

دور السوق الثانية في تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة:

دراسة حالة فرنسا

**The role of the second market in financing small and medium enterprises:**

**France case study**

أ.د. جبار محفوظ، مخبر LEMAC، جامعة سطيف1(الجزائر)، [jebbar130299@yahoo.fr](mailto:jebbar130299@yahoo.fr)

أ. عمر عبده سامية، جامعة قالمة (الجزائر)،

تاريخ الاستلام: 2016/05/10 تاريخ القبول: 2016/10/20 تاريخ النشر: 2016/12/30

### ملخص:

تعددت مصادر التمويل أمام المؤسسات الصغيرة والمتوسطة م.ص.م، الأمر الذي حتم عليها اختيار البديل الأفضل من حيث التكلفة والشروط والضمانات. وجاءت السوق الثانية كبديل محبذ لكثير من تلك المؤسسات، حيث أصبحت تتجه أكثر فأكثر إليها للتزود بما تحتاجه من رؤوس الأموال. إذ اتضح من الحالة المدروسة أن عدد الم.ص.م. المقيدة في السوق الثانية قد ازداد بشكل ملحوظ وكذا القيمة السوقية لها، الشيء الذي زاد من دور تلك السوق كبديل تمويلي أساسه إصدار الأوراق المالية من أسهم وسندات وغيرها. كلمات مفتاحية: التمويل، المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، السوق الثانية.

### Abstract:

Sources of financing small and medium enterprises SMEs are numerous and varied, so that those enterprises are obliged to choose from available alternatives, according to their cost, requirements, and guarantees. One of the main choices is the second market which becomes more and more attractive to SMEs to collect funds. The case study shows that their number as well as their market value has substantially increased. This proves the importance of the second market as a source of finance based upon securitization.

**Keywords:** Financing, small and medium enterprises, the second market.

## 1- مقدمة

أصبح تطوير المؤسسات الصغيرة والمتوسطة م.ص.م. 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. إذ مع تطور الحياة المالية الحديثة أصبحت تطرح أمامها العديد من البدائل التمويلية بخصائص مختلفة، الأمر الذي يجعل المفاضلة فيما بينها من الأمور الصعبة، لاسيما وأن البعض منها يؤثر كثيرا على هيكل رأس المال، ناهيك عن تكلفة التمويل التي تتفاوت من صيغة تمويل إلى أخرى تفاوتنا واسعا.

ومن الصيغ التي لجأت إليها مختلف الدول، ومنها فرنسا، السوق المالية الثانية باعتبارها مصدرا من مصادر تجميع الادخار الوطني، وكذا الدولي في ظروف العولمة المالية السائدة، وملجأ الم.ص.م. للترود برؤوس الأموال لتمويل أنشطتها المختلفة.

### 1-1- أهمية البحث

يعتبر بيع وشراء وتداول الأوراق المالية من أسهم وسندات الهدف الأساسي للسوق المالية بغرض التمويل متوسط وطويل الأجل للمشروعات. ويأتي ذلك ببساطة من خلال فكرة طرح الأسهم للجمهور، للحصول على التمويل المطلوب لإقامة وتوسيع الشركات. ويمكن للشركة أن تكرر هذه العملية كلما احتاجت إلى أموال إضافية في حدود الشروط والقوانين المعمول بها. ولكن إذا لم ترغب في وجود شركاء جدد لأصحاب رأس المال، فيمكن لها اقتراض المبلغ المطلوب من الجمهور بعد إصدار وتسويق السندات. كما استفادت العديد من الحكومات من فكرة طرح السندات للوفاء باحتياجاتها المالية، سواء لتمويل المشاريع العمومية أو لتغطية عجز موازنتها.

لكن السؤال المطروح هنا: ماذا عن من يريد استعادة ما دفعه من أموال؟ فالقائمون على الشركة يوجهون حصيلة بيع الأسهم أو السندات لتوسيع مشاريعهم أو لإقامة مشاريع جديدة، مما يعني صعوبة الاستجابة لطلبات من يريدون استرداد أموالهم، حيث قد لا تتوفر سيولة كافية لذلك، كما قد يؤدي ذلك إلى تعثر برنامج أداء الشركة. من هنا، كان لا بد من إيجاد وسيلة للاستجابة لطلبات استرداد الأموال المدفوعة، وتمثل ذلك في إنشاء قاعة تداول البورصة التي يتجه إليها كل من يريد بيع ما لديه من أسهم أو سندات، حيث سيجد من يشتري منه تلك الأوراق المالية. ويتم ذلك بعيداً عن مقر الشركة الأصلية، حتى يتفرغ القائمون عليها للإنتاج والتسويق وتحقيق الأهداف المختلفة لشركتهم.

ومهذا يكون لدينا سوقان رئيسيان داخل السوق المالية، أحدهما هو سوق إصدار الأوراق المالية (السوق الأولية)، ومكانه الجغرافي هو البنوك والمؤسسات المالية ومصالح البريد وغيرها من الوكالات المكلفة بإتمام عملية الإصدار لتلك الأسهم والسندات. أما السوق الثاني فهو سوق تداول تلك الأوراق المالية (السوق الثانوية)، والتي تؤدي مهمة مكملة للسوق الأولية. فوجود سوق تداول نشيط، يساهم في تنشيط

سوق الإصدار، إذ عندما يدرك المتعاملون بسوق التداول أنه يمكنهم الخروج منه وقتما يرغبون فسيطمئنون أكثر للتعامل في سوق الإصدار، مما يساهم في تنمية الاقتصاد من خلال توجيه الأموال المدخرة إلى قنوات الاستثمار المتعددة كتأسيس شركات جديدة، أو إجراء توسعات بالشركات القائمة. أي أن النتيجة المتوقعة لأية تدفقات مالية بالإصدار هي مزيد من إنتاج السلع والخدمات وفرص العمل. وتتطلب عملية الإصدار من الشركات المعنية توفر شروط معينة تتعلق بحجم رأس المال والنسبة المطروحة للاكتتاب والبيانات الإلزامية التي تقدم لأول مرة أو دورياً والدالة على الوضع المالي للشركة المصدرة والربح المحقق في الأعوام السابقة، الأمر الذي يؤهلها لتسجيل أوراقها المالية والسماح بتداولها في السوق الثانية. وتعتبر هذه الشروط صعبة التحقيق للعديد من الشركات، خاصة الصغيرة منها، والتي لا تستطيع الانضباط مع إيقاع السوق الأولى وشروطها الأكثر شدة، وبذلك لا يمكنها الاستفادة من المميزات التي يتيحها السوق المالية خاصة المتعلقة بتوفير التمويل اللازم لتلك الشركات. ولهذا لجأت العديد من الأسواق المالية إلى إنشاء سوق خاص بالشركات الصغيرة والمتوسطة بشروط أقل صرامة وحدة يمكن لها اللجوء إليها للحصول على التمويل الذي تحتاجه.

### 2-1- مشكلة البحث

تشكل المشروعات الصغيرة والمتوسطة في كافة أنحاء العالم بشكل عام، والدول النامية بشكل خاص، ومنها الجزائر، حيزاً مهماً وكبيراً من النشاط الاقتصادي، وهي لا تقل أهميته عن المشروعات الكبيرة. بل تعتبر هذه المشروعات مدخلاً تكميليًا لعدد مهم من المشروعات الكبيرة، خاصة في القطاع الصناعي. كما تسهم في استيعاب نسبة عالية من حجم القوى العاملة، والتخفيف من عبء البطالة، وتحقيق النمو المتوازن بين الأقاليم والقطاعات بسبب انتشارها الواسع، وبساطة إنتاجها، واعتماد العديد منها على المدخرات الشخصية.

ولا شك أن المؤسسات المالية بشكل عام والبنوك المتخصصة بشكل خاص تلعب دوراً كبيراً ومهماً في تمويل وتطوير ودعم هذه المشروعات. وعلى الرغم من كل ذلك فإن أصحاب هذه المشروعات يعانون في الكثير من الحالات من صعوبات كبيرة في الحصول على مصادر التمويل، لاسيما الائتمان المصرفي. يعود ذلك لأسباب عديدة في مقدمتها تشدد البنوك والمؤسسات المالية في منح التمويل اللازم لهذه المشروعات بسبب ضعف الضمانات المتاحة لديها. وعملت العديد من الدول على إيجاد أطر تنظيمية داعمة واعتماد مخصصات هامة لتمويل المشروعات الصغيرة والمتوسط تحديداً. ومن بين الإجراءات المتبعة لجوء العديد من الأسواق المالية وخاصة المتطورة منها لفتح أبوابها لهذه المشروعات، حيث خصص لها سوق يمكن اللجوء إليه للحصول على التمويل الذي تحتاجه. ومن هنا يأتي هذا البحث ليحاول إبراز الدور الذي تقوم به السوق الثانية في تمويل المشروعات الصغيرة والمتوسطة.

### 3-1-3 مناهج وأدوات البحث

اعتمد البحث على المنهج الوصفي التحليلي لتماشيه مع طبيعة الموضوع. كما تم الاعتماد على البيانات المتوفرة والإحصاءات والنشرات والدراسات الصادرة عن العديد من المؤسسات الاقتصادية والمالية. قسم البحث إلى ثلاثة فروع، حيث تعرضنا من خلال الفرع الأول إلى تحديد مفهوم السوق الثانية وتبيان موقعها من أقسام الأسواق المالية، وإبراز دورها في توفير السيولة. وشمل الثاني مفهوم وخصائص وأهمية المشروعات الصغيرة والمتوسطة، والتحديات التي تواجه تمويلها، مع إلقاء الضوء على واقع المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر. أما الثالث فقد خصص لإبراز دور السوق الثانية في تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة من خلال التعرض للتجربة الفرنسية في هذا المجال.

### 2- تقسيمات الأسواق المالية وموقع السوق الثانية

انطلاقاً من المفهوم الواسع للأسواق المالية وما تتضمنه من أنماط مختلفة للتمويل، ودور المؤسسات الوسيطة وطبيعة الأصول المتداولة، تعددت تقسيمات تلك الأسواق هذا من جهة. ومن جهة أخرى أدى توسع النشاط الاقتصادي والمالي المعاصرين إلى صعوبة فصل كل سوق عن الأخرى. حيث بدأت تظهر ملامح واضحة الاتجاه نحو شمولية السوق المالية المعاصرة من خلال تداخل الوظائف وتعدد الأدوات في السوق الواحد، فضلاً عن تعدد أدوار المؤسسات المالية الوسيطة كونها مرتكزا معاصرا لأداء السوق المالية وتأثيرها في عملية تدفق المدخرات نحو الأنشطة الاقتصادية المختلفة. ومن هنا تضم الأسواق المالية العديد من الفروع التي يتم التمييز فيما بينها وفق العديد من المعايير. ويوضح الشكل القادم صيغة من صيغ تقسيمات الأسواق المالية في عالمنا المعاصر.

وسنكتفي من خلال هذه الدراسة بالتعرض لبعض تقسيمات السوق المالية بما يخدم موضوع

البحث [3، ص. 38-87 و 4، ص. 22]:

### 1-2-1 السوق الأولية

يطلق على السوق الأولية أيضا اسم سوق الإصدارات الجديدة، حيث تنشأ فيها العلاقة بين مصدر الورقة المالية والمكتتب فيها لأول مرة. لذلك فهي سوق مالية تتجمع فيها المدخرات لتحويلها إلى استثمارات جديدة لم تكن موجودة من قبل أو توسيع القوائم منها. ويترتب على ذلك انتشار أوراق أم التزامات مالية لم تكن متاحة للاكتتاب أو التداول في السوق الثانوية من قبل.

وبالتالي تسهل هذه السوق عملية توفير رؤوس الأموال لتمويل مشروعات جديدة أو التوسع في مشروعات قائمة. وهذا يعني أن المنشآت التي تحتاج إلى أموال يمكنها إصدار عدد من الأوراق المالية وطرحها للاكتتاب، سواء اكتتاب عام أو خاص، مما يعطي فرصة لجميع الأفراد والهيئات المختلفة للمشاركة عن طريق مدخراتهم في توظيف أموالهم. وبمقابل ذلك تقوم هذه المؤسسات بإصدار الأوراق المالية التي تحول الحملة إلى أصحاب حقوق على المؤسسات المصدرة. وتتصف عملية الإصدار هذه بأنها غير دورية، وغير

متكررة، فبمجرد بيع تلك الأوراق ولو مرة واحدة تنتقل إلى التداول في السوق الثانوية، والمشتري في هذه الحالة هو مستثمر آخر غير الشركة المصدرة.

## 2-2- السوق الثانوية

هي السوق التي يتم من خلالها تداول الأوراق المالية التي سبق إصدارها في الأسواق الأولية بين المستثمرين، حتى أصبحت تعرف بسوق الإصدارات القديمة. لذلك تعبر السوق الثانوية عن " المكان الذي تتم فيه جميع المعاملات المالية بيعا وشراء، والتي يترتب عليها نقل ملكية الأوراق المالية السابق إصدارها من بائع لمشتري طبقا لسعر السوق السائد للورقة المالية وقت البيع والشراء، سواء تمت هذه المعاملات المالية من خلال أسواق منظمة أو غير منظمة " [5]، ص.52].

والجدير بالذكر أن السوق الثانوية تكون في أحيان كثيرة أهم من السوق الأولية، حيث إذا كانت السوق الأولية تتيح للمستثمرين الحصول على ما يحتاجونه من رؤوس الأموال فإن السوق الثانوية تقوم بتوفير عامل السيولة لجملة الإصدارات. فبدون هذه السوق قد يضطر الحملة للاحتفاظ بما لديهم من أدوات مالية حتى ميعاد استحقاقها إذا كانت سندات مثلا، فضلا على أنه في بعض الحالات قد يكون تطور السوق الأولية صعبا إذا لم تتطور معه في نفس الوقت السوق الثانوية. وعليه فالسوق الثانوية تؤدي وظيفتين هما: [6]، ص.15].

- جعل بيع الأصول المالية سهلا، بمعنى أن السوق الثانوية تضيف صفة السيولة عليها، وزيادة سيولة الأصول المالية يزيد الرغبة في اقتنائها، وبالتالي يجعل من السهل على الشركة المصدرة بيعها في السوق الأولية ومن ثم تسهيل تمويل الاستثمار الحقيقي.

- تحديد سعر الورقة المالية المصدرة في السوق الأولية، فمن يقوم بشراء الورقة المالية في السوق الأولية سيدفع فقط السعر الذي يعتقد أن السوق الثانوية ستحدده للورقة. فكلما كان سعر الورقة في السوق الثانوية مرتفعا كان بإمكان الشركة المصدرة أن تحصل على سعر إصدار مرتفع للورقة المالية، وهذا ما يزيد مقدار رؤوس الأموال التي يمكن أن تجمعها الشركة المصدرة. فالظروف السائدة في السوق الثانوية توضح مدى ملاءمة عملية الإصدار للشركة التي تصدر الورقة، ولهذا فإن سلوك السوق الثانوية أهم من سلوك السوق الأولية.

وقد تتخذ السوق الثانوية شكلين هما: [7]، ص.8-5 و8، ص.50-51]

### أ- السوق المنظمة

وهي البورصات التي تخضع للقوانين والقواعد التي تضعها الجهات الرقابية وتتداول فيها عادة الأوراق المالية المسجلة والتي تتحدد أسعارها من خلال تفاعل قوى العرض والطلب، لأن التعامل يجري في مكان مادي محدد في الكثير من الحالات. وتتصف هذه السوق بالآتي:

- يوجد مكان لبيع وشراء الأوراق المالية،

• توجد إجراءات محددة لتداول الأوراق المالية فيها،

• يتم تسجيل الأوراق المالية في هذه السوق وفقا لقواعد معينة.

هذا مع ملاحظة أن هناك شروطا لتسجيل الأوراق المالية في البورصة تتعلق بـ أرباح الشركات، حجم أصولها، الحصة المتاحة للجمهور من خلال الاكتتاب، عدد المساهمين وسمعة الشركة على المستوى الوطني وعلى مستوى القطاع الذي تنتهي إليه. وبمجرد استيفاء الشركة لتلك الشروط فإنها تحصل على موافقة لجنة الأوراق المالية والبورصة، كما أنه يتعين عليها نشر تقارير مالية نصف أو ربع سنوية بجانب الحسابات الختامية السنوية.

وتقسم الأسواق المنظمة بدورها إلى مستويين، وذلك حسب حجم وأهمية المؤسسات التي يسمح بتداول

أسهمها:<sup>[9]</sup>

❖ **السوق الأولى:** والذي يخصص للشركات الكبيرة التي تستوفي الشروط التي تضعها البورصة، كما هو حال الأسواق اليوم.

❖ **السوق الثانية:** كما سيأتي بالتفصيل في الصفحات القادمة تخصص السوق الثانية للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة والتي تتميز بدرجة نمو كبيرة، ولكنها لا تستطيع تحقيق شروط الإدراج في السوق الأولى. وتعتبر هذه السوق بمثابة مرحلة تمهيدية لقبول المؤسسات في السوق الأولى.

### ب- الأسواق غير المنظمة

يطلق اصطلاح الأسواق غير المنظمة على المعاملات التي تجري خارج السوق المنظمة. فهي سوق تختص بتداول الأوراق المالية سواء المسجلة في البورصة أو غير المسجلة فيها. ويتم التعامل في هذه السوق في أوقات غير أوقات العمل الرسمية للبورصة، وليس هناك مكانا محددًا لعقد الصفقات فيها، حيث يتم التعامل من خلال شبكة معقدة من الاتصالات الفورية التي تتمثل في خطوط تليفونية، أو أطراف الحاسب الآلي، أو غيرها من وسائل الاتصال الإلكترونية التي تربط بين السماسرة والتجار والمستثمرين.

ويتحدد سعر الورقة المالية في السوق غير المنظمة بالتفاوض. وعادة ما تسبق عملية التفاوض هذه محاولة الوقوف على الأسعار التي يعرضها مختلف التجار. وتتضمن السوق غير المنظمة - التي تمثل إحدى مكونات السوق الثانوية - أسواقا فرعية أخرى هي:<sup>[10]</sup> ص.56-66 و11، ص.17-18

### ❖ السوق الثالثة

وتتكون من السماسرة غير الأعضاء في البورصة المنظمة، وإن كان لهم الحق في التعامل في الأوراق المالية المسجلة في تلك الأسواق، والذين يقدمون خدمات التعامل في الأوراق المالية للمؤسسات الاستثمارية الكبيرة وصناديق المعاشات والأموال التي تديرها البنوك نيابة عن عملائها. وتتميز معاملات هذه السوق بسرعة كبيرة في التنفيذ وإمكانية التفاوض في مقدار العمولة التي يحصل عليها السماسرة إلى حد الحصول على

تخفيضات مغرية. هذا من جانب. ومن جانب آخر نجد أن تعاملهم مع كبار المستثمرين ذوي الخبرة العالية لا يتطلب منهم تقديم أي خدمات خاصة أو إضافية من مشورة وغيرها إلا في حدود ضيقة.

### ❖ السوق الرابعة

تشبه هذه السوق سابقتها في كون الصفقات تتم خارج السوق المنظمة. غير أن التعامل يتم عن طريق الاتصال المباشر بين المؤسسات الاستثمارية الكبيرة وبدون وساطة. والهدف منها استبعاد شركات التجارة والسمسرة في الأوراق المالية بهدف تخفيض النفقات، خاصة في حالة الصفقات الضخمة. إذ عليها أن تبحث بنفسها عن بائع أو مشتري، ويتم التعامل فيما بينها من خلال شبكة اتصالات إلكترونية تعرف بـ Instinet حيث يمكن عن طريق هذه الشبكة معرفة الأسعار وحجم العرض والطلب على الورقة المعنية وغيرها من المعلومات.

### 3- السوق الثانية

تتجه بعض الأسواق المالية النامية والعربية 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.

#### 1-3- 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 سابقاً"<sup>[1]</sup>.

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. ويتمثل 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 الصغيرة والمتوسطة والشركات التي لا تستطيع تحقيق المتطلبات وشروط السوق النظامية. فمثلا يمكن لشركة عائلية وبرأس مال ضخمة وترغب في التحول إلى شركة مساهمة أن تدخل إلى السوق الثانية إذا لم تستطع تحقيق شروط الشفافية والإفصاح القاسية والمكلفة نسبياً، والتي تشترطها السوق الأولى أو النظامية.

وعليه فإن السوق الثانية هي سوق منظمة قوانينها ومقاييسها ومعاييرها شبيهة بالسوق الأولى ولكن بمتطلبات أقل. فيما 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 تشمل:<sup>[2]</sup>

- السياسة المحاسبية المتبعة في إعداد القوائم المالية وهوامش التغيير فيها مع إيضاح تأثيراتها المحتملة على الاستثمارات طويلة وقصيرة المدى.
- سياسة تقييم التكاليف وتأکید 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 ضابطاً آخر متعلقاً بمدّة 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<sup>[2]</sup>.

### 2-3- 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 صغيرة الحجم للدخول للسوق وزيادة نشاطها وبالتالي تكون عاملاً لبناء 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 وتنوع 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 على:<sup>[12]</sup>

- 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 تربي 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 المكتنزين إلى تحويل مكتنزاتهم 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 تلبية الاحتياجات التمويلية للمستثمر الصغير الذي لا يستطيع إنشاء المشروعات الضخمة لقلّة ما يملكه من رأس المال. وفي الوقت ذاته للمستثمر الكبير إتاحة فرص الاستثمار أمامه لشراء الأسهم والسندات المطروحة للتداول.

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

### 3-3- خصائص السوق الثانية

تمتاز السوق الثانية عن غيرها من الأسواق المالية بعدة خصائص نذكر أهمها فيما يلي [31]:

- سوق مخصصة للم.ص.م.
- شروط التقييد فيها ميسرة نسبياً،
- السماح للشركات المقيدة بإبرام عقود السيولة [32]،
- عدم تجانس الشركات المقيدة حجماً وطبيعة.

### 4- المؤسسات الصغيرة والمتوسطة م.ص.م.

أكد مختلف الاقتصاديين والباحثين على أهمية ودور المنشآت الصغيرة والمتوسطة في دفع عجلة الاقتصاد للأمم والشعوب. كما تعتبر تلك المنشآت من أهم محركات التنمية الاقتصادية وإحدى الدعامات الرئيسية لقيام النهضة الاقتصادية للدول على اختلاف أنواعها. فهي النواة الحقيقية والمركز الاستراتيجي لقطاع الأعمال والمال للدول. وقد حاول الباحثون والمهتمون ورجال الإدارة والاقتصاد تحديد تعريف لتلك المنشآت حتى تكون منطلقاً تتكئ عليه الدراسات. ولقد لوحظ كثرة المعايير المستخدمة في تصنيف وتعريف هذه المشروعات. ومن أهم هذه المعايير ما يلي: [13، ص20]

- عدد العاملين في المنشآت الصغيرة والمتوسطة، وهذا المعيار أكثر المعايير استعمالاً وانتشاراً في العالم بسبب بساطة إحصائه وسهولة حصره،
- رأس المال المستثمر (مجموع الموجودات)،
- حجم الإنتاج والمبيعات،
- مستوى التكنولوجيا المستخدمة،
- حجم الأسواق التي يتعامل فيها المشروع،

يضاف إلى ذلك أن بعض التعريفات قد اعتمدت على عدة معايير مجتمعة. وعلى الرغم من ذلك فقد اختلف الباحثون، وتعددت وجهات النظر حول استخدام معيار محدد للوصول إلى مفهوم دقيق للمشروعات الصغيرة والمتوسطة، حيث ظهرت عدة اجتهادات في هذا الاتجاه نذكر منها:

فرق الاتحاد الأوروبي بين مشروع وآخر على أساس رأس المال وعدد العاملين، فعرف المشروع الذي يعمل فيه أقل من (9) عمال بالمشروع الصغير جدا، أما المشروع الذي يعمل فيه ما بين (10-99) عاملا فهو مشروع صغير، بينما المشروع المتوسط فهو الذي يوظف فيه (100-499) عاملا.<sup>[13]، ص.20</sup>

بينما تعرف منظمة الأمم المتحدة للتنمية الصناعية "يونيدو" المشروعات الصغيرة بأنها "تلك المشروعات التي يديرها مالك واحد، و يتكفل بكامل المسؤولية بأبعادها الطويلة الأجل (الإستراتيجية) والقصيرة الأجل (التكتيكية)، كما يتراوح عدد العاملين فيها ما بين (10-50) عاملا".<sup>[14]، ص.3</sup>

وذهبت لجنة التنمية الاقتصادية الأمريكية (CED) إلى أن "المشروع يعتبر صغيرا عندما يستوفي اثنين على الأقل من الشروط الآتية:<sup>[15]، ص.71</sup>

- عدم استقلال الإدارة عن المالكين. وأن يدير المشروع المالكون أو بعض منهم.
- يتم تمويل رأس المال للمشروع من مالك واحد أو عدد قليل من المالكين.
- العمل في منطقة محلية فيكون العمال والمالكون من مجتمع واحد.
- أن يكون حجم المشروع صغيرا نسبيا بالمقارنة مع القطاع الذي ينتمي إليه.

أما المشرع الجزائري فقد عرف المؤسسات الصغيرة والمتوسطة من خلال المادة الرابعة من القانون التوجيهي لترقية المؤسسات الصغيرة والمتوسطة الصادر في ديسمبر 2001 على أنها "المؤسسات التي تشغل من 01 إلى 250 عاملا، وأن لا يتجاوز رقم أعمالها 500 مليون دينار، حيث استند المشرع الجزائري في تصنيف المؤسسات على ثلاثة معايير هي حجم العمالة، رقم الأعمال، ومجموع الأصول. والجدول التالي يوضح كيفية تصنيف المشرع الجزائري للمؤسسات.

جدول رقم 1: تصنيف المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في التشريع الجزائري.

المواصفات نوع المؤسسة	حجم العمالة	رأس المال	مجموع الأصول
المصغرة	[1 - 10]	أقل من 20 مليون دج	لا يتجاوز 10 ملايين دج
الصغيرة	[10 - 50]	أقل من 200 مليون دج	100-10 مليون دج
المتوسطة	[50 - 250]	200 مليون - 2 مليار دج	100-500 مليون دج

المصدر: القانون رقم 01-18 المؤرخ في 12 ديسمبر 2001 والمتضمن القانون التوجيهي لترقية المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، الجريدة الرسمية، العدد 77، 15 ديسمبر 2001.

مما سبق يلاحظ عدم الاتفاق على تعريف محدد للمشروع الصغير حيث يرجع تعدد التعاريف إلى تعدد وتنوع المعايير المستخدمة لتحديد هوية المشروع الصغير. وقد لا يمثل ذلك مشكلة بل يعكس تنوعا في ظروف وحاجات مستعمل التعريف لتحديد هوية المشروع الصغير الذي يهتم به. وفي هذا الصدد يذهب

البعض إلى تفسير أسباب عدم الاتفاق على تعريف واحد للمشروع الصغير وتعدد التعاريف إلى ارتباط كل تعريف بالأسباب والدوافع العملية والضرورية من وراء اختياره. ويرى آخرون أن ذلك يعود إلى اختلاف البلدان واختلاف حجم الاقتصاد الكلي لكل بلد.

ومن خلال التعاريف والمفاهيم السابقة، يمكن إيجاز أهم الخصائص التي تتميز بها هذه المشاريع فيما يلي. [16 و14، ص. 4]

- انخفاض الاحتياجات المالية لتمويل هذه المشروعات مقارنة مع المشروعات الكبيرة، وهذه الخاصية شجعت أصحاب المدخرات القليلة والمتوسطة إلى اللجوء إلى إقامة مثل هذه المشاريع دون مشاركة الآخرين.  
- قدرة المؤسسات الصغيرة والمتوسطة على الابتكار والتجديد من أجل ضمان بقائها، فكثير من براءات الاختراع يتم اكتشافها من طرف أفراد (مؤسسات فردية)، وهذا عكس المؤسسات الكبيرة التي تركز أكثر على إنتاج السلع ذات الطلب المستمر.

- جودة الإنتاج وهذا نتيجة التخصص الدقيق لمثل هذه المؤسسات، مما يسمح لها بتقديم إنتاج بمواصفات وجودة عاليتين.

- سهولة الدخول والخروج من السوق وهذا بسبب قلة نسبة أصولها الثابتة إلى مجموع ممتلكاتها وأصولها، فضلا عن زيادة نسبة رأسمالها إلى مجموع خصومها أي قلة ديونها.

- نقص التكاليف الضرورية للتدريب والتكوين، بل تتميز هذه المؤسسات بعدم حاجتها الكبيرة للتدريب والتكوين، وهذا نتيجة اعتمادها على أسلوب التدريب أثناء العمل، بالإضافة إلى عدم استخدامها لتقنيات إنتاج معقدة.

- الميزة الانتشارية ما يجعلها تغطي مناطق مختلفة وأعداد كبيرة من السكان.

- كثيفة العمالة بحيث تساهم في توفير المزيد من فرص العمل.

- الأثر المباشر للعائد في توفير الحاجات الأساسية للمكثما.

- الاعتماد على المواد الأولية المحلية.

- تلبية طلبات المجتمع والمحيط.

- الدور البارز للمرأة فيها.

#### 1-4- الأهمية الاقتصادية للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة

تشكل المشروعات الصغيرة والمتوسطة أحد أهم أسس التنمية الاقتصادية والاجتماعية في مختلف اقتصاديات العالم. فهي لا تقل أهمية عن المشروعات الكبيرة لكونها تمثل الغالبية العظمى من المشاريع عددا في الدول النامية والدول المتقدمة على حد سواء. وتكمن أهميتها أيضا في مدى إمكانية تحقيقها لجملة

من الأهداف الاقتصادية والاجتماعية نلخصها فيما يلي: [16 و17]

- ◆ قدرة هذه المؤسسات على الاستفادة من المواد الخام المتوفرة ومنتجات الصناعات الأخرى لإنتاج سلع تامة الصنع تساهم في تلبية احتياجات وأذواق المستهلكين. إضافة إلى قدرة هذه المؤسسات على العمل في مجال إنتاج الصناعات الحرفية والسلع الغذائية والاستهلاكية الصغيرة التي يتم الحصول عليها من الخارج، الأمر الذي يساعد في سد جانب من احتياجات السوق المحلي من هذه السلع ويساهم في تخفيض العجز في ميزان المدفوعات.
- ◆ تتسم المؤسسات الصناعية والحرفية الصغيرة بسهولة التأسيس نسبياً نظراً لعدم حاجتها إلى رأس مال كبير أو تكنولوجيا متطورة إضافة إلى قدرتها على الإنتاج والعمل في مجالات التنمية الصناعية المختلفة، وبالتالي فإنها تساهم في توفير المزيد من فرص العمل، سواء للمؤسسين أو الشركاء أو العاملين في هذه الصناعات.
- ◆ قدرة هذه المؤسسات على التكيف مع الأوضاع والظروف المحلية التي قد لا تتوافر فيها في بعض الأحيان مرافق متطورة للبنية الأساسية مما يخفف العبء على ميزانية الدولة. بالإضافة إلى القدرة على الاستفادة من مخلفات الصناعات الكبيرة وسهولة التخلص من النفايات الملوثة للبيئة.
- ◆ تتخصص بعض هذه المؤسسات في الأنشطة والعمليات الإنتاجية والخدمية التي قد تحجم عن القيام بها المؤسسات الكبيرة العاملة في نفس النشاط. ومثال ذلك نجاح الكثير من المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في التركيز على تصنيع بعض الكيماويات الناتجة عن تكرير البترول أو بعض خامات الألمنيوم أو التخصص في صناعة بعض أنواع الملابس غير النمطية التي تصمم وفقاً لمقاييس كل عميل. ومن هنا فإن زيادة الإنتاج المحلي من خلال هذه المؤسسات سيؤدي إلى تخفيض الواردات السلعية التي تجد لها البديل المحلي، كما ستساهم في زيادة الصادرات غير البترولية.
- ◆ أدت سرعة التطور التكنولوجي إلى زيادة معدل تغير التقنية الإنتاجية المستخدمة في العديد من الصناعات، حيث أصبح من الأهمية العمل على إقامة مصانع أصغر حجماً وأقل تكلفة استثمارية على أن يركز كل مصنع في إنتاج عدد قليل من السلع الدقيقة أو التي تتطلبها صناعات معينة. كما تساهم هذه الصناعات في إنشاء صناعات محلية جديدة وتطوير الصناعات القائمة كما تعتبر نواة لإنشاء صناعات أكبر حجماً يمكن أن تساهم في توسيع القاعدة الإنتاجية وتوفير مستلزمات الإنتاج التي تحتاجها المؤسسات الصناعية الكبيرة.
- ◆ ساهم انتشار طريقه الإنتاج بالدفعات لمواجهة طلبات صغيرة من سلع أو خدمات معينة في المؤسسات الصغيرة لتقوم بأداء هذه الأعمال، مما يجعلها أكثر قدرة على التكيف والاستجابة السريعة لمتطلبات المستهلكين. كما أن صغر حجم هذه المؤسسات مكنها من الانتشار في مدن صغيرة والمناطق القروية بالنظر لأنها قد لا تحتاج في بعض الأحوال إلى خدمات صناعية متطورة، مما يساهم في تحقيق التوزيع المتوازن لمؤسسات القطاع الصناعي.

◆ للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة دور كبير في اقتصاديات الدول، حيث تقاس أهميتها بعدة مؤشرات من بينها: حجم اليد العاملة المشغلة، نسبتها ضمن العدد الإجمالي للمؤسسات، وكذا حصتها ضمن الناتج المحلي الإجمالي. ففي الدول المتقدمة على سبيل المثال تشكل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة نسبة 99% من إجمالي المؤسسات الموجودة في كل من الولايات المتحدة الأمريكية، ألمانيا، اليابان، فرنسا، بريطانيا وإيطاليا. كما أنها توفر أكثر من 69% من مناصب الشغل في فرنسا من حجم العمالة الموظفة، وأكثر من 73% من العمالة الموظفة في اليابان. أما من ناحية مساهمتها في الناتج المحلي الإجمالي فنجدها تساهم بنسبة 48% من الناتج المحلي الإجمالي في الولايات المتحدة الأمريكية، و62% في فرنسا، و41% في إيطاليا، و35% في ألمانيا.

◆ لقد أثبتت المؤسسات الصغيرة والمتوسطة إمكانيات كبيرة في زيادة الصادرات وتوفير العملات الصعبة وتقليل العجز في ميزان المدفوعات، أو حتى إحداث فائض فيه لبعض الدول. وذلك من خلال غزو الأسواق الأجنبية. فعلى سبيل المثال تمثل صادرات المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في دول شرق آسيا نسبة 40% من مجموع الصادرات في هذه الدول، وهو ما يعادل ضعف نسبة صادرات هذه المؤسسات في دول منظمة التعاون والتنمية الاقتصادية.

◆ تساهم المؤسسات الصغيرة والمتوسطة مساهمة فعالة في توفير حاجيات المؤسسات الكبرى، وهذا من خلال عقود المناولة أو التعاقد الباطني الذي يتم بينها. فتلعب بذلك دور المورد والموزع وتقديم خدمات ما بعد البيع للزبائن وغيرها من الأنشطة. فعلى سبيل المثال تعاقدت مؤسسة "جينيرال موتورز" لإنتاج السيارات مع أكثر من 26 ألف مصنع أو مؤسسة صغيرة لإمدادها بكميات من الأجزاء أو القطع التي تحتاجها في العملية الإنتاجية، من بينها 16 ألف مؤسسة صغيرة يشتغل فيها أقل من 100 عامل.

#### 2-4- صيغ تمويل الم.ص.م.

فكما سبق وأن أشرنا فإن صيغ تمويل الم.ص.م. متعددة ومتفاوتة في الضمانات والشروط والتكلفة. وأهم هذه الصيغ هي:

- الأموال الخاصة. تعتمد الم.ص.م. بشكل أساسي على الأموال الخاصة وإذا لم تكف لتغطية كافة الاحتياجات التمويلية تلجأ لبقية الصيغ،

- اللجوء إلى الأسواق المالية، لاسيما السوق الثانية وهو موضوع هذه المداخلة.

- القروض المصرفية. تلجأ الم.ص.م. بكثرة إلى التمويل بالاستدانة، حيث تشتترط البنوك في بعض الأحيان ضمانات مكبلة، الأمر الذي دفع بالعديد من الحكومات إلى إنشاء صناديق خاصة لتمويلها وضمان قروضها.

- السحب على المكشوف. تستعمل الم.ص.م. في الكثير من الأحيان أموالا من البنوك تفوق رصيدها، لاسيما فيما يتعلق بالمبالغ الصغيرة لفترات قصيرة نسبيا،

- البيع الإيجاري leasing. لقد ثبتت نجاعة هذه الصيغة في العديد من الدول المتقدمة والنامية، حيث يقوم الممول بشراء العتاد وتأجيرها للمستثمر أو المستغل ويقدمان العائد. وعادة ما ينتهي هذا الإيجار بالتملك.

- رأس المال المخاطر venture capital. وهو صيغة من صيغ التمويل بالمساهمة equity financing،  
- صيغ أخرى. تساعد العديد من الصيغ الأخرى الم.ص.م. بصورة مباشرة أو غير مباشرة، والتي تتجاوز حدود هذه المداخلة، أهمها الإعانات والتسهيلات الحكومية وشبكات الدعم والضمانات وحاضنات الأعمال وعقد تحويل الفواتير factoring، وخصم الأوراق التجارية وغيره من الصيغ.

### 3-4- التحديات التي تواجه تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة [15]، ص. 81

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 مالكا 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 انطلاقاً 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 أيضاً 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.

#### 4-4 و أقع م.ص.م. في الجزائر

أبرز التحول الذي عرفته السياسة الاقتصادية في الجزائر منذ بداية العشرية الأخيرة من القرن الماضي، أبرز تغيرات هامة خاصة في هياكل الاقتصاد الوطني. فعلى ضوء التجارب غير الناجحة في مجال تنظيم وتسيير المؤسسات العمومية الضخمة، أعطت الدولة مجالاً واسعاً لدعم نمو وترقية المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، لاسيما في القطاع الخاص، مما ساعد على تطورها كما هو موضح في الجدول التالي:

جدول رقم 2: تطور تعداد المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر.

السنوات	1995	2001	2002	2003	2004	*2005
عدد المؤسسات	177365	179893	188893	288587	312959	342788

المصدر: غياط شريف، بوقوم محمد، التجربة الجزائرية في تطوير وترقية المؤسسات الصغيرة والمتوسطة ودورها في التنمية، الملتقى الدولي حول تأهيل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الدول العربية، 17 و18 أبريل 2006، جامعة حسية بن بوعلي بالشلف، ص. 107.

\* Ministère Des PME et de l'Artisanat, Bulletin D'Informations Economiques, 2005, in : [www.pmeart-dz.org](http://www.pmeart-dz.org)

من خلال معطيات الجدول أعلاه يتضح أن عدد المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في تزايد مستمر، حيث بلغ 177365 مؤسسة سنة 1995 ليتضاعف بعد ذلك العدد ويصل في عام 2005 إلى 342788 مؤسسة. بمعنى أن عدد المؤسسات قد زاد في خلال إحدى عشرة سنة بـ 165423 مؤسسة، أي بنسبة إجمالية تقدر بـ 93.26 %، أو بحوالي 8.48 % سنويا خلال الفترة المدروسة. ويرجع ذلك للعناية التي أولتها الإصلاحات الاقتصادية لدعم نمو هذا القطاع. والجدير بالذكر أن المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر تتواجد في سبع قطاعات أساسية، حيث أوضحت الإحصائيات أهم قطاعات تواجد وتمركز تلك المؤسسات وفق ما هو موضح في الجدول التالي:

## دور السوق الثانية في تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة: دراسة حالة فرنسا

جدول رقم 3: توزيع المؤسسات الصغيرة والمتوسطة الخاصة حسب قطاعات النشاط

معدل التغير	سنة 2005		سنة 2004		قطاعات النشاط
	%	عدد المؤسسات	%	عدد المؤسسات	
10.77	32.83	80716	32.32	72869	البناء والأشغال العمومية
11.14	17.16	42183	16.83	37954	التجارة
08.99	09.00	22119	09.00	20294	النقل والمواصلات
07.18	0738	18148	07.51	16933	خدمات للعائلات
07.66	06.14	15099	06.26	14103	الفندقة والإطعام
05.44	05.86	14474	06.06	13673	الصناعة الغذائية
17.76	21.62	53160	22.01	49623	قطاعات أخرى
08.86	100	245842	100	225449	المجموع

Source: Ministère des PME et de l'Artisanat, op cit, p. 15.

انطلاقاً من الجدول أعلاه يتضح أن عدد المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في القطاع الخاص قد تضاعف بنسبة 08,86 % ، وهو ما يتماشى مع نموها في الفترة السابقة، أي 1995- 2005. ولقد تركزت نسبة هامة منها في قطاعي التجارة والبناء والأشغال العمومية. ويرجع ذلك لسياسة الدولة الرامية إلى تدارك التأخر في المشاريع الخاصة بهذا القطاع الأخير، لاسيما في مجال بناء السكن، مما شجع على قيام مقاولات خاصة في هذا الشأن. بالإضافة إلى تحرير التجارة الأمر الذي زاد في نشاط هذا القطاع.

وإذا ما رجعنا إلى إحصائيات سنة 2005، من واقع الجدول ما قبل السابق، نسجل أن عدد المؤسسات الصغيرة والمتوسطة الإجمالية المصرح بها لدى الصندوق الوطني للتأمينات الاجتماعية قد بلغ 342788 مؤسسة تشغل حوالي 1157856 أجير. ويندرج ضمن هذه المؤسسات، مؤسسات القطاع الخاص والبالغ عددها 245842 مؤسسة، أي ما يعادل نسبة 71.71 % من إجمالي عدد المؤسسات وتشغل حوالي 888829 أجير. [18, p.5-7]

وللوقوف بصورة أكثر ووضوحاً على الدور الذي تلعبه هذه المؤسسات في التنمية الاقتصادية للجزائر، ومدى مساهمتها في الناتج الداخلي الخام نورد الجدول التالي:

جدول رقم 4: مساهمة القطاع العام والخاص في الناتج الداخلي الخام "خارج قطاع المحروقات"

الوحدة: مليار دج

2004		2003		2002		2001		2000		السنة قطاع النشاط
%	القيمة	%	القيمة	%	القيمة	%	القيمة	%	القيمة	
21.8	598.6	22.9	550.6	23.12	505.0	23.6	481.5	25.2	457.8	قطاع عام
78.2	2146.7	77.4	1884.2	76.9	1679.1	76.4	1560.2	74.9	1356.8	قطاع خاص
100	2745.4	100	2434.8	100	2184.1	100	2041.7	100	1814.6	مجموع القيمة المضافة

Source: Ministère des PME et de l'Artisanat, op cit, p. 37.

يتضح من الجدول أعلاه، أن مساهمة القطاع الخاص في قيمة الناتج الداخلي الخام في تزايد مستمر، إذ يشارك هذا القطاع بمؤسساته الصغيرة والمتوسطة بنسب معتبرة حيث قدرت في سنة 2000 بـ 74.9%، لترتفع سنة 2001 إلى 76.4% لتصل إلى 78.2% سنة 2004. وهو ما يعادل مساهمة إجمالية تقدر بـ 2146.7 مليار دج، الأمر الذي يجعلنا نؤكد على ضرورة تدعيم هذه المؤسسات في ظل الإصلاحات الاقتصادية الحالية من أجل تفعيل مساهمتها في التنمية بشقيها الاجتماعي والاقتصادي. ولقد قامت الحكومة، سعياً منها لتوفير التمويل للمؤسسات الصغيرة بإبرام الاتفاقيات التالية: [19، ص. 325]

#### ❖ برنامج ميذا لتنمية المؤسسات الصغيرة والمتوسطة بالجزائر

لقد بدأت مختلف برامج التعاون الدولي التي يستفيد منها القطاع تؤدي ثمارها وخاصة ما تعلق منها بالتعاون المتعدد الأطراف. وليس على ذلك أدل من برنامج ميذا المندرج في إطار التعاون الأورو-متوسطي، خاصة بعد أن تم تفعيله بإعادة النظر في الاتفاقية المنظمة له. إذ وانطلاقاً من هدفه المتمثل في تحسين القدرة التنافسية للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة عن طريق تأهيلها وتأهيل محيطها تم تحقيق إلى غاية جوان 2004 حوالي 400 عملية تأهيل وتشخيص وتكوين في إطار الدعم المباشر. وكذا إنجاز جهاز لتغطية الضمانات المالية بقيمة 20 مليون أورو سيحسن ظروف حصول تلك المؤسسات على القروض.

#### ❖ التعاون مع البنك الإسلامي للتنمية:

تم الاتفاق على فتح خط تمويل للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة، وكذا تقديم مساعدة فنية متكاملة لدعم استحداث نظم معلوماتية لدراسة سبل تأهيل الصناعات الوطنية لمواكبة متطلبات العولمة والمنافسة. كما تم إحداث حاضنات نموذجية لرعاية وتطوير المؤسسات الصغيرة والمتوسطة وتطوير التعاون مع الدول الأعضاء والتي تملك تجارب متقدمة في الميدان كماليزيا وأندونيسيا وتركيا.

#### ❖ التعاون مع البنك العالمي

لقد تم إعداد برنامج تعاون تقني مع البنك العالمي وبالخصوص مع الشركة المالية الدولية (SFI) بالموازاة مع برنامج شمال إفريقيا لتنمية المؤسسات (NAED) تنفيذا لـ "بارومتر المؤسسات الصغيرة والمتوسطة"،

قصد متابعة التغيرات التي تطرأ على وضعيتها. وسيدخل هذا البرنامج أيضا في إعداد دراسات اقتصادية لمختلف فروع النشاط.

وبالرغم هذه الإجراءات والبرامج التي قامت بها الحكومة قصد توفير التمويل للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة، والتي تعد قفزة نوعية، إلا أنه ما زال أمامها الكثير من الجهود والتحديات. حيث يتطلب تكملتها بآليات أخرى تعد بمثابة رهانات مستقبلية للحكومة قصد الحد من مشاكل التمويل لهذا القطاع الاستراتيجي، ومن بينها:

◆ التركيز على أهمية السوق المالي في التمويل المباشر وذلك بالسماح لمثل هذه المؤسسات بدخوله.

◆ تشجيع البنوك الإسلامية على أداء كل وظائفها المعروفة، باعتبارها رائدة في مجال الآليات المعتمدة في تمويل الاستثمار وهذا بشهادة صندوق النقد الدولي.

◆ ضرورة الاستفادة من التجارب الناجحة بصفة عامة، فيما يخص الآليات المعتمدة لتوفير التمويل لهذا القطاع.

### 5- دراسة حالة السوق الثانية 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 إلى Euronext إضافة إلى بورصة بلجيكا وهولندا- نميز بين عدة أسواق وهي: السوق الأولى، السوق الثانية، السوق الجديدة، والسوق الحرة.

#### 1-5- أقسام بورصة باريس

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: [20 و21]

#### 1-1-5- السوق الأولى

وتعتبر السوق الأولى Premier marché 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. مبدئياً لا يمكن للمؤسسات التقييد في هذه السوق إلا إذا كان رأس مالها يقدر بحوالي مليار أورو. كما يطلب من هذه المؤسسات تحقيق الشروط التالية:<sup>[22]</sup>
- نشر حساباتها الختامية للثلاث سنوات الأخيرة.
- تحقيق الأرباح خلال السنتين الأخيرتين.
- طرح نسبة 20% من رأس مالها 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 تعهد بتزويد المساهمين بمعلومات مسبقة عن عملياتها المالية وإبلاغهم عن أي إجراء قد يؤثر على سعر الورقة المالية في البورصة.

## 5-1-2- السوق الثانية

تم إنشاء السوق الثانية الفرنسية Second marché 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، وتنوع مساهمها. 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 وفقاً 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 بـ 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:<sup>[22]</sup>
- 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 في 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.

### 3-1-5- السوق الجديدة:

أنشأت السوق الجديدة Nouveau marché 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. وقدر 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:<sup>[23]</sup>
- 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.

### 4-1-5- السوق الحرة

السوق الحرة Marché libre 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.

#### 2-5- تطور السوق الثانية في فرنسا

تعد السوق الثانية إحدى أقسام بورصة باريس، حيث خصصت، كما سبقت الإشارة إلى ذلك، للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة من أجل دعمها ومساعدتها في اللجوء إلى جمهور المدخرين من أجل الحصول على التمويل الذي تحتاجه لتطوير أنشطتها. وقد عرفت السوق الثانية منذ إنشائها في 1983 تطورا ملحوظا، خاصة خلال السنوات الأولى من إنشائها. والجدول التالي يوضح بعض متغيراتها:

جدول رقم 5: حجم الصفقات ورسملة السوق الثانية الفرنسية.

الوحدة: مليون فرنك، ثم أورو ابتداء من 1999

السنوات	حجم الصفقات	رسملة السوق	السنوات	حجم الصفقات	رسملة السوق
1983	2020	11000	1994	35904	155000
1984	4268	22000	1995	27378	150000
1985	11799	58000	1996	46400	206000
1986	32756	130000	1997	55982	218000
1987	61004	111000	1998	69160	254000
1988	39144	153000	1999	11728	47800
1989	47040	185000	2000	14112	54000
1990	45824	138000	2001	9808	46000
1991	25970	134000	2002	7867	37680
1992	17874	122000	2003	7235	42730
1993	26649	152000			

Source: CHoinel, A., Rouyer, G., le marché financier, revue banque, 8<sup>e</sup> éd., 2002, p.128-129.

- rapport annuel, www.euronext.com

كما هو موضح في الجدول أعلاه فإن حجم الصفقات في السوق الثانية قد عرف تطورا ملحوظا خاصة خلال السنوات 1987، 1989، 1996، 1997، 1998، 2000، على الرغم من بعض التراجع الذي سجل في بعض السنوات. أما بالنسبة لرسملة السوق فقد شهدت نموا يقدر ب 100% بعد سنة من نشاط السوق، لتستمر في الارتفاع حيث قدرت بعد عشرية من النشاط ب 152 مليار فرنك فرنسي. ورغم الانخفاض الذي شهدته سنة 2002، إلا أنها عادت للارتفاع تدريجيا من 37.68 إلى 42.73 مليار أورو سنة 2003.

وعلى غرار القيمة السوقية، سجل مؤشر تلك السوق نموا معتبرا سنة 2003 يقدر ب 20.41% حيث سجل 2216.32 نقطة. وقد تم عقد 1.34 مليون صفقة ومبادلة 536.03 مليون ورقة مالية خلال نفس السنة.

جدول رقم 6: تطور مؤشر السوق الثانية

السنوات	1999	2000	2001	2002	2003
قيمة المؤشر في نهاية السنة	2436.78	2816.92	2279.93	1840.59	2216.32
نسبة تغيره	%21.74	%15.6	%19.06-	%19.27-	%20.41

Source: rapport annuel, [www.euronext.com](http://www.euronext.com)

ومن 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.

وبغرض حماية المستثمرين وتحقيق الشفافية في التعاملات مع تحمل أقل تكلفة ممكنة من طرف الشركات المدرجة، فإن هذه الأخيرة مطالبة بنشر المعلومات التالية:<sup>[24]</sup>

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

### 3-5- دور السوق الثانية في تمويل م.ص.م. في فرنسا

من خلال السماح للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة بفتح رأسمالها على مساهمين وشركاء جدد، وذلك بإصدار وبيع الأسهم بأشكالها القانونية المعروفة، أصبحت السوق الثانية الفرنسية الملجأ الرئيسي للعديد من تلك المؤسسات الفرنسية وحتى الأجنبية للحصول على التمويل الذي تحتاجه. إذ ارتفع عدد الشركات المسجلة في السوق الثانية من 46 شركة سنة 1983 إلى 372 شركة سنة 1999. والجدول التالي يوضح تطور عدد الشركات المسجلة في السوق الثانية:

جدول رقم 7: تطور عدد الشركات المدرجة في السوق الثانية.

السنوات	الشركات الفرنسية	الشركات الأجنبية	السنوات	الشركات الفرنسية	الشركات الأجنبية
1983	43	3	1994	265	3
1984	72	3	1995	266	3
1985	127	4	1996	280	3
1986	180	5	1997	307	1
1987	258	5	1998	364	4
1988	286	4	1999	367	5
1989	298	5	2000	347	7
1990	295	5	2001	340	7
1991	288	4	2002	319	6
1992	271	5	2003	315	5
1993	254	3			

Source: rapport annuel, [www.euronext.com](http://www.euronext.com)

وتجدر الإشارة إلى أن الشركات الجيدة المقيدة في السوق الثانية، والتي تستطيع تحقيق شروط الإدراج في السوق الأولى يتم نقلها لهذه الأخيرة. لذلك تعتبر السوق الثانية بمثابة المرحلة الانتقالية. فالمؤسسات تسجل أولا في السوق الثانية وإذا أثبتت قدرتها على الاستمرار وتحقيق النمو تنتقل إلى السوق الأولى، وهذا ما يفسر الانخفاض في عدد الشركات خلال بعض السنوات. ولم تتوقف السوق الثانية في جذب المزيد من الشركات الباحثة عن التمويل، حيث عرفت سنة 1999 تسجيل دخول 34 شركة جديدة، حيث بلغت قيمة إصداراتها 457 مليون أورو، وخلال سنة 2000 تم تسجيل 18 شركة بحجم إصدار معتبر قدر بـ 871.48 مليون أورو كما هو موضح في الجدول أدناه.

جدول رقم 8: قيم إصدارات السوق الثانية.

الوحدة: مليون أورو

البيان	1998	1999	2000	2001
أسهم عادية وممتازة	636	338	695.63	240
أسهم مخصصة للعمال	1	35	19.93	19
أسهم ذات مخصصات أخرى	20	13	15.89	29
توزيعات في شكل أسهم	-	-	37.27	25
تسديد قسيمة اكتتاب	3	9	34.62	40
رفع الخيارات	51	40	68.14	32
إجمالي الإصدارات	742	457	871.48	385

Source: Choinel, A., Rouyer, G., op cit, p. 130.

ويعزى هذا التطور الملحوظ في استقطاب المزيد من الشركات إلى الجهود المبذولة من قبل سلطات البورصة الفرنسية لترقية السوق الثانية والمساهمة في تنمية قطاع المؤسسات الصغيرة والمتوسطة. ومن أجل تحسين أداء وسيولة هذه الأخيرة وتوفير فرص تمويلية جديدة، شرع في تطبيق بعض الإصلاحات ابتداء من جانفي 2005، والتي من بينها:<sup>[25]</sup>

❖ 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.

❖ إطلاق تشكيلة جديدة من المؤشرات المتوسطة والمتمثلة في:

- مؤشر CAC Mid 100 ويضم 100 ورقة مالية لشركات يتراوح رأسمالها ما بين 250 مليون و4 ملايين أورو.
- مؤشر CAC small 90 ويضم 90 ورقة مالية لشركات يقل رأسمالها عن 250 مليون أورو.
- مؤشر CAC Mid & small 190 ويجمع بين المؤشرين السابقين.

### 6- 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. وتواجهها في مختلف نواحي الحياة الاقتصادية فقد أصبحت تمثل ركيزة أساسية في تطوير الاقتصاديات الوطنية. كما اتضح أن للسوق الثانية 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. وعليه أصبح للسوق الثانية دور الموجه والوسيط في تنمية تلك المؤسسات.

### الهوامش والمراجع:

[1] مركز إيداع الأوراق المالية، بورصة عمان، 2005/12/13، demo.batelco.jo

[2] علي دقاق، نوفمبر 2005، www.borsagate.com

[3] منير إبراهيم هندي، الأوراق المالية وأسواق رأس المال، منشأة المعارف، 2002.

[4] صلاح السيد جودة، بورصة الأوراق المالية: علميا وعمليا، مكتبة الإشعاع الفنية، الطبعة الأولى، 2000.

- [5] محمد عثمان إسماعيل حميد، أسواق رأس المال وبورصة الأوراق المالية ومصادر تمويل مشروعات الأعمال، دار النهضة، 1993.
- [6] أحمد أبو الفتوح على الناقا، نظرية النقود والبنوك والأسواق المالية: مدخل حديث للنظرية النقدية والأسواق المالية، مكتبة الإشعاع، الطبعة الأولى، 2001.
- [7] محمد عبده مصطفى، تقييم الشركات والأوراق المالية لأغراض التعامل في البورصة، الدار الجامعية، الطبعة الأولى، 1998.
- [8] عبد الغفار حنفي، رسمية قرياقص، أسواق المال: بورصات، مصارف، شركات تأمين، شركات الاستثمار، دار الجامعة الجديدة، 2003.
- [9] محمد العبد الله، السوق الثاني للشركات الصغيرة، 2006/02/27، [www.saudistocks.com](http://www.saudistocks.com)
- [10] عبد الغفار حنفي، بورصة الأوراق المالية، أسهم، سندات، وثائق الاستثمار، الخيارات، دار الجامعة الجديدة، 2003.
- [11] محمد الصالح الحناوي، السيدة عبد الفتاح عبد السلام، المؤسسات المالية: البورصة والبنوك التجارية، الدار الجامعية، 1998.
- [12] نعيم كوريه، سوق الأوراق المالية، 2006، [www.refnet.gov.sy](http://www.refnet.gov.sy)
- [13] مناور حداد، دور البنوك والمؤسسات المالية في تمويل المشروعات الصغيرة والمتوسطة، الملتقى الدولي حول تأهيل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الدول العربية، جامعة حسيبة بن بوعلي بالشلف، 17 و18 أبريل 2006.
- [14] حسان خضر، تنمية المشاريع الصغيرة، مجلة جسر التنمية، [www.arab-api.org](http://www.arab-api.org)
- [15] محمود حسين الوادي، حسين محمد سمحان، المشروعات الصغيرة، ماهيتها، والتحديات الذاتية فيها، الملتقى الدولي حول تأهيل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الدول العربية، 17 و18 أبريل 2006، جامعة حسيبة بن بوعلي بالشلف.
- [16] جمال عمورة، ضرورة تأهيل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة الجزائرية في ظل التحولات العالمية، مجلة العلوم الإنسانية، السنة الثالثة، العدد 28، ماي 2006، [www.uluminsania.net](http://www.uluminsania.net)
- [17] عبد الرحمن محمد السندي، آفاق تطور المؤسسات الصناعية الصغيرة والمتوسطة بمملكة البحرين، [www.bahrainchamber.org](http://www.bahrainchamber.org)
- [18] Ministère Des PME et l'artisanat, Bulletin d'informations économiques, pour 2005, [www.pmeart-dz.org](http://www.pmeart-dz.org)
- [19] بربيش السعيد، بلغرسة عبد اللطيف، إشكالية تمويل البنوك للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر بين معوقات المعمول ومتطلبات المأمول، الملتقى الدولي حول تأهيل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الدول العربية، جامعة حسيبة بن بوعلي بالشلف، 17 و18 أبريل 2006.
- [20] Icimac, Qu'est-ce que la Bourse? Comment fonctionne-t-elle, [www.icimac.com](http://www.icimac.com)

[21] P; Besses-Boumard, C; Bozon, la bourse de paris, www.laviefinancière.com

[22] Admission des sociétés en bourse, www.euronext.com

[23] Guide de la finance d'entreprise, les différents marchés d'actions, Fr.bis.yahoo.com

[24] Annick, Du second marché à la liste unique: la Bourse de Paris, www.aquadesign.be

[25] Réforme de la cote, www.euronext.com

[26] محمود محمد الداغر، الأسواق المالية: مؤسسات- أوراق – بورصات، دار الشروق للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، 2005.

[27] القانون رقم 01-18 المؤرخ في 12 ديسمبر 2001 والمتضمن القانون التوجيهي لترقية المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، الجريدة الرسمية، العدد 77، 15 ديسمبر 2001.

[28] غياط شريف، بوقموم محمد، التجربة الجزائرية في تطوير وترقية المؤسسات الصغيرة والمتوسطة ودورها في التنمية، الملتقى الدولي حول تأهيل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الدول العربية، جامعة حسيبة بن بوعلي بالشلف، 17 و18 أبريل 2006.

[29] A; Choinel, G; Rouyer, le marché financier, revue banque édition, 8ème édition, 2002.

[30] Rapport annuel, www.euronext.com

[31] Paultre de Lamote, J., Le Second Marché, Supplément aux Cahiers Français N° 237, Juil-Sept., pp. 1-3.

[32] انظر دراسة مفصلة حول عقود السيولة في: جبار محفوظ و حاج صحراوي حمودي، قياس أثر عقود السيولة على أسعار الأسهم المدرجة في بورصة الجزائر، المجلة الأردنية للعلوم التطبيقية "العلوم الإنسانية"، المجلد الثاني، العدد 2، 2005.

[33] عمر عبده سامية، ترابط الأسواق المالية الخليجية بالأسواق المالية العالمية، رسالة ماجستير، تحت إشراف الأستاذ جبار محفوظ، 2003/2004.

[34] جبار محفوظ، المؤسسات المصغرة، الصغيرة والمتوسطة ومشاكل تمويلها: دراسة حالة المؤسسات المصغرة في ولاية سطيف خلال الفترة 1999-2001، مجلة العلوم الإنسانية، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة بسكرة، العدد 5، 2003.