

أهمية ومتطلبات إنشاء بورصة عربية موحدة خاصة بالمؤسسات الصغيرة والمتوسطة

The importance and requirements of establishing a unified Arab stock exchange for small and medium enterprises

أ.د. الجوزي جميلة جامعة الجزائر 3 – 3 eldjouzi.djamila@univ-alger3.dz	ط.د. بن معاوي سميحة جامعة الجزائر 3 – 3 benmaoui.samiha@univ-alger3.dz
--	--

تاريخ القبول: 2020/09/25

تاريخ الاستلام: 2020/04/06

الملخص

تهدف هذه الدراسة إلى التعرف على أهمية ومكاسب إنشاء بورصة عربية موحدة خاصة بالمؤسسات الصغيرة والمتوسطة، وكذا إبراز وتحديد أهم المتطلبات الضرورية لإنشائها، وهذا من خلال التطرق للخلفية النظرية لبورصة المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، مع الإشارة إلى الدول العربية التي خاضت تجربة إنشاء بورصة مخصصة لتلبية الاحتياجات التمويلية للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة على مستواها بالإضافة إلى دراسة وتحليل أداء البورصات العربية مجتمعة خلال الفترة (2013-2018) للوقوف على مدى إمكانية إنشائها، وصولاً إلى تقديم المتطلبات أو المقومات الأساسية لقيام وتجسيد بورصة عربية موحدة خاصة بالمؤسسات الصغيرة والمتوسطة.

الكلمات المفتاحية: البورصة؛ المؤسسات الصغيرة والمتوسطة؛ الأسواق المالية؛ البورصات العربية؛ بورصة المؤسسات الصغيرة والمتوسطة؛ بورصة عربية موحدة.

Abstract

This study aims to identify the importance and benefits of creating a unified Arab stock exchange for Small and Medium Enterprises, as well as highlighting and defining the most important requirements for its creation, and this is through theoretical background of the stock market for Small and Medium Enterprises, with reference to the Arab countries that have had the experience of creating a stock exchange dedicated to meet the financing needs of Small and Medium Enterprises at their level, in addition to studying and analyzing the performance of Arab stock exchanges collectively during the period (2013-2018) to stand on the possibility of its creation and provide access (to present) requirements or the basic components of the incorporation and realization a unified Arab stock exchange, specific to Small and Medium Enterprises.

Keywords: Stock exchange; Small and Medium Enterprises; Financial markets; Arab stock exchanges; Small and Medium Enterprises stock exchange; Unified Arab stock exchange.

مقدمة:

تعتبر بورصة المؤسسات الصغيرة والمتوسطة أحد أهم الحلول المطروحة لإشكالية تمويل هاته المؤسسات التي لا تقوى على الدخول إلى السوق الرئيسية للبورصة، بسبب عدم استيفائها للشروط وعدم تحقيقها للمعايير المطلوبة، وخاصة في ظلّ ضعف التمويل التقليدي (عدم كفاية التمويل الذاتي ومحدودية التمويل المصرفي)، حيث تمكّنها من طرح أسهمها للاكتتاب العام فيها وفقا لشروط خاصة تستجيب لاحتياجات هاته المؤسسات وتتناسب مع خصوصياتها، حتّى تتمكن من حشد القدر الكافي من رؤوس الأموال طويلة الأجل التي تفتقر إليها، وقد برزت بعض التجارب على المستوى العربي على غرار بورصة النيل (Nilex) في مصر والسوق البديلة (Le Marché Alternatif) بتونس.

في هذا السياق، اخترنا أن نطرح من خلال هذه الدراسة أهمية إنشاء بورصة عربية موحدة خاصة بالمؤسسات الصغيرة والمتوسطة، بالنظر إلى العديد من الجوانب، المبررات، الفوائد والعوائد التي يمكن أن تعود على المنطقة من إقامة بورصة عربية مشتركة، تعمل على إعادة توجيه الموارد العربية بكفاءة اقتصادية أعلى وتتيح بذلك مصادر تمويل على درجة كبيرة من الوفرة، يمكن أن تساهم في إحداث تغييرا جوهريا للواقع الاقتصادي في مجمله، رغم أنّ هذه الفكرة تبدو صعبة التحقيق في الوقت الحالي، نظرا لعدم تماثل قواعد وقوانين الدول العربية، وهو ما يتطلب توفير عدد من المقومات لتجسيدها على أرض الواقع.

بناء على ما سبق، يمكن صياغة الإشكالية الرئيسية لهذه الدراسة على النحو التالي:

ما أهمية إنشاء بورصة عربية موحدة خاصة بالمؤسسات الصغيرة والمتوسطة؟ وفيما

تتمثل متطلبات إنشائها؟

وانطلاقا من هذا السؤال يمكن وضع الأسئلة الفرعية الآتية:

- ما المقصود ببورصة المؤسسات الصغيرة والمتوسطة؟
- ما هي الدول العربية التي خاضت تجربة إنشاء أسواق مالية خاصة بالمؤسسات الصغيرة والمتوسطة؟
- هل يمكن للدول العربية المضي قدما في تجربة إنشاء بورصة عربية موحدة خاصة بالمؤسسات الصغيرة والمتوسطة؟ وهل ما تتوفر عليه الدول العربية من مقومات في الوقت الراهن يمكّنها من إنشاء وتطوير مثل هذه الأسواق؟ وما هي المتطلبات والشروط الأساسية التي تسمح بذلك؟

- للإجابة على التساؤلات السابقة (الإشكالية والأسئلة الفرعية)، تم صياغة الفرضيات التالية:
- تعتبر بورصة المؤسسات الصغيرة والمتوسطة من التعديلات التي أدخلت على السوق المالية، وهي موجهة لتلبية الاحتياجات التمويلية للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة على المدى المتوسط والطويل؛
 - تتمثل تجارب الدول العربية فيما يخص إنشاء بورصة للأوراق المالية خاصة بالمؤسسات الصغيرة والمتوسطة في تجربة كل من: مصر، تونس، والجزائر؛
 - تتوفر الدول العربية على جملة من العناصر قد تساعد على تهيئة البيئة والأرضية المناسبة لإنشاء بورصة عربية موحدة خاصة بالمؤسسات الصغيرة والمتوسطة، إذا ما استكملت عددا من الشروط والمتطلبات الاقتصادية والقانونية والثقافية.
- هذا، وتسعى هذه الدراسة إلى تحقيق جملة من الأهداف، يمكن حصرها فيما يلي:
- محاولة تقديم مفهوم عام حول بورصة المؤسسات الصغيرة والمتوسطة؛
 - عرض تجارب الدول العربية في إنشاء بورصات مكيفة لتراعي خصوصيات المؤسسات الصغيرة والمتوسطة بها، خاصة من حيث شروط الإدراج والتداول والتي تم تخفيفها لتناسب هذه المؤسسات؛
 - محاولة تكوين رؤية علمية وبلورة إطار متكامل من التصورات النظرية والتطبيقية عن إمكانية إنشاء بورصة عربية موحدة خاصة بالمؤسسات الصغيرة والمتوسطة، من خلال تسليط الضوء على واقع أداء البورصات العربية خلال الفترة (2013-2018) واستنتاج مدى إمكانية إنشائها؛
 - محاولة إظهار وإبراز منافع ومكاسب الدول العربية من إنشاء وقيام بورصة عربية موحدة خاصة بالمؤسسات الصغيرة والمتوسطة تأخذ في الحسبان خصوصية هذه المؤسسات وكذا المستويات الاقتصادية للدول العربية، مع تحديد أهم المتطلبات والشروط الضرورية لإقامتها.
- ولمعالجة هذا الموضوع والإجابة على الإشكالية المطروحة، وتحقيق الأهداف سالفة الذكر تم تقسيم الدراسة إلى ثلاثة محاور رئيسية هي:
- المحور الأول: الخلفية النظرية لبورصة المؤسسات الصغيرة والمتوسطة؛
 - المحور الثاني: تجارب الدول العربية في إنشاء أسواق مالية (بورصات) خاصة بالمؤسسات

الصغيرة والمتوسطة؛

- المحور الثالث: مزايا ومقومات قيام بورصة عربية موحدة خاصة بالمؤسسات الصغيرة والمتوسطة.

المحور الأول: الخلفية النظرية لبورصة المؤسسات الصغيرة والمتوسطة

باعتبار أنّ النظرة السائدة تعدّ البورصة حكرا على المؤسسات الكبيرة، ممّا يحرم المؤسسات الصغيرة والمتوسطة الاستفادة من المزايا التي تحققها الأسواق المالية، فإنّ الاستثناء من ذلك هو ظهور على مستوى نفس السوق سوقا تعنى بالأوراق المالية المصدرة من طرف المؤسسات الصغيرة والمتوسطة. وعليه سنعالج من خلال هذا المحور ما يلي:

1. تعريف وخصائص بورصة المؤسسات الصغيرة والمتوسطة:

تعرف على أنّها "تلك السوق المخصصة لتداول أسهم المؤسسات الصغيرة والمتوسطة والآخذة في نمو رأس مالها وغير المؤهلة لدخول الأسواق الرئيسية التي تموّل المشروعات الكبيرة والضخمة". أو "هي تلك السوق المنظمة للأسهم العادية التي تركز على المشروعات الصغيرة والمتوسطة، والتي تتميز بانخفاض الأعباء الإدارية كمبدأ يحكم عملها وعملياتها".¹

كما تعرف السوق المالية البديلة على أنّها إحدى الآليات التي وضعت لتنشيط سوق رأس المال وزيادة مساهمته في تعبئة المدخرات وتوجيهها لتمويل احتياجات الاقتصاد، وبإنشاء هذه السوق تستفيد المؤسسات الصغيرة والمتوسطة بخدمات السوق المالي دون شروط معجزة، ممّا يساهم في تنشيط ورواج هذا القطاع بتلبية متطلباته واحتياجاته التمويلية.²

وعليه، فالسوق البديلة (الثانية) الموجهة للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة هي جزء من السوق الثانوية المنظمة بقوانينها ومقاييسها ومعاييرها الشبيهة بالسوق الأولى (الخاصة بالمؤسسات الكبيرة) ولكن بمتطلبات أقل، باعتبارها سوق مخصصة للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة والتي لا تستطيع تحمل التكلفة العالية لإعداد القوائم المالية المفصلة والأكثر دورية وكذلك استيفاء شروط الإفصاح والشفافية كما هو الحال في السوق الأولى، لأنّ شروط الإصدار في هذه السوق أقلّ حدّة وشدة منها في الأولى.

¹عبد المطلب عبد الحميد، اقتصاديات تمويل المشروعات الصغيرة، الطبعة الأولى، الدار الجامعية للنشر والتوزيع، الاسكندرية، مصر، 2009 ص 424.

²Djamel Eddine Sahnoun, **Le marché alternatif et son rôle dans le développement des PME –le cas de la Tunisie-**, Revue des économies nord africaines, N°6, Université Hassiba Benbouali de Chlef, Algérie, 2009, P 85.

استنادا إلى ما سبق، فإنّ أهم الفروق بين السوق الثانية والأولى هي تلك المتعلقة بمتطلبات الإفصاح والشفافية، والتي تختلف من بورصة لأخرى، حيث تعمل كل بورصة على توضيح النقاط المتعلقة بدرجات الإفصاح والشفافية المطلوبة في السوق. وتتميز السوق الثانية الخاصة بالمؤسسات الصغيرة والمتوسطة بالخصائص التالية:

- سوق مخصصة لتلبية الاحتياجات التمويلية للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة؛
- شروط وإجراءات القيد فيها مرنة ومبسطة نسبيا بما يتماشى وخصوصيات المؤسسات الصغيرة والمتوسطة؛
- الاعتماد على راعي رسمي يرافق المؤسسات الصغيرة والمتوسطة طيلة مدة نشاطها في السوق؛
- تكلفة إدراج أقل نسبيا من نظيرتها في السوق الرئيسية (الأولى)، مع الاستفادة من تحفيزات أو تخفيضات في مصاريف القيد للمؤسسات المدرجة، ما يمنح هذا البديل التمويلي أفضلية على التمويل البنكي خاصة فيما يتعلق بتكلفة التمويل.

2. مزايا بورصة المؤسسات الصغيرة والمتوسطة:

تتعدّد مزايا بورصة المؤسسات الصغيرة والمتوسطة بعضها ينعكس بصورة مباشرة على المؤسسات التي تلجأ إلى الاستفادة منها، والبعض الآخر على الاقتصاد الكلي بوجه عام، ومن أهمها ما يلي:³

1.2 المزايا بالنسبة للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة:

- تتيح مصادر تمويل إضافية محلية وأجنبية بعيدا عن صعوبات التمويل المصرفي؛

³ عبد المطلب عبد الحميد، مرجع سبق ذكره، ص ص 425-426. (بتصرف)

- تسمح بدخول المستثمرين الاستراتيجيين ليصبحوا شركاء في المؤسسات الصغيرة والمتوسطة مما يحسن من كفاءة إدارتها؛
- تتيح فرصة كبيرة لأصحاب المؤسسات الصغيرة والمتوسطة من الشباب وصغار المستثمرين للتوسع في مشروعاتهم؛
- يساعد قيد الشركة في البورصة على تقوية وضعها التفاوضي عند الاقتراض؛
- توفير إمكانية حدوث عمليات اندماج مع شركات أخرى، بهدف خلق كيانات أكبر وأكثر تنافسية، أو أن يتم الاستحواذ عليها من قبل شركات أكبر؛
- الالتزامات التي تتحملها الشركة بسبب القيد في البورصة ترفع من كفاءة الإدارة المالية والتنظيمية لها؛
- دمج قطاع كبير من المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في منظومة الاقتصاد الرسمي؛
- تحديد قيمة عادلة للشركة من خلال القيمة السوقية لأسهم الشركة في البورصة.

2.2 المزايا بالنسبة للاقتصاد الكلي:

- تعمل على زيادة تكامل واندماج القطاع غير الرسمي في منظومة الاقتصاد الرسمي؛
- تعمل على جذب الاستثمارات الأجنبية إلى قطاع المؤسسات الصغيرة والمتوسطة؛
- تؤدي إلى دعم وتطوير القطاعات الواعدة في الاقتصاد التي تعاني من عقبات التمويل؛
- تفعيل آليات التمويل عن طريق رأس المال المخاطر، فهذه السوق ستوفر قاعدة بيانات عن المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في جميع القطاعات الاقتصادية، وهو ما يمثل فرصة لرأس المال المخاطر الذي يرغب في الاستثمار في هذه الشركات ومعرفة إمكاناتها وأوضاعها المالية؛
- تمثل هذه البورصة فرصة للشركات للحصول على تمويل لأنها تعاني من صعوبة الحصول على قروض بنكية لصغر حجمها، ويمثل قيدها في البورصة فرصة للحصول على التمويل والنمو والتوسع.

3. التحديات التي تواجه بورصة المؤسسات الصغيرة والمتوسطة:

- تتلخص أهم التحديات التي تواجه بورصة المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في النقاط التالية:
- إجهاد المؤسسات الصغيرة والمتوسطة عن الدخول إلى هذه البورصة؛
- ضعف خبرة المؤسسات الصغيرة والمتوسطة بكيفية التعامل في البورصة؛
- إجهاد المستثمرين عن الاستثمار في المؤسسات الصغيرة والمتوسطة.

المحور الثاني: تجارب الدول العربية في إنشاء أسواق مالية (بورصات) خاصة بالمؤسسات الصغيرة والمتوسطة

لقد أقدمت بعض الدول العربية على إنشاء أسواق مالية خاصة بالمؤسسات الصغيرة والمتوسطة بحيث تحوي على شروط تتوافق وخصوصية هذه المؤسسات، مع وجود آليات وإجراءات مشجعة للمستثمرين، وهذا بغرض ترقية وتنشيط هذا النوع من المؤسسات الذي يكتسي أهمية بالغة في الاقتصاديات الحديثة.

1. التجربة المصرية (بورصة النيل Nilex)

أنشأت بورصة النيل في 25 أكتوبر 2007، وهي سوق داخل البورصة المصرية مخصصة لقيد الشركات الصغيرة والمتوسطة لتوفير التمويل اللازم لها للتوسع والنمو، وبما يسمح برفع قدرتهم التنافسية وتوفير المزيد من فرص العمل، وذلك في إطار يجمع بين المرونة في قيد الشركات الواعدة مع توفير الحماية لحقوق كل من الشركات المقيدة والمستثمرين.

وتعتبر بورصة النيل أول سوق في منطقة الشرق الأوسط وشمال إفريقيا للشركات الصغيرة والمتوسطة، حيث ستوفر بورصة النيل فرص التمويل والنمو للشركات ذات الإمكانيات الواعدة من كافة القطاعات ومن كافة دول المنطقة بما في ذلك الشركات العائلية، وذلك وفقا لإجراءات يسيرة وذات مرونة عالية مقارنة بالسوق الرئيسية لتتناسب مع أوضاع هذا القطاع، وهو ما يسهم في التغلب على المعوقات التي تواجهه وتحّد من فرص نموه بما يعظم من مساهمته في النشاط الاقتصادي. ومن مميزات بورصة النيل ما يلي:⁴

- توفير التمويل للمشروعات الصغيرة والمتوسطة؛
- توفير مستثمرين جدد في الشركات المقيدة؛
- توفير إمكانية دمج تلك الشركات بالكيانات الاقتصادية الكبيرة وهذا يعطيها قدر أكبر من القدرة التنافسية؛

- لديها درجة عالية من الشفافية من خلال شروط القيد والإفصاح؛
- تحديد قيمة عادلة للشركة من خلال القيمة السوقية للسهم في البورصة؛

⁴ مختار الشريف، إيمان عبد المنعم إبراهيم، دور البورصة في تمويل المشروعات الصغيرة والمتوسطة بعد الأزمة الاقتصادية العالمية، ورقة بحث مقدمة ضمن المؤتمر العلمي السنوي الرابع عشر: الرؤية المستقبلية لسوق الأوراق المالية ما بعد الأزمة الاقتصادية العالمية، مركز الاستشارات والبحوث والتطوير - أكاديمية السادات للعلوم الإدارية - وزارة الدولة للتنمية الإدارية، القاهرة، مصر، أبريل 2010، ص 205.

- كفاءة الإدارة في الشركة والتي تفرضها عليها البورصة من خلال شروط الإفصاح والقيود.
- أمّا فيما يخص الشروط المتعلقة بالإدراج في بورصة النيل، نذكر منها:⁵
- أن تكون الأوراق المالية مقيدة بنظام الإيداع والقيود المركزي؛
- أن لا يتضمن النظام الأساسي للشركة أو شروط الإصدار أية قيود على تداول الأوراق المالية المطلوب قيدها؛
- أن تقدم الشركة طالبة القيد قوائم مالية لسنتين سابقتين على طلب القيد؛
- أن لا تقل حقوق المساهمين في آخر قوائم مالية سنوية أو دورية سابقة على تاريخ طلب القيد عن رأس المال المدفوع، وأن يكون رأس المال مدفوعاً بالكامل؛
- أن لا تقل الأوراق المالية المطروحة للتداول بالبورصة عن 20% من مجموع الأوراق المالية المصدرة؛
- أن لا يقل عدد المساهمين عن 100 مساهم وذلك خلال فترة تزيد عن ستة أشهر من تاريخ القيد؛
- أن لا تقل نسبة احتفاظ مؤسسي وأعضاء مجلس إدارة الشركة المطلوب قيدها عن 51% من أسهم رأس مالها، وذلك لمدة لا تقل عن سنتين مائيتين 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.
- وقد بلغ عدد الشركات المقيدة في هذه السوق 32 شركة صغيرة ومتوسطة مقابل 220 شركة مقيدة بالسوق الرئيسية (سوق داخل المقصورة) خلال سنة 2018.

2. التجربة التونسية (السوق البديلة Le Marché Alternatif)

في إطار البرنامج المستقبلي لتونس الغد، والخاص بالإصلاحات المالية والمتضمن مجموعة من الإجراءات المتكاملة الرامية إلى تسهيل الدخول إلى البورصة وضمان الاستثمار فيها، دخلت السوق المالية البديلة حيز العمل في ديسمبر 2007، كإحدى الآليات التي وضعتها الدولة لتنشيط السوق المالية والرفع من مساهمتها في تعبئة الادخار وتمويل الاقتصاد.

حيث يمكن إنشاء السوق البديلة المؤسسات الصغيرة والمتوسطة من دخول السوق المالية في ظل عدم قدرتها على تلبية شروط السوق الرئيسية للبورصة، وأهم ما تتطلبه هذه السوق:⁶

⁵ البورصة المصرية، بورصة النيل فرصتك للنمو، سلسلة البورصة خطوة في خطوة، 2016، ص 03. يمكن الاطلاع على الكتيب من خلال الموقع التالي: <http://www.egx.com.eg/getdoc/82120b15-77d9-4bcc-a37c-e06d61715c41/NILEX.aspx> تاريخ الاطلاع: 2019/12/13.

⁶ بورصة تونس، دليل إدراج الشركات ببورصة تونس، أكتوبر 2012، ص 07. يمكن الاطلاع على الدليل من خلال الموقع التالي:

- عدم اشتراط تسجيل أرباح خلال السنتين الأخيرتين، ورأس مال أدنى للإدراج في السوق البديلة؛
- توزيع الأسهم بين العموم على 100 مساهم على الأقل أو خمسة (05) مساهمين مؤسستيين، وذلك في تاريخ القيد؛
- يمكن طلب الإدراج من قبل شركة يمتلك رأس مالها مستثمرين مؤسستيين بنسبة لا تقلّ عن 20% وذلك منذ أكثر من سنة؛
- يمكن طلب الإدراج من قبل شركة في طور التأسيس عن طريق الاكتتاب العام (في إطار إحداث 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، وتعيين الشركة لمؤسسة راعية طوال مدة بقاء أسهمها بالسوق البديلة، ويجب أن لا تقل هذه المدة الممنوحة عن سنتين.
- وقد بلغ عدد الشركات المدرجة في هذه السوق 13 شركة سنة 2018، بما يشكل نحو 16% من إجمالي عدد الشركات المدرجة في تسعيرة البورصة والبالغ 82 شركة خلال نفس السنة.⁷

3. التجربة المغربية (سوق التطوير والنمو)

- يتم إدراج الشركات في بورصة الدار البيضاء بالمغرب وفق ثلاثة أسواق على النحو التالي:⁸
- السوق الرئيسية: والمخصصة للشركات الكبرى فقط؛
- سوق التطوير: وهي مخصصة لشركات أقل حجما من الشركات المقبولة في السوق الرئيسية، وتتضمن شروطا مرنة نسبيا مقارنة بهذه الأخيرة، حيث يتم فيها تداول أوراق الشركات متوسطة الحجم التي لا يقل رقم معاملاتها عن 50 مليون درهم، وأن لا يقل مبلغ الإصدار عن 25 مليون درهم (المبلغ الأدنى للإصدار أو المبلغ الأدنى الواجب إصداره) متأتية من إصدار 100 000 سهم (الحد الأدنى للأوراق المالية الواجب إصدارها أو عدد الأسهم الأدنى اللازم إصداره) وأن تقدم حسابين (02) للأنشطة الممارسة سنويا؛
- سوق النمو: وهي سوق مخصصة للمؤسسات الصغيرة التي تتوفر على إمكانيات هامة للنمو، ويشترط وصول حد أدنى بقيمة 10 مليون درهم ناتجة من إصدار 30 000 سهم كحد أدنى،

الاطلاع: 2019/11/16. <http://www.bvmt.com.tn/sites/default/files/articles/dlyl-drj-Ishrkt-bbws-twns.pdf> تاريخ

⁷ هبة عبد المنعم وآخرون، النهوض بالمشروعات متناهية الصغر والصغيرة والمتوسطة في الدول العربية، صندوق النقد العربي، أبو ظبي - دولة الإمارات العربية المتحدة، 2019، ص 83.

⁸ الموقع الرسمي لبورصة الدار البيضاء، الإدراج في البورصة - شروط القبول -، بتصرف، تاريخ الاطلاع: 2019/12/13، 2020/02/15.

<http://www.casablanca-bourse.com/bourseweb/Ar/content.aspx?IdLink=159&Cat=5>

وتقديم حسابا واحدا (01) عن الأنشطة الممارسة سنويا، وبالنظر إلى السوقين السابقين فإنّ هذه السوق تمنح مرونة كبيرة فيما يخص القبول.

4. التجربة القطرية (سوق الشركات الناشئة)

يعتبر قطاع المؤسسات الصغيرة والمتوسطة قطاعا هاما من أجل دعم النمو المستمر لاقتصاد دولة قطر، وقد عملت البورصة على تأسيس سوق للشركات الناشئة خصيصا لتتلاءم مع رغبة الدولة في دعم الشركات الصغيرة والمتوسطة، وقد تمثل هذا الدعم بالعديد من المبادرات التي تبنتها الحكومة في المنطقة وضمن إطار "رؤية قطر الوطنية 2030". ومن هذا المنطلق، يتوقع أن تقوم سوق الشركات الناشئة بمزاولة النشاطات التالية:⁹

- توفير مسار مخصص للسوق من أجل الشركات الصغيرة والمتوسطة؛
- تأسيس مجموعة من نخبة الشركات التي ستعود بالفائدة على المستثمر، من حيث تسهيل متابعته للتطورات والأبحاث المنشورة عن هذه الشركات؛
- توفير المرونة الكافية لتطوير البنية التنظيمية الأنسب للشركات الصغيرة والمتوسطة؛
- تأمين المرونة الأنسب من أجل تطوير هيكل أسعار ذو تكلفة أقل؛
- توفير نقطة اتصال فعالة لكل من جهات الإصدار والمستثمرين ضمن نطاق الشركات الصغيرة والمتوسطة؛
- وضع دولة قطر في مركز الريادة، والترويج لها باعتبارها محور الشركات الصغيرة والمتوسطة ضمن دول مجلس التعاون الخليجي.

ويجب على الشركة التي تتقدم بطلب الإدراج في هذه السوق أن تستوفي المتطلبات التالية:¹⁰

- أن تكون شركة مساهمة عامة مرخصة من قبل وزارة الاقتصاد والتجارة (هذا الشرط لا ينطبق على الشركة الأجنبية)، وأن يكون 10% على الأقل من أسهم الشركة قابلا للتداول؛
- الحد الأدنى لرأس المال المكتتب به 2 مليون ريال قطري، ولديها سجل أداء مدته عام واحد وأصدرت بيانات مالية مدققة عن هذا العام، مع نشر مذكرة معلومات معتمدة من هيئة قطر للأسواق المالية؛

- التعهد بالامتثال لجميع قواعد ولوائح بورصة قطر، وإرسال الوثائق التي تطلبها بورصة قطر.

والجدير بالذكر، أنّ سوق الشركات الناشئة في قطر لم تقلح في استقطاب المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، حيث لم تشهد دخول أية مؤسسة منذ إنشائها، وربما يعزى هذا إلى كون هذه السوق لا تزال في بداياتها.

5. التجربة الجزائرية (سوق المؤسسات الصغيرة والمتوسطة)

⁹ موقع بورصة قطر، http://www.qe.com.qa/wp/vm/listed2_ar.php، تاريخ الاطلاع: 2019/12/13.

¹⁰ موقع بورصة قطر، http://www.qe.com.qa/wp/vm/listed2_ar.php، تاريخ الاطلاع: 2019/12/13.

تعتبر سوق المؤسسات الصغيرة والمتوسطة جزء من بورصة الجزائر، وقد تمّ استحداث هذه السوق في إطار الإصلاحات التي تمّ تبنيها سنة 2012، بموجب نظام لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها رقم 01-12 المؤرخ في 18 صفر 1433 الموافق لـ 12 جانفي 2012، المعدل والمتمم للنظام رقم 03-97 المؤرخ في 17 رجب 1418 الموافق لـ 18 نوفمبر 1997 المتعلق بالنظام العام لبورصة القيم المنقولة، والصادر في الجريدة الرسمية رقم 41 بتاريخ 15 جوان 2012، بعد أن أثبت واقع بورصة الجزائر استحالة استفادة هذه المؤسسات من التمويل وفق الشروط العامة للإدراج.

وباعتبار أن شروط الإدراج في السوق الرئيسية صارمة نوعا ما، حيث أنّ المؤسسات الصغيرة والمتوسطة لا تستوفيها، فقد تميزت شروط قبول هذه المؤسسات بالتخفيف إذ أصبحت ملزمة بأن:¹¹

- تكون على شكل شركة ذات أسهم، وينبغي لها أن تعيّن لمدة خمس (05) سنوات، مستشارا مرافقا يسمّى "مراقبي البورصة"؛
 - تفتح رأس مالها بنسبة 10% كحدّ أدنى في غضون أجل أقصاه يوم الإدراج في البورصة؛
 - تطرح للاكتتاب العام سندات رأس المال التابعة لها، بحيث توزع ما لا يقل عن خمسين (50) مساهما أو ثلاثة (03) مستثمرين من المؤسسات في غضون أجل أقصاه يوم الإدراج؛
 - تنشر كشوفها المالية المصادقة للعامين الماضيين، ما لم تعفها لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها من هذا الشرط، دون الإخلال بأحكام القانون التجاري المتعلقة بالشركات ذات الأسهم التي تقوم باللجوء العلني إلى الادخار.
 - أما شروط الأرباح والحدّ الأدنى لرأس المال فليست مطلوبة من الشركة التي تطلب الإدراج في سوق المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، كما أنّ الشروط السابقة لا تنطبق على الشركة التي تكون قيد الإنشاء من خلال عملية اللجوء العلني إلى الادخار.
- ورغم مرور أكثر من 7 سنوات على إدخال الإصلاحات التنظيمية على بورصة الجزائر، والتي أوجدت سوقا للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة، إلّا أنها لم تشهد أي عملية إدراج لأسهم هاته المؤسسات وهذا رغم التحفيزات المقدمة لها، والتسهيلات الممنوحة من خلال تخفيف شروط إدراج وتداول أوراقها المالية، نظرا لجملة من العراقيل التي حالت دون ذلك، بعضها يتعلق بالمؤسسات والبعض يتعلق بالبورصة والنظام المالي ككل، في حين يتعلق البعض الآخر بالظروف الاقتصادية المحيطة بكليهما.

¹¹ بورصة الجزائر، شركة تسيير بورصة القيم (sgbv)، دليل سوق المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، ص 09. يمكن الاطلاع على الدليل من خلال الموقع التالي <http://www.sgbv.dz/commons/ar/document/document159850105.pdf> تاريخ الاطلاع: 2019/09/30.

وتجدر الإشارة إلى أنّ هناك جهود مبذولة من قبل بعض الدول لتمكين المؤسسات الصغيرة والمتوسطة من الاستفادة من هذا المصدر التمويلي، وهي: لبنان، البحرين، السودان، الكويت والإمارات.

المحور الثالث: مزايا ومقومات قيام بورصة عربية موحدة خاصة بالمؤسسات الصغيرة والمتوسطة

سنعالج من خلال هذا المحور ما يلي:

1. دراسة إمكانية إنشاء بورصة عربية موحدة خاصة بالمؤسسات الصغيرة والمتوسطة

يعتبر واقع البورصات العربية المؤشر الحقيقي لإمكانية إنشاء بورصة عربية موحدة من عدمه، كما أنّ الواقع يكشف عن توافر العديد من المقومات التي تمثل بنية أساسية لقيام وتجسيد بورصة عربية موحدة.

1.1 نظرة على واقع وأداء البورصات في الدول العربية

تسعى الدول العربية إلى تطوير بورصات الأوراق المالية بها على النطاق المحلي بما يواكب المتغيرات الاقتصادية العالمية، والذي يعتبر خطوة هامة تساعد على الانتقال بعد ذلك إلى الربط بين هذه الأسواق لمواجهة المنافسة العالمية.

1.1.1 الخصائص (السمات) المشتركة للبورصات العربية:

رغم الاختلافات الموجودة بين البورصات العربية في ظروف نشأتها ودرجة تطورها وانفتاحها، إلّا أنّ أغلبها تتميز بخصائص مشتركة، يمكن تلخيصها فيما يلي:

- دور الأسواق المالية في الدول العربية ضعيف ضمن اقتصادياتها، ومعدلات نموها لازالت منخفضة مقارنة بتعاظم قيمة الاستثمارات في الأسواق المالية العالمية، والتي شهدت خلال عشر سنوات مثلاً ابتداءاً من منتصف ثمانينيات القرن الماضي زيادة قدّرت بأكثر من 11 مرة؛

- بقاء تنظيمات الأسواق المالية في الدول العربية وآليات العمل وأساليب الاتصال ومتابعة وتحليل المعلومات دون المستوى المطلوب؛

- تشرف على الأسواق المالية في الدول العربية هيئات (أو مجالس أو لجان) تضم في عضويتها ممثلين عن جهات أو سلطات متخصصة وخاصة البنك المركزي وشركات المساهمة المسجلة ومكاتب أو شركات الوساطة وبنوك تجارية ومؤسسات مالية أخرى؛¹²

- عدم التنوع في الأدوات الاستثمارية والتركيز على الأسهم والسندات؛

¹² عبد الغفور دادن، إبراهيم بختي، إرساء نموذج لمؤشرات اتخاذ قرار الاستثمار في البورصة (2005-2009)، مجلة الدراسات الاقتصادية والمالية، المجلد 07، العدد 02، جامعة الوادي، الجزائر، ديسمبر 2014، ص ص 47-48.

- ضعف وعدم وجود مراكز علمية متخصصة لتحليل المعلومات المالية في إطار مؤسسات الأسواق المعنية (ساهم في أن غالبية العمليات تجري بقرارات ارتجالية أو عفوية)؛
- التقلب الشديد في قيم الاستثمارات الكلية من سنة إلى أخرى، وهذا ما يعكس مدى تأثر الأسواق المالية العربية بالمتغيرات العشوائية، وهو ما يترتب عليه ارتفاع المخاطر في هذه الأسواق؛¹³
- سيطرة المضاربة على نشاطات التعاملات اليومية في هذه الأسواق، حيث أن أغلب المعاملات تبحث عن الربح السريع من خلال التركيز على فروقات الأسعار.¹⁴

2.1.1 تحليل تطور أداء البورصات العربية خلال الفترة (2013-2018):

سنحاول من خلال هذا الجزء دراسة وتحليل أداء البورصات العربية، وذلك من خلال تتبع مؤشر صندوق النقد العربي للبورصات العربية، ومختلف المؤشرات الأخرى من أحجام التداول وعدد الشركات وقيمة سوقية... إلخ.

أ. تحليل أداء البورصات العربية مجتمعة خلال الفترة (2013-2018):

يوضح الجدول رقم (01) البيانات الخاصة بمؤشرات أداء البورصات العربية مجتمعة خلال الفترة (2013-2018)، وتظهر النتائج ما يلي:

الجدول رقم (01): تطور مؤشرات أداء البورصات العربية مجتمعة للفترة (2013-2018)

الربع الرابع 2018	الربع الرابع 2017	الربع الرابع 2016	الربع الرابع 2015	الربع الرابع 2014	الربع الرابع 2013	
1 204 728	1 173 785	1 110 793	1 067 904	1 205 860	1 132 66	القيمة السوقية (مليون دولار)
81 895	88 709	112 913	118 737	185 900	123 389	قيمة الأسهم المتداولة (مليون دولار)
46 533	65 417	97 656	70 083	80 637	100 151	عدد الأسهم المتداولة (مليون سهم)
1544	1529	1509	1500	1494	1466	عدد الشركات المدرجة
6.79	7.79	10.16	11.11	15.41	10.89	معدل دوران الأسهم
1 256	1 358	1 755	1 821	3 033	2 035	معدل حجم التداول اليومي (مليون دولار)

¹³ محمد عوض عبد الجواد، علي إبراهيم الشذيفات، الاستثمار في البورصة، أسهم - سندات - أوراق مالية، الطبعة الأولى، دار الحامد للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2006، ص ص 207-208.

¹⁴ عمار بلعادي، حوكمة الشركات ومتطلبات كفاءة الأسواق المالية العربية، حوليات جامعة قلمة للعلوم الاجتماعية والإنسانية، العدد 20، قلمة الجزائر، جوان 2017، ص 323.

318.70	247.65	245.4	197.05	320.86	298.37	المؤشر لصندوق النقد العربي AMF Index
--------	--------	-------	--------	--------	--------	---

المصدر: من إعداد الباحثين اعتماداً على المعلومات المنشورة في النشرة الفصلية لصندوق النقد العربي حول أداء أسواق الأوراق المالية العربية، الأعداد: 75 (2013)، 79 (2014)، 83 (2015)، 87 (2016)، 91 (2017)، 95 (2018). على الموقع www.amf.org.ae، تاريخ الاطلاع: 2019/11/22.

أ.1 أداء البورصات العربية من خلال المؤشر AMF Index خلال الفترة (2013-2018):

فيما يخص الأداء الكلي للبورصات العربية، فقد شهد تحسناً وهذا ما يشير إليه المؤشر المركب لصندوق النقد العربي، الذي يقيس أداء الأسواق المالية العربية مجتمعة، حيث استمر المؤشر المركب في تسجيل الأداء الإيجابي لغالبية البورصات العربية خلال الربع الرابع من سنة 2018، والذي ارتفع بنحو 28.70% ليصل إلى 318.70 نقطة مقابل 247.65 نقطة خلال الربع المماثل من سنة 2017، وهي نسبة تفوق نسبة الارتفاع المحققة خلال سنة 2017، والمقدرة بنحو 0.91%، وهذا بعد أن سجل تراجعاً بنسبة 38.58% خلال الربع الرابع من سنة 2015 أين وصل إلى حوالي 197.05 نقطة مقابل 320.86 نقطة سنة 2014، هذا التراجع عكس الانهيارات في المؤشرات السعرية للبورصات العربية والتي عكست انخفاض أسعار النفط العالمية وتدايعات ذلك على النمو الاقتصادي للدول العربية المصدرة للنفط، إلى جانب انعكاسات مخاوف تباطؤ النمو الاقتصادي العالمي وتدايعات رفع البنك الفيدرالي الأمريكي أسعار الفائدة.

بينما تحسّن أداء البورصات العربية من جديد خلال سنة 2016، حيث ارتفع المؤشر المركب لصندوق النقد العربي بنسبة 24.53% ليصل إلى حوالي 245.4 نقطة مقابل 197.05 نقطة نهاية الربع المماثل من سنة 2015، وذلك نتيجة للتطورات الاقتصادية الإقليمية والدولية، والمتمثلة في ارتفاع أسعار النفط بالإضافة إلى الإصلاحات التي أقدمت عليها الحكومات في الدول العربية لتعزيز مشاركة القطاع الخاص والانفتاح على الاستثمار الأجنبي.

أ.2 تحليل تطورات البورصات العربية من خلال مؤشرات تقييم أدائها للفترة (2013-2018):

يتضح من خلال متابعة تطور مختلف المؤشرات للبورصات العربية مجتمعة ما يلي:

- سجلت الفترة (2013-2018) ارتفاعاً نسبياً في أحجام الأسواق المالية العربية، ممثلة بالقيمة السوقية وعدد الشركات المدرجة، حيث عرفت القيمة السوقية ارتفاعاً وبلغت ذروتها خلال سنة 2014 بقيمة 1 205 860 مليون دولار، والتي تعتبر هي الأعلى منذ الأزمة المالية العالمية في منتصف سنة 2008 ما عدا الانخفاض المسجل خلال سنة 2015 لتعاود بعدها الارتفاع المتواصل إلى غاية الربع الرابع من سنة 2018 لتبلغ قيمة 1 204 728 مليون دولار. كما أنّ

عدد الشركات المدرجة سجل ارتفاعا متواصلا طيلة الفترة (2013-2018)، ليصل أقصى عدد لها 1544 شركة نهاية سنة 2018.

- قيمة الأسهم المتداولة: سجلت ارتفاعا كبيرا نهاية سنة 2014 مقارنة مع نهاية سنة 2013 أين بلغت أقصى قيمة لها بـ 185 900 مليون دولار أي بنسبة ارتفاع قدرها 50.66%. بينما انخفضت سنة 2015 إلى 118 737 مليون دولار بمعدل انخفاض قدره 36.13%، وتواصل الانخفاض خلال السنوات المتبقية، إلا أنّ هذا الانخفاض كان يختلف بين سنة وأخرى لتبلغ أدنى مستوياتها نهاية سنة 2018 بقيمة 81 895 مليون دولار.

- عدد الأسهم المتداولة: انخفض بشكل متواصل خلال الفترة (2013-2018) ليصل إلى 533 46 مليون سهم نهاية سنة 2018، مسجلا بذلك أقل عدد لها خلال هذه الفترة، إلا أنّ هذا الانخفاض كان يختلف بين سنة وأخرى.

- معدل الدوران: تتصف البورصات العربية بضعف سيولتها، حيث أظهرت النتائج الموضحة في الجدول رقم (01) أنّ معدل دوران الأسهم والذي يعكس سيولة السوق قد انخفض بنسب متفاوتة ما عدا في سنة 2014، أين وصل إلى أقصى نسبة قدرت بـ 15.41%، والتي تعدّ الأعلى منذ الأزمة المالية العالمية سنة 2008 حيث بلغ هذا المعدل آنذاك حوالي 38.5% نتيجة زيادة إقبال المستثمرين على بيع أسهمهم واقتناء السندات في فترة الأزمة المالية العالمية، غير أنّه تراجع فيما بعد ليسجل في نهاية سنة 2018 نسبة 6.79%، نتيجة لانخفاض قيمة الأسهم المتداولة إلى أدنى مستوياتها في هذه السنة وصلت إلى 81 895 مليون دولار، مع العلم أنّ هذا المعدل كان قد تجاوز نسبة 100% في سنوات ما قبل الأزمة.

- المعدل اليومي لقيمة الأسهم المتداولة: فقد سجل هذا المعدل ارتفاعا ملموسا نهاية سنة 2014 ليصل إلى نحو 3 033 مليون دولار يوميا مقارنة مع 2 035 مليون دولار المسجل نهاية سنة 2013 كمتوسط يومي للتداول، أي بنسبة ارتفاع 49.04% نتيجة لارتفاع قيمة الأسهم المتداولة التي بلغت قيمة 185 900 مليون دولار، وهي أعلى قيمة مسجلة خلال الفترة (2013-2018). لكن سرعان ما تراجع وبشكل حادّ ابتداء من سنة 2015 نتيجة لانخفاض أسعار الأسهم إلى أن وصل إلى أدنى مستوياته نهاية سنة 2018 بـ 1 256 مليون دولار.

ب. تحليل أداء البورصات العربية منفردة خلال الربع الرابع من سنة 2018:

يوضح الجدول رقم (02) البيانات الخاصة بمؤشرات أداء البورصات العربية منفردة خلال الربع الرابع من سنة 2018، وتظهر النتائج ما يلي:

الجدول رقم (02): مؤشرات أداء البورصات العربية منفردة (الربع الرابع: 2018)

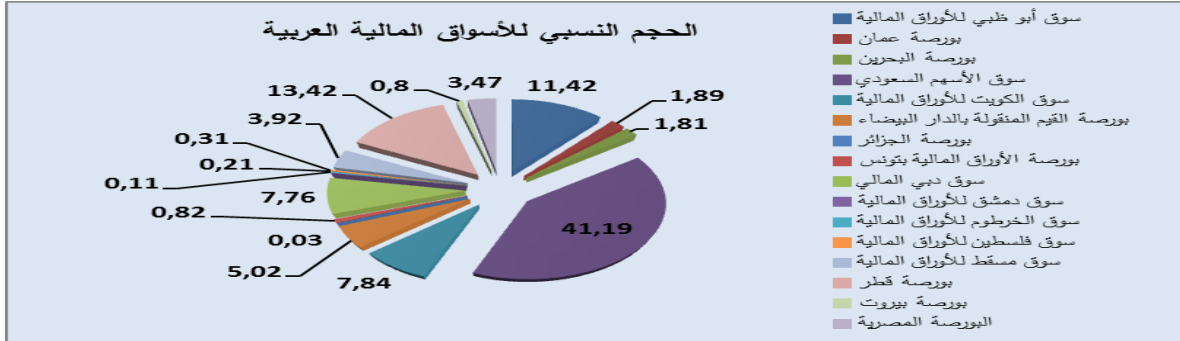
السوق	البيان	عدد الشركات المدرجة	القيمة السوقية (مليون دولار)	قيمة الأسهم المتداولة (مليون دولار)	عدد الأسهم المتداولة (مليون سهم)	معدل الدوران (%)	الحجم النسبي للأسواق المالية العربية (%) من إجمالي القيمة السوقية
سوق أبو ظبي للأوراق المالية		70	137 591.25	3 738.7	3 860.3	2.72	11.42
بورصة عمان		196	22 724.02	1 630.8	414.3	7.2	1.89
بورصة البحرين		43	21 746.76	322.9	409.0	1.5	1.81
سوق الأسهم السعودي		198	496 287.01	58 167.3	9 100.3	12	41.19
سوق الكويت للأوراق المالية		216	94 399.18	3 845.1	5 917.2	4.1	7.84
بورصة القيم المنقولة بالدار البيضاء		75	60 461.70	1 936.3	115.6	3.2	5.02
بورصة الجزائر (ألف دولار، ألف سهم)		2	369.42	370.4	22.8	0.10	0.03
بورصة الأوراق المالية بتونس		81	9 830.79	21.9	527.6	0.22	0.82
سوق دبي المالي		67	93 469.91	3 224.7	11 141.8	3.45	7.76
سوق دمشق للأوراق المالية		24	1 295.65	26.2	15.1	2.02	0.11
سوق الخرطوم للأوراق المالية		66	2 482.83	38.7	356.9	1.56	0.21
سوق فلسطين للأوراق المالية		48	3 724.53	40.7	24.7	1.1	0.31
سوق مسقط للأوراق المالية		130	47 210.81	354.2	756.4	0.8	3.92
بورصة قطر		42	161 668.35	4 147.6	513.1	2.6	13.42
بورصة بيروت		30	9 675.18	147.3	24.6	1.5	0.80
البورصة المصرية		256	41 791.08	4 252.0	13 356.0	10.2	3.47
المجموع		1544	1 204 728	81 865	46 533	-	100

المصدر: من إعداد الباحثين، اعتماداً على عدة جداول إحصائية لصندوق النقد العربي، أداء أسواق الأوراق المالية العربية، النشرة الفصلية، العدد الخامس والتسعون (95)، الربع الرابع من سنة 2018. على الموقع www.amf.org.ae تاريخ الاطلاع: 2019/07/18.

يظهر من خلال البيانات الموضحة في الجدول أعلاه، أنّ السعودية تحتل المركز الأول عربياً في أداء الأسواق بالنظر للقيمة السوقية والتي بلغت 496 287.01 مليون دولار شكلت ما نسبته 41.19% من حجم الأسواق المالية العربية خلال سنة 2018، تليه بورصة قطر، ثمّ سوق أبو ظبي للأوراق المالية بقيمة سوقية 161 668.35 مليون دولار و 137 591.25 مليون دولار وبحجم نسبي 13.42% و 11.42% على التوالي. وبالنظر لعدد الشركات المدرجة، فقد سجلت البورصة المصرية أكبر عدد خلال الربع الرابع من سنة 2018 بـ 256 شركة ثمّ سوق الكويت للأوراق المالية بـ 216 شركة وسوق الأسهم السعودي بـ 198 شركة رغم تصدره للأسواق المالية العربية من حيث القيمة السوقية المحققة، تليه مباشرة وبفارق ضئيل بورصة عمان بـ 196 شركة. أما باقي الدول العربية فقد أخذت كل من القيمة السوقية وعدد الشركات المدرجة الاتجاه التنازلي، إلى أن سجلت أدنى مستويات في كل من سوق دمشق وبورصة الجزائر بحجم نسبي 0.11% و 0.03% وبعدها الشركات المدرجة 24 شركة وشركتين (02) على التوالي. وهذا مؤشر على

ضيق نطاق السوق وانخفاض الحجم النسبي للبورصات العربية. ويمكن توضيح الحجم النسبي للأسواق المالية العربية من خلال الشكل التالي:

الشكل رقم (01): نسبة القيم السوقية للبورصات العربية من القيمة السوقية الإجمالية لسنة 2018.



المصدر: من إعداد الباحثين اعتمادا على معطيات الجدول رقم (02).

وبالنظر إلى مؤشرات السيولة والمتمثلة أساسا في قيمة التداول ومعدل دوران الأسهم، تعدّ السوق المالية السعودية الأكثر سيولة بالقياس المطلق، إذ بلغت قيمة الأسهم المتداولة 58 167.3 مليون دولار أمريكي بحصة 71.05% من قيمة التداول في الأسواق العربية التي بلغت 81 865 مليون دولار، تليها البورصة المصرية بقيمة 4 252.0 مليون دولار بنحو 5.19% ثم بورصة قطر بقيمة 4 147.6 مليون دولار أمريكي بنحو 5.06% وسوق الكويت للأوراق المالية بـ 3 845.1 مليون دولار بنحو 4.69%، أما بقية الأسواق العربية الاثني عشرة مجتمعة لم تتجاوز حصتها 14.01% من إجمالي قيمة التداول. كما سجل سوق الأسهم السعودي أكبر معدل دوران خلال الربع الرابع من سنة 2018 بلغت نسبته 12%، متأثرا نسبيا بالسماح للمستثمر الأجنبي بالتداول المباشر في السوق ابتداء من منتصف سنة 2015، تليه البورصة المصرية بنسبة 10.2% ثم بورصة عمان بنسبة 7.2%، ما عدا ذلك لا تتعدى نسبة معدل الدوران في الأسواق العربية الأخرى 4% عاكسة بذلك انكماش السيولة المتاحة.

والشيء الملاحظ بالنسبة لبورصة الجزائر هو أنها سجلت أدنى مستوى لكافة المؤشرات المدروسة بالمقارنة مع البورصات الأخرى، سواء من حيث عدد الشركات المدرجة أو القيمة السوقية أو حجم التداول وقيمته وكذا معدل الدوران، وهي بذلك تعتبر أضعف بورصة عربية.

ج. ترتيب البورصات (أسواق الأوراق المالية) العربية خلال الربع الرابع من سنة 2018:

يوضح الجدول رقم (03) ترتيب البورصات العربية خلال الربع الرابع من سنة 2018، حيث قام صندوق النقد العربي بترتيبها بحسب أهميتها آخذا في ذلك معيارين هما عدد الشركات المدرجة والقيمة السوقية المأخوذين في احتساب مؤشر صندوق النقد العربي.

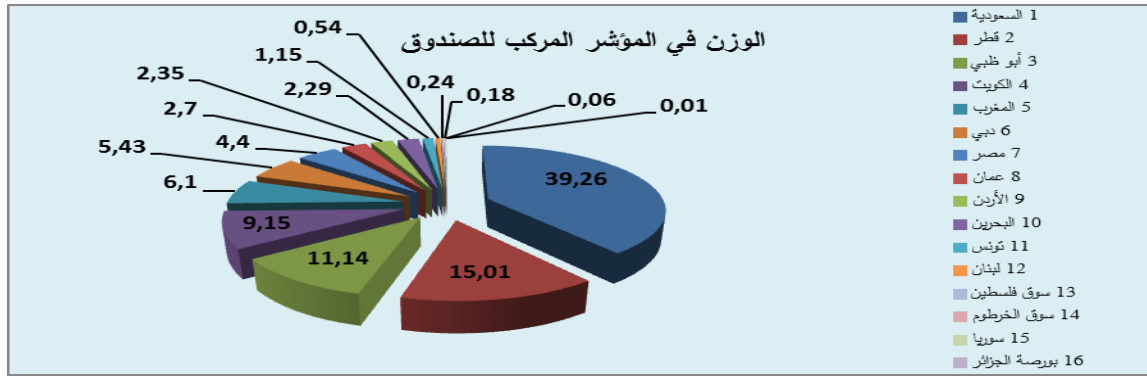
الجدول رقم (03): أوزان الأسواق المدرجة في مؤشر صندوق النقد العربي(الربع الرابع 2018)

الترتيب	السوق	عدد الشركات المدرجة في المؤشر	القيمة السوقية (مليون دولار)	الوزن في المؤشر المركب للصندوق
1	السعودية	75	317 300.082	39.26
2	قطر	34	121 313.935	15.01
3	أبو ظبي	37	90 046.875	11.14
4	الكويت	73	73 943.712	9.15
5	المغرب	36	49 271.787	6.10
6	دبي	26	43 924.403	5.43
7	مصر	76	35 523.685	4.40
8	عمان	103	21 800.426	2.70
9	الأردن	94	19 022.218	2.35
10	البحرين	28	18 490.151	2.29
11	تونس	45	9 255.221	1.15
12	لبنان	11	4 346.656	0.54
13	سوق فلسطين	21	1 958.742	0.24
14	سوق الخرطوم	21	1 450.664	0.18
15	سوريا	13	478.682	0.06
16	بورصة الجزائر	2	104.300	0.01

المصدر: صندوق النقد العربي، النشرة الفصلية، العدد الخامس والتسعون (95)، الربع الرابع 2018، ص 93.

يتضح من خلال هذا الترتيب التفاوت الكبير بين البورصات العربية، حيث تصدر السعودية الترتيب بمسافة كبيرة عن البورصات العربية الأخرى، بحيث تساوي فيها القيمة السوقية تقريبا مجموع القيمة السوقية لباقي الأسواق العربية، مع العلم أنّ سوق الأسهم السعودي يحتل المرتبة 25 عالميا من حيث الرملة البورصية. كما يتبين كذلك أنّ بورصة الجزائر تحتل المرتبة الأخيرة ضمن ترتيب البورصات العربية، وهي تعتبر أصغر بورصة عربية، وفي الجوار تمكنت بورصة الدار البيضاء بالمغرب من أن تحتل المرتبة الخامسة. ويمكن تمثيل الوزن في المؤشر المركب من خلال الشكل البياني التالي:

الشكل رقم(02): أوزان الأسواق العربية المدرجة في مؤشر صندوق النقد العربي سنة 2018.



المصدر: من إعداد الباحثين اعتمادا على معطيات الجدول رقم (03).

بناء على ما سبق، نستنتج أنّ تكامل الأسواق المالية العربية، من خلال إنشاء بورصة عربية موحدة خاصة بالمؤسسات الصغيرة والمتوسطة، يعتبر خطوة هامة في الاتجاه الصحيح لتفعيل وتنشيط البورصات العربية وضرورة ملحة للنهوض بها قصد اللحاق بركب المراكز المالية المتقدمة، بالنظر للمزايا والفوائد التي ستعود على الدول العربية من خلال فتح المجال لدعم وتمويل هذا القطاع الحيوي في الاقتصاديات العربية والذي يعتبر وسيلة لدفع عجلة التنمية الاقتصادية والاجتماعية بها.

2. أهمية ومزايا إنشاء بورصة عربية موحدة خاصة بالمؤسسات الصغيرة والمتوسطة:

تتعدد منافع الدول العربية من قيام بورصة عربية موحدة خاصة بالمؤسسات الصغيرة والمتوسطة ويمكن أن نستشف هذه الأهمية من خلال ما يلي:

- تمكين المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الدول العربية من الحصول على تمويل بشروط أفضل من خلال تأمينها الوصول إلى قاعدة أوسع من المستثمرين دون الاقتصار على الأسواق المحلية؛

- النهوض بقطاع المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الدول العربية، ومساعدته على تجاوز العديد من المشكلات التمويلية، والرفع من معدلات نموّه ونشاطه، وذلك من خلال إنشاء بورصة موحدة تتيح فرصة كبيرة لتمويل استثمارات المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الوطن العربي وبشروط مناسبة؛

- تمكين المؤسسات الصغيرة والمتوسطة الموجودة في البورصات العربية من الاستفادة من اقتصاديات الحجم والنطاق الجغرافي للتواصل مع شريحة أوسع من المستثمرين؛

- توفير فرصة للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة لنقل وتحسين الخبرة الفنية والتكنولوجية من خلال دخول مستثمرين استراتيجيين كشركاء؛

- ترسيخ مفاهيم التعاون والتضامن الاقتصادي بين الدول العربية والخروج من نطاق الفردية إلى استراتيجية العمل الجماعي من أجل المنافسة والبقاء، في ظلّ تعاظم أهمية ودور التكتلات

الاقتصادية في عصر العولمة الذي لم يعد فيه مكانا للكيانات الصغيرة، وبخاصة وأن عوامل الاتفاق بين الدول العربية أكثر من عوامل الاختلاف؛

- تطوير البورصات العربية من خلال تبادل الخبرات الفنية واستخدام تكنولوجيا حديثة والسعي نحو مواكبة آخر التطورات التي تشهدها البورصات العالمية؛

- تنشيط البورصات العربية والتغلب على ضعف معدلات التداول التي تعاني منه، حيث أن أغلب البورصات العربية بورصات ضعيفة وذات معدل دوران ضعيف ومؤشرات مالية أضعف، نتيجة كمية التداول اليومي ورؤوس الأموال والسيولة القليلة، وهو ما يقلل من فرص هاته البورصات وتأثيرها بجوار البورصات العالمية، وهذا الضعف لن يتم التغلب عليه إلا بدمج هذه البورصات في بورصة واحدة قوية تستطيع الصمود في وجه التكتلات الاقتصادية التي يتجه العالم نحوها والتعامل معها؛

- تحسين أداء البورصات المحلية ورفع درجة سيولتها (من خلال حشد شرائح أوسع وأكبر من المستثمرين)، ما يعزز دورها التمويلي داخل اقتصادياتها، حيث تعتبر السيولة هي نقطة الوصل بين البورصات والتنمية الاقتصادية، خاصة وأن البنوك التجارية في الدول العربية بإمكانياتها المحدودة لا تستطيع تحمل مسؤولياتها في هذا الصدد؛

- التخصيص الكفء للفوائض المالية العربية، وتمكين الدول العربية وخاصة النفطية منها التي تمتلك فوائض مالية من إيجاد موارد بديلة لتنمية اقتصادها بدل الاعتماد الكلي على الإيرادات النفطية، خاصة بعد ما حدث مؤخرا من انخفاض أسعار النفط بشكل جد كبير، الأمر الذي أثر على كل الدول النفطية؛

- المساهمة في تقوية الأسواق المالية العربية، وتكوين مصدر تمويلي جديد في حالات العجز لتجنب الوقوع في أزمة ديون طويلة المدى، ويغني عن اللجوء إلى الدول الأوروبية أو الأمريكية ذات الأسواق المالية المتطورة؛

- دعم قاعدة المستثمرين وتشجيعهم على الاستثمار الداخلي في البورصات العربية بدلا من الاستثمار الخارجي في الأسواق الدولية؛

- جذب رؤوس الأموال المحلية والإقليمية إلى البورصات العربية، والتقليل من مخاطر وجود الأموال العربية في الاقتصاديات المتقدمة بحثا عن فرص أفضل للاستثمار خارج الوطن العربي؛

- توطيد الاستثمارات العربية والاستفادة منها بما يعود بالنفع عليها وعلى مواطني الدول العربية، والرفع من جاذبية المنطقة للاستثمار الأجنبي، بما يؤدي إلى زيادة انسياب وتدفق الأموال إلى داخل الدول العربية؛

- رفع مستويات الشفافية والإفصاح والحوكمة في الأسواق المالية العربية، تعزيز كفاءتها، وتفعيل عملية التداول بينها.

3. متطلبات إنشاء بورصة عربية موحدة خاصة بالمؤسسات الصغيرة والمتوسطة:

تقتضي إمكانية إنشاء وتجسيد بورصة عربية موحدة خاصة بالمؤسسات الصغيرة والمتوسطة، توفير شروط ومقومات أساسية، يمكن إيجاز أهمها في النقاط التالية:

- تهيئة المناخ الاستثماري، حيث يعتبر توفير المناخ الاستثماري الملائم من أهم مقومات إنشاء أسواق الأوراق المالية، والذي يشمل ظروفًا مستقرة في كافة الميادين سواء كانت اقتصادية، سياسية، اجتماعية أو ثقافية، فلا يمكن قيام سوق مالية فعالة في ظلّ أوضاع غير ملائمة، لذلك لإنشاء بورصة عربية موحدة قادرة على جلب الادخار وتوجيهه نحو التوظيفات والاستثمارات المختلفة لابد من معالجة البنية التحتية أولاً؛

- وجود نظام معلومات واتصالات متطور وفعال يعمل على تجميع المعلومات ويمكن السوق من معالجة أكبر حجم من المعاملات، وتأمين سرعة الاتصال ونقل المعلومات فيما بين البورصات العربية، وتوفير المعلومات الكافية والحديثة عن الأوراق المالية المتداولة في جميع الأسواق؛

- تنسيق وتجانس القوانين والتشريعات والأنظمة التي تحكم عمل البورصات في الدول العربية؛

- زيادة المواءمة بين التشريعات والقوانين واللوائح الإدارية المنظمة لنشاط المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الدول العربية؛

- وضع شروط وقواعد موحدة ومرنة للدخول إلى البورصة الموحدة بما يتلاءم مع واقع بيئة الأعمال وخصوصية قطاع المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الدول العربية، وهذا من أجل تشجيع المؤسسات الصغيرة والمتوسطة وتحفيزها على الدخول إلى هذه السوق والحصول على التمويل المباشر من جهة وتفعيل وتنشيط البورصات العربية من جهة أخرى؛

- وضع نظم محدّدة للتداول والتسوية والمقاصة تأخذ بعين الاعتبار طبيعة المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الدول العربية والمستويات الاقتصادية لكل دولة، وكذا توحيد المصطلحات المالية بين الدول العربية، بهدف توفير لغة تفاهم بين كافة المتعاملين؛

- تكوين ثقافة بورصية لدى المتعاملين الاقتصاديين بين أصحاب المؤسسات الصغيرة والمتوسطة وكافة المستثمرين، من خلال انتهاج سياسة إعلامية فعالة بالاعتماد على الصحافة ووسائل الإعلام المختلفة من أجل نشر المعرفة والتوعية الاستثمارية والمالية، مع أهمية الاعتماد على المناهج التربوية والتعليمية كإحدى الوسائل الضرورية لغرس مفاهيم الادخار والاستثمار لدى المواطن العربي؛

- وضع تشريعات وأحكام تحمي المستثمرين من الغش والتلاعب بأسعار الأوراق المالية بشكل يعزز من ثقة المستثمرين بهدف جذبهم إلى البورصة الموحدة؛

- وجود عدد كاف من شركات المساهمة؛
- توفير أدوات مالية متنوعة ومتطورة في البورصة العربية الموحدة، مما يزيد من فرص الاختيار أمام المتعاملين وفق مصالحهم واتجاهاتهم ويغريهم بالتعامل في هذه السوق الجديدة؛
- تخصيص مقر خاص بالبورصة العربية الموحدة وتصميم موقعا إلكترونيا لها (موقع على الأنترنت) ينطوي على المعلومات المتعلقة بالسوق الجديدة؛
- هيكل مؤسسي فعال ومتكامل، والمتمثل في وجود هيئة رسمية تشرف على تطبيق التعليمات الخاصة بالتداول والتعامل بالبورصة الموحدة، الرقابة عليها ولها القدرة التنظيمية والصلاحية في إنجاز أعمالها بسرعة وسهولة؛
- إيجاد نظام متكامل وموحد للإفصاح المالي على المستوى القطري والإقليمي، والذي يعدّ بمثابة الروح لأي سوق للأوراق المالية، كما يعتبر أحد أهم متطلبات عملها، من أجل تعميق الشفافية فيها، خاصة وأنه يمنح ثقة أكبر للمتعاملين ويدعم اتخاذ القرارات الصحيحة؛
- تشجيع وتفعيل عمليات الإدراج المشترك بين البورصات العربية، حيث أنه إذا لم يوجد قيد متبادل للأسهم بين البورصات فلا مجال لقيام بورصة عربية موحدة؛
- إصدار عملة عربية موحدة قوية ومستقرة يمكن استعمالها في كافة المعاملات أو إيجاد أسلوب نقدي موحد للتسوية.

الخاتمة:

من خلال هذه الدراسة، تم التأكيد على أهمية إنشاء بورصة عربية موحدة خاصة بالمؤسسات الصغيرة والمتوسطة، لما لهذه البورصة من مزايا عديدة في الحياة الاقتصادية، فهي تعمل على تدبير التمويل اللازم للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة وبشروط مناسبة، وتعدّ البديل الأمثل لتجاوز العديد من المشكلات التمويلية التي تحدّ من نمو ونشاط هذا النوع من المؤسسات، الشيء الذي يزيد من مردوديتها خاصة وأنها تمثل نسبة عالية جدًا من شبكة المؤسسات في الوطن العربي، كما تحقق مكاسب وأرباح للمستثمرين، وتعمل على تعزيز التعاون بين البورصات الأعضاء ودعمها للارتقاء بأدائها، وكذا تحقيق التّوحد المالي بين الدول العربية وتشجيع حركة انتقال رؤوس الأموال بين هذه الدول خاصة في ظروف العولمة السائدة، كما تسهم في استعادة الأموال العربية المستثمرة في الخارج، بالإضافة إلى جذب المزيد من الاستثمارات الأجنبية ودعم فرص الاستثمار المشترك في المنطقة العربية، والمساهمة في تغطية الاحتياجات التمويلية للتنمية الاقتصادية العربية.

وحتى تضمن الدول العربية نجاح هذه التجربة في حال ما إذا نوت الإقدام عليها، يجب أن تهئ البيئة الملائمة لقيام مثل هذه الأسواق، ولعلّ من أهم الشروط والمقومات الضرورية لإنشاء بورصة عربية موحدة خاصة بالمؤسسات الصغيرة والمتوسطة:

- نشر الثقافة البورصية في المجتمعات العربية التي غالبا ما تقتصر إلى الوعي الاستثماري وتتجه نحو الادخار، عن طريق تفعيل دور الإعلام المالي والاقتصادي وجميع وسائل الاتصال واستخدام التكنولوجيا الحديثة في هذا المجال؛

- العمل على إصدار قوانين موحدة وقواعد خاصة؛

- تصميم نظام معلومات موحد وفعال يعمل على تجميع وتخزين واسترجاع المعلومات، ويسهل انتقالها بين البورصات العربية؛

- دراسة أوضاع المؤسسات التي سوف تدرج في هذه السوق، وهي المؤسسات الصغيرة والمتوسطة وعليه لا بدّ من إعادة صياغة الأطر القانونية للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الوطن العربي، وتشجيعها على أخذ شكل شركات مساهمة بوضع قوانين تخفض من العبء الضريبي على هذا النوع من الشركات؛

- توعية المؤسسات الصغيرة والمتوسطة المستهدفة العمومية منها والخاصة بأهمية البورصة العربية الموحدة ونظم عملها، من خلال التأكيد على المزايا والفوائد التي ستعود عليها من خلال تسجيلها أو دخولها إليها، وإعداد برامج تثقيفية بشأن استخدام بورصات الأوراق المالية لصالحها، وخاصة ذات الملكية الأسرية (ذات الطابع العائلي)؛

- الاستفادة من مقومات نجاح التجارب الرائدة في هذا المجال لاكتساب الخبرة والتجربة الميدانية كالإقتداء بالنموذج الأوروبي، مع مراعاة المتغيرات التي تحكم خصائص وطبيعة البورصات العربية.

وفي الختام، إنّ فكرة إنشاء بورصة عربية موحدة خاصة بالمؤسسات الصغيرة والمتوسطة تحتاج إلى مزيد من الدراسة حتى لا تكون مجرد صورة لبورصة، وحتى لا يتكرر بها ما نراه في أغلب البورصات العربية من تداول ضعيف.

المراجع:

- 1- بورصة الجزائر، (2016)، شركة تسيير بورصة القيم (sgbv)، دليل سوق المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، ص 09، تاريخ الاطلاع في 09/30/2019 من خلال الموقع التالي: <http://www.sgbv.dz/commons/ar/document/document159850105.pdf>.
- 2- البورصة المصرية، (2016)، بورصة النيل فرصتك للنمو، سلسلة البورصة خطوة في خطوة، تاريخ الاطلاع: 2019/12/13، من خلال الموقع التالي: <http://www.egx.com.eg/getdoc/82120b15-77d9-4bcc-a37c-e06d61715c41/NILEX.aspx>.
- 3- بورصة تونس، (2012)، دليل إدراج الشركات ببورصة تونس، ص 07، تاريخ الاطلاع: 2019/11/16، من خلال الموقع التالي: <http://www.bvmt.com.tn/sites/default/files/articles/dlyl-drj-Ishrkt-bbwrs-twms.pdf>.
- 4- عبد الغفور دادن، ابراهيم بختي، (ديسمبر 2014)، إرساء نموذج لمؤشرات اتخاذ قرار الاستثمار في البورصة (2005-2009)، مجلة الدراسات الاقتصادية والمالية، المجلد 07، العدد 02، جامعة الوادي، الجزائر.
- 5- عبد المطلب عبد الحميد، (2009)، اقتصاديات تمويل المشروعات الصغيرة، الطبعة الأولى، الاسكندرية، مصر، الدار الجامعية للنشر والتوزيع.
- 6- عمار بلعادي، (جوان 2017)، حوكمة الشركات ومتطلبات كفاءة الأسواق المالية العربية، حوليات جامعة قالمة للعلوم الاجتماعية والإنسانية، العدد 20، قالمة الجزائر.
- 7- محمد عوض عبد الجواد، (2006)، علي ابراهيم الشذيفات، الاستثمار في البورصة، أسهم-سندات- أوراق مالية، الطبعة الأولى، عمان، الأردن، دار الحامد للنشر والتوزيع.
- 8- مختار الشريف، إيمان عبد المنعم إبراهيم، (أفريل 2010)، دور البورصة في تمويل المشروعات الصغيرة والمتوسطة بعد الأزمة الاقتصادية العالمية، ورقة بحث مقدمة ضمن المؤتمر العلمي السنوي الرابع عشر: الرؤية المستقبلية لسوق الأوراق المالية ما بعد الأزمة الاقتصادية العالمية، القاهرة، مصر، مركز الاستشارات والبحوث والتطوير - أكاديمية السادات للعلوم الإدارية - وزارة الدولة للتنمية الإدارية.
- 9- الموقع الرسمي لبورصة الدار البيضاء، (2019/12/13)، الإدراج في البورصة - شروط القبول، بتصرف، تاريخ الاطلاع: 2020/02/15، من موقع: <http://www.casablanca-bourse.com/bourseweb/Ar/content.aspx?IdLink=159&Cat=5>

10- موقع بورصة قطر، (2019)، تاريخ الاطلاع: 2019/12/13، من موقع

http://www.qe.com.qa/wp/vm/listed2_ar.php.

11- هبة عبد المنعم وآخرون، (2019)، النهوض بالمشروعات متناهية الصغر والصغيرة والمتوسطة

في الدول العربية، أبو ظبي- دولة الإمارات العربية المتحدة، صندوق النقد العربي.

12- Djamel Eddine Sahnoun, (2009), **Le marché alternatif et son rôle dans le développement des PME –le cas de la Tunisie-**, Revue des économies nord africaines, N°6, Université Hassiba Benbouali de Chlef, Algé