



هيئة الأوراق المالية والسلع
SECURITIES & COMMODITIES AUTHORITY

ملخص تقرير

Financing of SMEs through Capital Markets in
Emerging Market Countries

الصادر عن

International Council of Securities Associations
(ICSA) Emerging Markets Committee

إعداد

قسم العلاقات الدولية والمنظمات

تمويل الشركات الصغيرة والمتوسطة من خلال أسواق المال في دول الأسواق الناشئة

مقدمة:

تعتبر الشركات الصغيرة والمتوسطة (المشاريع الصغيرة والمتوسطة) Small and medium sized enterprises (SME) هي العمود الفقري لجميع الاقتصادات والمصدر الرئيسي للنمو الاقتصادي وخلق فرص العمل والابتكار في بلدان الأسواق المتقدمة والناشئة على حد سواء. وفي هذا الصدد، تقدم الحكومات أنواع مختلفة من القروض والضمانات وغيرها من التدابير الداعمة لتسهيل حصول هذه الشركات على التمويل اللازم.

لقد ساد الاعتقاد بأن تمويل هذه الشركات يعتمد بالدرجة الأولى على قروض البنوك. بيد أن الأزمة الأخيرة كشفت عن أن التمويل المصرفي ليس مصدراً موثوقاً للتمويل، لا سيما خلال فترات الضغط. وعلاوة على ذلك، التدابير التنظيمية التي تم اتخاذها بعد الأزمة، مثل تعزيز القواعد المتعلقة بمتطلبات رأس المال أوجد تحديات إضافية في تمويل الشركات الصغيرة والمتوسطة من خلال القروض المصرفية. ونتيجة لذلك، تزايدت الحاجة إلى تنويع مصادر التمويل للشركات الصغيرة والمتوسطة.

حاليا حصة الشركات الصغيرة والمتوسطة من التمويل عن طريق أسواق رأس المال صغيرة نوعاً ما في جميع أنحاء العالم وذلك على الرغم من أن أسواق رأس المال توفر مصدراً بديلاً للتمويل طويلة الأجل. هذا وقد بذلت الحكومات والجهات الرقابية جهوداً لتشجيع تمويل الشركات الصغيرة والمتوسطة من خلال أسواق الأسهم. وفي أجزاء مختلفة من العالم، تم إنشاء أسواق خاصة بالشركات الصغيرة والمتوسطة تحت مظلة بعض البورصات الرئيسية، في حين تم تأسيس بعض من هذه الأسواق من خلال بورصات منفصلة وخاصة بهذه الشركات تم فيها تخفيف شروط الإدراج ومتطلبات الإفصاح. ومما يذكر بأن بعضاً من هذه النماذج قد فشل، في حين هناك بعض النماذج الناجحة سواء في أسواق البلدان المتقدمة أو في بلدان الأسواق الناشئة.

وعلى الرغم من أن أسواق الدين الخاصة بالشركات الصغيرة والمتوسطة ليست معروفة كأسواق الأسهم الخاصة بهذه الشركات حتى الآن، إلا أنها أصبحت أكثر شيوعاً في العالم. ونتيجة للانخفاض في أسعار الفوائد والتذبذب في أسواق الأسهم

في العالم، فقد تم مؤخرا تطوير منصات خاصة بالسندات التي تستهدف الشركات الصغيرة والمتوسطة وتشجيع إصدار سندات الدين لهذه الشركات. وفي أوروبا، وكذلك في بلدان الأسواق الناشئة هناك عدد من أسواق الأوراق المالية وغيرها من المنظمات اتخذت مبادرات لتسهيل قيام هذه الشركات بإصدار سندات لتمويل نشاطاتها.

ومن الجدير بالذكر أن الاستثمارات الخاصة واستثمارات المشاريع المشتركة يمكن أن تصبح أحد أدوات التمويل للمشاريع المتناهية في الصغر والصغيرة. فهذا النوع من التمويل والاستثمار لا يجلب فقط رؤوس الأموال المطلوبة لهذه المشاريع ولكنه يجلب لها خبرة المستثمرين وكذلك التقنية والمعرفة. كما أن الاستثمارات المشتركة قد تختار تمويل مثل هذه المشاريع من خلال أسواق المال واصدارات أدوات الاستثمار الجماعي.

إضافة إلي ما تقدم، فهناك أيضا عملية التوريق التي من الممكن أن تسهم اسهاما مهما في تمويل الشركات الصغيرة والمتوسطة. إلا أن عملية توريق قروض الشركات الصغيرة والمتوسطة غالبا ما تواجه صعوبات ناجمة عن هيكل ومخاطر هذه المشاريع. ومع ذلك، في بعض البلدان، تقوم المؤسسات العامة بمنح ضمانات الائتمان وذلك لتوريق قروض الشركات الصغيرة والمتوسطة.

آليات العمل:

نظرا لأهمية الدور الفاعل والرئيس الذي تلعبه مثل هذه الشركات في اقتصاديات الدول بالإضافة الى التطورات التي شهدتها اسواق المال العالمية، فقد قررت لجنة الأسواق الناشئة التابعة للمجلس الدولي لرابطات الأوراق المالية The Emerging Markets Committee of the International Council of Securities Associations مقترحا بالعمل على تمويل مثل هذه المشاريع عن طريق الأسواق المالية في بلدان الأسواق الناشئة. وقد تمت الموافقة على هذا المقترح خلال الاجتماع التمهيدي للمجلس الدولي لرابطات الأوراق المالية ICSA المنعقد في 11 يونيو 2012 علي تشكيل لجنة الأسواق الناشئة بالمجلس من الأعضاء التاليين:

- 1- رابطة مؤسسات أعمال الوساطة لأسواق المال بتركيا TSPAKB
- 2- الرابطة المكسيكية لشركات الوساطة AMIB
- 3- رابطة شركات الاوراق المالية التايلندية ASCO
- 4- الرابطة البرازيلية للأسواق الرأسمالية والمالية ANBIMA
- 5- الرابطة البلغارية لشركات وساطات الاستثمار المرخصة BALII
- 6- رابطة الأوراق المالية الصينية التايوانية CTSA

الملخص التنفيذي:

يركز هذا التقرير على هيكل وخصائص أسواق الشركات الصغيرة والمتوسطة في كل من بلغاريا، وكوريا الجنوبية، والمكسيك، وتركيا. ويقدم هذا التقرير أهم ما توصل إليه من نتائج وتوصيات، كما يتضمن التقارير المنفردة عن اسوق الشركات الصغيرة والمتوسطة في تلك البلدان التي ذكرت سابقا.

أسواق الأسهم للشركات الصغيرة والمتوسطة:

- لا توجد أسواق أسهم خاصة بالشركات الصغيرة والمتوسطة في كل من بلغاريا والمكسيك.
- في كل من كوريا وتركيا توجد قطاعات خاصة باسهم الشركات الصغيرة والمتوسطة تعمل من خلال البورصة الرئيسية. إلا أنه يلاحظ التخفيف من أعباء ومتطلبات الإدراج والافصاح وتسهيل الاجراءات بدرجة ما إذا ما قورنت بمتطلبات الأسواق الرئيسية. كما أنه يوجد مبادرات من الحكومة والبورصات و/او الجهات الرقابية لتشجيع إدراج هذه اسهم هذه الشركات.
- ويوجد ايضا في كوريا وتركيا أسواق لتداول اسهم الشركات غير المدرجة وتسمى عمليات التداول خارج المقصورة (OTC) Over-the-counter والتي غالبا من تكون للشركات الصغيرة والمتوسطة.
- عموما فان وجود مستشارين الأسواق الذين يساعدون هذه الشركات لإدراج اسهمها في البورصات يعتبر مفيداً. ففي تركيا أسهم الشركات الصغيرة والمتوسطة يتم تداولها من خلال نظام التداول المستمر مع وجود نظام السوق، بينما في كوريا فيتم تداولها يتم أيضا من خلال التداول المستمر.

أسواق أدوات الدين للشركات الصغيرة والمتوسطة:

لم يوجد في اجابات الدول التي تحت الدراسة أي سوق خاص بالسندات الخاصة بالشركات الصغيرة والمتوسطة. فقط في كوريا يوجد نظام تداول تم انشائه من قبل رابطة الصناعة بكوريا خاص بسندات الشركات الصغيرة والمتوسطة. يمكن هذا النظام الشركات الصغيرة والمتوسطة من اصدار السندات من خلال الطرح الخاص لهذه السندات بين مستثمرين معينين ومنتقين.

التوريق لقروض الشركات الصغيرة والمتوسطة:

لم تعرف المنتجات المهيكلة المدعومة والمضمونة بقروض الشركات الصغيرة والمتوسطة وبأصول هذه الشركات بشكل عام في كل من بلغاريا والمكسيك وتركيا. على الجانب الآخر، شهد توريق قروض الشركات الصغيرة والمتوسطة تطوراً سريعاً بعد عام 2000 في كوريا مدعوماً بضمانات الائتمان التي تقدمها الحكومة.

اجراءات الدعم والتشجيع:

من الملاحظ أنه بعد الأزمة المالية العالمية، ازدادت وتيرة تشجيع ودعم الحكومات للاستثمار الخاص في الاسواق المالية. فقد شهدت المكسيك العديد من المنتجات والأدوات المالية المختلفة علي سبيل المثال انشاء وتأسيس شركات بأغراض خاصة من أجل اسهم الاستثمار الخاص. في كوريا تم تأسيس وطرح صناديق استثمار خاصة للاستثمار في الشركات الصغيرة والمتوسطة المستدامة وأيضاً شهدت الأسواق هناك شركات المشاريع الرأسمالية المشتركة (بعض هذه الصناديق مدعوماً من الحكومة). وتجدر الإشارة هنا إلى أن معدلات الضرائب على الأرباح الرأسمالية على أسهم الشركات الصغيرة والمتوسطة في كوريا أقل مقارنة مع الأرباح الرأسمالية على أسهم الشركات الأخرى الكبيرة. في حين لم يتضح أن هناك اجراءات دعم وتحفيز في كل من المكسيك وبلغاريا أو تركيا .

دور المنظمات ذاتية التنظيم SROs:

تلعب المنظمات ذاتية التنظيم أدواراً مختلفة في السوق الخاص بالشركات الصغيرة والمتوسطة، حيث تشرف هذه المنظمات على التزام أعضائها بمدونة قواعد السلوك المهني والقواعد الأخلاقية والذي يشمل أنشطتهم في سوق الشركات الصغيرة والمتوسطة. وثانياً، تقوم هذه المنظمات بتدريب المهنيين بالسوق لتحسين نوعية الخدمات والمشورة التي يقدمونها للمستثمرين. بالإضافة لذلك، تقوم هذه المنظمات بتدريب المستثمرين لمساعدتهم في اتخاذ قرارات استثمارية أفضل وزيادة فهمهم لهذه الاستثمارات.

ويوجد هناك أمثلة محددة في كوريا، حيث قامت البورصة بتصميم أدوات للرقابة والإشراف والتحقيق خاصة بسوق الشركات الصغيرة والمتوسطة.

التوصيات:

تهدف هذه التوصيات الى تطوير أسواق الشركات الصغيرة والمتوسطة في بلدان الأسواق الناشئة:

1- لقد أثبتت الدراسة أنه تم تأسيس وإنشاء اسواق منفصلة لأسهم الشركات الصغيرة والمتوسطة في العديد من الاقتصاديات التي تم اجراء الدراسة عليها وقد ثبت نجاح التجربة بشكل كبير. ومع ذلك، وبشكل عام، لم يقدم صانعي السياسات أي تدابير تهدف إلى تحسين دخول الشركات الصغيرة والمتوسطة إلى أسواق أدوات الدين. وعليه فإننا نوصي بأن يتخذ صناع القرارات والسياسات الاجراءات والتدابير التي تساعد وتسهل دخول الشركات الصغيرة والمتوسطة الى سوق الأسهم وسوق أدوات الدين وذلك من خلال تهيئة وتخصيص وتأسيس أسواق خاصة بهذه الشركات.

2- من الملاحظ أنه في البلدان التي خصصت سوقا خاصة لأسهم الشركات الصغيرة والمتوسطة بأنه قد تم التخفيف من كثير من متطلبات الادراج والتي أدت بدورها إلى تخفيض تكاليف إصدار الاسهم للشركات الصغيرة والمتوسطة. وعليه، فإننا نوصي بأن تكون متطلبات الادراج في سوق الأسهم وأسواق الدين الخاصة بالشركات الصغيرة والمتوسطة مخففة وأكثر مرونة وبساطة من تلك المعمول بها في الأسواق الرئيسية.

3- علي الجانب الآخر ولتشجيع المستثمرين للاستثمار في الاسواق الخاصة باسهم الشركات الصغيرة والمتوسطة واسواق أدوات الدين، فإننا نوصي بأن يتم اتباع نفس الاجراءات المعمول بها في الأسواق الرئيسية والمتعلقة بخدمات أمناء الحفظ، والتسوية والتقاص.

4- لقد وجدت الدراسة أيضا أن أسواق الأسهم المخصصة للشركات الصغيرة والمتوسطة والتي يعمل فيها مستشارين أسواق يقدمون المساعدة لهذه الشركات للتحضير لإدراج اسهمها في هذه الاسواق كانت أسرع نمواً بعد أن تم تطبيق نظام مستشاري الاسواق، وعليه فإننا نوصي أن يقدم صناع السياسات نظام مستشاري الأسواق إلي أسواق الأسهم الخاصة بالشركات الصغيرة والمتوسطة لتسهيل قيام هذه الشركات بإصدار الأوراق المالية.

5- لقد لاحظت الدراسة أيضا أنه في الأسواق الثانوية التي تعمل وفق نظام صانع السوق، قد توفرت آليات السيولة للتداول في الأوراق المالية الصادرة من قبل الشركات الصغيرة والمتوسطة. لذا فإننا نوصي صناع السياسات أنه كلما أمكن بإدخال نظام صانع السوق في أسواق الشركات الصغيرة

والمتوسطة بما يكفل توفير السيولة للأوراق المالية الصادرة عن هذه المشاريع.

6- لقد لاحظت الدراسة أيضاً أن السياسات التي شجعت الشركات الصغيرة والمتوسطة على القيام بالطرح الخاص ساعدت هذه الشركات في الحصول على التمويل من أسواق رأس المال. ونظراً لأن الشركات الصغيرة والمتوسطة تعتبر أكثر خطورة من الشركات الكبيرة، فأن تشجيع اصدار الاسهم عن طريق الطرح الخاص يوفر نوع من الحماية للمستثمرين. ولذلك، نوصي بأن يقوم واضعي السياسات بوضع تدابير لتيسير قدرة الشركات الصغيرة والمتوسطة على الحصول على التمويل من خلال الاكتتاب الخاص.

7- وأخيراً، وجدت الدراسة أن طرق التمويل البديلة مثل طرح الأسهم للاكتتاب الخاص ورأس المال المخاطر والتوريق، يمكن أن تصبح أدوات فعالة لتمويل الشركات الصغيرة والمتوسطة. ولذلك، نوصي بأن يقوم صانعي السياسات بتشجيع توفير هذه المصادر البديلة لتمويل الشركات الصغيرة والمتوسطة.