

# تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة عبر البورصة (الأسواق المالية البديلة) : التجارب الدولية والعربية

ملیكة صدیقی، عبد القادر بسبع

- أستاذة بكلية العلوم الاقتصادية، العلوم التجارية وعلوم التسيير،

رئيسة فرقة بحث، مخبر العولمة والسياسات الاقتصادية - جامعة

الجزائر 3

- أستاذ محاضر «ب» بكلية العلوم الاقتصادية، العلوم التجارية وعلوم

التسيير - جامعة جيلالي اليابس - سيدي بلعباس

## مقدمة

تعتبر المؤسسات الصغيرة والمتوسطة عاملاً أساسياً ومحورياً في تحقيق التنمية الاقتصادية، وخاصة في الأسواق الناشئة. ولضمان نمو المؤسسات الصغيرة والمتوسطة واستمرار أثرها الإيجابي على الاقتصاد، تحتاج هذه المؤسسات إلى توافر سبل الحصول على الخدمات المالية، حيث تواجه عقبات وقيود شديدة في سبيل الحصول عليها، وتعتبر أدوات الدين طويلة الأجل بعيدة المنال عن المؤسسات الصغيرة والمتوسطة بصفة خاصة. ومن صيغ تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة التي لجأت إليها مختلف الدول، ومنها بعض الدول العربية، سوق الأوراق المالية ذات تكيف خاص كبديل عن عدم قدرتها للإدراج في السوق الرئيسية للبورصة.

تتطلب عملية إصدار الأوراق المالية 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. 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 تتيحها السوق المالية خاصة المتعلقة بتوفير التمويل اللازم لتلك الشركات.

تتميز المؤسسات الصغيرة والمتوسطة بصورة دائمة بنقص القدرة على الحصول على التمويل مما يشكل إحدى العقبات الرئيسية الماثلة أمام نموها، فالبنوك التجارية والمؤسسات المالية ترى في أغلب الأحيان أن خدمة هذه المؤسسات محفوفة بالمخاطر وباهظة التكلفة، وبالتالي فإنها تعاني إلى حد كبير من نقص الحصول على خدمات مالية أساسية كافية. وفي ظل هذه القدرة المحدودة على الحصول على التمويل، يواجه أصحاب المؤسسات الصغيرة والمتوسطة صعوبات جمة في تنفيذ الاستثمارات اللازمة لزيادة الإنتاجية والقدرة على المنافسة وإنشاء أسواق جديدة وتوظيف المزيد من العمال. ولهذا لجأت العديد من الأسواق المالية إلى إنشاء سوق خاص بالمؤسسات الصغيرة والمتوسطة بشروط أقل صرامة و حدة يمكن اللجوء إليها للحصول على التمويل الذي تحتاجه. و من هنا يأتي هذا المقال ليرز الدور الذي تقوم به هذه الأسواق المالية البديلة في تمويل المشروعات الصغيرة والمتوسطة، والتعرف على بعض التجارب الدولية والعربية في هذا المجال.

## 1- مفهوم المؤسسات الصغيرة والمتوسطة

على الرغم من وجود اتفاق عام بشأن المؤسسات الصغيرة والمتوسطة من حيث الحجم والأهمية، فإن هناك تفاوتاً كبيراً في تعريف هذه المؤسسات على المستوى العالمي، وذلك بحسب طبيعة اقتصاد كل دولة وخصائصها، ففي مرحلة من مراحل النمو الاقتصادي في دولة ما، يمكن أن تعتبر المؤسسة صغيرة أو متوسطة بعدما كانت مؤسسة كبيرة في مرحلة سابقة، كما يختلف مفهوم هذه المؤسسات من نشاط اقتصادي لآخر. والمؤسسات التي تعتبر صغيرة أو متوسطة الحجم في دولة صناعية

تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة عبر البورصة (الأسواق المالية البديلة) :  
التجارب الدولية والعربية

قد تعتبر مؤسسات كبيرة الحجم في دول نامية<sup>(1)</sup>. وقد وضعت كل دولة معايير محددة بها لتحديد هذه المؤسسات، وكان من أهم هذه المعايير التي اتفقت عليها جميع الدول، العمالة ورأس المال. ففي حين تصنف ماليزيا، المؤسسة على أنها صغيرة، إذا كان عدد العمال فيها لا يتجاوز الثلاثين، تذهب كل من الولايات المتحدة الأمريكية، وبلجيكا واليونان وسنغافورة، إلى رفع هذا العدد إلى 50 عاملاً، بينما يرتفع في اليابان إلى 300 ويصل إلى 500 في كل من فرنسا وألمانيا وإيرلندا والدنمارك. أما معيار رأس المال، فتصنف الولايات المتحدة المؤسسة على أنها صغيرة إذا كان رأسمالها أقل من مليوني دولار، أما اليابان فيقل فيها المبلغ إلى 940 ألف دولار، بينما تحدده سنغافورة بـ 280 ألف دولار، وتختلف بقية دول العالم مع هذه الأرقام، إلا أنها تبقى تحوم حولها.

بوجه عام ووفقاً لمصادر مؤتمر الأمم المتحدة للتنمية والتجارة (أونكتاد-UNC TAD)، تعرف المؤسسات الصغيرة بأنها المؤسسات التي يعمل بها من 20 إلى 100 عامل، والمتوسطة هي التي يعمل بها من 101 إلى 500 عامل<sup>(2)</sup>. كما يعرف البنك الدولي المؤسسات الصغيرة بأنها تلك التي تستخدم أقل من 50 عامل في الدول النامية وأقل من 500 عامل في الدول المتقدمة<sup>(3)</sup>. أما مؤسسة التمويل الدولية فتحدد المؤسسات التي تستثمر حد أقصى من رأس المال مقداره 2.5 مليون دولار أمريكي بالمؤسسات الصغيرة والمتوسطة<sup>(4)</sup>. وتم تصنيف المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الاتحاد الأوروبي على أساس حجم العمالة الموظفة فيها خلال السنة، رقم الأعمال المحقق خلال السنة، وحسب القيمة الإجمالية للميزانية السنوية<sup>(5)</sup>، وذلك ما يوضحه الجدول رقم 01.

(1) - حسان خضر، تنمية المشاريع الصغيرة، مجلة جسر التنمية، العدد 9، الكويت، المعهد العربي للتخطيط، 2002، ص 4.

[http://www.arab-api.org/images/publication/pdfs/108/108\\_develop\\_bridge9.pdf](http://www.arab-api.org/images/publication/pdfs/108/108_develop_bridge9.pdf), (10/12/2010).

(2) - مناخ الاستثمار في الدول العربية، الكويت، المؤسسة العربية لضمان الاستثمار، 2005، ص. 75. <http://www.iaigc.net/UserFiles/file/ar/Climate2005-full.pdf>, (10/08/2012)

(3) - عبود زريقين. تعزيز دور الصناعات، مجلة علوم الاقتصاد والتسيير والتجارة، المجلد I، العدد 17، جامعة الجزائر، 2008، ص. 223.

(4) - حسان خضر، المرجع السابق، ص. 4.

(5) - France. Direction communication de la CCI. Les petites et moyennes entreprises au sein de l'Union Européenne, 2008. [www.grex.fr/telechargement/f6\\_PME\\_UE.pdf](http://www.grex.fr/telechargement/f6_PME_UE.pdf), (05/06/2012).

### الجدول (1) : تصنيف المؤسسات المصغرة، الصغيرة والمتوسطة في الاتحاد الأوروبي.

فئة المؤسسة	العمالة (وحدة عمل سنوية)	رقم الأعمال السنوي (مليون أورو)	مجموع الميزانية السنوية (مليون أورو)
متوسطة	> 250	> 50 مليون أورو	> 43 مليون أورو
		(40 مليون أورو في 1996)	(27 مليون أورو في 1996)
صغيرة	> 50	> 10 مليون أورو	> 10 مليون أورو
		(7 مليون أورو في 1996)	(5 مليون أورو في 1996)
مصغرة	> 10	> 2 مليون أورو	> 2 مليون أورو

Source: Günter Verheugen. La nouvelle définition des PME : guide de l'utilisation et modèle de déclaration, Commission Européenne, Office des publications, 2006, p. 14

وفي سبيل مواجهة الصعوبات في المقارنة، قامت العديد من الدول المتقدمة والنامية بتبني تعريف منظمة العمل الدولية والتي تعرف المؤسسات الصغيرة بأنها المؤسسات التي يعمل بها أقل من 10 عمال والمؤسسات المتوسطة التي يعمل بها ما بين 10 إلى 99 عاملاً، وما يزيد عن 99 تعد مؤسسات كبيرة. ورغم هذه الاختلافات في التصنيف، إلا أن المنفق عليه بين جميع دول العالم هو أن المؤسسات الصغيرة، هي تلك التي يديرها عدد قليل من العمال، والتي تحتاج إلى رأس مال قليل، مقارنة بالمؤسسات الكبيرة، بينما المؤسسات المتوسطة، هي التي تحتاج إلى إمكانات أكبر من حيث العمالة ورأس المال، وأقل من المؤسسات الكبيرة والعملاقة.

## 2- أهمية المؤسسات الصغيرة والمتوسطة

تلعب المؤسسات الصغيرة والمتوسطة دوراً كبيراً ومهماً في اقتصاديات الدول، و تضح العديد من دول العالم في هذه المؤسسات استثمارات هائلة ، إدراكاً منها بمدى أهميتها في خلق فرص العمل والنتائج المحلي الإجمالي ولارتباط نموه بزيادة الاقتصاد الرسمي. فالمؤسسات الصغيرة والمتوسطة هي مصدر لغالبية فرص العمل في الكثير من البلدان. وفي 30 بلداً مرتفع الدخل في منظمة التعاون الاقتصادي والتنمية في الميدان الاقتصادي OCDE، تمثل المؤسسات الصغيرة

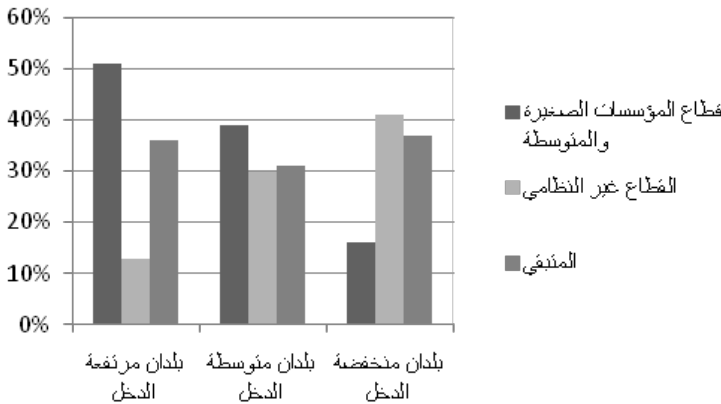
تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة عبر البورصة (الأسواق المالية البديلة) :  
التجارب الدولية والعربية

والمتوسطة أكثر من ثلثي العمالة الرسمية<sup>(6)</sup>. ووفقاً لتقديرات البنك الدولي يساهم قطاع المؤسسات الصغيرة والمتوسطة بحوالي 46% من الناتج المحلي العالمي، ويستحوذ على نحو 35% من الصناعات اليدوية على الصعيد العالمي كما باتت المؤسسات الصغيرة والمتوسطة تشكل نحو 80% من حجم المؤسسات في العالم. ففي الولايات المتحدة مثلاً، يبلغ حجم الاستثمارات في هذه المؤسسات حوالي 60% من إجمالي استثماراتها، بينما يرتفع هذا الرقم في أوروبا ليصل إلى 65% من مجمل استثماراتها. وتساهم المؤسسات الصغيرة فقط بما يزيد على 35% من إجمالي الناتج المحلي للولايات المتحدة الأمريكية بينما تساهم بما نسبته 52% من إجمالي الإنتاج الصناعي الياباني، وبأكثر من 46% من إجمالي صادرات الصين والدنمارك وسويسرا.

يوضح الشكل رقم 1 مساهمة قطاع المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في إجمالي الناتج المحلي للبلدان مرتفعة الدخل ومتوسطة الدخل ومنخفضة الدخل، أما الشكل رقم 2 فيوضح مساهمتها في العمالة بين هذه الدول.

الشكل (1) : مساهمة المؤسسات الصغيرة والمتوسطة والقطاع غير النظامي

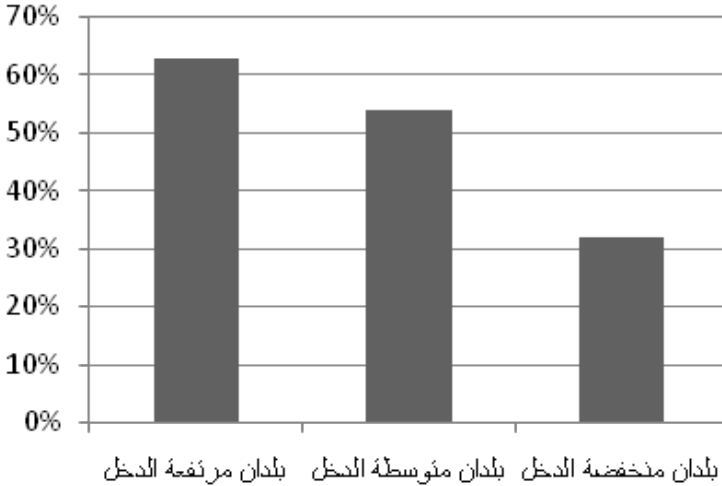
في الناتج المحلي الإجمالي



المصدر: دليل المعرفة المصرفية للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة، مؤسسة التمويل الدولية، مجموعة البنك الدولي، 2009، ص 11.

(6) - مؤسسة التمويل الدولية. دليل المعرفة المصرفية للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة، 2009، ص 11.  
www.ifc.org/wps/wcm/connect/ffbf0a0049585fe8a182b519583b6d16/SMEA.pdf?MOD=AJPERES, (10/12/2010).

**الشكل (2) : مساهمة المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في العمالة القطرية الرسمية**



**المصدر :** دليل المعرفة المصرفية للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة، مؤسسة التمويل الدولية، مجموعة البنك الدولي، 2009، ص. 12.

أشاد تقرير صدر عن مؤتمر الأمم المتحدة للتجارة والتنمية<sup>(7)</sup>، وتعاونت معه في إطلاقه منظمة الأمم المتحدة للتنمية الصناعية (يونيدو UNIDO) بالدور الريادي للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة من واقع مسح ميداني ودراسة حالات معينة تمت بعد الأزمة المالية الآسيوية في مجموعة من الدول الآسيوية (اليابان، ماينمار، الفلبين، كوريا الجنوبية، سنغافورة، تايوان، الصين، وفيتنام)، والتي شكل هذا القطاع فيها نحو 95% من إجمالي الشركات الخاصة العاملة فيها، وما بين 40 إلى 80% من القوى العاملة، وما بين 30 إلى 60% من حجم ناتجها المحلي الإجمالي.

واستقطبت استثمارات أجنبية مباشرة من 15 – 20% في ماينمار وفيتنام إلى ما يزيد على 60% في الفلبين وأشار التقرير إلى إمكانية المؤسسات الصغيرة والمتوسطة رفع حصتها من الاستثمارات الأجنبية لأكثر من 10% من إجمالي حصة منطقة آسيا من هذه الاستثمارات، وان بإمكانها استقطاب قدر غير قليل من الاستثمارات الأجنبية والدخول في مشروعات مشتركة مع شركاء أجنبية، مما قد يساهم في نقل وتوطين التقنية الحديثة وتوسيع القاعدة الإنتاجية وتحسين جودة المنتج وتعزيز القدرة التصديرية خاصة في القطاعات الإنتاجية الناشئة في القطر.

(7) - مناخ الاستثمار في الدول العربية، المرجع السابق، ص. 77.

تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة عبر البورصة (الأسواق المالية البديلة) :  
التجارب الدولية والعربية

كما دخلت قضية العمل في عصر العولمة الاقتصادية مرحلة جديدة، وأصبحت تعتبر بشكل أكبر قضية جوهرية تتطلب حلولاً تواكب التطورات المستجدة، وتزيد من تنامي دور قطاع المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في خلق الوظائف ومكافحة البطالة. وبالنسبة للدول العربية يزداد التحدي على جبهتين الأولى لمكافحة البطالة المرتفعة التي تقدر منظمة العمل العربية معدلاتها بنحو 24 %، وترتفع التقديرات في بعض الدول إلى 32 %، والجهة الثانية مقابلة احتياجات الدول العربية باستحداث 100 مليون فرصة عمل فيها خلال العشرين سنة القادمة.

وللدلالة على أهمية قطاع المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الدول العربية، فانه في مصر مثلاً يشكل حوالي 99 % من جملة المؤسسات الاقتصادية غير الزراعية، ويساهم بحوالي 80 % من إجمالي القيمة المضافة التي ينتجها القطاع الخاص ويعمل به حوالي ثلثي القوة العاملة وثلاثة أرباع العاملين في الوظائف الخاصة خارج القطاع الزراعي، أما في الكويت فيشكل قطاع المؤسسات الصغيرة والمتوسطة ما يقارب 90 % من المؤسسات الخاصة العاملة، ويضم عمالة وافدة تقدر بنحو 45 % من قوة العمل، وعمالة وطنية بنسبة تقل عن 1 %، وفي لبنان تشكل المؤسسات الصغيرة ومتوسطة الحجم أكثر من 95 % من إجمالي المؤسسات، وتساهم بنحو 90 % من الوظائف. وفي دولة الإمارات شكلت المشاريع المصغرة والمتوسطة نحو 94.3 % من المشاريع الاقتصادية في الدولة، وتوظف نحو 62 % من القوة العاملة، وتساهم بحوالي 75 % من الناتج المحلي الإجمالي للدولة.

### 3- الاحتياجات المالية للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة والمصادر التقليدية لتمويلها

تحتاج المؤسسات الصغيرة والمتوسطة إلى التمويل في فترات حياتها بدءاً بتأسيس المؤسسة وانطلاقها، وأثناء تطويرها وتنميتها وتحديثها، وكذلك في حالة استعداد المؤسسة إلى الانطلاق نحو الأسواق التصديرية. وتحتاج المؤسسات الصغيرة والمتوسطة للتمويل في مجالات البحث والتدريب ومتابعة الأسواق ومسايرة تطورات الإنتاج، إضافة إلى الحالات التي يتعرض فيها المشروع لأي حدث استثنائي.

هذه الاحتياجات المختلفة يمكن تمويلها بعدة أساليب :

- **التمويل الذاتي** : ويتمثل هذا النمط التمويلي في الاعتماد على الأموال الذاتية للمؤسسة إضافة إلى المدخرات الشخصية لأصحاب المؤسسة، وكذلك اللجوء إلى الأرباح المحتجزة في صورة احتياطات ومخصصات الإهلاكات والمؤنات.

- **التمويل البنكي** : شهدت الخدمات البنكية في البلدان الصناعية تطورا كبيرا تجاه تعاملها مع المؤسسات الصغيرة والمتوسطة بفضل طرق مبتكرة تأخذ بعين الاعتبار احتياجات تمويل المشروعات الصغيرة والمتوسطة وإمكانياتها المحدودة. ويرتبط تمويل المصارف للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة بدورة الاستغلال، والغرض الأساسي من هذه القروض هو المساهمة في تمويل الإنفاق الجاري للمؤسسة خلال دورة الاستغلال (شراء مواد أولية، دفع أجور...) أو توفير السيولة للمؤسسة وتمكينها من مواجهة الالتزامات القصيرة الأجل لضمان السير الطبيعي لدورة الاستغلال. ونظرا لما تمتاز به نشاطات الاستغلال من تكرار خلال دورة النشاط القصيرة المدة، فإنها تحتاج إلى نوع معين من التمويل يتلاءم مع هذه الميزة، وهو ما دفع بالبنوك إلى ضرورة تكييف أدواتها التمويلية بما يتماشى وطبيعة نشاطات الاستغلال. كما يرتبط التمويل بنشاطات الاستثمار فيها سواء في بداية نشاطها أو في مراحل توسعها، وفي هذا الإطار توفر البنوك قروض متوسطة وطويلة الأجل لتمويل استثمارات المؤسسات الصغيرة والمتوسطة الأجل.

لكن يبقى حصول المؤسسات الصغيرة والمتوسطة على التمويل البنكي صعبا جدا بسبب الشروط التي تفرضها البنوك وخاصة ما يتعلق بالضمانات، وفي سبيل تذليل هذه العقبات يعد برنامج ضمان القروض أهم الآليات الحكومية وغير الحكومية لترقية التعاملات البنكية بين المؤسسات الصغيرة والمتوسطة والبنوك<sup>(8)</sup>؛ من خلال توفير حجم معين من الثقة لأطراف التعامل؛ أو بعبارة أخرى طرفا ثالثا يمثل حلقة وصل بين البنوك وأصحاب المشاريع في غياب شروط الضمان، حيث تكفل هذه الهيئات الأقساط المتعثر سدادها من القرض والتي تدفع فورا للبنك وفق النسب المحددة في العقد. أما في حالة الإفلاس يقوم الصندوق بتعويض النسب التي تم ضمانها من القرض والباقي يتحمله صاحب المشروع. وعرفت طريقة تقسيم المخاطر نجاحا في دول العالم وبدرجات متفاوتة، ونجد اليابان من الأمثلة الناجحة بفضل نظام ضمان القرض الخاص بالمؤسسات الصغيرة والمتوسطة وهي هيئة

(8) - بنوة شعيب، سحنون سمير. المؤسسات الصغيرة والمتوسطة ومشاكل تمويلها في الجزائر، الملتقى الدولي حول متطلبات تأهيل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الدول العربية، جامعة الشلف، الجزائر، 2006، ص. 427.



تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة عبر البورصة (الأسواق المالية البديلة) :  
التجارب الدولية والعربية

تدعى Credit Guarantee Corporation، و التي تملك 52 فرعا لها منتشرة على أنحاء متفرقة من مدن اليابان. وفي الاتحاد الأوروبي حققت هذه الهيئات نجاحا كبيرا في مجال النهوض بالمؤسسات الصغيرة والمتوسطة والقضاء على صعوبات التمويل. ففي ايطاليا مثلا يوجد أكثر من 500 هيئة ضمان أنشئت بفضل تدخل كل المعنيين سواء كانوا جمعيات مهنية أو أرباب عمل أو غرف تجارية وحكومية. ويتم منح الضمان بنسب متفاوتة، كما تعمل على دعم أعضائها في التفاوض مع البنوك للحصول على شروط مناسبة.

- تمويل المؤسسات المالية المتخصصة : يلعب تخصص البنوك والمؤسسات المالية دورا مهما في تجاوز عقبات التمويل، وذلك من خلال توفير بدائل ميسرة من أجل تمويل استثمارات المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، والتي نجد منها التمويل الإيجاري crédit Leasing وتمويل مؤسسات رأس مال المخاطر Capital Risk.

- التمويل الإيجاري : وهو اتفاق تعاقدى بين المؤجر وعادة ما يكون بنكا أو مؤسسة مالية أو شركة تأجير مؤهلة قانونا لذلك والمستأجر للمعدات والآلات والتجهيزات أو العقارات لمدة معينة مقابل دفع الإيجار. ويتيح هذا الاتفاق التعاقدى للمؤسسة إمكانية الحصول على الآلات والمعدات اللازمة لمباشرة نشاطها خاصة تلك المؤسسات التي هي في بداية التأسيس مع إمكانية الحصول على تلك التجهيزات أو المعدات عند نهاية العقد. وبالتالي يلائم هذا النوع من التمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة التي تمتاز بمحدودية قدراتها المالية، حيث يسمح لها بالحصول على التجهيزات دون دفع أية مبالغ باستثناء الإيجار المتفق عليه.

- رأس مال المخاطر : وهي تقنية لا تقوم على أساس تقديم الأموال للمؤسسة فحسب، وإنما على أساس المشاركة في المشاريع، حيث يقوم المشارك بتمويل المشروع دون ضمان العائد ولا مبلغه وبذلك هو يخاطر بأمواله. ولهذا فهي تقنية تساعد أكثر المؤسسات الصغيرة والمتوسطة الجديدة والتوسعية التي تواجه صعوبات تمويلية، حيث أن البنوك ترفض منحها القروض نظرا لعدم توفر الضمانات. ورأس مال المخاطر كما عرفته الجمعية الأوروبية «EVCA» هو كل رأسمالي يوظف بواسطة وسيط مالي متخصص في مشروعات خاصة ذات مخاطر مرتفعة تتميز باحتمال نمو قوي لكنها لا تضمن في الحال يقينا بالحصول على دخل أو التأكد من استرداد رأس المال في التاريخ المحدد (وذلك هو مصدر المخاطر) أملا في

الحصول على فائض قيمة في المستقبل، فمؤسسات رأس مال المخاطر تقوم على مبدأ المشاركة في المشاريع واقتسام الأرباح والخسائر<sup>(9)</sup>.

ففي مرحلة أولى من نشاط شركة رأس مال المخاطر، تقوم هذه الشركة بتجميع الموارد المالية، وهنا تظهر قدرة الفريق المكون لهذه الشركة ومهارته في جمع الموارد واجتذاب المستثمرين، وبعدها تأتي مرحلة البحث التي يتمثل هدفها في إثارة ملفات الترشيح التي تقدم من طرف المؤسسات الطالبة لهذا النوع من التمويل. وفي مرحلة مكملة يتم تصنيف ملفات الترشيح بحسب درجة المصداقية، وذلك باختبار معمق للملفات لاختيار المناسب منها لتصل شركة رأس مال المخاطر إلى مرحلة تحديد شكل أو كيفية تدخلها في المشروعات المستفيدة من التمويل والمساعدات الأخرى المتعلقة بمرحلة الإنشاء والانطلاق أو المتعلقة بتسويق المنتجات وتسهيل العلاقات مع البنوك أو البحث عن شركاء آخرين. وكمرحلة أخيرة في إطار ممارسة هذا النشاط التمويلي تقوم شركات رأس مال المخاطر بإعادة بيع حصتها من المشروعات الممولة لأصحاب الشركة أو لمستثمرين آخرين، لتعيد طرح اشتراكاتها في السوق التمويلي من جديد.

ومع توفر هذه الصيغ التمويلية، إلا أنه تواجه هذه المؤسسات بعض الصعوبات التمويلية التي يمكن تلخيصها فيما يلي :

- تعتمد هذه المؤسسات في أغلب الأحيان على التمويل الذاتي وبالتالي فهي تعمل في حدود إمكانيات مالية محدودة.

- نظرا لأن الكيانات القانونية لهذه المؤسسات تكون في الغالب مؤسسات فردية فإنه يصعب عليها زيادة رؤوس أموالها عن طريق طرح أسهم في الأوراق المالية أو إصدار سندات للاقتراض.

- تواجه هذه المؤسسات مشكلات تمويلية ترجع إلى تردد بعض المصارف التجارية في منح هذه المؤسسات قروضا ائتمانية متوسطة أو طويلة الأجل ما لم تقدم تلك المؤسسات ضمانات.

- إن التمويل المتاح في بعض الأحيان لهذه المؤسسات يعتبر غير مناسب لاحتياجاتها التمويلية نظرا لانخفاض مدة الائتمان أو لعدم كفايته.

(9) - برييش السعيد. رأس مال المخاطر بديل مستحدث لتمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر، مجلة الباحث، العدد 05، جامعة ورقلة، الجزائر، 2007، ص. 07.

[http://rweb.luedld.net/rc5/1\\_ANB\\_Beribeche\\_Ar.pdf](http://rweb.luedld.net/rc5/1_ANB_Beribeche_Ar.pdf) (10/12/2010).

تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة عبر البورصة (الأسواق المالية البديلة) :  
التجارب الدولية والعربية

- إن التمويل هو روح المشاريع، والكثير من اقتراحات المشاريع المنيرة والأفكار ما تُقتل لعدم الحصول على التمويل المناسب، فبدون المبالغ الضرورية لن ينجح أي مشروع وخاصة في المراحل الأولية.

#### 4- تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة عن طريق البورصة

مع تحول المؤسسات من ثقافة التمويل التقليدي عن طريق البنوك إلى ثقافة التمويل المباشر عن طريق البورصة (الأسواق المالية)، ظهرت إشكالية تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة عن طريق هذه الآلية ، حيث أن المؤسسات المرشحة لدخول البورصة قليلة جدا، وهذا يرجع إلى عدة أسباب أهمها شروط الإدراج والقبول في البورصة لا تسمح للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة فيما يتعلق بشكلها القانوني أو فيما يخص شروط رأس المال والنتائج المحققة... في القبول بتسعيرة البورصة، وهذا ما دفع بالعديد من الدول المتقدمة والنامية على حد سواء إلى البحث عن آليات جديدة لتكييف البورصة مع واقع هذه المؤسسات حيث تم استحداث أسواق مالية متخصصة لقيود وتداول الأوراق المالية للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة كمدخل لجذب الاستثمارات المحلية والأجنبية، وإحداث طفرة في نمو قطاعات محددة، مما يسمح بتوفير أدوات تمويلية طويلة الأجل للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة تمكنها من توسيع قاعدتها المالية وزيادة مواردها الذاتية، بما يؤدي إلى رفع قدرتها التنافسية كبر حجمها وتعظيم قيمتها المضافة. وهو عكس الحال في حالة حصول الشركة على التمويل اللازم لها عن طريق القروض البنكية كما هو موضح في الجدول رقم 02 الذي يوضح لنا مزايا التمويل بالبورصة مقارنة بالاقتراض من البنوك.

أوجه المقارنة	التمويل من البنوك	التمويل من البورصة
تكلفة الاقتراض	أعلى	عمليا تكون أقل
الحد الأقصى للتمويل	هناك حدود قصوى للتمويل ترتبط غالبا بحجم رأس المال	لا يوجد حد أقصى طالما هناك اقتناع من المساهمين بفرض نمو الشركة
إمكانية زيادة التمويل في أي وقت	محدودة وتوقف على شروط البنك	أكثر مرونة ولا يوجد لها حدود قصوى
اشتراطات وجود ضمانات أو أصول	يشتراط وجود أصول يفتنح بها البنك	لا يشترط وجود أي أصول كضمانات

يسهل القيد في البورصة للشركاء غير المشاركين في عملية الإدارة، من خلال متابعة دقيقة وملائمة لأوضاع الشركة وخططها المستقبلية ومستويات أدائها وخاصة في حالة الشركات العائلية	لا يوجد تأثير ايجابي فيما يتعلق بحماية حقوق الشركاء	حماية حقوق الشركاء
وجود الشركة في البورصة يساعد في زيادة فرصة اندماجها واستحواذ شركات كبرى عليها	لا يوجد أي تأثير	تسهيل عمليات الاندماج والاستحواذ
صناديق الاستثمار ورأس المال المخاطر تفضل الاستثمار في شركات مقيدة في البورصة لتسهيل عملية الخروج	لا يوفر التمويل البنكي أي ميزة	تسهيل عملية خروج الشركاء
تساهم في تحديد القيمة العادلة للشركة من خلال القيمة السوقية	لا يؤثر على القيمة العادلة للشركة	تحديد قيمة عادلة للشركة
وجود الشركة بالبورصة يسهل عملية دخول مستثمرين استراتيجيين يساعدون في تنمية الشركة فنيا وإداريا	التمويل البنكي يقتصر على الاقتراض فقط	إمكانية وجود دعم فني وإداري
التزامات القيد والإفصاح تساهم في رفع كفاءة الشركة	لا يوجد تأثير على كفاءة الشركة	رفع الكفاءة التنظيمية للشركة

**المصدر :** حسين عبد المطلب الأسرج، دور بورصة النيل في تنمية المشروعات الصغيرة والمتوسطة في مصر، ورقة عمل رقم 12364 منشورة على موقع <http://mpr.a.ub.uni-muenchen.de/12364>، ديسمبر 2008، ص 10.

وعلى المستوى الدولي عُرفت عدة تجارب للأسواق المالية الموجهة لتمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، 36 سوقا للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة في العالم برأس مال السوق للمؤسسات المقيدة بها يتجاوز 4 ترليون دولار وعاند استثماري يتجاوز 50 % في بعض الأسواق<sup>(10)</sup>. ومن الأمثلة الناجحة لها سوق الاستثمارات البديلة AIM في بورصة لندن، سوق Kosdaq في كوريا، وسوق

(10)- هبة الصيرفي. مشروع إنشاء سوق للشركات الصغيرة والمتوسطة ببورصتي القاهرة والإسكندرية، مركز المشروعات الدولية الخاصة

<http://www.efham.net/uploads/documents/Nilex.pdf> ، (10/08/2012).

تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة عبر البورصة (الأسواق المالية البديلة) :  
التجارب الدولية والعربية

Alternative Exchange ALTx في جنوب أفريقيا، في استراليا ASX SME Equity Market، سوق Star في إيطاليا. وهناك عدة تجارب عربية في هذا الشأن أولها بورصة النيل Nilex في مصر، والسوق البديلة -Le Marché Alter natif بتونس، سوق الشركات الناشئة QE Venture Market بقطر.

ويجب على المؤسسات الراغبة في القيد والتداول في أسواق المؤسسات الصغيرة والمتوسطة أن تتعاقد مع أحد الرعاة المعتمدين، والراعي (Sponsor) هو مؤسسة أو شركة متخصصة تضمن حسن أداء المؤسسة والتزامها بقواعد القيد، حيث تعمل على تأهيل المؤسسات للقيد في بورصة المؤسسات الصغيرة والمتوسطة وتقديم الاستشارات لها، مع الإعداد لعملية طرح أسهمها وتدريب العاملين لدى المؤسسة على قواعد القيد والإفصاح وكيفية الالتزام به. لا يتدخل الراعي في إدارة المؤسسة بأي شكل من الأشكال ولا سلطة له على أي قرار استثماري تتخذه المؤسسة.

ويكون الراعي مسؤول عن معاونة المؤسسة في مرحلة قيد أوراقها المالية في البورصة، كما يتولى مسؤولية إلتزام المؤسسة بقواعد ومعايير القيد والإفصاح في البورصة بالإضافة إلى إصدار التغطية البحثية والمحافظة على استمرار قيدها بالبورصة.

#### 1.4 التجربة الانجليزية : سوق للاستثمارات البديلة Alternative Investment Market (AIM)

تعتبر لندن من أهم المراكز المالية الدولية ولذلك تتمتع بورصة لندن LSE بمكانة مميزة في مجال تداول الأسهم. في 1995 تأسست بها سوق موازية أطلق عليها سوق الاستثمارات البديلة AIM لتشجيع المؤسسات الصغيرة والمتوسطة الموجودة أصلا والتي هي في حالة نمو، والمؤسسات الجديدة قيد الإنشاء والتي تعمل في كل القطاعات ومن كل دول العالم على جمع الأموال عن طريق طرح الأسهم للاكتتاب بصورة مباشرة. وتعتبر هذه السوق جزءا من البورصة الرئيسية LSE التي تتولى إصدار التشريعات والتنظيمات لها.

تتميز هذه السوق بشروط أكثر مرونة في قبول المؤسسات بها مقارنة بالسوق الرئيسية، حيث لا يوجد حد أدنى من رأس المال المطلوب ولا حد للأسهم المطروحة للتداول، وليس مطلوب منها تقديم نتائجها المحاسبية عن تاريخها، وليس إجباريا حصولها على تأشيرة البورصة الرئيسية لقبول تداول أوراقها، وبالمقابل ضرورة

أن يرافق المؤسسة الراغبة في الإدراج بها راعي أو مستشار معتمد Nominated Adviser من طرف هيئة سوق لندن للأوراق المالية، وفي الوقت نفسه يجب أن يرافقه سمسار أوراق مالية broker مسؤول عن تسهيل وتشجيع التداول في أسهم الشركة في السوق. وكثيرا ما تختار المؤسسة نفس الشركة لتكون مرافقا وسمسارا لها<sup>(11)</sup>. وتمتاز الأسواق اللندنية بكبار المحللين الذين يستطيعون تسويق الشركات لصناع الأسواق فضلا عن تقديم تلك الشركات إلى صناديق التحوط، وصناديق التقاعد، وغير ذلك.

سوق الاستثمارات البديلة أصبحت سوقا دولية لاستقطاب المؤسسات الأجنبية الراغبة في الإدراج والتمويل عبر البورصة ساعدت منذ إنشائها أكثر من 3000 مؤسسة على تحقيق أكثر من 60 مليار جنيه إسترليني. وتضم حاليا 1094 مؤسسة (منها 228 مؤسسة أجنبية) بقيمة سوقية تجاوزت 78 مليار جنيه إسترليني في نهاية مارس 2014، ما يمثل 34.8% من القيمة السوقية للشركات المدرجة بالسوق الرئيسية (927 شركة) 2240 مليار جنيه إسترليني<sup>(12)</sup>. وفي السنوات الماضية قامت بعض المؤسسات المدرجة بالسوق الرئيسية بالتحول إلى سوق الاستثمارات البديلة، للاستفادة من المزايا الجبائية التي تحصل عليها المؤسسات المدرجة بهذه الأخيرة. في 2005 مثلا 40 مؤسسة تحولت من السوق الرئيسية إلى السوق البديلة مقابل تحول 141 مؤسسة من السوق البديلة إلى السوق الرئيسية حتى نهاية 2010.

#### 2-4 تجربة ALTERNEXT

تم إنشائها من طرف Euronext في 17 ماي 2005 من أجل إدراج وتمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة والتي تخضع لقواعد قيد أقل تقييدا مع حد أدنى من الحماية. حيث أن الشركة التي ترغب في الدخول إلى هذه البورصة تطرح في السوق ما لا يقل عن 2,5 مليون أورو من الأوراق المالية (وهو رقم أقل بكثير من الحد المطلوب في السوق الرئيسية Euronext التي تشترط 15 مليون أورو في

(11)- A guide to AIM. Publication of London Stock Exchange, p. 6.

<http://www.londonstockexchange.com/companies-and-advisors/aim/publications/documents/a-guide-to-aim.pdf>, (05/06/2012).

(12)- Main Market Factsheet. Publication of London Stock Exchange, 2014, p 13.

<http://www.londonstockexchange.com/statistics/historic/main-market/mar-14.pdf>, (04/05/2014).

تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة عبر البورصة (الأسواق المالية البديلة) :  
التجارب الدولية والعربية

المتوسط) وهذا من أجل توفير حد أدنى من حركية أوراق المؤسسة في البورصة. كما يجب عليها تقديم كشوفها المحاسبية لسنتين سابقتين لسنة طلب الإدراج، و مع ذلك فهي ليست ملزمة بتقديمها وفقا للمعايير الدولية للمحاسبة على عكس المؤسسات التي تطلب الإدراج في البورصة الرئيسية للاتحاد الأوروبي التي يشترط منها تقديمها وفقا لهذه المعايير و لمدة ثلاث سنوات ماضية. كما يشترط لها تقديم قائمة المؤسسات الراعية، والتي تضم متخصصين ماليين يرافقون الشركة خلال عملية الإدراج، تتولى القيام بمهمتين، الأولى تتمثل في تقديم النصائح والمساعدة خلال عملية الاكتتاب، ثم في السنوات الأولى من بدء التداول (سنتين على الأقل) تتمثل مهمتها في دعم الشركة خلال حياتها في البورصة. و بالنسبة لقواعد الإفصاح المالي، فخلافا للشركات المدرجة بالبورصة الرئيسية Euronext، الشركات المدرجة في Alternext ليست ملزمة بنشرة فصلية عن حساباتها، إلا أنها ملزمة بتقديم الحسابات السنوية والحسابات السداسية<sup>(13)</sup>.

حسب آخر تقرير صادر في ديسمبر 2013<sup>(14)</sup>، توجد بالسوق البديلة 184 شركة بقيمة سوقية 8,325 مليار أورو ما يمثل نسبة 0.32 % من القيمة السوقية للشركات المدرجة بالسوق الرئيسية (898) Euronext شركة التي تبلغ قيمتها 2592 مليار أورو.

#### 3.4 التجربة الإيطالية : السوق البديلة لرأس المال

AIM Italia - Mercato Alternativo del Capitale (Alternative Capital Market)  
قامت البورصة الإيطالية (borsa italiana) بتأسيس قسم خاص لتمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة الإيطالية في 1 مارس 2012 أطلق عليه السوق البديلة لرأس المال Mercato Alternativo del Capitale وذلك تحت إشراف بورصة لندن لتجسيد تجربتها في سوق الاستثمارات البديلة AIM لأكثر من 15 سنة والوصول إلى نفس النتائج المحققة. وخلافا للسوق الرئيسية سوق الاستثمارات البديلة تسمح للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة الإيطالية الدخول إلى البورصة

(13) - Alternext. Mode d'emploi : <http://www.journaldunet.com/management/0505/050582alternext.shtml>, (12/01/2010).

(14)- Alternext. Euronext : <https://europeanequities.nyx.com/en/markets/nyse-alternext>, (04/05/2014).

<https://europeanequities.nyx.com/en/markets/nyse-uronext>, (04/05/2014).

خلال فترة قصيرة وبإجراءات بسيطة وبأقل تكلفة وذلك لتمييزها بسرعة ومرونة إجراءات القيد وحماية المستثمرين في نفس الوقت، مع احترامها نفس الشروط فيما يتعلق بالشفافية والسيولة في السوق الرئيسية، فوجد إجبارية تبليغ السوق بكل المعلومات التي من شأنها التأثير على قيمتها السوقية.

تعتمد السوق البديلة لرأس المال لإدراج المؤسسة على ضرورة إستفائها لشرط أساسي وضروري وهو مرافقة مستشار معتمد (Nominated Adviser) بمثابة راعي للمؤسسة، وهو مسؤول أما البورصة الايطالية لتهيئة المؤسسة لقبدها في السوق ومرافقتها في اعداد تقاريرها المالية واحترام متطلبات الإفصاح والشفافية خلال مدة بقائها في السوق.

قبل إنشاء السوق البديلة لرأس المال عرفت إيطاليا سوق STAR وهو جزء من البورصة الايطالية مخصص للمؤسسات متوسطة الحجم برأس مال أقل من 1 مليار أورو. ولالإدراج بها يجب على المؤسسات الالتزام بمتطلبات أعلى مستوى من الشفافية والإفصاح، تداول 35 % من الأسهم، وحوكمة الشركات بما يتماشى مع المعايير الدولية.

بلغ عدد الشركات المدرجة بالسوق البديلة في 31 مارس (15) 2014، 41 شركة بقيمة 1,597 مليار أورو ما يمثل نسبة 0.31 % من إجمالي القيمة السوقية للشركات المدرجة بالبورصة الايطالية، مقابل 277 شركة بقيمة 509.978 مليار أورو ما يمثل نسبة 99.69 % بالنسبة للسوق الرئيسية، منها 5,01 % تمثل شركات مدرجة بسوق STAR بقيمة سوقية 25.609 مليار أورو.

#### 4-4 التجربة المصرية : بورصة النيل Nilex

قامت بورصتنا القاهرة والإسكندرية في 25 أكتوبر 2007 بإطلاق بورصة النيل كأول سوق لقيد وتداول أسهم وسندات الشركات الصغيرة والمتوسطة، وذلك بهدف دعمها وزيادة حجم الاستثمارات المحلية والأجنبية بها، وهو ما يسهم في التغلب على المعوقات التمويلية التي تواجهها وتحد من فرص نموها عن طريق قيد أسهمها في البورصة وفقا لقواعد قيد وإفصاح وتكلفة أقل مصممة خصيصا لسوق المؤسسات الصغيرة والمتوسطة.

(15) - Publication of Italia Stock Exchange, [http://www.borsaitaliana.it/borsaitaliana/statistiche/statistiche-storiche/capitalizzazioni/2014/201403/capitalizzazione delleazioniquote.en\\_pdf.htm](http://www.borsaitaliana.it/borsaitaliana/statistiche/statistiche-storiche/capitalizzazioni/2014/201403/capitalizzazione delleazioniquote.en_pdf.htm), (04/05/2014).



تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة عبر البورصة (الأسواق المالية البديلة) :  
التجارب الدولية والعربية

تستهدف بورصة النيل دعم وتنمية المؤسسات الصغيرة والمتوسطة من كافة دول منطقة الشرق الأوسط وشمال إفريقيا بدون التقيد بصناعة معينة أو حدود جغرافية بما في ذلك المؤسسات العائلية التي ترغب في التحول إلى شركات مساهمة ذات قاعدة مستثمرين واسعة لمساعدتها على النمو والتوسع وفقاً لشروط ميسرة وذات مرونة عالية مقارنة بالسوق الرئيسي<sup>(16)</sup>. 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، مع إعفائهم من بعض الشروط التي لا تخل بسلامة السوق وأمنه، حيث يكفي بتقديم القوائم المالية السنوية مراجعة من قبل محاسب قانوني معتمد، والنتائج ربع السنوية ونصف السنوية معتمدة من مجلس إدارة الشركة. وتكون مسؤولية الالتزام بقواعد القيد والإفصاح مشتركة بين الشركة والراعي المعتمد.

بلغ عدد المؤسسات المدرجة ببورصة النيل 19 مؤسسة من أصل 211 مؤسسة بالبورصة المصرية، وبلغت الرسملة السوقية لهذه المؤسسات 1,196 مليار جنيه ما يمثل نسبة 0,25 % مقارنة بالرسملة الإجمالية للبورصة المصرية التي بلغت 483,370 مليار جنيه<sup>(17)</sup>. ويبقى حجم المؤسسات المدرجة ببورصة النيل ضعيفا رغم التسهيلات المتوفرة والشروط الميسرة للإدراج بها، وما زالت المؤسسات الصغيرة والمتوسطة تلجأ إلى البنوك كملاذ للتمويل نظرا لحدثة بورصة النيل وتخوفهم منها.

#### 5-4 التجربة التونسية : السوق البديلة Le Marché Alternative

في إطار البرنامج المستقبلي لتونس الغد والخاص بالإصلاحات المالية والذي تضمن مجموعة من الإجراءات المتكاملة الرامية إلى تسهيل الدخول إلى البورصة وضمان الاستثمار فيها، دخلت السوق المالية البديلة حيز العمل في أول نوفمبر 2007 كإحدى الآليات التي وضعتها الدولة لتنشيط السوق المالية والرفع من مساهمتها في تعبئة الادخار وتمويل الاقتصاد، حيث تمثل رسملة البورصة 16 %

(16) - سوق الشركات المتوسطة والصغيرة. بورصة النيل، ص. 3.

(17) - بورصة النيل، (04/05/2014)، <https://www.nilex.egyptse.com/> ، (01/06/2012)، [https://www.nilex.egyptse.com/ar/download/pdf/NILEX\\_Brochure\\_a.pdf](https://www.nilex.egyptse.com/ar/download/pdf/NILEX_Brochure_a.pdf).

من الناتج المحلي الخام التونسي<sup>(18)</sup>، ومن شأن هذه الخطوة، أي إنشاء السوق البديلة أن تمكن المؤسسات الصغيرة والمتوسطة من دخول السوق المالية في ظل عدم قدرتها على الاستجابة للاشتراطات النظامية للدخول في السوق الرئيسية للبورصة، كما أن هذه السوق البديلة موجهة كذلك للمشاريع الكبرى التي تنوي الانفتاح على الجمهور منذ انطلاقتها. وفي إطار العمل على ضمان نجاح هذه السوق تم العمل على إدراج قائمة بأكثر من 50 مؤسسة تم تحضيرها لدخول السوق البديلة كأول تجربة<sup>(19)</sup>.

هناك مجموعة الشروط التي ينبغي توفرها في الشركات التي تريد الإدراج في السوق البديلة، منها ما هو مشترك مع السوق الرئيسية، ومنها ما تختص به السوق البديلة فقط. فيما يخص الشروط المشتركة بين السوق الرئيسية والسوق البديلة يجب<sup>(20)</sup> :

- نشر القوائم المالية السنوية للشركة بالنسبة للسنتين الأخيرتين مصادق عليها، مع إمكانية استثناء بالنسبة للشركات التي يقل نشاطها عن سنتين.

- توزيع نسبة لا تقل عن 10 بالمائة من رأس مال الشركة على العموم (يقصد بالعموم المساهمون الذين يمتلكون فرادى نسبة أقصاها 0,5 بالمائة من رأس المال بالنسبة لغير المؤسساتيين ونسبة أقصاها 5 بالمائة بالنسبة للمستثمرين المؤسساتيين، والمستثمرين المؤسساتيين هم مؤسسات التوظيف الجماعي في الأوراق المالية ومؤسسات التأمين وشركات الاستثمار ذات رأس مال قار وذات رأس مال تنمية وصناديق التقاعد)، ويمكن منح استثناء إذا تعلق التوزيع بمبلغ يساوي أو يفوق مليون دينار.

- تقديم تقرير في قيم أصول الشركة.

- توفير تنظيم مناسب وهياكل رقابية داخلية و هياكل رقابة للتصرف.

- تقديرات أنشطة الشركة لمدة خمس سنوات مرفقة برأي مدقق الحسابات.

(18) - Mohamed Agrebi. Le financement des PME en Tunisie, Ministère de l'industrie, de l'énergie et des PME de Tunisie. [www.oecd.org/dataoecd/12/58/34975821.ppt](http://www.oecd.org/dataoecd/12/58/34975821.ppt), (15/06/2012).

(19) - Maher Zouari. Mécanismes de financement de l'entreprise en Tunisie, atelier sur la stratégie de compétitivité et du développement du secteur privé, Ministère des finances tunisien. [www.oecd.org/dataoecd/3/3/40565586.pdf](http://www.oecd.org/dataoecd/3/3/40565586.pdf) (12/06/2012).

(20) - Le marché alternatif, [www.bvmt.com.tn/alternatif](http://www.bvmt.com.tn/alternatif), (13/06/2012).

- نشرة إدراج بالبورصة مؤشر عليها من قبل هيئة السوق المالية.

والمؤسسات المدرجة بالسوق البديلة ملزمة بنشر القوائم المالية السنوية ونصف السنوية ومؤشرات ثلاثية للنشاط في آجال محددة، ونشر آني لكل المعلومات التي من شأنها أن تؤثر بصفة ملموسة في سعر السهم<sup>(21)</sup>. ومن شأن المؤسسات المدرجة في السوق البديلة الاستفادة من امتيازات ضريبية تتمثل في التخفيض في نسبة الضريبة على أرباح الشركات بنسبة تصل إلى 20 % لمدة خمس (5) سنوات شريطة فتح رأس المال على العموم بنسبة لا تقل عن 30 %<sup>(22)</sup>. ويتضمن نجاح مسار أسهم الشركة خلال فترة إدراجها بالسوق البديلة تحويلها إلى السوق الرئيسية، ويمثل ذلك تنويجا يزيد من تدعيم صورة الشركة وسمعتها ويفتح لها الأبواب أمام تحقيق طموحاتها في النمو والتطور عبر التمويل المباشر من السوق المالية<sup>(23)</sup>.

لكن تبقى النتائج التي حققتها السوق البديلة في بورصة تونس لا ترتقي إلى مستوى الأهداف المرسومة لها كمصدر لتمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة. فرغم مرور سبع سنوات على إحداثها لا تضم السوق البديلة اليوم سوى تسعة مؤسسات من أصل 71 مؤسسة مدرجة بالبورصة التونسية، كما تبلغ الرسملة السوقية لهذه السوق 804 مليون دينار مقارنة بـ 14093 مليار دينار لإجمالي المؤسسات المدرجة بالبورصة الرئيسية، أي أنها لا تمثل سوى 5.7 % من إجمالي القيمة السوقية<sup>(24)</sup>. ويعود سبب الأداء المتواضع للسوق إلى عدم إقبال أصحاب المؤسسات الصغيرة والمتوسطة على هذه السوق ولجوءهم إلى مصادر التمويل التقليدية على غرار البنوك وشركات ذات رأس مال تنمية.

ولتطوير هذه السوق يجب القيام بمزيد من التحسيس لأصحاب المؤسسات الصغيرة والمتوسطة بمزاياها في توفير تمويلات طويلة الأجل، والدعوة إلى ضرورة إعادة النظر في النظام التمويلي الحالي وتحقيق التكامل بين مختلف أطرافه وخاصة شركات الاستثمار ذات رأسمال تنمية التي يمكن أن تضطلع بدور هام في حفز المؤسسات على الإدراج في البورصة.

(21)- Conseil de marché financier tunisien. Cadre légal du Marché alternatif tunisien [http://www.tustex.com/download/divers/marche\\_alt/cmf.pdf](http://www.tustex.com/download/divers/marche_alt/cmf.pdf), (12/06/2012).

(22) - Maher Zouari. opcit.

(23) - Conseil de marché financier tunisien. Le Marché alternatif. [http://www.cmf.org.tn/pdf/textes\\_ref/marche\\_alternatif.pdf](http://www.cmf.org.tn/pdf/textes_ref/marche_alternatif.pdf), (12/06/2012)

(24) - La bourse de Tunis : [www.bvmt.com.tn/publications/bulletins/archive/2014/Bull\\_201404.zip](http://www.bvmt.com.tn/publications/bulletins/archive/2014/Bull_201404.zip), (04/05/2014).

## 6.4 التجربة القطرية : سوق الشركات الناشئة QE Venture Market

تتمثل أهمية السوق الرئيسية القائمة حالياً في بورصة قطر من خلال الدور البارز الذي يؤديه والذي تعتمد عليه المؤسسات القطرية الرائدة منذ تأسيس البورصة في عام 1997. وقد تم إنشاء هذه السوق لتلبية احتياجات المؤسسات التي تملك سجلاً مرموقاً وحافلاً بالأعمال والتي تضمّ فرقاً إدارية من ذوي الخبرة والتي ترغب في الاستفادة من المزايا التي تتمتع بها شركات المساهمة العامة، كما أنها تملك الموارد والخبرات اللازمة التي تمكنها من تلبية متطلبات الإفصاح وقوانين الإدراج.

من الخطوات الهامة في إطار جهود التطوير المستمر للبورصة القطرية، قامت بورصة قطر بتأسيس سوق الشركات الناشئة (QE Venture Market) الذي يخدم نمو المؤسسات المتوسطة والصغيرة ذات الحد الأدنى من سجلات الأداء ومستوى أعلى من المخاطر، ولكنها تدرج في خانة المؤسسات في طور النمو والتي تحتاج للحصول على رأس المال المطلوب من أجل عملية الإدراج في سوق أصغر من سوق الأسهم العادي، وتمكينها من الحصول على التمويل اللازم لمشاريعها وتوسيع أنشطة أعمالها بطريقة أكثر يسراً وسهولة وكفاءة، وبشروط إدراج ميسرة إذا تمت مقارنتها بالسوق الرئيسية، حيث أن عملية الإدراج في سوق المؤسسات الناشئة تناسب الشركات الفردية الصغيرة التي تملك قدرات محدودة على تلبية متطلبات الإفصاح وحوكمة الشركات المطلوبة من شركات السوق الرئيسي، وفي الوقت نفسه تتيح للمستثمرين أفراد ومؤسسات محلية ودولية فرص جديدة لشراء الأسهم وتداولها في عددٍ متنامٍ من الشركات. كما أنها ستكون مكاناً حيث يمكن للمؤسسات المهمة من دول مجلس التعاون الخليجي ومنطقة الشرق الأوسط وشمال إفريقيا أن تجذب رأس المال الضروري للاستفادة من الفرص العديدة المتوفرة في المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في المنطقة.

تتمثل الخطوة الأولى في عملية الإدراج في القيام بعملية مراجعة أولية للمتطلبات التي يجب أن توفرها الشركة حتى تصبح شركة مدرجة. ويجب على الشركات التي تقدم طلب الإدراج أن تستوفي عدد من المتطلبات التي تحددها اللوائح والقوانين المنظمة لهذه السوق. إذ يجب على الشركات المدرجة في سوق الشركات الناشئة الامتثال لمتطلبات معينة فيما يتعلق بالشفافية والإفصاح المالي، حيث ينبغي على الشركات المدرجة أن تقص عن المعلومات التي يحتمل أن يكون لها أثر مباشر على أسعار أوراقها المالية أو على القرارات الاستثمارية للمساهمين أو على مصالحهم. ومن بين هذه المتطلبات، على الشركات المدرجة تقديم التقارير المالية السنوية

تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة عبر البورصة (الأسواق المالية البديلة) :  
التجارب الدولية والعربية

مدققة من قبل محاسبين مستقلين خلال 90 يوماً من نهاية الفترة المالية، وتقديم تقارير مالية نصف سنوية خلال 45 يوماً من نهاية الفترة المالية، والإعلان المباشر للسوق عن المعلومات التي تؤثر على أسعار الأوراق المالية. وتستفيد الشركات المدرجة في سوق الشركات الناشئة من نفس الضمانات التنظيمية المتوفرة ضمن شركات السوق الرئيسية. على أن يتم تداول أسهم الشركات المدرجة في سوق الشركات الناشئة على نفس منصة التداول العالمية (UTP) وتتوج الشركات في سوق الشركات الناشئة بالترقية إلى السوق الرئيسية بعد أن تقوم بتنمية وتطوير سجل الأداء المناسب لذلك (25).

**الجدول (3) يعرض مقارنة بين متطلبات الإدراج بالأسواق المالية البديلة مقارنة بالأسواق المالية الرئيسية لكل من البورصة الإيطالية، البورصة المصرية، البورصة التونسية، والبورصة القطرية.**

البورصة	متطلبات الإدراج	السوق البديلة	السوق الرئيسية
البورصة الإيطالية	رأس المال الأدنى	لا يوجد حد أدنى لرأس المال	40 مليون أورو كحد أدنى
	الأسهم القابلة للتداول	تداول 10 % على الأقل	لا يجب أن تقل عن 25 %
	الحد الأدنى للنشاط	لا يوجد حد أدنى	3 سنوات على الأقل
	البيانات المالية	قوائم مالية مدققة لسنة واحدة على الأقل	قوائم مالية مدققة لثلاث سنوات، سنتين منها وفق معايير IFRS
	الراعي المعتمد	تعيين راعي يرافق المؤسسة خلال مدة بقاء أسهمها بالسوق البديلة لأكثر من سنتين.	لا يشترط للإدراج بالسوق الرئيسية الاعتماد على راعي معتمد.
البورصة المصرية	رأس المال الأدنى	500.000 جنيه مصري على أن لا يتجاوز 25 مليون جنيه كحد أقصى	5 مليون جنيه مصري كحد أدنى
	عدد المساهمين	25 مساهم على الأقل	150 مساهم على الأقل في تاريخ القيد
	الأسهم القابلة للتداول	لا يجب أن تقل عن 10 %	لا يجب أن تقل عن 30 %
	رسوم القيد	0.5 % رأس مال المؤسسة	2 % رأس مال المؤسسة
	الراعي المعتمد	تعيين راعي يرافق المؤسسة خلال مدة بقاء أسهمها بالسوق البديلة لأكثر من سنتين.	لا يشترط للإدراج بالسوق الرئيسية الاعتماد على راعي معتمد.

(25) - سوق الشركات الناشئة، (10/08/2012) ، (www.qe.com.qa/qeventuremarket).

البورصة التونسية	الربحية	لا يشترط تسجيل أرباح	تسجيل الشركة ربح خلال آخر سنتين
	عدد المساهمين	100 مساهم على الأقل أو 5 مساهمين (مستثمرين) مؤسساتيين في تاريخ القيد	200 مساهم على الأقل في تاريخ القيد
	الحد الأدنى لرأس المال المكتتب به	لا يشترط رأس مال أدنى	توفير رأس مال أدنى بقيمة 3 مليون دينار
	إدراج مؤسسة في طور التأسيس	يمكن طلب الإدراج من قبل مؤسسة في طور التأسيس عن طريق الاكتتاب العام (في إطار إحداث مشاريع كبرى)	لا يمكن ذلك
	الراعي المعتمد	تعيين راعي يرافق المؤسسة خلال مدة بقاء أسهمها بالسوق البديلة لأكثر من سنتين.	لا يشترط للإدراج بالسوق الرئيسية الاعتماد على راعي معتمد.
البورصة القطرية	الأسهم القابلة للتداول	10 % من الأسهم على الأقل	20 % من الأسهم على الأقل
	الحد الأدنى لرأس المال المكتتب به	5 مليون ريال قطري	40 مليون ريال قطري
	عدد المساهمين	غير محدد	100 مساهم، والشركات العائلية 30 مساهم
	البيانات المالية	إصدار بيانات مالية لمدة سنة واحدة	إصدار بيانات مالية لمدة 3 سنوات على الأقل

المصدر : تم إعداده بالاعتماد على :

- AIM Italia : Rules For Companies, www.borsaitaliana.it

- دليل بورصة النيل : www.nilex.com.eg

- Le Marché Alternatif : www.bvmt.com.tn/alternatif,

- سوق الشركات الناشئة : www.qe.com.qa/qeventuremarket

#### 7-4 التجربة الجزائرية

سمح التنظيم الجديد لبورصة الجزائر للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة بالدخول إلى البورصة للحصول على التمويل اللازم لعملياتها من خلال استحداث قسم مخصص للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة، شريطة الحصول على الرعاية (يتولى وظيفة المرافق المتعهد بالترقية في البورصة) من قبل شركات أو هيئات معترف بها من طرف البورصة، وعلى رأس هيئات الرعاية توجد البنوك والمؤسسات المالية أو شركات مختصة في الخدمات المالية أو الوسطاء المعتمدين في عمليات

تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة عبر البورصة (الأسواق المالية البديلة) :  
التجارب الدولية والعربية

البورصة. وتعتبر مرافق البورصة فاعل أساسي بالنسبة للمؤسسة، والمؤسسة التي لا تتوفر على مرافق غير مؤهلة لدخول البورصة، حيث أن شروط دخول البورصة التي تم تحديدها عند إنشاء البورصة كانت موجهة إلى فئة المؤسسات الكبيرة، والتي تعتبر صارمة مقارنة بالمؤسسات الصغيرة والمتوسطة التي تفتقر للإمكانيات المالية والخبرة الضرورية لتلبية كل هذه الشروط لتكون مسعرة في السوق. وإنشاء قسم مخصص للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة يمنح هذه المؤسسات الكثير من المزايا :

- التمويل المباشر الذي يكمل التمويل البنكي،
- الحصول على موارد ثابتة يتم تخصيصها لتمويل الأصول طويلة الأجل في الميزانية،
- دخول مبسط وبأقل التكاليف إلى البورصة،
- فرص الاستثمار والخروج من الاستثمار فيما يخص شركات الرأسمال الاستثماري،
- ضمان بقائها وديمومتها عن طريق تحويل السندات.
- يشترط على المؤسسات الصغيرة والمتوسطة الراغبة في دخول البورصة في إطار الترتيبات الجديدة التي يتضمنها النظام العام المعدل ما يلي :
- أن تكون قد نشرت كشوفها المالية المصادق عليها عن السنتين الماليين الأخيرتين مع إلغاء شروط الاستفادة والرأسمال الأدنى.
- أن تقوم بفتح رأسمالها في مستوى أدناه 10 % في أجل أقصاه يوم دخولها، ويمكن أن يتم ذلك من خلال رفع رأس المال أو من خلال العرض العلني للبيع أو من خلال التوظيف الذي يسبق التسعير.
- توزيع سنداتها إما على خمسين (50) مساهما وإما على ثلاثة (3) مستثمرين من المؤسسات يمثلون على الأقل نسبة 10 % من الرأسمال.
- تعيين «متعهد بالترقية في البورصة» تتمثل مهمته في تقديم المشورة للشركات ومراقبتها ومراقبتها للتأكد من أنها تقوم بالتزاماتها بشأن المعلومات الدورية.
- تتميز السوق المخصصة للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة بإنشاء وظيفة أساسية تتمثل في وظيفة المرافق الذي يُدعى المتعهد بالترقية في البورصة والتي

تعتبر الابتكار الرئيسي الذي سوف يطبع هذه السوق، ويتعلق الأمر بمتعامل جديد في الساحة المالية الجزائرية تتمثل مهمته في القيام بترقية المؤسسات الصغيرة والمتوسطة ومرافقتها على مستوى بورصة الجزائر. يختلف وضعه القانوني عن وضع الوسيط في عمليات البورصة الذي تعتمده لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة لممارسة عدد معين من النشاطات (التداول، التوظيف، المقابلة، تسيير المحفظة)، أما المتعهد بالترقية فيتميز بما يلي :

- يعتبر شريكا ماليا وقانونيا حقيقيا للمؤسسة الصغيرة والمتوسطة على المدى الطويل، إذ يرافق المؤسسة في التحضير لتسجيرها في البورصة وتقديم المساعدة لها خلال مسارها في البورصة.

- يتصرف كمقدم للخدمات الإعلامية في مجال التحليل والاستشارة وتدقيق الحسابات وفي المجال القانوني والمالية، وهو مختص في العمليات المتعلقة بالأصول طويلة الأجل.

- يعتبر وجوده إلزاميا بالنسبة للمؤسسة الصغيرة والمتوسطة المسعرة في بورصة الجزائر. وهو يساهم في احترام المؤسسة الصغيرة والمتوسطة لالتزاماتها بالشفافية تجاه السوق؛ ويقوم بمرافقتها في تنفيذ التزاماتها.

- نشاط المتعهد بالترقية في البورصة من شأنه أن يعزز ثقة المستثمرين إذ يقوم أيضا بترقية السندات خارج البورصة، على مدى طول مسار المؤسسة الصغيرة والمتوسطة في البورصة.

- يمكن أن يكون المتعهد بالترقية في البورصة بنكا أو مؤسسة مالية أو وسيطا في عمليات البورصة أو شركات تحليل واستشارات مالية وقانونية.

يتعين على شركات الاستشارات والتحليل الراغبة في القيام بترقية المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في بورصة الجزائر أن يتم تعريفها والاعتراف بها وتسجيلها ضمن قائمة من طرف لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها على أساس خبرة هذه الشركات في مجال تمويل المؤسسات. ويتم تحديد العلاقات التي تحكم المتعهد الذي تختاره المؤسسة الصغيرة والمتوسطة وهذه المؤسسة بموجب اتفاقية تُبرم طبقا للنموذج الذي تقوم لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها بإعداده. ويمكن أن ينقض أحد الطرفين هذه الاتفاقية، وفي هذه الحالة، يمكن أن تغير المؤسسة المتعهد بالترقية في البورصة بعد إعلام لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها والحصول



تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة عبر البورصة (الأسواق المالية البديلة) :  
التجارب الدولية والعربية

على موافقتها. يكون المتعهد بالترقية في البورصة مسؤولاً خصوصاً عن بقاء سند المؤسسة الصغيرة والمتوسطة في البورصة باستمرار ضمن جدول التسعيرة وعن سيولته بفضل تزويد الساحة المالية بالمعلومات المستمرة والموثوقة والملائمة. وإذا حصل انقطاع لمسار المؤسسة الصغيرة والمتوسطة في البورصة فإن المتعهد بالترقية في البورصة يمكن أن يتحمل مسؤولية ذلك ويمكن شطب اسمه من القائمة على مستوى لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها.

## 5- الخاتمة

تجلت لنا أهمية المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في مختلف الدول المتقدمة والنامية على حد سواء، إذ تساهم بنسبة كبيرة في الناتج العالمي وتشغل عدد كبير من العمال، وتزيد من التطور التكنولوجي، وتمثل أكثر من 80% من حجم المؤسسات في العالم. وتواجهها في مختلف نواحي الحياة الاقتصادية فقد أصبحت تمثل ركيزة أساسية في تطوير اقتصاد الدولة.

تحتاج هذه المؤسسات إلى التمويل في مختلف فترات حياتها بدءاً بتأسيسها وانطلاقها وأثناء تطويرها وتنميتها، وكذلك في مجالات البحث والتدريب ومتابعة الأسواق، ومسايرة تطورات الإنتاج. هذه الاحتياجات المختلفة يمكن تمويلها بعدة أساليب منها التمويل الذاتي، التمويل البنكي، وتمويل المؤسسات المالية المتخصصة.

مع تحول المؤسسات من ثقافة التمويل التقليدي عن طريق البنوك إلى ثقافة التمويل المباشر من السوق المالي (البورصة)، ظهرت إشكالية تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة عن طريق البورصة وهذا يرجع إلى عدة أسباب. مما دفع بالعديد من الدول إلى البحث في آليات جديدة لتكييف البورصة مع واقع هذه المؤسسات حيث تم استحداث أسواق مالية متخصصة لقيود تداول الأوراق المالية للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة كمدخل لجذب الاستثمارات المحلية والأجنبية، وإحداث طفرة في نمو قطاعات محددة، مما يسمح بتوفير أدوات تمويلية طويلة الأجل للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة تمكنها من توسيع قاعدتها المالية وزيادة مواردها الذاتية، بما يؤدي إلى رفع قدرتها التنافسية كبر حجمها وتعظيم قيمتها المضافة.

لأسواق المالية دور رئيسي في تطوير هذا النوع من المؤسسات، ليس فقط بتوفير التمويل المستمر لها بشروط ميسرة نسبياً والاستفادة من الادخار المتاح، ولكن أيضاً برفع كفاءتها بسبب خضوعها لآليات الرقابة التي تفرضها السوق

المالية على الشركات المقيدة. وعليه أصبح لهذه الأسواق دور الموجه والوسيط في تنمية تلك المؤسسات.

وختاما يمكن تقديم الاقتراحات التالية من أجل ضمان بلوغ بورصة الجزائر المستوى الذي وصلت إليه نظيراتها من البورصات العربية والدولية في هذا المجال:

- تسهيل عملية إدراج المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في البورصة وضرورة مطابقة إجراءات وتشريعات السوق مع حاجيات هذا النوع من المؤسسات.

- إعادة النظر في النظام التمويلي الحالي والبحث عن تحقيق التكامل بين مختلف أطرافه.

- ضرورة اعتبار عملية الإدراج في السوق البديلة عملية تأهيل ومواكبة للتطورات والمستجدات الدولية. كما أن إدراج المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في السوق البديلة يمثل في حد ذاته ضمانا لجملة من العناصر المتعلقة بالمردودية والشفافية والثقة التي تعتبر من الشروط الأساسية للإدراج في السوق البديلة.

- ضرورة التزام الهيئات المسيرة لبورصة الجزائر بوضع إستراتيجية للنهوض بسوق بديلة تركز على القيام بحملات تحسيسية لفائدة أصحاب المؤسسات الصغيرة والمتوسطة الأسواق المالية البديلة في توفير تمويلات طويلة الأجل.

- وجود مستثمرين من المؤسسات ومسيري الأصول على إثر إنشاء البنوك لشركات الرأسمال الاستثماري.

- التعاون مع الأسواق المالية المتطورة التي حققت نجاحا في هذا النوع من الأسواق.

- القيام بتدابير جبائية تشجع على الدخول إلى البورصة.

- الاهتمام بالمناخ الاقتصادي والاجتماعي والبيئة التي تنشط فيها هذه المؤسسات من خلال الشروع في تطبيق برنامج واسع لتأهيل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة.

## قائمة المراجع الببليوغرافية

- حسان خضر. تنمية المشاريع الصغيرة. مجلة جسر التنمية، المعهد العربي للتخطيط، 2002، العدد 9،  
[http://www.arab-api.org/images/publication/pdfs/108/108\\_develop\\_bridge9.pdf](http://www.arab-api.org/images/publication/pdfs/108/108_develop_bridge9.pdf)، (10/12/2010).
- المؤسسة العربية لضمان الاستثمار. مناخ الاستثمار في الدول العربية، الكويت، 2005.  
<http://www.iaigc.net/UserFiles/file/ar/Climate2005-full.pdf> ، (10/08/2012)
- زرقين عبود، تعزيز دور الصناعات الصغيرة والمتوسطة في السياسة الصناعية الجزائرية. مجلة علوم الاقتصاد والتسيير والتجارة، جامعة الجزائر، 2008، المجلد I، العدد 17.
- France. Direction Communication de la CCI. Les petites et moyennes entreprises au sens de l'union européenne. 2008.
- مؤسسة التمويل الدولية. دليل المعرفة المصرفية للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة، 2009،  
[www.ifc.org/wps/wcm/connect/ffbf0a0049585fe8a182b519583b6d16/SMEA.pdf?MOD=AJPERES](http://www.ifc.org/wps/wcm/connect/ffbf0a0049585fe8a182b519583b6d16/SMEA.pdf?MOD=AJPERES)، (10/12/2010).
- بونوة شعيب، سحنون سمير. المؤسسات الصغيرة والمتوسطة ومشاكل تمويلها في الجزائر. الملتقى الدولي حول متطلبات تأهيل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الدول العربية، جامعة الشلف، الجزائر، 2006.
- السعيد بريش. رأس مال المخاطر بديل مستحدث لتمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر. مجلة الباحث، جامعة ورقلة، العدد 05، 2007،  
[http://rweb.luedld.net/rc5/1\\_ANB\\_](http://rweb.luedld.net/rc5/1_ANB_)، (10/12/2010). (Beribeche\_Ar.pdf)
- هبة الصيرفي. مشروع إنشاء سوق للشركات الصغيرة والمتوسطة ببورصتي القاهرة والإسكندرية، مركز المشروعات الدولية الخاصة  
<http://www.efham.net/uploads/documents/Nilex.pdf> ، (10/08/2012).
- A guide to AIM, Publication of London Stock Exchange,  
<http://www.londonstockexchange.com/companies-and-advisors/aim/publications/documents/a-guide-to-aim.pdf>, (05/06/2012).
- Main Market Factsheet. Publication of London Stock Exchange, 2014,  
<http://www.londonstockexchange.com/statistics/historic/main-market/mar-14.pdf>, (04/05/2014).
- Alternext. Mode d'emploi: <http://www.journaldunet.com/management/0505/050582alternext.shtml>, (12/01/2010).
- Alternext. Euronext :<https://europeanequities.nyx.com/en/markets/nyse-alternext>, (04/05/2014).
- <https://europeanequities.nyx.com/en/markets/nyse-uronext>, (04/05/2014).
- Publication of Italia Stock Exchange, [http://www.borsaitaliana.it/borsaitaliana/statistiche/storiche/capitalizzazioni/2014/201403/capitalizzazioneelleazioniquote.en\\_pdf.htm](http://www.borsaitaliana.it/borsaitaliana/statistiche/storiche/capitalizzazioni/2014/201403/capitalizzazioneelleazioniquote.en_pdf.htm), (04/05/2014).

- بورصة النيل. سوق الشركات المتوسطة والصغيرة.

[https://www.nilex.egyptse.com/ar/download/pdf/NILEX\\_Brochure\\_a.pdf](https://www.nilex.egyptse.com/ar/download/pdf/NILEX_Brochure_a.pdf) ، (01/06/2012).  
- بورصة النيل، (04/05/2014 ، <https://www.nilex.egyptse.com/> )

- Agrebi Mohamed. Le Financement des PME en Tunisie, Ministère de l'industrie, de l'énergie et des PME de Tunisie. [www.oecd.org/dataoecd/12/58/34975821.ppt](http://www.oecd.org/dataoecd/12/58/34975821.ppt) , (15/06/2012).

- Zouari Maher. Mécanismes de financement de l'entreprise en Tunisie, atelier sur la stratégie de compétitivité et du développement du secteur privé, Ministère des finances tunisiennes. [www.oecd.org/dataoecd/3/3/40565586.pdf](http://www.oecd.org/dataoecd/3/3/40565586.pdf) (12/06/2012).

- Le Marché Alternatif, [www.bvmt.com.tn/alternatif](http://www.bvmt.com.tn/alternatif), (13/06/2012).

- Conseil de marché financier tunisien. Cadre légal du marché alternatif tunisien. [http://www.tustex.com/download/divers/marche\\_alt/cmf.pdf](http://www.tustex.com/download/divers/marche_alt/cmf.pdf) , (12/06/2012).

- Conseil de marché financier tunisien. Le Marché Alternatif : [http://www.cmf.org.tn/pdf/textes\\_ref/marche\\_alternatif.pdf](http://www.cmf.org.tn/pdf/textes_ref/marche_alternatif.pdf), (12/06/2012).

- La bourse de Tunis : [www.bvmt.com.tn/publications/bulletins/archive/2014/Bull\\_201404.zip](http://www.bvmt.com.tn/publications/bulletins/archive/2014/Bull_201404.zip), (04/05/2014)

- سوق الشركات الناشئة، (10/08/2012 ، [www.qe.com.qa/qeventuremarket](http://www.qe.com.qa/qeventuremarket) )

- لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها. التقرير السنوي 2010،

<http://www.cosob.org/publications/publications-rapport2010ARA.pdf> (20/08/2012)