

دور البورصة الاجتماعية في تمويل المؤسسات الاجتماعية على ضوء التجارب الدولية الرائدة في هذا المجال

The Role of Social Stock Exchange in Financing Social Enterprises in Light of Leading International Experiences in This Field

د. سماري إبتسام¹ / مخبر الدراسات والبحوث الاقتصادية والتسويقية، جامعة سطيف 1 (الجزائر)
Email: ibtisseem.smari@univ-setif.dz

تاريخ النشر: 2023/12/31

تاريخ القبول: 2023/12/30

تاريخ الاستلام: 2023/11/15

ملخص

تهدف هذه الدراسة للتعريف بالتجربة المبتكرة للبورصة الاجتماعية ودورها في تمويل المؤسسات ذات الطابع الاجتماعي وتقييم مدى نجاح هذه التجربة في تغطية الحاجيات التمويلية للمؤسسة الاجتماعية من خلال دراسة تجارب الدول الرائدة في هذا المجال. وقد توصلت هذه الدراسة إلى أن تجربة البورصة الاجتماعية نجحت بشكل جزئي وتمكنت من الاستمرار في ثلاث دول من ضمن السبع التي تبنتها، في حين فشلت في الاستمرار بالدول الأخرى مما يعكس ضعف استقطابها للاستثمارات الاجتماعية المتداولة عالميا، ويرجع ذلك أساسا لعدم قدرة هذه البورصات على جذب المستثمرين المؤثرين اجتماعيا بسبب غياب ثقافة العمل الخيري والعطاء وكذا افتقار هذه البورصات لنموذج أعمال مستدام. الكلمات المفتاحية: البورصة الاجتماعية، المؤسسة الاجتماعية، التمويل. تصنيف JEL : p28 ؛ P34 ؛ Q16.

Abstract:

The purpose of this study is to introduce the innovative experience of the social stock exchange and its role in financing social enterprises, and to assess the success of this experience in meeting the financing needs of social enterprises through studying the experiences of leading countries in this field.

This study found that the social stock exchange experience has been partially successful and has been able to continue in three of the seven countries that have adopted this experience. However, it has failed in the other countries, reflecting a decline in its ability to mobilize social investments traded globally. This is mainly due to its failure to attract socially impact investors because of the lack of a culture of charity and giving, as well as the lack of a sustainable business model for these exchanges.

Keywords: social stock exchange, social enterprise, financing.

Jel Classification Codes : Q16 ; p34 ; P28

¹ المؤلف المرسل: سماري إبتسام، الإيميل: ibtisseem.smari@univ-setif.dz

I- تهييد

المؤسسة الاجتماعية هي منظمة تسعى إلى تحقيق تأثير اجتماعي إيجابي من خلال استخدام أساليب تجارية. يمكن أن تكون هذه المنظمة غير ربحية أو ربحية، ولكن يجب أن تكون مهمتها الاجتماعية هي محور عملها.

وتؤكد الأبحاث في الآونة الأخيرة أن المؤسسة الاجتماعية هي أداة قوية لمعالجة التحديات الاجتماعية والبيئية في العالم حيث تسعى هذه المشاريع، التي يقودها الأفراد والمؤسسات الملتزمة بالتغيير الاجتماعي، إلى توليد تأثير إيجابي على المجتمع من خلال تنفيذ حلول مبتكرة ومستدامة.

ومع ذلك، على الرغم من إمكاناتها تواجه هذه المشاريع العديد من العوائق أمام تطورها ونموها، ويرجع ذلك أساساً إلى عدم كفاية التمويل الذي يعد ضرورياً لنجاح واستمرارية المشاريع الاجتماعية إضافة إلى ذلك يواجه رواد الأعمال الاجتماعيون تحديات في الوصول إلى مصادر التمويل التقليدية، حيث أن نماذج أعمالهم وتركيزهم على توليد الأثر الاجتماعي لا تتناسب بسهولة مع معايير البورصات التقليدية وقد أدى ذلك إلى البحث عن أشكال جديدة من التمويل تتناسب مع أهداف ومبادئ المؤسسات الاجتماعية.

وتعتبر البورصة الاجتماعية أحد هذه الآليات التي لجأت إليها بعض دول العالم خلال العقد الأخيرين لدعم تمويل المؤسسة الاجتماعية الربحية وغير الربحية، فهي طريقة مبتكرة ومستدامة لجذب الاستثمار الاجتماعي للمشاريع الاجتماعية. حيث تتيح للمستثمرين الاجتماعيين دعم المشاريع الاجتماعية التي تتماشى مع قيمهم الاجتماعية، ويساعد المنظمات غير الحكومية على الحصول على الموارد المالية التي تحتاجها لتحقيق تأثير اجتماعي إيجابي، وتوفر الشفافية التي تمكن المستثمرين من اتخاذ قرار أفضل بناءً على العائد الاجتماعي لكل مشروع.

I-1- إشكالية البحث:

تحاول هذه الدراسة تسليط الضوء على التجربة الفتية للبورصة الاجتماعية ضمن مختلف الآليات المعتمدة عالمياً لتمويل المؤسسة الاجتماعية مستشهدة في ذلك بتجارب الدول السبع التي انتهجت هذه الطريقة المبتكرة في التمويل وهي البرازيل البرتغال بريطانيا جنوب أفريقيا كندا سنغافورة وجامايكا وذلك من خلال طرح الإشكالية التالية:

هل نجحت البورصات الاجتماعية في تغطية الاحتياجات التمويلية للمؤسسات الاجتماعية على ضوء التجارب الدولية؟

I-2- فرضية البحث:

للإجابة على الإشكالية المطروحة تم اقتراح الفرضية التالية:

نجحت البورصات الاجتماعية في بعض الدول على تغطية الاحتياجات التمويلية للمؤسسات الاجتماعية.

I-3- أهداف البحث:

يهدف هذا البحث للإحاطة بمفهوم المؤسسة الاجتماعية والفرق بينها وبين المؤسسة التقليدية وتحديد أهم مصادر تمويلها، كما يهدف لدراسة التجربة المبتكرة للبورصة الاجتماعية من خلال التعريف بها وتحديد دورها في تغطية الحاجيات التمويلية للمؤسسات الاجتماعية عن طريق دراسة تجارب الدول التي تبنت هذه التجربة ومحاولة تقييم هذه التجربة.

I-4- أهمية البحث:

- يخوض هذا البحث في موضوع قيادة الأعمال الاجتماعية التي تعتبر أداة قوية لمعالجة التحديات الاجتماعية والبيئية في الاقتصاديات المتطورة والناشئة على حد سواء.

- تسليط الضوء على التجارب الدولية في اعتماد البورصة الاجتماعية كألية مبتكرة لتمويل المؤسسة الاجتماعية في ظل قلة الدراسات الأكاديمية في هذا الموضوع خاصة العربية منها.

I-5- الدراسات السابقة:

أ- دراسة Adhana (2020) بعنوان « Social stock exchange: an innovative financing platform for social enterprises in India »، تسلط هذه الدراسة الضوء على المفاهيم الأساسية لبورصة الأوراق المالية الاجتماعية والمصطلحات المختلفة المرتبطة بها، مثل المشاريع الاجتماعية والاستثمار التآثيري. كما تحلل مقترح الحكومة الهندية لإنشاء بورصة الأوراق المالية الاجتماعية وكيفية تشغيلها. علاوة على ذلك، توضح الدراسة كيف ستساعد بورصة الأوراق المالية الاجتماعية المؤسسات الاجتماعية في السياق الهندي في النهاية. تدرس هذه الورقة البحثية التحديات المحتملة في إدخال بورصة الأوراق المالية الاجتماعية في الهند.

ب- دراسة Ribeiro Galina (2013) بعنوان: «Determinants of Attractiveness in Social Stock Exchanges»، تهدف هذه الدراسة إلى تحديد نمط جاذبية المشاريع الاجتماعية الذي يؤدي إلى تمويل ناجح للمشاريع في البورصات الاجتماعية، استندت هذه الدراسة التجريبية إلى البيانات المنشورة على مواقع البورصات الاجتماعية خلال عام 2012 بإجمالي 155 مشروعًا لبورصات ثلاثة بلدان. تم تحليل البيانات تحليلًا وصفيًا (الجدول المتقاطعة) وبالاعتماد على الانحدار الخطي المتعدد، أظهرت النتائج عدم وجود علاقة خطية بين الجاذبية وخصائص المشروع الاجتماعي المختارة لهذا العمل. وبحسب للدراسة أنها ألقت الضوء على نمط الاستثمار لتحديد خصائص المشاريع الاجتماعية الأكثر جاذبية للحصول على الموارد المالية.

ج- دراسة Meira (2011) بعنوان: «La Social Stock Exchange au Portugal: un nouvel allié de l'Économie Sociale» هدفت هذه الدراسة إلى المساهمة في التعريف ببورصة الأوراق المالية الاجتماعي (BVS) بالبرتغال والتي كان هدفها الأساسي هو تمكين تلقي التمويل من الكيانات الاقتصادية الاجتماعية العاملة في مشاريع التعليم وريادة الأعمال. تركز الدراسة على الطبيعية القانونية لمختلف أنواع الكيانات المدرجة في BVS، وعلى مفهوم المستثمر الاجتماعي وعلى الحماية التي سيتمتع بها من خلال تفعيل متطلبات الشفافية والحوكمة التي تقع على عاتق هذه الكيانات. لذلك تركز هذه الدراسة بشكل خاص على فائدة وضع مدونة حوكمة الشركات للكيانات الاقتصادية الاجتماعية.

II- ماهية المؤسسة الاجتماعية:

II-1- تعريف المؤسسة الاجتماعية:

"هي مؤسسة ربحية تضع تركيزًا قويًا على الأهداف الاجتماعية والبيئية بالإضافة إلى الأهداف المالية. يُشار إلى هذا عادةً باسم العائد المختلط ويكون لدى هذه المؤسسة أيضًا خطة واضحة لاستخدام الأرباح أو الفوائض نحو هدف اجتماعي. وفقًا لهذا التعريف، فإن الملكية والوضع القانوني ليسا معيارين محددين لطبيعة هذه الشركة. فقد تتخذ المؤسسات الاجتماعية عددًا من الأشكال: شركة مساهمة، شركة غير مساهمة (غير ربحية)، تعاونية، شراكة، أو ملكية فردية. على سبيل المثال، قد يتم هيكلة مؤسسة اجتماعية ككيان ربحي مستقل مع تضمين القيم الاجتماعية أو البيئية في النشاط الاقتصادي. كما يمكن أن تملك

نشاطا مولدا للدخل داخل منظمة غير ربحية، أو فرعاً ربحياً لمنظمة غير ربحية." (Wuttunee and Al, 2008, p1)

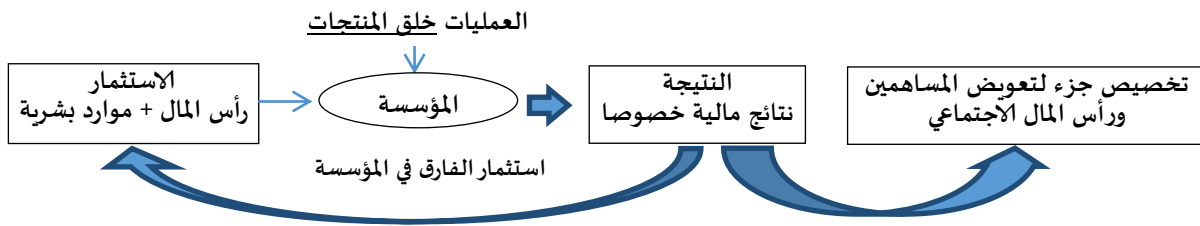
"تلتزم المشروعات التجارية ذات الطابع الاجتماعي بشكل مباشر بتغيير الوضع الاقتصادي والاجتماعي للفقراء أو بتحسين الأوضاع الاجتماعية في العالم ربما تركز الشركة التي تهدف لتحقيق الحد الأقصى للأرباح 95 بالمئة من مواردها لتحقيق الأرباح بينما لا تركز سوى 5 بالمئة أو ربما أقل من أرباحها من أجل جعل العالم مكاناً أفضل، أما المشروعات التجارية ذات الطابع الاجتماعي فإنها تركز 100 بالمئة من مواردها لجعل العالم مكاناً أفضل" (يونس، 2016، ص43).

"تشير المؤسسة الاجتماعية إلى أي نشاط خاص ذي مصلحة عامة منظم على أساس نهج ريادة الأعمال، وغايته الرئيسية لا تنحصر في تعظيم الأرباح وإنما إشباع بعض الأهداف ذات البعد الاقتصادي والاجتماعي، فضلاً عن القدرة على إيجاد الحلول المبتكرة لمشاكل التهميش والبطالة من خلال إنتاجها للسلع أو الخدمات". (OCDE, 2013, p3)

II-2 - الفرق بين المؤسسة التقليدية والمؤسسة الاجتماعية:

تتطور المؤسسة التقليدية من خلال الاستثمار في رأس المال من قبل المالكين أو المساهمين، أو من قبل المقرضين. وكذا من خلال الاستثمار في الموارد البشرية عن طريق التوظيف. وبممارسة نشاطها الإنتاجي أو الخدمي فإنها تولد الأرباح وتقاس النتائج التي حققتها الشركة التقليدية بكمية الأرباح التي تحققها حيث يوزع جزء منها على المساهمين والباقي يعاد استثماره وهذا ما يوضحه الشكل الموالي:

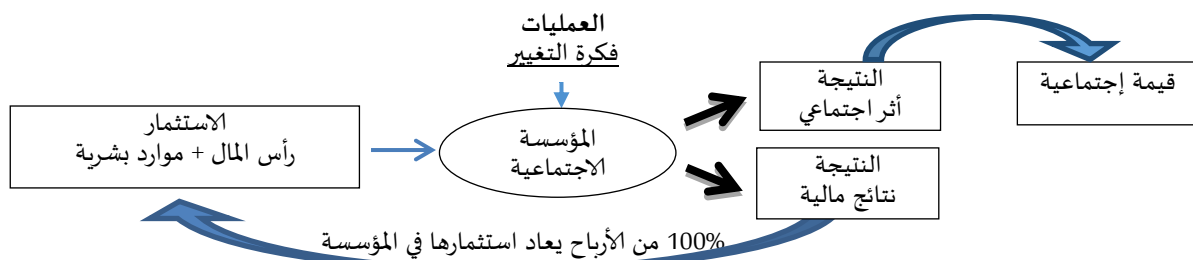
شكل رقم 01: نموذج اقتصادي مبسط للمؤسسة التقليدية



Source: Thierry Sibieude, Marie Trelle-Kane, l'entreprise sociale aussi a besoin d'un business plan, édition Rue de l'échiquier, Paris, 2011, p 25.

تستثمر المؤسسة الاجتماعية كذلك في رأس المال وفي الموارد البشرية، بالنسبة لرأس المال عادة ما تلجأ إلى الإعانات العمومية، التبرعات والهبات من الشركات أو الأفراد. أما الموارد البشرية، فهي تتكون جزئياً أو كلياً من المتطوعين، في حين ينصب نشاط المؤسسة الاجتماعية على هدف واحد وهو تحقيق تأثير اجتماعي إيجابي، فبالإضافة إلى الأنشطة اللازمة لغرضها الاجتماعي، يمكن للمؤسسة الاجتماعية تطوير أنشطة أخرى مدرة للدخل، من أجل تغطية كل أو جزء من ميزانيتها، وهذا ما يوضحه الرسم البياني الموالي:

شكل رقم 02: نموذج اقتصادي مبسط للمؤسسة الاجتماعية



Source: Thierry Sibieude, Marie Trelle-Kane, l'entreprise sociale aussi a besoin d'un business plan, Paris, 2011 ; édition Rue de l'échiquier, Paris, 2011, p 26.

الجدول الموالي يلخص أهم الفروق بين المؤسسة التقليدية والمؤسسة الاجتماعية:

جدول رقم 01: أهم الفروق بين المؤسسة التقليدية والمؤسسة الاجتماعية

المؤسسة الاجتماعية	المؤسسة التقليدية	المعيار
خلق التغيير الاجتماعي من خلال تنفيذ مهامها وخلق القيمة الاجتماعية من خلال نموذج اقتصادي مستدام.	تعظيم ربح المساهمين وخلق القيمة الاقتصادية	الهدف
تلبية حاجيات غير ملبأة.	تلبية الحاجيات المربحة	السوق
التوقع ضمن أطر تكاملية وتشاركية وكذا ضمن أطر تنافسية	التوقع في إطار تنافسي	التوقع وتحليل التنافسية
اختلاف الشكل القانوني الممكن حسب الدور، مبادئ العمل، والأهداف.	شركات ربحية مع بعض الاختلافات الطفيفة وفق الأشكال المختلفة للشركات.	الطبيعة القانونية
تعدد وتنوع الأطراف المستهدفة تتمثل في مستفيدين مباشرين وغير مباشرين.	الزبائن والمساهمين	الأطراف المستهدفة
تمويل مختلط ومركب، وإعادة استثمار 100% من الأرباح المالية.	مساهمة المساهمين في رأس المال وإعادة استثمار الأرباح بعد تعويض المساهمين	آليات التمويل
نموذج معقد حسب طبيعة التنظيم القانوني المختار.	نموذج موحد نسبيا.	الحوكمة
متغير بين أجزاء ومتطوعين.	أجزاء.	الموارد البشرية
القيمة الاجتماعية المحققة والاستدامة الاقتصادية للمؤسسة.	الربح المحقق.	معايير النجاح

Source :Thierry Sibieude, Marie Trelleu-Kane, l'entreprise sociale aussi a besoin d'un business plan, édition Rue de l'échiquier, Paris, 2011, p 28.

II-3- أهم آليات تمويل المؤسسة الاجتماعية:

يمكن للمؤسسات ذات الطابع الاجتماعي خلق التمويل من مصادر مختلفة قد تكون ذاتية مثل مساهمة أعضائها، وكذا اعتمادا على الإعانات الحكومية، مساعدات أو قروض من القطاع الخاص... الخ، ويعكس المزيج التمويلي المعتمد الخصائص المميزة لكل منظمة ذات طبيعة اجتماعية إذا ما كانت ذات طابع ربحي أو غير ربحي، ولديها أهداف محددة تكون اقتصادية اجتماعية أو بيئية، وطبيعة الزبائن والموظفين... وتنقسم أهم المصادر إلى:

II-3-1- الإعانات الحكومية:

إن استخدام الإعانات العمومية يعد إستراتيجية كلاسيكية ترتكز عليها المؤسسات الاجتماعية لدعم دخلها وأنشطتها. من خلال إحصاء الحالات التي تلجأ لهذا التمويل اتضح أن اللجوء إلى الإعانات كآلية تمويل يعتبر استثناء وليس قاعدة على اعتبار أنه مشروط بظروف مؤقتة، مثل طبيعة النشاط أو وضعية أزمة.... فمثلا المؤسسات الاجتماعية التي تهتم بالطبقات الهشة أو المنظمات التي تقدم فرص عمل لللاجئين تتحصل على أغلب مداخيلها من بيع خدماتها ومن إعانات الدولة لأن نشاطها يندرج ضمن إطار السياسة العامة للدولة، وفي نفس السياق يتعين على المؤسسات الاجتماعية أن تطور استراتيجيات مالية تتماشى ومهمتها في توفير خدمات ومناصب عمل للفئات الهشة مع السعي لتحقيق الاستقلالية المالية عن السلطات العمومية وكذا الاستقلالية في اتخاذ القرار (Fonteneau et Pollet, 2019, p p 61-62)

II-3-2- صناديق رأس المال المخاطر (Social venture capital funds):

تطبق صناديق رأس المال الاستثماري الاجتماعي نموذج رأس المال الاستثماري التقليدي على تمويل المؤسسات الاجتماعية. لقد أثبت هذا النموذج نجاحه حيث يساعد المؤسسات الاجتماعية على النمو، كما توفر هذه الصناديق نصائح قيمة بالإضافة إلى الدعم المالي.

تم إنشاء أول صناديق رأس المال الاستثماري الاجتماعي في أوروبا في عام 2003 مع (Oltre Venture) (BonVenture) و (Phitrust) كأثلة على هذه الصناديق. وجمع الجيل الثاني من صناديق رأس المال الاستثماري الاجتماعي بين خدمات حاضنات ومسرعات الأعمال مع الاستثمارات الاجتماعية. سمحت هذه المجموعة باستثمارات تبدأ في كثير من الأحيان بحوالي 100.000 يورو أو أقل، والتي يمكن زيادتها في جولات الاستثمار اللاحقة. (European Commission, 2020, p11)

بدأ الجيل الثالث من صناديق رأس المال الاستثماري الاجتماعي ينشط ضمن مجالات استثمارية مختلفة، ووسع خدماته لتقديم الاستثمار في الأسهم أيضاً، على سبيل المثال، بدأت شركة (Crédal) التي تتخذ من بلجيكا مقراً لها نشاطها كصندوق إقراض، وهي حالياً تتيح الحصول على التمويل الجماعي (crowdfunding) والاستثمار في الأسهم. (European Commission, 2020, p11)

II-3-3 - التمويل التشاركي أو الجماعي (crowdfunding):

يعني جمع مبالغ صغيرة من التمويل يتم تحصيلها من الجمهور بهدف تمويل مشروع أو قرض تجاري أو شخصي أو احتياجات أخرى من خلال منصة على الانترنت، ويعد أسلوباً حديثاً لتمويل المشاريع من قبل الأفراد من خلال جمع الأموال بمبالغ صغيرة من جمهور كبير عادة ما يكون عبر منصات الكترونية ويعد أداة مناسبة لجميع أنواع المشاريع الناشئة لا سيما مشاريع ريادة الأعمال الاجتماعية. (دمدوم وآخرون، 2020، ص453).

وينقسم التمويل التشاركي إلى أربعة نماذج: (Gascon and Al, 2015, p p 27- 28)

النموذج القائم على التبرع (the donation model) ، لا يتحصل ممولو هذا المشروع على مقابل لمساهماتهم ويتم توجيهه خاصة للنشاطات الخيرية ذات الطابع الإنساني الغير ربحي. النموذج القائم على المكافآت (the reward model) يتلقى الممول في هذا النموذج مكافأة في شكل سلعة أو خدمة، النموذج القائم على الاقراض (the debt model) يستثمر الممولون في شكل قروض مما يتيح لرائد الأعمال الحصول على قروض مصغرة وبفوائد ملائمة أفضل من لجوئه للبنوك، النموذج القائم على الأسهم (the equity model) بحيث يحصل الممولون على حصة في رأس مال الشركة في شكل أسهم يتحصلون مقابلها على أرباح.

II-3-4- المؤسسات المالية غير المصرفية:

المؤسسات المالية مثل صناديق التقاعد، صناديق الاستثمار، شركات التأمين أو البنوك التقليدية التي تدير محافظ رأس مال كبيرة تظل إلى حد كبير مصدر تمويل غير مستغل من طرف المؤسسات الاجتماعية. في بعض البلدان مثل فرنسا، كندا والولايات المتحدة، تعمل هذه المؤسسات المالية على تلبية احتياجات المؤسسات الاجتماعية، على الرغم من وجود بعض القيود من حيث الطبيعة القانونية لهذه الشركات ومدى التزامها بالمسؤولية الائتمانية وتتراوح استثماراتهم بشكل عام من بضع مئات الآلاف من اليورو إلى عدة ملايين يورو. ولكن في كثير من الحالات لا تستثمر المؤسسات المالية بشكل مباشر في المؤسسات الاجتماعية، ولكنها تلجأ لوساطة صناديق استثمار خاصة بسبب قلة خبرتها في اختيار وتمويل المشاريع الاجتماعية. هذه الصناديق

تمنح التمويل بالأموال الخاصة أو الاستثمار عن طريق القروض وتخضع لقوانين الدولة الذي تنتهي إليها.
(OCDE, 2013, p11)

II-3-5- الاقتراض من البنوك:

هناك نوعان من البنوك المشاركة في تمويل المؤسسات الاجتماعية، المجموعة الأولى تضم البنوك التجارية المدرجة عادةً في البورصات والتي لديها خدمات مخصصة للمؤسسات الاجتماعية، ومن الأمثلة على ذلك (Erste Bank) أو (BNP Paribas). المجموعة الثانية تشمل البنوك التي تطلق على نفسها اسم البنوك المجتمعية أو البنوك الأخلاقية أو البنوك الاجتماعية في وهي منظمة في شبكات مثل FEBA (الاتحاد الأوروبي للبنوك الأخلاقية والبديلة) أو GABV (التحالف العالمي للبنوك القائمة على القيم). ومن الأمثلة البنوك الناشطة على مستوى هذه الشبكات GLS Bank و Cr dit Cooperatif و Triodos و European Commission. (2020, p15)

III - البورصات الاجتماعية (SEE : social stock exchanges) كآلية لتمويل المؤسسات الاجتماعية

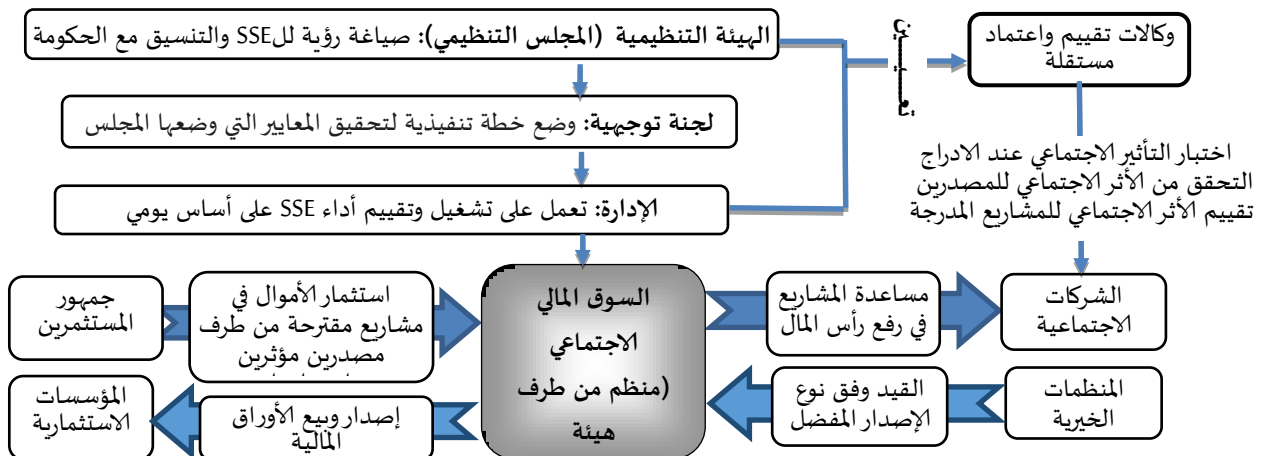
III-1- الإطار النظري للبورصة الاجتماعية:

III-1-1- مفهوم البورصة الاجتماعية:

"البورصة الاجتماعية هي عبارة عن أرضيات تداول تتيح لرواد الأعمال الاجتماعيين عملية رفع رؤوس أموالهم عن طريق جذب مستثمرين بغرض الاستثمار في السوق، وريادة الأعمال الاجتماعية ليس لها تعريف موحد وإنما تعرف عموماً بأنها جميع الأعمال ذات بعد اجتماعي بيئي والتي تستهدف التنمية الجماعية"
(Chhichhia, 2014, p2)

"البورصة الاجتماعية هي مقارنة تمويلية مبتكرة وهي استنساخ لتجربة السوق المالي التقليدي ولكن بهدف ربط المنظمات ذات الطابع الاجتماعي مع المستثمرين المؤثرين اجتماعياً والراغبين في دعم هذه المنظمات في برامجها ومشاريعها التنموية من خلال اقتناء أسهمها الاجتماعية، ويهدف السوق المالي الاجتماعي ليكون مركز تداول عالمي ذو كفاءة و متاح لجميع المستثمرين و رواد الأعمال مهما كان حجمهم لتحقيق أكبر أثر اجتماعي سواء من خلال تخصيص أو رفع رؤوس أموالهم والوصول لتحقيق عوائد اجتماعية" (Ribeiro Galina and Al, 2013, pp 158, 159). وفي ما يلي نموذج مقترح للبورصة الاجتماعية:

الشكل رقم 03: نموذج مقترح للبورصة الاجتماعية



Source : KPMG, Analysing the concept of social stock exchange in India, July 2020, p 10.

من خلال هذا النموذج يلاحظ أن البورصة الاجتماعية (SSE) هي منصة تجمع بين المنظمات الاجتماعية والمستثمرين المؤثرين، وخاصة المؤسسات الاستثمارية، حيث يمكن لهؤلاء المستثمرين شراء حصص في شكل أوراق مالية من المنظمات المدرجة التي تتماشى رسالتها الاجتماعية مع مصالح المستثمرين، وتعمل كبورصة عادية من خلال تسهيل الإدراج والتداول وتسوية الأسهم والسندات والأدوات المالية الأخرى باستثناء أنه يُطلب من الشركات المدرجة إثبات الإبلاغ عن الأثر الاجتماعي والبيئي بالإضافة إلى الإبلاغ المالي التقليدي. يتولى عملية الإدارة والاشراف على هذه البورصة مجلس تنظيبي يكون مسؤولاً عن تقديم الإرشادات العامة والتواصل مع الحكومة للمساعدة في وضع سياسات تكمل عمل البورصة، لجنة توجيهية مسؤولة عن التخطيط ووضع المعالم لتحقيق المهام التي حددها مجلس الإدارة إضافة لمراقبة وتقييم أداء البورصة، إدارة البورصة وهي الجناح التنفيذي المسؤول عن تشغيل البورصة على أساس يومي مع هيكل إداري وظيفي، وتقوم هيئات تنظيم وإدارة البورصة بتعيين وكالات تقييم واعتماد مستقلة تهدف لاختبار وتقييم الأثر الاجتماعي للمؤسسات المدرجة.

III-1-2- أهمية السوق المالي الاجتماعي:

- هي منصات تمويل منظمة تسعى لجذب الاستثمار المؤثر اجتماعيا عبر منصة تتمثل أهميتها في:
- البورصة الاجتماعية هي أرضية تجمع المنظمات ذات الطابع الاجتماعي مع المستثمرين المؤثرين اجتماعيا وحيث يتمكن المستثمرين من شراء الأسهم من المنظمات المدرجة بالسوق والتي بدورها يتوجب عليها توفير العوائد لهؤلاء المستثمرين. (Ambrose and Al, 2021, p 327)
 - إتاحة الاستثمار ذو الأثر الاجتماعي مما يرفع التدفقات النقدية الموجهة لتحقيق النمو المستدام وتخفيف الأعباء على عاتق الحكومات. (Richa & Forza, 2022, p 440)
 - إتاحة الاستثمار ذو الأثر الاجتماعي لعامة الجمهور مما يخلق اتساعا في كتلة المساهمين ورفعاً في سيولة السوق مما يجذب مستثمرين آخرين (Wendt, 2017, p23)
 - مساعدة منظمات الخدمات الاجتماعية الناشطة في قطاعات الصحة الفلاحة والتعليم من رفع مواردها المالية والتوسع في أعمالها. (Ambrose and Al, 2021, p 327)
 - تعتبر قناة تستفيد منها الدولة في الولوج للتمويل الدولي وكذا في تحسين تصنيفها ضمن مؤشرات التنمية البشرية. (Richa & Forza, 2022, p 440)
 - تخفيض تكاليف الحصول على المعلومة وتكاليف الصفقات، مع تمكين التقييم الدقيق للأدوات المالية المدرجة وذلك من خلال تجميع هذا السوق لمختلف المعلومات المتعلقة بالشركات ذات الطابع الاجتماعي وإرفاقها بتغطية المحللين الماليين. (Wendt, 2017, p22)
 - مجرد القيد في السوق يعطي انطبعا جيدا عن المؤسسة ويدفع المستثمرين لاختيار السوق المالي الاجتماعي كبديل إيجابي للسوق التقليدي لأنه يتيح لهم فرصة المفاضلة بين المشاريع التي تحقق أكبر أثر اجتماعي وبيئي. (Ambrose and Al, 2021, p 327)

III-2- التجارب الدولية الرائدة في مجال البورصات الاجتماعية:

يعتبر مفهوم بورصة الأوراق المالية الاجتماعية (SSE) جديدا نسبياً، ولا يتجاوز عمره 10 سنوات. تم إطلاق هذه الفكرة لأول مرة في البرازيل عام 2003 ثم تلتها بقية الدول كما يلي:

III-2-1- التجربة البرازيلية:

أول بورصة اجتماعية ظهرت سنة 2003 باسم (BVSA) في البرازيل. على الرغم من أن هذه البورصة الاجتماعية تستخدم نظام التداول لبورصة ساو باولو (Bovespa)، إلا أنها تعمل كمنصة تمويل جماعي بدلاً من منصة للاستثمار. يتم تقييم نموذج عمل المؤسسات الاجتماعية من قبل (Bovespa) من خلال إجراء رقابة ميدانية. في هذا النموذج يشتري المستثمرون "وحدات حقوق الملكية الاجتماعية" في المؤسسات الاجتماعية ويقيّمون أيضًا المؤسسات الاجتماعية الخاصة بهم بناءً على عائداتها الاجتماعية. (Chaturvedi & Al, 2019, p18)

الربح المالي ليس الهدف الرئيسي لهذه البورصة، حيث تتمثل أهدافها في تعزيز المؤسسات الاجتماعية في مجال الشباب والأطفال، وخاصة تلك التي تعمل في مجال القراءة والكتابة والتعليم والصحة والبيئة. وتقدم هذه البورصة للمستثمرين تشكيلة موثوقة ومعتمدة من المؤسسات الاجتماعية. (Ambroze and Al, 2021, p 332)

III-2-2- التجربة الجنوب افريقية:

أنشئت بورصة الاستثمار الاجتماعي في جنوب إفريقيا (SASIX) في يونيو 2006، وكانت ثاني بورصة اجتماعية بعد البرازيل تسلك مبادئ الاستثمار الاجتماعي الأساسية القائمة على النتائج وألوية الاستدامة، وتتبنى استراتيجية شاملة لحل مشكلة اجتماعية محددة بدقة. من أجل الاستفادة من القيد في هذه البورصة يجب على المؤسسات تحقيق تأثير اجتماعي قابل للقياس وكذا تبنيها مبدأ المساءلة والشفافية. كما نصت إرشادات الإدراج إلى الامتثال لمعايير الممارسة الجيدة لبورصة (SASIX) بالنسبة لكل قطاع. (ICAI, 2023, p13) يمكن أيضًا للمنظمات الخيرية غير الحكومية (NGO's) إدراج مشاريعها الاجتماعية في البورصة حيث يتم تقييم قيمة المشاريع ثم تقسيمها إلى أسهم. بعد تنفيذ المشروع يتم منح المستثمرين حق الوصول إلى التقارير المالية والاجتماعية. يمكن للمستثمرين المؤثرين اجتماعيا شراء أسهم المؤسسات الاجتماعية المدرجة على أساس المنطقة والقطاع. بينما يُطلب من المؤسسات الاجتماعية أن يكون لها هدف اجتماعي كهدف أساسي، فإنها يُتوقع منها أيضًا أن يكون لها نموذج عمل مالي مستدام. لم يزد هذا السوق على الرغم من دعم الحكومة. (Chaturvedi and Al, 2019, p 19)

III-2-3- التجربة البرتغالية:

تم إنشاء البورصة الاجتماعية (BVS) سنة 2009 في البرتغال، وكانت الأولى في أوروبا والثالثة في العالم، بعد البرازيل وجنوب إفريقيا من خلال بروزها كبورصة داعمة للمسؤولية الاجتماعية للشركات، هدفها تسهيل اللقاءات بين منظمات المجتمع المدني المختارة بعناية أي التي تمتلك أعمال متميزة ونتائج مثبتة في مجالات التعليم وريادة الأعمال والمستثمرين الاجتماعيين الذين يرغبون في دعم هذه المنظمات من خلال شراء أسهمها الاجتماعية. (ICAI, 2023, pp 17-18)

منظمات المجتمع المدني المسموح لها بالتداول في البورصة البرتغالية (BVS) هي منظمات غير حكومية تأخذ شكل جمعيات غير ربحية، أو جمعيات ربحية شرط أن تصب أرباحها بالكامل في مصلحة المنظمة الاجتماعية بهدف تحقيق فوائد للشريحة المجتمعية التي تقوم بتغطيتها. (Parekh, 2021, p59) هناك عدة أشكال قانونية يمكن أن تتخذها هذه المنظمات، وهي على وجه التحديد المؤسسات الخاصة للتضامن الاجتماعي أو الهيئات التي تم تأسيسها بموجب القانون مثل: الجمعيات، التعاونيات، المؤسسات، مؤسسات التنمية المحلية، "Misericórdias"، المتاحف، المنظمات غير الحكومية للتنمية. بحث يتم التركيز على

المنظمات المدنية التي لا تدعمها الأموال العامة أو تديرها سلطات عامة، أو التي لا تدعمها شركة واحدة أو مجموعة من الشركات، أو مؤسسة أعمال خاصة. (Meira, 2011, p 6)

III-2-4 - التجربة الكندية:

منصة (SVX) (Social Venture Connexion) الكندية، التي تم افتتاحها في عام 2013 تحظى بدعم من حكومة أونتاريو، هي منصة إلكترونية تستخدم التمويل الجماعي والاكنتاب الخاص لدعم جمع رأس المال من قبل الشركات والمؤسسات ذات التأثير الاجتماعي. كما تتيح للشركات والمنظمات الاجتماعية إمكانية إدراج أوراقها المالية، بما يتناسب مع احتياجاتها التمويلية، وجذب المستثمرين. (ICAI, 2023, p 20)

توفر (SVX) للمستثمرين إمكانية الوصول إلى فرص الاستثمار في القطاع الاجتماعي حيث يمكن للمستثمرين والمصدرين إدارة استثماراتهم على المنصة، والحصول على مدار الساعة على جميع الوثائق من مكان واحد، وإجراء المعاملات من خلال هذه المنصة. تتضمن المجموعة الواسعة من الأوراق المالية المقدمة من خلال (SVX) الأسهم العادية، الأسهم الممتازة، السندات والسندات القابلة للتحويل ووحدات الصناديق (fund units)، ولا يُسمح حالياً بالتداول الثانوي. (KPMG, 2020, p6)

تستضيف المنصة حالياً الشركات والمؤسسات ذات التأثير الاجتماعي التي تتخذ من أونتاريو مقراً لها، بما في ذلك المنظمات غير الربحية والمؤسسات الخيرية والشركات الربحية. تقوم (SVX) أيضاً بمراجعة الجهات المصدرة للتأكد من أنها تفي بمعايير التأثير الخاصة بها والمتمثلة في امتلاك وسم (B corporation). (Parekh, 2021, p46)

III-2-5 - تجربة المملكة المتحدة:

أنشأت المملكة المتحدة على بورصتها الاجتماعية (SSX) في عام 2013. وهي خاضعة لتنظيم هيئة السوق المالي في المملكة المتحدة (FCA). ويساعدها صندوق روكفلر في استقطاب عن المؤسسات الاجتماعية والمستثمرين وكذلك تقييم العوائد الاجتماعية والمالية. تتمثل مهمة هذه السوق في توفير سوق عام مفتوح يتميز بالكفاءة لطالبي وعارضي الأدوات المالية الاجتماعية، حيث يمكن للمستثمرين والشركات من جميع الأحجام أن يحققوا أثراً اجتماعياً ومالياً أكبر من خلال تخصيص ورفع رأس المال. (Chaturvedi and Al, 2019, p 19)

على الرغم من أن (SSX) لم تبدأ بعد في تداول الأسهم، إلا أنها توفر معلومات عن المؤسسات الاجتماعية من خلال تقديمها دليلاً عن الشركات التي اجتازت اختبار "التأثير الاجتماعي" الذي أجراه خبراء مستقلون. كما أنها تجري أبحاثاً للمستثمرين المحتملين بما في ذلك عن الأهداف الاجتماعية والبيئية للمؤسسة الاجتماعية، المستفيدين المستهدفين منها وطرق الانشاء، ونتائج التأثير الاجتماعي والبيئي. يُطلب من المؤسسات الاجتماعية أن يكون لها هدف اجتماعي كأحد أهدافها الأساسية وليس هدفاً أساسياً. مما يوفر المجال للمؤسسات الاجتماعية للجمع بين جوانب الاجتماعية والتجارية. (KPMG, 2020, p 7)

III-2-6 - تجربة سانغافورة:

تم إطلاق البورصة الاجتماعية لسانغافورة (Impact Investment Exchange IIX) في عام 2013. وقد تم تأسيسها بمنحة تمهيدية قدرها 495 ألف دولار أمريكي من مؤسسة روكفلر، تركز (IIX) جهودها على دعم قدرات المستثمرين والمؤسسات على حد سواء وتزويدهم بالمعلومات. يتم تشغيل بورصة التأثير في سانغافورة (IIX) من قبل بورصة موريشيوس (SEM) وتنظيمها هيئة الأسواق المالية في موريشيوس كذلك. (ICAI, 2023, p21)

يُسمح للمؤسسات الاجتماعية، سواء كانت هادفة للربح أو غير هادفة للربح بإدراج مشاريعها. كما يسمح للمنظمات الغير الحكومية بإصدار أدوات الدين (مثل السندات) كما يُطلب من المؤسسات الاجتماعية إبراز عائداتها الاجتماعية والمالية، والتي يثمنها المستثمرون بعد ذلك، ومن الضروري أن يكون للمؤسسات الاجتماعية هدف اجتماعي كهدف أساسي. لدى هذه السوق منصة تسمى الشركاء المؤثرين اجتماعيا (Impact Partners) والتي توفر للمستثمرين معلومات عن المؤسسات الاجتماعية بالإضافة لمنصة تداول متاحة للجمهور تسمى (IX Impact Exchange) كما تمتلك صندوق استثمار يعرف بصندوق النمو (IIX Growth Fund) وهو صندوق لاستثمار الأسهم. (Chaturvedi and Al , 2019, p 20)

III-2-7- تجربة جامايكا:

تم إطلاق بورصة جامايكا للأوراق المالية الاجتماعية (JSSE) في عام 2019. وهي برنامج اجتماعي يستند إلى ممارسات المسؤولية الاجتماعية للشركات (CSR) الخاصة ببورصة جامايكا بالشراكة مع الشركات المدرجة في بورصة جامايكا والشركاء الدوليين في التنمية والمتبرعين المحليين أو المواطنين المقيمين بالخارج. تم رعاية (JSSE) من قبل بورصة جامايكا (JSE) وبنك (IDB) Inter-American Development Bank الذي قدم دعماً يقدر بـ 910.000 دولار أمريكي، تمتلك بورصة جامايكا للأوراق المالية الاجتماعية (JSSE) مجلساً استشارياً خاصاً بها إلى جانب لجنة الإدراج والاختيار وفريق إدارة داخلي مخصص كقسم من بورصة جامايكا التقليدية (JSE) ينظم ويدير (JSSE). (ICAI, 2023, p23). تضم (JSSE) سوقين لرأس المال الاجتماعي: (United Nations, 2020, p 73)

- سوق الاستثمار الاجتماعي في جامايكا (JSIM): كمرحلة أولى يوفر (JSIM) منصة تمويل جماعي حيث يتلقى المانحون فقط عائداً اجتماعياً. - سوق الاستثمار المؤثر اجتماعياً في جامايكا (JIIM): كمرحلة ثانية، من خلال (JIIM)، يتم إدراج الشركات الاجتماعية كمشروعات مربحة كما يتم تداول الأسهم لتحقيق الربح.

جدول رقم 02: عرض لأهم معطيات البورصات الاجتماعية عبر العالم

البلد وفترة النشاط	البورصة الاجتماعية	المنظمات المدرجة وطبيعة العوائد	مناطق التأثير المستهدفة	الهيئة المسيرة	حجم النشاط حسب البيانات المتوفرة
البرازيل (2003-2018)	بورصة الاستثمارات الاجتماعية والبيئية. Bolsa de Valores Socio e ambientais (BVSA)	منظمات غير ربحية أو مؤسسات اجتماعية مدرجة بشكل قانوني، بذلك يهدف السوق لتحقيق عوائد اجتماعية فقط.	القدرة على الكسب واكتساب المهارات، التعليم، الصحة البدنية، الإعاقة، البيئة، منع العنف ضد المرأة، مناصرة المجتمعات المهمشة، إدماج المهاجرين.	فرع من بورصة البرازيل وتنشط كمنصة تمويل تشاركي.	رفع رأسمال بما قيمته 3.6 مليون دولار لأكثر من 188 مشروع خلال 15 سنة من النشاط.
البرتغال (2009-2015)	برصة القيم الاجتماعية Bolsa de Valores Sociais (BVS)	منظمات غير ربحية، يهدف السوق لتحقيق عوائد اجتماعية بالدرجة الأولى.	كسب الرزق والتدريب المهني، التعليم، الإعاقة، البيئة والمحافظة عليها، إدماج المهاجرين.	مسيرة من (VHL) جمعية التمويل المســـــــتدام للاستثمارات المؤثرة.	رفع رأسمال بقيمة 2 مليون دولار لغاية 2012 وقيد 26 مشروعا لغاية 2015.
جنوب إفريقيا (2006-2017)	بورصة جنوب إفريقيا للاستثمار الاجتماعي. South Africa's Social Investment Exchange (SASIX)	منظمات غير ربحية ومؤسسات اجتماعية أخرى، يهدف السوق لتحقيق عوائد اجتماعية بالدرجة الأولى.	الصحة الجسدية، الصحة العقلية، إعادة التأهيل، الإعاقة.	فرع من بورصة جوهانزبورغ.	عمليات رفع رأسمال بقيمة 2.7 مليون دولار مع 15 مشروع مسجل لغاية 2009.

المملكة المتحدة (2013-2017)	البورصة الاجتماعية للمملكة المتحدة. United Kingdom's Social Stock Exchange (SSX).	مؤسسات ربحية ذات أهداف اجتماعية، يهدف السوق لتحقيق عوائد اجتماعية ومالية.	السكن والمرافق المحلية، الدخل والشمول المالي، الصحة الجسدية والعقلية، الحفاظ على البيئة، المواطنة والمجتمع، الفنون، التراث، الرياضة، والتنمية الدولية.	شركة خاصة ومستقلة لا تخضع لأي بورصة أخرى.	عمليات رفع رأس المال بقيمة 400 مليون دولار لغاية 2015.
سنغافورة إلى 2013 يومنا	Impact Investment Exchange (IIX) بورصة الاستثمار المؤثر اجتماعيا	منظمات غير ربحية وصناديق استثمار اجتماعية وتنموية، يهدف لتحقيق عوائد اجتماعية.	الطاقة، المياه، تمكين المرأة، المناخ والزراعة.	مشغلة من طرف بورصة موريشيوس.	رفع رأسمال بقيمة 155 مليون دولار لغاية 2022.
كندا إلى 2013 يومنا	Social Venture Connexion (SVX) شبكة المشاريع الاجتماعية	مؤسسات ربحية وغير ربحية ومنظمات خيرية، يهدف السوق لتحقيق عوائد اجتماعية ومالية.	الطاقة، البيئة، الغذاء، الإسكان الميسور.	منظمة مستقلة غير هادفة للربح (NPO) منذ 2019.	رفع رأسمال بقيمة 350 مليون دولار عن طريق 500 منظمة و1200 مستثمر لغاية سنة 2020.
جامايكا إلى 2019 يومنا	Jamaica's social stock exchange (JSSE) البورصة الاجتماعية لجامايكا	مؤسسات غير ربحية ومنظمات خيرية، يهدف السوق لتحقيق عوائد اجتماعية بالدرجة الأولى ومالية في مرحلة ثانية.	-الصحة العقلية، الأشخاص ذوو الإعاقة، كسب الرزق، التعليم، إعادة التأهيل، دعم كوفيد 19، الإسكان الميسور.	بورصة اجتماعية ضمن البورصة التقليدية لجامايكا.	رفع رأس المال بقيمة 50 مليون دولار لغاية سنة 2022.

Source : - ICAI (The Institute of Chartered Accountants of India), A Primer on the Concept of Social Stock Exchange, Sustainability Reporting Standards Board (SRSB), new Delhi, India, 2023, pp, 10-12.

- Pragati Mehra & Madhu Vij, Social Stock Exchange: New Paradigm For Social Enterprises , Chartered Secretary, Research corner, may 2023, pp, 95-96.

- <https://impactpartners.iixglobal.com/impact>

III-3- الأدوات المالية المتداولة في السوق المالي الاجتماعي:

III-3-1- أدوات مالية تقليدية:

إعتمادًا على نوع المنظمات، تسمح البورصات الاجتماعية والبيئية بمجموعة متنوعة من أدوات التمويل التقليدية، من التبرعات للمنظمات غير الربحية إلى الأسهم وأدوات الدين للشركات الربحية، مع مزيج من العوائد المالية والاجتماعية والبيئية. على سبيل المثال، تقدم كندا مجموعة من الأدوات مثل القروض والسندات القابلة للتحويل والأسهم العادية أو الممتازة أو أسهم في إطار الشراكات المحدودة. تعتمد بورصة جامايكا حاليًا على الإعانات وتخطط لإدخال أدوات الديون والأسهم في مراحل لاحقة. (Parekh and Al, 2021, p18)

في حين لا يمكن للمنظمات غير الربحية توليد أو توزيع الأرباح بين أصحاب المصلحة. هذه الخاصية المتأصلة في هيكل المنظمة غير الربحية منعت العديد من صانعي السياسات والبورصات الاجتماعية والبيئية من منح المنظمات غير الربحية الحرية في الولوج لأسواق رأس المال الرئيسية أو إصدار الأسهم وأدوات الدين من خلال البورصات الاجتماعية والبيئية. وفي ظل غياب بند قانوني يسمح بإصدار الأوراق المالية، ركزت البورصات الاجتماعية والبيئية في البرازيل والبرتغال على تقديم خدمات مماثلة لمنصة التمويل الجماعي. (Parekh and Al, 2021, p19)

III-3-2- أدوات مالية مبتكرة متداولة بالبورصات الاجتماعية:

إن استخدام واستكشاف أدوات التمويل المبتكرة يمكن أن يساعد المنظمات غير الربحية على الوصول إلى رأس المال الذي يتوقع عائداً مالياً بالإضافة إلى العوائد الاجتماعية، وتنقسم إلى:

أ- سندات معيشة المرأة (WLBs: Women's Livelihood Bond's):

تم تصور وتصميم وإطلاق وإدارة سند معيشة المرأة من قبل شركة بورصة الاستثمار التأثري في سنغافورة (IIX) بهدف المساعدة على تمكين النساء من ذوي الدخل المنخفض في جنوب شرق آسيا من كسب سبل عيش مستدامة، بموجب هذه السندات يتم تجميع المنظمات غير الربحية والمنظمات الربحية في شركة ذات غرض خاص (SPV: special purpose vehicle) مع مؤسسات التمويل الأصغر (MFIs: micro-finance institutions) لمساعدة هذه المؤسسات الاجتماعية على جمع الديون الرئيسية واستخدامها لتنفيذ أنشطة محددة ذات أثر اجتماعي (Parekh and Al, 2021, p 19) ويسمح للمستثمرين بتوزيع المخاطر على قطاع المؤسسات الاجتماعية النسائية في جنوب شرق آسيا. تم تصميم السند ليكون جذاباً للمستثمرين التجاريين من خلال تقديم عائد تنافسي مع حد أدنى من مخاطر الاستثمار.

سندات معيشة المرأة (WLBs) تعتبر سندات تقليدية تضمن سداد رأس المال والعائد للمستثمرين بغض النظر عن تحقيق أهداف التأثير كما تضمن لهم مستوى أقل من المخاطرة، على عكس سندات الأثر الاجتماعي (SIB) التي تعتبر آلية يقدم فيها المستثمرون رأس مال لأغراض التنمية ويتم سداد رأس المال الأصلي والعائد من قبل المانحين أو الحكومة إذا تم تحقيق أهداف التأثير (IIX, 2018, p 2)

يعتبر سند معيشة المرأة (WLB1) بقيمة 8.5 مليون دولار أمريكي أول أداة استثمار تأثري متوافقة مع منظور الجنس مدرجة في بورصة الأوراق المالية في العالم في عام 2017، وحتى الآن، استطاعت سلسلة سندات معيشة المرأة (WLB) حشد 128 مليون دولار أمريكي وتمكين أكثر من 1.3 مليون امرأة وفتاة في الأسواق الناشئة مع توفير عوائد ثابتة دون تسجيل أي حالات تعثر في سداد الديون حتى خلال جائحة كوفيد-19. (wlb.iixglobal.com)

ب- سند العائد الصفري ورأس المال الصفري (ZCZP Bonds : Zero Coupon Zero Principal Bonds):

تم اقتراح هذا السند من طرف البورصة الاجتماعية الهندية والتي دخلت نطاق الخدمة خلال السنة الجارية 2023، وقد أكدت أنه لا يجوز إصدار أدوات العائد الصفري ورأس المال الصفري إلا من قبل منظمة غير ربحية مسجلة في بورصة الأسهم الاجتماعية. وسيكون لهذه الأداة معدل عائد صفري ولن يتم دفع مبلغ رأس المال عند الاستحقاق. علاوة على ذلك لا يمكن إصدارها إلا لمشروع أو نشاط محدد مدرج في قائمة الأنشطة المؤهلة المحددة بموجب لوائح وقوانين السوق، ولمدة مشروع محددة. لا تقدم أدوات العائد الصفري ورأس المال الصفري عائداً ثابتاً (الفائدة أو المبلغ المسدد) ولكنها تعد بعائد اجتماعي للممول. (KPMG, 2022, p 6)

تعتبر هذه السندات شكلاً من أشكال "التبرع" قد يستفيد حاملها من تحفيزات في شكل إعفاءات ضريبية فقط على عكس السندات الصفرية التقليدية التي يتم إصدارها بسعر مخفض واستردادها بسعر علاوة يعوض العائد الصفري، فإن مصدر سندات العائد الصفري ورأس المال الصفري لن يسدد أبداً المبلغ الرئيسي أو يدفع الفائدة، سواء أثناء فترة حياة السند أو في نهايتها وهي بذلك توجه إلى المستثمرين الذين يتطلعون إلى خلق تأثير اجتماعي دون أي توقع لعائدات مالية أو سداد للأموال المستثمرة، ومع ذلك فإن هذه السندات ليست خالية من المخاطر، حيث لا يوجد ضمان لخلق "التأثير الاجتماعي" المتوقع منها. (Agrawal, 2022)

ج- الوحدات الاجتماعية لصناديق الاستثمار الاجتماعي (SIF : Social Investment Funds):

في صندوق الاستثمار التقليدي، تجمع شركات إدارة الأصول (AMC) مثل البنوك أموال مجموعة من العملاء ذوي الأهداف الاستثمارية المشتركة، وتستثمرها نيابة عن هؤلاء العملاء في الأوراق المالية لشركات مختلفة. تعود العائدات من الأموال التي تستثمرها شركة إدارة الأصول في الأوراق المالية إلى العملاء كنسبة من مساهماتهم في الصندوق، وهذه هي أرباح العملاء. تفرض شركة إدارة الأصول عمولة على خدمة صندوق الاستثمار.

في إطار البورصة الاجتماعية يمكن لشركة إدارة الأصول أن تقدم حصص صندوق استثمار مغلق للمستثمرين. يمكن استرداد الحصص من حيث المبدأ، ولكن يمكن توجيه جميع العائدات إلى المنظمات غير الربحية المختارة بشكل مناسب من قبل الصندوق الذي يعمل كوسيط. (Sharma V and Al, 2021, p8)

بمعنى آخر، يمكن للمستثمرين شراء حصص صندوق استثمار مغلق من شركة إدارة أصول، والتي ستستثمر الأموال في المنظمات غير الربحية المختارة. سيتلقى المستثمرون عائداً على استثمارهم، ولكن بدلاً من دفعه إليهم، سيتم توجيه جميع العائدات إلى المنظمات غير الربحية. هذه طريقة للمستثمرين لدعم المؤسسات الاجتماعية من خلال استثماراتهم. (Richa and Faroza, 2022, p 440)

وتشير الأوراق المالية التي يُسمح بإصدارها من قبل صندوق الاستثمار الاجتماعي والمعروفة بـ "الحصص أو الوحدات الاجتماعية" والتي تم تعريفها في اللوائح، إلى الوحدات التي يصدرها صندوق الاستثمار الاجتماعي للمستثمرين الذين وافقوا على تلقي العائدات أو المنافع الاجتماعية فقط وليس العائدات المالية مقابل مساهماتهم. (Agrawal, 2022)

III-3- أدوات تمويل مقترحة للتداول بالبورصات الاجتماعية

تختلف السندات ذات الأثر الاجتماعي (SIBs) من الناحية المالية عن السندات التقليدية، فهي تعاقبات مستقبلية على النتائج الاجتماعية يتم إصدارها مثلها مثل باقي أنواع السندات الاجتماعية (سندات التأثير التنموي وسندات النجاح التنموي) خارج البورصات، كما تعتبر أداة تمويل أولي غير قابلة للتداول، هذا لا ينفي إمكانية تكييفها مستقبلاً مع متطلبات هذه البورصات بغرض توفير الاتساع والسيولة للسوق، وتشمل هذه الأدوات:

• السندات ذات الأثر الاجتماعي (Social impact bounds)

هي آلية تمويل مبتكرة تدخل فيها الحكومات أو أحد أعوانها في اتفاقيات مع مقدمي الخدمات الاجتماعية، مثل المؤسسات الاجتماعية أو المنظمات غير الهادفة للربح من جهة، والمستثمرون من جهة أخرى لكي تدفع مقابل تحقيق نتائج اجتماعية محددة مسبقاً (Social Finance (2011) p 2)

بتعبير أدق، تقوم منظمة إصدار السندات بجمع الأموال من مستثمري القطاع الخاص أو الجمعيات الخيرية أو المنظمات. يتم توزيع هذه الأموال على مقدمي الخدمات (المؤسسات الاجتماعية) لتغطية تكاليف التشغيل الخاصة بها. فإذا تم تحقيق النتائج الكمية المتفق عليها مسبقاً، ستقوم الحكومة أو أعوانها بالتسديد إلى منظمة إصدار السندات أو المستثمرين. (OECD, 2016, p 4)

ومن خصائص هذه السندات OIS هي ارتكازها على ثلاث أطراف:

الطرف الأول ويتمثل في المستثمرين الذين يوفرون التمويل للطرف الثاني والمتمثل في مقدم الخدمات الاجتماعية لمجموعة مستهدفة (المؤسسة الاجتماعية)؛ والطرف الثالث والذي يكون عادة الدولة أو جهة

حكومية توافق على تسديد المستثمرين إذا تم تحقيق الأهداف المحددة مسبقًا. (Fonteneau & Pollet, 2019, p70)

• سندات التأثير التنموي (Development impact bonds : DIBs)

تعتبر من أحد أنواع السندات ذات الأثر الاجتماعي (Social impact bounds SIB's) وهي آلية تمويل تستند إلى مبدأ الدفع مقابل النجاح، هذا السند هو نموذج متعدد الأطراف يتكون من مستثمر ومقدم خدمة ومقيم مستقل ودافع للنتائج. المستثمرون الذين يقدمون رأس المال الأولي أو رأس مال التوسع في الاستثمار ويتحملون بعض المخاطر المالية، ومقدمي الخدمات (يشار إليهم أيضًا باسم المنظمات المنفذة) الذين يستخدمون رأس المال لتنفيذ الاستثمار، وصناديق تمويل النتائج (يشار إليهم أيضًا باسم دافعي النتائج) وهم غالبًا عبارة عن خواص، منظمات خيرية أو وكالة مساعدات بحيث يوافقون على سداد المستثمرين رأس المال الخاص بهم بالإضافة إلى بعض معدلات الفائدة إذا وصل الاستثمار إلى أهداف معينة تم الاتفاق عليها مسبقًا. (Chatuverdi and Al, 2019, p12)، على عكس سندات التأثير الاجتماعي (SIB)، التي تعتمد الحكومة كدافع للنتائج، وهي بذلك خاصة بالبلدان منخفضة ومتوسطة الدخل.

يجب على طرف رابع مستقل التحقق من النتائج التي تم تحقيقها من الاستثمار قبل أن يقوم صندوق تمويل النتائج بسداد المستثمر. يمكن لمنظمة وسيطة أيضًا المساعدة في تصميم سندات التأثير التنموي والبحث عن المستثمرين وتسهيل المفاوضات بين جميع الأطراف المعنية. أول سند للتأثير الاجتماعي في العالم تم إطلاقه في عام 2010 في إنجلترا تمثل هدفه الاجتماعي في خفض معدلات العودة إلى الجريمة بين مرتكبي الجرائم الذكور البالغين المساجين لفترات قصيرة. (Oroxom and Al, 2018, p p 3-4)

• سند النجاح الاجتماعي (SSN: the Social Success Note)

وهي كذلك أحد أنواع السندات ذات الأثر الاجتماعي (Social impact bounds SIB's) أي أنها آلية تمويل تستند إلى مبدأ الدفع مقابل النجاح، والتي تساعد الشركات الاجتماعية الربحية على الوصول إلى ديون ميسورة التكلفة لتوسيع نطاق عملياتها وتأثيرها الاجتماعي، أول سند نجاح اجتماعي تم إطلاقه من طرف مؤسسة روكفلر الخيرية سنة 2018 وتعتمد هذه الآلية على الخطوات التالية: (Asha Impact, 2020, p 15)

الخطوة 1: تحصل المؤسسة الاجتماعية على قرض بسعر مخفض من مستثمر مخاطر لدعم أهدافها التجارية.

الخطوة 2: يتحقق شريك المراقبة والتقييم من التأثير المحقق وبلغ عنه إلى دافع النتيجة.

الخطوة 3: تسدد المؤسسة الاجتماعية رأس المال والفائدة للمستثمر المخاطر.

الخطوة 4: يقدم المانح الخيري (طرف ثالث قد تكون الدولة) حافزًا ماليًا إضافيًا اعتمادًا على النتائج المحققة. مما يضمن للمستثمر معدلًا تنافسيًا للعائد المقيم وفق المخاطر، بما يجعل الأداة جذابة للمتعاملين في القطاع الخاص. قد يختار المانح الخيري أيضًا تقديم حافز للشركة الاجتماعية.

يختلف سند النجاح الاجتماعي (SSN) عن غيره من سندات الأثر الاجتماعي (SIB) في النقاط التالية:

(Beez & Bernasconi, 2018, p 10)

- يقدم المستثمرون قروضًا بمعدل فائدة ميسور في حين تكون دون فوائد بالنسبة لغيرها من سندات الأثر.
- الشركات الاجتماعية تسدد القرض عكس سندات الأثر الأخرى التي يسدد فيها القرض دافعوا النتائج.
- يقتصر دور المانح الخيري أو دافعوا النتائج في تقديم حوافز للمستثمر المخاطر إذا تم تحقيق النتائج، وقد يختار المانحون أيضًا تقديم حوافز مالية للشركة الاجتماعية بدل تسديد القرض.

III-4 - تقييم تجربة السوق المالي الاجتماعي في تمويل المؤسسات الاجتماعية:

إن البورصة الاجتماعية هي أحد الآليات التي تعمل على تعبئة الاستثمارات المؤثرة اجتماعيا وتوجيهها في قناة رسمية من أجل التخصيص الأفضل لهذه الموارد، ولكن أثبت الواقع تعثر هذه التجربة في بعض البلدان والسبب يكمن أساسا في ضعف الاستثمارات المؤثرة اجتماعيا المتداولة في العالم مما انجر عنه ضعف استخدامها كمصدر تمويل من طرف المؤسسات الاجتماعية:

III - 4 - 1 - ضعف قيمة الاستثمارات المؤثرة اجتماعيا المتداولة عالميا:

الاستثمار المؤثر اجتماعيا (impact investment) هو الاستثمار في الأعمال التجارية بهدف تحقيق تأثير اجتماعي واقتصادي وبيئي ملحوظ وفي الوقت نفسه، وهو يولد مجموعة واسعة من العوائد، بدءًا من الربح إلى الدعاية إلى خلق الوعي، إلى تعليم الجماهير وما إلى ذلك. حيث يُشار إلى السعي لتحقيق عائدات استثمارية مزدوجة أو ثلاثية (المالية والاجتماعية والبيئية) بالتناوب باسم التمويل الاجتماعي أو الاستثمار المؤثر، (Adhana, 2020, p 3684)

وهو أسلوب تمويل بديل لخلق سلع وخدمات ذات الفائدة الاجتماعية والتي كانت تقليديًا من اختصاص الحكومة. يتضمن ذلك جلب رأس المال الخاص والحلول التجارية القائمة على نظام السوق للتعامل مع أكثر مشاكل العالم إلحاحًا في المجال الاجتماعي والبيئي. ويعتبر سوق الأوراق المالية الاجتماعية بمثابة منصة تجمع المنظمات الاجتماعية والمستثمرين المؤثرين اجتماعيا معًا، حيث سيتمكن المستثمرون من شراء الأدوات المالية من المنظمات المدرجة التي قد تتوافق مهمتها مع اهتمامات المستثمر. وسترتبط قيمة هذه المنظمات الاجتماعية المدرجة في البورصة بتأثيرها الاجتماعي. (Adhana, 2020, p 3685)

وبهدف تحديد حجم الاستثمارات المؤثرة اجتماعيا المتداولة في العالم اعتمدنا على دراسة قامت بها الأمم المتحدة (United Nations, 2018, p 8) لتحديد حجم ونوع الاستثمارات المتداولة التي توفرها 226 مؤسسة وهيئة موزعة على أغلب مناطق العالم سواء كانت اقتصاديات متطورة (شرق آسيا، أستراليا، غرب شمال وجنوب أوروبا) أو اقتصاديات ناشئة (روسيا، شرق ووسط أوروبا، أمريكا اللاتينية والمكسيك، افريقيا الشمالية والشرق الأوسط، جنوب آسيا وافريقيا جنوب الصحراء) وقد توصلت هذه الدراسة إلى الجدول التالي:

جدول رقم 03: حجم الاستثمارات المتداولة عالميا خلال سنة 2018

المجموع	أنواع أخرى من الاستثمارات	استثمار مؤثر اجتماعيا	تمويل مختلط من منظمات عالمية وقطاع خاص	إعانات واستثمارات بدون عوائد من مؤسسات مالية تنموية	نوع الاستثمارات المتداولة عالميا
87 680,60	86 000,00	1528.00	25,60	127,00	حجم الاستثمار (مليار دولار)
100%	98,08	1.74	0.03	0,14	النسبة (%)

Source : By the researcher based on : United Nations, Impact investing market map, 2018, p 8, Available at : (<https://www.unpri.org/download?ac=5426>)

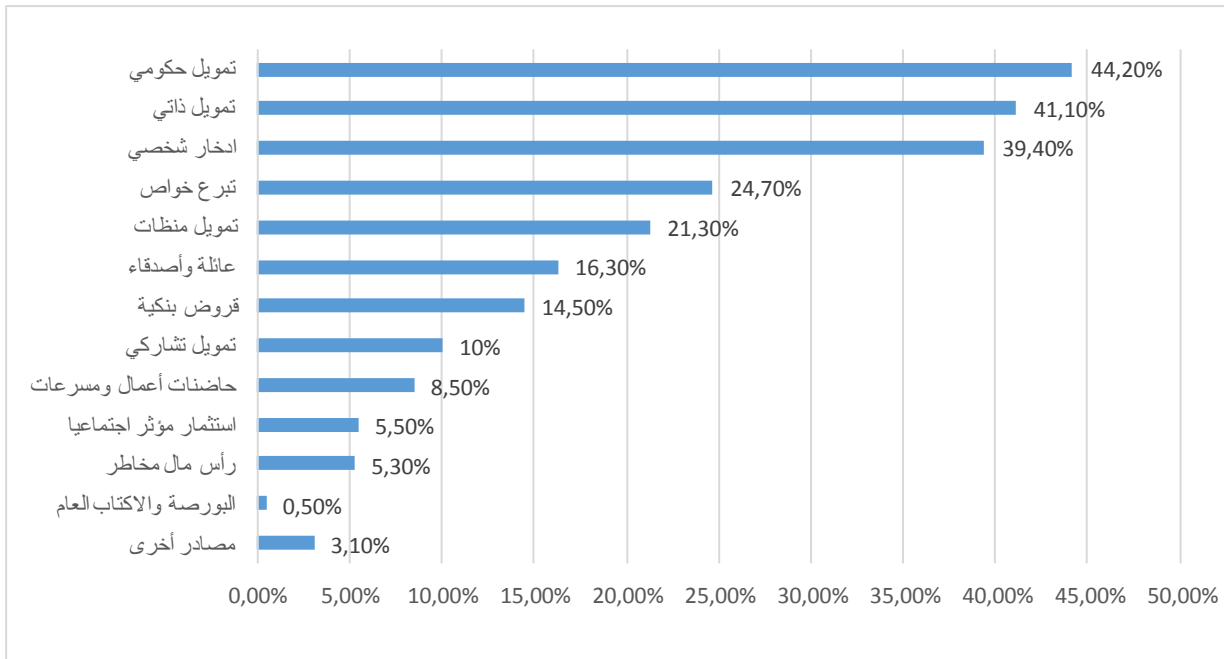
حيث نلاحظ من خلال هذا الجدول أن أغلب الاستثمارات المتداولة عالميا هي استثمارات تقليدية عديمة الأثر الاجتماعي بمعدل 98.08 % بينما تمثل بقية الاستثمارات في إعانات مقدمة من طرف مؤسسات مالية تنموية ومنظمات عالمية والقطاع الخاص في حدود 0.17% بينما تبلغ مساهمة الاستثمار المؤثر اجتماعيا والذي

تسعى البورصات الاجتماعية لاستقطابه بهدف لتمويل المؤسسات الاجتماعية والمؤسسات الناشئة والمبتكرة في حدود 1.74%.

III-4-2- ضعف مساهمة الاستثمار المؤثر (impact investment) في تمويل المؤسسات الاجتماعية:

توصلت دراسة قام بها المرصد الأوروبي للمؤسسات الاجتماعية خلال الفترة 2021-2022 على عينة تضم 4792 مؤسسة اجتماعية متواجدة ب 21 دولة أوروبية إلى أن المؤسسات الاجتماعية الأوروبية في إطار مساعيها لتلبية احتياجاتها إلى التمويل تلجأ لمجموعة متنوعة من المصادر (ESEM, 2022, p99)، مما يعكس مرونتها وتنوعها في مصادر الدخل، وتتمثل هذه المصادر في:

شكل رقم 04: مصادر تمويل الشركات الاجتماعية الأوروبية خلال الفترة 2021-2022



Source : By the researcher based on : ESEM (2022), European social enterprise monitor, The state of social enterprise in Europe 2021 2022, p 99.

كان التمويل الأكثر طلبًا على المستوى الأوروبي هو التمويل العمومي (44.2%) من المؤسسات المشاركة في هذه الدراسة، تلاه التمويل الذاتي في شكل تدفق نقدي (41.1%) ومدخرات المؤسسات الاجتماعية نفسها (39.4%) تبرع الخواص (24.7%)، تمويل المنظمات (21.3%)، تمويل العائلة والأصدقاء (16.3%)، في حين تُظهر هذه البيانات أهمية دعم القطاع العام للمؤسسات الاجتماعية، فإنها تشير أيضًا إلى الاعتماد على الذات والتمويل الشخصي (عائلة وأصدقاء) للمؤسسات الاجتماعية، ويطلب هذا النوع من التمويل في المراحل المبكرة من طرف أكبر نسبة من المؤسسات الاجتماعية بسبب سهولة الاستفادة منه وبساطة متطلباته.

أما طلبات التمويل البنكي فبلغت (14.5%) من مجمل مؤسسات العينة، التمويل التشاركي (10%) حاضنات الاعمال (8.5%)، الاستثمارات المؤثرة اجتماعيا والتي تعتبر البورصات الاجتماعية أحد أطرافها فتقدر ب (5.5%)، صناديق رأس المال المخاطر (5.3%)، وتطلب هذه الأنواع من التمويل عادة في مراحل متقدمة من النمو بسبب المتطلبات المتعلقة بالمصادقية والسجل التشغيلي اللازمة للوصول إلى مثل هذه الأنواع من التمويل، أما الاكتتابات العامة الأولية (IPOs) والبورصات التقليدية (0.5% من العينة)، وهو أمر غير مفاجئ بالنظر إلى أن معظم مؤسسات المشاريع الاجتماعية الأوروبية هي شركات صغيرة ومتوسطة ليست

(حتى الآن) في مرحلة النمو حيث يكون التداول العام في البورصة خيار تمويل قابل للتطبيق (وقد لا يكون هذا بالضرورة هدفًا لمثل هذه الكيانات ذات التوجه التأثيري). (ESEM, 2022, p99)

III- 4 - 3 - أسباب فشل البورصات الاجتماعية في استقطاب الاستثمارات المؤثرة اجتماعيا عبر العالم ومنه يلاحظ أن اللجوء للاستثمارات المؤثرة اجتماعيا وعلى رأسها السوق المالي الاجتماعي كأحد آليات تعبئة هذا النوع من الاستثمارات لا يزال محدودا في أوروبا وبقية دول العالم فلم تتمكن معظم البورصات الاجتماعية من الاستمرار لأكثر من عدد معين من السنوات. وكانت هذه البورصات الاجتماعية نشطة على النحو التالي: البرازيل (2003-2018) تمكنت خلالها من تعبئة استثمارات اجتماعية تقدر ب 3.6 مليون دولار، وجنوب إفريقيا (2006-2017) 27 مليون دولار، والبرتغال (2009-2015) 2 مليون دولار، والمملكة المتحدة (2013-2017) 400 مليون دولار. في حين لا تزال بورصات ثلاث دول نشطة لغاية يومنا هذا وتتمثل في بورصة كندا التي تمكنت من تعبئة ما قيمته 350 مليون دولار، بورصة سنغافورة 155 مليون دولار وبورصة جامايكا 50 مليون دولار. (راجع جدول رقم 2) أي تمكنت هذه البورصات من تجميع ما قيمته 987.6 مليون دولار خلال فترة نشاطها، والذي يشكل وفق الجدول رقم 03 ما نسبته 0.06% من إجمالي الاستثمارات المؤثرة اجتماعيا المتداولة في العالم سنة 2018 فقط.

• من أسباب فشل البورصات الاجتماعية في تعبئة الاستثمارات المؤثرة اجتماعيا عبر العالم:

توجد معلومات ضئيلة متاحة في المجال العام توضح سبب تعطيل هذه البورصات الاجتماعية. من الواضح أن نماذج وأسواق البورصات الاجتماعية لا تزال في مرحلة التطوير. من المؤكد أن المراحل الأولى من أي نموذج جديد ستواجهه الفشل. (Parekh and Al, 2021, p 20)، فوفقا لبعض الدراسات تتمثل أسباب فشل تجربة البورصة الاجتماعية في:

أ- انخفاض مستوى مشاركة المستثمرين والمتبرعين: وبالتالي عدم وجود كتلة حرجة من المعاملات، وكذا ضعف تعبئة وخلق الطلب على الخدمات التي تقدمها مؤسسات المشاريع الاجتماعية أيضًا تراجع ثقافة العمل الخيري والعطاء تعد أحد الأسباب الرئيسية لفشل البورصات الاجتماعية على الصعيد العالمي. رغم بذلها لمجهودات كبيرة واستثمارها بكثافة في عمليات التوعية والتي بقيت غير كافية حيث: (Walia and Al, 2021, p4)

- عقدت البورصة الاجتماعية في المملكة المتحدة فعاليات وحملات متكررة استهدفت المستثمرين والمتبرعين لتعزيز المشاركة العميقة.
- كما تقوم البورصة الاجتماعية في كندا بعرض برامج جاهزية الاستثمار عن بعد وحضوريا لبناء قدرات المستثمرين التأثيريين. كما أنها تخلق فرص التواصل للمستثمرين الآخرين من خلال مختلف الفعاليات.
- اتبعت مؤسسات المشاريع الاجتماعية في البرازيل وجنوب إفريقيا استراتيجيات مماثلة، حيث وضعت الأخيرة دليلا يسمى "استراتيجية موجهة خطوة بخطوة للمستثمرين" (a guide step by step strategy) لمتابعتها.

ب- عدم وجود نموذج أعمال (business model) مستدام:

راجعت دراسة أجرتها شبكة التمويل التأثيري في عام 2018، 150 منصة تأثير، بما في ذلك البورصات الاجتماعية مثل SASIX و SSX و BVSA و SVX و وجدت أن 53% من المنصات غير قادرة على تمويل تكاليف تشغيلها، وأن 61.5% تلقت تمويلًا من الإعانات. ولم يحقق 75% من المنصات إيرادات كافية لتمويل عملياتها.

وكان لدى 60% من هذه المنصات حوالي 1000 مستخدم فقط. وفي حين أن عدد المستخدمين لم يشر بالضرورة إلى حجم الاستثمارات التي يتم إجراؤها، فقد وُجد أن انخفاض مستويات المستخدمين غالبًا ما يؤدي إلى عدم قدرة المنصات على توليد المشاركة أو الإيرادات الكافية من خلال خدماتها لاستدامة نفسها. (Scholz, 2018, p 5)

ويمكن ارجاع ذلك لـ:

- اعتماد أغلب البورصات الاجتماعية على التمويل الخيري والإعانات كتمويل أولي: تتلقى سبعة بورصات اجتماعية تمويلًا خيريًا لتصور وبدء العمليات من منظمات ومؤسسات مالية، بما في ذلك مؤسسة روكفلر في المملكة المتحدة، وكندا، وسنغافورة، وجنوب إفريقيا ومؤسسة جولبنكيان في البرتغال؛ وتمويل في إطار مبادرة المسؤولية الاجتماعية للشركات (CSR) لبورصة جامايكا والبنك الدولي للتنمية (IDB). وبالإضافة إلى هذا التمويل الأولي، اعتمدت البورصات الاجتماعية نماذج إيرادات مختلفة. قامت البورصات الاجتماعية في البرازيل والبرتغال بتمويل عملياتها بدعم من المؤسسات الاستثمارية والإعانات ولم تفرض أي رسوم على المنظمات المدرجة أو المستثمرين المشاركين. (Parekh and Al, 2021, p21)

- إيرادات تركز على رسوم المعاملات: ومع ذلك، فرضت بورصة المملكة المتحدة الاجتماعية رسوم عضوية على المؤسسات المدرجة. تفرض بورصة كندا رسومًا على تقديم الطلبات والمعاملات على المصدرين في البورصة الاجتماعية، وبالنسبة لبعض خدمات الاستشارات والمشورة. بهدف تأسيس بورصة اجتماعية مكتفية ذاتيًا، تنوي بورصة جامايكا الاجتماعية تمويل عملياتها من خلال الاستفادة من 10% من العائدات التي يجمعها كل مدرج فيها على الرغم من أن العديد من البورصات الاجتماعية لم تستخدم الأموال العامة، إلا أن التمويل الحكومي يمكن أن يكون مصدرًا إضافيًا للدخل في بلدان مثل الهند، حيث جاء الدافع لإنشاء بورصة اجتماعية من الحكومة. (Walia and Al, 2021, p5)

ج- تحديات أخرى تواجه البورصات الاجتماعية:

- صعوبة تقييم الأثر الاجتماعي: لا تعتمد البورصات الاجتماعية معيارًا موحدًا لتقييم الأثر الاجتماعي يختلف تقييم الأثر الاجتماعي من بورصة لأخرى فبعض البورصات تكتفي بتحقيق العائد الاجتماعي كشرط للقيود مثل البرتغال والبرازيل في حين تعتبر بقية البورصات تحقيق العائد الاجتماعي هدفًا رئيسيًا مع ضرورة تحقيق العائد المالي وبقى التقييم الكندي هو الأكثر موضوعية حيث أنه يستخدم مقياسًا محددًا (معياري B) Corporation لتقييم التأثير الاجتماعي والبيئي. وهو وسم يعطى لكل شركة تلي مستوى عالي من الأداء الاجتماعي والبيئي. (Chhichhia, 2015)

- التعقيدات التنظيمية: تعد التعقيدات التنظيمية تحديًا كبيرًا للأسواق المالية الاجتماعية في بعض البلدان لا تزال هناك قيود قانونية تمنع مديري الصناديق من الاستثمار في التمويل الاجتماعي، وهناك حوافز ضئيلة أو معدومة (ضريبية أو غير ذلك) للمستثمرين للاستثمار في الشركات الاجتماعية. (Adhana, 2020, p 3694)

- قواعد الإدراج والإبلاغ الصارمة: على الرغم من أنها تساعد في كسب ثقة المستثمرين إلا أنها يمكن أن تشكل تحديًا للشركات الاجتماعية الصغيرة والمتوسطة الحجم التي قد لا تمتلك الموارد اللازمة للائتمثال لهذه المعايير. (KUMAR, 2022)

- غياب مفهوم موحد للمؤسسة الاجتماعية: وبذلك سيكون من الصعب التمييز بين المشروع الاجتماعي والمشروع العادي نظرًا لعدم وجود معايير قانونية واضحة للتفريق بينهما. (KPMG, 2020, p 14)

- ارتفاع تكاليف المعاملات: حيث تجذب البورصة الاجتماعية متدخلين من جميع الأحجام، مما يؤدي إلى ارتفاع تكاليف المعاملات نظرًا للجهد المؤسسي الذي سيكون مطلوبًا في الإدارة والإشراف وتقييم الأثر لاحقًا. (KPMG, 2020, p14)

IV - الخاتمة

تناولت هذه الدراسة إشكالية تمويل المؤسسة الاجتماعية مع بروز البورصة الاجتماعية كبنية بديلة لرفع رؤوس أموال المؤسسات الاجتماعية القادرة على خلق التأثير الاجتماعي القابل للقياس وذلك من خلال إدراجها -سواء كانت منظمات غير الربحية أو شركات ربحية- على منصة بورصة الأوراق المالية الاجتماعية وذلك من خلال استعراض تجارب الدول الرائدة في هذا المجال. كما سعت هذه الدراسة لتقييم تجربة هذا السوق ومدى قدرته على استقطاب وتعبئة الاستثمارات المؤثرة اجتماعيا في العالم واعتمادها كمصدر تمويل للمؤسسات الاجتماعية. وقد توصلت الدراسة للنتائج التالية:

1-IV - نتائج البحث:

- تعتمد المؤسسة الاجتماعية في تمويلها العديد من المصادر يعتبر أهمها الإعانات الحكومية، التمويل الذاتي من ملاكها، التمويل التشاركي، البنوك، صناديق رأس المال المخاطر، حاضنات ومسرعات الأعمال إضافة لاستثمارات مؤثرة اجتماعيا التي تساهم بنسبة ضئيلة في تمويل المؤسسات الاجتماعية.

- تتميز البورصات الاجتماعية بكونها أسواق أولية لرفع رأس المال مع غياب للأسواق الثانوية للتداول على غرار بورصتي كندا والمملكة المتحدة، ووجودها بشكل ضيق وضعيف السيولة في بقية الدول.

- ساهمت البورصات الاجتماعية في إصدار العديد من الأدوات المالية المبتكرة ذات الطابع الاجتماعي بغرض جذب المستثمرين الاجتماعيين، على غرار سندات معيشة المرأة، والسندات العائد الصفري ورأس المال الصفري.

- تهدف البورصات الاجتماعية لاستقطاب الاستثمارات المؤثرة اجتماعيا هذه الأخيرة في حد ذاتها تعرف شحا عالميا حيث تمثل سنة 2018 نسبة 1.74 % من مجمل الاستثمارات المتداولة عالميا والذي يعد من أسباب فشل هذه البورصات.

- فشلت أغلب البورصات الاجتماعية في الاستمرار فمن أصل سبع بورصات في العالم لا يزال ثلاث بورصات فقط مستمرة في نشاطها ومن أسباب هذا الفشل انخفاض مستوى مشاركة المستثمرين والمتبرعين بفعل تراجع ثقافة العمل الخيري والعطاء، وهذا ما يؤكد فرضية الدراسة.

- من أسباب فشل هذه البورصات كذلك عدم امتلاكها نموذج عمل مستدام فهي غير قادرة على تمويل تكاليف تشغيلها رغم تلقيها لتمويل خيري لانطلاق أشغالها إلا أن قلة مستخدمي الأرضيات الالكترونية لهذه البورصات يضعف الموارد الكافية لاستدامتها.

- تواجه البورصات الاجتماعية عدة تحديات على غرار صعوبة تحديد العائد الاجتماعي، التعقيدات التنظيمية ارتفاع تكاليف المعاملات، قواعد الإدراج والإبلاغ الصارمة، وغياب مفهوم واضح وموحد للمؤسسة الاجتماعية.

2-IV - مقترحات البحث:

- اعتماد نموذج عمل يحقق للبورصات الاجتماعية موارد مستدامة دون أن يؤثر ذلك على ارتفاع تكاليف المعاملات من خلال الاستعانة بمصادر خارجية للتمويل والعمل تحت إدارة وإشراف البورصات التقليدية مع استقلالية في اتخاذ القرار.

- يجب أن تحول البورصات الاجتماعية تركيز المستثمرين من البحث عن عائدات مالية قصيرة الأجل إلى توفير رأس مال صبور على مدى أفق زمني أطول من خلال خلق ثقافة للعمل الخيري والعطاء مما يساهم في تعبئة وخلق الطلب على الخدمات التي تقدمها البورصات الاجتماعية.
- تحديد ملامح المؤسسة الاجتماعية القابلة للقياس بشكل واضح. من طرح أفكار حول حوكمتها وهيكلها التنظيمي إلى تحديد قائمة بالخدمات التي يمكنها تقديمها، وكيف يجب أن تكون الفوائد الاجتماعية والبيئية هي الجوهر الأساسي لمشروعها، يجب تحديد كل ذلك بوضوح مقدماً.
- وجود جهة مستقلة لتقييم الأثر لديها خبرة في مجال الاستثمار التأميري ويمكنها باستمرار صياغة وتوحيد معايير القياس وبالتالي ربط العائدات الاجتماعية والمالية بهذه المعايير لتحديد بدقتها.
- ضرورة استثمار البورصات الاجتماعية والبيئية وصانعي السياسات في ابتكار وتصميم وتنفيذ أدوات التمويل خاصة بالبورصات الاجتماعية وطرحها للتداول لتلبية احتياجات المنظمات غير الربحية المتنوعة.

V- الإحالات والمراجع

- Adhana, D. K. (2020), Social stock exchange: an innovative financing platform for social enterprises in India, Mukht Shabd Journal, Volume IX, Issue V.
- Agrawal, P. (2022), social stock exchanges : philanthropy on the bourses, Vinod Kothari consultant, available at : <https://vinodkothari.com/2022/08/social-stock-exchanges-philanthropy-on-the-bourses/>.
- Ambrose, C and Al. (2021), A Study on the Scope of Implementation of Social Stock Exchange in India, Turkish Online Journal of Qualitative Inquiry (TOJQI), Volume 12, Issue 8.
- Asha Impact, (2020), Social success note playbook, available at: https://niiticonsulting.com/wp-content/uploads/2020/09/final_ssn_playbook11.9.2020.pdf
- Beez, P and Bernasconi, L (2018), Social Impact Incentives & Social Success Note, Impact Bonds Conference: Pathways to Scale, p 10. Available at : file:///C:/Users/lenovo/Downloads/Social%20Impact%20Incentives%20%20Social%20Success%20Note.pdf
- Chaturvedi, S and Al. (2019), Social Stock Exchange for Social Enterprises and Social Incubators: An Exploratory Study for India, Discussion papers, RIS (Research and information system for developing countries), India.
- Chhichhia, B. (2014), Social stock exchanges- innovative financing for international development, Social Justice, 7. available at : http://ecommons.luc.edu/social_justice/7/.
- Chhichhia, B (2015), The Rise of Social Stock Exchanges, Stanford social innovation review. Available at : https://ssir.org/articles/entry/the_rise_of_social_stock_exchanges#.
- ESEM (2022), European social enterprise monitor, The state of social enterprise in Europe 2021 2022, available at : <https://euclidnetwork.eu/portfolio-posts/european-social-enterprise-monitor-esem/>.
- European Commission, (2020), Social enterprise finance market Analysis and recommendations for delivery options, Brussels.

- Fonteneau, B & Pollet, I. (2019), La contribution de l'économie sociale et solidaire et de la finance solidaire à l'avenir du travail, Bureau international du Travail, Genève.
- Gascon. F and Al. (2015), Crowdfunding as a formula for the financing of projects : an empirical analysis, Revista Científica Hermes, N. 14.
- <https://impactpartners.iixglobal.com/impact>.
- <https://wlb.iixglobal.com>.
- ICAI (The Institute of Chartered Accountants of India), (2023), A Primer on the Concept of Social Stock Exchange, Sustainability Reporting Standards Board (SRSB), new Delhi, India.
- IIX, (2018), Case study: women's livelihood bond (WLB), Convergence, available at : https://assets.ctfassets.net/bbfdx7vx8x8r/6NbRqYptDOEQ6CWQ6AEEEo/8c374f9c77d466b356eb1030a0a85a1d/IIX_WLB_Case_Study.pdf.
- KPMG (2020), Analysing the concept of social stock exchange in India, available at : <https://assets.kpmg.com/content/dam/kpmg/in/pdf/2020/07/analysing-the-concept-of-social-stock-exchange-in-india.pdf>.
- KPMG (2022), Frequently asked questions, SEE webinar held on 2 august 2022.
- Kumar, S. (2022), India's new Social Stock Exchange, and its opportunities and challenges. Available at : (https://www.linkedin.com/pulse/topics/home/?trk=article-ssr-frontend-pulse_guest_nav_menu_articles)
- Mehra, P & Vij, M. (2023), Social Stock Exchange: New Paradigm For Social Enterprises , Chartered Secretary, Research corner.
- Meira, D. (2011), La Social Stock Exchange au Portugal: un nouvel allié de l'Économie Sociale, Trabalho apresentado em III Congresso Internacional de Investigação em Economia Social do CIRIEC Internacional, Valladolid.
- OCDE (2013), Synthèse sur l'entrepreneuriat social, L'activité entrepreneuriale en Europe OCDE/Union Européene.
- OECD, (2016), understanding social impact bounds, 2016, available at : <https://www.oecd.org/cfe/leed/UnderstandingSIBsLux-WorkingPaper.pdf>
- Oroxom, R and Al. (2018), Structuring and Funding Development Impact Bonds for Health: Nine Lessons from Cameroon and Beyond, Center for Global development, CGD policy paper 117.
- Parekh, A and Al. (2021), Creating a truly social stock exchange, ICNL (international center for not for profit law), wachington-DC.
- Ribeiro Galina, S. V and Al. (2013), Determinants of Attractiveness in Social Stock Exchange, Journal of Management and Sustainability, Vol. 3, N. 4.
- Richa, M and Faroza K (2022), Role of the social stock exchange in indian context, International Journal of Current Science, Volume 12, Issue 3.

- Scholz, A and Al, (2018), Impact Platforms, towards an interoperable impact finance ecosystem, Bertelsmann Stiftung, Sphaera & Artha, impactfinance.network.
- Sharma, V and Al (2021), Social Stock Exchange-An Innovative Fund-Raising Technique To Boost Social Development In India, Ilkogretim Online - Elementary Education Online, Vol 20 (Issue 1).
- Sibieude, T & Trellu-Kane, M (2011), L'entreprise sociale aussi a besoin d'un business plan, édition Rue de l'échiquier, Paris.
- Social Finance (2011), A Technical Guide to Developing Social Impact Bond, available at: <https://www.socialfinance.org.uk/insights/a-technical-guide-to-developing-social-impact-bonds>.
- United Nations, (2018), Impact investing market map, Available at : (<https://www.unpri.org/download?ac=5426>).
- United Nations, (2020), Youth Social Entrepreneurship and the 2030 Agenda, World youth report, New York.
- walia, A and Al, (2021), Social Stock Exchange: What India can learn from global examples, Philanthropy and CSR.
- Wendt, K. (2017), Social Stock Exchanges - Democratization of Capital Investing for Impact, 30th Australasian Finance and Banking Conference 2017, Sidney, Australia.
- Wuttunee, W and. Al (2008), Financing social enterprise: A Scan of Financing Providers in the Manitoba, Saskatchewan and Northwestern Ontario Region, Social Enterprises Knowledgeable Economies and Sustainable Communities.
- محمد يونس، التأسيس لمشروعات تجارية ذات طابع اجتماعي، العبيكان للنشر، الرياض، 2016، ص، 43.
- دمدموم زكرياء، وآخرون (2020)، مساهمة التمويل الجماعي في دعم المؤسسات الناشئة ذات الطابع الاجتماعي، مجلة أبحاث في العلوم التربوية والإنسانية والآداب واللغات، المجلد 02، العدد 04، 2020.