأولي Primary Market على توفير رأس مال إضافي للشركات يُساعد في التوسع والنمو، وتعتمد قيمة رأس المال الذي تحصل عليه الشركة على عدد الأسهم المطروحة في السوق وقيمة السهم الواحد، وعندما يبدأ تداول هذه الأسهم من قبل مستثمرين آخرين فإن العائد (عائد الأسهم بنهاية السنة المالية) يصبح من نصيب مُلاك هذه الأسهم. ومن جانب آخر، تُمكن البورصات المستثمرين (أفراد وشركات) من تنمية أموالهم عن طريق شراء الأسهم والسندات وتحقيق الأرباح من عمليات التداول. وعند الحديث عن المستثمرين ومكاسبهم من البورصة، يُمكن للمستثمرين تحقيق دخل من الأسهم المملوكة (حصة المستثمر من أرباح الشركة التي يمتلك عدداً من أسهمها ويعتمد الدخل المتحقق على عدد الأسهم)، كما يُمكن أن يحقق أرباح رأسمالية نتيجة بيع الأسهم عند ارتفاع السعر مقارنة بسعر الشراء (الفرق بين سعر البيع وسعر الشراء).

وتجدر الإشارة هنا إلى أن التعامل في الأسواق المالية والبورصة بمفهومها العام كمنصة للتداول لا ينحصر على الأسهم والسندات، وإنما يمتد ليصل إلى بعض السلع والعملات التقليدية والعملات المشفرة والمشتقات المالية، وهذا ما أدى إلى ظهور أنواع متعددة للبورصة، كما هو مبين في الشكل رقم (11). وهناك عدة تصنيفات أخرى للبورصات، فحسب حجم الشركات المُدرجة يوجد بورصات الشركات الكبيرة (Main Board) وهي التي تُدرج فيها الشركات الكبيرة ذات رأس المال السوقي الكبير، والتي تتمتع بتاريخ تشغيلي طويل وأداء مالي قوي، وبورصات المشروعات الصغيرة والمتوسطة؛ وحسب النطاق الجغرافي يمكن تقسيم البورصات إلى بورصات محلية أو وطنية، بورصات إقليمية، وبورصات دولية.

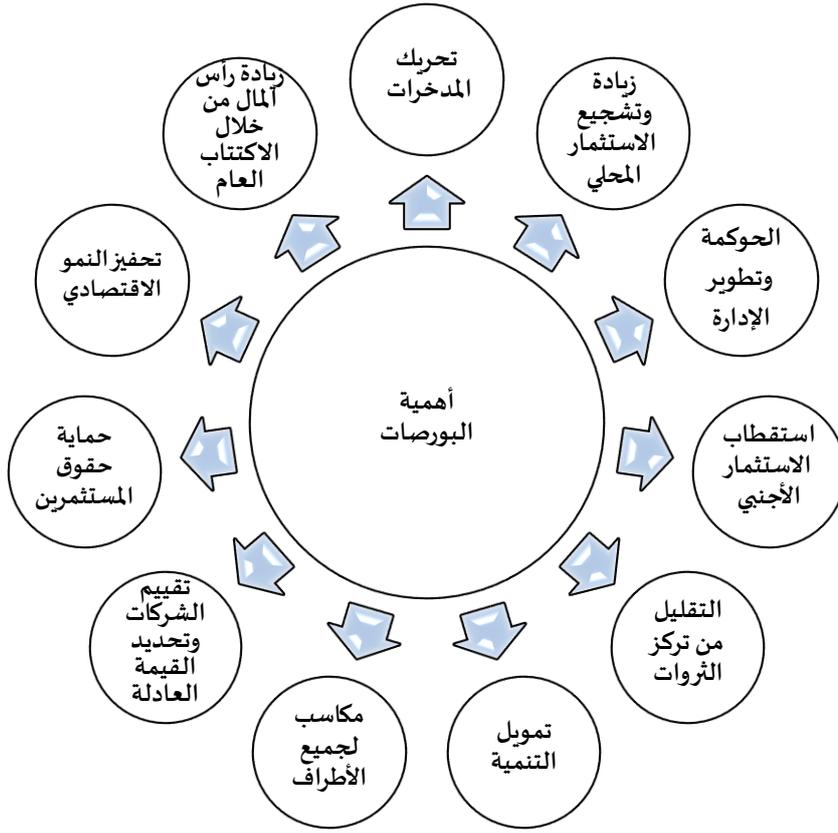
## الشكل رقم (11): أنواع البورصات



وتُعتبر البورصة من أبرز مؤشرات الأداء الاقتصادي ومؤشراً مهماً على صحة الاقتصاد الوطني، حيث يعكس أداء البورصة ومؤشرها<sup>(3)</sup> ثقة المستثمرين في الاقتصاد وأداء الشركات المدرجة. وتُساعد البورصة في تعزيز النشاط الاقتصادي من خلال دورها في: توفير السيولة حيث تُسهل عمليات بيع وشراء الأوراق المالية، تقديم مجموعة متنوعة من الأوراق المالية مما يسمح للمستثمرين بإنشاء محافظ مصممة لتنوع المخاطر وتحقيق أهدافهم الاستثمارية، تحديد أسعار الأوراق المالية مما يُساعد في تحديد القيمة الحقيقية للشركات المدرجة، إيجاد بيئة منظمة وتوفير أنظمة المقاصة والتسوية للحد من المخاطر، وضع معايير الشفافية والمساءلة للشركات المدرجة، تعزيز الحوكمة الجيدة للشركات، مساعدة الشركات على التوسع والنمو من خلال تسهيل طرح أسهمها للاكتتاب العام أو إصدار سندات، تحفيز المدخرات وزيادة الاستثمار المحلي والأجنبي، توزيع الثروة من خلال تمكين الأفراد من امتلاك حصص في الشركات المدرجة مما يُقلل من تركز الثروة، تحفيز النمو الاقتصادي، تعزيز فرص نمو الشركات وخلق المزيد من فرص العمل، تعزيز الإيرادات الحكومية. وأضيف إلى ذلك توفر البورصة فرص استثمارية (للأفراد والشركات) لتعزيز الدخل سواء من بيع الأسهم (فروق الأسعار) أو من تملكها (الأرباح السنوية)، كما تُسهل عمليات التداول من خلال شركات الوساطة المالية أو المنصات الإلكترونية، وتضمن شفافية التداول وتحمي حقوق المستثمرين كونها تخضع لرقابة شديدة من الجهات التنظيمية، وتُساعد في المساهمة في تمويل خطط التنمية عن طريق طرح أوراق مالية حكومية، أنظر الشكل رقم (12).

<sup>(3)</sup> مؤشر البورصة هو مقياس إحصائي يُستخدم لتتبع أداء مجموعة من الأسهم في سوق الأوراق المالية. يُساعد المؤشر المستثمرين والمتداولين على فهم اتجاه السوق بشكل عام، بدلاً من تحليل أداء كل سهم على حدة. ويُخص المؤشر أداء مجموعة من الأسهم في رقم واحد يُمكن تتبعه بسهولة. ويشير ارتفاع المؤشر إلى أن أسعار معظم الأسهم المكونة له في ارتفاع، بينما انخفاضه يُشير إلى انخفاض أسعار معظمها.

الشكل رقم (12): أبعاد الدور الاقتصادي للبورصات



تُشير البيانات المتوفرة حول أقوى البورصات العالمية الكبرى عام 2024 إلى أن القيمة السوقية لأقوى 12 بورصة عالمية بلغت بنهاية عام 2024 حوالي 95 تريليون دولار (93% منها للبورصات في بين ثلاث قارات: أمريكا الشمالية و آسيا وأوروبا)، أنظر الشكل رقم (13). وعلى وجه التفصيل، فُدرت القيمة السوقية لبورصة نيويورك (NYSE) بحوالي 29 تريليون دولار و بواقع 2400 شركة مدرجة (بنهاية عام 2024)، وفُدرت القيمة السوقية الإجمالية لبورصة ناسداك (الرابطة الوطنية لتجار الأوراق المالية NASDAQ) بما يقارب 28 تريليون دولار، وتضم أكثر من 3000 شركة مُدرجة، وتركز على التكنولوجيا والرعاية الصحية والخدمات الاستهلاكية، وتستضيف عمالقة الصناعة مثل Microsoft و Google و Facebook و Amazon و Tesla و Apple. أما بورصة شنقاهي (SSE) تُعتبر ثالث أكبر بورصة في العالم والأكبر في آسيا حيث تضم أكثر من 1500 شركة عامة محدودة بقيمة سوقية مجمعة تبلغ 6.87 تريليون دولار. ويُعتبر سوق تداول "بورصة المملكة العربية السعودية" أكبر سوق لرأس المال في منطقة الشرق الأوسط وشمال إفريقيا، وتُقدر قيمته السوقية بما يقارب 2.9 تريليون دولار. ويضم سوق تداول 203 شركة مساهمة عامة (بنهاية عام 2024). وفي عام 2024، صُنفت 5 بورصات عربية ضمن أكبر 50 سوق مالي في العالم وهي سوق تداول السعودية، بورصة أبوظبي، بورصة دبي، بورصة المغرب، وبورصة مصر.

اعتباراً من عام 2023، هناك ما يقرب من 80 بورصة رئيسية في العالم. وتنتشر هذه البورصات في جميع أنحاء العالم، بما في ذلك أمريكا الشمالية وأمريكا الجنوبية وأفريقيا وأوروبا والشرق الأوسط وجنوب آسيا وجنوب شرق آسيا وأستراليا. ويُعتقد أن بورصة أمستردام هي الأقدم في العالم، حيث يعود تاريخها إلى عام 1602، وكانت أول شركة عامة على الإطلاق هي شركة الهند الشرقية الهولندية. وبورصة نيويورك هي الأكبر عالمياً من حيث القيمة السوقية، تليها بورصة ناسداك، وكلاهما في مدينة نيويورك.

#### الشكل رقم (13): أقوى البورصات العالمية عام 2024

	بورصة شينزين (SZSE) <a href="http://www.szse.cn/English/">www.szse.cn/English/</a>		بورصة نيويورك (NYSE) <a href="http://www.nyse.com">www.nyse.com</a>
	بورصة لندن (LSE) <a href="http://www.londonstockexchange.com">www.londonstockexchange.com</a>		بورصة ناسداك (NASDAQ) <a href="http://www.nasdaq.com">www.nasdaq.com</a>
	بورصة بومباي (BSE) [invalid URL removed]		بورصة شنغهاي (SSE) <a href="http://www.sse.com.cn">www.sse.com.cn</a>
	بورصة تورنتو (TSX) <a href="http://www.tsx.com">www.tsx.com</a>		بورصة يورونكست (Euronext) <a href="http://www.euronext.com">www.euronext.com</a>
	سوق الأسهم السعودي (تداول) <a href="http://www.tadawul.com.sa">www.tadawul.com.sa</a>		بورصة طوكيو (TSE) <a href="http://www.jpx.co.jp/english/">www.jpx.co.jp/english/</a>
	بورصة فرانكفورت (FWB) <a href="http://www.boerse-frankfurt.de/en">www.boerse-frankfurt.de/en</a>		بورصة هونغ كونغ (HKEX) <a href="http://www.hkex.com.hk/en">www.hkex.com.hk/en</a>

وفي ختام الحديث عن مفهوم البورصات العالمية وأهدافها وأنواعها، لا بد من الإشارة إلى عدة أمور أهمها:

- تفرض كل بورصة قواعد وقوانين لتنظيم عملياتها، والتي تختلف حسب البلد الذي تُمارس نشاطها فيه وحسب الهيئات المالية والرقابية المنظمة للتعاملات المالية. وعليه، يُنصح المستثمرون التعرف على الشروط والقوانين المطبقة وساعات العمل الرسمية قبل البدء بالاستثمار وعمليات التداول.
- قد تكون البورصة مكان فعلي يذهب إليه المتداولون لإجراء عمليات البيع والشراء (البورصة التقليدية)، وقد تكون منصة إلكترونية كما هو حال الكثير من البورصات العالمية.

- من أجل أن يتم إدراج أسهم شركة ما في البورصة، تقوم الشركة بإجراء طرح عام أولي (IPO)، حيث تباع الشركة الأسهم للجمهور مباشرة (السوق الأولية)؛ وبعد عملية الطرح العام الأولي للأسهم يُمكن للمستثمرين بيع الأسهم لبعضهم البعض (السوق الثانوية).

هناك العديد من العوامل التي تؤثر على رغبة المستثمرين في شراء أو بيع سهم معين، وبالتالي تؤثر على العرض والطلب عليه، ومن أهمها: أداء الشركة المالي، الوضع الاقتصادي العام، الأحداث السياسية، وأخبار الشركة (إطلاق منتجات جديدة أو عقود جديدة أو تغييرات في الإدارة) على توقعات المستثمرين وبالتالي على أسعار أسهمها.

- يتحدد سعر السهم للشركة المدرجة بناءً على ظروف الطلب والعرض والتوقعات المستقبلية وغيرها من العوامل التي تؤثر على رغبة المستثمرين في شراء أو بيع سهم معين، أهمها:

1. أداء الشركة المالي: تؤثر أرباح الشركة وإيراداتها ونموها المستقبلي وتوزيعات الأرباح على جاذبية السهم للمستثمرين.

2. الوضع الاقتصادي العام: يؤثر الوضع الاقتصادي العام في الدولة أو المنطقة على أداء الشركات وبالتالي على أسعار أسهمها. ففي فترات النمو الاقتصادي، تميل أسعار الأسهم إلى الارتفاع، بينما في فترات الركود الاقتصادي، تميل إلى الانخفاض.

3. الأحداث السياسية: تؤثر الأحداث السياسية المحلية والعالمية على ثقة المستثمرين وبالتالي على أسعار الأسهم، فقد تؤدي الانتخابات أو الحروب أو التغييرات في السياسات الحكومية إلى تقلبات في أسعار الأسهم.

4. أخبار الشركة: تؤثر الأخبار المتعلقة بالشركة، كإطلاق منتجات جديدة أو عقود جديدة أو تغييرات في الإدارة، على توقعات المستثمرين وبالتالي على أسعار أسهمها.

- يوجد عدة تصنيفات وأنواع للأسهم في البورصة، وتتضمن هذه الأنواع ما يلي:

1. الأسهم العادية: صكوك ملكية تعد بمثابة حق في ملكية الشركة، وتعطي لحاملها الحق في

حضور الجمعية العامة السنوية للشركة، والحصول على توزيعات إذا ما حققت الشركة أرباح.

2. الأسهم المجانية: الأسهم التي توزع على المساهمين بنسبة امتلاكهم للأسهم العادية بسبب احتجاز أو تدوير أجزاء من أرباح الشركة.

3. الأسهم الممتازة: الأسهم التي تمنح لمالكها حقوق إضافية لا يتمتع بها صاحب السهم العادي،

مثل أن يحصل مالكها على أسبقية عن حملة الأسهم العادية في الحصول على نسبة من أرباح

الشركة، كما أن مالكها يتمتع بأولوية في الحصول على حقوقه عند تصفية الشركة قبل حامل

الأسهم العادية، وبعد حملة السندات.

4. أسهم الخزينة: الأسهم التي تقوم الشركة المصدرة بإعادة شرائها من السوق عن طريق البورصة، لا يحق لها توزيعات أو حق التصويت خلال فترة ملكية الشركة لها).

- لا يوجد عدد كبير من أنواع السندات، ويجب هنا التفرقة بين السندات التي يُصدرها القطاع الخاص وهي بمثابة قرض للاستثمار يضمنه المركز المالي للشركة، والسندات الحكومية التي تُصدرها الحكومة لغايات زيادة الإنفاق العام أو إدارة الديون، وتُعد بمثابة قرض تضمنه الحكومة. وتشمل السندات الحكومية كل من:

1. سندات الخزنة (Treasury Bonds) : تُصدرها الحكومات وتتميز بأجال استحقاق طويلة.
2. أذون الخزنة (Treasury Bills) : تُصدرها الحكومات وتتميز بأجال استحقاق قصيرة (أقل من سنة).
3. سندات أخرى تُصدرها الحكومات لتمويل مشاريع محددة كالبنية التحتية.

### 3. بورصة المشروعات الصغيرة والمتوسطة

#### 1.3 مفهوم بورصة المشروعات الصغيرة والمتوسطة

تُعتبر بورصة المشروعات الصغيرة والمتوسطة أحد الوسائل التي تساهم في رفع معدلات السيولة في سوق رأس المال من خلال دورها كقناة لجمع رؤوس الأموال من المستثمرين المحليين والأجانب على حد سواء (عند الاكتتاب الأولي) وتوجيهها لتمويل احتياجات المشروعات الصغيرة والمتوسطة غير المؤهلة للإدراج في الأسواق المالية الرئيسية و/أو غير القادرة على الحصول على التمويل من المصادر الأخرى التقليدية وغير التقليدية و/أو غير الراجحة في الحصول على التمويل من هذه المصادر. وتُعرف بأنها "سوق مالي مُخصَّص لتداول أسهم الشركات الصغيرة والمتوسطة التي تُواجه صعوبات في الحصول على التمويل، حيث تُوفّر هذه البورصات منصة مُنظمة لهذه الشركات لإصدار أسهمها وبيعها للمستثمرين، مما يُتيح لها جمع رأس المال اللازم للتوسع والنمو". وتُعرف أيضاً "بأنها" السوق المخصصة لتداول أسهم المشروعات الصغيرة والمتوسطة غير المؤهلة لدخول الأسواق الرئيسية". وتُعرف كذلك بأنها "منصة مالية تهدف إلى تسهيل حصول المشروعات الصغيرة والمتوسطة على التمويل اللازم من خلال منحها فرصة لجمع الأموال عن طريق إصدار أسهم وعرضها على المستثمرين". ويُمكن تعريف بورصة المشروعات الصغيرة والمتوسطة بأنها "سوق مالي مُخصَّص لتداول أسهم المشروعات الصغيرة والمتوسطة التي لا تحقق كافة شروط الإدراج في البورصات الرئيسية". ويُعرفها البعض بأنها "آلية تمويلية حديثة تُمكن المشروعات الصغيرة والمتوسطة من جمع رأس المال عن طريق إصدار أسهمها وطرحها للتداول العام مما يُساهم في تقليل الفجوة التمويلية التي تواجهها هذه المشروعات".

يُمكن دور بورصة المشروعات الصغيرة والمتوسطة في تسهيل حصول المشروعات المدرجة على رأس المال والتمويل اللازم لغايات التوسع والنمو في دورها في تسهيل عملية الاكتتاب العام (طرح بعض الأسهم في السوق)، وتعتمد قيمة رأس المال المتحصل على عدد الأسهم المطروحة وقيمة السهم. وعليه، فإن ما يجري في السوق الثانوية من تداول لأسهم المشروعات الصغيرة والمتوسطة المدرجة لا يزيد من حجم السيولة فيها ولا يعزز رأس المال، وإنما يصب في مصلحة المستثمرين الذين قد يستفيدون من فروقات الأسعار أو الأرباح الموزعة.

وعند الحديث عن الاستثمار وتعريفها من هذا المنظور، تُعرف بورصة المشروعات الصغيرة والمتوسطة بأنها "سوق استثمارية توفر للمستثمرين فرصة الاستثمار في شركات صغيرة ومتوسطة ذات إمكانات نمو عالية وقادرة على تحقيق شروط الإدراج في هذه البورصة"، وبالتالي فإنها تُعتبر أحد وسائل تحريك المدخرات من خلال الاستثمار وتحفيز الاستثمار المحلي. وتُعرف بورصة المشروعات الصغيرة والمتوسطة من منظور قانوني بأنها "سوق مالية تخضع لإشراف ورقابة هيئات أسواق المال، وتتميز بقواعد إدراج وتداول - من المفترض أن تكون واضحة وبسيطة ومرنة تتناسب مع طبيعة المشروعات الصغيرة والمتوسطة - ولو ائحت تضمن حماية حقوق المستثمرين وتساهم في تعزيز شفافية السوق وكفاءته".

### 2.3 أهمية وأهداف بورصة المشروعات الصغيرة والمتوسطة

تُعتبر بورصة المشروعات الصغيرة والمتوسطة - من منظور اقتصادي - أحد المحركات الرئيسية الكامنة للنمو الاقتصادي، حيث من المفترض أن تساهم في تنمية قطاع المشروعات الصغيرة والمتوسطة الذي يلعب دوراً محورياً في زيادة معدلات التشغيل، تشجيع الابتكار وتنمية ريادة الأعمال، تعزيز الاستثمار المحلي، وزيادة الناتج المحلي الإجمالي. وعلى وجه التفصيل والتوضيح، تبرز أهمية بورصة المشروعات الصغيرة والمتوسطة من خلال ما يلي:

- تعزيز النمو الاقتصادي، حيث يمكن أن تساهم في تنمية المشروعات الصغيرة والمتوسطة وزيادة قدرتها على الاستمرار والنمو والتوسع، وهذا بدوره يُساعد هذه المشروعات في لعب دور تنموي على كافة المستويات (الفرد والأسرة والمجتمع المحلي والاقتصاد الوطني) ويُحفز النشاط الاقتصادي ويُعزز تنافسية الاقتصاد الوطني.
- تقليل فجوة التمويل التي تُعاني منها المشروعات الصغيرة والمتوسطة. حيث تُوفر منصة فعّالة يُمكن من خلالها جمع الأموال من مستثمرين محليين و/أو أجانب من خلال زيادة فرص هذه المشروعات في الحصول على رأس المال (من خلال طرح الأسهم أو إصدار سندات)، وهذا

يُخفف من الضغوطات المالية على هذه المشروعات سواء في فترات الأزمات أو في مراحل التوسع والتطوير.

- زيادة الشفافية والحد من مشكلة تناظر المعلومات، حيث أن إدراج المشروعات الصغيرة والمتوسطة في البورصة يلزمها بالالتزام بمعايير محاسبية وتقديم بيانات ومعلومات عالية الجودة، وهذا يُضفي مزيد من الشفافية في أعمال هذه المشروعات ويزيد من ثقة المستثمرين بأدائها وبأسهمها، كما قد يُساهم في رفع مستوى الإدارة المالية ويُقلل من المخاطر المحتملة بأشكالها ومصادرها المختلفة، وبالتالي يزيد من فرص حصولها على التمويل من المؤسسات المصرفية وغير المصرفية.

- إتاحة الفرصة للوصول إلى أكبر عدد من المستثمرين الجدد الراغبين بشراء الأسهم، وهذا بدوره يعزز الاستثمار المحلي والأجنبي.

- توفير آلية منظمة وشفافة للمستثمرين للتخارج من استثماراتهم في المشروعات الصغيرة والمتوسطة. والتخارج هي العملية التي يقوم فيها المؤسسون أو المستثمرون ببيع أو تحويل حصصهم في الشركة، بهدف تحقيق الأرباح وإعادة استثمارها في مشاريع جديدة أو ببساطة للاستمتاع بثمار جهودهم. وهناك عدة طرق لتحقيق التخارج، منها الاكتتاب العام الأولي أو البيع المباشر والاندماج والاستحواذ.

- دعم ريادة الأعمال والابتكار والشركات الناشئة، حيث تتيح للمشروعات الابتكارية والناشئة ذات المخاطر العالية فرصة أكبر للحصول على رأس المال اللازم في الوقت الذي قد يكون فيه من الصعب الحصول التمويل من المصادر التقليدية كالبنوك والمؤسسات غير المصرفية والمصادر غير الرسمية.

- دعم جهود دخول المشروعات الصغيرة والمتوسطة غير المسجلة بشكل رسمي (القطاع غير الرسمي) إلى منظومة الاقتصاد الرسمي.

- زيادة وتوسعة قاعدة المشروعات المدرجة، الأمر الذي يزيد البدائل المتاحة أمام المستثمرين ويُساهم في جذب المزيد من المستثمرين ويرفع معدلات السيولة والتداول، كما يُساهم في نقل الخبرات في المجالات الفنية والتقنية والمالية والإدارية.

- إتاحة الفرص للشباب وصغار المستثمرين للتوسع في مشروعاتهم من خلال عمليات الاندماج مع شركات أخرى أو من خلال عمليات الاستحواذ من قبل المشروعات الكبيرة، وهذا قد يُساهم في رفع القيمة السوقية لأسهم الشركات المدرجة.

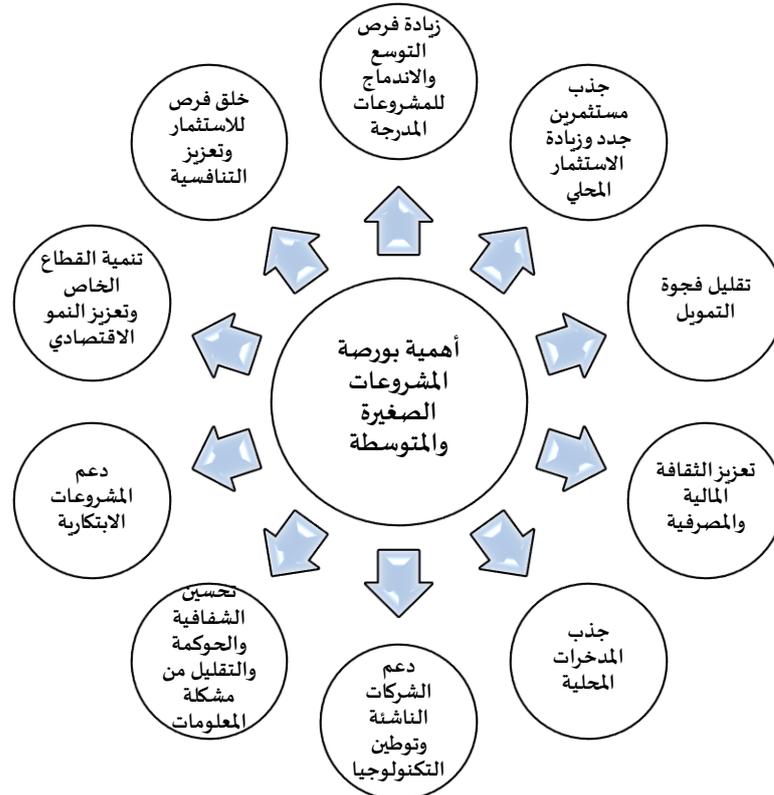
- إتاحة الفرصة لدخول مستثمرين استراتيجيين إلى قائمة ملاك الشركات المدرجة، وهذا يُساعد في رفع كفاءة الإدارة.

- المساعدة في تحديد قيمة عادلة للشركات المدرجة.
- المساهمة في تنوع مصادر الدخل للمستثمرين.
- المساعدة في توفير معلومات دقيقة حول أداء الشركات الصغيرة والمتوسطة المدرجة، مما يُسهل اتخاذ القرارات الاستثمارية.
- مساعدة الشركات المدرجة في جذب العملاء والموردين والشركاء لأن الإدراج في البورصة علامة على مصداقية الشركة وقوتها المالية.

هناك العديد من العوامل التي تُؤثر على رغبة المستثمرين في شراء أو بيع سهم معين، وبالتالي تُؤثر على العرض والطلب عليه، ومن أهمها: أداء الشركة المالي، الوضع الاقتصادي العام، الأحداث السياسية، وأخبار الشركة (إطلاق منتجات جديدة أو عقود جديدة أو تغييرات في الإدارة) على توقعات المستثمرين وبالتالي على أسعار أسهمها.

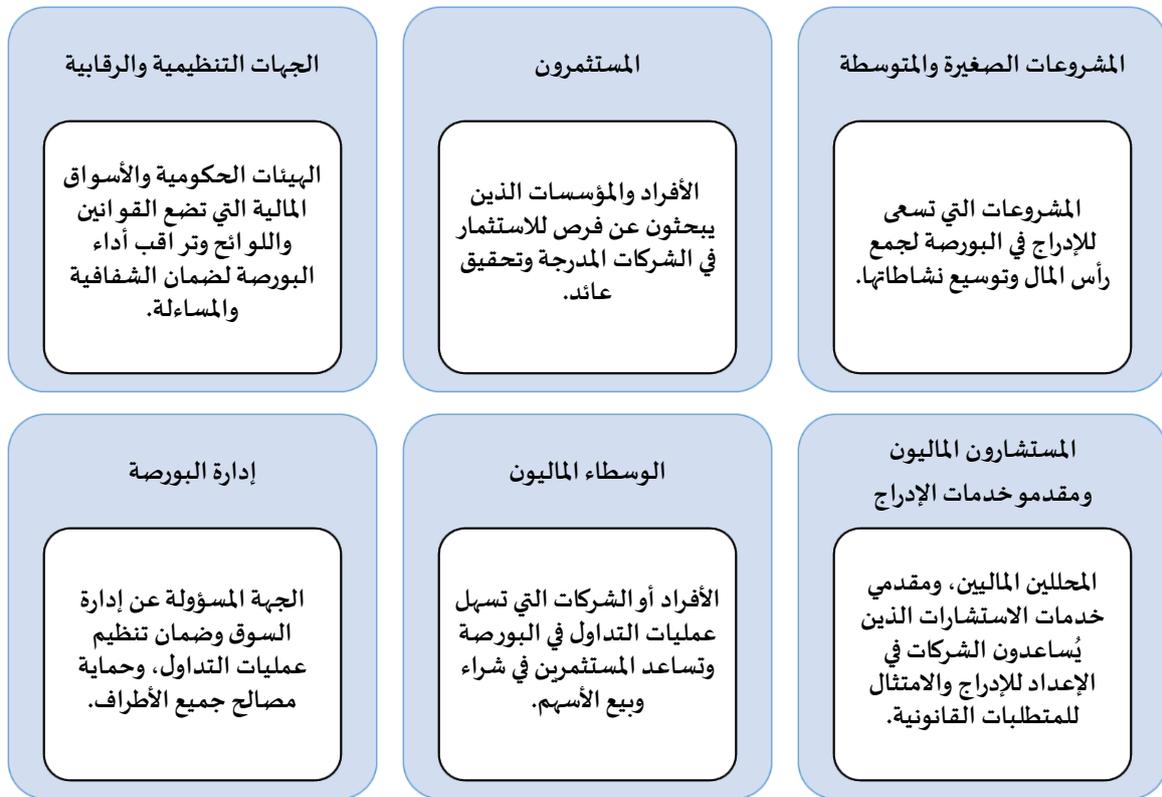
وبناء على ما سبق، يُمكننا القول أن بورصة المشروعات الصغيرة والمتوسطة ذات أهمية بالغة ونجاحها يخدم أصحاب المشروعات الصغيرة والمتوسطة الباحثين عن التمويل وزيادة رأس المال، كما يصب في مصلحة المستثمرين الباحثين عن فرص استثمارية ذات عائد جيد وفرص قوية للنمو والتطور، كما يصب في مصلحة الاقتصاد الوطني بطريقة مباشرة أو غير مباشرة، أنظر الشكل رقم (14).

الشكل رقم (14): أبعاد الدور التنموي لبورصة المشروعات الصغيرة والمتوسطة



وبناءً على التعريفات السابقة والنقاط التي تبرز أهمية وأهداف ومبررات إنشاء بورصة المشروعات الصغيرة والمتوسطة، فإن هناك عدة أطراف رئيسية تتعلق بعملها ونشاطها سواء بطريقة مباشرة أو غير مباشرة، تشمل الشركات الصغيرة والمتوسطة المدرجة أو الراغبة بإدراج أسهمها، المستثمرون (أفراد ومؤسسات)، الجهات التنظيمية والرقابية، المستشارون الماليون والقانونيون، الوسطاء الماليون، وإدارة البورصة، أنظر الشكل رقم (15). كما يُمكن أن تشمل الأطراف ذات العلاقة بعمل بورصة المشروعات الصغيرة والمتوسطة الجهات الحكومية المعنية بتقديم خدمات تطوير الأعمال والدعم الفني للمشروعات المُدرجة أو الراغبة بذلك، وسائل الإعلام والتي تساهم في تعزيز الوعي المالي حول البورصة وأدائها من خلال نشر الأخبار والتحليلات المتعلقة بالسوق، المؤسسات المالية والمصرفية التي تقدم خدمات تمويلية للشركات الصغيرة والمتوسطة وتُساعد في تقييم جاهزيتها للإدراج، والمنظمات الدولية والإقليمية التي تدعم تطوير البورصات المخصصة للمشروعات الصغيرة والمتوسطة. وهنا نُشير إلى أن البورصة تُنظم الديناميكية بين هذه الأطراف وتُعزز التعاون بينها.

الشكل رقم (15): الأطراف ذات العلاقة ببورصة المشروعات الصغيرة والمتوسطة

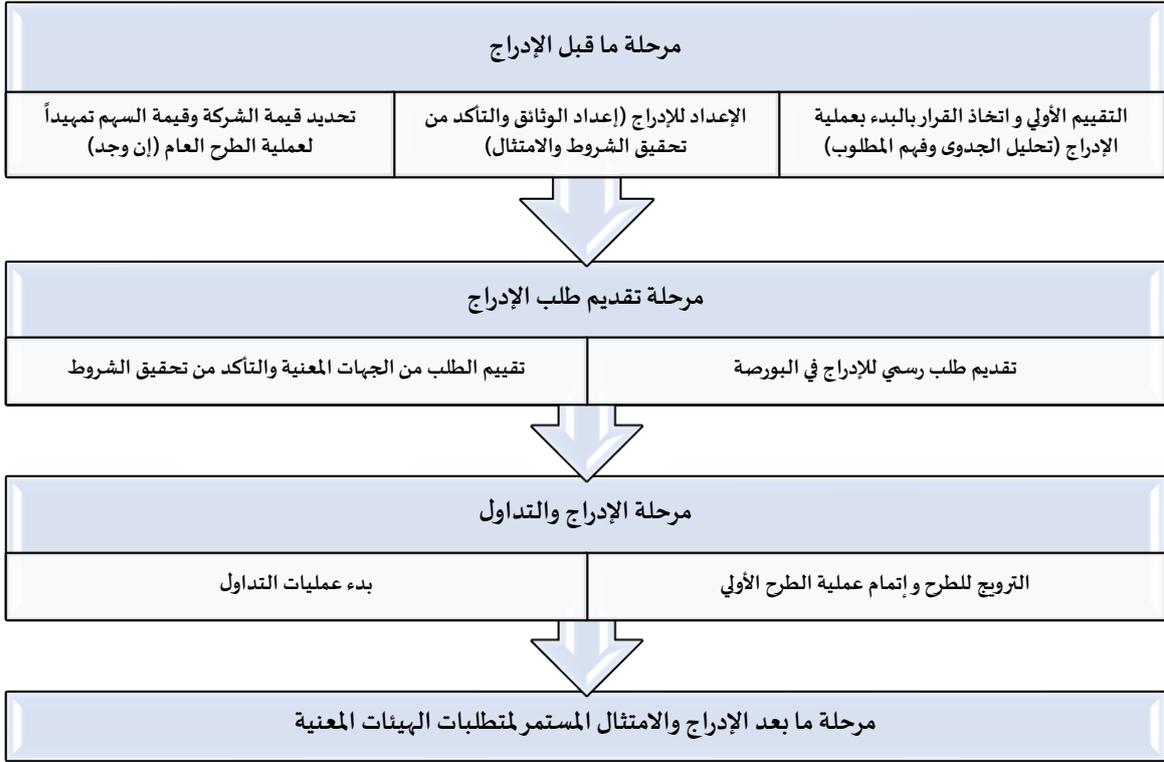


### 3.3 مراحل الإدراج في بورصة المشروعات الصغيرة والمتوسطة

يمكن تقسيم مراحل عملية الإدراج في بورصة المشروعات الصغيرة والمتوسطة إلى ثلاث مراحل تتضمن كل منها عدد من الإجراءات والخطوات التي يجب أت تقوم بها الشركة، والتي يلخص الشكل رقم (16) على النحو التالي:

1. مرحلة ما قبل الإدراج (التخطيط والإعداد): تتضمن هذه المرحلة تقييم الوضع المالي للشركة ومدى قدرتها على تلبية متطلبات الإدراج، اختيار المستشارين (مستشارين ماليين وقانونيين مهمتهم مساعدتها في عملية الإدراج)، إعادة الهيكلة وتطوير الحوكمة (إجراء بعض التغييرات في هيكلها الإداري والمالي ونظام حوكمتها لتلبية متطلبات البورصة)، إعداد البيانات المالية والوثائق المطلوبة، دراسة الجدوى وتحديد القيمة العادلة للسهم. وهنا نُشير إلى أن إتمام هذه المرحلة بشكل سليم يُساهم في معالجة الكثير من التحديات التي تواجه هذه المشروعات لا سيما تلك التي تتعلق بالمعلومات والبيانات المالية مما يجعل المؤسسات المصرفية تميل للتعامل مع هذه المشروعات.
2. مرحلة تقديم طلب الإدراج: تُقدم الشركة طلب رسمي للإدراج في البورصة مع جميع الوثائق المطلوبة، وتقوم بعدها الجهة المعنية بمراجعة الطلب والوثائق المُقدمة للتأكد من استيفاء الشركة لجميع متطلبات الإدراج. وفي حال تحققت الشروط، تُعطي الشركة موافقة مبدئية للإدراج.
3. مرحلة الإدراج والتداول: بعد الانتهاء من عملية الطرح (إذا كانت هناك طرح أولي)، يتم إدراج أسهم الشركة رسمياً في البورصة ويبدأ تداولها. وتحرص الشركة على الالتزام بمتطلبات الإفصاح عن معلوماتها المالية والتجارية بشكل دوري للبورصة والمستثمرين. هنا نُشير إلى أنه في حال وجود طرح أولي (IPO) لأسهم الشركة، فإن هذه المرحلة تشمل التالي:
  - تحديد سعر الطرح الأولي للأسهم بالتشاور مع المستشارين الماليين استناداً إلى الوضع المالي للشركة.
  - التسويق للطرح لجذب المستثمرين.
  - فتح باب الاكتتاب للمستثمرين لشراء الأسهم.
  - تخصيص الأسهم المكتتب عليها للمستثمرين.

الشكل رقم (16): خطوات الإدراج في بورصة المشروعات الصغيرة والمتوسطة



#### 4.3 مزايا الإدراج في بورصة المشروعات الصغيرة والمتوسطة وتبعاته السلبية

يُمكن القول أن أبرز مزايا الإدراج في بورصة المشروعات الصغيرة والمتوسطة هو زيادة فرص الشركة المدرجة في الحصول على التمويل وزيادة رأس المال، إلا أنه هناك مزايا أخرى أهمها: زيادة الوعي بالعلامة التجارية والسمعة نتيجة زيادة ظهور الشركة وانتشارها مما يُعزز من علامتها التجارية ويُكسبها مصداقية وثقة أكبر لدى العملاء والموردين والشركاء، حيث يُعتبر الإدراج بمثابة شهادة جودة للشركة؛ تحفيز الموظفين، حيث يُمكن للشركات استخدام خيارات الأسهم كأداة لتحفيز موظفيها ومكافأتهم، مما يُساهم في زيادة إنتاجيتهم وولائهم للشركة؛ سهولة عمليات الاندماج والاستحواذ، حيث يُمكن استخدام الأسهم كجزء من عملية الدفع؛ وأخيراً، تحسين الحوكمة والشفافية، من خلال زيادة فرص التمويل عن طريق رأس المال المخاطر لأن السوق سيوفر قاعدة بيانات حول المشروعات المدرجة في جميع القطاعات الاقتصادية وهذا يُمثل فرصة لرأس مال المخاطر الذي يرغب في الاستثمار في هذه الشركات ومعرفة إمكاناتها وأوضاعها المالية؛ كما يُساعد قيد الشركة في البورصة على تقوية وضعيتها التفاوضية عند الاقتراض، وتوفير فرصة لدخول مستثمرين استراتيجيين كشركاء مما يسمح بنقل وتحسين الخبرات الفنية والتكنولوجية والإدارة، .

أما الآثار السلبية المرافقة لعملية الإدراج فتشمل ما يلي: ارتفاع التكاليف المالية والإدارية للإدراج والامتثال للقواعد واللوائح (التكاليف رسوم المستشارين، المحامين، المحاسبين، ورسوم البورصة نفسها)؛ متطلبات الإفصاح والشفافية حيث يتطلب الإدراج الكشف عن معلومات مالية وتشغيلية تفصيلية وهو ما لا تفضله العديد من الشركات؛ فقدان بعض السيطرة حيث أن بيع جزء من أسهم الشركة قد يؤدي إلى فقدان المؤسسين أو المالكين الرئيسيين لجزء من سيطرتهم على الشركة. المخاوف المرتبطة بتقلبات سعر السهم، الضغط المتحقق على الإدارة لتحقيق أداء قصير الأجل بسبب التركيز على سعر السهم على حساب الاستثمارات طويلة الأجل، وهذا يؤثر على استدامة الشركة وقدرتها على النمو في المدى الطويل، ويلخص الشكل رقم (17) أبرز مزايا وعيوب الإدراج في بورصة المشروعات الصغيرة والمتوسطة من وجهة نظر عامة.

الشكل رقم (17): مزايا الإدراج في بورصة المشروعات الصغيرة والمتوسطة وتبعاته السلبية من وجهة نظر عامة

عيوب الإدراج في بورصة المشروعات الصغيرة والمتوسطة	مزايا الإدراج في بورصة المشروعات الصغيرة والمتوسطة
<ul style="list-style-type: none"> <li>• الشفافية المطلوبة والمتطلبات التنظيمية.</li> <li>• تكلفة الإدراج.</li> <li>• تأثير التقلبات في السوق.</li> <li>• فقدان بعض السيطرة على الإدارة.</li> <li>• زيادة الرقابة والتدقيق.</li> <li>• صعوبة المتطلبات وشروط الامتثال.</li> <li>• الإلتزامات التنظيمية.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• زيادة رأس المال والتمويل.</li> <li>• مشاركة العاملين في الملكية.</li> <li>• تحسين سمعة الشركة.</li> <li>• زيادة الوعي بالعلامة التجارية.</li> <li>• معرفة القيمة السوقية والتقييم العادل للشركة.</li> <li>• التمويل وإمكانية تداول الأسهم.</li> <li>• سهولة عمليات الاندماج والاستحواذ.</li> <li>• تحسن مستوى الحوكمة والإدارة.</li> </ul>

### 5.3 مقومات نجاح بورصة المشروعات الصغيرة والمتوسطة ومؤشرات التقييم

يرى المتخصصون في الشأن المالي أن نجاح بورصة المشروعات الصغيرة والمتوسطة في الوصول إلى الأهداف يحتاج إلى قيام كافة الأطراف المعنية بأدوارها بكفاءة وفاعلية وبشكل يضمن سير إجراءات الإدراج وإتمام العمليات التشغيلية وعمليات التداول بشفافية وكفاءة. وتتضمن مقومات نجاح بورصة المشروعات الصغيرة والمتوسطة وتحقيق أفضل أداء مقومات تنظيمية وتشريعية، مقومات مالية، مقومات توعوية وثقافية، مقومات تقنية، مقومات إدارية ومؤسسية. وعلى وجه التفصيل، تتضمن هذه المقومات ما يلي:

- وجود إطار قانوني يتصف بالمرونة والشمول، وهذا يتطلب وضع قوانين ولوائح تنظيمية تتسم بالمرونة وتناسب طبيعة المشروعات الصغيرة والمتوسطة وتراعي حقوق المستثمرين.
- تبسيط الإجراءات الإدارية وتقليل التعقيدات المرتبطة بعملية الإدراج لجذب عدد أكبر من الشركات.
- ضمان الشفافية والإفصاح، وهذا يتطلب وضع لوائح وقوانين تلزم المشروعات المدرجة بالإفصاح عن بياناتها المالية بشكل دوري من أجل كسب ثقة المستثمرين.
- تخفيض تكاليف الإدراج وتسهيل عمليات التداول الخاصة بالمشروعات الصغيرة والمتوسطة مقارنةً بالبورصة الرئيسية.
- العمل على ضمان تدفق مزيد من المستثمرين من مختلف الفئات (أفراد، مؤسسات، صناديق استثمار) لدعم السوق وتعزيز حجم التداول في أسهم المشروعات المدرجة.
- تنفيذ حملات تسويقية وثقافية للتعريف بأهمية بورصة المشروعات الصغيرة والمتوسطة كمصدر لرفع رأس المال والحصول على التمويل، وبيان فوائد الاستثمار فيها لجذب أكبر عدد من المستثمرين.
- تعزيز ثقة المستثمرين والعمل على تعزيز استقرار السوق وضمان مصداقية العمليات من خلال تطبيق معايير حوكمة دقيقة.
- توفر البنية التحتية التكنولوجية والمالية الملائمة وإيجاد منصة تداول رقمية متطورة تضمن إتمام عمليات التداول بسهولة وكفاءة، واعتماد تقنيات لحماية البيانات ومنع محاولات للاحتيال.
- توفر الدعم الفني والاستشارات المالية والقانونية للشركات سواء في مرحلة ما قبل الإدراج و/أو أثناء عمليات التداول (بعد الإدراج).
- تعزيز مستوى التنسيق والتشبيك بين الجهات والأطراف ذات العلاقة بعمل البورصة.
- توفر الدعم الحكومي وتقديم حوافز وخدمات لتشجيع المشروعات للدخول إلى القطاع الرسمي والانضمام إلى السوق المالي.
- توفير بيانات شاملة ومنتظمة ومحدثة وشفافة حول أداء السوق والشركات المدرجة.
- وجود هيئات وآليات فعالة للرقابة تضمن الالتزام بمعايير الحوكمة والشفافية والمساءلة.
- وجود سيولة كافية ووجود مستثمرين نشطين لضمان تداول الأسهم بشكل منتظم يحقق أهداف كافة الأطراف.
- وجود آليات تسوية فعالة تضمن تنفيذ الصفقات وتسويتها بشكل بدون أية مشاكل تشغيلية.
- تبني معايير عالمية للإدراج والإفصاح تتوافق مع المعايير الدولية لضمان التنافسية وجذب الاستثمارات الأجنبية.

وعليه، فإن توفر وتكامل هذه المقومات يضمن نجاح بورصة المشروعات الصغيرة والمتوسطة كونه يُساهم في خلق بيئة مالية و اقتصادية مستقرة ومواتية تعزز ثقة المشروعات والمستثمرين. وفي ظل توفر المقومات السابقة، فإنه من المتوقع أن تُمارس بورصة المشروعات الصغيرة والمتوسطة نشاطاتها بكفاءة. وهنا تظهر الحاجة إلى تحديد مؤشرات تقييم أداء بورصة المشروعات الصغيرة والمتوسطة والتي غالباً ما تكون مرتبطة بالأهداف التي تسعى لتحقيقها، وتشمل هذه المؤشرات تلك التي تتعلق بحجم السوق ونشاطه، مؤشرات أداء الشركات المدرجة وتأثير البورصة، مؤشرات جاذبية البورصة للمستثمرين، مؤشرات الحوكمة والشفافية، مؤشرات رضا الأطراف ذات العلاقة، ومؤشرات اقتصادية واجتماعية (مؤشرات الأثر الاقتصادي)، وبين الشكل رقم (18) أبرز مؤشرات تقييم بورصة المشروعات الصغيرة والمتوسطة.

الشكل رقم (18): مؤشرات تقييم أداء بورصة المشروعات الصغيرة والمتوسطة

مؤشر البورصة	عدد الشركات الابتكارية والناشئة المدرجة	الأداء المالي للمشروعات المدرجة	رأس المال الذي تم جمعه
حجم التداول في أسهم الشركات المدرجة	عدد الشركات المدرجة	مستوى شفافية المعلومات	مستوى تنوع قاعدة المستثمرين
مستوى السهولة في عمليات التداول	عدد المشروعات المقدمة للإدراج وعدد المشروعات المدرجة	معدل دوران الأسهم ومدى نشاط التداول	إجمالي القيمة السوقية لجميع الشركات المدرجة في البورصة
معدل الاحتفاظ بالمستثمرين وتطور عدد المستثمرين الجدد	نسبة المشروعات المدرجة التي حققت أهدافها المالية	أداء الأسهم المدرجة	انسجام طبيعة الشركات المدرجة مع الأولويات الوطنية
مستوى رضا الشركات المدرجة	مستوى رضا المستثمرين	تطور عدد وحجم الصفقات اليومية	مستوى التنوع القطاعي للشركات المدرجة تنوع القطاعات الممثلة
عدد فرص العمل المستحدثة نتيجة للإدراج	عدد المشروعات الخضراء المدرجة	القيمة المضافة التي تحققها الشركات المدرجة وتأثيرها على الاقتصاد الوطني	معدلات نمو الشركات المدرجة نتيجة للإدراج والتمويل
عدد الشركات التي انتقلت إلى السوق الرئيسي	مستوى رضا الجهات الرقابية والإشرافية	سرعة تنفيذ العمليات	معدل تكلفة التداول
عدد الطروحات الجديدة	مدى استقرار السوق	مدى التزام الشركات المدرجة بمعايير الإفصاح وإصدار تقارير مالية دقيقة في الوقت المناسب	مدى الامتثال لممارسات الحوكمة الجيدة

وللوصول إلى تقييم شامل لأداء بورصة المشروعات الصغيرة والمتوسطة يُمكن اللجوء إلى استطلاعات الرأي والدراسات الميدانية على المستوى المحلي لقياس رضا الشركات والمستثمرين والجهات الرقابية والإشرافية المعنية، والتقارير الدورية التي تصدرها البورصة، ودراسات المقارنة مع أداء البورصة في دول أخرى.

### 6.3 التجارب الدولية في مجال بورصة المشروعات الصغيرة والمتوسطة

أشرنا سابقاً إلى أن غياب أسس ومقومات الوساطة المالية الفعالة التي تُساعد في تزويد المشروعات الصغيرة والمتوسطة برؤوس الأموال طويلة الأجل، وأشرنا أيضاً إلى محدودية دور البنوك والمؤسسات المالية غير المصرفية في تمويل هذه المشروعات لأسباب عديدة، فضلاً عن صعوبات الإدراج في السوق الرئيسية في البورصة، كل ذلك أدى إلى بروز الحاجة إلى إنشاء منصة خاصة لطرح وتداول أسهم هذه المشروعات. ويمكن أن تكون تابعة للبورصة الرئيسية أو مستقلة عنها إذا اقتضت الحاجة. لذا تُعتبر بورصة المشروعات الصغيرة والمتوسطة بمثابة وسيلة تمويلية حديثة وفعالة أثبتت نجاحها عالمياً نظراً لما تقوم به من جذب للاستثمارات وتعبئة للمدخرات لتلبية الاحتياجات التمويلية لقطاع المشروعات الصغيرة والمتوسطة.

وقد اعتمدت الكثير من الدول بورصة المشروعات الصغيرة والمتوسطة كأداة استراتيجية لدعم الاقتصادات الوطنية وتعزيز الابتكار والتنمية المستدامة، وأصبحت هذه البورصات منصات مهمة لتوفير التمويل اللازم للشركات الناشئة والواعدة ورواد الأعمال. وعلى الرغم من التحديات التي تواجه هذه المشروعات، إلا أن التجارب الدولية أظهرت أن تفعيل دور البورصات المتخصصة يُسهم في التغلب - ولو بشكل جزئي - على التحديات التي تواجه هذه المشروعات وتدعم جهود تنميتها وتطويرها، وهذا بدوره يُساعد في خلق فرص العمل وتحفيز الابتكار وتعزيز القدرة التنافسية. وعليه، فإن تقييم دور هذه المنصات تُعد خطوة جوهرية من أجل الاستفادة من قصص النجاح وتجنب أية إخفاقات محتملة. يبين الشكل رقم (19) أبرز التجارب الدولية في مجال بورصة المشروعات الصغيرة والمتوسطة. وهنا يجدر بنا التأكيد على أن تداول أسهم المشروعات الصغيرة والمتوسطة قد يكون من خلال بورصة منفصلة عن البورصة الرئيسية، أو من خلال منصة تابعة للبورصة الرئيسية.

الشكل رقم (19): أبرز التجارب الدولية في مجال بورصة المشروعات الصغيرة والمتوسطة

سوق الاستثمار البديل - بورصة لندن <a href="https://www.londonstockexchange.com/raise-finance/equity/aim">https://www.londonstockexchange.com/raise-finance/equity/aim</a>	
سوق الاستثمار البديل - بورصة إيطاليا <a href="https://www.borsaitaliana.it/borsaitaliana/storia/storia/consolidamento.en.htm">https://www.borsaitaliana.it/borsaitaliana/storia/storia/consolidamento.en.htm</a>	
منصة المشروعات الصغيرة والمتوسطة - سوق الأوراق المالية في بمباي - الهند <a href="https://www.bsesme.com/">https://www.bsesme.com/</a>	
منصة Emerge - بورصة الهند الوطنية <a href="https://www.nseindia.com/products-services/emerge-platform-about-sme">https://www.nseindia.com/products-services/emerge-platform-about-sme</a>	
سوق SCALE - بورصة فرانكفورت - ألمانيا <a href="https://www.boerse-frankfurt.de/equities/segments/scale">https://www.boerse-frankfurt.de/equities/segments/scale</a>	
منصة السوق البديل - بورصة جوهانسبرغ - جنوب أفريقيا <a href="https://www.jse.co.za/raise-capital/equities-market/altx">https://www.jse.co.za/raise-capital/equities-market/altx</a>	
منصة كاتالست - سنغافوره <a href="https://www.sgx.com/securities/catalist">https://www.sgx.com/securities/catalist</a>	
منصة Leap Market - ماليزيا <a href="https://www.bursamalaysia.com/trade/market/securities_market/leap_market">https://www.bursamalaysia.com/trade/market/securities_market/leap_market</a>	
سوق GEM - هونغ كونغ <a href="https://www.hkex.com.hk/Join-Our-Market/IPO/GEM?sc_lang=en">https://www.hkex.com.hk/Join-Our-Market/IPO/GEM?sc_lang=en</a>	
سوق KONEX - كوريا الجنوبية <a href="https://global.krx.co.kr/contents/GLB/02/0201/0201010304/GLB0201010304T1.jsp">https://global.krx.co.kr/contents/GLB/02/0201/0201010304/GLB0201010304T1.jsp</a>	
سوق KOSDAQ - كوريا الجنوبية <a href="https://global.krx.co.kr/contents/GLB/02/0201/0201010301/GLB0201010301.jsp">https://global.krx.co.kr/contents/GLB/02/0201/0201010301/GLB0201010301.jsp</a>	
منصة Bovespa Mais platform - البرازيل <a href="https://www.b3.com.br/en_us/products-and-services/solutions-for-issuers/listing-segments/bovespa-mais">https://www.b3.com.br/en_us/products-and-services/solutions-for-issuers/listing-segments/bovespa-mais</a>	
منصة Euronext Growth market - European stock exchange and market infrastructure <a href="https://www.euronext.com/en/raise-capital">https://www.euronext.com/en/raise-capital</a>	
سوق NASDAQ - أمريكا <a href="https://www.nasdaq.com/">https://www.nasdaq.com/</a>	

## سوق الاستثمار البديل - بورصة لندن

تم إطلاق سوق الاستثمار البديل في بورصة لندن (AIM London) عام 1995 كمنصة مخصصة للشركات الصغيرة والمتوسطة. ويهدف السوق إلى زيادة فرص للشركات الناشئة في الحصول على التمويل من خلال تسهيل عملية الإدراج وتبسيط المتطلبات التنظيمية مقارنة بالأسواق الرئيسية التي لا تستطيع غالبية هذه الشركات تحقيق متطلبات الإدراج فيها. ويتعين على الشركة الراغبة بالإدراج تعيين مستشار مُعتمد ومُرخص من قبل بورصة لندن لتقديم المشورة والمساعدة في جميع مراحل عملية الإدراج وضمان الامتثال للقواعد التنظيمية. وبخلاف الأسواق الرئيسية، لا يشترط سوق الاستثمار البديل حد أدنى لرأس المال أو حجم الشركة مما يُعطي مرونة أكبر للشركات الناشئة عند الرغبة بدخول السوق. وتتضمن متطلبات الإدراج أيضاً أن تُقدم الشركة خطة عمل واضحة تعكس استراتيجيتها للنمو والتوسع، مع ضرورة الالتزام بمعايير الإفصاح والشفافية وتوفير معلومات دقيقة وشاملة للمستثمرين. ويشمل ذلك نشر التقارير المالية الدورية والإفصاح عن أي أحداث ومتغيرات محلية أو خارجية تؤثر على أعمال الشركة، وبالتالي على ربحيتها وأدائها وقيمتها السوقية. وقد تختلف بعض الشروط بحسب القطاع الذي تعمل فيه الشركة، خاصةً إذا كانت تنشط في مجالات تحتاج إلى تراخيص خاصة أو تمتاز بارتفاع مستوى المخاطر.

بنهاية عام 2024، بلغ عدد الشركات المدرجة في سوق الاستثمار البديل في بورصة لندن حوالي 4000 شركة، 17% منها شركات أجنبية، بينما بلغ عدد الشركات المدرجة في سوق الاستثمار البديل في بورصة إيطاليا 203 شركة.

## سوق الاستثمار البديل - بورصة إيطاليا

تم إطلاق سوق الاستثمار البديل في بورصة إيطاليا (AIM Italia) في عام 2009 بهدف توفير منصة مُخصصة للشركات الصغيرة والمتوسطة، وهو نموذج مشابه لتجربة سوق الاستثمار البديل في بورصة لندن (AIM London). ويتيح السوق للشركات الناشئة الحصول على التمويل اللازم للنمو والتوسع من خلال إدراج إسهامها في السوق الأولى، حيث تم تقليل القيود التنظيمية والشروط مقارنة بالسوق الرئيسية. وحالياً أصبح سوق الاستثمار البديل في بورصة إيطاليا (AIM Italia) جزءاً من Euronext Growth Milan، حيث يبلغ عدد الشركات المدرجة فيه 203 شركة. ويُمكن الحصول على أحدث الإحصاءات المتعلقة بالسوق وأية تفاصيل أخرى حول شروط ومتطلبات ومراحل الإدراج في السوق عبر الموقع الرسمي لبورصة إيطاليا وسوق الاستثمار البديل (AIM Italia) أو عبر البروشور الخاص بشروط عملية الإدراج ومراحلها.

## منصة المشروعات الصغيرة والمتوسطة - سوق الأوراق المالية في بومباي - الهند

تم إطلاق منصة BSE SME في سوق الأوراق المالية في بومباي عام 2012 بهدف دعم الشركات الصغيرة والمتوسطة في الحصول على رأس المال من خلال الإدراج في البورصة. وتهدف المنصة إلى تعزيز فرص نمو هذه الشركات وتحقيق شفافية أكبر في التعاملات المالية. وقد بلغ عدد الشركات التي تم إدراجها 574 شركة بنهاية عام 2024. ويُمكن الحصول على مزيد من التفاصيل حول شروط ومزايا الإدراج من خلال الاطلاع على بروشور المنصة، كما يُمكن الحصول على الإحصاءات المتعلقة بأداء المنصة عبر الموقع الرسمي للمنصة.

## منصة EmERGE - بورصة الهند الوطنية

تم إطلاق هذه المنصة كجزء من بورصة الهند الوطنية في عام 2012 بهدف تقديم الدعم المالي والتنظيمي للشركات الصغيرة والمتوسطة من خلال تسهيل إدراجها في السوق المالية، وقد بلغ عدد الشركات المدرجة 476 شركة بنهاية آذار 2024. ويُمكن الحصول على مزيد من التفاصيل حول شروط ومزايا الإدراج من خلال الاطلاع على بروشور المنصة، كما يُمكن الحصول على الإحصاءات المتعلقة بأداء المنصة عبر الموقع الرسمي للمنصة.

بنهاية عام 2024، بلغ عدد الشركات المدرجة في منصة المشروعات الصغيرة والمتوسطة SME BSE التابعة لسوق الأوراق المالية في بومباي 574 شركة، وبلغ عدد الشركات المدرجة في منصة EmERGE التابعة لبورصة الهند الوطنية 476 شركة. وبلغ عدد الشركات المدرجة في سوق SCALE التابع لبورصة فرانكفورت 43 شركة فقط. ويلاحظ وجود تفاوت واضح في أعداد الشركات المدرجة.

## سوق SCALE - بورصة فرانكفورت - ألمانيا

تم إطلاق سوق SCALE ضمن بورصة فرانكفورت عام 2017. ويوفر هذا السوق فرصة كبيرة للشركات الناشئة والمشروعات الصغيرة والمتوسطة ذات القدرة على النمو السريع لتأمين التمويل اللازم بعيداً عن مصادر التمويل التقليدية وذلك من خلال إدراج أسهمها في السوق. وتقدم المنصة خدمات إضافية مثل الاستشارات المالية والقانونية لتعزيز فرص نجاح الشركات المدرجة. وبلغ عدد الشركات المدرجة في السوق 43 شركة بنهاية عام 2024. ويُمكن الحصول على مزيد من التفاصيل حول شروط

ومزايا الإدراج من خلال الاطلاع على بروتشور السوق، كما يُمكن الحصول على الإحصاءات المتعلقة بأداء السوق عبر الموقع الرسمي.

### منصة السوق البديل - بورصة جوهانسبرغ - جنوب أفريقيا

تم إطلاق منصة AltX عام 2003 وهي سوق بديل تابع لبورصة جوهانسبرغ Johannesburg Stock Exchange (JSE) بهدف توفير فرص تمويلية للشركات الواعدة ذات الجودة العالية. تُمكن AltX الشركات الصغيرة والمتوسطة المدرجة من الوصول إلى شريحة واسعة من المستثمرين، الأمر الذي يُعزز قدرتها التنافسية ويُسرّع وتيرة نموها. وللإدراج في AltX، يتعين على الشركة الراغبة بالإدراج تعيين مستشار مُعتمد يلعب دوراً محورياً في إرشاد الشركات خلال عملية الإدراج ومتطلباتها، ويشمل ذلك إعداد المستندات الضرورية ووضع خطة عمل مُحكمة وشاملة. بالإضافة إلى ذلك، يجب على مديري الشركات الانخراط في برنامج توجيه مُتخصص يضمن فهمهم الكامل للمتطلبات التنظيمية وأفضل ممارسات حوكمة الشركات. تهدف هذه الإجراءات إلى تعزيز الشفافية والكفاءة في السوق، مما يُساهم في خلق بيئة استثمارية جاذبة وقوية تُشجع الابتكار وتدعم النمو الاقتصادي في جنوب إفريقيا. ويُمكن الحصول على مزيد من التفاصيل حول شروط ومزايا الإدراج من خلال الاطلاع على دليل وبروشور المنصة عبر الموقع الرسمي للمنصة.

### منصة كاتالست - سنغافورة

تم إطلاق منصة كاتالست Catalyst Platform التابعة لبورصة سنغافورة Singapore Exchange (SGX) عام 2019 لدعم نمو وتطوير الشركات الصغيرة والمتوسطة، تُعتبر هذه المنصة بمثابة سوق ثانوي داخل بورصة سنغافورة يزيد من إمكانية حصول الشركات الصغيرة والمتوسطة على رأس المال من خلال الإدراج العام. وتهدف منصة كاتالست إلى توفير بيئة مُنظمة وشفافة للشركات الطموحة التي تسعى إلى التوسع والنمو، مع جذب المستثمرين الباحثين عن فرص استثمارية في شركات ديناميكية وواعدة. ويُمكن الحصول على مزيد من التفاصيل حول شروط ومزايا الإدراج من خلال الاطلاع على دليل وبروشور المنصة عبر الموقع الرسمي للمنصة.

## منصة Leap Market - ماليزيا

تم إطلاق منصة Leap Market في عام 2017 من قبل بورصة ماليزيا (Bursa Malaysia) كمنصة مُخصصة لدعم نمو وتطوير الشركات الصغيرة والمتوسطة. يُعتبر Leap Market بمثابة سوق ثانوي داخل بورصة ماليزيا، يوفر للشركات إمكانية الوصول إلى رأس المال من خلال طرح الأسهم في السوق الأولي. ويبلغ عدد الشركات الصغيرة والمتوسطة المدرجة منذ إنشاء المنصة 47 شركة، في حين أن مجموع الشركات المدرجة في السوق الرئيسي بلغ 1061 شركة. ويُمكن الاطلاع على مزيد من المعلومات حول المنصة وشروط ومتطلبات الإدراج عبر موقعها الإلكتروني الرسمي.

## سوق GEM - هونغ كونغ

تم اطلاق GEM عام 1999 وهو سوق ثانوي تابع لبورصة هونغ كونغ Hong Kong Exchanges & Clearing Limited (HKEX) بهدف العمل كمنصة تمويلية مُخصصة للشركات الصغيرة والمتوسطة والشركات الناشئة. ويُعتبر هذا السوق خياراً فعالاً للشركات الصغيرة والمتوسطة التي لا تستوفي متطلبات الإدراج في السوق الرئيسي لبورصة هونغ كونغ، حيث يوفر لها إمكانية الوصول إلى رأس المال العام بشروط إدراج أكثر مرونة وبتكلفة أقل، وقد بلغت عدد الشركات المدرجة 326 بنهاية عام 2024، بينما بلغ عدد الشركات المدرجة في السوق الرئيسية 1062 شركة. ويُمكن الاطلاع على مزيد من المعلومات حول السوق وشروط الإدراج والمكاسب في دليل وبروشور السوق، كما يُمكن الحصول على مزيد من الإحصاءات حول حجم السوق عبر الموقع الإلكتروني للسوق.

## سوق KONEX - كوريا الجنوبية

يعتبر سوق KONEX سوق للأوراق المالية تأسس عام 2013 في كوريا الجنوبية، وهو مُخصص بشكل أساسي للشركات الصغيرة والمتوسطة والشركات الناشئة الراغبة بزيادة رأس المال والحصول على التمويل والتي تواجه صعوبات في الحصول على التمويل اللازم من مصادر تقليدية خصوصاً في مراحل نموها المبكرة. كما يهدف السوق إلى خلق سوق استثمارية حيوية للشركات الناشئة وجذب المستثمرين المهتمين بدعم هذه الشركات والاستثمار فيها، إضافةً إلى تعزيز الاقتصاد الإبداعي. وقد ارتفع عدد الشركات المدرجة إلى 127 بنهاية عام 2023. ويُمكن الاطلاع على مزيد من المعلومات حول السوق وشروط ومتطلبات الإدراج وبيانات السوق عبر موقعه الإلكتروني الرسمي.

بنهاية عام 2024، بلغ عدد الشركات المدرجة في (GEM) Growth Enterprise Market التابع لبورصة هونج كونج 326 بنهاية عام 2024، بينما بلغ عدد الشركات المدرجة في السوق الرئيسية 1062 شركة، وارتفع عدد الشركات المدرجة في سوق كوريا الجديدة (KONEX) إلى 127 بنهاية عام 2023.

### سوق KOSDAQ - كوريا الجنوبية

تم إطلاق سوق Korea Association of Securities Dealers Automated Quotation (KOSDAQ) في يوليو 1996 بغرض زيادة فرص الحصول على رأس المال للشركات الناشئة وكذلك الشركات الصغيرة والمتوسطة العاملة في مجالات تكنولوجيا المعلومات والتكنولوجيا الحيوية. ويبلغ عدد الشركات المدرجة في السوق 1773 شركة بنهاية عام 2024. ويُمكن الاطلاع على مزيد من المعلومات حول السوق وشروط ومتطلبات الإدراج وبيانات السوق عبر موقعه الإلكتروني الرسمي .

### منصة Bovespa Mais - البرازيل

تهدف منصة "Bovespa Mais" التابعة لبورصة B3 في البرازيل إلى دعم وتطوير السوق البرازيلية للأوراق المالية من خلال توفير وصول تدريجي للشركات الصغيرة والمتوسطة إلى السوق الرسمي من أجل تعزيز فرص النمو لهذه المشروعات. وتسمح المنصة بالإدراج دون طرح ، مما يعني أنه (1) يُمكن إدراج الشركة في البورصة لمدة تصل إلى 7 سنوات ومن ثم يتم إجراء الاكتتاب العام الأولي، وتُعتبر هذه ميزة للشركات التي ترغب في الوصول إلى السوق تدريجياً، (2) إعفاء الشركات المدرجة في المنصة من رسوم التسجيل (رسوم B3 التي تتقاضاها لتسجيل الشركات)، (3) الحصول على خصم تدريجي على رسوم صيانة الإدراج والتي تكون 100% في السنة الأولى. ولمزيد من المعلومات حول شروط ومزايا ومتطلبات الإدراج في المنصة، يُمكن زيارة موقعها الإلكتروني الرسمي.

### منصة Euronext Growth market - European Stock Exchange & Market Infrastructure

تأسست منصة Euronext عام 2000 باندماج عدد من البورصات الأوروبية، وتهدف إلى تلبية احتياجات الشركات الصغيرة والمتوسطة في جمع رأس المال اللازم للنمو والتوسع، وذلك من خلال توفير بيئة إدراج مُيسّرة مع إجراءات سريعة ومعايير أهلية ومتطلبات إفصاح أقل تعقيداً مقارنةً بالأسواق الرئيسية. بالإضافة إلى ذلك، تقدم Euronext برامج تدريبية مثل "IPOready" لمساعدة الشركات على الاستعداد لطرح أسهمها للاكتتاب العام. وتوفر Euronext أسواق مخصصة للشركات الصغيرة والمتوسطة مثل

"Euronext Growth" و "Euronext Access". ويُمكن القول أن Euronext Access صُمم خصيصاً للشركات الصغيرة جداً والشركات الناشئة التي تبحث عن تجربتها الأولى في الأسواق العامة، بينما صمم سوق Euronext Growth لتلبية احتياجات الشركات الصغيرة والمتوسطة التي تتطلع إلى زيادة رأس المال وتنمية أعمالها. ويزيد عدد الشركات الصغيرة والمتوسطة المدرجة في هذه المنصة عن 1400 شركة بنهاية عام 2024. ولمزيد من المعلومات حول Euronext يُمكن زيارة الموقع الإلكتروني الخاص بالمنصة، والموقع الإلكتروني الرسمي للأسواق الخاصة بالشركات الصغيرة والمتوسطة.

من أبرز شروط الإدراج في غالبية بورصات المشروعات الصغيرة والمتوسطة (بمسمياتها المختلفة) ضرورة استعانة الشركات الراغبة بالإدراج بمستشارين قانونيين وماليين في المراحل الأولى من عملية الإدراج، خصوصاً مرحلة ما قبل الإدراج ومرحلة التقييم والإعداد. ويُعتبر هذا الشرط منطقياً إلى حد كبير نظراً لكثرة وصعوبة متطلبات الإدراج والوثائق والتحليلات المطلوبة.

## سوق NASDAQ - أمريكا

يعد Nasdaq Capital Market أحد أسواق بورصة ناسداك (NASDAQ) National Association of Securities Dealers Automated Quotations وهو مُصمم خصيصاً لدعم الشركات الصغيرة والمتوسطة وتمكينها من الوصول إلى رأس المال اللازم للنمو والتوسع. ويوفر هذا السوق بيئة إدراج مرنة بمعايير أقل صرامة مقارنةً بأسواق ناسداك الرئيسية مثل "Nasdaq Global Select Market" و "Nasdaq Global Market". وتجدر الإشارة بأنه لا يوجد تاريخ تأسيس مُعلن وواضح لسوق "Nasdaq Capital Market" - كما هو الحال مع تاريخ تأسيس بورصة ناسداك ككل (1971) - إلا أنه تطور عبر الزمن من خلال إعادة هيكلة وتصنيف الشركات المدرجة في ناسداك. ويُمكن الاطلاع على شروط ومتطلبات ومزايا الإدراج عبر دليل وبروشور السوق، كما يُمكن الاطلاع على مزيد من المعلومات والبيانات عبر الموقع الإلكتروني الرئيسي للسوق.

### 7.3 التجارب العربية في مجال بورصة المشروعات الصغيرة والمتوسطة

يتسم واقع بورصات المشروعات الصغيرة والمتوسطة في الدول العربية بالديناميكية والتطور المتباين، فبينما قطعت بعض الدول خطوات متقدمة في إنشاء وتطوير أسواق ومنصات لطرح وتداول أسهم الشركات الصغيرة والمتوسطة، لا تزال دول أخرى في مراحل التخطيط أو الدراسة. ويعكس هذا التباين اختلاف الظروف الاقتصادية والتشريعية والبنية التحتية المالية والتكنولوجية لكل دولة، أنظر الشكل رقم (20). وعلى وجه التفصيل، شهدت البورصات في الدول العربية تطورات منذ عام 2007، حيث تم إنشاء

أسواق متخصصة لدعم المشروعات الصغيرة والمتوسطة. وقد بدأت هذه الجهود مع تأسيس السوق البديل في تونس عام 2007، تلاها بورصة النيل في مصر وسوق النمو في دبي عام 2010. وبعدها تبنت دول أخرى نماذج مشابهة، مثل سوق المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر وسوق الشركات الناشئة في قطر عام 2012. كما أُطلق سوق النمو في السعودية عام 2017 وسوق نمو في أبوظبي عام 2022، وتقوم عُمان بإتمام آخر الخطوات لإطلاق سوق الشركات الواعدة في بورصة مسقط.

الشكل رقم (20): أبرز التجارب العربية في مجال بورصة المشروعات الصغيرة والمتوسطة

بورصة النيل- سوق الشركات الصغيرة والمتوسطة - مصر <a href="https://www.egx.com.eg/ar/Nilex.aspx">https://www.egx.com.eg/ar/Nilex.aspx</a>	
سوق دبي المالي - نمو - الإمارات <a href="https://www.dfm.ae/ar/raise-capital/ipo-listings/sme">https://www.dfm.ae/ar/raise-capital/ipo-listings/sme</a>	
سوق أبوظبي للأوراق المالية - سوق نمو - الإمارات <a href="https://www.adx.ae/ar-AE">https://www.adx.ae/ar-AE</a>	
السوق الموازية - نمو - السعودية <a href="https://www.saudiexchange.sa/wps/portal/saudiexchange/ourmarkets/nomuc-market-watch/marketsummary?locale=ar">https://www.saudiexchange.sa/wps/portal/saudiexchange/ourmarkets/nomuc-market-watch/marketsummary?locale=ar</a>	
سوق المؤسسات الصغيرة والمتوسطة - الجزائر <a href="https://www.sgbv.dz/ar/?page=rubrique&amp;mod=176">https://www.sgbv.dz/ar/?page=rubrique&amp;mod=176</a>	
سوق الشركات الناشئة - قطر <a href="https://www.qe.com.qa/ar/listed-companies-venture">https://www.qe.com.qa/ar/listed-companies-venture</a>	
السوق البديل - تونس <a href="https://www.bvmt.com.tn/ar">https://www.bvmt.com.tn/ar</a>	
سوق الشركات الواعدة - عُمان <a href="https://www.msx.om/Listing.aspx?p=aimd">https://www.msx.om/Listing.aspx?p=aimd</a>	

## بورصة النيل- سوق الشركات الصغيرة والمتوسطة - مصر

تأسست بورصة النيل عام 2010، وتُعتبر أول سوق في منطقة الشرق الأوسط وشمال أفريقيا لقيده وتداول أسهم الشركات الصغيرة والمتوسطة. تهدف بورصة النيل إلى زيادة فرص التمويل والنمو للشركات الصغيرة والمتوسطة الواعدة العاملة في كافة القطاعات بما في ذلك الشركات العائلية. ويُساعد توفر التمويل اللازم والكافي في التغلب على التحديات التي تواجه هذه الشركات وتحد من وقدرتها على المنافسة، الأمر الذي يُساعد هذه الشركات على خلق المزيد من فرص عمل وتحفيز الاستثمار وزيادة الناتج المحلي الإجمالي وتحسين الصادرات الوطنية. وتجدر الإشارة هنا إلى أن بورصة النيل ليست سوق منفصلة كما يعتقد البعض، ولكنها جزء من البورصة المصرية تعمل داخل بورصتي القاهرة والإسكندرية، وتحكمها شروط خاصة للقيده والتداول والتسوية والمقاصة. وتساهم بورصة النيل في زيادة رأس المال وزيادة القيمة السوقية للشركات المدرجة، دمج وإدخال قطاع كبير من الشركات الصغيرة والمتوسطة في منظومة الاقتصاد الرسمي، زيادة كفاءة الإدارة المالية والتنظيمية لهذه الشركات بسبب الالتزامات التي تتحملها لقيدها في البورصة، زيادة فرص الحصول على التمويل اللازم وإتاحة الفرصة للاقتراض طويل الأجل عن طريق إصدار سندات أو زيادة رأس المال عن طريق بيع الأسهم.

ومن مكاسب الإدراج في بورصة النيل زيادة قدرة الشركات المدرجة في التعامل مع الأزمات، زيادة فرص الحصول على تمويل طويل الأجل عن طريق زيادة رأسمالها أو طرح جزء من أسهمها للاكتتاب، تعزيز وضع الشركة أمام العمال والموردين والبنوك والمؤسسات التمويلية، تحديد قيمة عادلة للشركة وحمايتها من التفتت، حماية حقوق الشركاء وتسهيل عملية خروجهم من الشركة في حالة رغبتهم وبالقيمة العادلة، تسهيل عمليات اندماج الشركات الصغيرة والمتوسطة واتحادها لتكوين كيانات أكثر تنافسية. ولمزيد من المعلومات حول بورصة النيل ومزايا القيد فيها، يُمكن الاطلاع على البروشور الخاص بالبورصة.

وتتميز بورصة النيل بإجراءات وشروط مبسطة وميسرة نسبياً لتسهيل عملية القيد، حيث تفرض قواعد وشروط ميسرة للقيد مقارنة بالسوق الرئيسي. ومن هذه الشروط ما يلي: (1) أن تكون الأوراق المالية مقيدة بنظام الإيداع والقيد المركزي. (2) ألا يتضمن النظام الأساسي للشركة أو شروط الإصدار أية قيود على تداول الأوراق المالية المطلوب قيدها. (3) أن تقدم الشركة طالبة القيد قوائم مالية لسنتين ماليتين سابقتين لطلب القيد، وفي حالة عدم إصدار قوائم مالية عن سنة مالية واحدة فقط يجوز تقديمها مع خطة عمل ثلاثية مستقبلية متضمنة النتائج المتوقعة معتمدة من الراعي أو أحد المستشارين الماليين لدى الهيئة العامة للرقابة المالية مرفقاً بها عدم ممانعة الهيئة على دراسة المستشار المالي المستقل عن القيمة العادلة للسهم من حيث اتباع الأسس والمنهجيات في إعداد هذه الدراسة. (4) ألا تقل حقوق المساهمين في آخر

قوائم مالية سنوية أو دورية سابقة لتاريخ طلب القيد عن رأس المال المدفوع. (5) أن يكون رأس المال مدفوع بالكامل. (6) ألا تقل الأوراق المالية المطروحة للتداول بالبورصة عن 20% من مجموع الأوراق المالية المصدرة، وألا يقل عدد المساهمين عن 100 مساهم وذلك خلال فترة تزيد عن ستة أشهر من تاريخ القيد. (7) ألا تقل نسبة احتفاظ مؤسسي وأعضاء مجلس إدارة الشركة المطلوب قيدها عن 51% من أسهم رأس مالها وذلك بمدة لا تقل عن سنتين ماليتين من تاريخ إجراء الطرح. ويجوز للجنة القيد قبول قيد الورقة المالية ولو لم يتوافر فيها أحد الشرطين الأخيرين، على أن تتعهد الشركة باستيفاء كافة الشروط خلال ستة أشهر على الأكثر من تاريخ القيد. ومن شروط القيد في بورصة النيل أيضاً البطاقة الضريبية للشركة والسجل التجاري بجانب السيرة الذاتية للشركاء، كما أن هناك شروط مالية وهي أن يكون رأس المال للشركة لا يقل عن مليون جنيه ولا يزيد عن 100 مليون جنيه. كما تتضمن الشروط الالتزام بقواعد الحوكمة وتقديم تقرير عن ممارسات الشركة، وجود سجل تجاري حديث وساري المفعول، إعداد خطة عمل واضحة تتضمن أهداف الشركة واستراتيجيتها المستقبلية، خلو الموقف القانوني للشركة من الديون التي قد تؤثر على نشاطها، وتوافق الأوضاع القانونية مع القوانين المنظمة للشركات المساهمة وسوق المال. والسؤال الذي يطرح هنا، ما هي نسبة المشروعات الصغيرة والمتوسطة القادرة على تحقيق هذه الشروط في ظل ما يتصف به قطاع المشروعات الصغيرة والمتوسطة في جمهورية مصر العربية من اختلالات هيكلية وتحديات وتقلب في الأوضاع المالية؟.

وبناء على الشروط السابقة، تتطلب عملية القيد ببورصة النيل عدد من الإجراءات أهمها: (1) أن تتعاقد الشركة مع أحد الرعاة المعتمدين من قبل البورصة، تكون مهمته تقديم النصح والإرشاد في مرحلة القيد، إضافة إلى دوره في متابعة التزام الشركة بقواعد ومعايير القيد والإفصاح على أن يستمر الراعي لمدة سنتين من تاريخ إجراء القيد. (2) تسجيل الشركة بسجل الهيئة العامة للرقابة المالية، وهو سجل لتسجيل كافة الشركات والجهات المحلية والأجنبية الراغبة في قيد وطرح أوراقها المالية في البورصة. (3) إعداد القيد المبدئي وتجهيز المستندات المطلوبة وتقديمها للإدارة المختصة في البورصة، حيث أنه على الشركة أن تنتهي من طرح أوراقها المالية في البورصة خلال شهر من موافقة الهيئة، ويُمكن زيادة المدة بموافقة الهيئة. (4) تقوم الشركة بطرح نسبة من أسهمها للتداول بناء على تقرير إفصاح أو نشرة طرح معتمد من الهيئة لنشرها، ثم تبدأ عملية تنفيذ الطرح بالبورصة من خلال إدارة عمليات السوق. (5) عند نجاح الطرح يتم القيد النهائي وتداول أسهم الشركة في السوق تقوم لجنة العمليات بتحديد تاريخ بدء التداول على أسهم الشركة وكذلك سعر الفتح وتحريك الحدود السعرية من عدمه في أول يوم تداول ليتم تحديد سعر إقفال للورقة المالية بناء على قوى العرض والطلب. ولزيد من المعلومات التفصيلية والدقيقة حول شروط القيد في بورصة النيل يُمكن الاطلاع على دليل الإدراج في بورصة النيل.

ومؤخراً، تم التيسير على الشركات الصغيرة والمتوسطة الراغبة في الإدراج في بورصة النيل من خلال عدة تدخلات، أهمها: إعفاء الشركات الراغبة بالإدراج من بعض شروط الإفصاح التي لا تخل بسلامة السوق وأمنه، مساعدة وتأهيل الشركات في عملية القيد وطرح الأسهم، توفير رعاية معتمدين يؤهلون الشركات للقيد في البورصة بالتنسيق مع قطاع الشركات المقيدة بالبورصة كما يُساعدون في عملية طرح الأسهم لاكتتاب، ضمان تكلفة أقل للقيد حيث تم تخفيض تكلفة القيد للشركات الصغيرة والمتوسطة بحيث لا تزيد عن 2 بالألف من رأس مال الشركة المقيدة. وفي إطار الحديث عن الرعاية المُعتمدين من البورصة، تتضمن مهامهم ما يلي: (1) تقدير إذا كانت الشركة مناسبة للقيد في بورصة النيل. (2) تقديم النصح والإرشاد للشركة فيما يتعلق بشروط وقواعد القيد في بورصة النيل. (3) التأكد من معرفة الشركة بالتزاماتها للقيد في البورصة. (4) مساعدة الشركة في إعداد القوائم المالية وتقديمها في مواعيدها المحددة. (5) مساعدة الشركة في مرحلة استكمال كافة إجراءات القيد. (6) مساعدة الشركة في عملية طرح الأسهم للاكتتاب سواء كان عام أو خاص. (7) تقديم تغطية بحثية (Research Coverage) للشركات التي ترعاها. لمزيد من المعلومات حول كيفية ومتطلبات ونماذج وتكلفة القيد في البورصة وقواعد التداول وقائمة الرعاية وآخر التطورات، يُمكن الاطلاع على الموقع الرسمي للبورصة.

بنهاية عام 2024، شهدت بورصة النيل تطورات مختلفة، حيث تم استقبال شركتين جديدتين للاكتتاب، وتم شطب 3 شركات، وتحول 5 شركات من بورصة النيل إلى السوق الرئيسي الأوسع نطاقاً للتداول. ويبلغ عدد الشركات المتداولة في بورصة النيل حالياً 28 شركة مع وجود 4 شركات لم يبدأ التداول بأسهمها. وبنهاية عام 2024، حقق مؤشر بورصة النيل أو كما يطلق عليه "تميز" طفرة ملحوظة ليصعد بنسبة 56% ليسجل عند مستوى 9980 نقطة.

## سوق دبي المالي - نمو - الإمارات

تم إطلاق "سوق النمو" في سوق دبي المالي في 26 يونيو 2010 ليكون منصة مخصصة للشركات الصغيرة والمتوسطة بهدف توفير فرص تمويل أفضل لهذه الشركات، مما يعزز من قدرتها على التوسع والنمو. ويشكل الانضمام إلى "سوق النمو" خياراً مفضلاً ومحبباً بالنسبة إلى للشركات الراغبة في تسريع النمو وتنويع مصادر الدخل وتحسين الوصول إلى رأس المال. وينطوي تحول الشركة الصغيرة أو المتوسطة إلى شركة مساهمة عامة مدرجة في "سوق النمو" في سوق دبي المالي على قائمة طويلة من المزايا والفرص أهمها: (1) زيادة فرص الحصول على رأس المال اللازم لتمويل النمو. (2) سهولة الحصول مستقبلاً على رأس المال أو التمويل عبر أدوات الدين. (3) تحسين صورة الشركة وتعزيز شهرة العلامة التجارية. (4) تقليل الاعتماد على التمويل المصرفي. (5) الوصول إلى شبكة متنوعة من المستثمرين. (6) الالتزام تجاه الموظفين

واستبقائهم واستقطاب المزيد من المواهب. ويُمكن الحصول على مزيد من المعلومات حول مزايا الإدراج في "سوق النمو" عبر الموقع الإلكتروني لسوق دبي المالي.

ومن جانب آخر، يشكل الانضمام إلى سوق النمو خياراً إضافياً بالنسبة إلى للشركات العائلية، حيث يُساعد في استدامة هذه الشركات والمحافظة على الإرث العائلي للأجيال القادمة، زيادة الفرص لتنويع الثروة، وتحسين الوصول إلى رأس المال. وعلى نطاق اقتصادي أوسع، يُمثل النمو المستدام طويل الأمد للشركات العائلية أمراً بالغ الأهمية لكل من الاقتصادات الوطنية في المنطقة والاقتصاد العالمي. ومن مزايا إدراج الشركات العائلية في سوق النمو: (1) تعزيز المصداقية وتحسين صورة الشركة. (2) الاتصال بشبكة متنوعة من المستثمرين. (3) إطار فعال للانضباط المؤسسي. (4) تعاقب سلس للأجيال. (5) الوصول إلى رؤوس الأموال. (6) زيادة الوعي بالعلامة التجارية. (7) تحسين الفعالية التشغيلية. (8) حصول المساهمين على فرصة التخارج مع الشفافية في الأسعار. ويُمكن الاطلاع على مزيد من المعلومات حول مزايا الإدراج للشركات العائلية على الموقع الإلكتروني لسوق دبي المالي.

من مزايا إدراج الشركات الناشئة في البورصة ضمان استمراريتها؛ فوفقاً لدراسة أجرتها شركة "كي بي إم جي" (KPMG) العالمية، فإن 30% فقط من الشركات العائلية -التي تعتمد على مستثمر واحد أو عدد محدود من المستثمرين- تصمد حتى الجيل الثاني للعائلة، و13% منها تصمد حتى الجيل الثالث، و3% فقط تستمر حتى الجيل الرابع. أما الإدراج في البورصة، فيحمي الشركة ويسمح بنقل سلس لمكيتها والتخارج لمن أراد.

ويوفر سوق دبي المالي للشركات المدرجة مجموعة واسعة من الخدمات ذات القيمة المضافة، بما في ذلك: (1) وجود برنامج خاص لدعم الشركات. (2) توفير خيار جمع رأس المال الجديد أو بيع الأسهم الحالية من خلال عملية تحديد أسعار الاكتتاب. (3) وجود خطة معدة خصيصاً للتواصل مع أصحاب المصلحة. (4) المشاركة في المؤتمرات الدولية ذات العلاقة بالشركات والمستثمرين. (5) شبكة من مزودي الخدمات ترافق الشركات المدرجة في مختلف المراحل. (6) الترويج من خلال وسائل الإعلام المختلفة والمؤتمرات الصحفية. (7) إمكانية توزيع الأرباح من خلال بطاقات أيفستر الخاصة بسوق دبي المالي. وتتضمن شروط الإدراج في سوق النمو: (1) لا تقل القيمة السوقية عن 30 مليون درهم إماراتي. (2) أن يكون الهيكل القانوني للشركة هو شركة مساهمة خاصة. (3) يتعين أن تكون أسهم رأس المال مدفوعة بالكامل. (4) يتعين إصدار تقارير التدقيق المالي عن الشركة خلال آخر سنتين ماليتين وفقاً للمعايير الدولية لإعداد التقارير المالية. (5) لا يجوز أن تقل قيمة أسهم المساهمين عن قيمة أسهم رأس المال المدفوع للشركة. وتجدر الإشارة

إلى عدم توفر معلومات حول شروط ومتطلبات الإدراج في سوق النمو في سوق دبي المالي وحول عدد الشركات المدرجة والقيمة السوقية لهذه الشركات.

## سوق أبوظبي للأوراق المالية - سوق نمو - الإمارات

تم إطلاق "سوق النمو" التابع لسوق أبوظبي للأوراق المالية في عام 2022 ليحل محل "السوق الثاني" الذي تأسس عام 2014، ويعتبر "سوق النمو" مُخصص لإدراج أسهم الشركات المساهمة الخاصة من خلال الاكتتاب الخاص أو الإدراج المباشر. وهو منصة تداول أطلقها سوق أبوظبي للأوراق المالية لربط المستثمرين والشركات الخاصة.

ومن مزايا سوق النمو في سوق أبوظبي للأوراق المالية ما يلي: (1) سلسلة عملية الإدراج حيث يُمكن الاستفادة من عملية الإدراج الأقل صرامة مقارنة بالسوق الرئيسي. (2) إمكانية الوصول إلى مجموعة متنوعة من المستثمرين الإقليميين والعالميين المهتمين بالشركات ذات الإمكانيات عالية النمو. (3) تعزيز حقوق ملكية العلامة التجارية تعزيز مستوى ملفات الشركة وترسيخ مصداقيتها ككيان يتم تداوله علنا، مما يعزز ثقة أصحاب المصلحة وثقتهم. (4) فتح سبل جديدة لزيادة رأس المال لدعم خطط النمو. (5) تسهيل الوصول إلى التمويل للتوسع والاستحواذ والاستثمارات الاستراتيجية. (6) الاستفادة من توجيهات ودعم خبراء سوق أبوظبي للأوراق المالية طوال عملية الإدراج وما بعدها، (7) الاستفادة من الموارد لإدارة علاقات المستثمرين وحوكمة الشركات ولوائح السوق. (8) يعد سوق النمو نقطة انطلاق قيمة للشركات التي تطمح إلى الانضمام إلى السوق الرئيسي في المستقبل .

يمنح سوق نمو عدة مزايا للشركات المدرجة أو الراغبة في الإدراج كسلسلة عملية الإدراج وشروط أسهل مقارنة بالسوق الرئيسي، إمكانية الوصول إلى مستثمرين إقليميين عالميين، تعزيز حقوق ملكية العلامة التجارية، إمكانية زيادة رأس المال لدعم خطط النمو والتوسع والاستحواذ، الاستفادة من توجيهات ودعم خبراء سوق أبوظبي للأوراق المالية طوال عملية الإدراج وما بعدها.

وتتضمن عملية الإدراج عدد من المراحل والخطوات والمتطلبات، حيث أن على الشركة الاستعداد وتوفير الدعم القانوني من خلال تعيين مستشارين قانونيين للمساعدة في عملية تقديم الطلبات وتحويل الشركة إلى شركة مساهمة خاصة. بعد ذلك تعمل الشركة على الحصول على موافقة دائرة التنمية الاقتصادية للتحويل إلى شركة مساهمة، ثم تسجيل الشركة مع هيئة الأوراق المالية والسلع. بعد ذلك يتم إتمام الطلب والتقديم والمراجعة من سوق أبوظبي للأوراق المالية. وبعد استيفاء متطلبات الإيداع المركزي للأوراق المالية، يقوم سوق أبوظبي للأوراق المالية بإجراء عملية مراجعة داخلية ويضمن الإعلان

عن عمليات الإفصاح المالية المناسبة، وبعدها يتم الموافقة والإدراج. وتتضمن متطلبات الأهلية للإدراج في سوق النمو: (1) سجل القوائم المالية المدققة لمدة سنتين. (2) التسجيل مع هيئة الأوراق المالية والسلع. (3) أن يكون قد مر سنتين على التأسيس. (4) موافقة مجلس الإدارة. (5) أن لا تقل حصة المساهمين عن 100% من رأس المال المدفوع. وتشير البيانات المتوفرة إلى أن عدد الشركات المدرجة يبلغ 14 شركة بنهاية عام 2024.

## السوق الموازية - نمو - السعودية

سوق "نمو" هي سوق موازية للسوق الرئيسية في المملكة العربية السعودية أطلقت عام 2017. وتعتبر هذه السوق منصة بديلة تمكن الشركات من الوصول إلى السوق المالي بسهولة، وهي مصدر تمويل عالي الكفاءة تتصف بمتطلبات إدراج أكثر مرونة مقارنة بالسوق الرئيسية. ومن أبرز مميزات سوق "نمو" إمكانية استفادة الشركات المدرجة من برنامج الحوافز، إضافة إلى إمكانية الانتقال إلى السوق الرئيسية عند تحقيق الشروط اللازمة لذلك.

وتتضمن متطلبات طرح أسهم الشركات في سوق "نمو" عدداً من الشروط التي تُعتبر أكثر مرونة من شروط الإدراج في السوق الرئيسية ما يلي: (1) أن تكون شركة مساهمة سعودية، أو شركة مساهمة مملوكة غالبية رأسمالها لمواطني دول مجلس التعاون لدول الخليج العربية وتتمتع بجنسية إحدى دول المجلس. (2) أن لا تقل القيمة السوقية للشركة عن 10 ملايين ريال. (3) أن يكون 20% من الأسهم على الأقل مملوكة من قبل الجمهور بما لا يزيد عن 5% لكل مستثمر. (4) أن تكون الشركة قد مارست نشاط تشغيلي في مجال عملها لمدة سنة على الأقل. (5) أن تقوم الشركة بتعيين مستشار مالي بينما يكون تعيين مستشار قانوني اختيارياً. (6) تقديم قوائم وتقارير مالية سنوية مدققة للشركة وتقديم قوائم مالية ربعية مراجعة. (7) لا يوجد متطلب لربحية الشركة. (9) حظر لبيع أسهم المؤسسين لمدة سنة من تاريخ الإدراج. (10) ألا يقل عدد المساهمين من الجمهور عند الإدراج عن 50 مساهماً إذا كانت القيمة السوقية الإجمالية المتوقعة لجميع الأسهم المطلوب إدراجها تزيد على 40 مليون ريال، أو 35 مساهماً إذا كانت القيمة السوقية الإجمالية المتوقعة لجميع الأسهم المطلوب إدراجها تقل عن 40 مليون ريال. (11) طرح 20% من الأسهم على الأقل لتكون مملوكة من قبل الجمهور، وبإمكان الجهة المصدرة إدراج ما قيمته 30 مليون ريال سعودي كحد أدنى لقيمة الأسهم المدرجة أيهما أقل.

وبين الجدول رقم (1) بعض الفروقات بين شروط الإدراج في السوق الموازية والسوق الرئيسية. والسؤال الذي يُطرح هنا، ما عدد الشركات القادرة على تحقيق هذه الشروط في ظل ما يُعانيه قطاع المشروعات الصغيرة والمتوسطة من اختلالات هيكلية وتحديات متنوعة ومزمنة؟

الجدول رقم (1): الفرق بين شروط الإدراج في السوق الرئيسية والسوق الموازية (السعودية)

البيان	السوق الرئيسية	سوالنمو - السوق الموازية
الحد الأدنى للقيمة السوقية	300 مليون ريال	10 مليون ريال
عدد المساهمين عند الإدراج	200 مساهم على الأقل	50 مساهم على الأقل
الالتزامات المستمرة	- الإفصاح عن البيانات المالية الربعية خلال مدة لا تتجاوز 30 يوم من نهاية الفترة. - الإفصاح عن البيانات المالية السنوية خلال مدة لا تتجاوز ثلاثة أشهر من نهاية الفترة.	- الإفصاح عن البيانات المالية النصف سنوية خلال مدة لا تتجاوز 45 يوم من نهاية الفترة. - الإفصاح عن البيانات المالية السنوية خلال مدة لا تتجاوز 3 أشهر من نهاية الفترة.
حدود التقلبات السعرية اليومية	- الحدود الثابتة للتذبذب السعري تساوي $\pm 10\%$ وذلك خلال الثلاثة أيام الأولى من إدراج كل من الأسهم وصناديق الاستثمار العقارية المتداولة (ريتس) وصناديق الاستثمار المغلقة المتداولة. - ابتداءً من اليوم الرابع، سيتم إلغاء تطبيق الحدود الثابتة للتذبذب السعري.	- الحدود الثابتة للتذبذب السعري تساوي $\pm 10\%$ وذلك على كل الأوراق المالية المدرجة وبشكل مستمر.

وبما أن السوق الموازية "نمو" مُخصص فقط للمستثمرين المؤهلين، نورد فيما يلي الجهات التي يُمكنها الاستثمار في السوق وهي: (1) أشخاص مرخص لهم يعملون لحسابهم الخاص. (2) شخص مرخص له في ممارسة أعمال الإدارة شريطة أن يكون قد تم تعيينه بشروط تمكنه من اتخاذ القرارات الخاصة بقبول المشاركة في الطرح والاستثمار في السوق الموازية نيابةً عن العميل دون الحاجة إلى الحصول على موافقة سابقة منه. (3) حكومة المملكة، أو أي جهة حكومية، أو أي هيئة دولية تعترف بها الهيئة أو السوق وأي سوق مالية أخرى تعترف بها الهيئة أو شركة مركز إيداع الأوراق المالية "مركز الإيداع". (4) الشركات المملوكة من الحكومة، مباشرة أو عن طريق محافظة يديرها شخص مرخص له في ممارسة أعمال الإدارة. (5) الشركات والصناديق المؤسسية في دول مجلس التعاون لدول الخليج العربية. (6) صناديق الاستثمار. (7) الأجانب غير المقيمين الذين يستوفون المتطلبات المنصوص عليها في الدليل الاسترشادي لاستثمار الأجانب غير المقيمين في السوق الموازية. (8) المؤسسات المالية الأجنبية المؤهلة. (9) أي أشخاص اعتباريين آخرين يجوز لهم فتح حساب استثماري في المملكة وحساب لدى شركة مركز إيداع الأوراق المالية. (10) الأشخاص الذين يجوز لهم

فتح حساب استثماري في المملكة وحساب لدى شركة مركز إيداع الأوراق المالية شريطة تحقيق شروط تتعلق بقيمة الصفقات التي قاموا بها (لا تقل عن 40 مليون و10 صفقات كل 3 شهور)، سنوات العمل في القطاع المالي، قيمة والأصول (لا تقل عن 5 مليون ريال سعودي)، والخبرة المهنية الخاصة بالتعامل في الأوراق المالية (شهادات معتمدة من الهيئة أو من جهة معترف بها دولياً). (11) أي أشخاص آخرين تحددهم الهيئة. يرى الكثيرون أن سوق نمو هو الأسرع نمواً مقارنة بالأسواق الموازية في دول المنطقة. وصل عدد الشركات المدرجة في السوق إلى 106 شركات بنهاية عام 2024. وارتفعت القيمة السوقية من 12.88 مليار دولار أمريكي عام 2023 إلى 15.7 مليار دولار أمريكي عام 2024 أي بمعدل نمو بلغ 21.9%. وارتفع مؤشر سوق نمو خلال عام 2024 مقارنة بعام 2023 بحوالي 7 آلاف نقطة (24529-31476)، وبنسبة نمو تجاوزت 28%. وارتفع متوسط قيمة التداولات اليومية في سوق نمو من 8.64 مليون دولار إلى 15.07 أي بنسبة 74.3%.

وعند رغبة أي شركة من الشركات المدرجة في السوق الموازية الانتقال إلى السوق الرئيسية يجب عليها تحقيق شروط الانتقال والمروءة بعدة مراحل: (1) تقديم الطلب بعد مضي سنتين من إدراج أسهم الشركة في السوق الموازية. (2) الإعلان جميع متطلبات الإدراج في السوق الرئيسية، باستثناء القيمة السوقية، حيث أن الحد الأدنى لمتوسط القيمة السوقية الإجمالية خلال الأشهر الستة السابقة لتقديم الطلب هو 200 مليون ريال سعودي. (3) الإفصاح للجمهور قبل تقديم الطلب عن تقرير مجلس الإدارة مشتملاً على المعلومات المطلوبة بموجب اللوائح التنفيذية ذات العلاقة. (4) استيفاء عن موافقة مجلس الإدارة على الانتقال إلى السوق الرئيسية والإفصاح عنها للجمهور قبل بدء جلسة التداول التي تلي صدور الموافقة. (5) الإعلان للجمهور عند تقديم طلب الانتقال إلى السوق الرئيسية. (6) الإعلان عن موافقة السوق على انتقال أسهم الشركة إلى السوق الرئيسية. (7) قيام السوق بإيقاف تداول أسهم الشركة لمدة لا تزيد عن خمس جلسات تداول إلى حين اكتمال إجراءات الانتقال، ثم يتم تداول أسهم الشركة في السوق الرئيسية.

أما فيما يتعلق بحجم النشاط في السوق الموازية في السنوات الأخيرة، فقد تم خلال عام 2024 إدراج 30 شركة جديدة في سوق نمو (أعلى عدد إدراجات سنوية في السوق منذ تأسيسه في عام 2017 مقارنة بعدد 35 إدراجاً خلال عام 2023، و32 إدراجاً خلال عام 2022)، في حين انتقلت 3 شركات إلى السوق الرئيسية. وبهذا وصل عدد الشركات المدرجة إلى 106 شركات بنهاية عام 2024. ويرى الكثيرون أن سوق نمو هو الأسرع نمواً من حيث عدد الشركات المدرجة مقارنة بالأسواق الموازية في دول المنطقة، أنظر الجدول رقم (2). وتُشير البيانات الخاصة بالسوق إلى أن القيمة السوقية ارتفعت من 12.88 مليار دولار أمريكي عام 2023 إلى 15.7 مليار دولار أمريكي عام 2024 أي بمعدل نمو بلغ 21.9%. أنظر الجدول رقم (3). كما ارتفع مؤشر سوق نمو خلال عام 2024 مقارنة بعام 2023 بحوالي 7 آلاف نقطة (24529-31476)، وبنسبة نمو تجاوزت 28% وهي

الأعلى مقارنة بأسواق المنطقة، أنظر الجدول رقم (4). وارتفع متوسط قيمة التداولات اليومية في سوق نمو من 8.64 مليون دولار إلى 15.07 أي بنسبة 74.3% وهي أعلى من نظيراتها في السوق الرئيسية والأسواق المالية في دول المنطقة

الجدول رقم (2): تطور عدد الشركات المدرجة في سوق "نمو" مقارنة بالأسواق في دول مجلس التعاون لدول الخليج العربية (2024-2023)

السوق	2023	2024	التغير	نسبة النمو
السوق الموازية (نمو)	79	106	27	34.20%
السوق الرئيسية (تاسي)	231	247	16	6.90%
سوق أبوظبي للأوراق المالية	107	118	11	10.30%
سوق دبي المالي	62	64	2	3.20%
بورصة قطر	51	52	1	2.00%
بورصة الكويت	118	109	-9	-7.60%
بورصة البحرين	42	39	-3	-7.10%
بورصة مسقط	22	25	3	13.60%

الجدول رقم (3): تطور القيمة السوقية للشركات المدرجة في سوق "نمو" مقارنة بالأسواق المالية في دول مجلس التعاون لدول الخليج العربية (2024-2023).

السوق	2023	2024	التغير	نسبة النمو
السوق الموازية (نمو)	12.88	15.7	2.82	21.90%
السوق الرئيسية (تاسي)	3,002.49	2,720.06	-282.42	-9.40%
سوق أبوظبي للأوراق المالية	782.13	784.07	1.94	0.20%
سوق دبي المالي	186.93	246.68	59.75	32.00%
بورصة قطر	171.6	170.57	-1.03	-0.60%
بورصة الكويت	27.39	26.78	-0.61	-2.20%
بورصة البحرين	20.66	20.53	-0.13	-0.60%
بورصة مسقط	13.63	15.28	1.65	12.10%

الجدول رقم (4): تطور مؤشر سوق "نمو" مقارنة بمؤشرات الأسواق المالية في دول مجلس التعاون لدول الخليج العربية (2024-2023)

السوق	2023	2024	التغير	نسبة النمو
السوق الموازية (نمو)	24,529	31,476	6,947	28.30%
السوق الرئيسية (تاسي)	11,967	12,037	69	0.60%
سوق أبوظبي للأوراق المالية	9,577	9,419	-158	-1.60%
سوق دبي المالي	4,059	5,159	1,100	27.10%
بورصة قطر	10,831	10,571	-260	-2.40%
بورصة الكويت	5,570	6,907	1,338	24.00%
بورصة البحرين	1,971	1,986	15	0.80%
بورصة مسقط	4,514	4,577	63	1.4

## سوق المؤسسات الصغيرة والمتوسطة - الجزائر

تم إطلاق سوق المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر عام 2012 كسوق تابع لبورصة الجزائر. ويهدف السوق إلى تيسير عملية التعامل مع مسألة التمويل التي تُعاني منها هذه المؤسسات باعتبار أن مثل هذه السوق - الذي يطلق عليه السوق البديل أو السوق الموازي - هو سوق مكمل لسوق الائتمان المصرفي، كما يهدف إلى إتاحة فرصة استثمارية للشركات الراغبة في الاستثمار بأسهم الشركات الصغيرة والمتوسطة، ضمان ولاء موظفي الشركات المدرجة حيث تتيح لهم المشاركة في رأس المال (شراء عدد من أسهم الشركة)، وتحسين سمعة واستدامة الشركات الصغيرة والمتوسطة على الصعيدين المالي والتجاري.

وتُعتبر شروط الإدراج في السوق الرئيسية في بورصة الجزائر صعبة جداً إلى حد ما، على غرار الأسواق الرئيسية الأخرى سواء في دول المنطقة أو عند مقارنتها بالأسواق في الدول المتقدمة، وفي الغالب لا تملك الشركات الصغيرة والمتوسطة القدرة والإمكانات لتحقيق هذه الشروط لأسباب عديدة تتعلق بحجمها وحجم رأس المال المستثمر والتوزيع القطاعي وغيرها من الأسباب، لذا أُدرجت بعض التعديلات التنظيمية خلال سنة 2012 على تلك الشروط لتخفيفها على الشركات الصغيرة والمتوسطة. وبناءً على هذه التعديلات أصبحت شروط الإدراج في سوق المؤسسات الصغيرة والمتوسطة التابع لبورصة الجزائر ما يلي:

- (1) أن تكون شركة مساهمة، وأن تقوم بتعيين مستشار مرافق لمدة 5 سنوات. (2) أن تفتح رأسمالها بنسبة 10% كحد أدنى في فترة أقصاها يوم الإدراج في البورصة. (3) أن تطرح للاكتتاب العلني سندات رأس المال التابعة لها، بحيث تُوزَّع على ما لا يقل عن 50 مساهماً أو 3 مستثمرين من المؤسسات في فترة أقصاها يوم الإدراج. (4) أن تنشر كشفها المالية المصدّقة للعامين الماضيين، ما لم تعفها لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها من هذا الشرط دون الإخلال بأحكام قانون التجارة المتعلقة بالشركات ذات الأسهم التي تقوم باللجوء العلني إلى الادخار.

أما شروط الأرباح والحد الأدنى لرأس المال فليست مطلوبة من الشركة التي تطلب الإدراج في سوق المؤسسات الصغيرة والمتوسطة. يبين الجدول رقم (5) الفرق بين بعض شروط الإدراج في السوق الموازية والسوق الرئيسية، ويلاحظ من الجدول أن شروط الإدراج في سوق المؤسسات الصغيرة والمتوسطة أسهل بشكل واضح من شروط الإدراج في السوق الرئيسية.

الجدول رقم (5): شروط الإدراج في السوق الرئيسية والسوق الموازية في بورصة الجزائر

الشروط	السوق الرئيسية	سوق المؤسسات الصغيرة والمتوسطة
الشكل القانوني	شركة ذات أسهم - شركة مساهمة	شركة ذات أسهم - شركة مساهمة
رأس المال الأدنى المدفوع	500.000.000 دينار جزائري	لا يوجد حد معين
نتائج السنة المالية الأخيرة	تحقيق أرباح	ليست مطلوبة
الحصة المطروحة للاكتتاب العلني من رأس المال الأدنى	20%	10%
الكشوف المالية المصدقة والمنشورة	للسنوات الثلاث الأخيرة	للسنتين الأخيرتين، ما لم تحصل على إعفاء من لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها
هيكل التدقيق المحاسبي الداخلي	مطلوب	مطلوب + تعيين مرقّي البورصة
عدد أصحاب الأسهم يوم الإدراج في البورصة	150 مساهماً	50 مساهماً أو 3 مستثمرين من المؤسسات

أما بخصوص المستشار المالي الذي يجب الاستعانة به قبل وأثناء مرحلة الإدراج في السوق، فإن اختياره ليس بشكل عشوائي و انتقائي وإنما هناك شروط يجب توفرها لاعتماده. ومن هذه الشروط: (1) أن يكون وسيطاً معتمداً في عمليات البورصة أو بنكاً أو مؤسسة مالية أو شركة استشارية في مجالات التمويل والقانون وإستراتيجية الأعمال. (2) أن يمتلك الخبرة الكافية في عمليات هيكل رأس المال واندماج وشراء المؤسسات. (3) أن يكون معترفاً به ومسجلاً لدى لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها. وهنا نشير إلى أن دور المستشار المالي لا يقتصر على تقديم الدعم والمشورة في مرحلة ما قبل الإدراج، وإنما يجب الاستعانة به لمدة 5 سنوات تغطي مرحلة ما قبل الإدراج ومرحلة الإدراج ومرحلة ما بعد الإدراج.

وينصّ نظام بورصة الجزائر على وجود إجراءين اثنين للإدراج في البورصة، الأول يُطلق عليه الإجراء العادي وينطوي على القيام بعملية التسجيل المباشر للقيم المنقولة في جدول التسعيرة حتى يتم التداول عليها وفقاً لشروط التسعيرة المطبقة في سوق المؤسسات الصغيرة والمتوسطة. ويستخدم الإجراء العادي بالنسبة للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة التي كانت سنداتهما محلّ عملية توظيف سابق لدى مستثمرين مؤسسيين. أما الإجراء الثاني فهو إجراء العرض العلني للبيع هو عملية تنطوي على عرض سندات رأس المال - التي تصدرها الشركات ذات الأسهم - للبيع وفقاً لشروط محددة تتعلق بالكمية والسعر. ويُمكننا أن نميز بين طريقتين لذلك: الأولى هي العرض العلني للبيع مقابل سعر ثابت، وينطوي هذا الإجراء على إتاحة كمية من السندات في السوق مقابل سعر ثابت ونهائي. أما الثانية فهي العرض العلني للبيع مقابل الحد الأدنى للسعر، يعتبر سعر العرض المقترح في هذه الحالة هو الحد الأدنى للسعر الذي تُقرره الشركة المصدرة للسندات.

أما فيما يتعلق بإمكانية انتقال الشركات الصغيرة والمتوسطة من سوق المؤسسات الصغيرة والمتوسطة إلى السوق الرئيسية، فهي عملية ممكنة لكنها تتطلب عدة شروط لا بد من تحقيقها، هي:

(1) التواجد لمدة سنة واحدة في سوق المؤسسات الصغيرة والمتوسطة إذا لم تكن الشركة المصدرة قد تشكّلت من خلال عملية اللجوء العلني للدخار، و3 سنوات للشركات التي تشكّلت من خلال عملية اللجوء العلني للدخار. (2) الحصول على موافقة لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها (قرار التحويل تمنحه لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها ويُنشر في النشرة الرسمية للتسعيرة لبورصة الجزائر). (3) تحقيق شروط القبول في السوق الرئيسية. ولمزيد من المعلومات حول كافة التفاصيل المتعلقة بمراحل وشروط عملية الإدراج في سوق المؤسسات الصغيرة والمتوسطة يُمكن الاطلاع على دليل الانتقال من السوق الرئيسي إلى السوق الموازي.

يقدم سوق المؤسسات الصغيرة والمتوسطة التابع لبورصة الجزائر تسهيلات وشروط إدراج مرنة مقارنة بالسوق الرئيسية، ويمنح فرص للانتقال من سوق المؤسسات الصغيرة والمتوسطة إلى السوق الرئيسية بشرط مرنة مقارنة بنظيراتها في البورصات العالمية. وعلى الرغم من ذلك، ما زال السوق في مرحلة التطور وهناك حاجة ملحة لتحفيز وتوعية قطاع المشروعات الصغيرة والمتوسطة بأهمية السوق ومزاياه.

وبالنظر إلى البيانات المتوفرة حول سوق المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، يُمكننا القول أن السوق ما يزال في مرحلة التطور، حيث تحتاج الشركات الصغيرة والمتوسطة إلى تحفيز وتوعية بأهمية الإدراج والاستفادة من هذه الفرصة للتمويل والتوسع. وفي هذا الإطار، نشير إلى أن عدد الشركات المدرجة في هذا السوق قليل جداً (شركة واحدة فقط). ولمزيد من المعلومات حول السوق والتفاصيل الأخرى المتعلقة به يُمكن زيارة موقعة الإلكتروني الرسمي.

### سوق الشركات الناشئة - قطر

تم تأسيس بورصة قطر عام 1997، وتعد السوق الرئيسية منصة التداول الأساسية للشركات القطرية المدرجة. وقد تم إطلاق بورصة قطر لتلبية احتياجات الشركات ذات الأداء المالي المتميز والتي ترغب بالحصول على مزايا التحول لشركة مساهمة عامة والإدراج في السوق وتتمتع بموارد وخبرات قادرة على تلبية متطلبات الإفصاح والإدراج. وانطلاقاً من حقيقة أن الشركات الناشئة والصغيرة والمتوسطة غير قادرة على تحقيق شروط الإدراج في السوق الرئيسية، كان لا بد من تخفيف الشروط والمتطلبات لتمكين هذه الشركات من الاستفادة من سوق رأس المال. وعليه، تم إطلاق سوق الشركات الناشئة -

التابع لبورصة قطر- عام 2012 كسوق مكملة للسوق الرئيسية حتى توفر آلية بديلة تمكن الشركات الصغيرة والمتوسطة الواعدة.

وتمتاز "سوق الشركات الناشئة" بأن متطلبات الإدراج فيها تناسب الشركات الواعدة التي تملك موارد وخبرات متراكمة أقل وسجلات أداء محدودة وحديثة نسبياً مقارنةً مع تلك المدرجة في السوق الرئيسية خصوصاً وأن متطلبات علاقات المستثمرين ومتطلبات حوكمة الشركات المطلوبة في هذه السوق ميسرة وأكثر مرونة مقارنة بتلك الموجودة في السوق الرئيسية. وتجدر الإشارة إلى أنّ الشركات المدرجة في سوق الشركات الناشئة يتم تداول أسهمها على نفس منصة التداول المستخدمة في السوق الرئيسية، كما أنها تستفيد من نفس الضمانات التنظيمية المتوفرة في السوق الرئيسية، إلا أنه سيكون من السهل على المهتمين التعرف على الشركات المدرجة في سوق الشركات الناشئة والتي ستكون في شاشة عرض منفصلة. ومع تطور نشاط الشركات الصغيرة والمتوسطة التي يتم إدراجها في سوق الشركات الناشئة وتراكم خبراتها، يُمكن لها الانتقال إلى السوق الرئيسية وذلك بعد تطوير سجل أعمالها وتحقيقها للشروط المطلوبة في السوق الرئيسية.

أما فيما يتعلق بشروط وخطوات وإجراءات عملية الإدراج في "سوق الشركات الناشئة" فإنها تتشابه مع عملية وإجراءات الإدراج في السوق الرئيسية، وذلك وفقاً لقواعد دليل الطرح والإدراج الصادر عن هيئة قطر للأسواق المالية. ولكن، تم إضفاء مزيد من المرونة ومنح بعض التسهيلات للشركات الناشئة الراغبة بالإدراج في سوق الشركات الناشئة. وتتضمن شروط الإدراج في سوق الشركات الناشئة ما يلي: (1) أن تكون الجهة المصدرة شركة مساهمة عامة. (2) أن لا يقل عدد المساهمين عن 200 شخص من غير المؤسسين في حالة الطرح العام (20 شخص من غير المؤسسين في حالة الإدراج المباشر). (3) أن تكون الجهة المصدرة قد مارست نشاطها وأصدرت بيانات مالية مدققة لمدة سنة على الأقل. (4) أن لا يقل رأس مال الجهة المصدرة عن 2 مليون ريال قطري ويكون مدفوع بالكامل. (5) أن لا تقل حقوق المساهمين الى رأس المال المدفوع حسب آخر بيانات مالية مدققة عن 50%. (6) أن لا تقل نسبة الأسهم المطروحة عن 20% ولا تزيد عن 60% في حالة الطرح العام (لا تقل عن 10% ولا تزيد عن 60% في حالة الإدراج المباشر). (7) التعهد بالامتثال لجميع متطلبات هيئة قطر للأسواق المالية، وكذلك قواعد التعامل في بورصة قطر وقانون الشركات التجارية رقم (11) لعام 2015 وتعديلاته. يبين الجدول رقم (6) ملخص المقارنة بين متطلبات الإدراج بين السوق الرئيسية وسوق الشركات الناشئة.

الجدول رقم (6): شروط الإدراج في سوق الشركات الناشئة مقارنة بشروط الإدراج في السوق الرئيسية في بورصة قطر

البند	السوق الرئيسية	السوق الثانية
رأس المال	40 مليون ريال قطري	2 مليون ريال قطري
حقوق المساهمين الى رأس المال	100%	50%
نشرة طرح	مطلوب	مطلوب
نسبة الأسهم المطروحة	لا تقل عن 20% ولا تزيد عن 60% من إجمالي رأس المال المصدر والمدفوع (طرح عام)	لا تقل عن 20% ولا تزيد عن 60% من إجمالي رأس المال المصدر والمدفوع (طرح عام)
	لا تقل عن 25% ولا تزيد عن 60% من إجمالي رأس المال المصدر والمدفوع (الإدراج المباشر)	لا تقل عن 10% ولا تزيد عن 60% من إجمالي رأس المال المصدر والمدفوع (الإدراج المباشر)
تقارير التقييم المطلوبة	تقريرين تقييم (مقيم واحد في حالة الإدراج المباشر)	تقريرين تقييم (مقيم واحد في حالة الإدراج المباشر)
	أو البناء السعري	أو البناء السعري
البيانات المالية التاريخية	عامين لا تتضمن خسائر أو تحفظات من المدققين الخارجيين على القوائم المالية أو قدرة الشركة على الاستمرار في ممارسة نشاطها	عام واحد ولا تتضمن خسائر أو تحفظات من المدققين الخارجيين على القوائم المالية أو حول قدرة الشركة على الاستمرار في ممارسة نشاطها
عدد المساهمين عند الإدراج	200 مساهم من غير المؤسسين (طرح عام)	200 مساهم من غير المؤسسين (طرح عام)
	100 مساهم من غير المؤسسين (الإدراج المباشر)	20 مساهم من غير المؤسسين (الإدراج المباشر)
مستشار الإدراج	عند تقديم الطلب	عند تقديم الطلب (اختياري بعد الإدراج)
التقارير المالية المطلوبة لاستمرارية الإدراج	دورية ربع سنوية ونصف سنوية و سنوية الربع سنوية تعد وتُنشر خلال مدة لا تتجاوز 30 يوماً من نهاية فترة التقرير المعني والنصف سنوية 45 يوماً و السنوية 90 يوماً	دورية نصف سنوية و سنوية النصف سنوية معتمدة من جهة الإصدار و السنوية مدققة
		التقارير المالية النصف سنوية تعد وتُنشر خلال 60 يوماً من نهاية نصف السنة المعني و السنوية 120 يوماً

وفي إطار العمل على تحفيز الشركات الصغيرة والمتوسطة للدخول إلى سوق الشركات الناشئة، تم تبني "برنامج تمويل تكلفة إدراج الشركات في بورصة قطر للشركات الناشئة" وهو مبادرة مشتركة بين بورصة قطر وبنك قطر للتنمية لمساعدة الشركات الصغيرة والمتوسطة الواعدة في عملية إدراج أعمالها في بورصة قطر للشركات الناشئة، لتصبح شركات مساهمة عامة. ويهدف هذا البرنامج إلى دعم الشركات الصغيرة والمتوسطة التي تلي الحد الأدنى من متطلبات الإدراج بالإضافة إلى المتطلبات التنظيمية، حيث يُساعد الإدراج على توفير فرص تمويلية جديدة لرواد الأعمال مما يضمن تنوع مصادر التمويل وتعزيز توفير البديل الأمثل لبرامج التمويل التقليدية. ويعمل بنك قطر للتنمية وفقاً لهذا البرنامج على تمويل رسوم الخدمات الاستشارية المطلوبة لإدراج الشركات القطرية. بحيث سيصبح لهذه الشركات نفس الضمانات التنظيمية الممنوحة

لشركات السوق الرئيسية والمدرجة في بورصة قطر. وللاستفادة من هذا البرنامج، فإن على الشركات الراغبة بعملية الإدراج أن تتقدم لبورصة قطر بطلب الإدراج إلى جانب جميع الوثائق الداعمة للمراجعة الأولية حيث سيتم إحالتهم إلى اللجنة التوجيهية المشتركة التي تضم ممثلين من بنك قطر للتنمية وبورصة قطر. وتقوم هذه اللجنة بتقييم الطلب لضمان اكتمال الطلب والامتثال لمتطلبات سوق بورصة قطر، ويتحقق بعدها بنك قطر للتنمية من المتطلبات المالية للمتقدمين بعد التحقق من جميع المستندات بما في ذلك التكلفة الكلية لمقدم خدمة الإدراج، سيقوم بنك قطر للتنمية بمنح العميل الموافقة الأولية للحصول على التمويل، وتكون الموافقة على التمويل من بنك قطر للتنمية وفقاً للإجراءات وسياسات البنك الداخلية.

في ضوء تواضع عدد الشركات المدرجة، تسعى دولة قطر إلى تعزيز حجم السوق بشتى الوسائل، فقد تم تبني "برنامج تمويل تكلفة إدراج الشركات في بورصة قطر للشركات الناشئة" وهو مبادرة مشتركة بين بورصة قطر وبنك قطر للتنمية لمساعدة الشركات الصغيرة والمتوسطة الواعدة في عملية إدراج أعمالها في سوق الشركات الناشئة، لتصبح شركات مساهمة عامة.

وللاستفادة من هذا البرنامج لا بد من توفير عدد من المستندات أهمها: (1) عرض أسعار رسوم الإدراج الكامل من مقدم/ مقدمي تمويل الإدراج. (2) ترخيص ساري المفعول لمقدم/مقدمي خدمات الإدراج. (3) سجل تجاري ساري للشركة. (4) توفير البيانات المالية المدققة لمدة 3 سنوات في حال توفرت. (5) خطاب التعيين لتقرير الجاهزية للإدراج من قبل بورصة قطر. (6) توقيع الاتفاقية البنكية الرئيسية لدى بنك قطر للتنمية. (7) قد يتم طلب ضمانات و/ أو وثائق ضمان أخرى حسب الطلب. وبالنظر إلى البيانات المتوفرة حول سوق الشركات الناشئة في بورصة قطر، يُمكننا القول أن السوق لا يزال في مرحلة التطور، حيث تحتاج الشركات الصغيرة والمتوسطة إلى تحفيز وتوعية بأهمية الإدراج والاستفادة من هذه الفرصة للتمويل والتوسع. وفي هذا الإطار، نشير إلى أن عدد الشركات المدرجة في هذا السوق قليل جداً (شركتين)، كما هو مبين في الموقع الإلكتروني الرسمي للسوق.

## السوق البديل - تونس

تم إطلاق السوق البديل الموجه إلى الشركات الصغيرة والمتوسطة والتابع لبورصة تونس عام 2007. وتتضمن بورصة تونس أربعة أسواق هي السوق الرئيسية (مخصصة للشركات ذات الحجم الكبير) والسوق البديلة (مخصصة للشركات الصغيرة والمتوسطة ذات الافاق الواعدة)، السوق الرقاعية (مخصصة لتداول سندات الدين)، وسوق لتداول حصص الصناديق المشتركة للديون. كما يوجد سوق موازية (مخصصة لتداول أسهم الشركات التي تلجأ إلى الاكتتاب العام وغير المدرجة بالبورصة).

وتتضمن شروط الإدراج المشتركة بأسواق سندات رأس المال في بورصة تونس ما يلي: (1) نشر القوائم المالية السنوية للشركة بالنسبة للسنتين الأخيرتين مصادق عليها، مع إمكانية استثناء الشركات التي يقل نشاطها عن سنتين. (2) توزيع نسبة لا تقل عن 10% من رأس مال الشركة على العموم ويُمكن منح استثناء إذا تعلق التوزيع بمبلغ يساوي أو يفوق مليون دينار. (3) تقديم تقرير يقيم أصول الشركة. (4) توفير تنظيم مناسب وهياكل رقابة داخلية وهياكل رقابة للتصرف. (5) تقديم تقديرات أنشطة الشركة لمدة خمس سنوات مرفقة برأي مدقق الحسابات. (6) تقديم نشرة إدراج بالبورصة مؤشراً عليها من قبل هيئة السوق المالية. ويبين الجدول رقم (7) الفروقات في شروط الإدراج في السوق الرئيسية والسوق البديلة في بورصة تونس، حيث يتضح وجود مرونة وشروط تيسيرية على الشركات الصغيرة والمتوسطة الراغبة بالإدراج في السوق البديلة.

الجدول رقم (7): مقارنة بين شروط الإدراج في السوق الرئيسية والسوق البديل في بورصة تونس

السوق الرئيسية	السوق البديلة
تسجيل الشركة أرباحاً خلال السنتين الأخيرتين. لا يطلب توفير هذا الشرط إذا تم إدراج الشركة وفق طريقة القيد المباشر إثر عملية ترفيع في رأس المال.	لا يشترط تسجيل أرباح.
توزيع الأسهم بين العموم على 200 مساهم على الأقل وذلك في تاريخ القيد.	- توزيع الأسهم بين العموم* على 100 مساهم على الأقل أو 5 مساهمين مؤسستين وذلك في تاريخ القيد. - لا يشترط رأس مال أدنى.
توفير رأس مال أدنى بقيمة 3 مليون دينار في تاريخ القيد.	- يُمكن طلب الإدراج من قبل شركة يمتلك رأس مالها مستثمرين مؤسستين على الأقل بنسبة لا تقل عن 20% وذلك منذ أكثر من سنة. - يُمكن طلب الإدراج من قبل شركة في طور التأسيس عن طريق الاكتتاب العام (في إطار إحداث مشاريع كبرى مشاريع كبرى). في هذه الحالة يتم إدراج الشركة مباشرة بالسوق البديلة بعد موافقة هيئة السوق المالية. - تقديم شهادة عن طريق المؤسسة الراعية تثبت قيامها بالعنايات المستوجبة منها في إطار عملية الإدراج. - تعيين الشركة لمؤسسة راعية طوال مدة بقاء أسهمها بالسوق البديلة ويجب أن لا تقل هذه المدة الممنوحة عن سنتين.

وتجدر الإشارة إلى عدم وجود أية بيانات تتعلق بالسوق البديلة من حيث عدد الشركات المدرجة والقيمة السوقية وعدد عمليات التداول وحجم التداول الخاص بأسهم الشركات المدرجة في هذه السوق، يُمكن الاطلاع على مزيد من المعلومات والتطورات في بورصة تونس في التقرير السنوي للبورصة.

## سوق الشركات الواعدة - عمان

تسعى بورصة مسقط إلى تشجيع شركات القطاع الخاص لدخول البورصة والاستفادة من مزاي الإدرج، زيادة الخيارات التمويلية المتاحة للشركات، تعزيز أسواق رأس المال وجذب الاستثمارات الداخلية والخارجية، وتعزيز فرص استدامة الشركات. وقد تبنت البورصة البرنامج التحفيزي لسوق رأس المال الذي يهدف إلى جذب مؤسسات القطاع الخاص للاستفادة من فرص الإدرج في بورصة مسقط من خلال ثلاثة مسارات، الأول توفير حزم حوافز لتشجيع الشركات على الإدرج في السوق الرئيسية، والثاني تأسيس سوق الشركات الواعدة والشركات الصغيرة والمتوسطة وتقديم حوافز للشركات المدرجة فيها، والثالث تشجيع الشركات محدودة المسؤولية للتحويل إلى شركات مساهمة مقفلة من خلال حزمة خاصة من الحوافز. ويأتي البرنامج التحفيزي في إطار العمل على تحقيق الأهداف الرئيسية المنوطة بالبرنامج الوطني للاستدامة المالية وتطوير القطاع المالي "استدامة" بهدف دعم توجه رؤية عُمان 2040 في تمكين القطاع الخاص وتمويله من خلال تشجيع وتطوير أسواق تتميز بالكفاءة والفاعلية قادرة على رفع تنافسية القطاع المالي، إضافة إلى زيادة حجم وعمق سوق رأس المال وذلك بالتعاون مع الجهات ذات العلاقة. ويُمكن الاطلاع على وثيقة البرنامج للمزيد من المعلومات.

ويهدف سوق الشركات الواعدة إلى توفير خيار تمويلي للشركات المستهدفة، تعزيز الحوكمة والشفافية للشركات المقفلة، تعزيز استدامة الشركات، وتوفير السيولة للمستثمرين وتسهيل عملية التخارج. ويتضمن السوق متطلبات وشروط إدرج مرنة تستهدف الشركات الخاصة ذات قيمة سوقية تتجاوز نصف مليون ريال عماني، وتوفر السوق الجديدة خيار تمويلي للشركات الناشئة والشركات الصغيرة والمتوسطة والشركات الخاصة والعائلية. وتُمكن السوق الشركات المستهدفة من الإدرج وتداول أسهمها في البورصة بمتطلبات إفصاح مخففة وكلفة منخفضة لتسهيل إدراجها مستقبلاً في السوق الرئيسية. ويتوجب على الشركات الراغبة في الإدرج أن تكون أو تتحول إلى شركات مساهمة مقفلة، ثم الإدرج سواء من خلال الاكتتاب للمستثمرين المؤهلين أو عن طريق الإدرج المباشر، في حال حققت الشركة متطلبات الإدرج المباشر.

تنوعت التسميات المستخدمة لبورصات المشروعات الصغيرة والمتوسطة في الدول العربية، مثل "بورصة النيل"، و"سوق النمو"، و"سوق الشركات الناشئة"، و"السوق البديل"، و"سوق المؤسسات الصغيرة والمتوسطة"، و"سوق نمو"، وعلى الرغم من اختلاف التسميات، إلا أن الهدف الأساسي مُشترك، وهو توفير منصة مُنظمة لتداول أسهم الشركات الصغيرة والمتوسطة، وتمكينها من الوصول إلى التمويل اللازم للنمو والتوسع.

### 8.3 التحديات التي تواجه بورصة المشروعات الصغيرة والمتوسطة في الدول العربية

في إطار الحديث عن مؤشرات أداء وكفاءة بورصة المشروعات الصغيرة والمتوسطة في بلد ما، وعلى الرغم من الدور المهم لهذه البورصات، فإن عدد من التحديات التي تواجه بورصة المشروعات الصغيرة والمتوسطة في أي بلد وتعيق نشاطها وتؤثر سلباً على مؤشرات الأداء التي سبقت الإشارة إليها. وتختلف هذه التحديات حسب مصدرها وتأثيرها، فهناك تحديات تتعلق بالشركات الصغيرة والمتوسطة المدرجة وخصائصها، تحديات تتعلق بالبورصة نفسها وشروطها وكفاءة نشاطها، تحديات تتعلق بالبيئة الاستثمارية، تحديات تتعلق بالبنية التحتية والتشريعية، وتحديات تتعلق بالأوضاع الاقتصادية والسياسية المحلية والإقليمية والدولية، تحديات تتعلق بالإطار القانوني والتنظيمي، وتحديات تتعلق ببيئة الاستثمار الأوضاع الاقتصادية والاجتماعية. وعلى وجه التفصيل، نورد فيما يلي أبرز هذه التحديات على النحو التالي:

- ضعف الهياكل الإدارية والمحاسبية الخاصة بالمشروعات الصغيرة والمتوسطة وعدم توفر المعلومات مما يجعلها غير قادرة على تلبية متطلبات الإدراج في البورصة ويُقلل من فرص حصولها على التمويل، وهذا بدوره يُقلل من عدد المشروعات المدرجة ومعدل النمو فيه.
- ارتفاع تكاليف الإدراج المتوقعة من وجهة نظر الشركات وعدم قدرتها على تحمل هذه التكاليف.
- المخاوف التي يستشعرها أصحاب المشروعات قبل اتخاذ قرار الدخول إلى البورصة لا سيما ما يتعلق بتغير هيكل الملكية ودخول مستثمرين جدد (من سيقومون بشراء الأسهم في السوق الأولي) ومتطلبات الشفافية والحوكمة مما يجعلهم يترددون في الدخول.
- ارتفاع مخاطر الاستثمار في المشروعات الصغيرة والمتوسطة وارتفاع نسب التعثر لا سيما في السنوات الأولى من عمر المشروع، الأمر الذي قد يؤدي إلى طلب عوائد أعلى من القيمة الحقيقية للاستثمار أو قد يؤدي إلى التردد والابتعاد عن تداول أسهم هذه المشروعات.
- ضعف هياكل البورصة وتوافر أدوات التداول الملائمة ومنها صانع السوق مما يؤثر على مستويات السيولة.
- نقص المعلومات المتاحة عن الشركات المدرجة مما يُصعب على المستثمرين اتخاذ قرارات استثمارية رشيدة.
- ضعف البنية التحتية المالية والتكنولوجية في العديد من الدول مثل أنظمة التداول والتقاص والتسوية.
- تواضع مستوى الحوافز الحكومية المقدمة للمشروعات الصغيرة والمتوسطة لتشجيعها على الإدراج.
- عدم وجود قوانين ولوائح واضحة ومنظمة، وهذا يخلق حالة من عدم اليقين لدى المستثمرين سواء كانوا أفراد أو شركات.
- صعوبة الإجراءات والمتطلبات الإدارية للإدراج مما يثني العديد من الشركات الصغيرة والمتوسطة عن الإدراج.
- الظروف الاقتصادية المحلية والإقليمية والدولية مثل الركود الاقتصادي وارتفاع معدلات التضخم وضعف مستوى الاستقرار الاقتصادي والأزمات المالية وغير المالية.

- صعوبة إقناع أصحاب المشروعات بالقيود في السوق والاستجابة لمتطلبات الإفصاح والحوكمة.
- عدم رغبة أصحاب المشروعات بفقدان السيطرة والرقابة على مشروعاتهم وقدرتهم على اتخاذ القرارات بسبب دخول مستثمرين جدد بعد الطرح الأولي للأسهم، لا سيما وأن قائمة ملاك الأسهم قد تتغير بشكل مستمر.
- نقص المعرفة والخبرة وعدم توفر المهارات اللازمة في التعامل مع أسواق المال.
- عدم وجود حوافز لمقدمي الخدمات المالية في أسواق المال للمشروعات الصغيرة والمتوسطة لأنها أقل جاذبية من المشروعات الكبيرة.
- انخفاض سيولة أسهم الشركات الصغيرة والمتوسطة مما يقلل من إقبال المستثمرين والوسطاء عليها.
- احتمال تراجع الأداء بسبب دخول مستثمرين وملاك جدد وعدم اهتمام الإدارة.
- العديد من رواد الأعمال والشركات الصغيرة والمتوسطة لا يمتلكون الوعي الكافي حول فوائد ومتطلبات ومكاسب إدراج أسهمهم في البورصة، ويعتقدون أن العملية معقدة أو مكلفة، أو يفتقرون إلى المعرفة اللازمة حول كيفية الاستفادة من أسواق المال.
- ارتفاع تكاليف المستشارين الماليين والقانونيين والرسوم الخاصة بالإجراءات على، وتكاليف الامتثال المستمرة مثل تقديم التقارير المالية والامتثال للمعايير الرقابية، وهو أمر يمثل عبئاً إضافياً على الشركات الصغيرة والمتوسطة.
- ضعف الثقة في الأسواق المالية يخلق مخاوف تتعلق بالشفافية، وهذا يزيد من تردد الشركات الصغيرة والمتوسطة في اللجوء إلى البورصات المحلية لتمويل نموها.
- الشركات الصغيرة والمتوسطة غالباً ما تواجه صعوبة في تحديد قيمتها السوقية بشكل دقيق، مما يجعل عملية التقييم من قبل المستثمرين والمحللين الماليين أكثر صعوبة، وهذه التحديات تؤدي إلى مخاوف من التقييم المنخفض أو من عدم قدرتها على تحقيق تقييم عادل في السوق.
- طبيعة قطاع المشروعات الصغيرة والمتوسطة والاختلالات الهيكلية في بنيته، فعلى سبيل المثال، ما يزيد عن 90% من المشروعات هي مشروعات صغيرة لا يتجاوز عدد العاملين فيها عن 10 عمال، ومن المستبعد أن تتجه هذه المشروعات إلى البورصة. كما أن غالبية المشروعات تتركز في قطاعات التجارة والخدمات.
- صعوبة تقييم الشركات الصغيرة والمتوسطة من قبل المستثمرين نتيجة لعدم توفر معلومات مالية كافية وموثوقة عنها، وهذا يُصعب على المستثمرين تقييم أدائها ومخاطر الاستثمار فيها.
- لا تحظى بورصات المشروعات الصغيرة والمتوسطة بنفس القدر من الترويج والتسويق الذي تحظى به البورصات الرئيسية.
- بناء نظام تكنولوجي فعال وآمن لتداول الأسهم يتطلب استثمارات كبيرة في البنية التحتية.
- صغر حجم الشركات ورأس مالها لا يُشجع صغار المستثمرين على الاستثمار فيها.

- قلة عدد المستثمرين المؤسسيين في الدول العربية مثل صناديق الاستثمار وشركات التأمين يقلل من حجم السيولة في البورصة.
  - عدم اكتمال الأطر القانونية والتنظيمية اللازمة لانتشار هذه البورصات وتعزيز مستوى نشاطها.
- وفي هذا الإطار، يُمكننا القول أن التغلب على التحديات السابقة يتطلب العديد من الإجراءات والتدخلات المبينة على النحو التالي:
- توفير بيئة تنظيمية وأطر تشريعية مرنة.
  - تطوير البنية التحتية المالية والتكنولوجية لتسهيل عمليات التداول بأمان وتقليل تكاليفها.
  - تعزيز ثقة المستثمرين بنشاطات البورصة من خلال إضفاء مزيد من الشفافية.
  - رفع مستوى الوعي المالي والثقافة الاستثمارية لدى أصحاب المشروعات.
  - تبسيط إجراءات الإدراج وتخفيض تكاليفه.
  - رفع مستوى الوعي بأهمية البورصة كمصدر للتمويل.
  - تطوير قدرات المشروعات الصغيرة والمتوسطة في المجال المالي والمحاسبي.
  - وضع قوانين ولوائح واضحة تنظم العلاقة بين كافة الأطراف بما يحقق الكفاءة.
  - تخفيف شروط الإدراج بما يناسب طبيعة المشروعات الصغيرة والمتوسطة مع الحفاظ على الشفافية والحوكمة.
  - مراجعة اللوائح المنظمة لنشاط البورصة بشكل مستمر لتتوافق مع التطورات الاقتصادية.
  - تقليل البيروقراطية دون الإخلال بمعايير الإفصاح والرقابة.
  - توفير منصات إلكترونية متطورة للتداول.
  - تدريب أصحاب الشركات على إعداد ملفات الإدراج واتباع ممارسات الحوكمة الجيدة.
  - تحسين الشفافية والإفصاح المالي للشركات.
  - توفير برامج توعية وتثقيف لكافة الأطراف المعنية.
  - الترويج والتسويق الفعال لهذه البورصات.
  - تعزيز الحوافز المقدمة من الحكومة للتشجيع على الإدراج والتداول.
  - تطوير الأطر القانونية والتنظيمية.
  - إطلاق حملات توعية وتثقيف للمستثمرين حول أهمية الاستثمار في هذا القطاع.
  - تشجيع إنشاء صناديق استثمارية مُخصصة للاستثمار في المشروعات الصغيرة والمتوسطة.
  - تعزيز التعاون الإقليمي وتبادل الخبرات بين الدول العربية.

خلاصة القول، أولاً، شهدت الدول العربية اهتماماً متزايداً بإنشاء أسواق مالية مُخصصة للمشروعات الصغيرة والمتوسطة خلال العقدين الماضيين. وتعتبر تجربة تونس مع "السوق البديل" عام 2007 من أوائل التجارب في هذا المجال على مستوى المنطقة. وفي عام 2010، اتخذت كل من مصرودبي خطوات مماثلة، حيث أنشئت "بورصة النيل" في مصر و"سوق النمو" في دبي. وتُشكل هذه التجارب الثلاث (تونس، مصر، دبي) النواة الأولى لتطوير هذا النوع من الأسواق في المنطقة. وفي وقت لاحق، أنشئت أسواق مُماثلة في الجزائر وقطر عام 2012، وفي السعودية عام 2017، وأخيراً في أبوظبي عام 2022. وهذا التوسع يُؤكد على تزايد الوعي بأهمية هذه الأسواق كأداة لدعم نمو المشروعات الصغيرة والمتوسطة في المنطقة العربية. ولكن، يمكن القول أن التجارب العربية لا تزال في مراحلها التكوينية (لا تحقق الآمال ودون التوقعات)، وتواجه تحديات مُشتركة مثل محدودية السيولة، وصعوبة تقييم الشركات الصغيرة والمتوسطة، وارتفاع تكاليف الإدراج، غياب الأطر التشريعية والتنظيمية، إضافة إلى الحاجة إلى تعزيز ثقافة الاستثمار في هذا القطاع.

ثانياً، هناك علاقة وثيقة بين مستوى التقدم في تجربة بورصة المشروعات الصغيرة والمتوسطة في الدول العربية وحجم النشاط الاقتصادي وحجم سوق الأوراق المالية وحجم السيولة المحلية ومستوى الاستقرار الاقتصادي والسياسي. وعلى وجه التفصيل، يُؤثر ارتفاع معدلات النمو الاقتصادي على ثقة المستثمرين ورغبتهم في الاستثمار في الأسهم، بما في ذلك أسهم المشروعات الصغيرة والمتوسطة، مما يؤدي إلى زيادة حجم التداول والسيولة في هذه البورصات من جهة أخرى، يُوفر وجود سوق أوراق مالية متطورة بيئة أكثر جاذبية لإنشاء وتطوير بورصات المشروعات الصغيرة والمتوسطة، حيث يُوجد بنية تحتية مُناسبة وقواعد ولوائح يمكن الاستناد عليها. وتُعتبر السيولة (سهولة بيع وشراء الأوراق المالية بسرعة وبأسعار مُناسبة) عاملاً حاسماً في نجاح أي بورصة حيث تُساهم السيولة العالية في جذب المزيد من المستثمرين وزيادة حجم التداول وإضافة لما سبق، يعزز الاستقرار الاقتصادي والسياسي من ثقة المستثمرين ويشجع على الاستثمار طويل الأجل ويوفر بيئة آمنة لكافة الأطراف.

ثالثاً، يوجد علاقة قوية ومُتبادلة بين حجم قطاع المشروعات الصغيرة والمتوسطة وخصائصه وبنيته الهيكلية وخصائصه من جهة، وبين حجم نشاط ومدى انتشار ونجاح البورصات المُخصصة لهذه المشروعات من جهة أخرى، فكلما كان قطاع المشروعات الصغيرة والمتوسطة قوياً وكبيراً وخالي من الاختلالات الهيكلية، زادت وبشكل كبير فرص الإدراج في بورصات المشروعات الصغيرة والمتوسطة وزادت فرص نجاح وازدهار البورصات المُخصصة له. وعلى العكس من ذلك تماماً، فإن ضعف هذا القطاع أو وجود اختلالات هيكلية فيه يُؤثر سلباً وبشكل مُباشر على أداء هذه البورصات ويُعيق تطورها.

رابعاً، هناك علاقة تكاملية بين السوق الرئيسية وبورصة المشروعات الصغيرة والمتوسطة. يُؤثر أداء السوق الرئيسية على ثقة المستثمرين وتدفق رؤوس الأموال والسيولة ومعنويات السوق، مما يُؤثر بدوره على فرص نجاح بورصة المشروعات الصغيرة والمتوسطة. في المقابل، تُساهم بورصة المشروعات الصغيرة والمتوسطة في تنويع الاقتصاد واكتشاف شركات واعدة وخلق فرص عمل، مما يُؤثر إيجاباً على السوق الرئيسية على المدى الطويل.

خامساً، من فوائد بورصة المشروعات الصغيرة والمتوسطة أنه يُمكن للشركات المدرجة جمع المزيد من رأس المال عن طريق إصدار أسهم جديدة (زيادة رأس المال) أو إصدار سندات، يُعزز من شفافيتها ومصداقيتها أمام العملاء والموردين والبنوك والمستثمرين، يلفت انتباه المستثمرين المؤسسيين- مثل صناديق الاستثمار وشركات التأمين والمستثمرين الملائكة- الذين يبحثون عن فرص استثمارية واعدة في قطاع المشروعات الصغيرة والمتوسطة، إمكانية استخدام الأسهم كأداة للمكافآت والتحفيز، وتعزيز الصورة العامة للشركات المدرجة.

سادساً، تُظهر مقارنة التجارب العربية والعالمية في مجال بورصات المشروعات الصغيرة والمتوسطة تبايناً ملحوظاً في عدة جوانب. ففي حين بدأت التجارب العالمية في هذا المجال منذ تسعينيات القرن الماضي، مثل سوق AIM في لندن و NASDAQ SmallCap في الولايات المتحدة، بدأت التجارب العربية بشكل متأخر نسبياً (عام 2007). وينعكس هذا التباين على حجم السوق والسيولة، حيث تتميز الأسواق العالمية بحجم تداول كبير وسيولة عالية تجذب المستثمرين، بينما تُعاني معظم البورصات العربية من محدودية السيولة وانخفاض حجم التداول وتواضع عدد الشركات المدرجة. وتختلف طبيعة التجارب العالمية بين أسواق مُستقلة وأقسام داخل البورصات الرئيسية، بينما جميع بورصات في الدول العربية مُرتبطة بالبورصات الرئيسية وتحتاج إلى تطوير أطر قانونية وتنظيمية أكثر وضوحاً.

وأخيراً، ولتحقيق أقصى استفادة من بورصة المشروعات الصغيرة والمتوسطة في سد فجوة التمويل لا بد من متابعة التطورات العالمية في مجال بورصات المشروعات الصغيرة والمتوسطة للتعرف على أفضل الممارسات والتطبيقات للاستفادة منها في تعزيز التجارب العربية، ولا بد أيضاً من الاستفادة من التكنولوجيا المالية والذكاء الاصطناعي ونشر إحصاءات تفصيلية وشاملة حول بورصات المشروعات الصغيرة والمتوسطة لكي يتمكن المتخصصون من تقييم هذه التجارب وفقاً لمؤشرات اقتصادية ومالية ومحاسبية. كما يجب تعزيز الأطر التنظيمية والتشريعية لتسهيل إدراج الشركات الناشئة، رفع مستوى الوعي المالي والثقافة الاستثمارية لرواد الأعمال خصوصاً فيما يتعلق بآليات الإدراج والاستثمار في البورصة، وتطوير آليات تحفيزية لتشجيع الاستثمار المؤسسي في هذه البورصات.

## المراجع والقراءات الإضافية

### المراجع العربية

مقابله، إيهاب (2017)، البنوك التجارية وتمويل المشروعات الصغيرة والمتوسطة، المعهد العربي للتخطيط، جسر التنمية، العدد 132.

مقابله، إيهاب (2018)، المؤسسات التمويلية غير المصرفية وتمويل المشروعات المتناهية الصغر والصغيرة والمتوسطة، المعهد العربي للتخطيط، جسر التنمية، العدد 143.

مقابله، إيهاب (2024)، فجوة تمويل المشروعات الصغيرة والمتوسطة ودور منصات التمويل الرقمية، المعهد العربي للتخطيط، جسر التنمية، العدد 170.

التقرير السنوي لسوق الاستثمار البديل في بورصة لندن:

<https://docs.londonstockexchange.com/sites/default/files/documents/infographic-economic-impact-of-aim.pdf>

التقرير السنوي لنشاط بورصة تونس:

[https://www.bvmt.com.tn/sites/default/files/rapports\\_activites/2023\\_1.pdf](https://www.bvmt.com.tn/sites/default/files/rapports_activites/2023_1.pdf)

الحبيب مكاوي . كريمة بابا حامد (2017). البورصة والمؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر. مجلة التنمية والاقتصاد التطبيق. المجلد:1، العدد:2، ص ص:196-210.

خالد زرموت ويوسف دبوب (2010). سوق الأوراق المالية كأداة لتمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة-دراسة حالة الجزائر. دراسات اقتصادية، 4(3)، 133-148.

دليل الإدراج في بورصة النيل :

<https://egx.com.eg/getdoc/82120b15-77d9-4bcc-a37c-e06d61715c41/NILEX.aspx>

دليل الانتقال من السوق الموازي إلى السوق الرئيسي في بورصة الجزائر:

<https://www.sgbv.dz/commons/ar/document/document159850105.pdf>

دليل القيد والإدراج في بورصة النيل:

[https://www.egx.com.eg/getdoc/ea03e05d-9e81-4bb7-ba10-fd8754391297/NILEX-Listing-Guide\\_ar-30-07-2019.aspx](https://www.egx.com.eg/getdoc/ea03e05d-9e81-4bb7-ba10-fd8754391297/NILEX-Listing-Guide_ar-30-07-2019.aspx)

دليل سوق الاستثمار البديل في بورصة إيطاليا:

<https://www.borsaitaliana.it/borsaitaliana/regolamenti/euronext-growth-milan/02-rulesforcompanies-03082021.en.pdf>

دليل و بروشور Nasdaq Capital Market :

<https://listingcenter.nasdaq.com/assets/initialguide.pdf>

دليل و بروشور الإدراج في منصة Leap:

[https://www.psx.com.pk/psx/themes/psx/uploads/GEM\\_Board\\_Presentation.pdf](https://www.psx.com.pk/psx/themes/psx/uploads/GEM_Board_Presentation.pdf)

دليل وشروط الإدراج في سوق Scale :

[https://www.deutsche-boerse-cash-market.com/resource/blob/143000/cf12075389ac0dc2ef719b68edb0fd1e/data/FAQs\\_new\\_segment\\_en.pdf?utm\\_source=chatgpt.com](https://www.deutsche-boerse-cash-market.com/resource/blob/143000/cf12075389ac0dc2ef719b68edb0fd1e/data/FAQs_new_segment_en.pdf?utm_source=chatgpt.com)

دليل وشروط الإدراج لمنصة Emerg التابعة بورصة الهند الوطنية :

[https://nsearchives.nseindia.com/web/sites/default/files/inline-files/NSE%20Emerge%20Brochure\\_1.pdf](https://nsearchives.nseindia.com/web/sites/default/files/inline-files/NSE%20Emerge%20Brochure_1.pdf)

دليل وشروط الإدراج لمنصة المشروعات الصغيرة والمتوسطة التابعة لبورصة بومباي:

[https://www.bsesme.com/downloads/BSE\\_SME\\_EBOOK.pdf](https://www.bsesme.com/downloads/BSE_SME_EBOOK.pdf)

سماح طلحي، نسرين عوام ونوفل بعلول (2020). دور السوق المالية البديلة في تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة: دراسة حالة تونس. مجلة العلوم الإنسانية، مج. 31، ع. 2، ص. 511-526.

<https://search.emarefa.net/detail/BIM-982462>

كروش نور الدين (2014). سوق الأوراق المالية وتمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة - دراسة حالة بورصة الجزائر.

الموقع الإلكتروني الرسمي Euronext :

<https://www.euronext.com/en/raise-capital/sme>

الموقع الإلكتروني الرسمي لسوق hkex :

[https://www.hkex.com.hk/Join-Our-Market/IPO/GEM?sc\\_lang=en](https://www.hkex.com.hk/Join-Our-Market/IPO/GEM?sc_lang=en)

الموقع الإلكتروني الرسمي للسوق الموازي التابع لبورصة الجزائر:

[https://www.sgbv.dz/ar/?page=ligne\\_pme](https://www.sgbv.dz/ar/?page=ligne_pme)

الموقع الإلكتروني الرسمي لمنصة Bove spa Mais :

[https://www.b3.com.br/en\\_us/products-and-services/solutions-for-issuers/listing-segments/bovespa-mais](https://www.b3.com.br/en_us/products-and-services/solutions-for-issuers/listing-segments/bovespa-mais)

الموقع الإلكتروني الرسمي لمنصة Leap :

[https://www.bursamalaysia.com/trade/market/securities\\_market/leap\\_market](https://www.bursamalaysia.com/trade/market/securities_market/leap_market)

الموقع الإلكتروني سوق دبي المالي وسوق النمو:

<https://www.dfm.ae/ar/raise-capital/ipo-listings/sme>

الموقع الإلكتروني لبورصة إيطاليا وسوق الاستثمار البديل:

<https://www.borsaitaliana.it/borsaitaliana/storia/storia/consolidamento.en.htm>

الموقع الإلكتروني لبورصة لندن وسوق الاستثمار البديل:

<https://www.londonstockexchange.com/raise-finance/equity/aim>

الموقع الإلكتروني لسوق KONEX :

<https://global.krx.co.kr/contents/GLB/02/0201/0201010304/GLB0201010304T1.jsp>

الموقع الإلكتروني لسوق KOSDAQ:

<https://global.krx.co.kr/contents/GLB/02/0201/0201010301/GLB0201010301.jsp>

الموقع الإلكتروني لسوق Scale وبورصة فرانكفورت:

<https://www.boerse-frankfurt.de/equities/segments/scale>.

الموقع الإلكتروني لسوق الشركات الناشئة، بورصة قطر:

<https://www.qe.com.qa/ar/listed-companies-venture>

الموقع الإلكتروني لسوق ناسداك NASDAQ:

[/https://www.nasdaq.com](https://www.nasdaq.com)

الموقع الإلكتروني لمنصة المشروعات الصغيرة والمتوسطة في بورصة الهند الوطنية:

[.https://www.nseindia.com/products-services/merge-platform-about-sme](https://www.nseindia.com/products-services/merge-platform-about-sme)

الموقع الإلكتروني لمنصة المشروعات الصغيرة والمتوسطة في سوق بومباي للأوراق المالية :

[./https://www.bsesme.com](https://www.bsesme.com)

الموقع الرسمي لبورصة النيل:

[https://web.archive.org/web/20170322103918/http://nilex.egyptse.com/ar/Market\\_Data.aspx](https://web.archive.org/web/20170322103918/http://nilex.egyptse.com/ar/Market_Data.aspx)

الموقع الرسمي لمنصة Alternative Exchange (AltX) التابعة لبورصة جوهانسبرغ:

<https://www.jse.co.za/raise-capital/equities-market/altx>

الموقع الرسمي لمنصة Catalist التابعة لبورصة سنغافورة:

<https://www.sgx.com/securities/catalist>

وثيقة البرنامج التحفيزي لسوق رأس المال، بورصة مسقط:

[https://www.msx.om/MSMDOCS/downloads/Incentives\\_Program\\_Ar.pdf](https://www.msx.om/MSMDOCS/downloads/Incentives_Program_Ar.pdf)

## المراجع الأجنبية

Bediako (2017). "Financial Performance of Listed SMEs: A Comparative Analysis between China and America", *Journal of Small Business and Entrepreneurship Development*, 5(2), 48-58.

Jiang, P., Cai, C.X., Keasey, K., Wright, M., and Zhang, Q. (2014). "The Role of Venture Capitalists in Small and Medium-Sized Enterprise Initial Public Offerings: Evidence from China", *International Small Business Journal*, 32(6), pp. 619-643.

Johnson, Barbara, Richard Angelous Kotey (2018). "The Influence of Small and Medium Enterprises (SMEs) Listing on the Ghana Alternative Market (GAX): Prevailing Factors", *Academic Journal of Economic Studies*, 4(4), 142-156.

Khetsi, Queen Sarah, Itumeleng Peasure Mongale (2015). "The Impact of Capital Markets on the Economic Growth in South Africa", *Journal of Governance and Regulation*, 4(1). Available at: [www.researchgate.net](http://www.researchgate.net).

**Kovac, Jakov, Frane Sesnic, and Jaksa Kristo (2018, April). Perspectives of SME Financing Through Capital Markets: The Case of Croatia, 6th International OFEL Conference on Governance, Management and Entrepreneurship, Dubrovnik.**

**Kuruppu, Gayithri.n., and Athambawa Abdul Azeez (2016). “Financing Preferences of Small and Medium Enterprise Owners of Sri Lanka: Does Pecking Order Theory Hold?”, Journal of Business & Economic Policy, 3(2), 79-92.**

**Olusoji, Modinat O. and Edwin E. Enofe (2012). “Capital Market and the Development of the Small and Medium Scale Enterprises in Nigeria”, IOSR Journal of Business and Management, 5(4), 5-12.**

**Park, E., Oh, J.S., Cho, Y., and Kwon, S.J. (2019). “Effects of Initial Public Offerings on Economic Performance of Small and Medium-Sized Enterprises”, Economic Research-Ekonomska Istraživanja, 32(1), pp. 85-100.**

## قائمة إصدارات (( جسر التنمية ))

العنوان	المؤلف	رقم العدد
مفهوم التنمية	د. محمد عدنان وديع	الأول
مؤشرات التنمية	د. محمد عدنان وديع	الثاني
السياسات الصناعية	د. أحمد الكواز	الثالث
الفقر: مؤشرات القياس والسياسات	د. علي عبدالقادر علي	الرابع
الموارد الطبيعية واقتصادات نفاذها	أ. صالح العصفور	الخامس
استهداف التضخم والسياسة النقدية	د. ناجي التوني	السادس
طرق المعاينة	أ. حسن الحاج	السابع
مؤشرات الأرقام القياسية	د. مصطفى بابكر	الثامن
تنمية المشاريع الصغيرة	أ. حسّان خضر	التاسع
جداول المخلاتات المخرجات	د. أحمد الكواز	العاشر
نظام الحسابات القومية	د. أحمد الكواز	الحادي عشر
إدارة المشاريع	أ. جمال حامد	الثاني عشر
الإصلاح الضريبي	د. ناجي التوني	الثالث عشر
أساليب التنبؤ	أ. جمال حامد	الرابع عشر
الأدوات المالية	د. رياض دهاال	الخامس عشر
مؤشرات سوق العمل	أ. حسن الحاج	السادس عشر
الإصلاح المصرفي	د. ناجي التوني	السابع عشر
خصخصة البنى التحتية	أ. حسّان خضر	الثامن عشر
الأرقام القياسية	أ. صالح العصفور	التاسع عشر
التحليل الكمي	أ. جمال حامد	العشرون
السياسات الزراعية	أ. صالح العصفور	الواحد والعشرون
اقتصاديات الصحة	د. علي عبدالقادر علي	الثاني والعشرون
سياسات أسعار الصرف	د. بلقاسم العباس	الثالث والعشرون
القدرة التنافسية وقياسها	د. محمد عدنان وديع	الرابع والعشرون
السياسات البيئية	د. مصطفى بابكر	الخامس والعشرون
اقتصاديات البيئة	أ. حسن الحاج	السادس والعشرون
تحليل الأسواق المالية	أ. حسّان خضر	السابع والعشرون
سياسات التنظيم والمنافسة	د. مصطفى بابكر	الثامن والعشرون
الأزمات المالية	د. ناجي التوني	التاسع والعشرون
إدارة الديون الخارجية	د. بلقاسم العباس	الثلاثون
التصحيح الهيكلي	د. بلقاسم العباس	الواحد والثلاثون
نظم البناء والتشغيل والتحويل B.O.T	د. أمل البشبيشي	الثاني والثلاثون
الاستثمار الأجنبي المباشر: تعاريف	أ. حسّان خضر	الثالث والثلاثون
محددات الاستثمار الأجنبي المباشر	د. علي عبدالقادر علي	الرابع والثلاثون
نمذجة التوازن العام	د. مصطفى بابكر	الخامس والثلاثون
النظام الجديد للتجارة العالمية	د. أحمد الكواز	السادس والثلاثون
منظمة التجارة العالمية: إنشائها وآلية عملها	د. عادل محمد خليل	السابع والثلاثون
منظمة التجارة العالمية: أهم الإتفاقيات	د. عادل محمد خليل	الثامن والثلاثون
منظمة التجارة العالمية: آفاق المستقبل	د. عادل محمد خليل	التاسع والثلاثون
النمذجة الاقتصادية الكلية	د. بلقاسم العباس	الأربعون
تقييم المشروعات الصناعية	د. أحمد الكواز	الواحد والأربعون
مؤسسات والتنمية	د. عماد الإمام	الثاني والأربعون
التقييم البيئي للمشاريع	أ. صالح العصفور	الثالث والأربعون
مؤشرات الجدارة الائتمانية	د. ناجي التوني	الرابع والأربعون

الخامس الأربعون	أ. حسّان خضر	الدمج المصري
السادس الأربعون	أ. جمال حامد	اتخاذ القرارات
السابع الأربعون	أ. صالح العصفور	الإرتباط والانحدار البسيط
الثامن الأربعون	أ. حسن الحاج	أدوات المصرف الإسلامي
التاسع الأربعون	د. مصطفى بابكر	البيئة والتجارة والتنافسية
الخمسون	د. مصطفى بابكر	الأساليب الحديثة لتنمية الصادرات
الواحد والخمسون	د. بلقاسم العباس	الاقتصاد القياسي
الثاني والخمسون	أ. حسّان خضر	التصنيف التجاري
الثالث والخمسون	أ. صالح العصفور	أساليب التفاوض التجاري الدولي
		مصفوفة الحسابات الاجتماعية
		وبعض استخداماتها
		منظمة التجارة العالمية: من الدوحة
		إلى هونج كونج
		تحليل الأداء التنموي
		أسواق النفط العالمية
		تحليل البطالة
		المحاسبة القومية الخضراء
		مؤشرات قياس المؤسسات
		الإنتاجية وقياسها
		نوعية المؤسسات والأداء التنموي
		عجز الموازنة: المشكلات والحلول
		تقييم برامج الإصلاح الاقتصادي
		حساب فجوة الأهداف الإنمائية للألفية
		مؤشرات قياس عدم العدالة في توزيع الإنفاق
		الاستهلاكي
		اقتصاديات الاستثمار: النظريات والمحددات
		اقتصاديات التعليم
		إخفاق آلية الأسواق وتدخل الدولة
		مؤشرات قياس الفساد الإداري
		السياسات التنموية
		تمكين المرأة: المؤشرات والأبعاد التنموية
		التجارة الخارجية والنمو الاقتصادي
		قياس التحوّل الهيكلي
		المؤشرات المركبة
		التطورات الحديثة في الفكر
		الاقتصادي التنموي
		برامج الإصلاح المؤسسي
		المساعدات الخارجية من أجل التنمية
		قياس معدلات العائد على التعليم
		خصائص أسواق الأسهم العربية
		التجارة الخارجية والتكامل
		الاقتصادي الإقليمي
		النمو الاقتصادي المحابي للفقراء
		سياسات تطوير القدرة التنافسية
		عرض العمل والسياسات الاقتصادية
		دور القطاع التمويلي في التنمية
		تطور أسواق المال والتنمية
		بطالة الشباب
		الاستثمارات البنينية العربية
الرابع والخمسون	د. أحمد الكواز	
الخامس والخمسون	د. أحمد ظلفاح	
السادس والخمسون	د. علي عبد القادر علي	
السابع والخمسون	أ. حسّان خضر	
الثامن والخمسون	د. بلقاسم العباس	
التاسع والخمسون	د. أحمد الكواز	
الستون	د. علي عبد القادر علي	
الواحد والستون	د. مصطفى بابكر	
الثاني والستون	د. علي عبد القادر علي	
الثالث والستون	د. حسن الحاج	
الرابع والستون	د. علي عبد القادر علي	
الخامس والستون	د. رياض بن جليلي	
السادس والستون	د. علي عبد القادر علي	
السابع والستون	أ. عادل عبدالعظيم	
الثامن والستون	د. عدنان وديع	
التاسع والستون	د. أحمد الكواز	
الستون	د. علي عبد القادر علي	
الواحد والسبعون	د. أحمد الكواز	
الثاني والسبعون	د. رياض بن جليلي	
الثالث والسبعون	د. أحمد الكواز	
الرابع والسبعون	أ. ربيع نصر	
الخامس والسبعون	د. بلقاسم العباس	
السادس والسبعون	د. علي عبد القادر علي	
السابع والسبعون	د. رياض بن جليلي	
الثامن والسبعون	د. بلقاسم العباس	
التاسع والسبعون	د. علي عبد القادر علي	
الثمانون	د. إبراهيم أونور	
الواحد والثمانون	د. أحمد الكواز	
الثاني والثمانون	د. علي عبد القادر علي	
الثالث والثمانون	د. رياض بن جليلي	
الرابع والثمانون	د. وشاح رزاق	
الخامس والثمانون	د. وليد عبد مولاة	
السادس والثمانون	د. إبراهيم أونور	
السابع والثمانون	د. وليد عبد مولاة	
الثامن والثمانون	د. بلقاسم العباس	

التاسع والثمانون	د. إبراهيم أونور	فعالية أسواق الأسهم العربية
التسعون	د. حسين الأسرج	المسئولية الاجتماعية للشركات
الواحد والتسعون	د. وليد عبد موله	البنية الجزئية لأسواق الأوراق المالية
الثاني والتسعون	د. أحمد الكواز	مناطق التجارة الحرة
		تنافسية المنشآت الصغيرة والمتوسطة:
الثالث والتسعون	د. رياض بن جليلي	الخصائص والتحديات
الرابع والتسعون	د. إبراهيم أونور	تذبذب أسواق الأوراق المالية
الخامس والتسعون	د. محمد أبو السعود	الإمكانيات التكنولوجية والنمو الاقتصادي
السادس والتسعون	د. رياض بن جليلي	مؤشرات النظم التعليمية
السابع والتسعون	د. وليد عبد موله	نماذج الجاذبية لتفسير تدفقات التجارة
الثامن والتسعون	د. بلقاسم العباس	حول صياغة إشكالية البطالة في الدول العربية
التاسع والتسعون	د. رياض بن جليلي	تمكين المرأة من أجل التنمية
المائة	د. إبراهيم أونور	الأطر الرقابية لأسواق الأسهم العربية
المائة وواحد	د. أحمد الكواز	نظام الحسابات القومية لعام 2008
		تبعات الأزمة الاقتصادية على الدول العربية
		والنامية
المائة واثنان	د. بلقاسم العباس	الطبقة الوسطى في الدول العربية
المائة وثلاثة	د. علي عبدالقادر علي	كفاءة البنوك العربية
المائة وأربعة	د. وليد عبد موله	إدارة المخاطر في الأسواق المالية
المائة وخمسة	د. إبراهيم أونور	السياسات المالية المحابية للفقراء
المائة وستة	د. وليد عبد موله	السياسات الاقتصادية الهيكلية
المائة وسبعة	د. أحمد الكواز	خبرات التخطيط التنموي في دول مجلس
المائة وثمانية	د. رياض بن جليلي	التعاون الخليجي
		تحديات النمو الاقتصادي في الدول الخليجية
المائة وتسعة	د. بلقاسم العباس	سياسات العدالة الاجتماعية
المائة وعشرة	د. وليد عبد موله	السياسات الصناعية في ظل العولمة
المائة والحادي عشر	د. بلقاسم العباس	ملاحظات حول استقلالية ومركزية البنوك
		المركزية
المائة والثاني عشر	د. وشاح رزاق	التخطيط والتنمية في الدول العربية
المائة والثالث عشر	د. حسين الطلافحة	التخطيط الاستراتيجي للتنمية
المائة والرابع عشر	د. وليد عبد موله	سياسات التنافسية
المائة والخامس عشر	أ. صالح العصفور	منهجية تقارير المؤسسات الدولية في تصنيف
المائة والسادس عشر	د. محمد أمين لزعر	الدول حسب بعض المؤشرات الاقتصادية
		والاجتماعية: بين الواقعية والمبالغة
المائة والسابع عشر	أ. بلال حموري	شراكة القطاعين العام والخاص كمطلب تنموي
المائة والثامن عشر	د. أحمد الكواز	الاقتصاد الأخضر والبلدان العربية
المائة والتاسع عشر	د. محمد عمر باطويح	اللامركزية وإدارة المحليات: تجارب عربية ودولية
المائة والعشرون	د. أحمد الكواز	حدود السياسات الاقتصادية
المائة والواحد والعشرون	د. محمد أمين لزعر	التنمية في القطاع الزراعي والأمن الغذائي العربي
المائة والثاني والعشرون	د. ايهاب مقابله	الدعم الفني والمنشآت الصغيرة والمتوسطة
المائة والثالث والعشرون	د. فهد الفضالة	التدريب وبناء السلوك المهني
المائة والرابع والعشرون	د. فيصل حمد المناور	المخاطر الاجتماعية
المائة والخامس والعشرون	د. ايهاب مقابله	خرائط فرص الاستثمار والمنشآت الصغيرة والمتوسطة
المائة والسادس والعشرون	د. وليد عبد موله	رأس المال غير المادي ودوره في التنمية الاقتصادية:
		حالة الدول العربية

المائة والثامن والعشرون	د. نواف أبو شمالة	الاقتصاد الأخضر وتحديات التشغيل في الدول العربية
المائة والتاسع والعشرون	د. أحمد الكواز	النمو الشامل
المائة والثلاثون	د. نواف أبو شمالة	تقييم أداء منطقة التجارة الحرة العربية الكبرى
المائة والواحد والثلاثون	د. أحمد الكواز	تطوير تمويل التنمية
المائة والثاني والثلاثون	د. إيهاب مقابله	البنوك التجارية وتمويل المشروعات الصغرى والصغيرة والمتوسطة
المائة والثالث والثلاثون	د. فيصل المناور	تمكين المرأة العربية في المجال التنموي
المائة والرابع والثلاثون	د. إيهاب مقابله	حاضنات الأعمال والمشروعات الصغرى والصغيرة والمتوسطة
المائة والخامس والثلاثون	د. محمد أمين لزعر	الدول العربية وتنوع الصادرات
المائة والسادس والثلاثون	د. إيهاب مقابله	الأثر التنموي للمشروعات المتناهية الصغر والصغيرة والمتوسطة
المائة والسابع والثلاثون	د. إيهاب مقابله	برامج ضمان القروض وتمويل المشروعات الصغرى والصغيرة والمتوسطة
المائة والثامن والثلاثون	أ.د. حسين الطلافحة	من الأهداف التنموية للألفية إلى خطة التنمية
المائة والتاسع والثلاثون	أ. عمر ملاعب	المستدامة 2030: التقييم والمستجدات
المائة والأربعون	د. نواف أبو شمالة	السياسات الصناعية الحديثة في تجارب الدول المتقدمة والناشئة
المائة والواحد والأربعون	د. محمد باطويح	الجدارة في العمل
المائة والثاني والأربعون	د. عوني الرشود	التنمية المحلية المستدامة والمشروعات الصغيرة والمتوسطة
المائة والثالث والأربعون	د. إيهاب مقابله	التخطيط الاستراتيجي واستخدام بطاقات الأداء المتوازن في بناء ثقافة التميز في المؤسسات العامة
المائة والرابع والأربعون	د. علم الدين بانقا	المؤسسات التمويلية غير المصرفية وتمويل المشروعات المتناهية الصغر والصغيرة والمتوسطة
المائة والخامس والأربعون	د. فيصل المناور	تطور مفاهيم الفقر وتوزيع الدخل خلال الفترة (1960-2017)
المائة والسادس والأربعون	أ. عبدالله بوعجيلة	العمل التطوعي والتنمية
المائة والسابع والأربعون	د. إيهاب مقابله	مركزات ومحددات اختيار الموقع للمشروعات المتناهية الصغر والصغيرة والمتوسطة
المائة والثامن والأربعون	أ. عبدالله بوعجيلة	تقييم الأثر البيئي للمشروعات التنموية
المائة والتاسع والأربعون	د. محمد باطويح	استراتيجيات وسياسات الاستثمار في اقتصاد المعرفة في الدول العربية
المائة والخمسون	د. علم الدين بانقا	التعلم الريادي
المائة والواحد والخمسون	أ. عمر ملاعب	المؤسسات الدولية وإصدار مؤشرات التنافسية الاقتصادية: أية مصداقية؟
المائة والثاني والخمسون	د. إيهاب مقابله	الحكومة الإلكترونية وجائحة (كوفيد-19)
المائة والثالث والخمسون	أ. محمد عواوده	أساسيات ومؤشرات قياس الأداء لمؤسسات التمويل الأصغر
المائة والرابع والخمسون	أ.د. إيهاب مقابله	مفاهيم ومصطلحات في مجال ريادة الأعمال والمشروعات الصغيرة والمتوسطة
	د. سهيل مقابله	
	أ. عمر ملاعب	
	أ.د. فيصل المناور	إدارة المخاطر الاجتماعية: التخطيط وسبل المواجهة
	د. منى العلبان	

المائة والخامس والخمسون	د. نواف أبو شمالة	تطبيقات سياسات سوق العمل في الدول العربية والتجاذب الدولية: الهيكل والأدوات والأداء المقارن
المائة والسادس والخمسون	أ.د. وليد عبد مولاة	تطوير العناقيد الصناعية
المائة والسابع والخمسون	أ.د. فيصل المناور د. منى العليان	بناء السياسات العامة
المائة والثامن والخمسون	أ.د. عقبة عبداللاوي د. خليفة خالدي	تيسير التجارة (المفهوم، المكاسب، التكاليف، ومؤشرات القياس)
المائة والتاسع والخمسون	أ.د. فهد الفضالة	التدريب أثناء الخدمة
المائة والستون	د. نواف أبو شمالة	الجوانب النظرية والتطبيقية للتميز المؤسسي- نماذج دولية رائدة
المائة والواحد والستون	د. عبدالله بوعجيله التدريسي	دور الدبلوماسية الخضراء في تعزيز الحوكمة البيئية العالمية
المائة والثاني والستون	د. عبدالله بوعجيله التدريسي	النمو الأخضر: مدخلاً لتحقيق التنمية المستدامة
المائة والثالث والستون	أ.د. فهد الفضالة	تحديد الاحتياجات التدريبية
المائة والرابع والستون	د. عبدالله بوعجيله التدريسي	البصمة البيئية والقدرة الحيوية: مفاهيم أساسية وإسقاطات علي واقع الدول العربية
المائة والخامس والستون	د. محمد أمين لزعر	سياسات تنمية القطاع الزراعي في الدول العربية: تجربة المغرب الأخضر
المائة والسادس والستون	د. محمد باطويح	المسؤولية المجتمعية بين الإلزام والالتزام
المائة والسابع والستون	أ.د. وليد عبد مولاة	الأزمات المالية والاقتصادية: نظرة تاريخية في أنواعها ومسبباتها
المائة والثامن والستون	أ.د. إيهاب مقابلة د. ماهر المحروق	المؤشرات الرئيسية لتقييم بيئة الاستثمار للمشروعات الصغرى والصغيرة والمتوسطة
المائة والتاسع والستون	د. عمر الجميلي	نحو فهم أفضل لدور المؤسسات في عملية التنمية
المائة والسبعون	أ.د. إيهاب مقابلة ود. محمد طعمانه د. ماهر المحروق	فجوة تمويل المشروعات الصغرى والصغيرة والمتوسطة ودور منصات التمويل الرقمية
المائة والواحد والسبعون	أ.د. إيهاب مقابلة ود. ماهر المحروق د. ليث مقابلة	فجوة التمويل ودور بورصة المشروعات الصغيرة والمتوسطة

للاطلاع على الأعداد السابقة يمكنكم الرجوع إلى العنوان الإلكتروني التالي:

[http://www.arab-api.org/develop\\_1.htm](http://www.arab-api.org/develop_1.htm)



## المعهد العربي للتخطيط

صندوق البريد 5834 صفاة 13059 دولة الكويت

☎ : (965) 22093080

✉ : [api@api.org.kw](mailto:api@api.org.kw) - [www.arab-api.org](http://www.arab-api.org)

تابعونا:     

