
أهمية تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة عن طريق

البورصة - نموذج بورصة النيل المصرية و بورصة ألترناكست الفرنسي-

د. مسعود صديقي (جامعة قاصدي مرياح ورقلة) - الجزائر

أ. خالد إدريس (جامعة باجي مختار عنابة) - الجزائر

الملخص:

أصبح تطوير المؤسسات الصغيرة و المتوسطة من الضروريات الاقتصادية المعاصرة نظرا للدور البارز التي لعبته في التنمية الاقتصادية لمختلف البلدان المتقدمة والنامية على حد سواء. ومن التحديات التي ما فتئت تواجهها نجد في مقدمتها مسألة التمويل، ومن الصيغ التي لجأت إليها بعض الدول لعلاج هذه المشكلة إنشاء أسواق مالية خاصة بالمؤسسات الصغيرة والمتوسطة باعتبارها مصدرا من مصادر تجميع الادخار الوطني، وكذا الدولي في ظروف العولمة المالية السائدة، وملجأ الم.ص.م. للتزود برؤوس الأموال لتمويل أنشطتها المختلفة. حيث تحوي هذه الأسواق على شروط وقيود تتناسب وخصائص المؤسسات الصغيرة والمتوسطة والتي يطلق عليها في بعض الأحيان ببورصة المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، وذلك لعدم استطاعة تلك المؤسسات تحقيق شروط ومتطلبات الدخول إلى البورصة الرئيسية، والتي نذكر من بينها سوق Alternext الفرنسي الذي انشأ في ماي 2005 و بورصة النيل المصرية التي أنشأت حديثا وذلك في أكتوبر 2007.

ولقد جاءت هذه الدراسة لإبراز أهمية إنشاء مثل هذه الأسواق ونجاحها في بعض الدول، و آفاق إنشاء بورصة خاصة بالمؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر وذلك من خلال التعرف على نظرة مسيري تلك المؤسسات لهذه الأسواق المالية.

الكلمات الدالة: المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، التمويل، الأسواق المالية بورصة المؤسسات ص و م.

Résumé:

Le développement des petites et moyennes entreprises (PME) est devenu une nécessité économique contemporaine Étant donné le rôle important que jouent dans le développement économique de divers pays développés et en voie de développement. L'un des défis auquel nous avons été confrontés a été au premier plan la question du financement Parmi les formules à laquelle ont eu recours certains États pour remédier à ce problème est la création de marchés financiers destinés en particulier aux petites et moyennes entreprises qui sont considérés comme une source de l'épargne public et international dans les conditions de la mondialisation financière en cours, et un recours aux PME pour leurs fournir des capitaux pour financer leurs diverses activités. Ces marchés contiennent des termes et conditions en fonction des caractéristiques et des contraintes des petites et moyennes entreprises et parfois appelé bourse des PME, à cause de l'incapacité de ces institutions de répondre aux conditions et exigences d'entrée dans la bourse principale, nous citons parmi ces marché le marché Alternext, qui a été créé par les Français en Mai 2005 et la Bourse Égyptienne du Nil et qui vient d'être créé en Octobre 2007.

Cette étude a été conçue pour souligner l'importance de la création de tels marchés et leurs réussite dans certains pays, et les perspectives pour créer une bourse , pour, en particulier, les petites et moyennes entreprises en Algérie, en fonction du point de vue des gérants et responsables de ces PME, sur ce genre de marchés financier.

Mots clés: les PME, financement, les marchés financières, la bourse des PME.

تمهيد :

تواجه معظم الدول صعوبة في تحديد تعريف موحد لتصنيف المشروعات الاقتصادية، وتبين من دراسة أجرتها منظمة العمل الدولية عن المؤسسات الصغيرة بان هناك أكثر من 25 تعريفاً مختلفاً في 25 بلداً أجريت عليها الدراسة ويختلف التصنيف نسبياً باختلاف الدول وقطاعات الأعمال التي تنتمي إليها تلك المشروعات، ويوجد عدة معايير لتعريف المشروعات الصغيرة (مثل معيار العمالة، رأس المال، القيمة المضافة،...) وقد تستخدم تعريفات وفقاً للخصائص الوظيفية مثل نوع الإدارة أو التخصص أو أساليب الإنتاج أو اتجاهات السوق، ويعتبر التعريف ضروري لتقديم الخدمات والحوافز المشجعة لمساندة هذه المشروعات وزيادة كفاءتها. ولتحديد تصنيف واضح يجب توفر عدة عوامل، منها توفر المعلومات ودقتها، البناء الهيكلي للمشروعات حسب الأنشطة المختلفة، وخطة السلطات في دعم ومساندة المشروعات الاقتصادية، رغم أن صياغة تعريف مبسط لا يعتبر أمراً يسيراً. وطبقا لما ورد في دراسة "من إعداد Gray and Gamser يفضل استخدام معيار عدد العاملين لتحديد حجم المنشأة بدلاً من الاعتماد على حجم الأصول والقيمة المضافة التي يتم قياسها حسب قيمتها والتي تتغير بتغير قيمة العملات¹.

ويعتبر التمويل احد اهم المشاكل التي تعيق تطور تلك المؤسسات خاصة اذا علمنا برؤية وكيفية تعامل البنوك معها،لذلك اصبح من الضروري ايجاد مصدر تمويلي مختلف لها والذي يتمثل في السوق المالي، ونظرا لخصوصية المؤسسات الصغيرة والمتوسطة يجب ان تكون تلك السوق تحوي شروط وقيود تناسب هذه المؤسسات، كما هو الحال في بورصة النيل في مصر و سوق **Alternext** في فرنسا.

أولاً: تعريف المشروعات الصغيرة:

تعرف منظمة الأمم المتحدة للتنمية الصناعية (اليونيدو) المشروعات الصغيرة بأنها تلك المشروعات التي يديرها مالك واحد يتكفل بكامل المسؤولية ويتراوح عدد العاملين فيها ما بين 10 - 50 عامل فيما يصف البنك الدولي المشروعات التي يعمل فيها اقل من 10 عمال بالمشروعات المتناهية الصغر، والتي يعمل فيها بين 10 و 50 عاملا بالمشروعات الصغيرة، والتي يعمل فيها بين 50 - 100 عامل بالمشروعات المتوسطة²، وتتباين المعايير التي يمكن الاستناد عليها لتحديد المشروعات الصغيرة من دولة لأخرى وفق امكاناتها وقدراتها وظروفها الاقتصادية ومراحل النمو التي بلغتها، وبالتالي المشروعات التي تعتبر كبيرة الحجم في دولة نامية يمكن اعتبارها صغيرة أو متوسطة الحجم في دولة متقدمة. وفي الدول العربية تقسم الصناعات الصغيرة والمتوسطة على أساس حجم النشاط إلى³:

- الصناعات الصغيرة جداً (MICRO): التي تشغل اقل من 5 عمال وتستثمر اقل من 5000 دولار (إضافة إلى استثمارات الأبنية والعقارات الثابتة).
- الصناعات الصغيرة (SMALL) التي تشغل 5 - 15 عامل وتستثمر اقل من 15000 دولار (إضافة إلى استثمارات الأبنية والعقارات الثابتة).

- الصناعات المتوسطة (MEDIUM) التي تشغل 16 - 25 عامل وتستثمر من 15000 - 25000 دولار (عدا الأبنية والعقارات). وتندرج أنواع المشروعات الصغيرة في ثلاث أنواع رئيسية:
- الأعمال الأولية والتي تشمل مختلف الأعمال الزراعية.
- الصناعات التحويلية، عند قيام المشروع باستخدام المواد الأولية أو أية قيمة مضافة باعتماد الآلات والمعدات التي لديه.
- مشروعات الخدمات والتي تشمل المهن الحرة والتجارة والاستشارات وغيرها.

- تعريف الجزائر:

لقد مر تعريف المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر بعدة مراحل وذلك استجابة للمتغيرات التي شهدتها الاقتصاد الوطني، ويمكن سرد التعريف الحالي للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر، والذي كان عن طريق المشرع الجزائري⁴ حيث صدر القانون رقم 18-01 المؤرخ في 27 رمضان 1422 هـ الموافق 12 ديسمبر سنة 2001م المتضمن القانون التوجيهي لترقية المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، وهو التعريف القانوني والرسمي للجزائر فحسب المادة الرابعة من القانون المشار إليه أنفا تعرف المؤسسة الصغيرة والمتوسطة مهما كانت طبيعتها القانونية بأنها مؤسسة إنتاج السلع و/أو الخدمات التي:

- تشغل من 1 إلى 250 شخص .
- رقم أعمالها السنوي أقل من 2 مليار دج أو أن إيراداتها السنوية أقل من 500 مليون دج .
- تستوفي معايير الاستقلالية .

كما أشارت المادة الخامسة من نفس القانون الى تعريف المؤسسة المتوسطة بأنها مؤسسة تشغل ما بين 50 الى 250 عاملا ويكون رقم أعمالها ما بين 200 مليار دج أو أن تكون إيراداتها ما بين 100 و 500 مليون دج.

أما المادة السادسة من ذات القانون فتعرف المؤسسة الصغيرة والمتوسطة بأنها مؤسسة تشغل ما بين 10 إلى 49 شخصا ولا يتجاوز رقم أعمالها السنوي مائتي مليون دج أو لا يتجاوز مجموع إيراداتها السنوية 100 مليون دج .
وأخيرا تعرضت المادة السابعة من القانون السالف الذكر الى تعرف المؤسسة المصغرة بأنها مؤسسة تشغل من عامل الى تسعة عمال وتحقق رقم أعمال أقل من 20 مليون دج أو لا يتجاوز مجموع إيراداتها السنوية عشرة ملايين دج وعليه فإن تعريف المؤسسات الصغيرة والمتوسطة يكون كالتالي :

جدول رقم 01: توزيع المؤسسات ص و م حسب التعريف القانوني في الجزائر:

الميزانية السنوية	رقم الأعمال	المستخدمون	المؤسسة
أقل من 10 مليون دينار	أقل من 20 مليون دينار	من 01 إلى 09	مصغرة
أقل من 100 مليون دينار	أقل من 200 مليون دينار	من 10 إلى 49	صغيرة
من 100 إلى 500 مليون دينار	من 02 إلى 200 مليون دينار	من 50 إلى 250	متوسطة

المصدر: وزارة المؤسسات الصغيرة والمتوسطة

- التحديات التي تواجه تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة

تعددت مصادر التمويل للمشروعات الصغيرة، فهناك التمويل الداخلي من الاحتياطات أو الأرباح المتراكمة في المشروع أو المدخرات الشخصية للمالكين أو الاقتراض والدعم المالي من العائلة أو الأقارب أو الأصدقاء لمالك المشروع. وهناك التمويل الخارجي الذي يمكن إجماله في البنوك التجارية والمؤسسات الإقراضية الأخرى، والحصول على الائتمان من الموردين، أو

الحصول على الدعم المالي بصيغ شتى من المؤسسات المهتمة بدعم المشروعات الصغيرة، الحكومية منها وغير الحكومية، أو الحصول على التمويل بزيادة رأس المال ودخول شركاء جدد في المشروع.

إن مصادر التمويل الداخلية للمشروع الصغير في الغالب لا تسد كل احتياجاته في مراحل تطور حياته المختلفة. كما أن البعض منها قد يفرض عليه التزامات غير مرغوب فيها. فالاحتياطات المالية أو الأرباح المتراكمة عادة ما تكون غير متاحة في السنوات الأولى للمشروع لمحدودية النشاط ولتأثيرات التشريعات الضريبية السلبية على المشاريع الصغيرة. أما الدعم من العائلة أو الأقارب والأصدقاء فإن لم يكن محدودًا فإنه قد يؤدي إلى التدخل في إدارة المشروع لذلك قد لا يميل له المالك.

أما البنوك التجارية، وخصوصًا المتحفظة منها، فإنها لا تميل إلى إقراض المشروعات الصغيرة أو الجديدة كونها أكثر مخاطرة. كما تشير الدراسات إلى أن البنوك التجارية تتحيز في منح القروض إلى المشروعات الكبيرة مقارنة بالصغيرة لأسباب عديدة منها: بالإضافة إلى انخفاض المخاطرة، انخفاض كلفة معاملة الإقراض، توفر المعلومات والقوائم المالية عن المشروعات الكبيرة، توفر أصول كافية لضمان القروض. وفي الأحوال التي تقدم فيها البنوك التجارية القروض للمشروعات الصغيرة فإنها غالبًا ما تطلب ضمانات مبالغ فيها لا تتوفر في المشروع الصغير إضافة إلى رفع سعر الفائدة لتتلاءم مع المخاطرة التي يتحملها المصرف بما يزيد التكاليف في المشروع الصغير.

إن وجود المؤسسات المهتمة بدعم المشروعات الصغيرة هي إحدى الخيارات لتطوير ودعم هذا النوع من المؤسسات، إلا أن إنشاء مثل تلك المؤسسات يعتمد على السياسات والتوجهات الحكومية في الغالب وربما يكون نشاطها محدودًا، خصوصًا في البلدان النامية.

ومن جانب آخر فإن المشروعات الصغيرة في اتجاهها إلى التمويل بإدخال شركاء جدد وزيادة رأس المال قد لا يكون متاحًا، هو الآخر، في المراحل الأولى لنشوء وتطور تلك المشروعات للمخاطرة العالية في الاستثمار فيها. وعندما يكون متاحًا فإن المالكين قد لا يميلون إليه لأنه يؤدي إلى فقدانهم السيطرة الشخصية على المشروع، ويذهب البعض إلى تشجيع هذا النوع من التمويل للمشروعات الصغيرة انطلاقًا من الفشل الذي واجهته المداخل القديمة المتمثلة في أشكال برامج المساعدة للمشروعات الصغيرة التي تدعمها الحكومات.

إن التحدي المالي الذي تواجهه المشروعات الصغيرة لا يقتصر على الحصول على التمويل فقط، بل أيضًا في نمط التمويل. فالمشروعات الصغيرة قد تحصل على القروض قصيرة الأمد أو التسهيلات الائتمانية ذات الأمد القصير في حين تبرز حاجتها لتمويل رأس المال الثابت وليس العامل.

ثانياً- أهمية دخول المؤسسات الصغيرة والمتوسطة إلى البورصة

انطلاقاً من أهمية المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في التنمية و كون أن مشكل التمويل يعتبر من اكبر العوائق التي تهددها، فإن عملية دخول هذه المؤسسات إلى البورصة له ايجابيات سواء على المستوى الكلي أو الجزئي، وذلك بهدف توفير تمويل مختلف وغير تقليدي لها كي تكون قادرة على المنافسة وإتاحة الفرص أمامها للتوسع والنمو، ونظراً لطبيعة المؤسسات ص و م فإن هذه البورصة يجب أن تكون بها شروط وقيود تتناسب وخصوصياتها.

1- حاجة المؤسسات الصغيرة والمتوسطة إلى بورصة خاصة بها

كشفت العديد من الدراسات على صعوبة حصول المؤسسات ص و م على القروض من البنوك وهذا بسبب قلة الضمانات، ونظراً لعدم استيفاء هذه

المؤسسات شروط الدخول إلى البورصة الرئيسية كان من الضروري إنشاء أسواق مالية تتناسب شروطها و خصوصية المؤسسات ص و م.

1- ضيق نطاق التمويل البنكي للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة

تقف المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في آخر اهتمامات مسئولى البنوك التجارية خاصة في البلدان النامية، وذلك لعدة اعتبارات نذكر منها:

- ضعف معظم أصحاب المشاريع في الصناعات و المؤسسات الصغيرة على تقديم الضمانات المالية المرضية التي يطلبها البنك.

- أسعار الفائدة الجارية في النشاط المصرفي لا تعتبر ملائمة لظروف أصحاب المشروعات الصغيرة على الرغم من أن البديل في سوق الإقراض غير الرسمي يعتبر فادحا بالمقارنة.

لذلك فالمؤسسات ص و م تحتاج إلى معاملة مميزة من قبل البنوك حتى لا تواجه مصاعب مالية سريعة، بسبب عدم قدرتهم على سداد ما يستحق عليهم من أقساط و فوائد في المواعيد المحددة، و لقد اعتبر أن حصول هذه المشروعات على فترة سماح قبل تاريخ أول استحقاق سيساعدهم كثيرا في بداية أعمالهم و تنمية مشروعاتهم، و هذا حقيقي لان فترة السماح هذه تمكنهم من إنشاء و تكوين رصيد مالي لا بأس به.

إن الإطار الذي تعمل فيه البنوك لا يسمح عادة بتخفيض سعر الفائدة لمشروعات معينة، خاصة إذا كانت مخاطرة الإقراض بالنسبة لها

مرتفعة، كما أن هذا الإطار لا يهيئ أية فرصة لما يسمى بفترة سماح في مثل هذه الحالات.

على العكس من ذلك فإن منطق عمل البنك التجاري يميل إلى فرض سعر فائدة على المقترض الصغير و يتشدد معه، بينما هو على استعداد لمنح أسعار فائدة مميزة للمشروع الكبير، أو لرجل الأعمال البارز و التمهل عليه في السداد في حالة طلبه لذلك، و هناك تجاوزات أكثر من تلك في البلدان النامية خاصة تلك التي يسيطر فيها الأجانب على البنوك.

هذا من جهة، و من جهة أخرى فإن مسئولى البنوك التجارية لديهم ما يبرر تصرفاتهم المتشددة تجاه المشروعات الصغيرة التي تتقدم بطلبات الاقتراض، و استعراض هذه المبررات له فائدته من جهتين:

• أن بعض هذه المبررات تعتبر بمثابة ملاحظات لها أهميتها، مهما كان في مثال تمويل المؤسسات الصغيرة و هذه الملاحظات جديرة بالدراسة و المعالجة.

• أن جانباً من المبررات سوف يؤكد لنا أن سلوك البنوك التجارية محكوم و مقيد بنظام الفائدة الذي تعمل من خلاله و من ثم فإن معدلات الفائدة تظل هاجسا لصغار رجال الأعمال.

ويمكن ذكر أهم المبررات التي تركز عليها البنوك للامتناع عن الإقراض للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة:

- أن أصحاب الأعمال في المؤسسات الصغيرة يفتقرون إلى كثير من الخبرة التنظيمية و الإدارية و هي أكثر أهمية من التمويل، فالخبرة

التنظيمية القليلة تعني عدم القدرة على استخدام الموارد المالية استخداما رشيدا، و من ثم زيادة احتمالات الوقوع في مشاكل و ربما الفشل الكامل.

و في جميع دول العالم معظم أصحاب المشاريع الجدد هم من الشباب الذين يمتازون بالطاقة و الالتزام و المعرفة، ممن يحلمون بخلق أعمال و منتجات و خدمات جديدة أو التغلب على مشاكل معينة، و لكنهم يفتقرون إلى خبرة إدارية، و نظرا لأن من طبيعة البنوك تجنب المجازفة ، و كثير من المسؤولين فيها ينظرون إلى هؤلاء الشباب نظرة مليئة بعدم الثقة و بالتالي يعتبرون تمويل مشاريع هؤلاء الشباب استثمارا مليئا بالمجازفة.

- تفقر المؤسسات الصغيرة إلى الكفاءة و الخبرة في التعامل مع النظام المصرفي فهي عاجزة عن توفير الضمانات المصرفية المطلوبة لهذا فهي تلجأ إلى الديون غير الرسمية (السوق غير الرسمي).

- إن نسبة عالية من المؤسسات الصغيرة أو حتى المتوسطة تعمل في القطاع غير الرسمي و ليس لها سجلات ضريبية و لا تهتم بتسجيل عملياتها و تقييد حساباتها في دفاتر منتظمة يمكن الرجوع إليها، و كل هذا مما يزيد من مخاطر التعامل معها، لذلك تعتمد المؤسسات الصغيرة بشكل عام على التمويل الخاص، غير الرسمي، من الأهل و الأقارب و الأصدقاء، أو على الديون من الموردين أو من الزبائن كقيمة مدفوعة مسبقا... الخ

- في الأوقات التي تقل فيها الأرصدة النقدية السائلة لدى البنوك التجارية لسبب أو لآخر أو عند قيام البنك المركزي بتنفيذ سياسات

انكماشية في مجال الائتمان المصرفي, فإن من مصلحة البنوك التجارية أن تحاول الاستمرار في مد عملاتها الكبار و المرموقين باحتياجاتهم, و هذا ما ينعكس في تقلص الائتمان بشكل حاد, و ربما انقطاعه بالنسبة للعملاء المتوسطين, و لا نتحدث عن العملاء الصغار.

و تتعكس السياسات الانكماشية في مجال الائتمان أيضا في البلدان النامية في وجود فرص أكبر للاقتراض من المراكز الرئيسية و الفروع الكبرى للبنوك في العاصمة و بعض المدن الكبرى, على عكس الحال في الفروع الموجودة في المدن الصغيرة (أو في القرى الكبيرة إن وجدت) حيث تتركز نسبة كبيرة من المؤسسات الصناعية الصغيرة في الأقاليم الريفية و المدن الصغيرة, فتقل فرصة الحصول على التمويل أو تكاد تنعدم في ظروف ضغط الائتمان المصرفي, و هذا ما يزيد من الطلب على التمويل بشكل حاد من القطاع غير الرسمي الذي تروج أعماله في هذه الظروف.

- تكاليف الخدمة أو المعاملة المصرفية في تمويل المشروع الصغير مرتفعة بسبب المبلغ المتواضع للقروض, بالإضافة إلى ذلك فإن ثمة إجراءات إدارية أكبر مطلوبة في حالة تمويل المشروع الصغير للحصول على المستندات الضرورية والبيانات التي يتم على أساسها اتخاذ قرار التمويل.

كذلك فإن إجراءات عمليات الإشراف والتحصيل غالبا ما تكون أكبر بالنسبة للبنك حينما تمنح القروض لمشروعات صغيرة.

ظهر من بعض الدراسات في بلدان نامية آسيوية و أمريكية لاتينية أن تكاليف المعاملة المصرفية بلغت في حالة المشروعات الصغيرة نحو 5-7% أكثر من تكاليف المعاملة في المشروعات الكبيرة.

وفي رأي احد خبراء البنك الدولي أن هذا الرقم الأخير اقرب إلى الحقيقة, و قيل أيضا أن تكاليف المعاملة المصرفية بالنسبة لقرض صغير قد تتساوى مع تكاليف قرض كبير يصل إلى عشرة أمثاله أو أكثر.

و هكذا يجد رجال البنوك التجارية ما يبزر تصرفاتهم, و بعض هذه المبررات كما ذكرنا قد يستفاد منها إذا كانت هناك إرادة للتغيير في مواجهة مشكلة هامة هي مشكلة التمويل.

هذا و يمكن القول من خلال سلوكيات مسئولى البنوك التجارية اتجاه المشروعات الصغيرة, ان معظم البنوك غير قادرة على فهم أو تحديد مقدار الخطورة أو المجازفة المرتبطة بتأسيس شركات صناعية جديدة (أو مشروعات أخرى صغيرة), حيث لا يوجد خبراء أو سجلات سابقة للاستدلال منها, و عدم القدرة هذه تعود إلى كون العاملين في البنوك غير ملمين بالتكنولوجيا أو غير مؤهلين لاحتساب المجازفة أو المكافأة المتعلقة بالشركات الجديدة, ولذلك كله فان مؤسسات التمويل و الإقراض للمؤسسات الصغيرة محدودة جدا.

وفي دراسة لمنظمة العمل الدولية وفي البرنامج الإقليمي للدول العربية تحديدا يشير الخبراء انه إضافة إلى ما سلف ذكره من مشاكل ومعوقات تمويل المؤسسات الصغيرة, فإن الدول العربية طبيعة التفكير لديها هو تفكير تجاري مبني على أسس تجارية نتيجة لممارسة العرب التجارة على نطاق واسع و منذ أجيال عديدة لكونهم على الطريق التجاري بين الشرق و الغرب, و من ذلك من

الصعب إيجاد (في الدول العربية) من هم مستعدين لتمويل مشاريع ذات طبيعة غير تجارية، وهذا هو السبب في بقاء الصناعة في الدول العربية متأخرة في مراحل بدائية ماعدا في مجالات محدودة الصناعات البترولية و البتر وكيميائية و الغزل و النسيج.

من خلال ما سبق نستخلص بان المؤسسات الصغيرة والمتوسطة لديها حاجة ماسة إلى إيجاد مصدر بديل للتمويل.

2 - السوق الثانية

تتجه بعض الأسواق المالية في الدول النامية إلى إنشاء سوق ثانية لتخفيف الضغط على السوق الرئيسي في خطوة تهدف إلى تعزيز السوق واحتواء السيولة المتوفرة. خاصة وأن أغلب الأسواق المتطورة تقسم، كما سبقت الإشارة إلى ذلك، إلى أسواق أولى تضم الشركات الكبرى وأسواق ثانية تضم الشركات الصغيرة والمتوسطة بهدف إتاحة الفرصة لكافة الشركات للاستفادة من الادخار المالي المتوفر في السوق.

2-1- مفهوم السوق الثانية

يعرف مركز إيداع الأوراق المالية لبورصة عمان السوق الثانية على أنها "جزء من السوق الثانوية والتي يتم من خلالها التعامل بأوراق مالية تحكمها شروط إدراج خاصة. كما يعرف السوق الثانوية على أنها السوق التي يتم من خلالها شراء وبيع أوراق مالية مصدرة سابقاً⁵.

وعليه تضم السوق الثانوية (سوق التداول) جزأين: سوق أولى أو ما يعرف بالسوق الرئيسية كما هو عليه الحال في العديد من الأسواق العربية ويضم أكبر الشركات وأكثرها فعالية في الاقتصاد. و يتمثل الجزء الثاني في

السوق الثانية وهي سوق مفتوحة إلى جانب السوق الأولى، حيث تضم شركات المساهمة التي لا يمكنها أن تدرج في السوق الرئيسية. وعادة ما تخصص هذه السوق للشركات ص و م والشركات التي لا تستطيع تحقيق المتطلبات وشروط السوق النظامية.

وعليه فإن السوق الثانية هي سوق منظمة قوانينها ومقاييسها ومعاييرها شبيهة بالسوق الأولى ولكن بمتطلبات أقل. فبما أنها سوق مخصصة للم.ص.م والتي لا تستطيع تحمل التكلفة العالية لإعداد القوائم المالية المفصلة والأكثر دورية والإفصاح والشفافية، كما هو الحال في السوق الأولى، فإن شروط الإصدار في هذه السوق أقل حدة وشدّة منها في الأولى.

ومن هنا فإن أهم الفروق بين السوق الثانية والأولى هو ذلك المتعلق بمتطلبات الإفصاح والشفافية، والتي تختلف من بورصة لأخرى، حيث تعمل كل بورصة على توضيح النقاط المتعلقة بدرجات الإفصاح والشفافية المطلوبة في السوق الثانية، والتي تشمل⁶:

- السياسة المحاسبية المتبعة في إعداد القوائم المالية وهوامش التغيير فيها مع إيضاح تأثيراتها المحتملة على الاستثمارات طويلة وقصيرة المدى.
- سياسة تقييم التكاليف وتأكيد الإيرادات.
- سياسة رسملة تكاليف الاقتراض مع الإفصاح عن قيمة كل قرض وأعبائه والارتباطات المستقبلية والالتزامات المحتملة على الشركة، سواء كانت مالية أو قانونية، وإذا ما كانت هناك مخالفات منطقية استدعتها مرونة الوضع.
- توضيح بعض الاستثناءات الخاصة بالسوق الثانية والمتعلقة بالإفصاح ولوائح السلوك وشركات الوساطة وإدارة السوق.

وإذا كانت شروط الإفصاح أقل صرامة في السوق الثانية، فإن هناك ضابطة آخر متعلقاً بمدة تنفيذ الصفقات. إذ نجد أن نظام التنفيذ المعتمد في السوق الأولى مثلاً هو ت + صفر (T+0) أو بمعنى يمكن البيع والشراء والانتقال بين الأسهم والقطاعات أثناء التداول عدة مرات. وهذا غير معمول به في السوق الثانية في كثير من الدول. فمن أجل ضبط السوق وتعويض قضية الشفافية الأقل هناك، غالباً ما يعتمد نظام تنفيذ أساسه ت + 1 أو 2 أو حتى 5. بمعنى أنه لا يمكن البيع والشراء والانتقال بين الأسهم في نفس اليوم وإنما في اليوم التالي أو بعد يومين أو أكثر. هناك فرق آخر يتعلق بنسبة التذبذب، حيث عادة ما تلجأ الأسواق الناشئة إلى تضيق نسبة التذبذب في السوق الثانية للحفاظ على استقرارها.

2-2- أهمية السوق الثانية في توفير السيولة

من أجل تخفيف الضغط على السوق الرئيسية واحتواء السيولة المالية المتوفرة، تلجأ العديد من السلطات القائمة على البورصات إلى إنشاء سوق موازية للسوق الرئيسية تعرف بالسوق الثانية تخصص للشركات الصغيرة والمتوسطة والشركات التي لا تستطيع تحقيق شروط الإدراج في السوق الأولى. تسمح هذه السوق بتحسين مناخ الاستثمار في سوق الأسهم وتساعد على تنمية الشركات الصغيرة والعائلية لأن شروط التمويل في هذه السوق أقل صرامة. وليس خفياً ما تعانيه الشركات الصغيرة والمتوسطة من صعوبات في الحصول على التمويل من المصارف، تتمثل أساساً في أسعار الفائدة المرتفعة نسبياً وارتفاع سقف الضمانات مقارنة بالشركات الكبيرة. وعليه تكون السوق الثانية وبشروطها المرنة وسيلة للشركات الصغيرة الحجم للدخول للسوق وزيادة نشاطها وبالتالي تكون عامل بناء للاقتصاد وتوظيف للموارد المالية والبشرية.

ويعتبر وجود السوق الثانية عاملا مهما في توفير السيولة، ويعد الاتجاه إلى إقامة سوق ثانية تضاف إلى السوق الأولى، خطوة ايجابية تسهم في تعميق السوق خصوصا وأن أغلب الدول المتقدمة تتوفر على عدة أسواق، كما سبقت الإشارة إلى ذلك. فالأولى تضم الشركات الكبيرة سواء من ناحية قيمة الأصول أو من ناحية الربحية خلال سنوات محددة، أو من ناحية عدد الأسهم وتوزيعها بين المساهمين حتى لا تكون هناك سيطرة من بعض المساهمين على حصة كبيرة من الأسهم ومن أجل وجود سوق منافسة يتساوى فيها الجميع من ناحية التداول. بينما تضم السوق الثانية أغلب الشركات المدرجة للاكتتاب ذات رأس المال القليل بهدف إحداث نوع من الاتزان المالي في السوق. ففي الولايات المتحدة مثلا تدرج أسهم الشركات الكبيرة عادة في بورصة نيويورك كما توجد بورصة أخرى هي البورصة الأمريكية التي تدرج فيها الأسهم الأصغر، فضلا عن وجود بورصات جهوية في مختلف الولايات.

كما أن وجود السوق الثانية ضروري لأنها تزيد من عمق السوق وتفتح المجال للإبداع المالي وتنويع الأوراق المالية المتاحة للمستثمرين. وليس لوجود السوق الثانية علاقة قوية بعدد الشركات بقدر أنها حلقة في سلسلة أسواق رأس المال الفورية ووجودها سيخدم الاقتصاد بشكل كبير من حيث توظيف الموارد المالية والبشرية بطريقة أكثر كفاءة. كما تسمح باستقطاب عدد كبير من الشركات الجديدة مما يوسع من الفرص الاستثمارية المتاحة.

وباعتبار السوق الثانية جزء من السوق المالية فهي تعمل على⁷:

- التقليل من تكاليف تعبئة المدخرات عن طريق تسيير الاستثمار تسييرا أكثر عقلانية. فأجهزة الوساطة المالية تتيح للمدخرين وللمؤسسات فرصة الوصول إلى إمكانات استثمارية أكبر. كما تساعد تلك الأسواق على التخصيص الجيد

للموارد المالية وتحفيز التقدم التكنولوجي، لاسيما في مجال تكنولوجيا الاتصال.

- التشجيع على الادخار الطوعي وتحريك المدخرات وتحويلها إلى استثمارات تفيد الوطن والمواطن وتحريك عملية التنمية. فهي تهيئ للمشروعات والشركات الخاصة والمؤسسات صغيرة الحجم مصادر تمويل مهمة وتأمين السيولة الكاملة واللازمة في الوقت المناسب. وبالتالي تساهم مساهمة فعالة في بناء وإعادة هيكلة قطاع الصناعات الصغيرة والمتوسطة. فعمليات طرح الأسهم والسندات والصكوك تجذب رأس المال وتستوعب مدخرات الأفراد والشركات، وفي الوقت ذاته تدفع المكنترزين إلى تحويل مكنترزاتهم إلى مدخرات واستثمارات وتوظيفها بشكل يحقق عائد مناسب... هذا من جانب. ومن جانب آخر توفر الموارد الحقيقية اللازمة لتمويل المشروعات من خلال طرح الأسهم والسندات. كما تساعد على تحسين إدارة الشركات وتطوير تقنيات التسيير فيها، حيث تعمل تلك الإدارة على رفع كفاءتها وزيادة فاعليتها وزيادة ربحيتها، حتى لا تنخفض أسعار أسهمها.

- أداة تلبى الاحتياجات التمويلية للمستثمر الصغير الذي لا يستطيع إنشاء المشروعات الضخمة لقلة ما يملكه من رأس المال. وفي الوقت ذاته للمستثمر الكبير بإتاحة فرص الاستثمار أمامه لشراء الأسهم والسندات المطروحة للتداول.

ومن ثم يمكن القول أن السوق الثانية توفر قنوات ومدائل مناسبة للاستثمار أمام الأفراد والمؤسسات المتخصصة. كما أنها أداة رئيسية لتشجيع التنمية الاقتصادية في الدول وتحقيق جملة من المنافع الاقتصادية أهمها الحياة والتملك والانتفاع والعائد المناسب على الاستثمار.

2-3- خصائص السوق الثانية

تمتاز السوق الثانية عن غيرها من الأسواق المالية بعدة خصائص نذكر أهمها فيما يلي:

- سوق مخصصة للم.ص.م.
- شروط التقيد فيها ميسرة نسبيا.

ب- المزايا التي تحققها بورصة المؤسسات الصغيرة والمتوسطة وتحدياتها الهدف من إنشاء هذه البورصة هو توفير أدوات تمويلية مستدامة للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة بما يسمح برفع قدرتها التنافسية وتعظيم قيمتها المضافة للاقتصاد وبما يسهم في توفير المزيد من فرص العمل والذي يعتبر أحد الأركان الرئيسية للتنمية الاقتصادية في الوقت الراهن، وتحقق هذه البورصة مزايا عديدة سواء على المستوى الاقتصادي الكلي أو على مستوى الاقتصاد الجزئي (الشركات).

1- المزايا على مستوى الاقتصاد الكلي⁸.

- دمج المؤسسات ص و م التي تعمل بصورة غير رسمية في منظومة الاقتصاد الرسمي.
- توفير فرصة لدخول الاستثمارات الأجنبية إلى قطاع المؤسسات ص و م.
- دعم وتطوير القطاعات الواعدة التي تتمتع بمزايا نسبية وتحتاج لدعم فني وتمويلي مثل قطاعات تكنولوجيا المعلومات.
- تفعيل آليات التمويل عن طريق رأس المال المخاطر، هذا السوق سيوفر قاعدة بيانات للمؤسسات ص و م في جميع القطاعات الاقتصادية وهو ما يمثل فرصة لرأس مال المخاطر الذي يرغب في الاستثمار في هذه الشركات ومعرفة إمكاناتها وأوضاعها المالية كما تمثل هذه البورصة فرصة للشركات للحصول على تمويل لأنها تعاني من الحصول على قروض بنكية لصغر

حجمها، ويمثل قيدها في البورصة فرصة للحصول على التمويل والنمو والتوسع.

- إن هذه البورصة تساهم في تنوع المنتجات للأوراق المالية وتساعد في تفعيل الشفافية في هذه المرحلة التي تحتل فيها المؤسسات الصغيرة أهمية كبيرة لما تقدمه من حلول اقتصادية لمشكلات البطالة وهو ما يؤكد ان مثل هذه البورصة تساعد علي فتح مجالات استثمارية جديدة وحوافز إضافية لجذب مزيد من المستثمرين لتلبية متطلبات هذه المرحلة .

- تؤثر بورصة المؤسسات الصغيرة بشكل ايجابي في ضخ السيولة النقدية في الاقتصاد وتحويل السوق من حالة الركود إلى حالة الراج الاقتصادي

2- المزايا على مستوى الاقتصاد الجزئي (المؤسسات)⁹

- إتاحة الفرصة لتوفير التمويل اللازم في النشاط بعيدا عن صعوبات التمويل المصرفي .

- تتيح فرصة كبيرة لأصحاب المؤسسات الصغيرة من الشباب وصغار المستثمرين في التوسع في مشروعاتهم

- يساعد قيد الشركة في البورصة على تقوية وضعها التفاوضي عند الاقتراض.

- أنها تساهم بدون شك في إغراء أصحاب الاقتصاديات العشوائية بالعودة للعمل ضمن الاقتصاد الشرعي مادامت هناك استفادة قائمة لهم .

- توفير فرصة لدخول مستثمرين استراتيجيين كشركاء مما يسمح بنقل وتحسين الخبرات الفنية والتكنولوجية والإدارة.

- توفير إمكانية حدوث عمليات اندماج مع شركات أخرى بهدف خلق كيانات أكبر وأكثر تنافسية أو أن يتم الاستحواذ عليها من قبل شركات أكبر .

- تحديد قيمة عادلة للشركة من خلال القيمة السوقية لأسهم الشركة في

البورصة.

- الالتزامات التي تتحملها الشركة بسبب القيد في البورصة ترفع من كفاءة الإدارة المالية والتنظيمية للشركة.

3- التحديات التي تواجه بورصة المؤسسات الصغيرة والمتوسطة

إن أهم عنصر نجاح بورصة المؤسسات الصغيرة هو توافر عنصر الشفافية بمعنى انه لا بد من أن تتوفر للمستثمر المعلومات الكاملة للأسهم التي يتم طرحها في هذه البورصة وتكون معلومات موثقة من جهات رسمية بالإضافة إلى تحقيق الإفصاح الكامل عن المؤسسات الصغيرة المقيدة وان ما يميز بورصة المؤسسات الصغيرة هو إيجاد سوق مختلف عن السوق الحالي فالهدف من إنشاء بورصة المؤسسات الصغيرة هو تنشيط المؤسسات الصغيرة نفسها وليس تنشيط سوق الأوراق المالية من خلال إيجاد تمويل غير مكلف ولا يؤدي إلى أعباء جديدة على المستثمر ويعود بالنفع على الاقتصاد، حيث إن صغر حجم هذه المؤسسات يشجع المستثمر الصغير علي دخول هذه البورصة لقلّة نسبة المخاطرة فيها كما أن قيمة الأموال التي يمكن تداولها في هذه المشروعات تكون في متناول أي مستثمر وهو ما يعني معدل نمو اكبر وأسرع لرأس المال الصغير.

ويمكن تلخيص أهم التحديات التي تواجه بورصة المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في النقاط التالية:

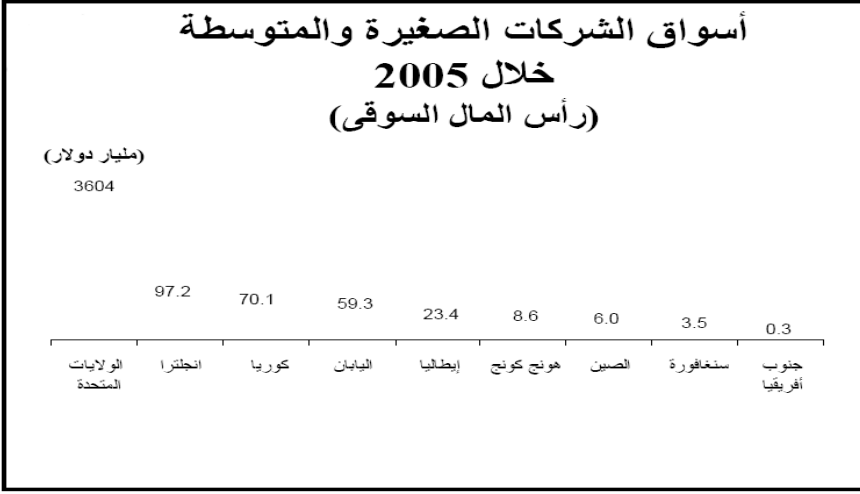
- إجهاد المؤسسات الصغيرة والمتوسطة عن الدخول إلى هذه البورصة.
- ضعف خبرة المؤسسات الصغيرة والمتوسطة بكيفية التعامل في البورصة.
- إجهاد المستثمرون عن الاستثمار في المؤسسات الصغيرة والمتوسطة.
- ج- أداء الأسواق المالية الخاصة بالمؤسسات الصغيرة والمتوسطة في العالم

يوجد 36 سوقا للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة في العالم ويبلغ رأس المال السوقي لهذه الشركات 4 تريليونات دولار وعوائدها الاستثمارية بين 20 % و 50 % ويوجد في بورصة كوريا حوالي 900 شركة تكنولوجيا مقيدة في هذا السوق، ومن الملاحظ على بورصة الشركات الصغيرة والمتوسطة أنها تبدأ ببطء شديد، وتستغرق وقتا طويلا حتى تتحول لبورصة نشطة، وعلى سبيل المثال في جنوب إفريقيا تم قيد شركة واحدة والتعامل عليها لمدة 3 سنوات ونصف السنة والآن السوق به 15 شركة تشهد تعاملات أسبوعيا، أما في كوريا الجنوبية فهذه البورصة مخصصة لشركات التكنولوجيا فقط ووصل عدد الشركات المقيدة إلى أكثر من 900 شركة ويفوق رأسمالها عن 75 مليار دولار وتركز بورصة المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الصين علي الصناعات الغذائية والمكملة للصناعات الرئيسية وأبرزها صناعة النسيج.

2-1- رأس المال السوقي

إن رأس المال السوقي للأسواق المالية الخاصة بالمؤسسات الصغيرة والمتوسطة يصل إلى 4 تريليونات دولار، وهو بطبيعة الحال يتفاوت من سوق إلى آخر وذلك راجع إلى تباين مستوى النمو والتقدم بين الدول، وكذلك إلى أهمية ودور قطاع المؤسسات ص و م في اقتصاديات تلك الدول ونصيبه من التنمية فيها. ومن خلال الشكل الموالي نلاحظ أن رأس مال السوقي للسوق المالية الخاصة بالمؤسسات ص و م في الولايات المتحدة الأمريكية يصل إلى 3604 مليار دولار وهو يحتل بذلك المرتبة الأولى، يليه السوق البريطاني بحوالي 97.2 مليار دولار، أما في كوريا الجنوبية فيصل إلى 70.1 مليار دولار، ونسجل ضعف رسملة السوق لكل من جنوب إفريقيا وسنغافورة .

الشكل رقم 1

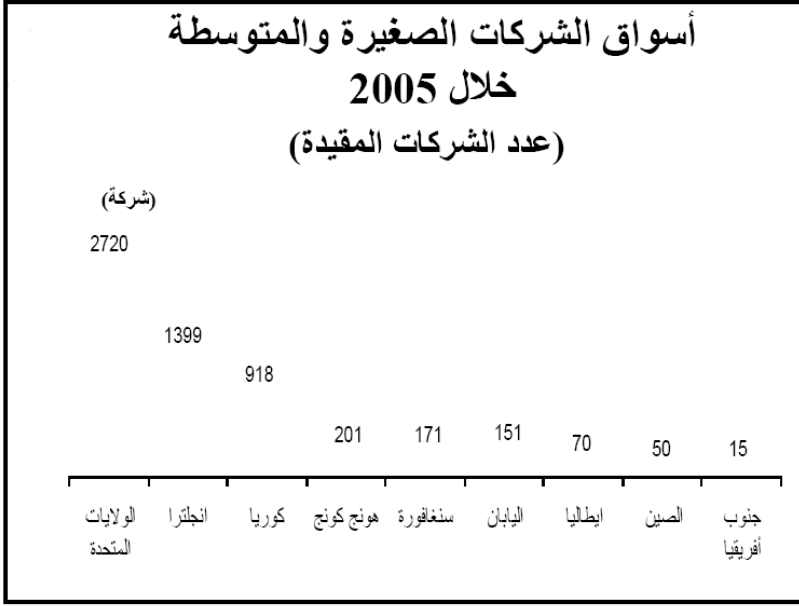


المصدر: هبة الصيرفي مرجع سابق

2-2- عدد المؤسسات

من الشكل نستنتج أن عدد الشركات المسجلة يختلف من سوق إلى آخر وذلك راجع إلى تباين حجم اقتصاديات تلك الدول، حيث نجد أن عدد الشركات في الولايات المتحدة يصل إلى 2720 شركة، في حين أن عدد الشركات المسجلة في جنوب إفريقيا هو 15 شركة، وهذا راجع إلى عدة أسباب من بينها مكانة البورصة في تلك الدول و ثقافة البورصة السائدة فيه، ونلاحظ أن عدد المؤسسات في كوريا الجنوبية يصل إلى 918 مؤسسة وهو ما يعكس أداء الاقتصاد وأهمية قطاع المؤسسات الصغيرة والمتوسطة فيه.

الشكل رقم 2

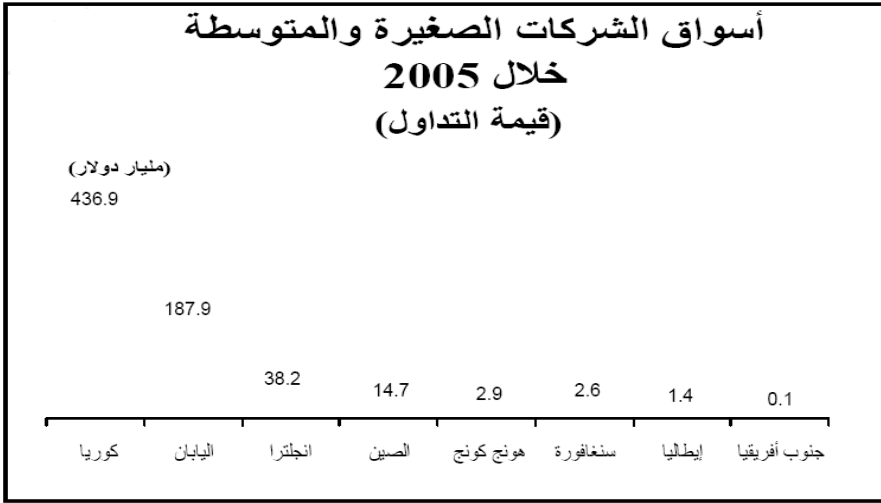


المصدر: هبة الصيرفي مرجع سابق.

2-2- قيمة التداول

نلاحظ من خلال الشكل الموالي أن قيمة التداول في السوق المالي لكوريا الجنوبية يحتل المراتب المتقدمة بحوالي 436.9 مليار دولار وهذا راجع إلى جاذبية الشركات المسجلة فيه للمستثمرين ، إذا علمنا بان تلك المؤسسات تشتغل في الميدان التكنولوجي، وكذلك الحال بالنسبة إلى اليابان حيث تصل قيمة التداول إلى 187.9 مليار دولار، أما فيما يخص بريطانيا فمن الملاحظ أن قيمة التداول تعتبر متواضعة حيث لا تتعدى 38.2 مليار دولار وذلك راجع إلى توجه المستثمرين نحو السوق الرئيسية بغية تحقيق عائد اكبر.

الشكل رقم 3

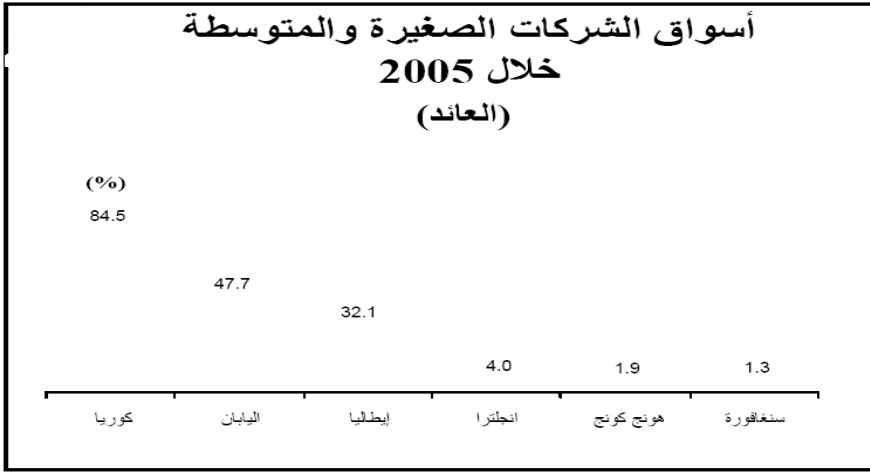


المصدر: هبة الصيرفي، مرجع سابق.

2-4-العائد

من الشكل الموالي نلاحظ أن هناك بعض الأسواق يفوق العائد فيها 50 %، ففي سوق كوريا الجنوبية يصل العائد إلى حوالي 84.5 % وذلك لان القطاع الذي تنتمي إليه تلك المؤسسات يحقق أرباح عالية، وهو قطاع التكنولوجيا لان هذه السوق مخصصة إلى الشركات التي تعمل في مجال التكنولوجيات، ويقدر العائد في اليابان بحوالي 47.7 % وذلك راجع أيضا إلى أن غالبية تلك المؤسسات تشتغل في مجال الصناعات التكنولوجية .

الشكل رقم 4



المصدر: هبة الصيرفي مرجع سابق.

ثالثا نماذج دولية في إنشاء أسواق مالية خاصة بالمؤسسات الصغيرة والمتوسطة

يهدف توفير مصدر تمويل بديل عن البنوك للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة، ذهبت بعض الدول إلى إنشاء أسواق مالية تتضمن شروط خاصة تستجيب إلى متطلبات هذه المؤسسات، والتي يطلق عليها أحيانا ببورصة المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، لذلك سوف نتناول في هذا المبحث سمات كل من بورصة **Alternext** في فرنسا وبورصة النيل المصرية.

1- نموذج السوق المالية الفرنسية

إن لجوء مؤسسة ما إلى البورصة للتزود برأس المال، يلزمها بالخضوع لبعض متطلبات التنظيم والشفافية. تختلف هذه المتطلبات باختلاف السوق المستهدف. ففي بورصة باريس المنظمة -إضافة إلى بورصة بلجيكا وهولندا-

Euronext نميز بين عدة أسواق وهي: السوق الأولى، السوق الثانية، السوق الجديدة، والسوق الحرة.

1- أقسام السوق المالية الفرنسية:

حيث تضم بورصة باريس أربعة أسواق تتميز فيما بينها باختلاف معايير وشروط الإصدار، خاصة فيما يخص حجم المؤسسة ونسبة رأس المال المتاحة للاكتتاب العام. وتتمثل هذه الأسواق، التي نتعرض لبعضها بهدف المقارنة في: ¹⁰

1-1- السوق الأولى Le Premier marché

وتعتبر السوق الأولى واجهة لبورصة باريس، كونها تضم أكبر المؤسسات الفرنسية والأجنبية، والتي تختار وفقا لحجم رأسمالها. ابتداء من 22 سبتمبر 2000 تم توحيد واعتماد أسلوب التداول الفوري في السوق الأولى أي القيام بالتسديد الفوري للصفقات على أن يتم تسليم الأوراق المالية محل الصفقة بعد ثلاثة أيام. حيث كانت تعتمد قبل هذا التاريخ، إضافة إلى الأسلوب السابق، النظام الشهري المعروف باسم "le règlement mensuel"، والذي يسمح بتأجيل إتمام الصفقات حتى نهاية الشهر.

- شروط الإدراج في السوق الأولى

يعتبر حجم المؤسسة من أهم المعايير المعتمدة لقبول تسجيلها في السوق الأولى. مبدئيا لا يمكن للمؤسسات التقييد في هذه السوق إلا إذا كان رأس مالها يقدر بحوالي مليار أورو. كما يطلب من هذه المؤسسات تحقيق الشروط التالية:

- نشر حساباتها الختامية للثلاث سنوات الأخيرة.

- تحقيق الأرباح خلال السنتين الأخيرتين.

- طرح نسبة 20% من رأسمالها للاكتتاب على الأقل، ولكن يمكن تقديم استثناءات إذا استطاعت نشر 200000 ورقة مالية في الجمهور.

- توزيع إصدارات الشركة على 500 مكتب على الأقل عند أول تقييد لها في السوق.

- تبني تنظيم مناسب، مدقق حسابات داخلي، ومراقبة التسيير...

- تقديم تقرير عن تقييم أصول الشركة.

- تقديم معلومات تقديرية لنشاط الشركة خلال الخمس سنوات القادمة.

إضافة إلى التزام الشركة بتقديم معلومات دورية ونشرات عن أعمالها كل ثلاثة أشهر، ونشر حساباتها السنوية ونصف السنوية. كما تتعهد بتزويد المساهمين بمعلومات مسبقة عن عملياتها المالية وإبلاغهم عن أي إجراء قد يؤثر على سعر الورقة المالية في البورصة.

1-2- السوق الثانية Le Second marché

تم إنشاء السوق الثانية الفرنسية في فيفري 1983، وتضم المؤسسات التي يفترض أنها ذات حجم متواضع مقارنة بتلك المقيدة في السوق الأولى. إذ تسمح هذه السوق للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة بتقديم عروض للاكتتاب من أجل تمويل مشاريعها الجديدة وتوسيع القائم منها، وزيادة شهرتها، وتتنوع مساهميتها. وتعتبر وسيلة لتحقيق نمو دائم واستمرارية لهذه الشركات. ويضم هذا الجزء من السوق المنظمة لبورصة باريس أكثر من 300 شركة، تمثل كل فروع النشاط سواء كانت تقليدية أو مرتبطة بالصناعات الحديثة والمعلوماتية. وقد تميزت هذه السوق بتنظيم خاص يهدف إلى توفير السيولة والحد من التقلبات الحادة بطريقة تسمح بتوفير مناخ استثماري ملائم، خاصة للمساهمين الخواص.

وعلى غرار السوق الأولى فإن أسلوب التداول المتبع في السوق الثانية هو التداول الفوري. كما أن شركات هذه السوق مسجلة في النظامين المعمول بهما في بورصة باريس، أي التسجيل المستمر والثابت، وذلك وفقا لدرجة سيولة إصداراتها. ويتم تقدير هذه الأخيرة حسب عدد الأسهم المطروحة في السوق وحجم الصفقات السنوية. كما أن نسبة التغير اليومية المسموح بها في أسعار الأوامر المقدمة محددة ب 10% وذلك من أجل تجنب الانحرافات الكبيرة في اليوم الواحد.

- شروط الإدراج في السوق الثانية

تعتبر شروط الإدراج في السوق الثانية أقل صرامة من تلك المطبقة في السوق الأولى. إذ يشترط في المؤسسات التي ترغب في دخول السوق الثانية تحقيق الشروط التالية:

- نشر حساباتها الختامية للسنتين الأخيرتين.
- تحقيق الأرباح خلال السنة الأخيرة.
- طرح نسبة 10% من رأسمالها للاكتتاب على الأقل، ولكن يمكن تقديم استثناءات إذا استطاعت توزيع 100000 ورقة مالية على الجمهور.
- توزيع إصدارات الشركة على 300 مكتب على الأقل عند أول دخول لها في السوق.

وكما هو الحال في السوق الأولى، فإن الشركات ملزمة بتقديم معلومات دورية ونشر حساباتها السنوية ونصف سنوية، والإعلان عن أي إجراء قد يؤثر على سعر الورقة المالية في البورصة.

1-3- السوق الجديدة Le Nouveau marché :

أنشأت السوق الجديدة في 14 فيفري 1996، ومن خلاله يسمح للمؤسسات حديثة النشأة والمبدعة والقادرة على تحقيق نمو معتبر، بالحصول

على التمويل. ولقد جلبت هذه السوق اهتمام المؤسسات التكنولوجية. وبعد تعرضه لهجمات المضاربة التي أدت إلى انهياره قررت سلطات البورصة في ديسمبر 2003 إعادة تنظيمه. وقد عدد المؤسسات المسجلة في هذه السوق في نهاية سبتمبر 2004 بـ 131 شركة، كما قدرت رسملة السوق بـ 5.29 مليار أورو.

- شروط الإدراج في السوق الجديدة

على المؤسسات التي ترغب في التقييد في هذه السوق تحقيق الشروط التالية:

- نشر حساباتها الختامية للثلاثة سنوات الأخيرة.
- تحقيق مردودية خلال السنة السابقة لتقديم طلب الإدراج.
- توفر رأسمال خاص للشركة يقدر بـ 1.5 مليون أورو، وألا تقل النسبة المطروحة للاكتتاب عن 20% مع إصدار 100000 سهم.
- تقديم نشرات دورية ثلاثية أي كل ثلاثة أشهر.
- الالتزام بنشر المعلومات القانونية المطلوبة.

1-4- Le Marché libre الحرة السوق

السوق الحرة هي سوق غير منظمة أنشئت في 23 سبتمبر 1996، لا تخضع لنفس شروط السوق المنظمة، خاصة فيما يتعلق بالمتطلبات المحاسبية. وتضم المؤسسات ذات الحجم المتوسط، والتي لا ترغب أو لا تستطيع الدخول إلى الأسواق المنظمة. ويتم تسجيل الأوراق المالية في هذه السوق بحرية ووفقا لمبادرة الشركة أو المستثمرين، حيث يعتمد في هذه السوق أسلوب التداول الفوري. تعتبر درجة الخطورة فيها كبيرة نسبيا لأنها لا تحتوي على إجراءات كثيرة بهدف حماية المساهمين والمتعاملين بصفة عامة.

فالشركات هناك غير مجبرة بالالتزام بمتطلبات الشفافية المعمول بها في الأسواق المنظمة.

2- التعديلات والإصلاحات

لقد بذلت سلطات البورصة الفرنسية مجهودات كبيرة لترقية السوق الثانية والمساهمة في تنمية قطاع المؤسسات الصغيرة والمتوسطة وذلك باستقطاب المزيد من الشركات. ومن أجل تحسين أداء وسيولة هذه الأخيرة وتوفير فرص تمويلية جديدة، شرع في تطبيق بعض الإصلاحات ابتداء من جانفي 2005، والتي من بينها:

- إنشاء بورصة خاصة بالمؤسسات الصغيرة والمتوسطة أطلق عليها سوق **Alternext**.

- تطوير وترقية أداء الوسطاء الناشطين في السوق الثانية، وذلك بتشكيل فريق يكلف بعمليات التحليل المالي، التسويق وبيع إصدارات المؤسسات الصغيرة والمتوسطة. كما أصبح بإمكان الوسطاء ذوي الكفاءة الحصول على شهادة خبرة في الأوراق المالية متوسطة الأجل، من قبل **Euronext** ، والتي تعمل على متابعة الوسطاء ودعمهم ببرامج تسويقية خاصة.

3- بورصة المؤسسات الصغيرة والمتوسطة **Alternext**

من أجل تدعيم السوق الثانية وإعطائها دفعة جديدة تتماشى والتطورات والأوضاع الراهنة، خاصة في الساحة الأوروبية، والتزاما من المسؤولين المعنيين بالمؤسسات الصغيرة والمتوسطة قامت سوق **Euronext** بإنشاء السوق الفرعية المعروفة باسم **Alternext** في ماي 2005 من أجل تسهيل دخول م.ص.م للبورصة. كما يهدف ذلك الفرع إلى توفير سوق أكثر مرونة بقواعد تشغيل جديدة، تضمن حماية المستثمرين وتحقيق الشفافية مع توفير السيولة. فأى مؤسسة صغيرة أو متوسطة مهما كان مجال نشاطها ومن أي

دولة يمكنها تقديم طلب تسجيل في **Alternext**، على أن يكون حجم رأسمالها 2.5 مليون أورو وان تقوم بتقديم الحسابات الختامية للسنتين الأخيرتين، و أن تتعاقد مع مشرف **SPONSOR** وذلك بهدف الإشراف على عملية دخول المؤسسة إلى البورصة، وبغرض حماية المستثمرين وتحقيق الشفافية في التعاملات مع تحمل أقل تكلفة ممكنة من طرف الشركات المدرجة، فإن هذه الأخيرة مطالبة بنشر المعلومات التالية:¹¹

- التقارير نصف السنوية، حيث لا يشترط أن تكون مدققة.
- الحسابات الختامية المدققة.
- كافة المعلومات المتعلقة بنشاط الشركة، والتي قد تؤثر على سعر أوراقها المالية المصدرة.

لقد أصبحت السوق المالية الفرنسية **Euronext** -والتي تضم أيضا كل من بلجيكا وهولندا والبرتغال- تنقسم إلى ثلاث أقسام رئيسية وهي:

- **EUROLIST** وتصم ثلاث أصناف من المؤسسات (A- B-C)
- **Alternext**
- **Le Marché libre**

رابعا : نموذج بورصة المشروعات الصغيرة والمتوسطة (النيل)

هناك 2.5 مليون مشروع صغير ومتوسط في مصر تمثل 80% من القيمة المضافة للنشاط الاقتصادي وتواجه هذه المشروعات معوقات فنية وتمويلية. ظلت المشروعات الصغيرة في مصر تعاني من عدم وجود تعريف واضح ومحدد لها نظرا لاختلاف النظرة إليها لدى كل من أجهزة التخطيط والتنفيذ والإحصاء والتمويل، ويصدر القانون رقم 141 لسنة 2004 والمسمى بقانون تنمية المنشآت الصغيرة، توفر الإطار القانوني المنظم لتلك المشروعات. وقد عرف القانون المشار إليه المؤسسات الصغيرة بكل شركة أو منشأة فردية

تمارس نشاطا اقتصاديا إنتاجيا أو خدميا أو تجاريا لا يقل رأسمالها المدفوع عن خمسين ألف جنيه ولا يجاوز مليون جنيه ولا يزيد عدد العاملين فيها عن خمسين عاملا. وفيما يتعلق بالمؤسسات المتناهية الصغر فقد عرفها القانون بكل شركة أو منشأة فردية تمارس نشاطا اقتصاديا إنتاجيا أو خدميا أو تجاريا ويقل رأسمالها المدفوع عن خمسين ألف جنيه.

1- تعريف بورصة النيل :

بورصة النيل هي سوق داخل بورصتي القاهرة والإسكندرية مخصص لقيود وتداول الشركات الواعدة متوسطة وصغيرة الحجم لتوفير التمويل اللازم لهم 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 .

تعتبر بورصة النيل هي أول سوق في منطقة الشرق الأوسط وشمال أفريقيا للشركات المتوسطة والصغيرة، حيث ستوفر بورصة النيل فرص التمويل والنمو للشركات ذات الإمكانيات الواعدة من كافة القطاعات بما في ذلك الشركات العائلية.

2- قواعد القيد في بورصة النيل :

يحق للشركات المتوسطة والصغيرة التي لا يزيد رأسمالها عن 25 مليون جنيه و لا يقل على 500 ألف جنيه أن تقوم بقيد أسهمها في بورصة النيل وفقاً للقواعد التالية :

- أن تتعاقد الشركة مع أحد الرعاة المعتمدين من قبل الهيئة العامة لسوق المال، ويكون الراعي المعتمد مسؤول عن مساعدة الشركة في مرحلة قيد أوراقها المالية في البورصة، كما يتولى مسؤولية التزام الشركة بقواعد

ومعايير القيد والإفصاح في البورصة، على أن يستمر التزام الراعي لمدة لا تقل عن سنتين من تاريخ القيد.

- أن تكون الأوراق المالية مقيدة بنظام الإيداع والقيد المركزي.
- ألا يتضمن النظام الأساسي للشركة أو شروط الإصدار أية قيود على تداول الأوراق المالية المطلوبة قيدها.
- أن تكون الشركة مصدرة الأوراق المالية قد أصدرت القوائم الخاصة بها لسنة مالية واحدة على الأقل سابقة على تاريخ طلب القيد.
- ألا تقل حقوق المساهمين في السنة المالية السابقة لتاريخ طلب القيد عن 50% من رأس المال المدفوع.
- أن يكون رأس المال مدفوعاً بالكامل وبقيمة اسمية للسهم تتراوح ما بين جنيه واحد وخمس جنيهات.
- ألا يقل عدد الأوراق المالية المصدرة والمطلوبة قيدها عن 100 ألف سهم.

- ألا تقل الأوراق المالية المطروحة للتداول بالبورصة عن 10% من مجموعة الأوراق المالية وألا يقل عدد المساهمين عن 25 مساهم.

ولحماية حقوق المستثمرين والحفاظ على سلامة السوق فقد تم الإبقاء على شروط الإفصاح المطبقة على الشركات المقيدة بالسوق الرئيسي وخاصة فيما يتعلق بالإخطار عن الأحداث الجوهرية والقرارات الخاصة بالمساهمين. أما فيما يخص القوائم المالية تم الاكتفاء بإرسال القوائم المالية السنوية معتمدة من مراقب الحسابات خلال 90 يوم من تاريخ نهاية السنة المعد عنها ملخص نتائج الأعمال، بينما يتم إعفاؤهم من اعتماد القوائم ربع السنوية من مراقب الحسابات ويكتفي باعتمادها من مجلس إدارة الشركة.

3- مراحل القيد في بورصة النيل

يتم القيد في سوق الشركات المتوسطة والصغيرة وفق قواعد ميسرة ومرنة تتوافق مع طبيعة الشركات الصغيرة والمتوسطة من خلال المراحل التالية:

- المرحلة الأولى:

تختار المؤسسة راع معتمد ليساعدها في عملية التأهيل للقيد في بورصة النيل و طرح أسهمها للمستثمرين للحصول على التمويل.

-المرحلة الثانية:

بعد تعاقد الشركة مع الراعي المعتمد، يبدأ في مساعدة الشركة في إعداد كافة المستندات المطلوبة لعملية القيد، كما يبدأ في تدريب العاملين لدى الشركة على كيفية إتباع قواعد القيد والإفصاح في البورصة ويتأكد من إلمامهم التام بكافة التزامات المفروضة عليهم اتجاه البورصة .

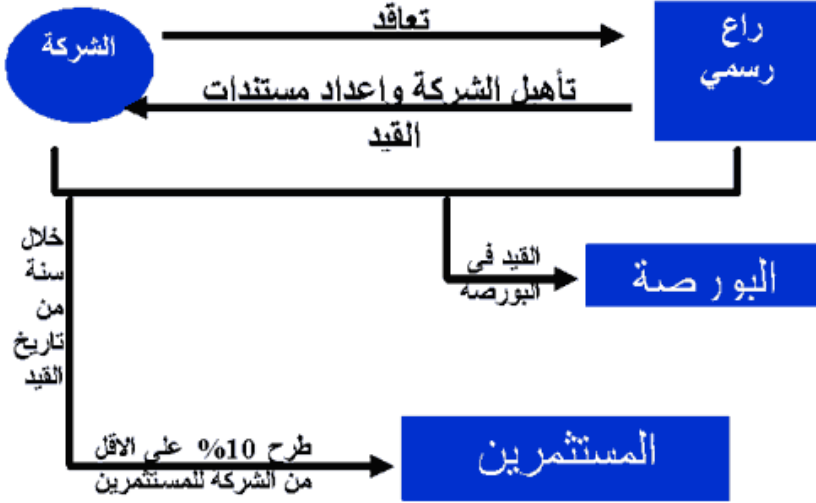
-المرحلة الثالثة :

تتقدم الشركة بالتعاون مع الراعي المعتمد بطلب للقيد لإدارة القيد بالبورصة، وتقوم إدارة القيد بفحص الطلب ودراسته بدقة ثم بعد الموافقة المبدئية على الطلب تعرضه على لجنة القيد للحصول على الموافقة النهائية بالنسبة لقيد الشركة بالبورصة .

-المرحلة الرابعة :

بعد موافقة لجنة القيد تستطيع الشركة أن تقوم بطرح أسهمها للمستثمرين للحصول على التمويل المطلوب وذلك بالتعاون مع الراعي المعتم والشكل الموالي يوضح سيرورة القيد في بورصة النيل الخاصة بالمؤسسات الصغيرة والمتوسطة

الشكل رقم (01) مراحل القيد في بورصة النيل



4- رسوم القيد في بورصة النيل :

إن القيد في سوق الشركات المتوسطة والصغيرة يتم وفقاً لرسوم مخفضة على النحو التالي:

- يتم دفع نسبة نصف في الألف من إجمالي رأس مال الشركة المقيد (أو من قيمة الإصدار الإجمالية للأوراق المالية الأخرى) بحد أدنى 500 جنيه مصري وحد أقصى 30,000 جنيه مصري .

- عند قيد الشركة لأول مرة تسدد رسم القيد عن الجزء المتبقي من العام.

5- قواعد التداول في بورصة النيل للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة

فيما يخص عمليات التداول والمقاصة والتسوية للأوراق المالية المقيدة تسرى القواعد والأحكام المنظمة للمعامل بها للتداول في السوق الرئيسي لبورصتي القاهرة والإسكندرية ضمن القواعد التالية:

- يتم التداول بسوق الشركات المتوسطة والصغيرة من خلال جلسة مزايمة ويسمح خلالها لشركات السمسرة بإدخال العروض والطلبات وبدون حدود سعرية.
- يتم إغلاق جلسة المزاد عشوائياً في أي وقت خلال آخر عشر دقائق من الجلسة .
- يمكن لذات شركة السمسرة تسجيل عروض وطلبات علي نفس الورقة المالية بأسعار متباينة وفقاً للأوامر الصادرة إليها من عملائها .
- يحق لشركات السمسرة تعديل أوامرهم أو إلغائها بناء علي طلب عملائهم في أي وقت خلال جلسة المزايمة وحتى الإغلاق العشوائي للجلسة بما في ذلك إدخال وتعديل وإلغاء العروض والطلبات أو تعديل الكمية والسعر .
- يتم تطبيق كافة القواعد والنظم الحاكمة والمنظمة في التداول بالبورصة وعلى الأخص التأكد من وجود أرصدة لدى العملاء لعدم إدراج عروض طلب وبيع وهمية، وكذا القواعد والنظم اللازمة لعملية الرقابة على التعاملات .
- يتم تحديد سعر الإغلاق على أساس السعر الذي يحقق أكبر مستوى من السيولة في سوق الشركات المتوسطة والصغيرة، حيث سيتم اختيار سعر الإغلاق والتنفيذ وفقاً لترتيب المعايير التالية، وفي الحال تساوي أكثر من سعر في أي معيار يتم الانتقال إلي المعيار التالي كما يلي:
 - السعر الذي يحقق أكبر كمية تنفيذ
 - السعر الذي يبقي أقل كمية غير منفذة في السوق وكانت قابلة للتنفيذ
 - أقرب سعر إلي سعر إقفال جلسة اليوم السابق
 - أعلى قيمة تداول (أعلى سعر)

الجدول الخاص بالشركات المتوسطة والصغيرة

المعيار	القواعد
مدة الجلسة	ساعة
توقيت الجلسة	12:00 إلى 1:00
حدود سعريّة	لا يوجد
رسوم التداول	1/10 في الألف من قيمة العملية وبحد أقصى 100 جنيه
المقاصة والتسوية	(T+2)

المصدر: www.cma.gov.eg

خاتمة

لقد تبين أن المؤسسات الصغيرة والمتوسطة م.ص.م. أصبحت تمثل قوة هامة للنهوض بالتنمية الاقتصادية، إذ يوجد حاليا في مختلف بقاع العالم مئات الملايين من تلك المؤسسات تساهم بنسبة عالية في الناتج المحلي الخام لبلدانها وتخفف من حدة البطالة وتزيد من التطور التكنولوجي وغيره من النتائج الإيجابية. ويتواجدها في مختلف نواحي الحياة الاقتصادية فقد أصبحت تمثل ركيزة أساسية في تطوير الاقتصاديات الوطنية. كما اتضح أن للسوق المالية (بورصة المؤسسات ص و م) دور رئيسي في تطوير تلك المؤسسات، ليس فقط بتوفير التمويل المستمر لها بشروط ميسرة نسبيا والاستفادة من الادخار المتاح، ولكن أيضا برفع كفاءتها بسبب خضوعها لآليات الرقابة التي تفرضها السوق المالية على الشركات المقيدة. و عليه أصبح للسوق الثانية دور الموجه والوسيط في تنمية تلك المؤسسات.

لهوامش والمراجع :

- ¹ وزارة الاقتصاد والتجارة الخارجية المصرية، السياسات المبدئية لتنمية قطاع المنشآت المتناهية الصغر والصغيرة والمتوسطة في مصر، مارس 2001 .
- ² تنمية المشروعات الصغيرة، دورية جسر التنمية، العدد التاسع سبتمبر 2002، السنة الأولى، المعهد العربي للتخطيط بالكويت
- ³ رياض الصرايرة، ورقة عمل حول إنشاء وتطوير المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الأردن، إنشاء وتطوير المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في البلدان العربية والمتوسطة، منظمة العمل الدولية، تورينو - ايطاليا ، 2-6 ايلول 1996 .
- ⁴ الجريدة الرسمية للجمهورية الجزائرية الديمقراطية الشعبية ،العدد 77 بتاريخ السبت 30 رمضان عام 1422 هـ الموافق 15 ديسمبر 2001

⁵ جبار محفوظ و عمر عبده سامية، دور السوق الثانية في تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، ملتقى دولي حول: سياسات التمويل وأثرها على الاقتصاديات والمؤسسات، بسكرة، 2006،

⁶ جبار محفوظ، مرجع سابق

⁷ جبار محفوظ، مرجع سابق

⁸ هبة الصيرفي، مشروع انشاء بورصة للشركات الصغيرة والمتوسطة ببورصتي القاهرة والاسكندرية، www.cipe-arabia.org/pdfhelp.asp

⁹ هبة الصيرفي، مرجع سابق.

¹⁰ جبار محفوظ، مرجع سابق

¹¹ Yves MANSION, Anne DEMARTINI, Samia MEKIOUS, **Les PME et l'accès aux marchés de capitaux en France un état des lieux** : www.banquefrance.fr/fr/publications/telechar/bulletin/etu165_7.pdf